

## ***Sukuk* Hibrid dalam Pasaran Modal Islam di Malaysia: Konsep dan Pelaksanaan**

### *Hybrid Bond in Malaysian Islamic Capital Market: Concept and Implementation*

NorFadhilah Mastura Sokhibul Fadil<sup>1</sup> ([norfadhilahmastura@gmail.com](mailto:norfadhilahmastura@gmail.com))

Fakulti Ekonomi dan Pengurusan  
Universiti Kebangsaan Malaysia

#### **ABSTRAK**

*Sukuk* hibrid dilihat sebagai satu bentuk penstrukturan alternatif bagi mengurangkan penggunaan sekuriti patuh syariah berasaskan sepenuhnya kepada hutang. Instrumen kewangan ini berpotensi untuk meraih pembiayaan dengan kos yang lebih rendah, berkemampuan untuk mendapat kredit ekuiti yang baik, memobilisasikan dana dengan lebih fleksibel serta memenuhi kepelbagaian permintaan dan kehendak dalam pelaburan. Justeru itu kajian ini bertujuan untuk mengenalpasti konsep *sukuk* hibrid sebagai instrumen kewangan kacukan patuh syariah, meneliti jenis dan karakteristik *sukuk* hibrid yang telah diterbitkan dalam pasaran modal Islam (PMI) di Malaysia. Kajian ini juga cuba menilai pengamalan bentuk dan aplikasi kaedah dan prinsip syariah yang digunakan dalam penerbitan instrumen tersebut. Dengan menggunakan dua metodologi iaitu penyelidikan perpustakaan dan wawancara, dapatan kajian menunjukkan bahawa *sukuk* hibrid tidak mempunyai satu definisi yang tetap dan khusus. Instrumen ini dapat diklasifikasikan kepada tiga pengertian iaitu sejenis sekuriti yang (1) menggabungkan sebahagian elemen ekuiti dan hutang, (2) aset pendasar terdiri daripada aset ketara dan aset bukan ketara serta (3) menggabungkan pelbagai prinsip syariah dalam proses penstrukturannya. *Sukuk* hibrid dilihat lebih menepati piawaian syariah berbanding *sukuk* berasaskan hutang semata-mata kerana aplikasi *bay' al-'inah* serta masalah berkaitan penjualan sekuriti di pasaran kedua menggunakan harga diskaun dapat dielakkan. Kejayaan *sukuk* hibrid dalam pasaran global memberi petanda bahawa instrumen ini mempunyai prospek masa depan yang cerah dalam pasaran modal termasuk pasaran domestik. Implikasi kajian ini akan memberi kefahaman awalan yang lebih jelas terhadap *sukuk* hibrid, sifat-sifatnya dan proses penstrukturannya. Selain itu, kajian ini dapat dijadikan panduan kepada mana-mana individu, institusi atau syarikat yang ingin menerbitkan sekuriti ini. Di samping itu, kajian ini memberikan satu lonjakan kepada pembentukan idea baru dalam membentuk instrumen kewangan yang lebih kompetitif disamping dapat mempelbagaikan instrumen kewangan Islam.

Kata kunci: Pasaran modal Islam; *sukuk* hibrid; prinsip syariah.

#### **ABSTRACT**

*Hybrid Sukuk is seen as a structured alternative to reduce the usage of shariah compliant securities traded in the secondary market which are totally debt-based. This financial instrument has the potential to raise financing with a much lower cost, capable to gain better credit enhancement, allows for a more flexible and greater mobilization of funds and able to meet the diversified investments needs and demands. Hence, this study aims to identify the concept of hybrid sukuk as Shariah-compliant financial instruments, the type and characteristics of hybrid sukuk issued in the Islamic capital market (ICM) in Malaysia. It also tries to assess the adoption and application of Islamic rules and principles used in the issuance of such instruments. By using two methods of library research and interviews, the results show that the hybrid sukuk not has no clear and fixed specific definitions. Hybrid sukuk may be defined as a kind of security that (1) combine some element of equity and debt; (2) the underlying assets consist of tangible assets and intangible assets; and (3) to combine the principles of shariah in the structuring process. Hybrid sukuk is seen to have fulfilled the standards and requirements of shariah law rather than the ordinary debt-based sukuk because the application of bay' al-'inah and problem concerning security trading in the secondary market with the discount price could be avoided. The successes of hybrid sukuk in global markets indicate that the instrument has a good and bright future prospect in the capital markets especially the domestic market. The implication of this study will*

---

<sup>1</sup> Pelajar Sarjana Ekonomi, Fakulti Ekonomi dan Pengurusan, UKM.

*provide a clearer understanding of the leading hybrid sukuk, properties and structuring process. In addition, this study can be used as a guide to any individual, institution or company that wants to publish this security. In addition, this study gives a renewal to the formation of new ideas in creating a more competitive financial instrument as well as to diversify Islamic financial instruments.*

*Keywords: Islamic capital market, hybrid sukuk, Islamic principles.*

## PENGENALAN

Kemunculan *sukuk* memberi impak yang baik terhadap sistem ekonomi terutamanya kepada institusi perbankan Islam (IPI) dan institusi kewangan Islam (IKI) dalam menguruskan dana dan mengatasi masalah kemudahan wang. Sebelum ini, IPI dan IKI tidak mempunyai banyak pilihan dalam membuat pelaburan dan menyalurkan dana. Dalam pasaran global yang mengamalkan sistem kewangan konvensional, peluang untuk mengawal kemudahan bagi IKI agak terbatas disebabkan transaksi yang dibenarkan oleh syariah dalam sistem konvensional adalah amat terhad.

Dengan penerbitan *sukuk*, ia memberi ruang yang luas kepada IPI dan IKI untuk mendapatkan dana atau pembiayaan, membuat pelaburan serta mengatasi masalah kemudahan dengan lebih efisien dan berkesan. Instrumen ini berpotensi menarik minat golongan pelabur daripada pelbagai kategori termasuk golongan bukan Islam serta memberi ruang kepada pelabur-pelabur Islam untuk melibatkan diri dalam pelaburan yang dibenarkan oleh syariah. Penerimaan peserta-peserta pasaran modal dan kewangan terhadap *sukuk* sebagai satu instrumen pelaburan dalam dunia kewangan moden amat menggalakkan serta pada masa yang sama proses inovasinya berlaku dengan begitu pantas. Keadaan ini dapat diperhatikan daripada jumlah penerbitan *sukuk* yang semakin meningkat serta kemunculan *sukuk* hibrid yang merupakan alternatif kepada bon boleh tukar atau ubah konvensional sekitar tahun 2006 dan 2007. Pada awal tahun 2000, tiga *sukuk* telah diterbitkan dengan nilai sebanyak USD 336 juta. Angka ini telah meningkat pada tahun 2006 dengan mendadak kepada 77 terbitan *sukuk* yang bernilai lebih daripada USD 27 bilion (Shariq Nisar, 2007).

*Sukuk* secara umumnya mempunyai keistimewaan dan faedahnya yang tersendiri di mana mampu dilonjakkan sebagai sumber pembiayaan negara dan dalam, masa yang sama mengembangkan sistem kewangan Islam dalam aspek sebagai alternatif kepada instrumen pelaburan konvensional. *Sukuk* juga mampu menjadi landasan terbaik ke arah perluasan dana masyarakat umum yang bebas riba. *Sukuk* turut mengalami proses evolusinya tersendiri. Keadaan pasaran dan situasi kewangan semasa menuntut agar *sukuk* dapat distruktur agar lebih inovatif dan berdaya saing. Kemunculan *sukuk* hibrid dalam pasaran kewangan merupakan satu inovasi produk yang mana sebelum ini penerbitan *sukuk* adalah berbentuk '*plain vanilla*' iaitu distruktur dalam bentuk yang asas dan standard tanpa didasari oleh sebarang unsur-unsur penambahan seperti hak melanggan dan pilihan pertukaran kepada ekuiti pada tempoh tertentu dan lain-lain. *Sukuk* yang memiliki sifat 'hibrid' mula diperkenalkan pada tahun 2003 oleh Bank Pembangunan Islam (IDB) melalui penerbitan IDB *trust certificates* (Rafe Haneef, 2007), yang aset pendasarnya terdiri daripada aset-aset *ijarah*, *murabahah* dan *istisna*'. Ini diikuti dengan *Caravan sukuk* yang diterbitkan pada tahun 2004. Evolusi *sukuk* berterusan dengan kemunculan *sukuk* yang menawarkan opsyen pertukaran kepada ekuiti atau saham pada tahun 2006 seperti *convertible sukuk al-ijarah* (diterbitkan oleh Nakheel Development), *convertible sukuk al-musharakah* (diterbitkan oleh Port, Customs & Free Zone Development Ltd.) dan *exchangeable sukuk al-mudarabah* (diterbitkan oleh Aldar Properties).

Beberapa produk kewangan Islam baru yang berupaya menjadi instrumen alternatif kepada instrumen hibrid konvensional telah diperkenalkan. Misalnya, Maybank telah menerbitkan bon bersubordinat pada tahun 2005 dengan berlandaskan kepada prinsip *bay' bithaman ajil* (BBA) yang mana sebelum ini tidak ada bon bersubordinat diterbitkan berlandaskan kepada prinsip syariah. Bon tersebut merupakan perintis ke arah melahirkan produk kewangan patuh syariah yang lebih inovatif. Pada tahun 2006, Malaysia mengambil langkah proaktif apabila menerbitkan *sukuk* boleh tukar kepada ekuiti yang pertama di dunia dikenali dengan *Khazanah exchangeable sukuk musharakah*. Ini diikuti oleh beberapa terbitan lagi *sukuk* hibrid seperti *mudārabah sukuk* bersubordinat boleh tebus yang diterbitkan oleh OCBC Bank Bhd. dan *Musharakah sukuk* bersubordinat yang diterbitkan oleh AmIslamic Bank Bhd.

Secara teori, *sukuk* hibrid berupaya menjadi instrumen kewangan yang lebih kompetitif, mempunyai kawalan risiko yang lebih efektif serta mampu memobilisasikan dana dengan lebih baik. *Sukuk* hibrid juga dilihat sebagai salah satu jalan penyelesaian atau alternatif kepada penerbitan bon Islam yang lebih dominan kepada sifat hutang seperti *sukuk* yang berasaskan kepada prinsip *murabahah* dan BBA. Komposisi ekuiti yang dominan berbanding hutang dalam penstrukturan *sukuk*

hibrid dapat menjadikannya sebagai satu sekuriti yang dapat diperniagakan dalam pasaran kedua walaupun dengan harga yang berlainan. Menurut pandangan sebahagian besar fuqaha semasa, *sukuk* berasaskan prinsip *murābahah* dan BBA tidak boleh diperdagangkan di pasaran kedua pada harga diskaun kerana amalan pendiskaunan tersebut dikira sebagai riba. Namun Malaysia mengambil pandangan serta pengamalan berlainan daripada piawai syariah antarabangsa apabila memutuskan untuk membenarkan amalan pendiskaunan serta penjualan sekuriti tersebut di pasaran kedua berasaskan prinsip *bay' al-dayn* dengan menyatakan bahawa sekuriti tersebut sudah menjadi sejenis harta yang tersendiri (Azizi Che Seman, 2002; Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas, 2004). Perbezaan ini turut dilebarkan lagi dengan pendirian Malaysia terhadap penerimaan prinsip *bay' al-dayn* serta aplikasinya yang berbeza dengan apa yang diutarakan oleh majoriti ahli-ahli syariah antarabangsa terutama dari Timur Tengah (BNM,2006).

Kajian ini difokuskan kepada *sukuk* yang dikenal pasti memiliki sifat hibrid sama ada sifat tersebut merujuk kepada gabungan sebahagian elemen ekuiti dan hutang, gabungan kelas-kelas aset berlainan jenis atau melibatkan penggabungan beberapa prinsip syariah dalam proses penstrukturannya. Beberapa *sukuk* telah dipilih untuk meneliti bentuk dan proses penstrukturannya serta sebagai kajian kes. *Sukuk-sukuk* tersebut dipilih kerana tarafnya yang '*outstanding*' serta mempunyai beberapa kelainan dari segi proses penstrukturannya. *Sukuk-sukuk* tersebut adalah seperti berikut :

1. Bon bersubordinat berasaskan kepada prinsip *bay' bithaman ajil* oleh Maybank pada tahun 2005, juga dikenali sebagai Maybank *subordinated bonds*.
2. *Sukuk musharakah* bersubordinat yang diterbitkan oleh AmIslamic Bank Bhd. pada tahun 2006 dikenali dengan AmIslamic *subordinated sukuk musharakah*.
3. *Sukuk musharakah* boleh ubah kepada ekuiti yang diterbitkan oleh Rafflesia Capital Limited pada tahun 2006 yang dikenali dengan Khazanah TMB *exchangeable sukuk musharakah*.

*Sukuk* hibrid dapat diperdagangkan mengikut harga pasaran sekiranya komposisi ekuiti lebih dominan daripada komposisi hutang sekurang-kurangnya 51% daripada peratusan keseluruhan aset pendasar. Namun sekiranya komposisi hutang lebih dominan, maka peraturan penjualannya perlu merujuk kepada peraturan jual beli hutang sebagaimana yang digariskan oleh syariah (Munawar Iqbal & Tariqullah Khan, 2004). Kelebihan yang ada pada instrumen ini dilihat dapat menggantikan bon Islam yang lebih menyerupai surat hutang. Ini merupakan saranan daripada majoriti pakar-pakar syariah dalam usaha untuk merangka satu instrumen pengganti kepada instrumen yang mirip kepada hutang serta menyelesaikan beberapa isu syariah yang timbul akibat daripada penggunaan instrumen tersebut.

Kajian ini dibatasi dengan melihat penstruktur dan penerbitan *sukuk* hibrid dalam persekitaran pasaran *sukuk* atau bon Islam yang merupakan salah satu komponen dalam pasaran modal Islam (PMI) secara keseluruhan. Kajian ini menghadkan kepada *sukuk* hibrid yang diterbitkan oleh badan kerajaan, pertubuhan atau syarikat korporat yang berasal dari Malaysia sahaja. Bab seterusnya akan membincangkan kajian lepas yang telah dijalankan mengenai *sukuk*. Ini diikuti dengan bab seterusnya yang akan menerangkan mengenai *sukuk* hibrid. Manakala bab seterusnya akan menerangkan *sukuk* hibrid dalam PMI di Malaysia dan bab terakhir akan menerangkan kesimpulan dan cadangan hasil dari kajian ini.

## METODOLOGI

Penulis menggunakan dua metodologi iaitu wawancara dan penyelidikan perpustakaan. Penulis memilih seorang pakar syariah dan muamalat dari Suruhanjaya Sekuriti untuk mendapatkan maklumat lanjut mengenai *sukuk*. Selain itu, penulis menggunakan data-data yang diperolehi dalam bentuk penulisan jurnal, artikel, disertasi, tesis, buku yang berkaitan dengan subjek kajian, seminar prosiding serta laporan-laporan yang dikeluarkan oleh institusi-institusi atau pihak-pihak yang terlibat. Penulis juga merujuk kepada internet untuk mendapatkan maklumat seperti jurnal-jurnal *online*, laporan-laporan badan berkanun atau syarikat-syarikat korporat serta maklumat-maklumat berkaitan yang tidak diterbitkan. Data-data tersebut diperolehi dari dalam dan luar negara melalui sumber yang dinyatakan di atas.

## KAJIAN LEPAS

Beberapa kajian dan penulisan telah dibuat untuk melihat sama ada sekuriti berasaskan kepada syariah dapat diwujudkan serta praktikal dengan sistem ekonomi dan kewangan yang sedia ada. Kajian yang

dilakukan oleh Asmak Abd Rahman (2000) tertumpu kepada peranan sekuriti hutang Islam dan pelaksanaannya dalam pasaran modal secara am. Kajian ini turut membincangkan kemampuan sekuriti hutang Islam sebagai instrumen kewangan alternatif kepada sekuriti hutang konvensional. Ali Arsalan Tariq (2004) pula menganalisis isu-isu berkaitan dengan penstrukturan, risiko, evolusi serta saingan atau sifat kompetitif *sukuk* dalam usaha untuk menggantikan bon-bon konvensional sebagai instrumen utama dalam pasaran wang dan modal. Kajian ini lebih tertumpu kepada pengurusan risiko sekuriti Islam akibat perubahan yang berlaku dalam pasaran kewangan semasa.

Selain itu, terdapat kajian-kajian lain yang lebih khusus membincangkan isu-isu yang berlaku dalam industri penssekuritan terutamanya di Malaysia. Corak pensrukturan dan penerbitan bon-bon Islam di Malaysia yang banyak didasari oleh mekanisme *bay' al-'inah* dan *bay' al-dayn* telah menyebabkan banyak kritikan dilontarkan oleh para penganalisis serta pakar-pakar syariah dan ekonomi sama ada dari dalam mahupun luar negara. Saiful Azhar Rosly (2005) menjelaskan perbezaan pendapat timbul akibat pengamalan mazhab yang berbeza di antara Malaysia dan negara-negara Timur Tengah. Malaysia yang membenarkan pengamalan kontrak *bay' al-'inah* dan *bay' al-dayn* dalam pasaran sekuriti Islam adalah bersandarkan kepada mazhab Syafi'i.

Walaubagaimanapun Muhammad Ayub (2007) kurang bersetuju dengan pendapat serta tindakan yang membenarkan bon-bon Islam berasaskan kepada prinsip *murābahah* dan BBA didagangkan di pasaran kedua kerana ia dikatakan tidak mengambilkira pendapat keseluruhan mazhab Syafi'i. Muhammad Ayub menjelaskan lagi bahawa para fuqaha mazhab Syafi'i hanya membenarkan kes tersebut apabila hutang diperniagakan di atas harga par. Saiful Azhar Rosly (2005) dalam tulisan yang lain pula menyarankan agar pandangan-pandangan pakar-pakar kewangan Islam dari Timur Tengah seharusnya diambil kira serta dipertimbangkan sekiranya ingin meningkatkan kualiti instrumen kewangan Islam dalam PMI di Malaysia bukan sahaja daripada aspek ekonomi malah daripada aspek kekemasan perundangan syariah. Mohd Hashim Kamali (2007) pula berpendapat *sukuk ijārah* berpotensi untuk menjadi instrumen kewangan yang lebih efisien dan fleksibel berbanding *sukuk murābahah* dan BBA selain dapat mengelakkan daripada menggunakan akad kontroversi seperti *bay' al-'inah* dan *bay' al-dayn*.

Secara keseluruhannya, perbincangan *sukuk* atau sekuriti Islam ini banyak berkisar di sekitar proses penssekuritiannya, cabarannya dalam menghadapi risiko, keperluan untuk mempelbagaikan instrumen kewangan serta isu-isu syariah dan perundangan. Di Malaysia, perkara utama yang sering dibangkitkan adalah keperluan untuk mengubah hala tuju daripada penggunaan secara meluas transaksi berasaskan hutang kepada transaksi berasaskan ekuiti. Ini bererti perlunya keseimbangan dan peralihan daripada penggunaan secara meluas prinsip *murābahah* dan BBA kepada prinsip-prinsip lain seperti *mudārabah* dan *mushārahah*. Penulisan secara tersusun dan terperinci tentang *sukuk* hibrid dalam konteks PMI di Malaysia agak kurang didapati. Justeru, penulisan ini dilakukan untuk mengenal pasti konsep *sukuk* hibrid sebagai instrumen kewangan patuh syariah yang menggabungkan prinsip-prinsip syariah atau penggabungan beberapa kelas aset yang berlainan jenis dalam proses penstrukturan. Selain itu, kajian ini cuba menerangkan aplikasi prinsip syariah yang digunakan dalam merangka instrumen tersebut dalam PMI di Malaysia.

## SUKUK HIBRID

*Sukuk* amat penting bagi IPI dan IKI untuk menjalankan aktiviti pelaburan serta berperanan sebagai alat kemudahan. Keperluan terhadap *sukuk* timbul berikutan pengharaman riba dalam urusan jual beli dan transaksi perdagangan. Oleh itu, bon konvensional dan instrumen derivatif lain yang berasaskan kepada riba serta tidak menepati peraturan syariah tidak boleh dijadikan sebagai alat pelaburan serta alat kawalan risiko dan kecairan bagi pelabur atau IKI. Kemunculan *sukuk* hibrid sedikit sebanyak telah merancakkan lagi kepelbagaian instrumen kewangan Islam di pasaran. *Sukuk* hibrid mempunyai perkaitan dengan sekuriti hibrid konvensional dari segi konsep penstrukturan. Istilah hibrid secara amnya bermaksud kacukan dua atau lebih elemen yang berlainan. Dalam istilah kewangan moden, hibrid merujuk kepada gabungan sebahagian elemen ekuiti dan hutang.

### *Sukuk* Dari Perspektif Perundangan

*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) telah mendefinisikan *sukuk* sebagai sijil-sijil yang mempunyai nilai yang sama, mewakili atau membuktikan tanda penerimaan sijil tersebut dan menggunakannya sebagaimana yang telah dirancang, atau hak terhadap saham atau aset ketara, manfaat dan perkhidmatan, atau ekuiti daripada suatu projek yang diberi atau ekuiti daripada aktiviti pelaburan tertentu, selepas selesai proses pelangganan. AAOIFI

mensyaratkan *sukuk* mesti mempunyai nilai intrinsik dengan bersandarkan kepada aset pendasar. Berdasarkan takrifan AAOIFI, *sukuk* merupakan satu pembuktian wujudnya hak sama ada ke atas aset, perkhidmatan atau manfaat daripada aset tersebut serta bukan merupakan satu obligasi hutang yang ditanggung oleh penerbit instrumen tersebut. Justeru, sekuriti yang diterbitkan untuk membeli sekumpulan hutang atau perolehan belum terima sebagai aset pendasar tidak termasuk dalam kategori *sukuk*.

Sementara itu, Suruhanjaya Sekuriti (SC) pula mentakrifkan *sukuk* dengan definisi yang lebih luas iaitu dokumen atau sijil yang mewakili nilai sesuatu aset. Berdasarkan kepada takrifan ini, *sukuk* tidak hanya dihadkan pengertiannya dengan merujuk kepada instrumen kewangan berasaskan ekuiti malah boleh juga merujuk kepada instrumen kewangan berasaskan hutang atau membuktikan wujudnya obligasi hutang. Ini bererti, instrumen yang diterbitkan dengan bersandarkan kepada hutang belum terima dikategorikan sebagai *sukuk* (Wan Abdul Rahim kamil, 2007). SC menggunakan istilah *sukuk* untuk semua jenis bon Islam. Walaubagaimanapun istilah tersebut mesti digunakan bersama-sama dengan prinsip-prinsip syariah seperti *ijarah* untuk transaksi berasaskan sewa, *murabahah*, BBA, *salam* dan *istisna* untuk transaksi berasaskan hutang atau *mudharabah* dan *musharakah* untuk transaksi berasaskan ekuiti. Walaupun dari segi penggunaan asal perkataan *sakk* adalah merujuk kepada bukti pemilikan sama ada ke atas aset atau hutang, namun penetapan penggunaan perkataan ini menurut standard antarabangsa telah dihadkan kepada sijil-sijil yang membuktikan wujudnya hak pemilikan ke atas aset. Maka bon yang diterbitkan untuk membeli hutang atau perolehan belum terima tidak termasuk dalam takrif *sukuk*.

### Definisi dan Konsep *Sukuk* Hibrid

Sehingga kini, *sukuk* hibrid tidak diberikan sebarang definisi yang khusus. Berdasarkan kepada konsep sekuriti hibrid konvensional sebagaimana yang telah dijelaskan di atas, *sukuk* hibrid dapat difahami sebagai sejenis sekuriti patuh syariah yang memiliki sebahagian elemen ekuiti dan hutang. Instrumen ini boleh berfungsi serta memainkan peranan yang sama sebagaimana fungsi sekuriti hibrid konvensional. Istilah 'hibrid' dalam *sukuk* hibrid ini juga boleh merujuk kepada gabungan aset pendasar yang terdiri daripada aset ketara dan aset bukan ketara serta gabungan pelbagai prinsip syariah dalam proses penstrukturan sekuriti tersebut. Namun istilah hibrid dalam terminologi kewangan moden lebih popular serta merujuk kepada gabungan elemen ekuiti dan hutang.

Selain itu, ia juga merupakan sejenis *sukuk* yang mana aset pendasar terdiri daripada aset ketara dan aset tidak ketara atau terdiri daripada kelas-kelas aset yang berlainan. Komposisi aset pendasar kepada *sukuk* ini terdiri daripada *'ayn* (aset fizikal) dan *dayn* (hutang). Komposisi aset ketara atau ekuiti yang tidak kurang daripada 51% membolehkan *sukuk* ini diperdagangkan di pasaran kedua dengan harga yang berbeza daripada harga asal (harga par). Namun sekiranya komponen ekuiti kurang daripada peratusan tersebut, maka tatacara perdagangannya adalah tertakluk kepada garis panduan syariah mengikut kepada karakteristik komponen yang dominan dalam penstrukturan sekuriti tersebut.

### Konsep Instrumen Hibrid dalam Sistem Kewangan Moden

Instrumen hibrid atau sekuriti hibrid merupakan sejenis instrumen kewangan yang menggabungkan ciri-ciri yang dimiliki oleh instrumen berasaskan ekuiti dan instrumen berasaskan hutang. Dalam sistem kewangan konvensional, instrumen hibrid kebiasaannya merujuk kepada bon yang memiliki ciri-ciri saham atau saham yang memiliki ciri-ciri bon seperti saham keutamaan, bon boleh tukar/ubah, bon disertakan dengan waran ekuiti dan bon bersubordinat (Izzy Nelken, 2000; Satyajit Das, 2001).

Bagi bon boleh tukar, pemegang bon boleh menukar sijil mereka kepada saham firma yang menerbitkan bon tersebut atau saham milik firma lain pada harga yang telah ditentukan, dipanggil dengan harga pertukaran yang kebiasaannya lebih tinggi daripada harga pasaran saham biasa semasa diterbitkan. Kebiasaannya, penerbit bon akan membayar kadar faedah yang lebih rendah berbanding bon biasa berikutan penawaran pemilikan saham yang diberikan kepada pemegang bon. Sekuriti hibrid popular kerana berupaya untuk mendapat kredit ekuiti yang baik daripada agensi penarafan, potongan cukai, kos pinjaman yang lebih murah berbanding ekuiti serta kawalan risiko yang lebih berkesan bergantung pada proses penstrukturan sekuriti tersebut.

### a) *Elemen Ekuiti & Hutang dalam Sekuriti Hibrid*

Ekuiti dan hutang merupakan dua sumber utama bagi firma korporat untuk mendapatkan dana atau modal bagi membiayai suatu projek atau menambah modal kerja. Istilah ekuiti merujuk kepada suatu tuntutan di mana pemegang sekuriti mempunyai hak terhadap tuntutan baki ke atas firma selepas segala tanggungan pinjaman dan liabiliti dijelaskan manakala istilah hutang pula merujuk kepada tuntutan di mana pemegang sekuriti mempunyai hak terhadap satu set aliran tunai iaitu faedah (berdasarkan pengamalan kewangan konvensional) dan bayaran prinsipal. (rujuk jadual 1).

Perbezaan utama di antara ekuiti dengan hutang yang kebiasaannya lebih dikenali dengan istilah saham (*stock*) bagi ekuiti dan bon bagi hutang adalah berdasarkan kepada jenis aliran tunai yang bakal diperolehi. Pemegang saham kebiasaannya akan menerima bayaran dalam bentuk dividen manakala pemegang bon akan menerima bayaran dalam bentuk faedah berkala dan bayaran prinsipal di akhir tempoh yang telah ditetapkan. Perolehan modal sama ada melalui ekuiti atau hutang mempunyai kelebihan dan kekurangan serta memberi kesan kepada kunci kira-kira pengeluaran atau penerbit sekuriti tersebut. Justeru, untuk mengimbangi kelebihan serta kekurangan yang ada dalam ekuiti dan hutang, maka satu instrumen kacukan telah dibentuk.

### b) *Karakteristik Utama Sekuriti Hibrid*

Sifat-sifat utama sekuriti hibrid: (1) tidak mempunyai tarikh matang atau mempunyai tarikh matang yang panjang. (2) berhak untuk menunda pembayaran. Kebanyakan sekuriti hibrid memberikan hak kepada pengeluarnya untuk menangguhkan pembayaran faedah atau dividen kepada tempoh yang lebih lama. Penangguhan pembayaran yang dilakukan sama ada bersifat kumulatif, kumulatif ditambah faedah atau tidak bersifat kumulatif. Ciri penangguhan pembayaran ini membolehkan penerbit meningkatkan kandungan ekuiti dalam sekuriti hibrid yang mana ia menjadikan kedudukan kewangan penerbit lebih baik dan efektif. (3) bersubordinat, iaitu mengutamakan pemegang bon yang lebih senior daripada pemegang bon junior untuk menerima pembayaran. (4) memiliki sifat boleh tukar atau ubah kepada ekuiti atau saham. Kebanyakan sekuriti hibrid memberikan hak sama ada kepada penerbit atau pemegang sekuriti untuk menukarkan sekuriti tersebut kepada ekuiti pada tempoh tertentu.

Kelebihan sekuriti hibrid bergantung pada kontinum ekuiti-hutang sepanjang pengeluaran sekuriti tersebut. Kontinum ekuiti-hutang ini mempengaruhi kredit ekuiti sekuriti yang diterbitkan serta peratusan potongan cukai yang bakal diperolehi. Sekuriti hibrid yang lebih mirip kepada ekuiti bakal menerima kredit ekuiti yang baik daripada agensi penarafan. Sekuriti hibrid yang lebih mirip kepada hutang pula bakal menerima insentif cukai yang lebih baik. Secara umumnya, sekuriti hibrid akan mendapat kredit ekuiti yang lebih tinggi sekiranya semakin panjang tempoh matang serta semakin lama pembayaran faedah atau dividen dapat ditunda. (rujuk jadual 2).

## **Penstrukturan Sukuk Hibrid**

Berdasarkan kepada maksud 'hibrid' di atas, model atau bentuk penstrukturan *sukuk* hibrid dapat diperhatikan daripada tiga aspek:

### (a) *Sekuriti yang memiliki gabungan elemen ekuiti dan hutang*

Kebanyakan penerbitan *sukuk* adalah berbentuk *plain vanilla* iaitu distruktur dalam bentuk yang asas dan standard. *Sukuk* hibrid pula distruktur dengan menggabungkan pilihan-pilihan tertentu sebagaimana yang berlaku dalam instrumen hibrid konvensional. Penstrukturan *sukuk* hibrid ini diadaptasi daripada gaya penstrukturan instrumen hibrid konvensional. Berdasarkan kepada kategori ini, *sukuk* dapat dibahagikan kepada dua jenis utama:

#### 1. *Sukuk* boleh tukar/ubah dengan ekuiti

*Sukuk* ini mempunyai konsep yang sama dengan *convertible bonds* dan *exchangeable bonds*. Ia distruktur dengan menawarkan pilihan tambahan iaitu pemegang *sukuk* boleh menukarkan sijil yang dipegang oleh mereka kepada sejumlah saham yang ditawarkan oleh pengeluar atau firma lain mengikut syarat dan tempoh masa yang telah dipersetujui di awal kontrak. Mengikut pengamalan semasa, *exchangeable bonds* memberi opsyen kepada pemegangnya untuk menukar bon kepada saham firma lain dan bukannya saham milik penerbit. Ini berbeza dengan *convertible bonds* yang memberi opsyen untuk menukar bon kepada saham yang ditawarkan oleh firma penerbit sekuriti itu sendiri. Contoh bagi *convertible sukuk* ialah *muqaradah convertible sukuk*. Sekuriti ini memberikan hak kepada

pemegangnya untuk menukarkan sijil *sukuk* kepada saham pada tarikh dan kadar pertukaran yang telah ditetapkan terlebih dahulu. Pemegang *sukuk* merupakan pemodal atau *sahib al-mal* manakala penerbit *sukuk* merupakan pengusaha atau *mudarib*. Selepas tempoh matang, pemegang *sukuk* akan memperoleh sejumlah bilangan tertentu saham syarikat sekiranya ingin menukar sijil tersebut kepada saham.

Contoh bagi kategori *exchangeable sukuk* ialah *sukuk musharakah* boleh ubah yang dikeluarkan oleh Khazanah Nasional Berhad melalui syarikat perantara khas (SPC), Rafflesia Capital Ltd. pada Oktober 2006. *Sukuk* ini akan ditukar kepada saham biasa apabila tamat tempoh pegangan dalam bentuk *sukuk*. Nilai dividen atau kupon yang perlu dibayar dalam sekuriti ini adalah lebih rendah berbanding *sukuk* yang distruktur secara biasa disebabkan adanya pilihan pertukaran kepada ekuiti. Bagi *sukuk* berkaitan ekuiti, beberapa syarat telah ditetapkan oleh pakar syariah untuk memastikan instrumen tersebut mematuhi piawaian syariah. Syarat tersebut ialah ekuiti yang menjadi aset pendasar kepada *sukuk* tersebut mestilah patuh syariah serta pilihan yang ditawarkan distruktur dengan menggunakan konsep '*urban*'. Opsyen ini tidak boleh diperdagangkan di pasaran berdasarkan kepada piawaian syariah antarabangsa.

## 2. *Sukuk* bersubordinat.

Secara teori, bon bersubordinat lebih mirip ke arah sifat hutang. Perbezaan yang ketara di antara *sukuk* bersubordinat dengan *sukuk-sukuk* yang distruktur dengan cara biasa ialah dari aspek keutamaan pembayaran pada hari pembubaran. *Sukuk* bersubordinat membolehkan pemegang sijil junior melepaskan haknya untuk menerima pembayaran kepada pemegang sijil senior. Dengan kata lain, pembayaran terhadap pemegang *sukuk* junior akan dilakukan selepas pemegang *sukuk* senior menerima pembayaran mereka. Pengamalan ini bersandarkan kepada prinsip *tanazul* atau *isqat haq*. Konsep *isqat* dibahaskan oleh ulama-ulama silam terutama dalam bab-bab berkaitan dengan talak, pembebasan hamba, kemaafan daripada dilaksanakan hukuman *qisas* serta perlepasan daripada membayar hutang. Dalam konteks ini, *isqat* bermaksud menggugurkan hak yang sepatutnya diterima oleh pemegang *sukuk* junior atau yang lebih rendah kedudukannya.

*Sukuk* ini boleh distruktur dengan menggunakan pelbagai prinsip syariah sama ada berasaskan ekuiti seperti *mudarabah* dan *musharakah* atau berasaskan hutang seperti *murabahah* dan BBA. Contoh bagi *sukuk* bersubordinat ialah bon bersubordinat yang diterbitkan oleh Maybank pada tahun 2005, OCBC Bank serta AmIslamic Bank pada tahun 2006. *Sukuk* ini masing-masing dikeluarkan dengan menggunakan prinsip BBA, *mudarabah* dan *musharakah*. Peraturan berkaitan dengan kebolehdijualan sekuriti ini adalah bergantung pada jenis aset dan kontrak pendasar serta tertakluk kepada peraturan dan ketetapan syariah berkaitan dengan aset-aset tersebut.

### (b) *Sekuriti yang bersandarkan kepada aset ketara dan aset bukan ketara*

*Sukuk* hibrid boleh juga merujuk kepada sejenis sekuriti yang menggabungkan aset ketara dengan aset tidak ketara sebagai aset pendasar. Aset ketara merupakan sejenis aset yang mempunyai bentuk fizikal seperti tunai, kenderaan, mesin, bangunan dan akaun perolehan belum terima. Aset bukan ketara ialah sejenis aset yang tidak boleh disentuh secara fizikal seperti jenama, *franchise*, *trademark* dan paten. Dari perspektif kewangan Islam, aset ketara wujud dalam bentuk '*ayn*' manakala aset bukan ketara wujud dalam bentuk *dayn*. Justeru, aset-aset fizik seperti peralatan, kenderaan serta aset-aset *al-ijarah* merupakan aset ketara manakala perolehan belum terima yang berpunca daripada transaksi-transaksi jualan seperti *murabahah*, BBA, *salam* dan *istisna'* tergolong dalam aset bukan ketara. Hak dan manfaat yang diiktiraf oleh syarak turut diklasifikasikan sebagai aset bukan ketara (Md Nuridin Ngadimon, 2006).

Penstrukturan *sukuk* yang melibatkan gabungan aset ketara dan bukan aset ketara dapat dilihat dalam Islamic Development Bank (IDB) *Trust Certificates* yang distruktur dengan bersandarkan kepada sekumpulan aset berlainan jenis. Ia menggabungkan hasil atau perolehan belum terima daripada kontrak *ijarah*, *murabahah* dan *istisna'*. Untuk membolehkan *sukuk* ini dapat diperdagangkan di pasaran kedua, komposisi *ijarah* hendaklah sekurang-kurangnya 51% atau dalam sesetengah keadaan 25% daripada jumlah keseluruhan. IDB dipertanggungjawabkan untuk membeli aset yang dimiliki oleh pemegang amanah apabila peratusan komposisi *ijarah* kurang daripada 25%. Penstrukturan dengan menggabungkan aset bukan ketara kepada aset ketara membolehkan isu penjualan sekuriti dengan harga diskaun di pasaran kedua dapat diselesaikan.

**(c) Sekuriti yang menggabungkan pelbagai prinsip syariah dalam proses penstrukturan**

*Sukuk* hibrid boleh juga difahami sebagai sekuriti yang distruktur dengan menggunakan dua atau lebih prinsip syariah. Ia distruktur dengan menggunakan semua atau sebahagian daripada kombinasi transaksi-transaksi berasaskan ekuiti seperti *mudabah* dan *musharakah*, transaksi sewa serta transaksi-transaksi berasaskan hutang seperti *murabahah*, BBA, *salam* dan *istisna'*. Misalnya, *sukuk* yang diterbitkan oleh Sitara Chemical Industries Ltd. (SCIL) pada Disember 2006 di mana *sukuk* ini menggunakan prinsip *musharakah*, *istisna'* dan *ijarah* dalam proses penstrukturannya. SCIL dan pelabur akan membentuk satu perkongsian melalui kontrak *musharakah* untuk membina satu aset. SCIL menyumbang dalam bentuk barangan manakala pelabur akan menyumbang dalam bentuk wang. Perkongsian tersebut kemudiannya melantik SCIL untuk membuat aset yang dikehendaki melalui kontrak *istisna'*. Setelah siap, aset tersebut diserahkan kepada perkongsian dan disewakan kepada SCIL melalui kontrak *ijarah*.

**SUKUK HIBRID DALAM PASARAN MODAL ISLAM DI MALAYSIA**

*Sukuk* hibrid telah pun diperkenalkan dalam PMI di Malaysia melalui penerbitan *sukuk* bersubordinat dan *sukuk* boleh ubah kepada ekuiti. Namun, bilangan penerbitan tersebut adalah sedikit dan masih lagi di peringkat awal perkembangannya terutama bagi *sukuk* yang menawarkan opsyen pertukaran kepada ekuiti. Beberapa jenis *sukuk* hibrid yang telah diterbitkan akan dilihat dan diteliti proses penstrukturan serta penggunaan prinsip syariah dalam proses penerbitan instrumen tersebut.

**(1) Bon Bersubordinat Maybank (Maybank Subordinated Bond)**

Bon bersubordinat atau dikenali dengan *Maybank Subordinated Bond* (MSB) telah diterbitkan pada tahun 2006 dengan nilai RM 1.5 bilion bagi tempoh pemilikan selama 12 tahun. Perolehan daripada penjualan MSB akan digunakan untuk membiayai aktiviti-aktiviti kewangan Islam Maybank. Bon ini tidak disenaraikan dalam mana-mana bursa dan dikeluarkan secara terus kepada sekumpulan pelabur tertentu yang mampu membeli bon terbabit. MSB mendapat kelas AA1 daripada Rating Agency Malaysia (RAM). MSB distruktur dengan menggunakan prinsip BBA yang merujuk kepada transaksi jual beli aset-aset terlibat yang dilakukan melalui pembayaran secara beransur-ansur mengikut tempoh pembayaran yang telah dipersetujui di peringkat awal kontrak. Harga jualan turut meliputi margin keuntungan. Pelabur melalui agen fasiliti iaitu Aseambankers akan membeli aset daripada penerbit iaitu Maybank melalui perjanjian pembelian aset. Harga tersebut mestilah selaras dengan garis panduan yang diterbitkan pada 31 Disember 2003 dan 30 April 2004 oleh MPS Suruhanjaya Sekuriti. Melalui agen fasiliti ini juga, pelabur tersebut boleh menjual kembali aset tersebut kepada penerbit melalui perjanjian penjualan aset. Aset pendasar bagi MSB adalah sekumpulan aset berasaskan kepada kontrak AITAB yang merupakan transaksi bagi pembelian kenderaan di antara pihak bank dan pelanggan. Harga jualan akan ditentukan bagi tempoh pemilikan maksimum iaitu selama 12 tahun termasuk kadar keuntungan tambahan yang dibenarkan. Pengeluar akan menerbitkan bon bersubordinat sebagai bukti wujudnya kewajiban penerbit untuk membayar harga jualan tersebut di bawah perjanjian penjualan aset.

Pelabur akan menerima bayaran keuntungan enam bulan sekali dan menerima pembayaran pokok pada akhir tempoh matang bon tersebut. Sekiranya penerbit mahu menebus kembali bon tersebut pada atau selepas tahun ke-7, rebat akan diberikan kepada penerbit daripada baki harga jualan. MSB akan ditebus pada nilai muka berserta keuntungan terakru pada tarikh matang atau tarikh penebusan. Pemegang bon ini akan menerima pembayaran di hari pembubaran setelah pembayaran kepada pemegang bon senior dijelaskan serta sebelum pemegang saham menerima pembayaran. MSB tidak mempunyai banyak perbezaan dengan bon-bon BBA lain yang berasaskan hutang walaupun instrumen ini bersandarkan kepada sekumpulan aset terdiri daripada kenderaan dan hasil sewa belum terima. Penstrukturan MSB melibatkan penggunaan *bay' al-'inah* yang merupakan mekanisme penting dalam transaksi BBA. MSB merupakan bon yang meletakkan pemegang bon bersubordinat ini berkedudukan ranking lebih bawah daripada pemegang bon yang lebih senior serta lebih tinggi daripada pemegang saham biasa. Ini bererti, pemegang bon bersubordinat ini akan mendapat bayaran pada hari pembubaran atau pembatalan kontrak selepas pemegang bon yang berkedudukan lebih senior mendapat hak mereka. Ciri bersubordinat inilah membezakan antara MSB dengan bon-bon Islam yang lain serta ia merupakan salah satu daripada sifat-sifat instrumen hibrid.



## (2) **Sukuk Musharakah Boleh Ubah Khazanah TMB**

Rafflesia Capital Limited yang diperbadankan di Labuan bertindak sebagai penerbit bagi *sukuk musharakah* boleh ubah bernilai USD 750 juta (Andri Aidham Badri, 2007). Khazanah Nasional Berhad yang merupakan pihak yang dipertanggungjawabkan bagi penerbitan *sukuk* ini akan menjual aset kewangan tertentu kepada perantara kegunaan khas (SPV) iaitu Orchid Capital Limited dengan nilai USD 750 juta. Kemudian, SPV akan menjual harta tersebut kepada penerbit iaitu Rafflesia Capital Limited dengan nilai yang sama. Selepas lima tahun, Khazanah dipertanggungjawabkan untuk membeli semula harta tersebut dengan jumlah menyamai 121.4% daripada nilai muka. Perolehan modal tersebut akan digunakan untuk membiayai modal kerja tambahan dan aktiviti-aktiviti korporat secara am.

Pemegang *sukuk* akan menerima bayaran dividen tahunan secara kumulatif sehingga kadar maksimum 1.25% setahun. Pembayaran tersebut dibiayai melalui pendapatan dividen iaitu lanjutan daripada transaksi aset terbabit dalam pasaran saham. Pembayaran tersebut tidak dijamin oleh penerbit. Ini bererti, sekiranya pemegang *sukuk* tidak mendapat bayaran dividen dalam jumlah yang sempurna atau tidak mencukupi daripada Khazanah, ia tidak akan membawa kepada kes pembubaran. Lebihan pendapatan dividen yang diterima akan dimasukkan ke dalam dana terikat. Dalam tempoh tiga tahun pertama, pembubaran tidak boleh dilakukan oleh penerbit. *Sukuk* ini disandarkan kepada aset kewangan berlandaskan syariah iaitu hak pemilikan terhadap ekuiti atau saham Telekom Malaysia Bhd (TMB). *Sukuk* ini tersenarai dalam LFX dan HKSE. *Sukuk* ini akan ditukarkan kepada saham biasa bernilai RM 1.00 setiap satu saham TMB yang tersenarai dalam Bursa Malaysia. Saham Telekom disyaratkan tersenarai dalam kumpulan saham berlandaskan syariah. Sekiranya saham Telekom tidak menepati piawaian syariah, maka pemegang *sukuk* mempunyai pilihan untuk menjual kembali sekuriti tersebut kepada Khazanah.

Ringkasnya, *sukuk musharakah* ini memberi pilihan kepada pelabur untuk terlibat sama dalam pasaran ekuiti. Ciri ini membezakan instrumen ini dengan *sukuk* lain yang distruktur dengan cara biasa serta dalam bentuk asas tanpa menawarkan sebarang opsyen tertentu. Instrumen ini menggabungkan pilihan panggilan terhadap ekuiti dengan diskaun dalam posisi bon. Penstrukturan Khazanah TMB *exchangeable sukuk musharakah* dapat dilihat seperti dalam rajah 1.

## (3) **Musharakah Sukuk Bersubordinat AmIslamic Bank**

Pada Disember 2006, AmIslamic (penerbit) telah menerbitkan *sukuk musharakah* yang dikenali dengan *Subordinated Sukuk Musharakah (SSM)* atau *musharakah sukuk* bersubordinat bernilai RM 400 juta. *Sukuk* tersebut dikeluarkan bertujuan untuk menambah dana AmIslamic Bank. SSM mendapat penarafan A3 daripada RAM. SSM tidak disenaraikan dalam mana-mana papan bursa tetapi diperdagangkan di bawah *Scriptless Securities Trading System* yang diselenggara oleh BNM. SSM diberi kelayakan sebagai modal peringkat kedua untuk AmIslamic bank.

AmIslamic bank menerbitkan *sukuk* kepada para pelabur dengan mengambil kira sumbangan modal masing-masing. Para pelabur (pemegang *sukuk*) melantik penerbit sebagai pengurus usaha sama *musharakah (musharakah venture)* untuk menerima sumbangan modal daripada para pelabur. Dana terkumpul tersebut akan digunakan untuk menjalankan perusahaan tertentu sebagaimana yang telah dipersetujui. Usaha sama *musharakah* yang dibentuk tersebut akan menawarkan penyertaan para pelabur dalam aktiviti perniagaan penerbit yang menawarkan pelbagai jenis produk dan perkhidmatan kewangan Islam. AmIslamic selaku pengurus usaha sama *musharakah* mempunyai kuasa mutlak dalam menjalankan urusan perniagaannya. Pemegang *sukuk* atau para pelabur akan berkongsi keuntungan yang dijana daripada usaha sama *musharakah* berdasarkan kepada nilai muka *sukuk* yang dipegang oleh para pelabur manakala kerugian pula akan ditanggung mengikut kepada jumlah modal yang disumbangkan oleh para pelabur masing-masing. Melalui deklarasi amanah, penerbit akan memegang amanah untuk menjaga dan mengurus aset atau harta bagi pihak pemegang *sukuk* serta bertanggungjawab dalam menjaga kepentingan mereka. Harta amanah terdiri daripada segala hak, keistimewaan dan manfaat untuk penerbit tertakluk di bawah akaun *sukuk* yang akan dibuka selepas penerbitan SSM serta segala jenis pelaburan dibenarkan yang dipinjamkan daripada dana yang tersimpan dalam akaun *sukuk*.

Pemegang *sukuk* akan bersetuju untuk mengeneipkan hak mereka untuk menerima lebihan keuntungan apabila kadar pendapatan semasa melebihi kadar keuntungan jangkaan yang bakal diterima oleh pemegang *sukuk* pada masa pengagihan keuntungan dengan berasaskan kepada konsep *tanazul*. Lebihan pendapatan tersebut akan diberikan kepada AmIslamic sebagai bayaran insentif di atas kejayaan dalam menguruskan harta *musharakah*. Pemegang SSM mempunyai kedudukan yang lebih tinggi daripada pemegang saham biasa dan sekuriti yang sama pangkat dengannya pada hari pembubaran atau pengagihan aset firma. Penerbit memberi jaminan kepada pemegang amanah yang

bertindak bagi pihak pemegang *sukuk* untuk membeli *sukuk* yang telah diterbitkan sekiranya penerbit gagal membayar agihan pendapatan kepada pemegang *sukuk* yang perlu dilangsaikan dalam tempoh masa sebagaimana yang telah ditetapkan dalam perjanjian. Kadar keuntungan tahunan bagi pemegang SSM ialah sebanyak 4.8% untuk lima tahun pertama dan meningkat sebanyak 0.5% setiap tahun untuk tahun-tahun berikutnya sehingga tempoh matang. SSM diterbitkan untuk tempoh masa sepuluh tahun dan keuntungan akan dibayar dua kali setahun. Penerbit boleh melaksanakan opsyen panggilan dan hanya boleh menebus semua *sukuk* yang telah diterbitkan tetapi tidak kepada sebahagian daripada nilai *sukuk* tersebut pada ulang tahun kelima tarikh penerbitan SSM atau pada sebarang tarikh selepas ulang tahun kelima tersebut.

Ringkasnya, prinsip *tanazul* dalam SSM diaplikasikan kepada dua keadaan iaitu pemegang *sukuk* akan mendapat pembayaran serta hak mereka pada hari pembubaran atau pembatalan kontrak selepas pemegang bon yang lebih senior serta sekuriti yang kedudukan tempatnya lebih tinggi daripada SSM mendapat bayaran serta hak mereka, dan pemegang *sukuk* bersetuju memberi lebih keuntungan yang melebihi had siling keuntungan kepada penerbit. Berbanding bon bersubordinat Maybank yang telah dibincangkan sebelum ini, instrumen ini dilihat lebih selamat kerana tidak menggunakan secara langsung *bay' al-'inah* dalam proses penstrukturan sekuriti tersebut. Penstrukturan SSM dan operasinya lebih menjurus ke arah melakukan aktiviti perusahaan dan keuntungannya terjana daripada perusahaan tersebut (rujuk rajah 2).

### Modifikasi Konsep dan Prinsip Syariah Dalam *Sukuk* Hibrid

Dalam penstrukturan *sukuk* hibrid, konsep-konsep baru itu telah dimasukkan dalam usaha untuk membentuk satu instrumen kewangan syariah yang bersesuaian dengan keadaan pasaran. Sungguhpun konsep-konsep dan elemen-elemen baru ini bersesuaian untuk diterapkan pada semua produk kewangan, namun perbincangan ini hanya mengkhususkan kepada modifikasi terhadap prinsip dan konsep syariah yang berlaku dalam penstrukturan *sukuk* hibrid sahaja berdasarkan kepada pemerhatian yang telah dilakukan terhadap sebilangan *sukuk* tersebut. Modifikasi dan elemen baru tersebut adalah seperti mana yang dinyatakan di bawah ini:

#### (1) Penetapan kadar keuntungan maksimum di awal kontrak

Sekiranya ditinjau kembali teori dan konsep kontrak *mudarabah* dan *musharakah* klasik tentang pembahagian keuntungan dan kerugian, kadar keuntungan adalah bergantung kepada nisbah yang telah dipersetujui oleh pihak-pihak yang terlibat atau berdasarkan kepada jumlah sumbangan modal masing-masing. Kadar keuntungan tidak boleh ditentukan dengan nilai yang tetap serta tidak dijanjikan kadar keuntungannya. Jumlah keuntungan yang bakal diperolehi bergantung kepada kejayaan projek yang dilaksanakan serta tidak dihadkan kadar keuntungan yang dibenarkan kepada setiap pihak yang berakad.

Walaupun begitu, mengikut pengamalan terkini dalam penstrukturan *sukuk mudarabah* dan *musharakah*, kadar keuntungan jangkaan diberikan sebagai makluman awal kepada para pelabur. Dengan erti kata lain, para pelabur telah ditetapkan kadar maksimum atau kadar 'siling' keuntungan yang dibenarkan walhal, perkara ini tidak berlaku dalam pengamalan *mudarabah* dan *musharakah* klasik. Hal ini dapat dilihat dalam penstrukturan *musharakah sukuk* bersubordinat AmIslamic Bank. Dengan keadaan dan situasi pasaran kewangan dan dunia perusahaan yang terdedah dengan pelbagai risiko seperti kemungkinan berlakunya penipuan dalam pembayaran, kegagalan perusahaan yang mengakibatkan kerugian berjuta-juta ringgit dan lain-lain akan menyebabkan para pelabur lebih menitikberatkan keselamatan modal mereka. Justeru, had siling telah diperkenalkan dan diaplikasikan dalam pengamalan *mudarabah* dan *musharakah* untuk menangani risiko tersebut.

#### (2) Penetapan awal waktu pembubaran

Dalam kontrak *mudarabah* dan *musharakah*, tiada ketetapan atau syarat bagi menentukan tempoh minimum atau maksimum untuk mengendalikan suatu perusahaan. Pihak-pihak yang terlibat bebas menguruskan perusahaan serta tidak terikat dengan batasan masa tertentu. Perkongsian secara *mudarabah* dan *musharakah* akan terbatal apabila terdapat kes-kes seperti matlamat perniagaan telah tercapai, rakan kongsi meninggal dunia, peralihan kepada projek atau perusahaan lain, persetujuan bersama untuk membubarkan perkongsian dan lain-lain. Pembubaran syarikat boleh terjadi dalam waktu yang singkat atau panjang tanpa dibatasi dengan ruang masa tertentu.

Namun begitu pada masa kini, penetapan tentang tempoh yang dibenarkan untuk melaksanakan pembubaran telah diamalkan dalam kontrak berasaskan ekuiti. Penetapan tempoh

tertentu yang tidak dibenarkan untuk melakukan pembubaran dapat dilihat dalam penstrukturan *sukuk musharakah* yang dikeluarkan oleh Rafflesia Capital Limited apabila penerbit boleh membuat pembubaran selepas tempoh tiga tahun daripada tahun *sukuk* tersebut diterbitkan. Ini merupakan satu pembaharuan terhadap pengamalan kontrak muamalat klasik.

### (3) Pemberian lebih keuntungan kepada pengurus dana

Syarat ini merupakan rentetan daripada penetapan kadar keuntungan maksimum yang telah dijelaskan di atas. Sekiranya keuntungan yang diperolehi melebihi kadar keuntungan jangkaan, jumlah lebihan akan diberikan kepada pengurus dana. Perkara ini diperjelaskan di awal kontrak di antara pihak penerbit, pengurus dana dan para pelabur. Dengan menggunakan konsep *tanazul*, pemegang *sukuk* bersetuju memberikan lebihan keuntungan (sekiranya ada) kepada pengurus dana sebagai insentif di atas kejayaan dalam menguruskan usaha sama yang telah dibentuk.

Elemen ini dimasukkan dalam *sukuk* yang diterbitkan dengan menggunakan prinsip *mudarabah* dan *musharakah*. Hal ini dapat dilihat dalam *musharakah sukuk* bersubordinat AmIslamic Bank sebagaimana yang telah diperjelaskan sebelum ini. Pengamalan ini tidak terdapat dalam kontrak *mudarabah* dan *musharakah* klasik serta masih baru dalam transaksi perbankan dan kewangan Islam. Pengamalan ini masih lagi menjadi isu syariah yang memerlukan kepada penelitian lebih lanjut untuk menghilangkan keaburan tentang aplikasi tersebut.

### (4) Janji untuk membeli dan menjual semula sekuriti

Elemen kewajiban untuk menunaikan janji telah dimasukkan ke dalam penstrukturan *sukuk* berdasarkan kepada prinsip *wa'd (unilateral promise)*. Elemen janji ini tidak diamalkan dalam pengamalan kontrak-kontrak muamalat klasik. Elemen ini dimasukkan dalam penstrukturan *sukuk* untuk menjamin kedudukan pelabur dan penarafan sekuriti itu sendiri. Pendekatan ini dibuat dengan berdasarkan kepada pendapat sebahagian fuqaha Maliki yang menyatakan janji yang telah diutarakan wajib ditunaikan sekiranya pihak yang dijanjikan telah mengeluarkan kos atau menanggung liabiliti tertentu disebabkan janji tersebut. Sekiranya pihak yang berjanji gagal atau enggan menepati janjinya, pihak mahkamah berhak untuk memaksa si pejanji tersebut untuk melunaskan janjinya atau membayar ganti rugi kepada pihak yang dijanjikan.

Pengamalan konsep *wa'd* ini dapat dilihat dalam penstrukturan *sukuk musharakah* yang dikeluarkan oleh Rafflesia Capital Limited. Khazanah berjanji untuk membeli semula aset ekuiti daripada SPV selepas tempoh lima tahun. Khazanah juga perlu membeli saham Telekom Malaysia Bhd. yang menjadi aset pendasar kepada *sukuk* tersebut daripada pelabur sekiranya saham tersebut tidak mematuhi piawaian syariah seperti mana yang telah disyaratkan. Begitu juga para pelabur boleh menjual semula *sukuk* tersebut atau meminta Khazanah untuk membeli semula *sukuk* tersebut sekiranya keadaan sedemikian berlaku. Pada masa kini, prinsip *wa'd* adalah merupakan prinsip yang sering digunakan bersama-sama dengan kontrak-kontrak muamalat. Penggunaan prinsip *wa'd* dalam penstrukturan instrumen kewangan Islam terutamanya *sukuk* merupakan isu yang masih menjadi perhatian oleh pakar-pakar syariah.

### (5) Pembubaran akibat kegagalan atau kelewatan pembayaran

Jika ditinjau kembali kepada sifat akad *mudarabah* dan *musharakah* klasik, keuntungan adalah dijana daripada aktiviti perusahaan. Kadar keuntungan adalah bergantung pada sejauh mana kejayaan projek atau perusahaan tersebut. Kegagalan untuk menghasilkan keuntungan tidak membawa kepada pembubaran perkongsian yang telah dibentuk. Perkongsian secara *mudarabah* dan *musharakah* akan terbatal apabila terdapat kes-kes seperti matlamat perusahaan telah tercapai, rakan kongsi meninggal dunia, peralihan kepada projek atau perusahaan lain, persetujuan bersama untuk membubarkan perkongsian dan lain-lain. Pengamalan kontrak *mudarabah* dan *musharakah* klasik tidak menetapkan sebarang had tertentu dalam menentukan kadar keuntungan atau kerugian yang perlu dicapai atau diatasi sehingga pembubaran perkongsian boleh berlaku sekiranya gagal untuk mencapai kadar tersebut. Dengan kata lain, kegagalan untuk mencapai keuntungan dalam perusahaan tidak akan membatalkan perkongsian.

Pengamalan kontrak *mudarabah* dan *musharakah* moden pada hari ini agak berbeza sedikit dari aspek pembubaran perusahaan. Berdasarkan kepada penstrukturan *musharakah sukuk* bersubordinat AmIslamic Bank dan *sukuk musharakah* Khazanah, kegagalan atau kelewatan pembayaran keuntungan boleh membawa kepada peristiwa pembubaran. Dalam sesetengah keadaan pula, sekiranya pengurus gagal dalam menguruskan perusahaan sehingga tidak mencapai kadar

keuntungan jangkaan yang sepatutnya dalam tempoh tertentu, situasi ini boleh membawa kepada pembubaran. Ini merupakan sedikit pengubahsuaian terhadap kontrak-kontrak muamalat tersebut dalam merangka instrumen kewangan termasuklah *sukuk* hibrid.

## KESIMPULAN

*Sukuk* hibrid tidak mempunyai satu definisi yang tepat dan khusus. Sifat hibrid pada instrumen ini boleh dilihat dari tiga aspek iaitu hibrid dari segi karakteristik di antara instrumen ekuiti dan hutang, hibrid dari aspek aset pendasar serta hibrid dari segi penggunaan prinsip-prinsip syariah. Ini bererti, *sukuk* hibrid boleh difahami sebagai sejenis sekuriti yang:

1. Menggabungkan elemen-elemen ekuiti dan hutang sebagaimana instrumen hibrid konvensional.
2. Aset pendasar terdiri daripada aset ketara dan aset bukan ketara.
3. Menggabungkan pelbagai prinsip-prinsip syariah dalam proses penstrukturan.

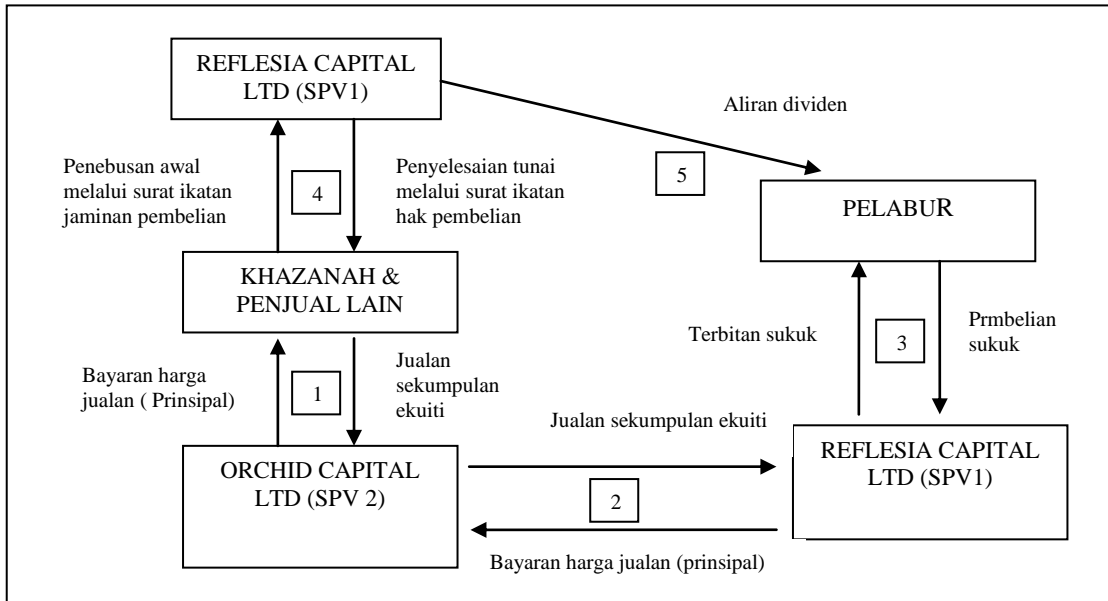
Namun istilah hibrid dalam terminologi kewangan moden lebih popular serta merujuk kepada gabungan elemen ekuiti dan hutang. Justeru, *sukuk* hibrid lebih tepat untuk difahami dengan takrifan pertama dan kedua. *Sukuk* hibrid mempunyai potensi-potensi tertentu bergantung pada cara dan bentuk penstrukturan yang hendak dilakukan. Di antara potensi tersebut ialah: (1) gabungan dua atau lebih prinsip-prinsip syariah dapat membuka peluang untuk mempelbagaikan bentuk kerjasama di antara pihak-pihak yang terlibat, memobilisasikan dana dengan lebih baik, mengurangkan risiko tertentu serta memenuhi kehendak pelanggan; (2) kos pembiayaan melalui *sukuk* boleh ubah mempunyai potensi untuk menjadi lebih murah berbanding pembiayaan melalui sekuriti-sekuriti hutang lain. Ini kerana *sukuk* yang menawarkan opsyen pertukaran kepada saham ini akan membayar kupon atau dividen kepada pemegang *sukuk* dengan kadar yang lebih rendah berbanding *sukuk-sukuk* yang distruktur dengan cara biasa. *Sukuk* boleh ubah juga berupaya untuk mendapat kredit ekuiti yang baik daripada agensi penarafan berikutan wujudnya elemen ekuiti dalam *sukuk* tersebut; dan (3) *Sukuk* yang aset pendasarnya terdiri daripada komponen aset ketara dan aset bukan ketara boleh diperdagangkan di pasaran kedua dengan harga diskaun (menurut piawai syariah antarabangsa).

Secara umumnya, penerbitan *sukuk* di Malaysia adalah mengikut serta disesuaikan dengan garis panduan dan atur cara penerbitan bon sebagaimana yang telah disediakan oleh SC. Modifikasi terhadap prinsip *mudharabah* dan *musharakah* dalam proses pensukuritan yang turut memabatkan penstrukturan *sukuk* hibrid telah dilakukan untuk disesuaikan dengan keperluan dan situasi pasaran kewangan yang terdedah dengan pelbagai risiko walaupun sebahagiannya masih lagi menjadi isu serta dalam peringkat perbincangan. Corak penstrukturan *sukuk* hibrid dilihat sebagai satu jalan alternatif bagi menggantikan *sukuk* berasaskan hutang yang mana *sukuk* berasaskan hutang tidak boleh dijual di pasaran kedua dengan harga diskaun. Untuk membolehkan *sukuk* diperdagangkan di pasaran kedua dengan apa jua harga, maka komponen ekuiti atau aset ketara hendaklah digabungkan bersama-sama dengan perolehan belum terima (hutang) serta peratusannya mestilah dominan. Di Malaysia, penjualan *sukuk* yang bersandarkan kepada hutang dengan harga diskaun di pasaran kedua tidak menjadi isu atau halangan kerana instrumen tersebut dikira sebagai harta yang tersendiri. Sekiranya ketetapan ini diteruskan, maka penerbitan *sukuk* sebagaimana penstrukturan IDB *trust certificates* yang menggabungkan aset ketara dan aset bukan ketara dilihat tidak begitu penting untuk diaplikasikan di Malaysia.

## RUJUKAN

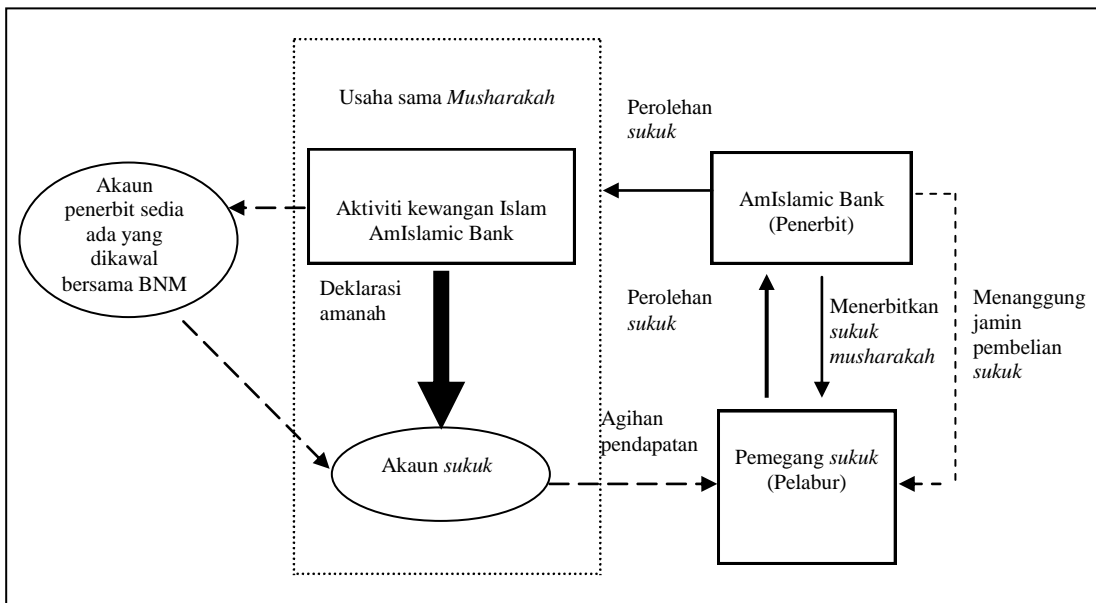
- A.M Best Co. (2005). Equity Credit for Hybrid Securities dalam Methodology, 7 April 2010, (<http://www.ambest.com/ratings/methodology/hybridsecurities.pdf>)
- Ab. Mumin Ab. Ghani & Fadillah Mansor. (2006). Dinamisme Kewangan Islam di Malaysia, Kuala Lumpur: Universiti Malaya, h. 174.
- Ali Arsalan Tariq. (2004). Managing Financial Risk of Sukuk Structures. h. 41.
- AmIslamic Bank Bhd Principal Terms and Conditions. (2006). ([http://www.sc.com.my/eng/html/icm-/icm\\_default.html](http://www.sc.com.my/eng/html/icm-/icm_default.html))
- Andri Aidham Badri. (2007). Rantau Abang Capital & Rafflesia Capital. Kertas kerja Colloquium on Islamic Sukuk: Evolution of Current Shariah Financial Structures and the Role of Shariah Advisers, Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur. h. 9-12.

- Anna Pinedo. (2006). Next Generation Hybrid Securities, dalam Wall Street Lawyer, Vol. 10 No. 5, May 2006, (<http://www.mofo.com/practice/docs/WSL10.pdf>). h. 3.
- Aswath Damodaran. (1999). Applied Corporate Finance, New York: John Wiley & Sons, Inc., h. 215.
- Azizi Che Seman. (2002). Bay' al-Dayn, Bay' al-'Inah and IPDS in the Malaysian Islamic Capital Market. *Jurnal Syariah*, Jil. 10 Bil. 1, h. 89-120.
- Aznan Hasan. (2007). Role of Shariah Advisers in the Development and Enhancement of Islamic Sukuk. Kertas kerja Colloquium on Islamic Sukuk: Evaluation of Current Shariah Financial Structures and the Role of Shariah Advisers, Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur. h. 22.
- Bank Negara Malaysia (BNM). (2006). Laporan Kestabilan Kewangan dan Sistem Pembayaran 2006, Kuala Lumpur, Malaysia. h.101 ([www.bnm.gov.my](http://www.bnm.gov.my))
- Islamic Finance First. (2004). (<http://www.volaw.com/pg526.htm>)
- Izzy Nelken. (2000). Handbook of Hybrid Instruments, Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Kamaruzzaman Noordin & Mohd Faiz Rahim. (2006). Pelaksanaan dan Prospek Bon Mudharabah dan Musharakah di Malaysia, dalam Ab. Mumin Ab. Ghani & Fadillah Mansor . 2006. *op.cit.*, h. 176.
- Kertas Kerja Muzakarah Cendekiawan Syariah Nusantara : Memupuk Persefahaman Berterusan, anjuran Bank Negara Malaysia di Sri Kijang, Langkawi pada 28-29 Jun 2006.
- Khazanah Nasional Berhad. (2011). (<http://www.khazanah.com>).
- Majlis Penasihat Syariah (MPS). (2010)Keputusan Majlis Penasihat Syariah berhubung Sekuriti Islam. Kertas kerja Bengkel Penasihat Syariah (Siri 2): Meningkatkan Kefahaman dan Penglibatan Penasihat Syariah dalam Industri Sekuriti Islam, Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, h. 25.
- Maybank Subordinated Bonds Principal Terms and Conditions. (2005). ([http://www.sc.com.my/eng/html/icm\\_default.html](http://www.sc.com.my/eng/html/icm_default.html))
- Mohd Daud Bakar. (2002). Syariah & Legal Issues of Islamic Venture Capital. Kertas Kerja Kuala Lumpur International Islamic Capital Market Conference, anjuran Suruhanjaya Sekuriti dan Asian Strategy and Leadership Institute (ASLI) di Kuala Lumpur 26-27 Mac 2002), h. 12.
- Muhammad Taqi Usmani. (2002). An Introduction to Islamic Finance, The Hague: Kluwer Law International, h. 50.
- Munawar Iqbal & Tariqullah Khan . (2004). Financing Public Expenditure: An Islamic Perspective, Jeddah: Islamic Research & Training Institute, Islamic Development Bank, h. 67.
- Munawar Iqbal & Tariqullah Khan. (2004). *op.cit.*, h. 51.
- Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas. (2004). *op. cit.*, h. 48-52.
- Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, Mac 2007, Vol. 2 No. 1, Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti, h. 8.
- Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market. November 2006, vol. 1 no. 3, Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti, h. 17.
- Satyajit Das. (2001). Structured Products and Hybrid Securities, Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- Shariq Nisar. (2007). Islamic Bonds ( Sukuk ) : Its Introduction and Application.
- Wan Abdul Rahim Kamil. (2007). Islamic Capital Market Securitisation: Asset-backed. Kertas Kerja Islamic Capital Market Programme, anjuran Securities Industry Development Corporation (SIDC) di Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 1-6 Julai 2007. h. 57-58.



Sumber: Diubahsuai daripada Wan Abdul Rahim Kamil. 2007. Islamic Capital Market Securitisation: Asset-backed. Kertas kerja Islamic Markets Programme, anjuran Securities Industry Development Corporation (SIDC), Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 1-6 Julai 2007.

RAJAH 1: Ilustrasi Penstrukturan Khazanah TMB *Exchangeable Sukuk Musharakah*



Sumber: AmIslamic Bank Berhad Principal Terms and Conditions

RAJAH 2: Ilustrasi Penstrukturan AmIslamic *Subordinated Sukuk Musharakah*

JADUAL 1: Karakteristik utama Ekuiti dan Hutang

EKUITI	HUTANG
Merupakan tuntutan baki ke atas firma.	Merupakan tuntutan berkontrak ke atas firma.
Tiada potongan cukai diberikan.	Potongan cukai diberikan.
Tiada keutamaan ke atas aliran tunai ketika bankrupsi atau pembubaran. Pemegangnya tiada hak untuk menerima sebarang pembayaran melainkan apabila semua tanggungan dan liabiliti firma sudah dijelaskan. Dengan kata lain,	Mendapat keutamaan ke atas aliran tunai firma pada hari pembubaran atau di waktu-waktu lain. Dengan kata lain, kepentingan pemegang bon didahulukan daripada pemegang saham dengan menerima faedah dan prinsipal pada tempoh

pemegang bon dan saham keutamaan akan didahulukan untuk menerima bayaran pada hari pembubaran.	masa yang telah ditetapkan.
Tidak mempunyai tempoh matang.	Mempunyai tempoh matang yang tetap.
Mempunyai hak mengawal pengurusan firma.	Tiada hak dalam menentukan pengurusan firma.

Sumber: Aswath Damodaran (1999), *Applied Corporate Finance*, New York: John Wiley & Sons, Inc., h. 215.

JADUAL 2: Kontinum ekuiti-hutang dalam *sekuriti hibrid*

Nisbah Ekuiti/ Hutang	100% 0%	75% 25%	50% 50%	25% 75%	0% 100%
Kematangan ( <i>Maturity</i> )	Tiada tempoh matang/ penukaran mandatori kepada saham biasa atau keutamaan.	Tempoh matang 50 tahun atau lebih.	Tempoh matang 20 hingga 50 tahun.	Tempoh matang 10 hingga 20 tahun.	Tempoh matang 10 tahun atau kurang.
Pembayaran Semasa ( <i>Ongoing payments</i> )	Tidak disyaratkan pembayaran terkumpul/Tidak bersifat kumulatif.	7 - 10 tahun penangguhan dividen atau faedah terkumpul.	3 - 7 tahun penangguhan dividen atau faedah terkumpul.	1 – 3 tahun penangguhan dividen atau faedah terkumpul.	Dikehendaki membuat pembayaran faedah/dividen .
Subordinat	Saham biasa/saham keutamaan tanpa ada kematangan.	Saham keutamaan mempunyai tempoh matang.	<i>Trust Preferred/Juni or Subordinated Debt</i>	<i>Subordinated Debt</i>	<i>Senior Debt</i>

Sumber: A.M. Best Co. (2005), "Equity Credit for Hybrid Securities", dalam *Methodology*, 7 April 2010, <http://www.ambest.com/ratings/methodology/hybridsecurities.pdf> h. 6.