

## **Analisis Perkembangan Produk Sukuk Korporat Islam di Malaysia Pada Tahun 2000 Hingga Tahun 2012**

Ima binti Ibrahim  
E-mel: [raufaima@yahoo.com](mailto:raufaima@yahoo.com)

Sanep bin Ahmad  
E-mel: [nep@ukm.my](mailto:nep@ukm.my)

Mohammad Hakimi Mohd Shafiai  
E-mel: [hakimi@ukm.my](mailto:hakimi@ukm.my)

Fakulti Ekonomi Dan Pengurusan  
Universiti Kebangsaan Malaysia  
43600 Bangi, Selangor  
MALAYSIA

### **ABSTRAK**

Sukuk merupakan salah satu instrumen kewangan Islam yang telah berkembang dengan pesatnya di Malaysia dan pasaran global semenjak tahun 1990 sehingga tahun 2012. Manakala, jumlah terbitan sukuk korporat di Malaysia adalah melebihi RM30 bilion pada tahun 2007. Oleh hal yang demikian, kajian ini bertujuan untuk menganalisis perkembangan sukuk korporat Islam di Malaysia daripada tahun 2000 sehingga tahun 2012. Kaedah teoritikal dan kaedah pengumpulan data serta analisis diskriptif telah digunakan bagi menganalisis perkembangan sukuk tersebut daripada tahun 2000 sehingga tahun 2012. Perkembangan pesat ini didorong oleh adanya permintaan tinggi dari para pelabur dalam dan luar memandangkan Malaysia sebagai hub kewangan Islam. Hasil kajian mendapati bahawa terdapat sejumlah lebih kurang 149 sukuk korporat Islam di Malaysia telah diterbitkan berdasarkan pelbagai jenis kontrak Islam dengan jumlah terbitan melebihi RM 158 bilion. Hasil Kajian juga menunjukkan bahawa sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti dan pembiayaan hutang mempunyai jumlah terbitan dan bilangan terbitan yang berbeza. Di samping itu, sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti dan pembiayaan hutang juga mempunyai kepentingannya yang tersendiri dan penawaran serta permintaan sukuk turut dipengaruhi oleh beberapa faktor. Oleh hal yang demikian, Malaysia perlulah memperkukuhkan lagi kedudukan sukuk yang sedia ada pada masa kini supaya ianya dapat berdaya saing dan diterima di peringkat global.

Kata kunci: analisis perkembangan sukuk, sukuk berasaskan pembiayaan ekuiti dan hutang

### **ABSTRACT**

*As one of Islamic financial instrument, sukuk has been growing rapidly in Malaysia and the global market since 1990 until 2012. Meanwhile, the number of corporate sukuk in Malaysia is more than RM30 billion in 2007. Therefore, this study aimed to analyze the development of Islamic corporate sukuk in Malaysia from 2000 until 2012. The oretical method sand methods of data collection and descriptive analysis were used to analyze the development of the sukuk from 2000 until 2012. The study found that there were approximately 149 of Islamic corporate sukuk were issued based on various types of Islamic contracts in Malaysia and total issuance of more than RM 158 billion. This rapid development was driven by the availability of high demand from domestic and foreign investors as Malaysia as an Islamic financial hub. Result shows that sukuk based one quity financing and debt financing has a different total of issuance. In addition, sukuk based on equity financing and debt financing also has its own importance and the supply and demand for sukuk was also influenced by several factors. Therefore, Malaysia needs to strengthen the existing sukuk on time now so they can be competitive and globally accepted.*

## PENGENALAN

Malaysia merupakan salah sebuah negara pengeluar sukuk terbesar di dunia dengan jumlah terbitan sukuk dari Malaysia adalah sebanyak 68.9% atau RM213 bilion daripada jumlah sukuk terkumpul global pada akhir tahun 2007. Perkembangan dalam pasaran sukuk serta pasaran modal Islam adalah disebabkan oleh permintaan sukuk yang menggalakkan dari pelabur dalam dan luar Malaysia. Laporan Tahunan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia pada tahun 2004 dan Buletin Bulanan Pasaran Modal Islam Malaysia pada Mac, tahun 2007 telah menunjukkan peralihan sukuk daripada sukuk berasaskan pembiayaan hutang kepada sukuk berasaskan pembiayaan ekuiti. (Rujuk Rajah 1.0) Ini bermakna, sukuk yang banyak diterbitkan pada awal penerbitan sukuk di Malaysia adalah sukuk yang berasaskan pembiayaan hutang dan kemudiannya beralih kepada sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti. Peralihan dalam terbitan sukuk tersebut adalah disebabkan oleh beberapa faktor dan menunjukkan kepentingan penawaran sukuk yang berasaskan pembiayaan untung rugi. Di samping itu, sukuk yang paling banyak diterbitkan turut menunjukkan bahawa sukuk tersebut memiliki kelebihan yang tersendiri bagi meningkatkan lagi aktiviti pelaburan dan ekonomi di Malaysia. Selain itu, sukuk yang berasaskan pembiayaan hutang masih mendapat permintaan daripada para pelabur, terutamanya para pelabur dari Malaysia. Walau bagaimanapun, amalan pada masa kini yang lebih menjurus kepada pembiayaan berasaskan hutang adalah tidak selari dengan pendapat Sarjana Islam terdahulu yang lebih mengutamakan pembiayaan berasaskan prinsip untung rugi bagi menggantikan sistem riba. Tambahan pula, pembiayaan hutang turut bertentangan dengan piawai syariah dari negara timur tengah. Oleh hal yang demikian, kajian ini akan menganalisis perkembangan sukuk korporat Islam yang terbentuk berdasarkan pelbagai kontrak di Malaysia serta melihat trend dalam terbitan sukuk korporat Islam pada tahun 2000 hingga tahun 2012 serta mengupas isu-isu yang berkaitan.

Selanjutnya, kajian ini diteruskan dengan objektif, kepentingan kajian dan kajian lepas serta metodologi kajian. Seterusnya, kajian ini akan menganalisis perkembangan sukuk korporat Islam yang terbentuk berdasarkan pelbagai kontrak di Malaysia serta melihat trend dalam terbitan sukuk korporat Islam pada tahun 2000 hingga tahun 2012 serta mengupas isu-isu yang berkaitan. Kajian ini diakhiri dengan rumusan dan cadangan yang bersesuaian bagi pihak yang berkenaan. Secara umum, kajian ini menganalisis perkembangan sukuk korporat Islam di Malaysia yang diterbitkan berdasarkan pelbagai kontrak Islam pada tahun 2000 hingga tahun 2012. Secara khusus, kajian akan menghuraikan kelebihan dan kepentingan penawaran sukuk yang berasaskan pembiayaan untung rugi dan mengupas isu-isu yang berkaitan sukuk yang berasaskan pembiayaan hutang. Kesedaran tentang kepentingan penggunaan dan pembelian produk-produk dan perkhidmatan kewangan yang berlandaskan *syariah* telah menyebabkan pasaran kewangan dan modal Islam di Malaysia berkembang dengan pesat. Malaysia merupakan negara pertama yang berjaya menerbitkan bon yang berlandaskan *syariah* Islam sehingga dapat menjadikan Malaysia sebagai pengukur atau penanda aras bagi terbitan bon Islam lain. Oleh hal yang demikian, kajian ini penting dalam menganalisis perkembangan sukuk korporat Islam di Malaysia dan hasil kajian diharap dapat dijadikan panduan dalam menilai kembali peranan dan tanggungjawab masing-masing dalam mengembangkan dan memperkukuhkan lagi produk sukuk di Malaysia.

## KAJIAN LEPAS

Kajian mengenai sistem kewangan Islam, perbankan Islam, produk-produk perbankan Islam, sukuk, pasaran kewangan Islam dan sebagainya yang berkaitan telah banyak dilakukan. Kajian sukuk biasanya berkaitan tentang struktur sukuk itu sendiri dan kajian tentang sukuk dalam pasaran modal Islam serta isu-isu yang berkaitan dengan sukuk, seperti kepatuhan sukuk yang diterbitkan terhadap syariah, kepatuhan sukuk terhadap akta dan perundangan sesebuah negara dan pelbagai lagi isu yang berkaitan sukuk. Terdapat juga kajian berkaitan sukuk yang melihat potensi sukuk, pertumbuhan sukuk dan peranan sukuk dalam pasaran modal Islam yang dapat menyumbang kepada peningkatan aktiviti ekonomi dalam sesebuah negara seperti aktiviti pelaburan, perniagaan, perbankan dan sebagainya. Kajian mengenai produk atau instrumen perbankan amat penting bagi melihat daya saing sesuatu produk, kemajuan sesuatu produk, kelemahan dan kekurangan sesuatu produk, pembangunan sesuatu produk dan sebagainya.

Kajian oleh Mohd Yahya Mohd Hussinet all (2010) telah mengkaji tentang daya saing dan anjakan (*shift*) dalam jenis kontrak pembiayaan perbankan Islam. Kajian tersebut bertujuan untuk mengkaji trend atau jenis kontrak yang berubah dalam penggunaan jenis kontrak dalam pembiayaan perbankan Islam di Malaysia untuk tahun 2007 dan 2008. Dalam kajian ini, data bulanan bagi setiap

jenis konsep kontrak pembiayaan digunakan. Data kajian dianalisis menggunakan analisis teknik-bahagian peralihan (*shift-share technique*). Dapatan kajian menunjukkan bahawa pembiayaan perbankan Islam cenderung untuk menggunakan kontrak *Murabahah* dan *Ijarah*. Manakala, terdapat penurunan dalam penggunaan kontrak *Bay' bi Thaman Ajil* dalam pembiayaan di Malaysia. Kajian mengenai perubahan struktur produk perbankan Islam iaitu kes di Malaysia pula dilakukan oleh Zakaria Bin Bahari pada tahun 2009 telah membincangkan corak sistem perbankan Islam di Malaysia, mengenalpasti produk dan perkhidmatan baru bank serta menganalisis aktiviti-aktiviti perbankan tersebut serta mengkritik prinsip-prinsip yang digunakan di antara bank-bank Islam di Malaysia dan Negara Majlis Kerjasama Teluk (GCC) serta memberi cadangan supaya produk dan perkhidmatan Islam Malaysia boleh diterima di peringkat global. Tambahan pula, analisis deskriptif yang menggunakan data sekunder juga digunakan untuk menjawab persoalan-persoalan yang berkaitan.

Mohd Saad dan Mohamad (2012) pula telah mengkaji tentang prestasi sukuk berdasarkan sektor dan industri di Malaysia. Data kajian yang digunakan adalah merangkumi 49 syarikat yang tersenarai di pasaran bursa Malaysia bagi tempoh enam tahun, iaitu daripada tahun 2005 hingga 2010. Data berdasarkan jenis sukuk, saiz terbitan, tempoh, penarafan, jenis pembayaran dan hasil dijadikan sebagai pemboleh ubah dalam kajian tersebut. Hipotesis nul yang dibentuk adalah tidak wujud hubungan antara hasil sukuk dengan pemboleh ubah lain. Dapatan kajian pula menunjukkan bahawa terdapat hubungan positif antara tempoh dengan hasil sukuk, dimana ia disokong oleh teori kewangan dalam pelaburan. Penarafan sukuk juga turut menunjukkan hubungan positif dengan hasil sukuk dalam pelaburan pasaran modal. Manakala, saiz terbitan sukuk pula membuktikan bahawa wujud hubungan negatif yang menggambarkan terbitan sukuk tidak mempengaruhi hasil sukuk.

Muhamad Al-Bashir Muhamad Al-Amine (2008) pula telah mengkaji tentang inovasi dan cabaran dalam pasaran sukuk. Kajian tersebut membincangkan isu-isu penting seperti jaminan modal, kontrak dan struktur sukuk, harga, dan penggantian aset dalam kes sukuk ijarah, sukuk musyarakah sukuk dan sebagainya. Isu-isu tersebut meliputi penarafan sukuk, pengharmonian prinsip syariah dan masalah-masalah yang terlibat dalam penentuan undang-undang bagi menerbitkan sukuk. Manakala, inovasi sukuk juga berpotensi dalam membangunkan lagi pasaran sukuk dan juga pemangkin dalam pertumbuhan kewangan Islam. Kajian keberkesanan sukuk dalam Pasaran Kewangan Islam pula telah dijalankan oleh Mohamad Zaid Mohd Zin pada tahun 2011 adalah mengenai prospek dan potensi sukuk dalam meningkatkan lagi pertumbuhan pasaran kewangan dan pasaran modal Islam di Malaysia. Walaupun terdapat cabaran dan isu-isu tertentu, namun sukuk tetap mendapat permintaan yang tinggi dalam pasaran kewangan dan modal Islam di Malaysia kerana sukuk mempunyai kedinamian strukturnya yang tersendiri.

Kajian seterusnya adalah berkenaan peranan sukuk dalam Pasaran Modal Islam dengan mengambil kira pengalaman di negara Iran pada tahun 1994 hingga tahun 2011 telah dilakukan oleh Karimzadeh pada tahun 2012. Kajian tersebut telah menganalisa struktur sukuk dalam Pasaran Modal Islam bagi Negara Iran bagi tahun 1994 sehingga tahun 2011. Sistem kewangan Islam Iran mempraktikkan dua jenis sukuk iaitu Musyarakah dan Ijarah. Musyarakah biasanya digunakan secara meluas sebagai instrument kewangan dan sukuk Musyarakah dijadikan sebagai tempat pengumpulan dana melalui penyertaan orang ramai dalam aktiviti ekonomi. Manakala, kontrak-kontrak yang lain seperti *Murabahah*, *Mudharabah*, *Istisna* dan sebagainya tidak diaplikasikan dalam kontrak sukuk di Iran. Berdasarkan kajian lepas, kajian mengenai sistem kewangan Islam tidak hanya terhad kepada kajian dalam sesuatu produk sahaja malah ianya turut mengambil kira kajian dalam pasaran produk tersebut seperti pasaran modal dan kewangan dalam dan luar negara. Oleh hal yang demikian, kajian ini akan mengkaji tentang perkembangan sukuk korporat Islam yang diterbitkan di Malaysia pada tahun 2000 hingga tahun 2012.

## METODOLOGI

Secara umum, kajian ini menggunakan analisis deskriptif dan kaedah teoritikal yang dapat memberikan maklumat-maklumat yang diperlukan dalam kajian sehingga menjadi kajian kualitatif serta digunakan untuk memahami prinsip syariah dalam pembentukan sukuk dan kontrak yang mendasari sukuk di Malaysia. Selain kaedah teoritikal, metod pengumpulan data dan metod analisis data dalam kaedah empirikal juga digunakan dalam kajian ini. Manakala, data kajian pula didapati daripada kajian perpustakaan (*library research*), laman sesawang, agensi kerajaan dan swasta dan sebagainya. Setelah data diperolehi, data-data tersebut dianalisis menggunakan gambar rajah, jadual, carta pai, graf, carta palang dan sebagainya teknik grafik yang bersesuaian. Oleh hal yang demikian, perkembangan sukuk korporat Islam di Malaysia dapat dianalisis dengan jayanya dengan menggunakan kaedah tersebut.

## ANALISIS PERKEMBANGAN PRODUK SUKUK KORPORAT ISLAM DI MALAYSIA PADA TAHUN 2000 HINGGA TAHUN 2012

Pada tahun 2002, Malaysia telah mengeluarkan sukuk pertama di dunia yang merupakan sukuk global berdaulat (*global sovereign sukuk*) iaitu sukuk yang lebih inovatif melalui kontrak kebolehtukaran Musharakah (*Musharakah exchangeable*) oleh Khazanah Nasional Berhad. Ciri-ciri kebolehtukaran ini biasanya digunapakai dalam bon konvensional. Namun, Malaysia telah mencatat sejarahnya yang tersendiri kerana telah menerbitkan sukuk kerajaan Malaysia yang berdasarkan kontrak kebolehtukaran Musharakah. (Bank Negara Malaysia, 2007). Penerbitan sukuk global pada tahun 2012 pula dijangka mampu melonjak sehingga melepasi paras tertinggi yang dicatat pada 2007 dan sekali gus mengukuhkan kedudukan Malaysia sebagai pusat kewangan Islam utama pada peringkat global. Berdasarkan data yang diperolehi daripada Bank Negara Malaysia, terdapat lebih daripada 150 sukuk yang telah diterbitkan di Malaysia daripada tahun 1990 sehingga tahun 2012. Jadual 1 di bawah pula menunjukkan jumlah sukuk berdasarkan kontrak-kontrak tertentu yang telah diterbitkan di Malaysia dari tahun 2000 hingga tahun 2012. Data yang digunakan dalam kajian ini hanya mengambilkira data sukuk korporat yang diterbitkan berdasarkan prinsip Islam dan tidak menggunakan data sekuriti atau nota atau sijil Kewangan Islam.

Berdasarkan jadual 1 dan rajah 2 di bawah, didapati sukuk BBA yang diterbitkan berdasarkan kontrak jual beli iaitu kontrak *Bay Bithaman Ajil* lebih banyak diterbitkan di Malaysia sepanjang tempoh 2000 hingga 2012, iaitu sebanyak 45 sukuk BBA atau 30 peratus. Seterusnya adalah Sukuk *Musharakah* yang berdasarkan kontrak perkongsian untung rugi, iaitu dengan jumlah terbitan sebanyak 37 sukuk Musharakah atau 25 peratus, diikuti oleh sukuk *Ijarah* yang berdasarkan kontrak sewa, iaitu sebanyak 24 sukuk Ijarah atau 16 peratus. Sukuk yang berdasarkan kontrak jual beli lain iaitu Sukuk *Murabahah* pula mencatat jumlah terbitan sebanyak 13 Sukuk *Murabahah* atau 9 peratus. Manakala, sukuk-sukuk lain yang berasaskan kontrak gabungan, kebolehtukaran dan sebagainya pula adalah seperti Sukuk Hibrid pula mencatat jumlah terbitan sebanyak 13 sukuk atau 9 peratus. Seterusnya, sebanyak 9 atau 6 peratus *Sukuk Istisna'* telah dikeluarkan berdasarkan kontrak tempahan di Malaysia dan akhir sekali adalah Sukuk *Mudharabah* yang berdasarkan kontrak perkongsian untung rugi pula adalah sejumlah 8 sukuk Mudharabah atau 5 peratus.

Jadual 2 dan rajah 3 di atas menunjukkan perkembangan sukuk korporat Islam di Malaysia pada tahun 2000 hingga tahun 2012. Secara keseluruhannya, sehingga tahun 2012, jumlah terbitan sukuk korporat Islam telah melebihi RM 158 bilion. Selain itu, Lampiran 1 pula menunjukkan tahun terbitan sukuk berserta jenis kontrak yang mendasari sukuk atau struktur sukuk dan jumlah terbitan sukuk. Jadual 2 pula diperolehi daripada Lampiran 1, dimana jumlah terbitan sukuk yang berdasarkan jenis struktur sukuk yang sama pada tahun 2000 hingga tahun 2012 dijumlahkan. Rajah 3 juga menunjukkan jumlah terbitan sukuk mengikut struktur sukuk pada tahun 2000 hingga tahun 2012 dalam bentuk graf. Tambahan pula, rajah 3 di atas menunjukkan perkembangan sukuk korporat Islam mengikut jenis kontrak atau struktur sukuk dari tahun 2000 sehingga tahun 2012 dalam bentuk carta pai. Berdasarkan rajah 3, pada tahun 2000, sukuk *BBA* telah diterbitkan sejumlah RM 2.427 bilion, pada tahun 2001 pula, terdapat 2 jenis sukuk yang diterbitkan iaitu sukuk *BBA* dan Sukuk *Ijarah*. Sukuk *BBA* berjumlah RM 3.030 bilion dan sukuk *Ijarah* pula berjumlah RM 150 juta. Pada tahun 2002, sejumlah RM 2 bilion sukuk *BBA* telah diterbitkan dan sukuk yang berasaskan kontrak *Ijarah* pula sejumlah RM 600 juta telah diterbitkan. Manakala, pada tahun 2003, sejumlah RM 7.99 bilion sukuk *BBA* telah diterbitkan dan sejumlah RM 6.205 bilion sukuk *BBA* telah diterbitkan pada tahun 2004. Jumlah sukuk yang diterbitkan pada tahun 2005 pula adalah sejumlah RM 2.257 bilion sukuk *BBA*, RM 288 juta Sukuk *Ijarah*, RM 940 juta Sukuk *Istisna'* dan RM 2.150 bilion Sukuk *Musharakah*. (Sila Rujuk Rajah 4 di bawah).

Berdasarkan Rajah 5 di atas, sejumlah RM 1.760 bilion sukuk BBA telah diterbitkan dan sejumlah RM 40 juta sukuk Ijarah juga diterbitkan pada tahun 2006. Sukuk-sukuk lain yang turut diterbitkan pada tahun 2006 adalah Sukuk Musharakah dengan jumlah terbitan RM 2.420 bilion, Sukuk Mudharabah, RM 200 juta dan Sukuk Hibrid dengan jumlah terbitan RM 750 juta. Seterusnya, pada tahun 2007 pula, Sukuk BBA (RM 240 juta), Sukuk Ijarah (RM 2.137 bilion), Sukuk Istisna' (RM 2.462 bilion), Sukuk Musharakah (RM 8.4154 bilion), Sukuk Mudharabah (RM 752 juta) dan Sukuk hibrid (RM 2.5674 bilion) telah diterbitkan. Tambahan pula, jumlah terbitan sukuk telah meningkat sebanyak RM 8.164 bilion berbanding tahun 2007 kepada RM 24.738 bilion pada tahun 2008. Jenis struktur yang mendasari sukuk juga bertambah kepada 7 jenis, iaitu BBA, Mudharabah, Musharakah, Ijarah, Istisna', Murabahah dan kontrak lain seperti kontrak Hibrid: gabungan. Manakala, sukuk yang terbentuk adalah Sukuk BBA, Sukuk Mudharabah, Sukuk Musharakah, Sukuk Ijarah, Sukuk Istisna',

Sukuk Murabahah dan Sukuk Hibrid. Seterusnya, pada tahun 2009 hingga tahun 2011 pula, jumlah terbitan sukuk telah mengalami penurunan sebelum meningkat semula pada tahun 2012.

Pada tahun 2009, terdapat 4 jenis struktur sukuk yang digunakan, iaitu BBA, Murabahah, Musharakah dan kontrak Hibrid. Tahun 2009 juga memperlihatkan peningkatan pengeluaran sukuk Musharakah yang kedua terbanyak selain tahun 2012, iaitu sejumlah RM 18.81 bilion. Manakala, jumlah terbitan sukuk pada tahun 2009 adalah sejumlah RM 23.85 bilion. Seterusnya, pada tahun 2010 pula, jumlah terbitan sukuk adalah sebanyak RM 14.22 bilion dan didasari oleh 5 jenis struktur sukuk, iaitu BBA, Murabahah, Ijarah, Mudharabah dan Hibrid: Kebolehtukaran. Tahun 2011 pula menyaksikan jumlah terbitan sukuk yang menurun iaitu sejumlah RM 4.17 bilion dan hanya didasari oleh 4 jenis struktur sukuk, iaitu BBA, Musharakah, Mudharabah dan Hibrid: Kebolehtukaran. Akhir sekali, pada tahun 2012, jumlah terbitan sukuk telah meningkat sebanyak RM 37.561 bilion kepada RM 41.731 berbanding tahun 2011. Manakala, sukuk pada tahun 2012 pula telah didasari oleh 7 jenis struktur sukuk, iaitu BBA, Murabahah, Ijarah, Istisna', Musharakah, Mudharabah dan Hibrid: Kebolehtukaran. Jumlah terbitan Sukuk Musharakah pada tahun 2012 adalah sejumlah RM 24.3 bilion.

Selain itu, berdasarkan rajah 2, didapati bahawa jumlah atau bilangan struktur sukuk yang paling banyak diterbitkan adalah sukuk BBA, iaitu sejumlah 45 dan struktur sukuk kedua yang banyak digunakan adalah Musharakah, iaitu sejumlah 37. Struktur sukuk BBA adalah berasaskan pembiayaan hutang dan struktur sukuk Musharakah adalah berasaskan pembahagian untung rugi. Namun begitu, berdasarkan jadual 3.2 dan rajah 3.2 pula, jumlah terbitan sukuk Musharakah adalah lebih banyak berbanding sukuk BBA, iaitu sejumlah 44% sukuk Musharakah atau RM 70.794 bilion dan sejumlah 24% sukuk BBA atau RM 38.682 bilion. Manakala, berdasarkan jadual 3 di bawah, sukuk-sukuk korporat Islam yang diterbitkan dengan menggunakan kontrak pembiayaan hutang adalah berdasarkan kontrak jual beli, iaitu struktur BBA dan Murabahah, manakala, kontrak sewa adalah struktur Ijarah dan kontrak tempahan adalah struktur Istisna'. Jumlah terbitan sukuk yang berdasarkan kontrak pembiayaan hutang adalah sejumlah RM 66.4495 bilion. Kontrak kedua adalah kontrak pembahagian untung rugi, iaitu struktur Musharakah (syarikat) dan struktur Mudharabah yang mempunyai jumlah terbitan sebanyak RM 73.7774 bilion dan akhir sekali adalah kontrak hibrid yang berjumlah RM 18.2544 bilion yang berdasarkan struktur Hibrid, struktur kontrak gabungan dan struktur kebolehtukaran.

## **SUKUK BERASASKAN PEMBIAYAAN EKUITI DAN SUKUK BERASASKAN PEMBIAYAAN HUTANG**

Sukuk adalah suatu kertas yang mewakili suatu tanggungjawab atau tuntutan terhadap kertas (sijil atau nota) tersebut. Sukuk merupakan istilah dalam Bahasa Arab yang berasal daripada kata tunggal 'sakk' (سكك) dan kata jamak 'sukuk' (سكوك). Selain itu, sukuk adalah kata nama dalam Bahasa Arab untuk sijil kewangan (*financial certificate*). Dengan kata lain, ia merujuk kepada sijil bertulis yang menunjukkan pemilikan hak ke atas sesuatu projek atau pelaburan<sup>1</sup>. Selain itu, Engku Rabiah menjelaskan perkataan sukuk lebih umum berbanding bon. Ini kerana bon adalah merupakan sijil yang membuktikan keberhutangan seseorang. Manakala, sukuk pula merangkumi sijil-sijil yang membuktikan tanggungjawab kewangan (*financial obligation*) sama ada tanggungjawab tersebut dalam bentuk hutang atau bukan hutang<sup>2</sup>. Menurut Organisasi Pengauditan dan Perakaunan Institusi Kewangan Islam (AAOIFI), sukuk merupakan suatu pelaburan dan sijil sama nilai selepas penutupan dalam proses pelangganan, yang mewakili resit kepada nilai sijil-sijil tersebut, dan disusun seperti yang dirancang, pemberian saham dan hak ke atas aset-aset fizikal atau nyata, perkhidmatan atau ekuiti bagi projek-projek yang diberikan bagi aktiviti-aktiviti pelaburan tertentu. Oleh hal yang demikian, sukuk mesti disandarkan kepada aset atau modal yang nyata, modal yang disumbangkan bukan hutang dan sukuk juga perlu melibatkan sesuatu aqad pertukaran atau pensyarikatan. Manakala, menurut Yusuf al-Qardawi dalam kitab *fiqh al-Zakah*<sup>3</sup>, bon Islam adalah perjanjian bertulis yang dibuat oleh pihak bank,

<sup>1</sup>Terdapat persamaan sukuk dan sanadat. Bank Islam Jordan telah memulakan idea penerbitan sanadat muqaradhadh berpandukan kepada tatacara urus kontrak bank tersebut yang diwujudkan pada tahun 1978. Lihat Majallah Majma' al-Fiqh al-Islami, 1408/1988, bil. 4, j. 3, hh. 1836 dan 2021

<sup>2</sup> Engku Rabiah, "Islamic Debt Securities/Bonds," in Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, anjuran CERT di Hotel Istana Kuala Lumpur, 29-30 June 2005.

<sup>3</sup>Yusuf al-Qardawi. 1999. *Fiqh Az-Zakah: A Comparative Study, The Rules, Regulation And Philosophy of Zakah in The Light Of The Quran & Sunna*. Terjemahan Dr. Monzer Kahf

syarikat dan kerajaan kepada pemegang sukuk bagi tempoh tertentu ke atas hutang yang diberikan olehnya merujuk kepada faedah tertentu.

Dalam Islam, semua aktiviti muamalat wajib didasari oleh aqad, kontrak dan prinsip fiqh yang berlandaskan syarak. Oleh kerana sukuk digunakan dalam pengemblengan modal, maka sukuk tertakluk kepada fiqh muamalat Islam, iaitu prinsip fiqh dalam 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. Sukuk tersebut dikenali sebagai sukuk hibrid yang terdiri daripada kontrak gabungan dan kontrak kebolehtukaran. Prinsip fiqh yang terdapat dalam pembiayaan ekuiti adalah *Al-Musyarakah* dan *Al-Mudharabah*. Tambahan pula, kontrak yang membentuk sukuk pula adalah terdiri daripada *Uqud al-Isytirak* dan *Uqud al-Muawadat*. *Uqud al-Isytirak* merupakan aqad yang mengikat dan bermaksud untuk berkongsi kerja dan pembahagian untung. Secara umumnya, ia adalah perbuatan seseorang memberi harta kepada seseorang yang lain supaya dapat diperniagakan dengan syarat keuntungan dipertanggungjawabkan, manakala kerugian ditanggung oleh pemilik harta. *Uqud al-Isytirak* terdiri daripada *Al-Musyarakah* dan *Al-Mudharabah*.

Tambahan pula, terbitan sukuk atau penawaran sukuk oleh pengeluar sukuk dan permintaan sukuk oleh pelabur juga dipengaruhi oleh struktur sukuk itu sendiri kerana ia dipengaruhi oleh perkara yang diaqadkan dalam kontrak sukuk seperti modal, harga, risiko, jaminan, tempoh matang sukuk dan sebagainya. Oleh hal yang demikian, permintaan dan penawaran sukuk juga bergantung kepada struktur sukuk itu sendiri. Selain itu, penawaran sukuk juga bergantung kepada jenis perusahaan atau projek perniagaan, modal, jenis pelabur, potensi sukuk dan pulangan sukuk pada masa akandatang dan sebagainya. Begitu juga permintaan sukuk oleh pelabur-pelabur turut dipengaruhi oleh faktor-faktor yang sama termasuklah melihat jenis syarikat pengeluar sukuk, tempoh matang sukuk, denominasi mata wang bagi sukuk dan sebagainya. Sebagai contoh, modal bagi sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti adalah berlainan dengan sukuk yang berasaskan pembiayaan hutang dan terdapat ciri-ciri lain yang membezakan sukuk tersebut. Sukuk *Musharakah* misalnya didasari oleh kontrak *Musharakah*. Kontrak *musharakah* adalah hubungan yang terbentuk antara dua atau lebih pihak yang berkontrak, iaitu rakan kongsi. Pihak yang berkontrak tersebut merupakan individu atau syarikat yang bersetuju untuk berkongsi kerugian dan keuntungan secara bersama dalam setelah melabur dan mengusahakan perusahaan yang dibentuk. Pengeluar sukuk (*the issuer*) *musyarakah* biasanya bertindak sebagai *wakeel* kepada pemegang sukuk atau menjadi salah seorang daripada rakan kongsi dalam perusahaan tersebut. Kontrak sukuk *musharakah* melibatkan perjanjian antara rakan kongsi dan pemegang sukuk *musharakah*. Sukuk yang berasaskan prinsip 'Musyarakah' iaitu berdasarkan risiko perkongsian untung rugi pada umumnya bertepatan dengan konsep muamalat Islam. Bagi tujuan 'credit rating' dan bagi menjamin keboleh pasaran, sukuk *Musyarakah* akhirnya distrukturkan dengan 'wa'd mulzim' atau 'purchase undertaking'.

Manakala, Sukuk *Mudharabah* mewakili pemilikan yang setara dalam ekuiti *mudharabah*. Sukuk *mudharabah* turut memberi hak kepada pemegang ekuiti untuk memiliki saham bagi sesebuah projek. Perjanjian yang dilakukan mestilah melibatkan dua atau lebih pihak yang berkontrak untuk membiayai sesuatu projek perniagaan. Manakala, pihak yang terlibat adalah *rabb al-mal* atau pelabur yang menyediakan modal dan *mudharib* atau usahawan yang menguruskan projek. Keuntungan yang diperolehi daripada projek tersebut akan dibahagikan mengikut nisbah yang telah dipersetujui.<sup>4</sup> Sebarang kerugian akan ditanggung oleh pelabur dan usahawan pula tidak menanggung apa-apa kerugian kecuali kerugian dari segi masa dan tenaga. Selain itu, sukuk *mudharabah* juga merupakan dokumen yang menentukan nilai terbitan atas nama pemilik dana, di mana pemilik sukuk akan memperolehi satu kadar keuntungan projek hasil daripada terbitan sukuk tersebut.

Manakala, prinsip fiqh yang terdapat dalam pembiayaan hutang adalah seperti *Bay' al-salam*, *Bay' al-Istisna'*, *Bay' bithaman Ajil*, *Bay' Murabahah* dan sebagainya. *Uqud al-Muawadat* atau aqad pertukaran bermaksud jualan dengan harga yang pertama (belian) dengan pengurangan kadar tertentu daripadanya atau jual dengan kerugian. 'Aqad ini mempunyai syarat dan hukum *Murabahah*. Contoh kontrak lain dalam *Uqud al-Muawadat* adalah *Bay' Bithaman Ajil*, *Bay' al-Salam* dan sebagainya. Manakala, Sukuk *Al-Ijarah* adalah suatu bentuk pelaburan ekuiti yang disumbangkan oleh pemegang sukuk atau pelabur di mana jumlah dana pelaburan tersebut disalurkan kepada urusan niaga berdasarkan prinsip *Ijarah*. Pemegang sukuk dikira sebagai pemilik dan pemberi pajak ke atas aset. Sukuk *Al-ijarah* juga mewakili pemilikan *pro-rata* (mengikut kadar tertentu) oleh pemegang sukuk ke atas aset yang dipajak yang membolehkan pemegang sukuk untuk menikmati pendapatan pajakan. Selain itu, pemegang sukuk juga perlu menanggung risiko kerugian dan kerosakan ke atas aset yang dipajakkan.

<sup>4</sup> Organisasi Pengauditan dan Perakaunan Institusi Kewangan Islam (AAOIFI)

Menurut Ghani(2003) Sukuk BBA adalah satu perkataan Arab yang bermaksud sijil kewangan berasaskan Kontrak Bai Bithaman Ajilyang membuktikan pemilikan hak pelabur bagi aset yang telah ditetapkan. Sukuk BBA bukan bon kerana bon menunjukkan hutang, tetapi sukuk BBA merupakan satu obligasi yang menunjukkan tanggungjawab kewangan dalam bentuk kertas atau nota. Antara Sukuk BBA yang telah diterbitkan adalah Sukuk KLIA RM2.2 BN *Islamic Bonds*. Antara ciri-ciri penting struktur sukuk Mekanisme Sukuk BBA KLIA RM2.2 adalah; Pelabur akan membeli aset pendasar pada harga yang dipersetujui atau dipertimbangkan. Kemudian, pelabur akan menjual aset pendasar tersebut kepada penerbit sukuk pada harga jualan yang telah dipersetujui. Seterusnya, penerbit sukuk akan mengeluarkan Nota BBA kepada pelabur bagi menunjukkan obligasi kewangan penerbit sukuk kepada para pelabur dan Nota BBA tersebut akan ditebus pada tempoh matang. Manakala, keputusan MPS pada mesyuarat ke-41 bertarikh 8 Mac 2004 telah memutuskan bahawa bahawa Pelaburan *Mudarabah* antara bank dalam Sukuk BBA boleh digunakan sebagai aset sandaran dalam urusan niaga secara tangguh. Walaupun pelaburan *Mudarabah* antara bank yang digunakan sebagai aset sandaran dalam Sukuk BBA ini tidak wujud secara fizikal, ianya memenuhi criteria aset yang “wujud” secara maknawi dan diiktiraf sebagai boleh diurusniagakan. Ini adalah berdasarkan cirinya yang mempunyai nilai, boleh diniagakan dan boleh dipindah milik.

Selain itu, dalam pembiayaan hutang, terdapat kontrak atau konsep yang tidak diterima oleh bank-bank Islam di Timur Tengah termasuk Pakistan dan beberapa Negara lain. Konsep tersebut adalah konsep *Tawarruq* yang sebelum ini dikenali sebagai *Bai' Al Inah*. Hal ini kerana majoriti ilmuan dan cendekiawan Shariah di rantau Timur Tengah tidak menerima konsep itu yang dianggap tidak menepati konsep tulen BBA, malah konsep BBA versi Malaysia juga dilihat sebagai gabungan dua konsep iaitu Bai' Inah (Jual dan beli semula) dan Bai Muajjal (Jualan dengan bayaran bertangguh dan secara ansuran). Justeru, ini menyebabkan pihak bank-bank Islam di sebelah Timur Tengah lebih suka untuk mengutamakan konsep-konsep lain yang lebih menepati objektif Shariah menurut ijhtihad mereka seperti Ijarah, Musharakah dan lain-lain. Manakala, Sukuk *Murabahah* merupakan satu sijil yang bernilai sama yang dikeluarkan untuk membiayai pembelian sesuatu barang atau aset melalui kontrak *Murabahah*, di mana pemegang sijil sukuk merupakan pemilik komoditi *murabahah* tersebut<sup>5</sup>. Sukuk *Murabahah* TTM Sukuk Berhad merupakan salah satu contoh sukuk yang telah diterbitkan di Malaysia pada tahun 2010.

Istisna' pula merujuk kepada kontrak jualan pembinaan dan pembuatan sesuatu barang atau aset yang belum dikeluarkan. Sukuk Istisna' juga merujuk kepada sijil nilai yang sama dikeluarkan bertujuan untuk menggembelng dana yang akan digunakan untuk pengeluaran barangan supaya barang-barang yang dihasilkan akan dimiliki oleh pemegang sijil<sup>6</sup>. Dalam proses penghasilan sukuk Istisna', pembeli barang atau aset akan membuat pesanan atau tempahan dengan penjual atau kontraktor pembinaan atau pihak pembuatan bagi sesuatu barang pembuatan atau aset yang hendak dibina serta diserahkan pada masa akan datang setelah siap sepenuhnya. Kontrak Istisna' juga mengandungi syarat-syarat bagi spesifikasi barangan, produk atau aset yang hendak dihasilkan, syarat harga, syarat tempahan, syarat serahan, syarat tempoh dan sebagainya syarat lain yang berkaitan dengan kontrak Istisna'. Antara contoh Sukuk Istisna' yang telah diterbitkan di Malaysia pada tahun 2007 adalah Sukuk *Istisna' LEKAS* (Lebu Raya Kajang Seremban).

Istilah ekuiti juga 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 dan bayaran prinsipal. 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 pengeluar atau penerbit sekuriti tersebut. Justeru, untuk mengimbangi kelebihan serta kekurangan yang ada dalam ekuiti dan hutang, maka satu instrumen kacukan telah dibentuk. Sukuk hibrid dapat difahami sebagai sejenis sekuriti patuh syariah yang memiliki sebahagian elemen ekuiti dan hutang. Sukuk hibrid merujuk kepada gabungan aset pendasar yang terdiri daripada aset ketara dan aset bukan ketara serta gabungan pelbagai prinsip syariah dalam proses penstrukturan sekuriti tersebut serta terdiri daripada kelas-kelas aset yang berlainan. Tambahan pula, sukuk hibrid pada masa kini pula merupakan gabungan antara elemen ekuiti dan elemen hutang. Komposisi aset

<sup>5</sup> Standard 17, AAOIFI, 2008

<sup>6</sup> Standard 17, AAOIFI, 2008

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. Oleh hal yang demikian, penawaran sukuk berasaskan pembiayaan ekuiti amatlah penting sehingga menyebabkan perubahan dalam terbitan dalam sukuk.

Berdasarkan daripada dapatan analisis kajian ini, sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti telah meningkat dengan pesatnya semenjak tahun 2005 hingga tahun 2012 walaupun pada permulaannya terbitan sukuk yang berasaskan pembiayaan hutang melebihi terbitan sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti. Pada masa kini, kesedaran tentang kepentingan penawaran sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti atau prinsip untung rugi telah meningkat sehingga produk-produk perbankan Islam termasuk produk sukuk juga telah diterbitkan berdasarkan prinsip untung rugi. Produk-produk yang berasaskan pembiayaan ekuiti bukan hanya terhindar daripada riba' namun ia turut mempunyai kepentingan yang tertentu. Para sarjana terdahulu dan juga para mazhab dalam Islam telah banyak membincangkan kepentingan pelaburan atau perniagaan yang berasaskan prinsip untung rugi. Selain itu, cendekiawan Islam seperti Professor Umer Chapra dan Professor Nejatullah Siddiqi juga telah menekankan bahawa aktiviti ekonomi termasuk aktiviti pelaburan yang berasaskan pembiayaan ekuiti amatlah mempunyai ciri-ciri yang bertepatan dengan roh keadilan Islam yang tidak bersifat manipulatif. Rasulullah s.a.w misalnya telah mempratikkan prinsip Mudharabah ketika berniaga pada masa dahulu.

Namun demikian, amalan kewangan Islam yang terdapat pada hari ini adalah sebaliknya kerana amalan kewangan Islam pada hari ini lebih kepada sistem kewangan yang berasaskan hutang sehingga ia menjadi dominan di pasaran dan didapati hingga kini aspek prinsip ekuiti yang diaspirasikan oleh pencetus idea ekonomi Islam dalam konteks dunia moden telah diabaikan. Situasi ini disokong oleh Dar dan Presley, (2000) yang membuktikan dalam penyelidikannya bahawa produk berasaskan hutang merupakan instrumen yang mendominasi pasaran kewangan Islam pada masa kini. Hal ini kerana pembiayaan hutang yang mematuhi prinsip syariah juga merupakan alternatif kepada pembiayaan melalui ekuiti selain mempunyai kos yang rendah berbanding kos ekuiti merupakan antara sebab mengapa sumber hutang sering menjadi pilihan syarikat dan pelabur. Selain itu, ia turut menjadi pilihan bagi syarikat yang tidak mahu berkongsi pemilikan dengan pihak lain. Namun begitu, dalam pembiayaan hutang, pemegang sekuriti hutang tidak mempunyai hak pemilikan terhadap syarikat dan pemegang sekuriti hutang hanya berhak mendapat jumlah faedah yang telah ditetapkan dalam kontrak.

Tambahan pula, kepentingan penawaran pembiayaan ekuiti adalah kerana asetnya yang boleh disekuritikan. Takrifan AAOIFI menjelaskan bahawa sukuk adalah sijil yang mewakili kepentingan pemilikan di dalam aset atau pelaburan. Struktur sukuk berasaskan ekuiti tidak mewakili kepentingan pemilikan di dalam aset nyata secara langsung serta bukan mewakili kepentingan pemilikan dalam aset projek-projek tertentu atau pelaburan khas projek-projek tertentu. Aktiviti pelaburan khas tersebut merujuk kepada kontrak perkongsian seperti Musharakah dan Mudarabah. Dari segi undang-undang dalam perkongsian, ia bermakna bahawa rakan-rakan kongsi adalah pemilik semua aset ketara yang merupakan sebahagian daripada perkongsian. Oleh itu, saham-saham dalam perkongsian dianggap sebagai aset yang boleh disekuritikan melalui terbitan sukuk dari perspektif syariah. Dalam keadaan ekonomi global yang mencabar dan moden pada masa kini, produk-produk kewangan Islam yang dihasilkan mestilah lebih kreatif, boleh diterima global serta berdaya saing dan kekal lama. Selain untuk meningkatkan aktiviti pelaburan dan modal, sukuk juga boleh memenuhi keperluan Maqasid Syariah umat Islam. Oleh hal yang demikian, terbitan sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti amatlah penting pada masa kini bagi memastikan sukuk Malaysia lebih mematuhi syariah serta dapat menampung keperluan permintaan sukuk di kalangan pelabur dari Timur Tengah di samping digunakan bersama sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti dalam Sukuk Hibrid dan melengkapi kelemahan sukuk yang berasaskan pembiayaan hutang dan sebagainya.

## **RUMUSAN DAN CADANGAN**

Peningkatan jumlah terbitan sukuk setiap tahun telah membuktikan bahawa sukuk telah diterima di Malaysia khususnya dan negara luar amnya. Manakala, kepelbagaian produk sukuk telah membantu perkembangan pasaran sukuk dan kepelbagaian tersebut adalah berkaitan dengan struktur sukuk itu sendiri. Di samping itu, berdasarkan analisis perkembangan sukuk korporat Islam di Malaysia, sukuk telah mengalami banyak perubahan, baik dari segi penstrukturan sukuk, pasaran sukuk dan



sebagainya. Sukuk telah mengalami perubahan ketara dari segi penstrukturan sukuk, di mana kontrak yang digunakan dalam menerbitkan sukuk telah dipertingkatkan, lebih kreatif, lebih stabil, lebih mematuhi syariah serta lebih diterima global. Sukuk yang berasaskan pembiayaan ekuiti dan pembiayaan hutang juga memiliki kelebihan dan kekurangan yang tertentu dan penawaran serta permintaan sukuk adalah dipengaruhi oleh faktor-faktor tertentu. Akhir sekali, dapatlah disimpulkan bahawa, bilangan terbitan sukuk korporat Islam yang paling banyak diterbitkan adalah sukuk berdasarkan pembiayaan hutang dan sukuk yang mempunyai jumlah terbitan terbanyak adalah berdasarkan kontrak pembahagian untung rugi, berbanding sukuk yang berdasarkan kontrak pembiayaan hutang dan kontrak lain.

Antara cadangan yang dirasakan penting bagi kajian ini adalah seperti pengekalan dan pemantapan produk-produk sukuk dan produk kewangan Islam lain yang telah sedia ada di Malaysia. Malaysia perlu mengekalkan perkembangan tersebut dan memantapkan lagi produk-produk Kewangan Islam yang sedia ada tersebut supaya ianya terus mendapat permintaan daripada pelabur atau pembeli dalam dan luar negara sekali gus dapat meningkatkan lagi sosioekonomi masyarakat Islam di Malaysia khasnya dan meningkatkan ekonomi Malaysia amnya. Seterusnya, kajian berkenaan produk-produk kewangan Islam baik dari segi perkembangan produk, penerbitan produk, kepatuhan produk kewangan Islam kepada syariah dan sebagainya kajian-kajian yang bersesuaian juga perlu diperbanyakkan lagi supaya masyarakat dan juga para pelabur atau pembeli produk kewangan Islam lebih memahami produk-produk yang telah dibentuk serta memastikan lagi produk-produk kewangan Islam tersebut berdaya saing di peringkat antarabangsa dan berkembang pesat dari semasa ke semasa. Di samping itu, bagi memastikan Malaysia kekal sebagai hub sukuk global dan juga hub kewangan Islam, maka Malaysia perlu memastikan persekitaran pasaran modal dan kewangan Islam yang lebih kondusif, infrastruktur yang lebih komprehensif, rangka kerja tadbir urus syariah yang lebih jelas, undang-undang dan peraturan yang lebih mudah bagi proses penerbitan sukuk, memastikan penentuan harga sukuk yang lebih kompetitif dan menyediakan insentif bagi aktiviti pelaburan.

## RUJUKAN

- Abdulkader Thomas. *Sukuk*. Suruhanjaya Sekuriti, Securities Commission Malaysia.
- 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.
- Buku keputusan Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti*. Edisi Kedua. 2006.
- Dar, H. A. dan John, R. P. (2000). *Lack of profit loss sharing in Islamic banking: Management and control imbalances*. International Journal of Islamic Financial Services, 2 (2): 3-18.
- Dr. Ahcene Lahsasna & Lee Sze Lin. (2012) *Isu Dalam Pasaran Modal Islam : Bon Islam/ Sukuk*. 3rd International Conference On Businesses And Economic Research ( 3rd ICBER 2012 ) *Proceeding* [http://utusan.adamantsys.com/utusan/Ekonomi/20120811/ek\\_04/Malaysia-punyai-pasaran-sukuk-terbesar-empat-jenis-diterbitkan](http://utusan.adamantsys.com/utusan/Ekonomi/20120811/ek_04/Malaysia-punyai-pasaran-sukuk-terbesar-empat-jenis-diterbitkan)
- <http://www.cagamas.com.my/caga-docs/pictures/evolusi.pdf>
- <http://www.sc.com.my/main.asp?pageid=679&linkid=2059&yearno=2008&mod=paper>
- [http://www.sc.com.my/sc/search\\_adviser.asp?stype=A&skey=C](http://www.sc.com.my/sc/search_adviser.asp?stype=A&skey=C)
- <https://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/FastPublicBrowseServlet.do>
- Islamic Capital Market Series: Sukuk*. Suruhanjaya Sekuriti Malaysia. 2009.
- Kajian Kes. Islamic Finance News. PLSA Sukuk Program*. RHB Islamic Bank
- Karimzadeh, M. (2012). *Role of Sukuk in Islamic Capital Market: Experience of Iran (1994-2011)*. Arabian Journal of Business and Management Review (Oman Chapter). Vol. 1, No. 7, Februari 2012: 94-105
- Kamaruzaman Noordin, Mohd. Yahya Mohd. Hussin, Suhaili Sarif. (2004) *Realiti dan Prospek Instrumen Pasaran Modal Islam di Malaysia: Kajian Khusus Terhadap Bon Islam*. *Jurnal Syariah*, 12: 1 [2004 J 69-88.
- Khairun Najmi Saripudin, Shamsiah Mohamad, Nor Fahimah Mohd Razif, Luqman Haji Abdullah and Noor Naemah Abdul Rahman. 2012. *Case Study on Sukuk Musharakah Issued in Malaysia*. Middle-East Journal of Scientific Research 12 (2): 168-175, 2012.
- Mohamad Akram Laldin, Nusaibah Mohd Parid. (2010) *Senario Kewangan Dan Perbankan Islam Masa Kini: Prospek, Isu-Isu dan Cabaran. Konvensyen Kewangan dan Perbankan Islam*.

- Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Salwa Amirah Awang, Nor ‘Azzah Kamri.(2010). *DayaSaing Dan Anjakan (Shift) Dalam Jenis Kontrak Pembiayaan Perbankan Islam*. Jurnal Syariah. Jil.8, Bil. 1. 2010.
- Mohd Fadhly Md Yusoff. *Pelaburan berasaskan syariah. Seminar Wanita : Wang & Pelaburan Bijak 17November 2007*.
- Mohd Zaid, M. Z (2011). *The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market*. *Australian Journal of Basic and Applied Science*, 5(12) : 472-477.
- Muhamad Al-Bashir Muhammad Al-Amine.(2008). *Pasaran Sukuk: Inovasi dan cabaran*. *Kajian Ekonomi Islam*. Vol.15, No.2.2008.
- Muhammad bin Ibrahim. *Contemporary issues in Islamic finance and equity-based financing*. Keynote address by Mr Muhammad bin Ibrahim, Assistant Governor of the Central Bank of Malaysia, at the Conference on Contemporary Issues in Islamic Home, Personal and Auto Financing, jointly organised by the International Islamic University Malaysia (IIUM) Institute of Islamic Banking and Finance (IIBF), the Bar Council Syariah Law Committee (SLC) and the Consumers Association of Penang (CAP), Kuala Lumpur, 2 April 2010.
- Nailul Murad Mohd. Nor. *Sukuk: Perkembangan dan Cabaran*. ISDEV. Universiti Sains Malaysia.
- Nathif J. Adam, Abdulkader Thomas.(2004). *Islamic Bonds : Your guide to issuing, structuring and investing in sukuk*. Euromoney Books Nestor House, Playhouse Yard, London EC4V 5EX. United Kingdom.
- NorFadhilah Mastura Sokhibul Fadil. (2011). *Sukuk Hibrid dalam Pasaran Modal Islam di Malaysia: Konsep dan Perlaksanaan*. *Prosiding PERKEM VI, Jilid 2* (2011) 395 – 409.
- Noriza Binti Mohd Saad, Nor Edi Azhar Binti Mohamad.(2012) *Sukuk Dalam Pasaran Modal Malaysia*. 3<sup>rd</sup> International Conference On Businesses And Economic Research( 3rd ICBER 2012 ) Proceeding.
- Nur Azura Sanusi, Norashikin Draman, Fatimah Matraji. (2012). *Pertumbuhan Sukuk dan Pasaran Modal Islam Malaysia*. *Persidangan Kebangsaan Ekonomi Malaysia ke VII (PERKEM VII), Transformasi Ekonomi dan Sosial Ke Arah Negara Maju, Ipoh, Perak 4 – 6 Jun 2012*.
- Omar Salah.2011. *Islamic Finance: The Impact of the AAOIFI Resolution on Equity-Based Sukuk Structures*. TISCO Working Paper Series on Banking, Finance and Services No. 02/2011
- Prof. Madya Dr. Asyraf Wajdi Dusuki. *Sistem Perbankan Islam di Malaysia dan Pengaruhnya dalam transformasikewangan dunia Islam*.
- Rodney Wilson. (2008). *Inovasi Dalam Penstrukturan Sukuk*. Emerald Group Publishing Limited. Wan Abdul Rahim Kamil.(2009). *Sukuk and Structured Products*. ICM Consultant Securities Commission Malaysia. INCEIF. 14 November 2009.
- Rodney Wilson.2006. *Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities*. Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance, Beirut, 23rd – 24th February 2006.
- Sukuk. An Introduction to the Underlying Principles and Structure*. Jun 2006. Dar Al Istithmar Ltd.
- Tahmoures A. Afshar. 2013. *Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?* The Journal of Global Business Management Volume 9 \* Number 1\* February 2013
- The Islamic securities (Sukuk) market / Securities Commission Malaysia Utusan Malaysia*. *Malaysia Kuasai 60 peratussukuk*. 4 April 2012.
- Wahbah al-Zuhaili.(2005). *Fiqh & Perundangan Islam*. Jilid IV. Penterjemah, Md. Akhir Haji Yaacob et.al. Dewan Bahasa dan Pustaka Kuala Lumpur.
- Zakaria bin Bahari. *The Changes of Product Structure in Islamic Banking: Case Study of Malaysia*.
- Zamzuri Zakaria. (2008). *Jenis-Jenis Kontrak Dalam Muamalah Islam*. Workshop in Islamic Economics & Finance.

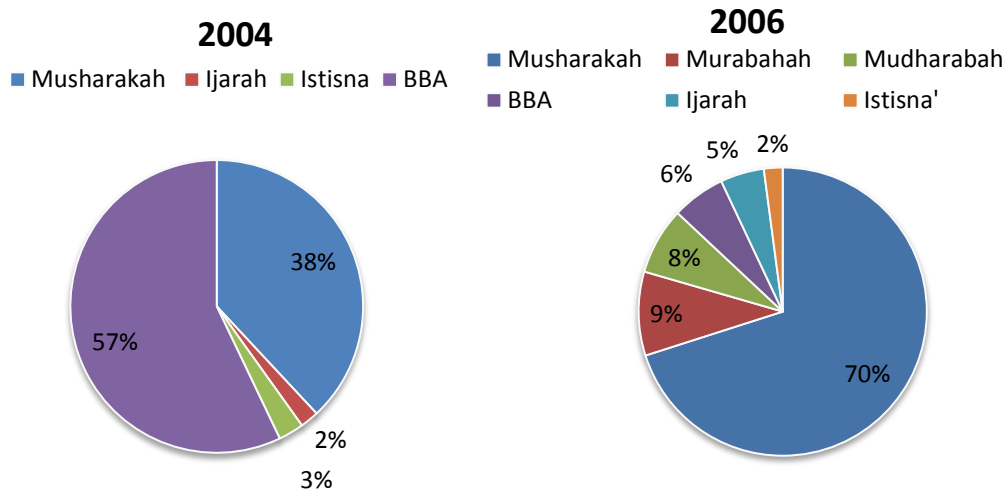
## LAMPIRAN 1

Bil	Tahun	Kontrak/ Struktur Sukuk	Jumlah Terbitan (RM 000'000.00 seratus ribu)	Bil	Tahun	Kontrak/ Sukuk	Struktur	Jumlah Terbitan (RM 000'000.00 seratus ribu)
1	2000	BBA	1,020	67	2007	Musharakah		15.35
2	2000	BBA	1,407	68	2008	Mudharabah		415

3	2001	BBA	850	69	2008	Ijarah	330
4	2001	BBA	180	70	2008	Musharakah	200
5	2001	BBA	2,000	71	2008	Mudharabah	200
6	2001	Ijarah	150	72	2008	Musharakah	250
7	2002	BBA	300	73	2008	BBA	134.2
8	2002	BBA	800	74	2008	Musharakah	300
9	2002	BBA	140	75	2008	Musharakah	1000
10	2002	BBA	250	76	2008	Hibrid	1000
11	2002	Ijarah	600	77	2008	Musharakah	800
12	2002	BBA	510	78	2008	Musharakah	500
13	2003	BBA	4,060	79	2008	Ijarah	120
14	2003	BBA	120	80	2008	IJARAH	600
15	2003	BBA	750	81	2008	Musharakah	1145
16	2003	BBA	250	82	2008	Musharakah	300
17	2003	BBA	490	83	2008	Musharakah	100
18	2003	BBA	850	84	2008	Musharakah	135
19	2003	BBA	850	85	2008	Hibrid: Musharakah & Mudharabah	70
20	2003	BBA	570	86	2008	Ijarah	500
21	2003	BBA	50	87	2008	Musharakah	4000
22	2004	BBA	3,402	88	2008	Murabahah	20
23	2004	BBA	60	89	2008	Musharakah	500
24	2004	BBA	40	72	2008	Musharakah	250
25	2004	BBA	140	73	2008	BBA	134.2
26	2004	BBA	100	74	2008	Musharakah	300
27	2004	BBA	1,280	75	2008	Musharakah	1000
28	2004	BBA	683.3	76	2008	Hibrid	1000
29	2004	BBA	500	77	2008	Musharakah	800
30	2005	BBA	70	78	2008	Musharakah	500
31	2005	BBA	110	79	2008	Ijarah	120
32	2005	BBA	247	80	2008	IJARAH	600
33	2005	Istisna'	780	81	2008	Musharakah	1145
34	2005	Ijarah	23	82	2008	Musharakah	300
35	2005	BBA	320	83	2008	Musharakah	100
36	2005	BBA	1,000	84	2008	Musharakah	135
37	2005	BBA	510	85	2008	Hibrid: Musharakah & Mudharabah	70
38	2005	Ijarah	240	86	2008	Ijarah	500
39	2005	Musharakah	100	87	2008	Musharakah	4000
40	2005	Istisna'	160	88	2008	Murabahah	20
41	2005	Ijarah	20	89	2008	Musharakah	500
42	2005	Ijarah	5	90	2008	BBA	200
43	2005	Musharakah	2050	91	2008	Ijarah	3500
44	2006	Musharakah	720	92	2008	Musharakah	150
45	2006	Ijarah	20	93	2008	Ijarah	321
46	2006	Ijarah	20	94	2008	Ijarah	38
47	2006	BBA	1,500	95	2008	Musharakah	1000
48	2006	Musharakah	1,700	96	2008	Istisna'	100
49	2006	Mudharabah	200	97	2008	Ijarah	330
50	2006	BBA	150	98	2008	Hibrid: Murabahah, Ijarah, Mudharabah,	1000

						Musharakah & Istisna'	
51	2006	BBA	50	99	2008	Murabahah	570
52	2006	BBA	60	100	2008	Hibrid: Ijarah, Istisna' & Murabahah	1000
53	2006	Hibrid: Kebolehtukaran	750	101	2008	Ijarah	450
54	2007	Ijarah	292.2	102	2008	Hibrid: Ijarah & BBA	370
55	2007	Istisna'	633	103	2008	Musharakah	140
56	2007	Istisna'	785	104	2008	Ijarah	450
57	2007	Mudharabah	752	105	2008	Musharakah	1500
58	2007	Istisna'	845	106	2008	BBA	1000
60	2007	Ijarah	1,800	107	2009	Murabahah	2500
61	2007	Ijarah	15	108	2009	Hibrid: Ijarah & musharakah	2000
62	2007	Ijarah	30	109	2009	Musharakah	4500
63	2007	BBA	240	110	2009	Musharakah	2000
64	2007	Musharakah	400	111	2009	Musharakah	5000
65	2007	Musharakah	8000	112	2009	Musharakah	855
66	2007	Hibrid: Kebolehtukaran	USD850 million	113	2009	Musharakah	800
114	2009	Musharakah	2200	115	2009	Musharakah	1000
116	2009	Musharakah	450	117	2009	Musharakah	2000
118	2010	Mudharabah	70	119	2010	Murabahah	1,500
120	2010	Murabahah	600	121	2010	Murabahah	3000
122	2010	Ijarah	USD100 million	123	2010	Hibrid: Kebolehtukaran	SGD1.5 billion RM 3.6 billion
124	2010	Hibrid: Kebolehtukaran	USD500 million	125	2011	Musharakah	1,000
126	2011	Musharakah	880	127	2011	Mudharabah	700
128	2011	Musharakah	300	129	2011	Musharakah	500
130	2011	Hibrid: Kebolehtukaran	RMB500 million (RM246 million)	131	2012	Murabahah	138
132	2012	Musharakah	1,800	133	2012	Musharakah	2,500
134	2012	Mudharabah	150	135	2012	Mudharabah	500
136	2012	Murabahah	1,575	137	2012	Hibrid: Kebolehtukaran	3060
138	2012	Hibrid: Kebolehtukaran	USD357.8 million	139	2011	BBA	148
140	2011	BBA	395	141	2012	BBA	2,010
142	2012	Musharakah	20,000	143	2012	BBA	1,321.6
144	2012	Istisna'	780	145	2012	Istisna'	1,515
146	2012	Murabahah	2,000	147	2012	Ijarah	2,000
148	2012	Ijarah	1000	149	2012	BBA	300

RAJAH 1: Peralihan Sukuk Daripada Sukuk Berasaskan Pembiayaan Hutang Kepada Sukuk Berasaskan Pembiayaan Ekuiti



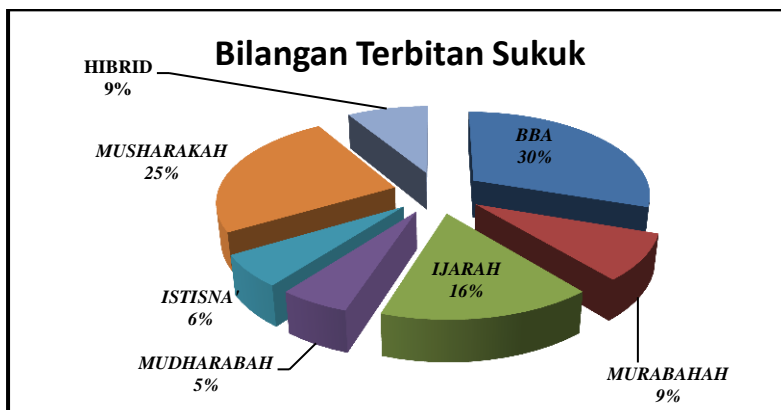
Sumber: Laporan Tahunan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia pada tahun 2004 dan Buletin Bulanan Pasaran Modal Islam Malaysia pada Mac, tahun 2007

JADUAL 1: Jumlah Sukuk Yang Diterbitkan Di Malaysia Dari 2000 Hingga 2012

Kontrak yang mendasari sukuk	Jenis / Nama Sukuk	Jumlah Terbitan Sukuk
Kontrak jual beli: <i>Bai Bithaman Ajil</i>	Sukuk <i>Bai Bithaman Ajil</i>	45
Kontrak jual beli: <i>Murabahah</i>	Sukuk <i>Murabahah</i>	13
Kontrak Sewa: <i>Ijarah</i>	Sukuk <i>Ijarah</i>	24
Kontrak Tempahan: <i>Istisna'</i>	Sukuk <i>Istisna'</i>	9
Kontrak Perkongsian Untung Rugi: <i>Mudharabah</i>	Sukuk <i>Mudharabah</i>	8
Kontrak Perkongsian Untung Rugi: <i>Musharakah</i>	Sukuk <i>Musharakah</i>	37
Kontrak Lain: Hibrid: Kebolehtukaran, Kebolehgantian dan Kontrak Gabungan	Sukuk Hibrid	13
	Jumlah Bilangan Sukuk	149

Sumber: Dapatkan daripada analisis data dalam kajian

RAJAH 2: Jumlah Sukuk Pada Tahun 2000 Hingga 2012 (Dalam Peratusan)



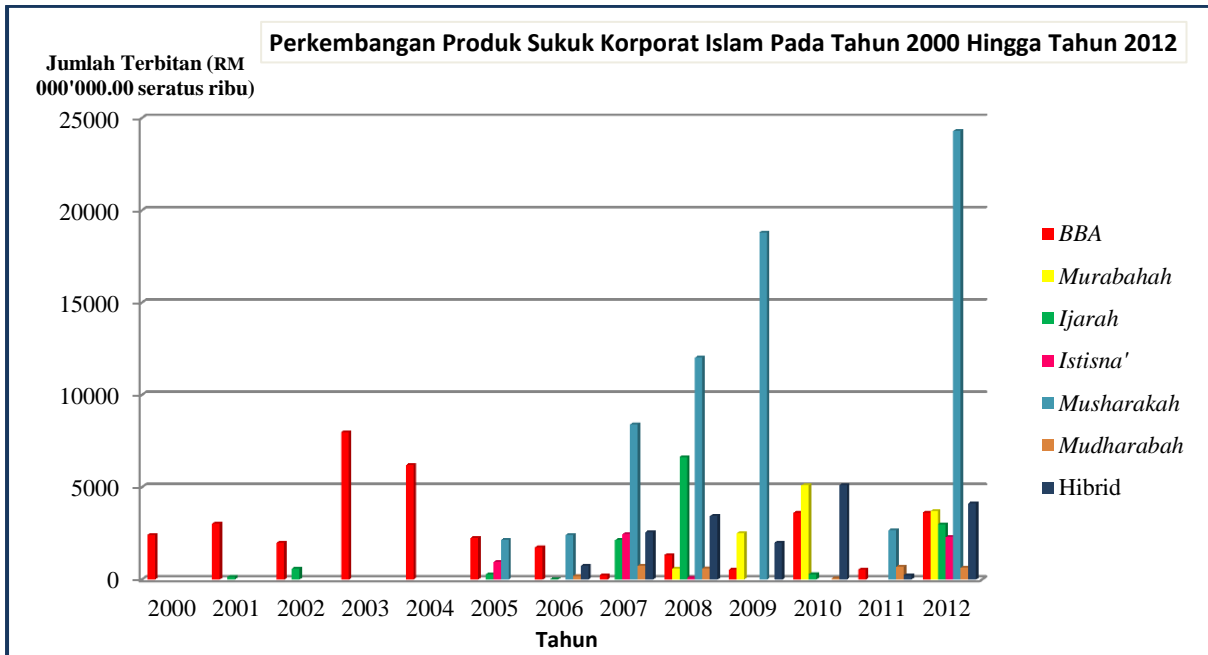
Sumber: Dapatkan daripada analisis data dalam kajian

JADUAL 2: Jumlah Terbitan Sukuk Korporat Islam Berdasarkan Pelbagai Jenis Kontrak Dan Pelbagai Tahun (\*Jumlah Terbitan Dalam RM 000'000.00 Seratus Ribu)

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Jumlah
<i>BBA</i>	2427	3030	2000	7990	6205	2257	1760	240	1334.2	543	3632	543	3632	35593.2
<i>Murabahah</i>									590	2500	5100		3713	11903
<i>Ijarah</i>		150	600			288	40	2137	6639		302.5		3000	13156.5
<i>Istisna'</i>						940		2462	100				2295	5797
<i>Musharakah</i>						2150	2420	8415.4	12020	18805		2680	24300	70790.4
<i>Mudharabah</i>							200	752	615		70	700	650	2987
Hibrid							750	2567.4	3440	2000	5110.25	246	4140.7	18254.4
Jumlah Terbitan	2427	3180	2600	7990	6205	5635	5170	16573.8	24738.2	23848	14214.8	4169	41731	158482

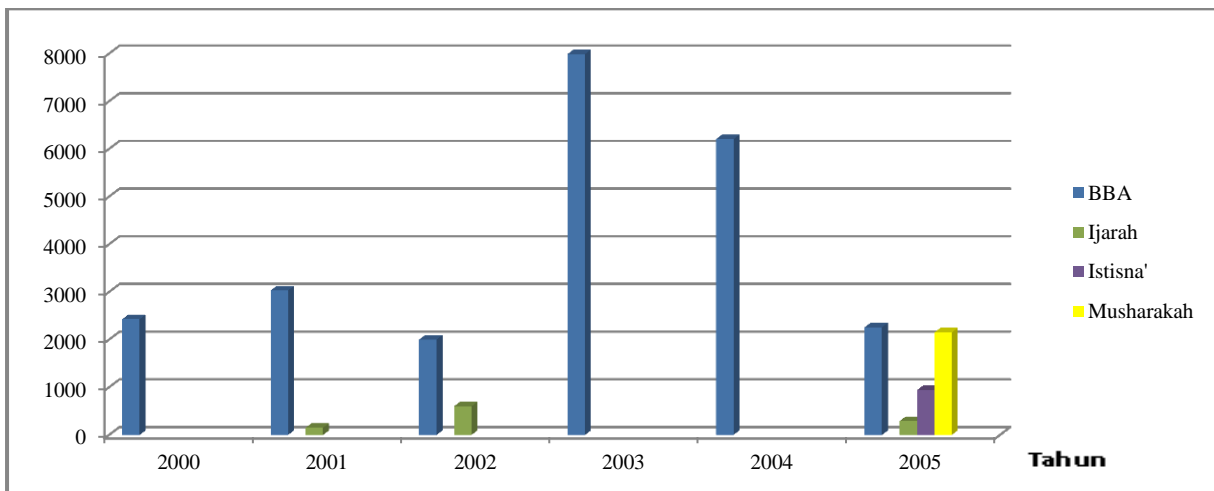
Sumber: Dapatan daripada analisis data dalam kajian

RAJAH 3: Perkembangan Produk Sukuk Korporat Mengikut Pelbagai Kontrak Pada Tahun 2000 Hingga Tahun 2012



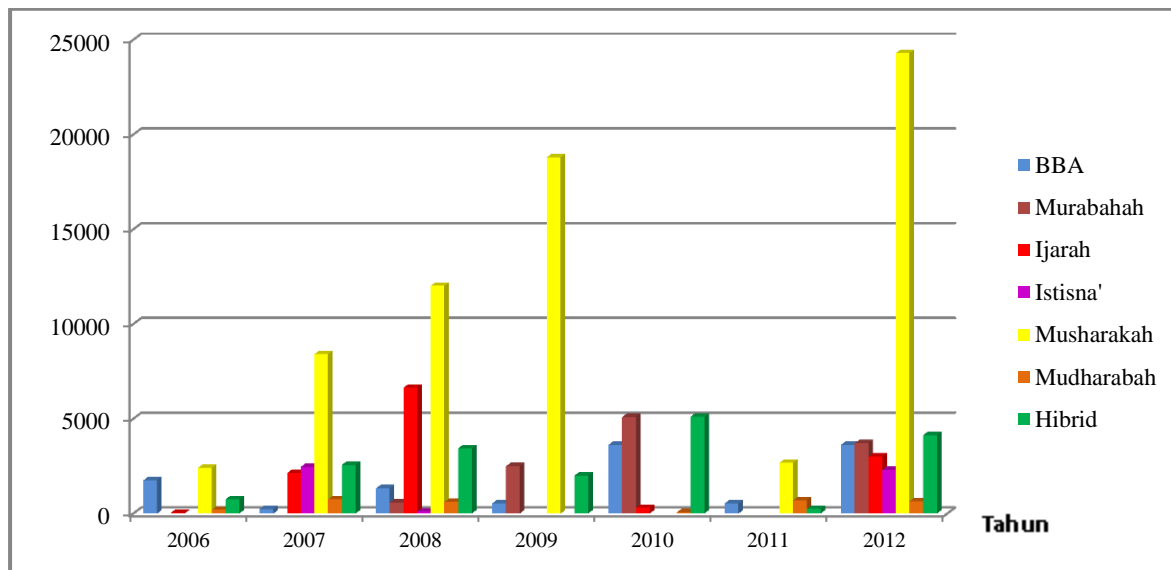
Sumber: Dapatan daripada analisis data dalam kajian

RAJAH 4: Perkembangan Sukuk Korporat Islam Pada Tahun 2000 Sehingga Tahun 2005  
\*Jumlah terbitan dalam RM 000'000.00 seratus ribu



Sumber: Dapatan daripada analisis data dalam kajian

RAJAH 5: Perkembangan Sukuk Korporat Islam Pada Tahun 2006 Sehingga Tahun 2012  
\*Jumlah terbitan dalam RM 000'000.00 seratus



Sumber: Dapatan daripada analisis data dalam kajian

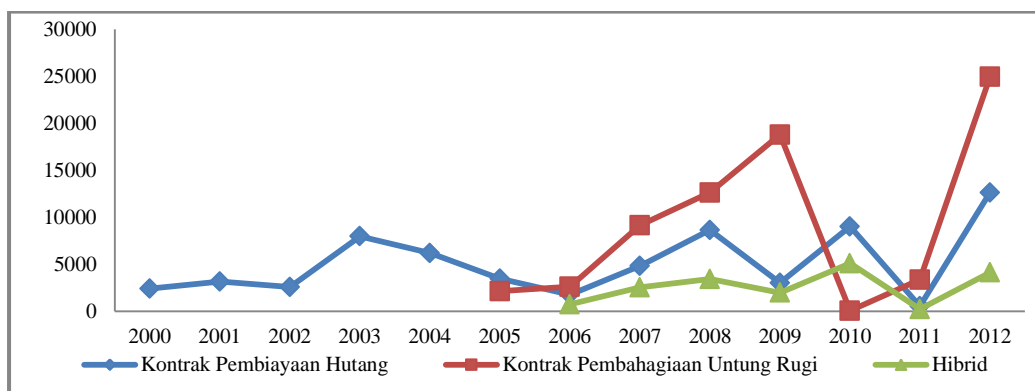
JADUAL 3: Perkembangan Sukuk Korporat Islam Berdasarkan 3 Jenis Kontrak Asas utama, iaitu Kontrak Pembiayaan Hutang, Kontrak Pembahagian Untung Rugi dan Kontrak Lain (\*Jumlah terbitan dalam RM 000'000.00 seratus ribu)

Tahun	Kontrak Pembiayaan Hutang: Sewa, Tempahan, Jual beli	Kontrak Pembahagian Untung Rugi: Mudharabah dan Musharakah	Kontrak Lain: Hibrid
2000	2427	Tiada Terbitan	Tiada terbitan
2001	3180	Tiada Terbitan	Tiada Terbitan
2002	2600	Tiada Terbitan	Tiada Terbitan
2003	7990	Tiada Terbitan	Tiada Terbitan
2004	6205	Tiada Terbitan	Tiada Terbitan
2005	3485	2150	Tiada Terbitan
2006	1800	2620	750
2007	4839	9167.4	2567.4
2008	8663	12635	3440
2009	3043	18805	2000
2010	9034.5	70	5110
2011	543	3380	246
2012	12640	24950	4141
<b>Jumlah</b>	<b>66449.5</b>	<b>73777.4</b>	<b>18254.4</b>

Sumber: Dapatan daripada analisis data dalam kajian



RAJAH 6: Perkembangan Sukuk Korporat Islam Berdasarkan 3 Jenis Kontrak Asas utama, iaitu Kontrak Pembiayaan Hutang, Kontrak Pembahagian Untung Rugi dan Kontrak Hibrid (\*Jumlah terbitan dalam RM 000'000.00 seratus ribu)



Sumber: Dapatan daripada analisis data dalam kajian