PROSIDING PERKEM VIII, JILID 2 (2013) 574 - 585
ISSN: 2231-962X

# Sukuk "Asset-Based" Berbanding Sukuk "Asset-Backed": Kes Kemungkiran Sukuk

Dzubaidah Bt. Zainal Abidin
E-mel: dzubaidah@yahoo.com

S.Shahida
E-mel: shahida@ukm.my

Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia

**ABSTRAK**

Sukuk adalah instrument hutang yang dikeluarkan oleh sesuatu kerajaan atau badan korporat untuk mendapatkan dana tambahan bagi pembiayaan projek. Terdapat dua struktur sukuk dalam pasaran iaitu "asset-based" dan "asset-backed". Sukuk "asset-based" tidak memberikan pelabur sukuk hak pemilikan sebenar terhadap aset yang digunakan sebagai pendasar kepada sukuk yang diterbitkan. Penerbit sukuk hanya memindahkan pemilikan "beneficial" aset pendasar kepada pelabur. Sukuk "aset-backed" pula memberikan pelabur hak pemilikan sebenar terhadap sesuatu aset pendasar dan manfaat daripada aset pendasar tersebut. Isu yang timbul berhubung kedua-dua struktur sukuk ini ialah implikasinya terhadap pelabur apabila berlaku kes kemungkiran sukuk. Objektif kajian ini ialah untuk mengenal pasti perbezaan implikasi kemungkiran terhadap pelabur sukuk. Kajian untuk kemungkiran akan menggunakan kaedah kajian kes. Hasil kajian ini dapat memberikan panduan kepada penerbit mengenai struktur sukuk yang lebih sesuai untuk diterbitkan dan dapat membantu pelabur membuat penilaian terhadap sesuatu struktur sukuk sebelum melabur. Rumusan kajian ini menunjukkan sukuk "asset-backed" lebih melindungi kepentingan pelabur

Katakunci : sukuk "asset-based", sukuk "asset-backed", kemungkiran sukuk

***ABSTRACT***

*Sukuk is a debt instrument that is issued by a government or a corporate body to acquire funding for project financing. Two sukuk structures exist in the market , that are asset-based and asset-backed sukuk. Asset-based sukuk does not give investors the real ownership right to the underlying asset. Originators only transfer the asset's beneficial ownership to the investors. Asset-backed sukuk on the other hand, gives the real ownership rights and benefit of the underlying asset to the investors. Issue that arises from these two sukuk structures is the implications on the investors when the sukuk defaults. The objective of this analysis is to identify the differences of the default implications on sukuk investors Case study methodology will be used to analyse default . Results from this study will guide originators on the structure that is most suitable and will also help investors in analysing the sukuk structure before making any investment. The reserach concludes that asset-backed sukuk gives more protection to sukuk holders's interest.*

*Keywords : asset-based sukuk, asset-backed sukuk, sukuk default*

## PENGENALAN

Kemungkiran sukuk berlaku disebabkan kepada ketidakpatuhan mana-mana obligasi yang mengikat di bawah terma asal perjanjian antara penerbit dan pelabur sukuk . Kedua -dua pihak yang berkontrak mesti memenuhi kewajipan mereka di bawah kontrak atau perjanjian.Sukuk "asset-based dan "asset-backed" memberikanimplikasi yang berbeza terhadap pelabur sukuk apabila kemungkiran berlaku.Penjelasan terhadap perbezaan sukuk "asset-based dan "asset-backed" danimplikasi kemungkiran terhadap pelabur akan di huraikan di bahagian Kajian Lepas.

Di Malaysia terdapat 24 kes kemungkiran sukuk dalam tempoh 8 tahun iaitu dari tahun 2002 sehingga tahun 2010.Sukuk pertama yang mungkir adalah sukuk Murabahah Islamic Debt Securities yang diterbitkan oleh Johor Corporation pada 25 Januari 1999.Sukuk tersebut telah mungkir pada 27 Jun 2002 setelah diberikan penarafan D oleh RAM Ratings Services Berhad.Pada permulaan penerbitan, sukuk ini telah diberikan penafaran $BBB_{3.}$Manakala kes kemungkiran yang terbaru adalah sukuk Murabahah ICP/IMTN yang diterbitkan oleh Nam Fatt Corporation Berhad pada 31 Januari 2006. Sukuk tersebut telah mungkir pada 6 April 2010 setelah diberikan penarafan $D_{ID}$ oleh RAM Ratings Services Berhad. Pada permulaan penerbitan, sukuk ini telah diberikan penarafan $A+_{ID}$ oleh RAM Ratings Services Berhad dan $1_{ID}$ oleh MARC.

Di dalam kertas ilmiah ini dua kes kemungkiran akan di kaji iaitu Sukuk yang Al – Mudharabah terbitkan oleh International Investment Group K.S.C.C. (IIG) dan Sukuk Al-Musyarakah yang diterbitkan oleh East Cameron Gas Co.Struktur sukuk IIG adalah "asset-based" manakala struktur sukuk East Cameran Gas Co. adalah "asset-backed". Kedua-dua sukuk ini mempunyai persamaan iaitu sukuk yang berasaskan ekuiti.Hasil kajian kedua-dua kes ini dapat membantu pelabur dalam menilai struktur sukuk yang bersesuaian. Ianya juga dapat membantu pihak Suruhanjaya Sekuriti memperkemaskan undang-undang dan garis panduan berkaitan. Akhir sekali memandang sukuk ini adalah sukuk yang diterbitkan oleh negara lain, maka kaedah penyelesaian yang telah dijalankan boleh dijadikan panduan kepada pelabur, penerbit dan Suruhanjaya Sekuriti.

## KAJIAN LEPAS

### Definasi Sukuk

Sukuk adalah instrument hutang yang dikeluarkan oleh sesuatu kerajaan atau badan korporat untuk mendapatkan dana tambahan bagi tujuan pembiayaan projek. Istilah sukuk berasal dari bentuk jamak bahasa arab iaitu '*sakk'* yang bermaksud dokumen atau sijil.

Menurut Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) , sukuk merujuk kepada produk pelaburan dan dapat didefinasikan sebagai sijil bernilai sama yang mewakili pemilikan terhadap aset ketara, nilai manfaat dan perkhidmatan (jasa) yang tidak boleh dibahagikan atau pemilikan terhadap aset tertentu sesuatu projek atau pemilikan terhadap sesuatu aktiviti pelaburan. Menurut AAOIFI lagi, sukuk juga dirujuk sebagai 'Islamic Bond'di mana sukuk adalah sijil amanah "asset-backed" yang membuktikan pemilikan aset atau manfaat (pendapatan atau hasil). Walaubagaimanapun, sukuk mestilah mematuhi perundangan Islam dan prinsip pelaburannya yang melarang pembayaran faedah.

Menurut Suruhanjaya Sekuriti (Securities Commission of Malaysia - SC) pula , sukuk adalah sijil atau dokumen yang membuktikan pemilikan pro-rata ke atas sesuatu aset pendasar dan sak (bentuk tunggal sukuk) bebas diniagakan pada kadar par, premium atau diskaun. Menurut SClagi , sukuk adalah sijil bernilai sama yang mewakili pemilikan yang tidak boleh dibahagikan atau pelaburan dalam sesuatu aset , mengikut prinsip dan konsep Shariah dan disahkan oleh Badan Penasihat Shariah.

Sukuk menjadi satu instrumen pasaran modal yang menarik perhatian pelabur kerana ianya adalah pensekuritian yang bersandarkan kepada aset iaitu mesti wujud suatu aset pendasar atausyarikat bertujuan khas (Special Purpose Vehicle, SPV) .Sukuk menggabungkan sumber atau danadari pelabur yang bertujuan untuk memberikan keuntungan kepada pelabur tersebut dan pada masa yang sama memenuhi keperluan kewangan penerbit. Sukuk membolehkan bank-bank menguruskan kecairan dan lembaran imbangannya dengan lebih efektif, menawarkan pelaburan alternatif yang patuh Shariahdengan pulangan yang tetap, menawarkan kepada pelabur pilihan risiko dan tahap kematangan yang pelbagai.Selain dari penerbit dan pelabur, pengurus danayang patuh Shariahjuga dapat meningkatkan pelaburan pelanggan mereka dengan kewujudan pasaran sukuk. Sukuk juga meningkatkan jumlah aset yang boleh diniagakan dan menyediakan kecairan kepada pasaran modal.Tambahan lagi, sukuk juga membantu perkembangan dalam pasaran Takaful dan menyumbang kepada portfolio yang seimbang.Sukuk juga adalah suatu bentuk pinjaman yang berhemah.

### Jenis-jenis Sukuk

Pelbagai prinsip Islam telah diaplikasikan kepada penerbitan sukuk supaya ianya bersesuaian dengan kehendak pelabur dan keperluan penerbit.Sukuk yang diniagakan adalah berlandaskan prinsip Shariah yang menekan konsep etika dalam transaksi, pembiayaan dan pelaburan.Sukuk yang paling popular adalah sukuk ijarah kerana ianya telah mendapat sambutan yang memberangsangkan di negara Timur

Tengah dan di Asia. Malaysia adalah negara pertama di dunia yang menerbitkan sukuk Ijarah ke peringkat global dan diikuti dengan negara lain seperti Qatar, Bahrain dan Pakistan.

Sukuk Murabahah pula melibatkan transaksi jual – beli di mana pemilik barang (penjual) haruslah mendedahkan kepada bakal pembeli harga kos dan kenaikan harga (mark-up) barang tersebut. Sukuk jenis ini diterbitkan untuk membiayai aset atau projek yang langsung tidak melibatkan perkongsian untung-rugi.

Sukuk yang ketiga adalah sukuk Al-Bai' Bithaman Ajil (BBA) iaitu sukuk murabaha jangkapanjang.Ianya adalah kontrak jual-beli jangkapanjang dengan bayaran tertangguh.Jenis-jenis struktur yang lain adalah sukuk mudarabah. Untuk sukuk ini, mudarib (penerbit) adalah agen kepada penyumbang modal (pelabur), di manaagen bertanggungjawab untuk menguruskan modal pelabur . Mudarib kemudiannya akan mendapat ganjaran. Ganjaran ini bergantung kepada kadar perkongsian untungrugi di antara mudarib dan pelabur.

Bagi sukuk Musyarakah pula, modal dikeluarkan oleh kedua-dua pihak iaitu penerbit dan pelabur.Penerbit menjual sebahagian daripada pegangan kepentingan pemilikan kepada pelabur.Ganjaran pelabur adalah bergantung kepada peratus pegangan kepentingan daripada pendapatan yang terhasil oleh pelaburan tersebut.

Akhir sekali adalah sukuk Bay' al-inah. Ianya melibatkan proses penjualan dan pembelian semula aset oleh penjual (pelabur atau SPV). Pelabur akan menjual aset kepada (pembeli) penerbit sukuk secara bayaran tertangguh . Pelabur kemudiannya akan membeli semula aset tersebut secara tunai .Harga pembelian semula aset adalah lebih rendah daripada harga penjualan aset tersebut.

Penerbit sukuk perlu menilai beberapa faktor sebelum menerbitkan sukuk.Antara faktor faktornya adalah objektif ekonomi penerbit, ketersediaan aset, tahap hutang penerbit, penarafan kredit penerbit, rangkakerja perundangan dan implikasi cukai terhadap struktur yang dipilih.

Sukuk juga boleh dikategorikan mengikut kontrak Shariah. Terdapat empat kategori iaitu:

1) Sukuk berasaskan jualan (Sales-Based). Contohnya, Murabahah (Jualan dengan Mark-up),Istisna' (Jualan Pembuatan) dan Salam (Jualan ke Hadapan)
2) Sukuk berasaskan pajakan (Lease-Based). Contohnya, Ijarah Muntahiah Bit Tamleek (Pajakan yang diakhiri dengan pemindahan pemilikan) dan Ijarah Mawsufah fi Dhimmah (Pajakan ke Hadapan)
3) Sukuk berasaskan agensi (Agency Based). Contohnya, Wakalah lil Istihtmar (Agensi untuk pelaburan)
4) Sukuk berasaskan perkongsian (Partnership). Contohnya, Mudharabah dan Musyarakah.

**Perundangan Sukuk di Malaysia dan di Dunia**

Suruhanjaya Sekuriti (Securities Commission-SC) adalah badan pengawalseliautama untuk sukuk di Malaysia. Untuk memastikan penerbitan sukuk di Malaysia adalah patuh Shariah, SC telah menyediakan "Guidelines on Sukuk" yang disemak pada 28 Disember 2012 dan efektif pada 28 Disember 2012. SC telah menerbitkan garispanduan yang baru sebagai usaha SC untuk meningkatkan efisiensi dan dayasaing sukuk Malaysia di pasaran global.Untuk memastikan kepatuhan Shariah oleh penerbit sukuk, SC telah menyediakan pengawalseliaan melalui Majlis Penasihat ShariahSuruhanjaya Sekuriti Malaysia (Shariah Advisory Council-SAC). Tambahan lagi, SC juga telah menetapkan bahawa mana-mana institusi yang akan menerbitkan sukuk mestilah melantik penasihat Shariah tersendiri.

Dalam menstrukturkan sukuk, kepatuhan Shariah mestilah diutamakan dari pelbagai aspek. Aspek yang pertama adalah penggunaan dana hasil terbitan sukuk. Penggunaan dana oleh penerbit dan subsidiari mestilah patuh Shariahseperti pembiayaan semula pinjaman, pembiayaan pembelian aset patuh Shariah, pembiayaan pembelian modal dan modal kerja patuh Shariah dan pembiayaan pertumbuhan perkhidmatan kewangan Islam.

Aspek yang kedua adalah aset pendasar/perusahaan perniagaan/portfolio pelaburan yang diperlukan untuk memudahkan penerbitan sukuk mestilah bebas dari perkhidmatan kewangan yang berasaskan riba, perjudian, pengeluaran produk tidak halal atau yang berkaitan dengannya, insurans konvensional, aktiviti hiburan yang tidak dibenarkan oleh Shariah, pengeluaran atau penjualan produk berasaskan tembakau atau yang berkaitan dengannya, perdagangan saham di dalam sekuriti tidak patuh Shariah dan lain-lain aktiviti yang tidak patuh Shariah.Aset pendasar/perusahaan perniagaan/aset pelaburan portfolio yang boleh digunakanadalah tanah, bangunan, jentera dan peralatan yang tidak terlibat dalam aktiviti yang ditegah. Pelaburan ekuiti dalam sekuriti patuh Shariah iaitu syarikat yang terlibat dalam insfrastruktur (lebuhraya, jambatan), utiliti (air, loji janakuasa), telekomunikasi, pengangkutan ,pembangunan hartanah, sukuk, saham patuh Shariah, waran dan "transferable

subscription rights"(TSR) juga boleh digunakan. Waran dan TSR mestilah patuh Shariah dengan syarat aset pendasar adalah juga patuh Shariah. Akhir sekali, perusahaan perniagaan patuh Shariah yang sedia ada atau di masa hadapan yang akan ditentukan oleh penerbit juga boleh digunakan .(Zairulnizad, 2013)

Pada peringkat global terdapat dua badan yang menyediakan garispanduan terhadap penerbitan , penjualan dan penebusan sukuk iaitu AAOIFI dan IIFM (International Islamic Financial Market). AAOIFI yang terletak di Bahrain telah mengeluarkan standard Shariah terhadap pelaburan sukuk pada Mei 2003 dan efektif pada 1 Januari 2004. AAIOFI menghuraikan jenis-jenis sukuk, ciri-ciri sukuk , syarat-syarat penerbitan sukuk dan tatacara penjualan sukuk kepada institusi kewangan Islam.

Pada tahun 2008, Majlis Shariah AAOIFI telah menetapkan beberapa peraturan terhadap penerbitan sukuk. Syarat yang pertama adalah , sukuk untuk diniagakan mestilah dimiliki oleh pemegang sukuk. Ini merangkumi pemilikan terhadap semua hak dan kewajipan yang terhasil dari pemilikan tersebut.Pengurusan sukuk mestilah memperakui perpindahan pemilikan aset di dalam rekod sukuk mereka dan tidak menyimpan aset sebagai hakmilik sendiri.

Syarat yang kedua adalah, sukuk tidak boleh mewakili hutang kecuali dalam kes perdagangan atau entiti kewangan yang menjual kesemua aset mereka atau suatu portfolio yang mempunyai tuntutan kewangan di mana sebahagian hutang terhasil secara tidak sengaja pada aset fizikal atau manfaat.

Tambahan lagi, adalah dilarang bagi Mudarib, Sharik atau Wakil sesuatu pelaburan untuk menawarkan pinjaman kepada pemegang sukuk apabila keuntungan sebenar lebih rendah daripada keuntungan yang dijangkakan. Walaubagaimanapun,mereka dibenarkan untuk mewujudkan suatu akaun rizab untuk menampung sebarang kekurangan keuntungan yang mungkin berlaku, dengan syarat, hal ini telah dimaklumkan di dalam prospektus.

Syarat yang keempat adalah, Mudarib, Sharik atau Wakil tidak dibenarkan bersetuju untuk membeli semula aset daripada pemegang sukuk pada nilai nominal apabila sukuk matang. Walaubagaimanapun, adalah dibenarkan untuk bersetuju membeli semula aset pada nilai bersih aset atau nilai pasaran atau nilai yang adil atau pada suatu harga yang akan dipersetujui pada masa pembelian sebenar berlaku.

Yang kelima, adalah dibenarkan pemajak untuk sukuk Ijarah bersetuju untuk membeli aset pajakan apabila sukuk tersebut matang pada nilai nominal,dengan syarat pemajak bukanlah rakankongsi pelaburan, pengurus pelaburan atau agen.Syarat yang terakhir adalah, majlis penasihat tidak boleh menghadkan tanggungjawab mereka hanya kepada menggariskan fatwa terhadap struktur sukuk, tetapi mestilah juga memantau perlaksanaan dan kepatuhan Shariahpada setiap tahap .

Badan yang kedua pada peringkat global adalah, IIFM .IIFM adalah organisasi antarabangsa untuk pasaran kewangan Islam yang memfokuskan kepada segmen pasaran modal dan pasaran wang Islam daripada *Islamic Financial Services Industry*. Fokus utamanya adalah standardisasi produk kewangan Islam, dokumentasi dan menguruskan proses yang berkaitan di peringkat global. IIFM ditubuhkan dengan usaha kolektif *Islamic Development Bank*, Autoriti Monetari Brunei Darussalam, Bank Indonesia, *Central Bank of Bahrain*, *Central Bank of Sudan dan Labuan Financial Services Authority (Malaysia)* sebagai organisasi neutral dan tidak neutral. IIFM juga disokong oleh *State Bank of Pakistan* sebagai ahli tetapdan juga beberapa institusi kewangan antarabangsa dan serantau . IIFM yang juga terletak di Bahrain bertanggungjawab untuk meluluskan sukuk yang diterbitkan oleh badan-badan global.

**Sejarah Sukuk**

Seperti yang dicatit oleh Imam Malik dalam Al-Muwatta', Buku 31, Nombor 31.19.44, penggunaan sukuk yang terawal bermula pada zaman Khalifah Umayyah pada abad pertama hijrah di bawah pemerintahan Khalifah al-Marwan ibn al-Hakam .

و حَدَّثَنِي عَنْ مَالِك أَنَّهُ بَلَغَهُ أَنَّ صُكُوكًا خَرَجَتْ لِلنَّاس فِي زَمَان مَرْوَانَ بْن الْحَكَم مِنْ طَعَام الْجَار فَتَبَايَعَ
النَّاسُ تِلْكَ الصُّكُوكَ بَيْنَهُمْ قَبْلَ أَنْ يَسْتَوْفُوهَا فَدَخَلَ زَيْدُ بْنُ ثَابِت وَرَجُلٌ مِنْ أَصْحَابِ رَسُول اللَّهِ صَلَّى
اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَلَى مَرْوَانَ بْن الْحَكَم فَقَالَا أَتُحِلُّ بَيْعَ الرِّبَا يَا مَرْوَانُ فَقَالَ أَعُوذُ بِاللَّهِ وَمَا ذَاكَ فَقَالَا هَذِهِ
الصُّكُوكُ تَبَايَعَهَا النَّاسُ ثُمَّ بَاعُوهَا قَبْلَ أَنْ يَسْتَوْفُوهَا فَبَعَثَ مَرْوَانُ الْحَرَسَ يَتْبَعُونَهَا يَنْزِعُونَهَا مِنْ أَيْدِي

Terjemahannya adalah seperti dibawah:

Yahya telah meriwayatkan kepada aku dari Malik , dia telah mendengar yang *receipts* (sukuk) telah diberikan kepada orangramai pada zaman Marwan ibn al-Hakam untuk hasil pengeluaran pasar di al-Jar. Rakyat membeli dan menjual *receipts* (sukuk) sesama mereka sebelum penerimaan barangan tersebut. Zayd bin Thabit dan seorang sahabat Rasulullah (SAW) telah pergi kepada Marwan dan berkata, "Marwan! Adakah awak menghalalkan riba? "Beliau berkata: "Aku berlindung dengan Allah! Apakah itu?"Katanya , "*Receipts (*sukuk) yang dibeli dan dijual oleh orangramai sebelum penerimaan barangan." Marwan kemudiannya menghantar pegawai keselamatan untuk mengikut mereka dan mengambilnya dari tangan orangramai dan memulangkan kepada pemilik asal"

**Esham Sebagai Asal Pensekuritian Sukuk**

Pada zaman kerajaan Uthmaniyyah iaitu pada tahun 1775,sistem*esham* telah diperkenalkan di mana keuntungan tahunan dari hasil kutipan cukai ladang telah dibahagikan kepada saham yang sama nilai dan setiap saham akan dijual. Esham diterbitkan untuk membiayai defisit belanjawan yang berlaku selepas kekalahan kepada kerajaan Rusia iaitu untuk membayar indemniti peperangan.Pembeli saham tersebut yang digelar *sehm* akan menerima hasil tahunan yang berjumlah sama sepanjang hidupnya. . Apa yang berlaku adalah kerajaan Uthmaniyyah membahagikan keuntungan tahunan darihasil kutipan cukai ladangtembakau sebanyak 400,000 gruş kepada 160 sahamyang sama nilai. Setiap saham akan menjana keuntungan sebanyak 2,500 gruş setiap tahun. Saham yang dinamakan *muaccele* dijual pada harga 12,500 gruş. Ini bermaksud perbendaharaan (treasury) menerima 2 million gruş apabila kesemua saham dijual. Esham pada zaman kerajaan Uthmaniyyah tidak mengandungi elemen penjanaan hasil kerana ianya berasaskan kepada hasil sedia ada milik kerajaan ataupun secara spesifik ianya adalah satu sistem pensekuritian aliran hasil yang telah sedia ada. Tidak seperti sukuk yang mengandungi dua elemen iaitu penjanaan hasil dan pensekuritian hasil tersebut.

**Wakaf Tunai Dan Sukuk Ijarah.**

Sukuk ijarah pula adalah sama dengan sistem wakaf tunai yang berlaku pada zaman kerajaan Uthmaniyyah juga. Sistem wakaf tunai kerajaan Uthamaniyyah adalah pelaburan modal melalui proses yang dinamakan *istiglal.*Proses ini melibatkan jualan-pajakan semula-belian .

Apa yang berlaku adalah peminjam menjual rumahnya kepada wakaf pada harga yang bersamaan dengan jumlah yang ingin dipinjam. Wakaf kemudiannya akan membeli dan membayar jumlah yang diperlukan oleh peminjam. Peminjam akan meminta untuk terus tinggal dalam rumah tersebut walaupun telah menjadi hak wakaf. Peminjam kemudiaannya akan membayar sewa kepada wakaf dan menjadi penyewa rumah tersebut. Peminjam akan membeli semula rumah tersebut daripada wakaf selepas lebih kurang setahun menjadi penyewa. (Murat2010)

**Perkembangan Sukuk di Malaysia**

Menurut laporan pada 28 Februari 2013 yang disediakan oleh RAM Rating Services Berhad, Malaysia terus mendominasi pasaran global sukuk. Kebanyakan daripada sukuk diterbitkan untuk membiayai pertumbuhan infrastruktur.Keseluruhannya , Malaysia telah menerbitkan USD97.1 billion sukuk pada tahun 2012. Jumlah ini adalah 63% daripada jumlah keseluruhan penerbitan sukuk dunia. Rujuk RAJAH 1. Permintaan sukuk Malaysia terus meningkat disebabkan oleh permintaan sukuk denominasi ringgit yang semakin memberangsangkan dan rangkakerja pengawalseliaan yang komprehensif.Kerajaan Malaysia menyokong sektor kewangan Islam dengan cara menyusun semula perundangan dan mengurangkan kos penerbitan . Ini telah menyebabkan pasaran sukuk Malaysia menjadi semakin kompetitif dan menjadi sumber dana yang lebih kos efisien. Tambahan pula, penerbitan sukuk di Malaysia juga disokong oleh tahap kecairan yang tinggi dan mencukupi. Pertumbuhan pasaran sukuk juga dipengaruhi oleh pelan pembangunan sektor insfrastruktur yang berterusan dan Pelan Transformasi Ekonomi Nasional. Sektor yang paling aktif menerbitkan sukuk koporat pada tahun 2012 adalah sektor insfrastruktur dan utiliti,sektor perkhidmatan kewangan, sektor hartanah dan sektor pelbagai pegangan.49% daripada jumlah penerbitan adalah dari sektor insfrastruktur dan utiliti. Diikuti dengan sektor perkhidmatan kewangan (14%), sektor hartanah (11%),sektor pelbagai pegangan (9%), sektor perkhidmatan dan perdagangan (4%), sektor produk perindustrian (3%) dan sekuriti "asset-backed"(3%).

Menurut Sudin et al (2000), sukuk berasaskan prinsip al-Bai' Bithaman Ajil (BaIDS atau Al-Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities) adalah antara instrument kewangan Islam yang terawal di perkenalkan dalama pasaran modal Islam.Di Malaysia dan di dunia .Shell MDS Sdn Bhd telah menerbitkan IPDS yang pertama pada tahun 1990 berasaskan prinsip BBA (al-Bai' Bithaman

Ajil).Terbitan ini bernilai RM125 juta .KLIA Berhad pada tahun 1996 telah menerbitkan RM2.2 billion sukuk menggunakan prinsip ini juga bagi membiayai pembinaan Lapangan Terbang Antarabangsa Kuala Lumpur. Houlon Corporation pula pada 3 September 1997 telah menerbitkan isu pertama sukuk al-Bai' Bithaman Ajil yang bernilai RM120 million bagi tempoh tujuh tahun. Manakala terbitan yang kedua adalah pada 3 January 1998 yang bernilai RM30 million dan matang pada 2 January 2005. Keseluruhannya nilai sukuk al-Bai' Bithaman Ajil yang diterbitkan pada tahun-tahun 2008, 2007 dan 2006 adalah RM1350 million, RM820 million dan RM2590 million. .

Untuk sukuk yang berasaskan prinsip murabahah (MUNIF atau Murabahah Underwritten Notes Issuance Facility) pula , MOCCIS Trading Sdn. Bhd. adalah yang terawal menerbitkan sukuk MUNIF. Sukuk MOCCIS telah diterbitkan pada 29 Mac 1996 yang bernilai RM50 million dan matang dalam tempoh lima tahun. Teledata Sdn. Bhd. pada 5 April 1996 telah juga menerbitkan sukuk MUNIF yang bernilai RM30 million dan matang pada 4 April 2001. Keseluruhannya nilai sukuk MUNIF yang diterbitkan sehingga penghujung tahun 2007 adalah bernilai RM400 million. Untuk sukuk yang berasaskan prinsip murabahah, Khazanah Nasional telah menerbitkan Khazanah Bond yang bernilai RM1 billion pada September 1997 dan matang dalam tempoh tiga tahun. Cagamas juga telah menerbitkan sukuk Cagamas Sukuk Commodity Murabahah pada tahun 2007.

Untuk sukuk yang berasaskan prinsip Ijarah, penerbitan yang pertama telah dibuat oleh Segari Energy Ventures Sdn Bhd pada 30 September 1997 yang bernilai RM521.5 million.Pembayaran kepada pelabur sukuk telah dilakukan sebanyak empat peringkat. RM116 milion telah dibayar pada 31 Mac 2002, RM124.5 million telah dibayar pada 31 Mac 2003, RM157 million pada 31 Mac 2004 dan RM124 million pada 31 Mac 2005. Dewa Ringgit Sukuk Limited adalah penerbit sukuk ijarah yang bernilai paling tinggi iaitu RM3,500. Antara contoh lain sukuk ijarah yang diterbitkan adalah Sukuk Ijarah Guthrie dan Government of Malaysia's Global Sovereign Sukuk dan Ingress Sukuk Berhad.

Prai Power Plant (2002), SKS/ Tanjung Bin Power Plant (2003) ,Sarawak International Medical Centre (2004) adalah beberapa contoh sukuk Istisna' yang telah diterbitkan di Malaysia.

Pada 25 Mac 1994, Cagamas Berhad yang ditubuhkan pada tahun 1986 telah menerbitkan Cagamas Sanadat Mudharabah. Keuntungan dari penerbitan sukuk digunakan untuk membeli pembiayaan perumahan Islamik.

Kewujudan infrastruktur dan pengawalseliaan yang mapan, kestabilan politik dan ekonomi, kecairan yang menberangsangkan dan kos penerbitan sukuk yang rendah telah menarik perhatian pelabur dari luar negara. Antara penerbit sukuk denominasi ringgit adalah Abu Dhabi National Energy Company PJSC (RM650 juta), Gulf Investment Corporation (RM500 juta), Development Bank of Kazakhstan (RM 240 juta), Bahrain Mumtalakat Holdings (RM300 juta) , HSBC Amanah (RM300 juta) dan Noble Group Limited .

Sukuk boleh diterbitkan oleh sesebuah kerajaan dan oleh badan korporat.Untuk sukuk kerajaan, penentuan harga lebih berdasarkan kepada pembolehubah makroekonomi sebenar seperti pertumbuhan KDNK(Keluaran Dalam Negara Kasar) dan bukannya berdasarkan penanda aras kadar faedah . Ini adalah kerana, pertumbuhan KDNKakanmeningkatkan hasil kutipan cukai kerajaan, terutamaya untuk negara yang mengenakan cukai pendapatan dan cukai jualan kepada rakyatnya. Kutipan cukai yang tinggi akan meningkatkan hasil kerajaan dan seterusnya membolehkan sesuatu kerajaan membayar pulangan yang lebih tinggi kepada pelabur sukuk kerajaan. Disebaliknya, keupayaan sesuatu kerajaan untuk membayar pulangan yang tinggi kepada pelabur akan berkurangan apabila pertumbuhan KDNK adalah rendah . Ini adalah kerana pertumbuhan KDNK yang lembab akan mengurangkan kutipan cukai kerajaan. Ini bermaksud, pelabur juga menanggung sebahagian risiko kerajaan tersebut. Risiko kemungkiran akan berkurangan apabila perkongsian risiko berlaku di antara kerajaan dan pelabur. Oleh itu sukuk kerajaan yang berdasarkan kepada penanda aras KDNK akan mendapat penarafan kredit yang lebih menarik berbanding dengan sukuk yang bergantung kepada penanda aras kadar faedah.(Wilson 2006)

**Sukuk "Asset-Based" dan "Asset-Backed"**

Terdapat perbezaan di antara kedua-dua struktur sukuk dari aspek pemilikan, rekursa (hak menuntut) aset kepada pelabur dan penarafan.Sukuk "asset-based" tidak memberikan hak pemilikan sebenar terhadap aset yang digunakan sebagai pendasar kepada sukuk yang diterbitkan.Penerbit sukuk hanya memindahkan pemilikan "beneficial" atau kepentingan saksama aset pendasar kepada pelabur. Pelabur juga tidak mempunyai hubungan terus dengan aset pendasar. Pelabur tidak mempunyai hak untuk menyebabkan penjualan atau pelupusan aset pendasar jika berlaku kemungkiran kecuali semasa (akujanji untuk membeli) *purchase undertakings.*

Sukuk "asset-backed" pula memberikan pelabur hak pemilikan sebenar terhadap sesuatu aset pendasar dan manfaat daripada aset pendasar tersebut. Pelabur mempunyai tuntutan undang-undang terhadap aset pendasar memandangkan aset pendasar telah sah didaftarkan kepada pelabur.Ini adalah kerana pensekuritian sukuk ini melibatkan perpindahan aset daripada penerbit kepada syarikat bertujuan khas atau pemegang amanah. Penerbitan sukuk oleh pemegang amanah atau syarikat bertujuan khas dan pembayaran terhadap sukuk terhasil daripadabayaran yang diterima daripada aset yang telah dipindahkan. (McMillen 2008) .Pensekuritian jenis ini akan berterusan dan tidak terjejas walaupun penerbit sukuk mengalami kesulitan kewangan justeru itu prosess pencairan aset juga akan menjadi lebih mudah bagi pemegang sukuk.

Berkenaan dengan aspek rekursa aset kepada pelabur pula, untuk sukuk "asset-based"rekursa atau hak menuntut oleh pelabur adalah terhadap keupayaan kredit penerbit sukuk. Pelabur tidak mempunyai rekursa terhadap aset pendasar disebabkan tiada penjualan sebenar aset yang berlaku.Manakala untuk sukuk "asset-backed", rekursa pelabur adalah terhadap aset pendasar.

Untuk aspek penarafan, kaedah penarafan korporat digunakan untuk sukuk "asset-based" di mana penerbit sukuk memainkan peranan utama dalam menentukan risiko kredit sesuatu sukuk..Penarafannya bergantung terus kepada kekuatan atau kelemahan penerbit bukannya kekuatan atau kelemahan aset pendasar.Kualiti aset dari aspek keupayaan menghasilkan keuntungan tidak ada kaitan langsung dengan penarafan kredit penerbit.

Untuk sukuk "asset-backed" kaedah penarafan "asset-backed" digunakan di mana prestasi aset pendasar memainkan peranan utama dalam menentukan risiko kredit sesuatu sukuk.(Nurul Aini dan Rafisah 2011).Jika sekiranya prestasi aset pendasar merosot dan menjejaskan aliran tunai, kerugian akan terpaksa ditanggung oleh syarikat bertujuan khas (SPV) dan seterusnya kerugian ini akan ditanggung pula oleh pemegang sukuk . Oleh yang demikian, pemegang sukuk adalah terdedah kepada risiko harga aset pendasar dan seterusnya ianya akan menjadi liabiliti kepada pemegang sukuk.

## METODOLOGI

Metodologi yang akan digunakan adakan kajian kes. Kajian secara deskriptif akan dijalankan dengan merujuk kepada dua kes kemungkiran sukuk. Kes yang pertama adalah sukuk al-Mudharabah yang diterbitkan oleh International Investment Group K.S.C.C. (IIG) (sukuk "asset-based"). Kes yang kedua pula adalah sukuk Musharaka (sukuk "asset-backed") yang diterbitkan oleh East Cameron Partners .Sukuk yang dipilih adalah sukuk terbitan luar negara yang telah mungkir.Sukuk luar negara dipilih kerana kaedah penyelesaian mereka boleh dijadikan panduan kepada penerbit, pelabur dan Suruhanjaya Sekuriti.Tambahan lagi, telah banyak kajian berkenaan dengan sukuk terbitan Malaysia yang telah dilakukan.Kajian ini akan menjelaskan faktor-faktor yang membezakan sukuk "asset-based" dan sukuk "asset-backed" dan implikasinya kepada pelabur apabila kemungkiran berlaku.

## ANALISIS

### Sukuk al- Mudharabah IIG

Mudharabah dalam industri kewangan Islam membawa maksud pengaturan perkongsian berasaskan ekuiti di mana satu pihak akan menyediakan modal ( Rab al-Maal) dan pihak yang lain akan menyediakan kemahiran pengurusan ( Mudarib). Pulangan kepada pelabur pula mewakili keuntungan terakru daripada modal mudharabah pada nisbah yang telah dipersetujui di antara Rab al-Maal dan Mudarib.Pulangan kepada pelabur adalah mengikut peratus pelaburan setiap pelabur di dalam sukuk Mudharabah tersebut. Kerugian pula akan ditanggung sepenuhnya oleh Rab al-Maal.

International Investment Group K.S.C.C. (IIG) adalah sebuah syarikat pelaburan patuh Shariah yang beribupejabat di Kuwait. IIG Funding Limited membuat pelaburan dalam pelbagai jenis syarikat dari pelbagai industri, antaranya industri hartanah, industry minyak dan tenaga, industri perkhidmatan, industri kewangan dan industri insurans. IIG juga menjadi penasihat kepada syarikat bersekutunya yang menjalankan perniagaan pengurusan aset dan menyediakan perkhidmatan kewangan korporat.Pada 6 Jun, 2007 IIG telah menerbitkan sukuk al-Mudharabah yang bernilai USD 200,000,000.Memandangkan sukuk ini adalah "asset-based", tidak ada aset fizikal yang menjadi aset pendasar untuk penerbitan sukuk ini.

Hasil dari penerbitan sukuk ini telah digunakan untuk pelbagai aktiviti patuh syariah yang telah dinamakan Pelan Pelaburan. Antara aktiviti yang telah dijalankan adalah pelaburan dalam industri hartanah, tenaga, insurans, pengurusan aset, perkhidmatan, pertanian dan sektor ekonomi yang

lain samada melalui pengambilalihan, kerjasama di dalam penubuhan sesuatu syarikat atau pembelian saham sesuatu syarikat/entity.
Huraian transaksi Sukuk al-Mudharabah IIG diringkaskan pada RAJAH 2:

1. IIG Funding Limited sebagai penerbit dan pemegang amanah menerbitkan sukuk kepada pelabur dan pelabur membuat pembayaran kepada IIG Funding Limited (Jumlah Prinsipal).
2. IIG Funding Limited dan IIG memeterai Perjanjian Mudharabah di mana IIG adalah Mudarib dan IIG Funding Limited adalah Rab al- Mal. IIG Funding Limited kemudiannya menyerahkan jumlah prinsipal kepada IIG (Mudarib).
3. IIG Funding Limited sebagai pemegang amanah menerima keuntungan Mudharabah dan memegangnya bagi pihak pelabur.
4. IIG Funding Limited membuat pembayaran berkala kepada pelabur / pemegang sukuk dengan menggunakan keuntungan Mudharabah.

**Kemungkiran**

Sukuk IIG telah mungkir pada 12 April 2010 . Penstrukturan kewangan telah dilakukan di mana IIG akan membuat pembayaran baki hutang kepada pemegang sukuk dalam masa empat tahun. Struktur pembayaran adalah , 10.8% pada tahun pertama, 35.7% pada tahun kedua, 42.8% pada tahun ketiga dan 10.7% pada tahun keempat. Kemungkiran berlaku kerana IIG gagal untuk membuat pembayaran berkala yang berjumlah USD3,353,062.50. Kegagalan IIG disebabkan oleh krisis kewangan dan penguncupan dalam pasaran kredit.Ini telah menyebabkan kemerosotan aliran tunai mereka yang tidak dijangka. Keadaan menjadi bertambah meruncing apabila pada 12 July 2010 , IIG gagal lagi sekali untuk membuat pembayaran berkala yang kedua yang berjumlah USD152,467,782.22.

**Sukuk Musyarakah East Cameron**

Musyarakah berasal dari perkataan shirkah yang membawa maksud perkongsian. Ianya adalah suatu aturan perkongsian di antara dua pihak atau lebih, di mana setiap rakan kongsi menyumbang modal kepada perkongsian tersebut dan setiap keuntungan atau kerugian akan dikongsi bersama. Kesemua penyumbang modal adalah berhak untuk campurtangan dalam pengurusan perniagaan, tetapi selalunya penerbit akan dilantik sebagai agen kepada perkongsian musyarakah bagi menguruskan perniagaan tersebut. Keuntungan akan diagihkan sesama rakan kongsi mengikut nisbah yang telah dipersetujui. Kerugian juga akan ditanggung oleh kesemua rakan kongsi berkadaran kepada sumbangan modal pelaburan mereka.Ianya adalah suatu instrument bolehniaga (negotiable) dan boleh berlaku pembelian dan penjualan dalam pasaran sekunder.

Terdapat dua struktur Musyarakah yang dipraktikkan untuk menerbitkan sukuk.Struktur yang pertama adalah Shirkat al-'Aqd ataupun Musyarakah pelan perniagaan. Ianya adalah suatu aturan di mana penerbit dan pemegang amanah bersetuju untuk menggabungkan usaha dan sumber mereka samada dalam bentuk wang tunai atau aset lain bertujuan untuk mencapai suatu objektif umum. Struktur yang kedua adalah Shirkat al-Melk ataupun Musyarakah pemilikan bersama (co-ownership).Ianya boleh pula dipecahkan kepada dua kaedah. Kaedah yang pertama adalah ,penerbit dan pemegang amanah menyumbang wang tunai kepada musyarakah untuk membeli sesuatu aset bersama-sama. Kaedah yang kedua pula adalah, penerbit menjual kepentingan hakmilik sesuatu aset kepada pemegang amanah yang kemudiannya akan menjadikan penerbit dan pemegang amanah sebagai pemilik bersama aset tersebut.

East Cameron Partners adalah sebuah syarikat carigali dan pengeluaran minyak yang beribupejabat di Houston, Texas, Amerika Syarikat. Pada July 2006, syarikat ini telah menerbitkan sukuk Musyarakah yang bernilai US$165.67 juta.Memandangkan ianya adalah sukuk "asset-backed", aset pendasarnya adalah Overiding Royalty Interest (ORRI) untuk minyak dan gas hidrokarbon yang terletak di Teluk Mexico, Amerika Syarikat. "Purchaser SPV" telah membuat pembelian berdasarkan penjualan sebenar aset fizikal dantelah didaftarkan dengan pendaftar rasmi awam

Struktur sukuk ini terdapat dua peringkat (two-tier) iaitu "Purchaser SPV" dan "Issuer SPV". Oleh itu, pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk ini adalah Penerbit (East Cameron Partners), "Purchaser SPV" (The Louisiana Offshore Holding )dan "Issuer SPV" (East Cameron Gas Company). "Purchaser SPV" mengambilalih ORRI dari penerbit, memproses and menguruskan ORRI . "Issuer SPV" pula bertanggungjawab untuk menerbitkan sukuk, menyerahkan hasil sukuk kepada "Purchaser SPV"berdasarkan Perjanjian Pembiayaan (Funding Agreement), membuat pembayaran kepada pemegang sukuk and menguruskan hal-hal lain yang berkaitan.

Hasil dari terbitan sukuk ini digunakan untuk membiayai pengambilalihan 50% keuntungan faedah bersih dari Bank Macquarie dan untuk menampung modal dan kos operasi penggerudian dan kos pengendalian telaga minyak di Teluk Mexico.
Huraian transaksi Sukuk Musyarakah East Camerondiringkaskan pada RAJAH 3:

1. "Issuer SPV" menerbitkan sukuk kepada pelabur .
2. "Issuer SPV" menyediakan pembiayaan/menyerahkan hasil sukuk kepada "Purchaser SPV ".
3. Pembelian ORRI oleh "Purchaser SPV" dari East Cameron Partners.
4. Pembiayaan "Earnout Account (pembayaran tambahan kepada penerbit berdasarkan syarat yang telah dipersetujui) oleh "Purchaser SPV"
5. Pembiayaan "Reserve Account" oleh "Purchaser SPV"
6. Pembembelian "Additional Puts" sebagai pelindung nilai harga minyak oleh "Purchaser SPV"

**Kemungkiran**

Penarafan sukuk East Cameron mula mengalami kejatuhan pada 14 January 2009 apabila Standard&Poors menurunkan penarafan dari CCC+ kepada CC. Penurunan ini disebabkan oleh beberapa faktor.Antara faktornya adalah penurunan harga gas dan minyak.Keadaan menjadi semakin parah apabila harga gas dan minyak menurun apabila krisis kredit yang semakin meruncing. Selepas September 2008, taufan Katrinapula telah memusnahkan aset pendasar sukuk ini dan memburukkan lagi penarafan sukuk ini. Pada March 2009, S&P menurunkan lagi penarafan kepada D .Selepas berlakunya kemungkiran ,mahkamah telah menetapkan pemegang sukuk mendapat pemilikan penuh aset tersebut tanpa perlu berkongsi dengan pemiutang yang lain. Pada 31 Mac 2010, mahkamah telah mengarahkan kelulusan terhadap*Asset Purchase and Sale Agreement* di antara East Cameron Partners dan EC Offshore Properties yang mana aset tersebut dimiliki oleh pemegang sukuk.

## KESIMPULANDAN IMPLIKASI DASAR

Apabila berlakunya kes kemungkiran sukuk, kepentingan pelabur bergantung kepada samada sukuk itu adalah sukuk "asset-based" atau "asset-backed".Pemegang sukuk "asset-based" tidak mempunyai rekursa terhadap aset pendasar disebabkan tiada penjualan sebenar aset yang berlaku. Pelabur hanya mendapat pemilikan "beneficial" dan bukannya pemilikan sebenar terhadap aset .Seperti kes kemungkiran sukuk IIG, pelabur hanya mendapat pembayaran semula baki hutang yang dibayar dalam masa empat tahun.Manakala untuk sukuk "asset-backed", rekursa pelabur adalah terhadap aset pendasar seperti yang berlaku pada kes sukuk East Cameron.Sukuk "asset-backed" lebih memberi jaminan kepada pelabur berbanding dengan sukuk "asset-based" seperti yang telah dijelaskan di atas.
Bagi penerbit pula, mereka patut mempertimbangkan untuk menerbitkan sukuk "asset-backed" kerana ianya lebih menjamin kepentingan pelabur dan akan mendapat permintaan yang tinggi dari pelabur. Walaubagaimanapun terdapat beberapa halangan kepada penerbit untuk memindahkan hak pemilikan aset kepada pelabur.Antara halangannya adalah halangan untuk memindahkan hak pemilikan aset hartanah kepada pelabur asing. Tambahan pula, aset yang dimiliki atau yang berkaitan dengan kerajaan juga sukar untuk dipindahmilik kepada pelabur .

## RUJUKAN

Ahmed Alvi, I. 2012. Sukuk Market Overview & structural trends .IIFM Industry Seminar on Islamic Capital Market, Liquidity Management and Risk Mitigation Instruments.Kertas kerja Persidangan Tahunan Perbankan Islam Dunia. Anjuran IIFM. Bahrain, 9 Disember.

East Cameron Gas Co. 2007.*IslamicFinance News*. 4(7) 1-2. http://www.islamicfinancenews.com/print_ID1.asp?nm_id=1862se..[ 4 April 2013]

East Cameron Gas Sukuk:The Dawn of a New Frontier. 2006. *Islamic Finance News*. 32-34. http://www.islamicfinancenews.com/HanbookPDF/32.East.pdf [2 April 2013]

East Cameron Gas Sukuk: A New Sukuk Innovation Comes to Market. 2006. *BSEC BemoSecuritisation*.http://www.securitization.net/pdf/content/BSEC_19Jun06.pdf [16 April 2013]

Engku Rabiah Adawiyah. (2010). Sukuk Challenge : Default Events and the Restructuring of Sukuk. Presented at KLIFF 2010 ,3 – 4 August 2010 Kuala Lumpur.

Global Islamic Finance. 2012. AAOIFI's Shari'a Board Resolutions on Sukuk-English version. http://www.global-islamic-finance.com/2012/01/aaoifis-sharia-board-resolutions-on.html [9 Mei 2013].

Ibrahim Mardam-Bey. 2007. The East Cameron Gas Sukuk .*BSEC Structured Finance*, 25 April . 1-17

IIG (International Investment Group) 2007. http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/iig-prospectus.pdf [17 April 2013]

Khnifer, M. 2010. When Sukuk Default - Asset Priority of Certificate-holders vis a vis Creditors. *Opalesque Islamic Finance Intelligence*, 11: 9-14.

Murat Cizakca. 2010. Domestic borrowing without the rate of interest: gharar and the origins of sukuk. Kertas kerja "Symposium on Sukuk Financial Instruments.Anjuran "Graduate School of Business UPM" dan "Dubai International Financial Centre", DISC Conference Centre.Dubai, 3 Mei 2010.

Meor Amri Meor Ayob .2012. Islamic Interbank Benchmark Rate, Credit Curves and Sukuk Pricing.Kertas kerja "Islamic Bonds (Sukuk) Outlook Conference". Anjuran Asian Strategy and Leadership Institute , Kuala Lumpur, 25-26 April.

Mohd. Nazri bin Chik .2012. Sukuk: Shariah Guidelines for Islamic Bonds. Abstrak untuk "Islamic Banking Operations and Regulatory Framework Workshop". Anjuran "Centre for Banking Studies, Central Bank of Sri Lanka. Colombo, Sri Lanka, 24-26 Januari.

Nurul Aini Muhamed & Rafisah Mat Radzi. 2011. Implication of Sukuk Structuring: The Comparison on the Structure of Asset Based and Asset Backed: Ijarah Sukuk. *Proceeding of the 2nd International Conference on Business and Economics Research (2nd ICBER 2011).*Hlm. 2444 – 2460.

RAM Ratings Services Berhad. 2010. *Sukuk Focus* .1-33. http://www.scribd.com/doc/31905503/Sukuk-Focus-May-2010. [10 Mac 2013]

Shamser Mohamad Ramadili, Taufiq Hassan, & Adesina-Uthman Ganiyah . 2010. Exigency for Sukuk Bonds Financing: Issues and Discussions.

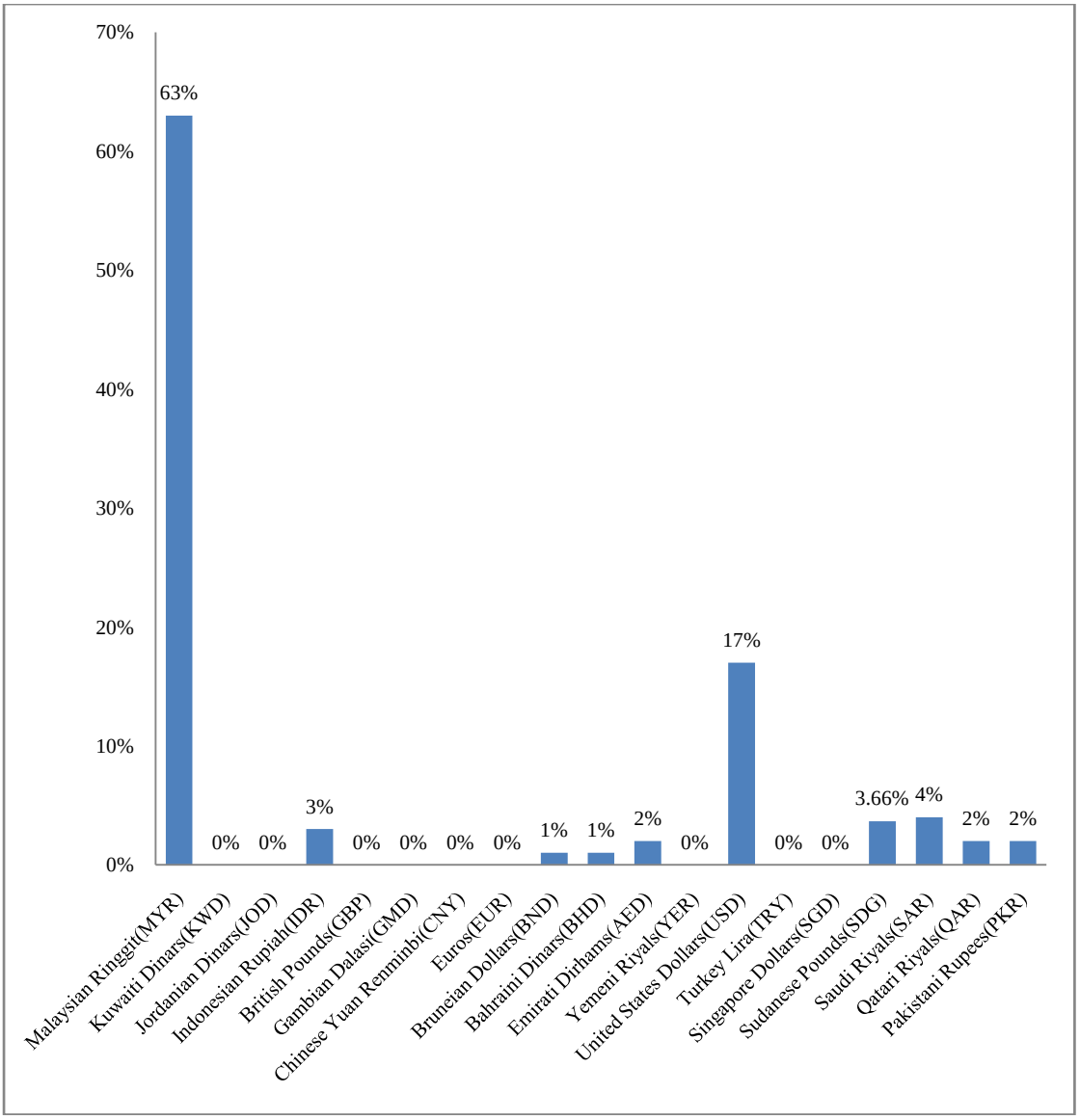
Sudin Haron & Wan Nursofiza Wan Azmi. 2009. *Islamic Finance and Banking System, Philosophies, Principles & Practices*. Mc Graw-Hill (Malaysia)

*Sukuk Guidebook.* 2009. Dubai International Financial Centre.

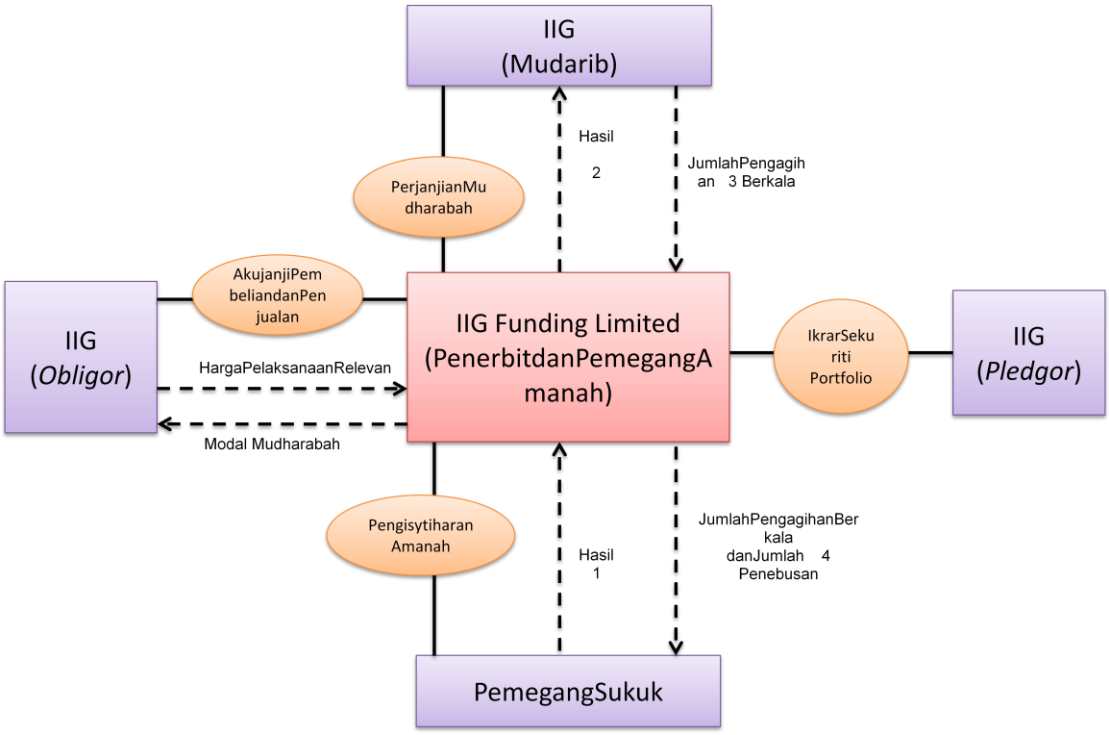
Wilson, R. 2006. Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities. Kertas Kerja "2nd Banking and Finance International Conference, Islamic Banking and Finance". Anjuran Lebanese American University.Beirut, 23 – 24 Februari.

Zairulnizad Shahrim .2013. Sukuk (Islamic Securities).Syarahan untuk Seminar Securities Industries Development Corporation. Anjuran Universiti Kebangsaan Malaysia, Malaysia 16-17 Mac.

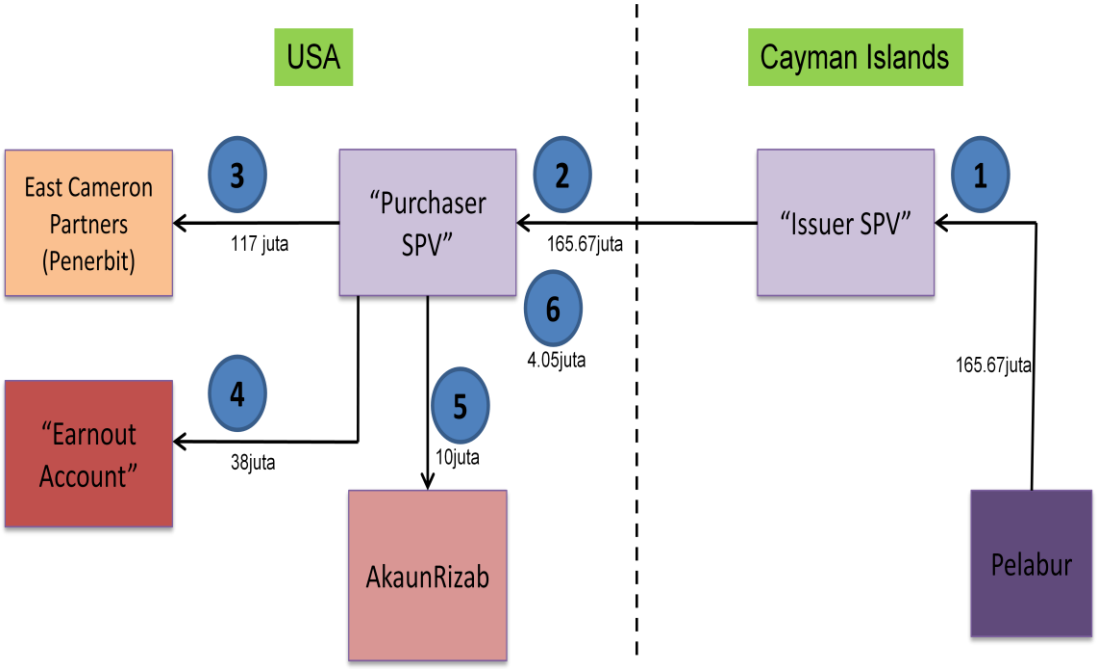
Zawya.2012 .IIG Funding Limited US$ 200,000,000 Trust Certificates (Sukuk al-Mudarabah) due 2012.http://www.zawya.com/story/IIG_Funding_Limited_US_200000000_Trust_Certificates_Sukuk_alMudarabah_due_2012-ZAWYA20120531115032/ [17 April 2013]




RAJAH 1:Penerbitan Sukuk Global-Mengikut Matawang
Jan 2001 – Q3 2012




RAJAH 2: Struktur Transaksi Sukuk IIG.




RAJAH 3: Sukuk Musyarakah East Cameron