



Pensekuritian Bersandarkan Aset Secara Islam

Nadhirah binti Nordin & Mohamad Sabri Haron

Abstrak

The paper discusses the definition, development, concept, structure of Islamic Asset-Backed Securities (ABS) and its practice in Malaysia. It focuses on the Syariah principles that are agreed upon and those that are disagreed upon by Syariah scholars in structuring the Islamic ABS. This article also mentions the application of the Syariah principles in ABS securities in Malaysia and to the extent of its compliance with the methodologies and principles under the Islamic perspective.

Pengenalan

Kecairan adalah perkara penting dalam ekonomi, ia adalah untuk memenuhi keperluan individu ataupun komersil. Faktor ini jugalah yang menjelaskan mengapa manusia meminjam dan melakukan transaksi perniagaan. Dewasa ini, terdapat pelbagai cara bagi memenuhi keperluan ini. Salah satunya adalah melalui pensekuritian. Sebagai salah satu bentuk pembiayaan yang berkembang dengan pantas, pensekuritian kini merupakan salah satu ciri penting dalam kebanyakan pasaran kewangan. Pasaran pensekuritian sekunder yang lebih cair dan efisien akan memberi pilihan pembiayaan selain daripada sumber pembiayaan tradisional melalui institusi perbankan dan mengurangkan kos pembiayaan dalam pasaran utama.





Pensekuritian adalah satu proses penukaran aset tidak mudah tunai (*illiquid*) kepada sekuriti iaitu sebagai instrumen yang boleh diterbitkan dan diniagakan di pasaran modal (*liquid*). Pensekuritian bersandarkan aset boleh didefinisikan secara umumnya sebagai proses menjadikan pinjaman, terimaan dan aset-aset kewangan lain yang dikumpul, di mana aliran tunai aset tersebut dijadikan sokongan kepada pembayaran kepada pemegang-pemegang sekuriti yang diterbitkan.¹

Sekuriti pula adalah dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atau bukti hutang terhadap pemilikan sesuatu harta yang boleh dipindah milik dan bersifat kekal atau jangka masa panjang. Konsep pensekuritian adalah melibatkan proses menyokong setiap bon yang diterbitkan dengan harta atau sama ada harta yang telah dijual atau disewakan.

Pensekuritian bersandarkan aset akan melibatkan pemindahan aset atau risiko kepada pihak ketiga, biasanya satu perantara kegunaan khas (*Special Purpose Vehicle*) yang mana pemindahan sebegini adalah dibiaya dengan terbitan sekuriti hutang yang berkadar tinggi kepada para pelabur. Oleh itu, penarafan kredit hutang sekuriti ini diperolehi daripada kualiti aset pendasar dan bukan penarafan kredit pemilik asal aset berkenaan.³

Terdapat pelbagai bentuk sekuriti yang dihasilkan melalui pensekuritian, termasuklah sekuriti bersandarkan gadai janji iaitu *Mortgage Backed Securities* (MBS), aliran tunai iaitu *Asset-Backed Securities* (ABS) dan kewajipan hutang bercagararan iaitu *Collateralised Debt Obligation* (CDO).⁴

- MBS adalah instrumen dengan aliran tunai daripada sekumpulan pinjaman gadai janji perumahan atau harta perdagangan.
- ABS adalah sekuriti yang diterbitkan daripada sekumpulan aset kewangan selain daripada pinjaman gadai janji seperti⁵:
 - i. Jualan boleh terima (*receivables*) yang tidak termasuk pemindahan aset fizikal seperti bangunan industri, loji dan jentera serta stok dagangan.
 - ii. Jualan boleh terima (*receivables*) termasuk pemindahan aset fizikal (*underlying assets*) seperti bangunan industri, loji dan jentera serta stok dagangan.





- iii. Jualan boleh terima (*receivables*) yang telah dikenalpasti sebagai aset syarikat seperti hutang, pinjaman, terimaan sewa beli, caj tol dan kad kredit.
- CDO adalah sekuriti pendapatan tetap berstruktur dengan aliran tunai yang dikaitkan dengan prestasi instrumen hutang. Cagaran yang menyokong CDO terdiri daripada satu atau pelbagai jenis hutang, termasuk pinjaman bank, bon berkadar hasil tinggi, hutang korporat dan hutang berdaulat dalam pasaran membangun dan sekuriti subordinat dari urus niaga berstruktur. Terbitan dengan pinjaman bercagar primer dikenali sebagai kewajipan pinjaman bercagaran, manakala terbitan dengan cagaran bon dikenali sebagai kewajipan bon bercagaran.⁶

Proses Pensekuritian Bersandarkan Aset

Secara ringkasnya, penulis memberikan contoh proses pensekuritian bersandarkan aset (konvensional) yang dilakukan oleh Cagamas Berhad. Prosesnya bermula apabila pemberi pinjaman memberikan pinjaman/hutang kepada para peminjam/pelanggan. Seterusnya pengumpulan pinjaman-pinjaman perumahan oleh pemberi pinjaman utama dan dijual kepada institusi gadai janji/SPV (Cagamas Berhad) untuk mendapatkan wang tunai hasil daripada jualan. Sebagai alat tujuan khas (SPV) untuk pensekuritian pinjaman perumahan, Cagamas membeli sekumpulan aset daripada pemberi pinjaman dan mendapatkan dana daripada pasaran untuk membiayai pembelian tersebut dengan menerbitkan sekuriti kepada para pelabur di mana faedah dan bayaran pokok diperolehi atau bergantung kepada aliran tunai aset yang disandarkan. Cagamas (SPV) dikekalkan sebagai pentadbir/penyelenggara supaya para pelabur dapat terus berurusan dengan pihak yang sama.⁷

Sejarah Dan Perkembangan Pensekuritian Bersandarkan Aset

Konsep pensekuritian bermula pada akhir tahun 1930-an di Amerika Syarikat ekoran daripada permintaan terhadap pinjaman perumahan. Sebagai respon terhadap perkara tersebut, Kerajaan Persekutuan telah menubuhkan *Federal National Mortgage Association* (FNMA atau Fannie





Mae) pada tahun 1938 untuk menyediakan kecairan kepada pinjaman gadaai janji. Objektif utamanya adalah untuk membeli hutang belum jelas gadaai janji daripada institusi kewangan untuk memberi kemudahan kecairan kepada institusi-institusi tersebut. Penssekuritian gadaai janji secara komersil di Amerika Syarikat kemudiannya semakin berkembang apabila ia tidak lagi terhad kepada gadaai janji pinjaman perumahan sahaja, malahan meliputi bil-bil belum terima kenderaan dan kad kredit, pinjaman marin, pinjaman perabot, pinjaman ekuiti perumahan, pinjaman peribadi tidak bercagar, sewaan komputer, bil belum terima dagangan, bil belum terima penjagaan, dan premium insurans.⁸

Penssekuritian bermula di Malaysia apabila Cagamas Berhad (*National Mortgage Corporation*) mengeluarkan bon gadaai janji yang pertama pada tahun 1987.⁹ Walau bagaimanapun, sekuriti berkenaan tidaklah benar-benar bersandarkan aliran tunai daripada pinjaman dan hutang. Proses tersebut telah diubah suai untuk mengikut keadaan pasaran tempatan pada waktu itu memandangkan institusi kewangan dan pasaran modal belum bersedia untuk penssekuritian. Produk ABS konvensional yang mematuhi Garis Panduan SC yang mula-mula diterbitkan di Malaysia adalah pada Ogos 2001 oleh Prisma Assets Berhad, dan ia terus berkembang dengan penerbitan produk-produk ABS yang lain.¹⁰

Perkembangan penssekuritian bersandarkan aset (ABS) di Malaysia sebenarnya bermula apabila Garis Panduan Sekuriti Bersandarkan Aset (ABS) (*Policies and Guidelines on the Issue/Offer of Securities dan Guidelines on the Offering of Asset-Backed Securities*) serta Garis Panduan Penawaran Sekuriti Islam (*Guidelines on the Offering of Islamic Securities*) diterbitkan oleh Suruhanjaya Sekuriti (SC) pada bulan April 2001 dan Piawaian Berhemat untuk Urus Niaga Penssekuritian Bersandarkan Aset oleh Bank Negara Malaysia pada bulan Mac 2003.¹¹ Dengan Garis Panduan *Islamic Securities*, penawaran sekuriti Islam tidak lagi tertakluk kepada Garis Panduan Penawaran Sekuriti Hutang Swasta (*Guidelines on the Offering of Private Debt Securities*), iaitu garis Panduan PDS yang digunapakai bagi produk bon konvensional. Walau bagaimanapun, Garis Panduan Sekuriti Bersandarkan Aset (ABS), yang mana berkaitan, akan terus terpakai kepada sekuriti Islam. Sekuriti pertama yang diterbitkan melalui proses





pensekuritian bersandarkan aset adalah oleh Ambang Sentosa pada tahun 2003.

Konsep Pensekuritian Islam

Dalam perundangan Islam, terminologi pensekuritian masih baru dan tidak terdapat dalam kitab-kitab ulama terdahulu. Pensekuritian dalam bahasa arab ialah tawriq, tasyhid atau ta'kik. Menurut definisi yang dinyatakan oleh Nazih Hammad, tawriq adalah proses menukar hutang bertanggung kepada sijil hutang yang boleh dijual beli dalam pasaran sekunder. Walaupun terminologinya masih baru, namun dari segi amalannya, ia sudah lama dilakukan.¹² Antara contoh-contoh instrumen yang memberikan kecairan yang digunakan adalah suftajah, sak¹³ dan sukuk al-badai.¹⁴

Pensekuritian bersandarkan aset secara Islam diwujudkan sebagai alternatif bagi pensekuritian bersandarkan aset konvensional. Memandangkan pensekuritian bersandarkan aset konvensional melibatkan perkara-perkara yang ditegah oleh syarak seperti riba, maka satu mekanisme untuk membolehkan pensekuritian bersandarkan aset dilakukan secara Islam diwujudkan. Oleh itu, dalam pensekuritian Islam, terdapat beberapa perkara yang harus diambil kira agar ia memenuhi prinsip-prinsip syariah yang telah ditetapkan oleh syarak.¹⁵

Definisi pensekuritian bersandarkan aset secara Islam lazimnya agak sama dengan pensekuritian konvensional iaitu ia adalah satu proses untuk menukar aset yang tidak cair kepada aset cair, yang membezakannya ialah aplikasi prinsip-prinsip syariah khususnya berkenaan dengan fiqh muamalat yang menjadi garis panduan asas berhubung dengan aktiviti penerbitan sekuriti. Langkah ini adalah penting untuk mewujudkan persekitaran ekonomi Islam yang tidak berteraskan sistem riba yang diwarisi sistem kapitalis.¹⁶ Penerbitan sekuriti Islam melibatkan pengumpulan aset tertentu yang selaras dengan prinsip syariah di mana aliran tunai yang dihasilkan daripada aset tersebut akan digunakan bagi menyokong penerbitan sekuriti Islam untuk mendapatkan pembiayaan dalam pasaran modal. Proses penerbitan sekuriti Islam melibatkan pelaksanaan kontrak Islam seperti jual beli, pajakan (*ijarah*), perkongsian





keuntungan (*mudarabah*) atau perkongsian keuntungan dan kerugian (*musyarakah*), pesanan (*istisna'*), tempahan (*salam*) dan lain-lain lagi. Penerbitan sekuriti ABS Islam melibatkan langkah-langkah berikut:

Langkah 1:

Proses mencipta aset atau penssekuritian aset. Proses penssekuritian yang dilakukan dan aset yang menjadi pendasarnya hendaklah memenuhi prinsip-prinsip yang telah ditetapkan oleh Islam. Aset-aset tersebut hendaklah menjana aliran tunai. Pada peringkat ini, berlaku kontrak jual beli antara peminjam (*obligor*) dan pemilik asal aset (*originator*) yang akan menghasilkan aliran tunai. Akad yang biasa berlaku pada peringkat ini ialah *bay' bithaman ajil* atau *murabahah*. Namun, pada peringkat ini juga sesebuah institusi kewangan boleh menggunakan prinsip *bay' al-'inah*, iaitu proses menjual dan membeli balik aset yang dimiliki untuk menghasilkan aliran tunai yang boleh disekuritikan. Akad *ijarah* juga akan digunakan apabila pihak yang terlibat dalam proses penssekuritian ini menjual dan seterusnya menyewa kembali aset yang dimiliki untuk menerbitkan sekuriti.¹⁷

Langkah 2:

Aset (aliran tunai) atau hutang tersebut dijual kepada SPV oleh pemilik asal aset yang memerlukan pembiayaan. Jual beli tersebut menggunakan prinsip *bay' al-dayn* kerana aset atau aliran tunai tersebut adalah *dayn* dalam perundangan Islam dan ia dijual dengan harga diskaun dengan menggunakan prinsip *da' wa ta'ajjal*. Aliran tunai yang dipakej dan dijadikan sandaran untuk menerbitkan sekuriti menepati prinsip *al-rah'n* dalam Islam.

Langkah 3:

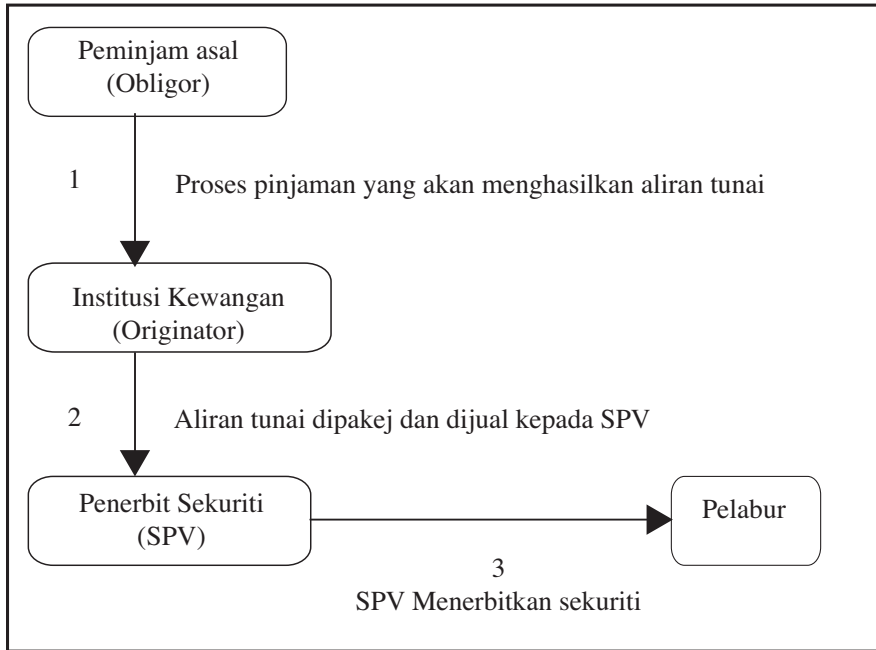
Bagi membiayai pembelian tersebut, penerbit sekuriti akan menerbitkan sijil hutang yang dipanggil *syahadah al-dayn*. Sijil hutang atau *syahadah al-dayn* adalah sebagai jaminan penerbit sekuriti akan membayar semula hutangnya kepada pemegang sekuriti apabila tiba tempoh matang. Setakat ini, tiada jual beli pada pasaran sekunder, ia adalah untuk mengelakkan daripada berlaku jual hutang dengan hutang (*bay' al-kali' bi al-kali'*).¹⁸ Sijil hutang ini akan diterbitkan menggunakan prinsip-





prinsip syariah yang menjadi pilihan penerbit, contohnya *musyarakah* dan *mudharabah*.¹⁹

Proses di atas boleh digambarkan seperti berikut:



Rajah 1 : Proses Penerbitan Sekuriti ABS Islam

Proses pensekuritian bermula apabila terdapat peminjam (*obligor*) memohon pinjaman kenderaan, perumahan atau sebagainya daripada institusi kewangan (*originator*). Pinjaman tersebut akan menghasilkan aliran tunai, iaitu jumlah bayaran pinjaman yang perlu dibayar oleh peminjam kepada sesebuah institusi kewangan. Dalam Islam, proses ini biasanya melibatkan akad jual beli secara tangguh (*bay' bithaman ajil*) atau *murabahah*.²⁰ Apabila institusi kewangan terbabit memerlukan kecairan atau modal dengan segera, aliran tunai tersebut akan dipakejkan dan dijual kepada pihak penerbit (SPV). Aliran tunai ini adalah *dayn* atau hutang dalam Islam. Proses penjualan hutang ini dinamakan *bay' al-dayn*. Hutang tersebut juga dijual dengan harga yang lebih rendah (*da' wa ta' ajjal*). Untuk membiayai pembelian ini, pihak SPV akan mengeluarkan sekuriti atau sijil hutang kepada pelabur yang berminat.





Sekuriti-sekuriti yang diterbitkan adalah berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang menjadi pilihan penerbit. Antara prinsip-prinsip yang boleh digunakan bagi penerbitan sekuriti ialah *musyarakah* dan *mudarabah*.

Garis Panduan ABS

Suruhanjaya Sekuriti (SC) telah mengeluarkan Garis Panduan Penawaran Sekuriti Hutang Yang Disokong Aset (Garis Panduan ABS). Kandungan Garis Panduan ABS adalah seperti berikut:²¹

- i. Aset yang layak disekuritikan mesti menghasilkan aliran tunai. Pemilik asal aset mesti juga mempunyai kepentingan yang sah dan boleh dikuatkuasakan dalam aset dan aliran tunai aset tersebut sebelum mana-mana urusan niaga penssekuritan.
- ii. Pemilik asal aset sendiri mesti wujud pada tarikh pemindahan mana-mana aset kepada perantara kegunaan khas. Tambahan lagi, mana-mana pemindahan aset oleh pemilik asal kepada perantara kegunaan khas mesti mematuhi kriteria “jualan sebenar” (*true sale criteria*). Ini bermakna bahawa aset yang dipindahkan kepada perantara kegunaan khas daripada pemilik asal (*originator*) mesti diletakkan agar tidak diperolehi oleh pemilik asal dan pemiutangnya walaupun di peringkat kemungkinan kuasa penerima atau kemuflian. Bagi memastikan ini, pemilik asal mesti memindahkan secara efektif semua hak dan obligasi dalam aset kepada perantara kegunaan khas dan mesti tidak memegang apa-apa baki kepentingan yang bermanfaat dalam aset-aset ini. Sebaliknya, perantara kegunaan khas tersebut mesti tidak mempunyai tuntutan kepada pemilik aset atas kerugian yang timbul daripada aset tersebut.
- iii. Perantara kegunaan khas mesti “bebas daripada kemuflian” (*bankruptcy remote*) dan dengan itu ia hendaklah tidak menjalankan mana-mana aktiviti perniagaan selain daripada yang berkaitan dengan urusan niaga penssekuritan. Oleh itu, ia hendaklah hanya memegang aset tersebut, menerbitkan sekuriti hutang yang disokong aset dan memastikan pengurusan yang sesuai ke atas aliran tunai yang berbangkit daripada aset tersebut yang mana pembayaran yang tepat pada masa dibuat kepada pemegang sekuriti yang di-





sokong aset itu. Bagi memastikan bahawa perantara kegunaan khas boleh dipertimbangkan bagi pengecualian duti setem dan cukai keuntungan hartanah sebenar, di mana terpakai, perantara kegunaan khas tersebut mesti berada di Malaysia.²²

- iv. Menurut pengumuman Belanjawan 2001, urus niaga pensekuritian aset yang mematuhi sepenuhnya Garis Panduan ABS SC adalah layak bagi pengecualian cukai keuntungan hartanah sebenar dan duti setem, di mana terpakai.
- v. Bagi memastikan bahawa para pelabur mempunyai maklumat yang berkaitan dan yang diperlukan bagi membuat keputusan pelaburan yang bermaklumat, beberapa maklumat ini termasuklah penzahiran faktor risiko melabur dalam sekuriti hutang yang disokong aset, keterangan terperinci mengenai struktur urus niaga pensekuritian dan semua perjanjian penting yang berkaitan dengan struktur dan penjelasan terperinci mengenai aliran dana.²³

Prinsip-Prinsip Syariah Dalam Pensekuritian Bersandarkan Aset

Definisi pensekuritian bersandarkan aset secara Islam lazimnya agak sama dengan pensekuritian konvensional iaitu ia adalah satu proses untuk menukar aset yang tidak cair kepada aset cair. Namun, dalam pensekuritian Islam, terdapat beberapa perkara yang harus diambil kira agar ia memenuhi prinsip-prinsip syariah yang telah ditetapkan oleh syarak.²⁴

Penerbitan sekuriti Islam melibatkan pengumpulan aset tertentu yang selaras dengan prinsip syariah di mana aliran tunai yang dihasilkan daripada aset tersebut akan digunakan bagi menyokong penerbitan sekuriti Islam untuk mendapatkan pembiayaan dalam pasaran modal. Terdapat beberapa prinsip syariah yang digunakan dalam penstrukturan pensekuritian bersandarkan aset. Prinsip yang disepakati oleh ulama daripada ulama tempatan dan Timur Tengah adalah terdiri daripada *musyarakah*, *mudarabah*, *ijarah*, *al-rah*n, *bay' al-salam*, *bay' al-istisna'*, *bay' bithaman ajil* dan *murabahah*. Manakala prinsip-prinsip yang diperselisihkan oleh para ulama yang digunakan dengan meluasnya di Malaysia adalah terdiri daripada *bay' al-'inah*, *bay' al-dayn* dan pen-diskaunan hutang.²⁵



Justeru, sekuriti-sekuriti yang tidak menggunakan prinsip-prinsip di bawah sahaja yang diniagakan di pasaran Timur Tengah. Secara ringkasnya, ia adalah seperti berikut:

i. Bay' al-inah

Pensekuritian aset yang diamalkan di Malaysia mengaplikasikan *bay' al-inah* semasa proses penerbitan sekuriti atau bon BBA dan *murabahah*. Dalam pensekuritian menggunakan *bay' al-inah*, pembiaya (SPV) membeli aset daripada penerbit dengan harga tunai dan menjualnya semula kepada pihak yang sama dengan harga tertanggung. Perjanjian pembelian balik ini adalah untuk memastikan penerbit menerima wang tunai dan pembiaya akan dibayar pada masa hadapan, seperti yang telah dipersetujui dalam kontrak. Bayaran hutang akan dibuat dengan cara ansuran melalui terbitan sekuriti. Perbezaan harga tunai dan harga tertanggung akan memberi keuntungan kepada pembiaya.²⁶ Walau bagaimanapun, *bay' al-inah* masih tidak diterima di kalangan ulama Timur Tengah kerana ia dikatakan sebagai helah untuk menghalalkan riba.²⁷

Terdapat pelbagai tafsiran yang diberikan oleh para ulama dari segi istilah.²⁸ Namun, dapat disimpulkan bahawa jumhur ulama sepakat mengatakan *bay' al-inah* berlaku apabila penjual menjual barang kepada pembeli dengan harga tangguh, kemudian membelinya kembali dengan harga tunai yang lebih rendah.²⁹ Jual beli ini dinamakan *bay' al-inah* kerana pemilik barang tidak bermaksud untuk menjual barang, tetapi bermaksud untuk mendapatkan wang. Ini kerana, penjual akan mendapat kembali barangan yang dijual dan *bay' al-inah* hanyalah sebagai pengantara untuk mengesahkan kontrak jual beli tersebut.³⁰ Kontrak ini menjadi kontroversi kerana dikatakan *hilah*³¹ kepada riba.

Para ulama berselisih pendapat berhubung dengan keharusan *bay' al-inah*. Hadith-hadith mengenai *bay' al-inah* yang dijadikan hujah bagi golongan yang mengharamkan *bay' al-inah* adalah tidak kukuh untuk dijadikan sandaran hukum, disebabkan tiada nas yang *qat'i* dan hadis yang disepakati kesahihannya. Oleh itu, hadith-hadith yang dijadikan hujah oleh golongan yang mengharamkan *bay' al-inah* telah ditolak disebabkan wujudnya



keraguan padanya.³² Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti juga telah memutuskan keharusan konsep ini dalam pensekuritian aset berdasarkan kepada pendapat Imam Syafi'i. Ia dibuat atas dasar keperluan kepada kecairan dan merupakan alternatif terbaik bagi menyelesaikan masalah kecairan dalam pasaran modal.³³

Berdasarkan pemerhatian penulis, penggunaan *bay' al-'inah* dalam pensekuritian bersandarkan aset (ABS) di Malaysia adalah berdasarkan kepada faktor masalah, iaitu keperluan kepada kecairan dan modal oleh institusi kewangan dan pembiaya, seterusnya untuk mengelakkan daripada terlibat secara langsung dalam sistem konvensional. Kebanyakan sarjana tempatan berpendapat fenomena yang terjadi di Malaysia ialah disebabkan orang ramai memerlukan wang dan aset.

Pada dasarnya, Islam menetapkan penjualan harta untuk memperoleh wang. Oleh itu, fenomena di Malaysia mampu diselesaikan menerusi penggunaan prinsip *bay' al-'inah*. Berbanding dengan negara-negara Timur Tengah yang menolak penggunaan prinsip *bay' al-'inah*, mereka tidak mempunyai masalah modal dan ekonomi negara mereka digerakkan dengan pembiayaan ekuiti, bukan dengan pembiayaan hutang seperti di Malaysia yang perlu mengaplikasikan *bay' al-'inah*. Walau bagaimanapun, penggunaan prinsip *bay' al-'inah* dalam perbankan haruslah dikawal oleh Kerajaan supaya ia tidak disalahgunakan dan tidak menganiaya pihak-pihak yang memerlukan modal. Penulis juga berpendapat kontroversi *bay' al-'inah* ini boleh diselesaikan dengan prinsip *al-tawarruq*. Prinsip *al-tawarruq* akan dibincangkan selepas ini.

ii. *Al-Tawarruq*

Prinsip *al-tawarruq* digunakan dengan agak meluas di negara-negara Timur Tengah, berbanding dengan Malaysia yang menggunakan prinsip *bay' al-'inah*. Sesetengah ulama tidak membezakan di antara *bay' al-'inah* dan *al-tawarruq*, sedangkan pada hakikatnya, ia adalah dua bentuk jual beli yang berbeza dan hukum yang berbeza. Walau bagaimanapun, dua jual beli ini dibincangkan oleh kebanyakan sarjana sebagai salah satu daripada helah riba.





Al-tawarruq adalah jual beli yang berlaku apabila pembeli membeli barangan dengan harga tangguh, kemudian menjualnya kembali dengan harga tunai yang lebih rendah kepada penjual ketiga. Jual beli ini dinamakan *al-tawarruq* kerana pembeli yang membeli barangan tidak bermaksud untuk mendapat barang tersebut, sebaliknya adalah untuk mendapatkan tunai. Perbezaan antara *al-tawarruq* dan *bay' al-'inah* adalah *al-tawarruq* melibatkan jualan barangan kepada pihak ketiga manakala *bay' al-'inah* hanya melibatkan dua pihak sahaja.³⁴

Perbincangan mengenai *al-tawarruq* tidak banyak dibincangkan oleh para ulama dahulu berbanding *bay' al-'inah* memandangkan ia diharuskan oleh jumah ulama. Walau bagaimanapun, berdasarkan pemerhatian penulis, terdapat segelintir sarjana daripada Timur Tengah yang tidak menyokong penggunaan instrumen ini yang digunakan dengan agak meluas dalam institusi perbankan Timur Tengah. Berbanding Malaysia yang mengaplikasikan prinsip *bay' al-'inah* dalam institusi perbankan untuk pembiayaan, institusi perbankan Timur Tengah pula menggunakan jual beli *al-tawarruq*.

iii. *Bay' al-dayn*

Pentakrifan hutang di kalangan ulama secara amnya adalah hak lazim yang menjadi tanggungan seseorang, sama ada ia adalah hasil daripada suatu akad atau disebabkan gantirugi atau kerana pinjaman.³⁵ Hutang terbahagi kepada hutang milik tetap (*mustaqir*) atau milik tidak tetap (*ghair mustaqir*). Contoh hutang yang tetap ialah gantian barang yang hilang, gantian pinjaman *al-qard*, mahar selepas berlaku persetubuhan, nilai barang yang dirampas, harga barang yang dijual, dan sebagainya. Hutang tidak tetap pula ialah seperti barang tempahan yang belum diterima, mahar sebelum isteri disetubuhi, bayaran sewa bagi manfaat barang sewaan yang belum digunakan dan lain-lain lagi.³⁶ Secara umumnya para ulama sepakat mengatakan *dayn* yang boleh dijual beli adalah *dayn mustaqir* (hutang tetap) dan dijual secara tunai.





Hutang boleh dikategorikan sebagai hak³⁷ yang berbentuk kewangan (*financial right*) kerana terdapat juga hak-hak yang bukan berbentuk kewangan seperti hak menjaga anak, hak untuk menceraikan isteri, hak untuk qisas, hak penjagaan anak, hak perwalian dan sebagainya.³⁸ Hak kewangan adalah berkaitan dengan harta atau manfaat seperti hak penjual mendapat harga, hak pembeli mendapat barang, hak mendapat pembayaran daripada jualan tertangguh, hak *khiyar*, hak *shufah* dan seumpamanya lagi.³⁹

Haq maliy berbeza dengan hak-hak yang lain kerana ia boleh dipindahkan (*intiqal*) dan boleh menjadi subjek akad.⁴⁰ *Huquq maliyah* di dalam perundangan Islam dibahagikan kepada *haq maliy 'ayni* (aset), *haq maliy syakhsiy* (tanggungan) dan *haq maliy ma'nawi*.⁴¹ *Haq maliy 'ayni* ialah hak kewangan berbentuk aset yang diberikan oleh syarak kepada seseorang disebabkan dia memiliki sesuatu aset dan juga hak ke atas aset tersebut seperti hak pemilikan (*haq al-wilayah*), hak seorang penyewa (tuan aset) dan hak seorang pencagar ke atas cagarannya,⁴² termasuk juga *share* dan ekuiti yang bersandarkan aset di sebaliknya.⁴³ Manakala *haq maliy syakhsiy* atau *haq maliy fi al-dhimmah* pula ialah hak kewangan yang wujud untuk faedah seseorang yang menjadi tanggungjawab ke atas orang di mana seorang berhak mendapat dan seorang lagi wajib menunaikan seperti hak pemiutang ke atas penghutang, hak penjual menerima harga, hak menerima nafkah, hak pembeli menerima barang dan sebagainya.⁴⁴

Dr. Syafiq Syitah, dalam satu kajiannya menyatakan bahawa terdapat satu lagi hak antara *haq maliy ayni* dan *haq maliy syakshi*, iaitu *haq* yang bersifat *syibh al-'ayni*. Beliau membawa contoh *haq syufah*, iaitu hak pejuang Islam ke atas harta rampasan dan sebagainya. Apabila hak tersebut telah sabit, maka para ulama membenarkan hak tersebut dituntut. Jelas di sini menunjukkan bahawa para ulama membenarkan pemiutang menuntut harta penghutang, sebagai keizinan diberikan kepada tuntutan ke atas aset. Di samping itu, pemiutang juga diberi keutamaan seperti dalam kes gadaian, iaitu apabila orang yang menggadai tidak mampu membayar, maka





pemiutang boleh mengambil aset tersebut sekadar nilai hutang yang diberikan kepada penghutang. Sebagai contoh juga, hak pemiutang diberi keutamaan, berbanding pemegang-pemegang saham syarikat apabila sesebuah syarikat bankrap.⁴⁵ Dengan ini, al-Zarqa' berpendapat bahawa jika hutang seseorang dikaitkan dengan harta penghutang, maka hukumnya adalah sama dengan hak tuntutan ke atas hutang yang bercampur *'ayn*.⁴⁶

Haq maliy ma'nawi pula adalah hak-hak kewangan yang tidak berkaitan dengan barang atau benda. Termasuk dalam jenis ini hak-hak intelektual, harta tak nyata kerana pengarang misalnya mempunyai hak milik ke atas karyanya dan juga hak yang timbul daripada pemilikan itu seperti royalti atau premium dan lain-lain.⁴⁷ Contoh klasik ialah hak kewangan ke atas seorang hamba di mana seseorang itu boleh mencagarkan hambanya untuk tujuan-tujuan tertentu yang berbentuk komersil.⁴⁸

Seperti *al-manafi'*, *al-huquq* juga tidak dianggap sebagai aset atau harta oleh ulama Hanafiyyah kerana ia tidak bersifat *madiyah* atau berjisim yang boleh disimpan dan kekal zatnya. Oleh itu, tidak hairanlah aliran tunai (*cash flow*) yang dianggap sebagai hutang tidak diterima oleh sebahagian besar ulama Timur Tengah sebagai harta yang boleh dijadikan sandaran kepada penerbitan sekuriti Islam. Namun, majoriti ulama berpendapat bahawa *al-huquq* adalah harta kerana ia boleh disimpan dan dipelihara dengan memelihara zat atau sumbernya.⁴⁹ Walau bagaimanapun, timbul persoalan adakah hak-hak ini boleh diperniagakan secara komersil. Terdapat pandangan daripada sarjana semasa bahawa hak-hak yang timbul daripada kontrak-kontrak Islam yang berkait dengan harta, malah yang tidak berkait dengan harta seperti hak penjagaan anak, hak kebenaran untuk berpoligami, hak perwalian dan sebagainya boleh diketepikan dengan bayaran tertentu. Contohnya, hak menceraikan ditukar dengan balasan atau *khulu'* dan hak qisas ditukar dengan denda atau diat. Dengan ini jelas bahawa hak-hak ini boleh diperniagakan secara komersil.





Bay' al-dayn adalah penjualan *dayn* atau hutang yang wujud hasil daripada akad *mu'awadat maliyah* (akad pertukaran) seperti *murabahah*, *bay' bithaman ajil*, *ijarah*, *istisna'* dan lain-lain lagi. *Bay' al-dayn* berlaku apabila pihak yang memerlukan kecairan bertindak menjual hutang atau aliran tunai yang dimilikinya kepada pihak ketiga.

Bay' al-dayn terbahagi kepada dua jenis, iaitu jual beli hutang secara tunai dan tangguh. *Bay' al-dayn* secara tunai bermaksud hutang tersebut dibeli dengan harga tunai dan hutang tersebut juga boleh dijual sama ada kepada orang yang berhutang atau pihak ketiga. Jumhur ulama mengharuskan menjual hutang kepada orang yang berhutang. Manakala jual hutang kepada pihak ketiga adalah tidak diharuskan menurut ulama Hanafiyyah, sebahagian ulama Syafi'iyah dan ulama Hanabilah. Namun sebahagian ulama Syafi'iyah dan Malikiyyah berpendapat sebaliknya.

Bay' al-dayn secara tangguh (jual beli hutang dengan hutang) juga disebut *bay' al-dayn bi al-dayn* atau *bay' al-dayn bi al-nasi'ah*. Ulama bersepakat bahawa jual beli hutang dengan hutang adalah tidak harus sama ada kepada penghutang atau pihak ketiga kerana hakikatnya ia adalah jual beli sesuatu dalam tanggungan dengan sesuatu dalam tanggungan orang lain. Jual beli hutang dengan hutang telah sabit pengharamannya dalam sunnah yang diriwayatkan oleh Ibn Umar iaitu:

أن النبي (ص) نهى عن بيع الكالئ بالكالئ⁵⁰

Maksudnya:

Rasulullah SAW telah melarang daripada jual beli hutang dengan hutang.

Walaupun hadith Ibn Umar itu lemah pada sanadnya, larangan *bay' al-kali bi al-kali* telah disepakati oleh sebilangan besar ulama. Oleh itu, larangan ini adalah daripada hadith dan ijmak ulama.⁵¹

Hutang bukan sahaja dijadikan subjek akad, malah ia juga dijadikan sandaran bagi menerbitkan sekuriti. Dalam proses pensekuritian bersandarkan aset, aliran tunai atau *receivables* yang tetap akan dipakej dan dijadikan sandaran bernilai untuk menerbitkan sekuriti⁵². Aset kewangan





ini tidak mempunyai kewujudan fizikal yang tersendiri, namun ia memberi hak kepada pemiliknya untuk menerima bayaran tunai atau faedah lain.⁵³ Ia boleh dikategorikan sebagai huquq dan mempunyai nilai kewangan (*maliyah*).⁵⁴ Aset tak ketara atau aset aliran tunai yang tetap adalah terdiri daripada senarai bangunan dan hartanah, surat kontrak, akaun terimaan perumahan (*receivables*), akaun kad kredit, akaun terimaan pembiayaan kenderaan, kutipan tol lebuh raya, bil elektrik, bil air dan bil telefon. Ia boleh dijadikan sebagai aset pendasar selagi tidak bercanggah dengan prinsip syariah dan tidak melibatkan apa yang diharamkan oleh Islam. Contoh-contoh lain adalah seperti share dan ekuiti, hak milik intelektual dan terimaan kewangan.⁵⁵

Berdasarkan perbincangan di atas, aliran tunai ini merupakan hutang (*dayn*) di dalam perundangan Islam dan hutang yang pasti adalah termasuk dalam haq maliy dan memenuhi prinsip mal dalam Islam. Jumhur ulama berpendapat bahawa al-duyun adalah harta kepada pemiutang.⁵⁶ Oleh itu, ahli MPS SC berpendapat ia boleh disekuritkan kerana memenuhi prinsip *mal*. Walau bagaimanapun, aliran tunai (*cash flow*) atau hutang tidak diterima oleh sebahagian besar ulama Timur Tengah sebagai harta yang boleh dijadikan sandaran kepada penerbitan sekuriti Islam. Malah, Mu'tamar Majma' al-Fiqh al-Islami telah memutuskan jika ingin menjadikan hutang sebagai sandaran, ia hendaklah digabungkan dengan aset nyata sekurang-kurangnya sebanyak 51%. Ini bermakna, sandaran yang terdiri daripada hutang adalah sama atau tidak melebihi 49% daripada jumlah sandaran tersebut.⁵⁷ Oleh yang demikian, para pelabur di negara-negara Timur Tengah kebanyakannya memegang sekuriti hutang atau hutang sehingga tempoh matang dan tidak menjualnya di pasaran sekunder, kecuali *sukuk ijarah*.⁵⁸

Jika diteliti, pengharaman *bay' al-dayn* oleh para ulama adalah disebabkan kemungkinan berlaku kemungkiran daripada pihak penjual (*gharar*) dan berlakunya riba jika hutang dijual dengan pengurangan atau pertambahan harga. Keperluan kepada dana bagi membiayai sesuatu projek menyebabkan institusi kewangan menerbitkan sekuriti hutang atau bon yang disandarkan kepada aset. Tanpa konsep *bay' al-dayn*, institusi-institusi kewangan terpaksa memegang pelaburan mereka sehingga matang, seperti pembiayaan perumahan yang memakan masa





selama 25 tahun. Walau bagaimanapun, penulis berpendapat *bay' al-dayn* menjadi isu yang kontroversi apabila ia dijual dengan harga diskaun. Jika ia dijual dengan harga sebenar, isu *bay' al-dayn* mungkin tidak timbul. Malah, *Majma' al-Fiqh al-Islami* juga memutuskan bahawa jual beli hutang adalah harus sekiranya ia bebas daripada riba dan *gharar* serta dijual secara tunai. Larangan hanyalah kepada jual hutang dengan hutang atau *bay' al-kali bi al-kali*.⁵⁹

Jual Beli Hutang Dengan Harga Diskaun (*Da' Wa Ta'jjal*)

Sekuriti-sekuriti hutang atau aliran tunai dalam pensekuritian bersandarkan aset di Malaysia dijual dengan harga diskaun bagi mendapatkan kecairan oleh institusi-institusi kewangan.

Jumhur ulama tidak mengharuskannya.⁶⁰ Mereka menyamakan urusan niaga ini dengan riba dengan berhujah bahawa tambahan pada hutang kerana melewati tempoh adalah haram, maka pengurangan hutang kerana mempercepatkan tempoh bayaran juga adalah haram. Kedua-dua urusan niaga ini dilakukan adalah dengan tujuan yang sama iaitu bagi mendapatkan segera hutang tersebut.⁶¹ Walau bagaimanapun, Ibn Abbas⁶², Ibrahim al-Nakha'i, Zufar, Abu Thur, Ibn Taimiyyah dan Ibn al-Qayyim pula menyatakan urusan niaga ini adalah harus⁶³ kerana mereka berpendapat bahawa pendiskaunan dalam urusan niaga hutang adalah berbeza dengan urusan niaga riba apabila ia mengandungi unsur *rafah*, iaitu pengurangan. Unsur ini adalah berbeza dengan riba yang melibatkan pertambahan bayaran akibat pertambahan tempoh dan ia telah membebaskan pihak penghutang. Ia juga mengandungi unsur redha meredai yang menjadi asas kepada muamalat.⁶⁴ Mereka juga berhujah dengan hadith yang diriwayatkan oleh Ibn Abbas r.a.:

عن ابن عباس قال أمر النبي صلى الله عليه وسلم بإخراج بنى
نضير من المدينة، جاءه ناس منهم فقالوا: يا رسول الله إنك
أمرت بإخراجهم ولهم على الناس ديون لم تحل فقال النبي
صلى الله عليه وسلم ضعوا وتعجلوا⁶⁵



Maksudnya:

“Diriwayatkan daripada Ibn Abbas bahawa Rasulullah SAW telah mengarahkan Bani Nadir keluar daripada kota Madinah lalu ada di kalangan mereka yang memberitahu baginda: Wahai Rasulullah kamu mengarahkan mereka keluar sedangkan masih ramai lagi yang berhutang dengan mereka. Maka Rasulullah SAW bersabda: Berikan pengurangan hutang dan percepatkan bayaran”.

Pengurangan hutang yang diperselisihkan oleh para ulama adalah pengurangan hutang yang diberikan pemiutang kepada pihak yang berhutang, bukan kepada pihak ketiga sebagaimana yang berlaku dalam aktiviti penssekuritan aset. Pengurangan hutang kepada orang yang berhutang diberikan atas dasar pertolongan agar penghutang dapat melangsaikan hutangnya. Majma‘ al-Fiqh al-Islami juga telah memutuskan bahawa pendiskaunan hutang adalah diharamkan dan tidak termasuk dalam kategori riba yang diharamkan. Namun, ia hanya kepada pihak yang berhutang, bukan kepada pihak ketiga kerana dikhuatiri akan terlibat dengan amalan pengurangan terhadap sijil-sijil hutang konvensional.⁶⁶

Berdasarkan kajian yang dilakukan oleh penulis, tiada nas kukuh yang boleh disabitkan untuk mengharamkan penggunaan prinsip-prinsip tersebut. Oleh itu, penulis berpendapat hujah golongan yang mengharuskan penggunaannya adalah lebih relevan dalam suasana kewangan Islam sekarang. Faktor masalah dan keperluan masyarakat boleh dijadikan hujah kepada pendiskaunan hutang kepada pihak ketiga. Ini kerana ulama Hanafiyyah membenarkan *bay‘ al-wafa‘* berdasarkan keperluan dan *hajah* penduduk Bukhara ketika itu. Pendiskaunan hutang akan menjadikan pasaran modal Islam lebih aktif dan institusi kewangan mendapat kembali modalnya untuk melakukan aktiviti pelaburan dan seterusnya membangunkan lagi pasaran modal Islam. Perlu diingat bahawa institusi kewangan di Malaysia lebih banyak menggunakan pembiayaan hutang berbanding pembiayaan ekuiti yang mempunyai risiko yang lebih tinggi. Jika larangan untuk mensekuritikan aset-aset yang dimiliki dilakukan, ia akan membawa kepada kelumpuhan dalam pasaran modal Islam.



Dalam dunia perniagaan, tidak dinafikan bahawa masa mempunyai nilai komersil. Ini dibuktikan dalam sektor perbankan, iaitu harga dalam pembayaran secara tangguh ditentukan berdasarkan tempoh pembayarannya. Apabila berlaku pertambahan masa, maka berlakulah pertambahan harga. Malah, dalam sektor perbankan juga terdapat *rebate* atau *ibra'*, iaitu pengurangan jumlah bayaran apabila penghutang melunaskan hutangnya lebih awal daripada tempoh yang dijanjikan. Di sini dapat kita simpulkan bahawa penangguhan bayaran dan pelunasan hutang yang lebih awal meninggalkan kesan kepada harga.⁶⁷

Penulis juga mendapati para ulama kontemporari Timur Tengah yang berpendapat jualan hutang dengan diskaun adalah tidak harus adalah kerana hutang yang terbentuk adalah bukan aset, namun ia adalah liabiliti wang dan harus dijual dengan kadar yang sama. Walau bagaimanapun, mereka mengharuskan pengurangan harga hutang apabila hutang yang terhasil adalah daripada akad *ijarah* di mana wujudnya aset nyata atau aset nyata lebih banyak daripada aset cair, contohnya dalam nisbah 51:49.

Aplikasi Pensekuritian Bersandarkan Aset

Pensekuritian bersandarkan aset Islam (*ABS*) adalah salah satu kaedah pembiayaan yang agak baru di negara Malaysia dan ia melibatkan urusan pensekuritian yang agak rumit, berbanding sekuriti hutang swasta Islam (*Islamic Private Debt Securities*). Sehingga kini, terdapat hanya beberapa terbitan sekuriti ABS Islam dalam pasaran tempatan Malaysia. Namun, yang sebaliknya berlaku pada sekuriti ABS konvensional. Ia mendapat sambutan yang amat menggalakkan dan terdapat banyak sekuriti yang diterbitkan melalui proses pensekuritian bersandarkan aset.⁶⁸ Malahan, sehingga Garis Panduan ABS diperkenalkan, hanya lima sekuriti Islam yang diterbitkan melalui proses pensekuritian bersandarkan aset (*ABS*) yang memenuhi semua syarat-syarat dan kriteria yang telah ditetapkan oleh Suruhanjaya Sekuriti. Empat daripada sekuriti tersebut diterbitkan pada tahun 2005 dan satu terbitan pada tahun 2003.⁶⁹

Penerbitan sekuriti Islam melalui proses pensekuritian bersandarkan aset yang terdapat di Malaysia yang menggunakan prinsip *musyarakah*





adalah diterbitkan oleh Musyarakah One Capital Berhad dan Cagamas MBS.⁷⁰

Kerajaan Malaysia telah menganugerahkan kepada TIME Systems Integrators Sdn.Bhd. (TSI), iaitu anak syarikat kepada Time Engineering Berhad (TIME) kontrak untuk menyediakan peralatan dan perkhidmatan (komputer) kepada sekolah-sekolah Kerajaan pada tahun 2004. Bayaran pula akan dibuat dengan harga tangguh yang akan ditunjukkan oleh Sijil Utama. Sijil Utama akan menyatakan jadual pembayaran oleh Kerajaan Malaysia. Penyediaan peralatan sekolah bagi tahun 2004 telah disempurnakan pada 28 Februari 2004. Memandangkan TIME Systems Integrators Sdn.Bhd. (TSI) memerlukan tunai, terimaan daripada Kerajaan Malaysia yang ditunjukkan oleh Sijil Utama dijual kepada Musyarakah One. Dalam hal ini, Musyarakah One bertindak sebagai pihak SPV yang akan menguruskan terimaan tersebut. Terimaan ini dijual kepada Musyarakah One dengan harga diskaun. Bagi membiayai pembelian tersebut, Musyarakah One menerbitkan sekuriti Islam berdasarkan prinsip *musyarakah* yang dikenali sebagai Sukuk Musyarakah.

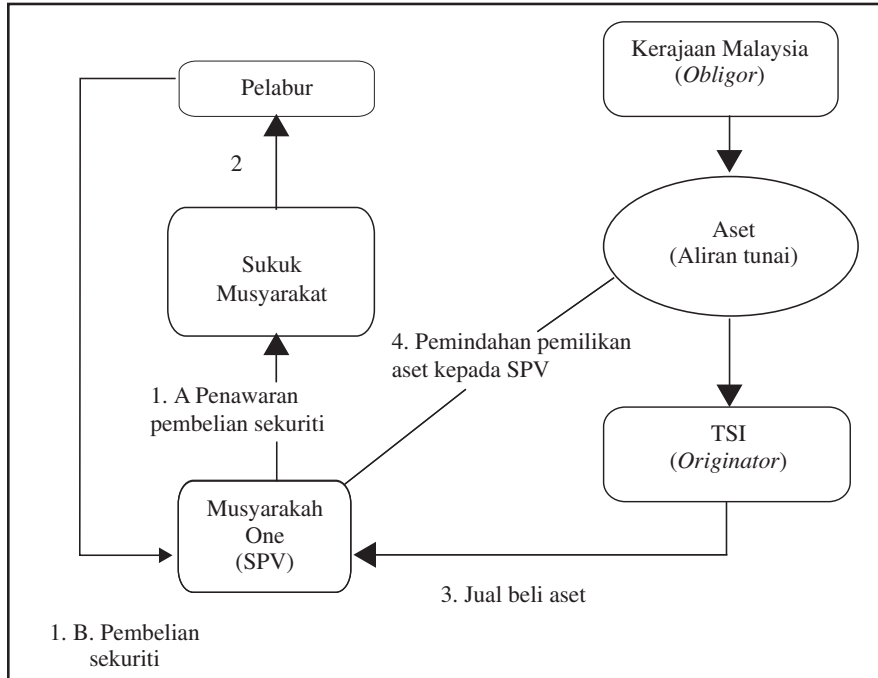
Di bawah prinsip *musyarakah*, terdapat dua atau lebih pihak pelabur yang akan menyumbangkan modal, iaitu yang membeli Sukuk Musyarakah yang dikeluarkan oleh Musyarakah One untuk membiayai pembelian terimaan daripada TSI. Prinsip *musyarakah* yang digunakan dalam menerbitkan sekuriti ini melibatkan pelaburan modal oleh para pelabur dengan keuntungan dan kerugian adalah berdasarkan kepada kadar sumbangan modal oleh para pelabur.

Tempoh pembayaran kepada para pelabur telah distrukturkan agar ia sama dengan pembayaran oleh Kerajaan Malaysia, seperti yang terdapat dalam Sijil Utama. Ini kerana bayaran yang dibuat kepada pelabur diperolehi daripada *receivables* yang diterima daripada Kerajaan Malaysia. Dari semasa ke semasa, TSI akan menyediakan peralatan persekolahan kepada Kerajaan Malaysia, oleh itu akan menghasilkan beberapa siri aliran terimaan atau *receivables series* daripada Kerajaan Malaysia.

Dengan demikian, Musyarakah One selaku SPV akan menerbitkan siri-siri Sukuk Musyarakah bagi membiayai siri-siri terimaan tersebut. Siri



pertama Sukuk Musyarakah yang dikenali sebagai Sukuk Musyarakah Series 2005-A telah dikeluarkan adalah bagi membiayai *receivables* daripada Kerajaan Malaysia (*letter of award* yang bertarikh 22 Oktober 2003) kerana menyediakan peralatan persekolahan untuk tahun 2004. Sukuk Musyarakah Series 2005-A ini diterbitkan dengan lima *trance*. Proses penerbitan sekuriti tersebut ditunjukkan oleh rajah di bawah.



Rajah 2: Proses Penerbitan Sekuriti Musyarakah One.

Kontrak pertama yang berlaku dalam penerbitan sekuriti ini adalah akad jual beli yang menggunakan prinsip BBA, iaitu jual beli tangguh yang berlaku antara Kerajaan Malaysia dan TIME Systems Integrators Sdn.Bhd. (TSI). Ia melibatkan kontrak penyediaan peralatan komputer kepada sekolah-sekolah Kerajaan oleh TSI. Peralatan tersebut akan dibekalkan kepada sekolah-sekolah Kerajaan dan selepas selesai peralatan tersebut dibekalkan kepada sekolah-sekolah, barulah bayaran dilakukan. Di bawah kontrak BBA, bayaran yang dilakukan oleh Kerajaan Malaysia adalah secara bertangguh, tidak secara tunai. Jadual pembayaran secara tangguh tersebut dinyatakan oleh Sijil Utama. Status Sijil Utama ini sama



dengan sijil hutang. Jika diteliti syarat-syarat seperti yang dinyatakan oleh ulama silam, pada perbincangan sebelum ini, kontrak BBA adalah diharuskan.

Kontrak kedua kemudiannya berlaku antara TSI dan Musyarakah One. Memandangkan TSI memerlukan tunai, terimaan daripada Kerajaan Malaysia yang ditunjukkan oleh Sijil Utama dijual kepada Musyarakah One. Penjualan ini dilakukan dengan harga diskaun. *Receivables* atau terimaan bayaran daripada Kerajaan Malaysia ini merupakan *dayn* dalam perundangan Islam. Di sinilah timbul isu *bay' al-dayn*, dan apabila *receivables* ini dijual dengan harga diskaun, ia menjadi semakin kontroversi, iaitu isu *da' wa ta'ajjal*. Walaupun ia masih lagi menjadi kontroversi, terutamanya bagi pelabur Timur Tengah, MPS SC telah bersetuju untuk menerima prinsip *bay' al-dayn* iaitu jual hutang dengan harga diskaun sebagai salah satu prinsip yang digunakan dalam membangunkan instrumen pasaran modal Islam. Ini bersandarkan kepada pendapat sebahagian daripada ulama fiqh yang membenarkan konsep ini dengan beberapa syarat. Salah satu syaratnya agar tidak berlaku *gharar*, dan ia boleh dipenuhi apabila terdapatnya sistem pengawal seliaan yang telus, yang boleh memelihara *maslahah* (kepentingan umum) peserta pasaran dan mengelakkan daripada berlaku *gharar*. Tambahan pula, terimaan tersebut adalah *dayn* dalam perundangan Islam dan ia mempunyai ciri-ciri *haq maliy' ayni*, oleh itu, ia tidak tertakluk lagi di bawah jual beli matawang dan boleh dijual beli mengikut harga pasaran.

Kontrak jual beli kemudiannya berlaku antara Musyarakah One dengan para pelabur. Para pelabur akan menyumbangkan modal untuk mem-beli sekuriti-sekuriti ini dengan menggunakan prinsip musyarakah. Ini bermaksud sekuriti-sekuriti diterbitkan adalah dengan mengaplikasikan prinsip *musyarakah* untuk membiayai pembelian *receivables* daripada TSI. Sukuk *Musyarakah* ini memenuhi kriteria syirkah inan di mana pembahagian keuntungan dan kerugian adalah berdasarkan modal yang disumbangkan oleh pelabur. Di samping itu, modal dan kadar keuntungan serta kerugian diketahui oleh semua rakan kongsi memandangkan ia dinyatakan oleh pihak yang menguruskannya. Syarikat ini juga tidak terlalu mengikat kerana ahli syarikat boleh berbeza kadar modal dan penglibatan dalam pengurusan syarikat.⁷¹





Berdasarkan garis panduan yang dikeluarkan oleh SC, terdapat beberapa kriteria yang harus dipenuhi. Antaranya adalah kriteria *true sale*. TSI harus memindahkan semua hak dan kepentingannya ke atas *receivables* yang diterima daripada Kerajaan Malaysia kepada Musyarakah One, yang bertindak sebagai SPV. Oleh itu, para pelabur yang membeli Sukuk Musyarakah tidak boleh membuat sebarang tuntutan kepada TSI jika berlaku sebarang kemungkiran pembayaran daripada pihak Musyarakah One. Musyarakah One juga tidak boleh memulangkan semula aset tersebut kepada TSI (*no recourse*) jika berlaku sebarang kemungkiran pembayaran oleh Kerajaan Malaysia. Walau bagaimanapun, dalam kes ini risiko kemungkiran adalah tipis atau tiada kerana pembayaran dilakukan oleh pihak Kerajaan. Malah penarafan Sukuk Musyarakah tersebut juga adalah berdasarkan kepada kualiti aset pendasar, tidak lagi kepada TSI. TSI juga tidak boleh mempunyai sebarang kepentingan dalam Musyarakah One. Pematuhan Garis Panduan SC ini melayakkan Sukuk Musyarakah One ini mendapat beberapa keistimewaan dari segi cukai dan sebagainya.

Beberapa saranan adalah seperti berikut:

- i. Hanya terdapat beberapa produk ABS Islam dalam pasaran Malaysia. Keadaan ini pada pandangan penulis boleh diatasi dengan memberikan maklumat-maklumat mengenai penerbitan ABS Islam kepada institusi kewangan dan pelabur-pelabur agar mereka lebih terdedah dengan garis panduan dan prinsip-prinsip syariah yang perlu dipatuhi. SC sebagai badan penyeliaan pasaran modal seharusnya menggiatkan lagi usaha mempromosikan ABS Islam ini.
- ii. Perselisihan pendapat harus dijadikan sebagai pendorong kepada para sarjana tempatan untuk sentiasa mencari alternatif yang lebih baik agar penggunaannya boleh diterima di peringkat antarabangsa, khususnya di Timur Tengah. Dengan ini skop pelaburan akan lebih meluas dan pasaran modal Islam boleh dibangunkan di peringkat antarabangsa.
- iii. Di samping itu, jika terdapat alternatif lain yang dipersetujui oleh majoriti ulama Timur Tengah, maka ia haruslah diberi perhatian dan dipertimbangkan penggunaannya. Contohnya seperti prinsip



al-tawarruq. *Al-tawarruq* adalah prinsip yang dipersetujui oleh majoriti ulama semasa berbanding dengan prinsip *bay' al-'inah*. Terdapat sekuriti Islam di Malaysia yang tidak diterima oleh pelabur Timur Tengah seperti sekuriti BBA kerana menggunakan prinsip *bay' al-'inah*. Justeru, pemakaian prinsip *al-tawarruq* boleh menjadi jalan keluar kepada isu ini.

- iv. Selain daripada itu, penulis ingin mencadangkan alternatif lain kepada isu pendiskaunan hutang. Penolakan ulama Timur Tengah terjadi kerana aset yang menjadi sandaran terdiri daripada aset cair atau hutang. Namun, jika ia disandarkan kepada aset nyata dengan penggunaan prinsip *ijarah*, ia diterima oleh ulama Timur Tengah kerana jualan aset tersebut memenuhi kriteria harta. Majoriti ulama Timur Tengah membenarkan aset nyata sebagai sandaran sekuriti. Campuran aset nyata dan aset kewangan juga dibenarkan dengan syarat aset kewangan tidak boleh melebihi 49% daripada nilai muka sesuatu sekuriti dan selebihnya disokong oleh aset nyata seperti kontrak *ijarah*, iaitu gabungan hutang BBA dan hutang daripada *ijarah* juga diterima oleh pelabur Timur Tengah. Islamic Development Bank misalnya, telah menerbitkan *sukuk al-istithmar* yang mempunyai sandaran aset nyata, iaitu aset *ijarah* dan aset berdasarkan hutang, iaitu *murabahah* dan *al-istisna'*.⁷² Sukuk tersebut telah dipasarkan pada peringkat global. Oleh yang demikian, pada pendapat penulis, *sukuk al-istithmar* boleh dijadikan titik pertemuan di antara para pelabur tempatan dan Timur Tengah, seterusnya mengurangkan lagi jurang perbezaan pendapat di kalangan para pelabur.

Penutup

Prinsip-prinsip syariah yang digunakan dalam penstrukturan sekuriti ABS dilihat sebagai alternatif kepada instrumen-instrumen pasaran modal yang lain. Prinsip-prinsip inilah yang membezakan antara ABS Islam dan ABS konvensional. Sekuriti-sekuriti Islam dibezakan dengan adanya akad jual beli yang sah untuk memperolehi keuntungan. Ini kerana tujuan jual beli dalam perniagaan adalah sebagai cara yang diharuskan oleh syarak untuk memperolehi balasan atau harta.



Sehingga kini, hanya terdapat lima produk ABS Islam di pasaran tempatan dan penstrukturan sekuriti ABS Islam tersebut dilihat selari dengan prinsip-prinsip syariah yang dinyatakan sebelum ini.

Walaupun terdapat perselisihan pendapat di kalangan sarjana tempatan dan Timur Tengah berhubung dengan beberapa prinsip yang digunapakai dalam sekuriti-sekuriti yang diterbitkan di Malaysia, Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti (MPS SC) sepakat mengharuskan penggunaannya lantaran tiada nas yang kukuh yang boleh dijadikan sandaran untuk mengharamkan penggunaan prinsip-prinsip yang diperselisihkan. Perselisihan pendapat tersebut juga jangan dijadikan sebagai kekangan atau halangan bagi pelabur Malaysia untuk terus memajukan instrumen ini. Sebaliknya ia harus dijadikan sebagai pendorong kepada para sarjana tempatan untuk sentiasa mencari alternatif yang lebih baik agar penggunaannya boleh diterima di peringkat antarabangsa, khususnya di Timur Tengah. Dengan ini skop pelaburan akan lebih meluas dan pasaran modal Islam boleh dibangunkan di peringkat antarabangsa.

Kesimpulannya, sekuriti ABS Islam memainkan peranan yang amat penting dalam menggerakkan ekonomi negara. Ia juga bukan sekadar untuk menyaingi atau sebagai alternatif kepada ABS konvensional, bahkan ia mampu menggerakkan dan seterusnya memajukan lagi pasaran modal Islam.



Nota Hujung (Endnotes)

- 1 Jawatankuasa Perundingan Penssekuritan Bersandarkan Aset (ASCC), *Report on asset securitisation in Malaysia: the way forward for the Malaysian market*, (atas talian) <http://www.sc.com.my> (1 Januari 2005).
- 2 *Kamus Ekonomi*, Dewan Bahasa dan Pustaka, Kuala Lumpur, 1993, hlm 240.
- 3 Lam May Lim, *The private debt securities (IPDS) / asset backed securities (ABS) regulatory framework: the way forward*, kertas kerja Islamic private debt securities (IPDS), Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 24-25 September 2001, hlm 28
- 4 Cagamas Berhad, *Laporan Tahunan 2003 Cagamas Berhad*, Cagamas Berhad, Kuala Lumpur, 2003, hlm 38.
- 5 Malaysia, *Bajet Malaysia 2004*, (atas talian) <http://www.hasilnet.org.my/cP/upload/Budget/LampBajet2004>, 2003, (2 Januari 2005).
- 6 Ibid
- 7 Laporan Tahunan 2003 Cagamas Berhad, Cagamas Berhad, Kuala Lumpur, 2004, hlm 38- 39. Lihat juga Report on asset securitisation in Malaysia: the way forward for the Malaysian market, hlm 7-8.
- 8 Smallman, J.D. & Selby M. J.P., *Asset-backed securitisation*, dlm *Securisation*, Butterworths, Kuala Lumpur, 1990, hlm 246.
- 9 Cheah Kooi Guan & Loke Ying Jia, *Sistem perbankan dan kewangan Malaysia*, Addison Wesley Longman Sdn.Bhd, Petaling Jaya, 2000, hlm 208; Chay, Sam, *Guide to asset securitisation in Malaysia*, Pemanduk Publications, Selangor, 2002, hlm 2.
- 10 Chay, Sam, *Guide to asset securitisation in Malaysia*, hlm 105; Chong Kwee Siong, *The Malaysian asset-backed securities market backed securities market*, kertas kerja Asian Bond Market Study Committee The Malaysian Asset, Kementerian Kewangan Jepun, Tokyo, 7 Jun 2004, <http://www.mof.go>. (8 Oktober 2005).
- 11 *Guidelines on the offering of asset-backed securities* (atas talian) <http://www.sc.com.my> (1 Januari 2005)
- 12 Engku Rabiah Adawiah binti Engku Ali, *Securitization in Islamic contract*, Kertas kerja Kolokium Bon Islam. Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 24 Jun 2004, hlm 5.
- 13 Sijil hutang yang boleh ditebus seperti *bill of exchange*, ibid
- 14 Sijil hutang atau kupon yang menunjukkan nilai makanan, ibid.
- 15 En. Mohd. Fadly b. Mohd Yusof & Prof. Madya Dr. Shamsiah Mohamad, temu bual, 7 Oktober 2005.

- 16 Fathelrahman A.M.Salih, *Securitization under Islamic philosophy: An innovative industry in a global dynamic market*, (atas talian) <http://www.yinodkothari.com/Islamisecuritization2>, hlm 3. (12 Januari 2005)
- 17 Terdapat juga beberapa prinsip syariah lain yang boleh digunapakai, namun ia belum lagi diaplikasikan dalam penerbitan sekuriti ABS Islam seperti prinsip *bay al-salam* dan *al-istisna'*. Walau bagaimanapun, dalam penerbitan sekuriti IPDS, ia sudahpun digunakan
- 18 Wan Abdul Rahim Wan Kamil, *Islamic Asset backed Securities: the experience of ABRAR*, kertas kerja workshop on Islamic bonds, sukuk & securitisation, Centre for Research and Training (CERT), 29-30 Jun 2005, hlm 51.
- 19 Ia berbeza dengan sekuriti IPDS dimana sijil hutang boleh dijual di pasaran sekunder kerana penerbitan sekuriti ini tidak melibatkan proses penjualan hutang di peringkat pertama penerbitan sekuriti ABS. Oleh itu, ia tidak melibatkan *bay' al-kali bi al-kali*.
- 20 Akad *bay' al-'inah* juga boleh berlaku pada peringkat ini, namun ia hanya berlaku apabila pihak penerbit memerlukan modal untuk membeli aliran tunai daripada institusi kewangan. Sila lihat contoh aplikasi *bay' al-'inah* dalam sekuriti Ambang Sentosa dalam *Ambang Sentosa Sdn.Bhd. Revised principal terms and conditions of the RM986.0 milion al Bai Bithaman Ajil Islamic Debt Securities*. (atas talian) <http://www.sc.com.my>
- 21 *Guideliness on the offering of asset-backed securities*, (atas talian) <http://www.sc.com.my> (1 Januari 2005).
- 22 Ibid
- 23 Ibid
- 24 En. Mohd. Fadly b. Mohd Yusof & Prof. Madya Dr. Shamsiah Mohamad, temu bual, 7 Oktober 2005
- 25 Memandangkan prinsip-prinsip tersebut telah disepakati, maka penulis akan membincangkan prinsip-prinsip syariah yang tidak disepakati oleh para ulama sahaja.
- 26 Azizi Che Seman, *Peranan bay' al-'inah dalam sekuriti hutang swasta Islam di Malaysia*, kertas kerja bengkel ekonomi Islam, Universiti Malaya, 22 Jun 2002, hlm 10
- 27 Muhammad Yūsuf Musa, *Al-Amwal wa nazariah al-aqd fi al-fiqh al-Islamiy ma'a madkhal li dirasati al-fiqh wa falsafah*, Dar al-Kutub al-Arabi, Mesir, 1956, hlm 301
- 28 Untuk keterangan lanjut, sila rujuk Sa'di Abu Jayb, *al-Qamus al-fiqhiyyah lughatan wa istilahan*, Dar-al Fikr, Dimasq, 1998M/ 1419H, hlm 670
- 29 Dalam Mazhab Maliki, bentuk jual beli ini dinamakan *bay 'ajal*. *Bay' al-'inah* pula berlaku apabila seseorang berkata kepada seorang yang lain: belikan saya barang dengan harga tunai dan saya akan membeli daripada

- kamu dengan harga tangguh yang lebih tinggi. Sila lihat al-Zuhayli, Wahbah, *Al-Fiqh al-Islamiy wa adillatuh*, j.4, Dar al-Fikr, Beirut, 1996M/1417H, hlm 466-467: Mahmud Abdul Rahman Abdul al-Munim, *Mu'jam al-muamalat wa alfaz al-fiqhiyyah*, j.2, Dar al-Fadilah, Kaherah, 1999, hlm 561: Nazih Samad, *Mu'jam al-muamalah al-iqtisadiyyah fi al-lughah al-fuqaha*, Dar al-'Alamiyah li al-Kitab al-Islami, Riyadh, 1990/1315H, hlm 254.
- 30 A-Misri, Rafiq Yunus, *al-jami' fi usul al-riba*, Dar al-Qalam, Dimasq, 2001, hlm 172.
- 31 Menggunakan perbuatan yang dibenarkan untuk mencapai sesuatu yang dilarang.
- 32 Ibn Hazm, Abū Muhammad Ali bin Ahmad bin Sai'd, *al-Muhalla*, j. 8, Dar al-Afaq al-Jadidah, t.th, hlm 47-49
- 33 *Keputusan Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti*, Kuala Lumpur, Suruhanjaya Sekuriti 2002, hlm 20
- 34 al-Mun'im, *Mu'jam al-muamalat wa alfaz al-fiqhiyyah*, j.2, hlm 561.
- 35 Wizarah al-awqaf wa al-shu'un al-Islamiyyah, *Mawsu'ah al-fiqhiyyah*, Wizarah al-awqaf wa al-shu'un al-Islamiyyah, j.18, Kuwait, 1990/1410H, hlm 4041.
- 36 Hutang yang tetap boleh diperjual beli, sila rujuk perbincangan mengenai *bay' al-dayn*.
- 37 Hak bererti sesuatu yang diiktiraf oleh syarak kepada seseorang, sama ada bermanfaat secara material atau moral, manfaat tersebut berkaitan dengan harta ataupun yang berkaitan dengan diri. Umpamanya hak penjagaan, hak berdakwah, menjaga kepentingan agama dan berjihad. Lihat al-Zuhayli, j.4, hlm 8-10
- 38 Al-Zuhayli, hlm 18: *Mawsu'ah al-fiqhiyyah*, hlm 40: Muhammad Yusuf Musa, *al-fiqh al-Islamiy: madkhal li dirasah wa al-nizam al-muamalat fih*, Misr, Dar al-Kutub al-Arabi, 1956, hlm 211: al-Khafif, Ali, *Al-Milkiyah fi al-shariah al-Islamiyyah maca muqaranatuha bi al-qawaiin al-arabiyyah*, Dar al-Nahdah al-Arabiyyah, Beirut, 1990, hlm 15-18: Ahmad Yusif, *Al-mal fi al-syari'ah al-Islamiyah baina al-kasab al-intifaq wa al-tauris*, Dar al-Thaqafah, Kaherah, 1991, hlm 18-19.
- 39 Muhammad Uthman Shubayr, Muhammad Uthman Shubayr, *Al-Madkhal ila fiqh al-muamalat al-maliyah*, Dar al-Nafais, Beirut, 2004/1423H, hlm 77.
- 40 al-Khafif, Ali, *Al-Milkiyah fi al-shari'ah al-Islamiyah maca muqaranatuha bi al-qawaiin al-arabiyyah*, hlm 11
- 41 Muhammad Uthman Shubayr, hlm 76



- 42 Ibid: al-Khafif, hlm 19 & 72: al-Zuhayli, j.4, hlm 19
- 43 Engku Rabiah Adawiah binti Engku Ali, *Securitization in Islamic contract*, hlm 25.
- 44 Untuk penjelasan yang lebih lanjut, sila rujuk al-Khafif, hlm 73
- 45 Dipetik dari Suhaimi Mohd Yusuf, *Bai' al-dayn: Keputusan Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti*, Kertas kerja Muzakarah Bay al-Dayn, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur, 4 Julai 2002, hlm 17-18
- 46 Untuk penjaslan yang lebih terperinci, sila rujuk: al-Zarqa', Muhammad Mustafa, *Al-Madkhal ila nahariah al-iltizam al-ummah fi al-fiqh al-Islamiy*, Dar al-Qalam, Dimasq, 1999M/1420H, hlm 193.
- 47 Muhammad Uthman Shubayr, hlm 77.
- 48 al-Dusuqi, Shamsuddin al-Syeikh Muhammad, *Hashiah al-Dusuqi 'ala al-sharh al-kabir*, j.3, Dar Ihya' al-Kutub al-'Arabiyah, Kaherah, t.th, hlm 231.
- 49 Ahmad Yusif, hlm 19
- 50 Ia juga dikeluarkan oleh al-Dāruqatnī, al-Baihaqī, Ishaq, Bazzar dan al-Hakim. Al-Hakim mengatakan hadith ini sahih dengan mengikut syarat Muslim, manakala Ahmad pula berpendapat hadith ini tidak sahih, tetapi ijmak ulama mengatakan tidak harus jual hutang dengan hutang. Lihat al-Syawkani, Muhammad Ali ibn Muhammad, *Nayl al-Awtar sharh muntaqa al-akhbar*, Kitab al-buyu', (2186), j.5, Dar al-Khair, Beirut, hlm 177.
- 51 Ibid
- 52 *Keputusan Majlis Penasihat Syariah*, Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 2002, hlm 52
- 53 Mohd Daud Bakar, *Islamic Private Debt Securities (IPDS)*. Kertas kerja Workshop on Islamic Capital Market. Centre Research and Training, Kuala Lumpur, 20-21 Ogos 2001, hlm 13.
- 54 *Haq maliy* telah diterima oleh para ulama sebagai harta atau *mal*
- 55 *Keputusan Majlis Penasihat Syariah*, , hlm 52.
- 56 al-Ramlī, Shams al-Din Muhammad bin Abi al-'Abbās Ahmad bin Hamzah, *Nihayah al-muhtaj 'ala syarhi al-minhaj*, j.3, Mustafa al-Babi al-Halabi wa awladih, Kaherah, hlm 130: al-Sidiy, Husayn Ali, *Al-Khilafat al-maliyah wa turuq dallaha fi al-fiqh Islami*, Dar al-Nafais, Beirut, 2003/1423H, hlm 19.
- 57 Muctamar majmac al-Fiqh al-Islamiy, *Majallah majmac al-fiqh al-Islamiy*, pusingan ke-3, kali ke-4, t.pt, Jeddah, 1988, hlm 30.
- 58 M.A. Mohaimin Chowdhury, Financing real assets the sukuk way, *Islamic Banker*, Mac 2004, hlm 9.
- 59 Muctamar majmac al-Fiqh al-Islamiy, *Majallah Majma' al-Fiqh al-Islamiy*, OIC, Mekah, 2002, bil 16.



- 60 Jumah ulama yang terdiri daripada Ibn 'Umar, Imam Abu Hanifah, Imam Malik, al-Thuri dan sebahagian besar ulama semasa. Sila lihat al-Nawawi, Muhy al-Din Abu Zakariyya Yahya bin Syaraf, *Al-Majmu' sharh al-muhadhab*, j.4, Dar al-Fikr, Beirut, 1996M/1417H, hlm 196: al-Ramli, Shams al-Din Muhammad bin Abi al-Abbas Ahmad bin Hamzah, *Nihayah al-muhtaj ila sharh al-minhaj*, j. 4, Mustafa al-Babi al-Halabi wa awladih, Kaherah, 1938, hlm 374: Ibn Rushd, Abu al-Walid Muhammad bin Ahmad bin Muhammad bin Ahmad al-Qurtubi al-Andalusi, *Bidayatul al-mujtahid wa nihayatu al-muqtasid*, j.3, Dar Ibn Hazim, Beirut, 1995/1416H, hlm 1190.
- 61 Ibn Qayyim, Shamsuddin Abu Abdullah bin Ahmad bin Muhammad bin Abi Bakr, *I'lam al-muwaqi'in 'an rabb al-'alamin*, j.3, al-Maktabah al-Taufiqiyah, Cairo, hlm 371: al-Kasani, Alauddin Abi Bakar Mas'ud, *Badai' al-sanai' fi tartib al-syarai'*, j.7, Dar al-Kutub al-Ilmiyyah, Beirut, 1997/1418H, hlm 3505.
- 62 Ibn Abbas berpendapat, *da' wa ta'ajjal* adalah diharuskan kerana termasuk dalam perkara mengambil sebahagian daripada haknya dan melepaskan sebahagian yang lain. Sila lihat Ibn Qudamah, Abu Muhammad Abdullah bin Muhammad bin Muhammad, *al-Mughni*, Dar al-Kutub al-Ilmiyyah, Beirut, t.th, j.4, hlm 165.
- 63 Ibid: Ibn Rusd, j.3, hlm 1190: Ibn Qayyim, j.3, hlm 371
- 64 Ibid
- 65 Diriwayatkan juga oleh al-Tabrani dan mengatakan hadith ini daif. Al-Hakim sebaliknya menyatakan sanadnya sahih. Lihat al-Baihaqi, Kitab al-buyu', j.6, hlm 28.
- 66 Mu'tamar majma' al-Fiqh al-Islamiy, *Majallah majma' al-fiqh al-Islamiy*, bil 7, j.2, t.pt, Jeddah, 1992, hlm 217-218.
- 67 Aznan Hasan, *Mitigating the jurist objection to the sale of receivables*, kerta kerja Kolokium bon Islam, Suruhanjaya Sekuriti, 24 Jun 2004, hlm 13-14.
- 68 Suruhanjaya Sekuriti, (atas talian) <http://www.sc.com.my>, (15 November 2005)
- 69 Empat lagi sekuriti ABS Islam adalah diterbitkan oleh Sukuk Musyarakah Cagamas MBS Bhd, Sekuriti Ambang Sentosa, Sukuk Ijarah Golden Crop dan ABS Plantation Assets Berhad. Sekuriti-sekuriti ini menggunakan prinsip *musyarakah*, *ijarah* dan *bay' bithaman ajil*. *Proses penerbitan sekuriti-sekuriti ini agak berbeza di antara satu sama lain. Ia adalah berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang digunakan. Sila lihat* (atas talian) <http://www.sc.my>.
- 70 Rujukan dibuat berdasarkan, Musyarakah One Capital Berhad, *asset-backed*



sukuk musyarakah issuance programme of up to nominal value RM2,500 milion: principal terms and conditions, <http://www.sc.my>, 2005, (23 Oktober 2005): MARC, <http://www.marc.my>, (23 Oktober 2005): Prof. Madya. Dr. Engku Rabiah Adawiah Engku Ali, *temu bual*, 20 Oktober 2005. (Beliau adalah Prof. Madya Fakulti Undang-Undang di IIUM dan salah seorang penasihat syariah bagi CIMB Berhad.)

- 71 Ia menepati pendapat oleh ulama Syafii'yyah dan Malikiyyah.
- 72 Engku Rabiah Adawiah Engku Ali, *Securitization in Islamic contract*, Kertas kerja Kolokium Bon Islam. Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 24 Jun 2004, hlm 44.

