

Analisis Fiqh Terhadap Kriteria Penilaian Sukuk oleh Majlis Penasihat Syariah

[Fiqh Analysis on the Evaluation Criteria of Sukuk by the Shariah Advisory Council]

BITARA

Volume 8, Issue 4, 2025: 245-261
© The Author(s) 2025
e-ISSN: 2600-9080
<http://www.bitarajournal.com>
Received: 23 August 2025
Accepted: 23 September 2025
Published: 23 Oktober 2025

Balqis Najihah Mohd Fadzil¹ & Azlin Alisa Ahmad^{1*}

1 Pusat Kajian Syariah, Fakulti Pengajian Islam, Universiti Kebangsaan Malaysia, 43600 UKM Bangi, Selangor, MALAYSIA.
E-mail: P147180@siswa.ukm.edu.my; azlinalisa@ukm.edu.my

*Corresponding Author: azlinalisa@ukm.edu.my

Abstrak

Sukuk merupakan instrumen penting dalam pasaran modal Islam yang berfungsi sebagai alternatif patuh Syariah kepada bon konvensional. Walaupun penerbitannya di Malaysia berkembang pesat sejak beberapa dekad yang lalu namun kajian mendalam mengenai prinsip fiqh yang diaplikasikan oleh Suruhanjaya Sekuriti (SC) melalui Majlis Penasihat Syariah (MPS) dalam menilai dan mengklasifikasikan sukuk masih terbatas. Hal ini menimbulkan persoalan tentang apakah prinsip fiqh yang dijadikan sandaran dalam menentukan status patuh Syariahnya. Bagi menjawab persoalan tersebut, kajian ini bertujuan untuk menganalisis keputusan hukum yang dikeluarkan MPS berhubung dengan instrumen ini. Metodologi kajian ini berbentuk kualitatif dengan menggunakan analisis kandungan secara deskriptif terhadap data yang diperoleh daripada buku, artikel jurnal, garis panduan Suruhanjaya Sekuriti, serta dokumen rasmi berkaitan. Hasil kajian mendapati bahawa MPS berperanan besar dalam memastikan sukuk yang diterbitkan mematuhi prinsip fiqh melalui aplikasi konsep ijtihad dan menekankan isu-isu fiqh semasa seperti ta'widh, tawarruq, wa'ad, muwa'adah, 'aqd al-tawrid dan ibra'. Keputusan yang dikeluarkan oleh MPS terbukti mengekalkan disiplin ilmu usul fiqh serta mengambil kira maqasid Syariah dalam menjaga kepentingan umum. Analisis ini memberikan gambaran jelas mengenai tatacara pengaplikasian kaedah fiqh dalam menentukan status patuh Syariah sesuatu sukuk oleh MPS dalam memastikan kredibiliti pasaran sukuk di Malaysia terjamin.

Kata kunci: Fiqh, Sukuk, Majlis Penasihat Syariah (MPS), Suruhanjaya Sekuriti (SC)

Abstract

Sukuk is an important instrument in the Islamic capital market that serves as a Shariah-compliant alternative to conventional bonds. Although its issuance in Malaysia has grown rapidly over the past few decades, in-depth studies on the fiqh principles applied by the Securities Commission (SC) through the Shariah Advisory Council (SAC) in evaluating and classifying sukuk remain limited. This raises the question of how the SAC evaluates sukuk structures and what fiqh principles are used as the basis for determining their Shariah-compliant status. To address this issue, the study aims to analyse the Shariah rulings issued by the SAC concerning this instrument. The methodology of this study is qualitative in nature, employing descriptive content analysis of data obtained from books, journal articles, Securities Commission guidelines, and other official documents. The findings reveal that the SAC plays a significant role in ensuring that issued sukuk comply with fiqh principles through the application of ijtihad, while emphasising contemporary fiqh issues such as ta'widh, bai' 'inah, and ibra'. The rulings issued by the SAC have been shown to uphold the discipline of usul al-fiqh and to consider the maqasid al-Shariah in safeguarding public interest. This analysis provides a clear picture of the application of fiqh methods in determining the Shariah-compliant status of sukuk, thereby ensuring the credibility of Malaysia's sukuk market.

Keywords: Fiqh, Sukuk, Shariah Advisory Council (SAC), Securities Commission (SC)



This is an open-access article under the CC-BY 4.0 license

Cite This Article:

Balqis Najihah Mohd Fadzil & Azlin Alisa Ahmad. (2025). Analisis Fiqh Terhadap Kriteria Penilaian Sukuk oleh Majlis Penasihat Syariah [Fiqh Analysis on the Evaluation Criteria of Sukuk by the Shariah Advisory Council]. *BITARA International Journal of Civilizational Studies and Human Sciences* 8(4): 245-261.

Pengenalan

Sukuk telah berkembang menjadi instrumen kewangan utama dalam pasaran modal Islam global serta menawarkan alternatif patuh Syariah kepada bon konvensional kerana ia tidak mengandungi unsur riba, gharar dan maisir. Di peringkat antarabangsa penerbitan sukuk telah berkembang pesat sejak dua dekad yang lalu dengan melibatkan negara-negara seperti Bahrain, Arab Saudi, Emiriah Arab Bersatu, Pakistan dan United Kingdom. Sukuk digunakan sebagai mekanisme pembiayaan pembangunan infrastruktur, projek korporat dan usaha sosial bagi mencerminkan perkembangan prinsip Islamik dalam amalan kewangan moden.

Malaysia muncul sebagai pemimpin pasaran sukuk sekaligus menjadi peneraju utama dalam pasaran sukuk dunia. Sukuk korporat pertama di Malaysia dikeluarkan oleh Shell MDS pada tahun 1990 dengan nilai RM 125 juta yang menjadi titik permulaan era sukuk korporat di negara ini (FitchRatings, 2025). Tidak lama kemudian, pada tahun 1994, sukuk mudharabah pertama diterbitkan oleh Cagamas Bhd bernilai RM 30 juta (Malaymail, 2020). Seterusnya, pada tahun 2001, Kumpulan Guthrie Berhad menerbitkan sukuk korporat jenis ijarah bernilai USD 150 juta, dan pada tahun 2002 kerajaan Malaysia pula menerbitkan sukuk kedaulatan (sovereign) sukuk ijarah pertama bernilai USD 600 juta menandakan Malaysia bukan sahaja aktif di sektor korporat tetapi juga di peringkat kerajaan (Ima, Sanep, Mohammad Hakimi, 2013).

Sebagai indikator pertumbuhan pasaran yang cepat dan berterusan, data menunjukkan bahawa pada akhir tahun 2009 jumlah sukuk di Malaysia telah mencapai kira-kira RM 32.3 bilion berbanding hanya RM 7.7 bilion pada penghujung tahun 2000 (Wan Razazila, Jamal Roudaki, Murray Clark). Bandingannya dengan bon konvensional pada masa itu juga menunjukkan sukuk telah mula menjadi pilihan yang boleh diterima dalam pasaran modal domestik (Wan Razazila, Jamal Roudaki, Murray Clark). Kejayaan-kejayaan ini disokong lagi oleh pelaksanaan garis panduan sukuk di Malaysia di bawah Seksyen Pasaran Modal dan Perkhidmatan Kewangan dan pelbagai inisiatif polisi lain yang memperkukuh infrastruktur pasaran modal Islam.

Pasaran bon dan sukuk Malaysia menunjukkan pertumbuhan kukuh pada suku kedua tahun 2025. Dalam tempoh enam bulan pertama sahaja jumlah terbitan bon dan sukuk yang masih beredar telah mencecah RM2.177 trilion sekali gus mencerminkan prestasi yang memberangsangkan bagi tahun semasa. Perkembangan ini berlaku dalam konteks pelabur global yang semakin mengalihkan tumpuan daripada pasaran Amerika Syarikat kepada pasaran hutang Asia yang lebih stabil serta menawarkan pulangan yang kompetitif. Malaysia dengan kedudukannya sebagai pusat kewangan Islam yang kukuh dan infrastruktur pasaran modal yang

mantap muncul sebagai destinasi pilihan utama bagi kemasukan modal asing. Landskap pasaran bon dan sukuk Malaysia pada separuh pertama tahun 2025 bukan sahaja menampilkan pertumbuhan yang kukuh dari segi jumlah terbitan tetapi juga menonjolkan kedudukan negara sebagai peneraju utama pasaran hutang di Asia. Sokongan berterusan daripada pelabur asing serta strategi pelaburan yang sesuai dengan keadaan pasaran semasa menjadikan sektor ini terus berdaya maju dan berpotensi menyumbang secara signifikan kepada pembangunan ekonomi negara. (BIX, 2025)

Bagi memastikan semua produk pasaran modal Islam di Malaysia kekal patuh kepada prinsip Syariah, Suruhanjaya Sekuriti Malaysia menubuhkan MPS atau Shariah Advisory Council (SAC) pada 16 Mei 1996 di bawah Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993 (SC, 2023). Fungsi utama MPS adalah sebagai autoriti yang menetapkan dan menentukan penerapan prinsip-prinsip Syariah dalam semua aktiviti pasaran modal Islam (Islamic Capital Market, ICM), termasuk transaksi dan produk sukuk (SC, 2023). MPS memberikan fatwa, arahan Syariah dan keputusan pengesahan struktur kewangan agar tidak melanggar asas fiqh dan maqasid Syariah seperti keadilan, kepastian dan faedah umum. Selain itu, ia juga bertindak sebagai pusat rujukan utama dalam hal ehwal Syariah bagi SC dan pihak berkepentingan lain, mengemaskini senarai sekuriti patuh Syariah, dan menyelia pembangunan produk-produk inovatif seperti sukuk lestari dan sukuk sosial (OBG, 2012).

Secara keseluruhan, sejarah dan perkembangan sukuk di Malaysia menunjukkan gabungan faktor institusi, polisi dan inovasi struktur yang menjadikan pasaran ini rancak dan kompetitif. Peranan MPS sangat kritikal dalam memastikan setiap sukuk yang diterbitkan bukan sahaja memenuhi keperluan pasaran semasa tetapi turut memelihara integriti Syariah, sekaligus memelihara kepercayaan pelabur tempatan dan antarabangsa terhadap pasaran modal Islam Malaysia.

Pernyataan Masalah

Perkembangan sukuk sebagai instrumen kewangan Islam di Malaysia menunjukkan pencapaian yang membanggakan apabila negara ini muncul sebagai peneraju pasaran sukuk dunia. Sejak penerbitan sukuk pertama oleh Bank Islam Malaysia Berhad pada tahun 1990, diikuti dengan sukuk kedaulatan pada tahun 2002, pasaran sukuk Malaysia terus mendominasi pasaran global dengan pelbagai inovasi struktur yang menggabungkan kontrak Syariah seperti mudharabah, musyarakah, ijarah, wakalah, salam dan istisna'. Walau bagaimanapun, di sebalik pertumbuhan tersebut, masih terdapat permasalahan akademik dan praktikal yang perlu diberikan perhatian, khususnya berkaitan analisis fiqh terhadap kriteria penilaian sukuk yang dilaksanakan oleh Majlis Penasihat Syariah (MPS) Suruhanjaya Sekuriti Malaysia.

Kebanyakan kajian terdahulu lebih menekankan aspek teknikal dan ekonomi, manakala pendekatan fiqh yang digunakan dalam proses pengeluaran fatwa masih kurang dibincangkan secara ilmiah. Di samping itu, wujud juga perbezaan pandangan ulama mengenai isu-isu seperti ta'widh, tawaruq dan ibra', yang sering menjadi asas perbincangan dalam struktur sukuk di Malaysia. Hal ini menimbulkan persoalan tentang bagaimana MPS menilai dan menjustifikasi penggunaan kontrak-kontrak tersebut serta bagaimana prinsip usul fiqh dan maqasid Syariah diaplikasikan dalam proses penentuan hukum.

Bagi menjawab persoalan tersebut, kajian ini dilaksanakan dengan menggunakan pendekatan kualitatif melalui kaedah analisis kandungan secara deskriptif. Kaedah ini dipilih kerana ia membolehkan penelitian terhadap dokumen bertulis secara sistematik bagi meneliti isu-isu fiqh yang timbul dalam struktur sukuk dan bagaimana ia ditangani oleh MPS. Data kajian diperoleh daripada buku, artikel jurnal, garis panduan Suruhanjaya Sekuriti serta dokumen rasmi berkaitan resolusi MPS. Analisis dilakukan dengan meneliti keputusan-keputusan MPS, mengenal pasti prinsip fiqh yang menjadi asas penentuan hukum, serta menilai keselarasan keputusan tersebut dengan maqasid Syariah. Melalui pendekatan ini, kajian dapat memberikan gambaran yang lebih jelas tentang peranan MPS dalam memastikan kredibiliti dan integriti pasaran sukuk di Malaysia sentiasa terjamin.

Peranan MPS dalam Pasaran Modal di Malaysia

MPS yang ditubuhkan pada tahun 1997 di bawah SC berperanan membantu SC mengenalpasti produk-produk pasaran modal yang patuh syariah dari segala aspek. Antaranya adalah mengenai insurans konvensional, saham dan sebagainya. Ia juga bertindak sebagai penasihat dalam hal yang berkaitan dengan pasaran modal Islam dan juga sebagai sumber rujukan. SC merupakan sebuah badan penyelia yang bekerjasama dengan Bank Negara dalam memastikan produk-produk pasaran modal ini patuh syariah dan undang-undang. Selain itu, ia juga bertindak mengawal semua perkara yang berkaitan dengan syarikat, sekuriti, bursa, mengawal perilaku individu berlesen dan sebagainya. Dalam masyarakat pula ia membantu agar orang ramai tidak tertipu dengan mana-mana agensi yang tidak patuh dengan undang-undang yang ada (Asri Ahmad Academy).

Selaras dengan peranan SC sebagai badan tunggal yang bertanggungjawab mengawal selia pasaran modal di Malaysia MPS juga berfungsi sebagai rujukan utama dalam hal-hal berkaitan Syariah dalam pasaran modal Islam. Hal ini kerana MPS diberikan kuasa untuk menasihati SC mengenai segala aspek yang berkaitan dengan pembangunan pasaran modal Islam secara menyeluruh. MPS bertindak sebagai pusat rujukan rasmi bagi semua persoalan yang timbul berhubung dengan pasaran modal Islam. (Nik Ramlah Mahmood, 2004)

Bagi melaksanakan peranan tersebut MPS mengambil dua pendekatan utama. Pertama, menilai serta mengkaji instrumen pasaran modal yang sedia ada untuk menentukan status pematuhan Syariahnya. Penilaian ini memberi fokus kepada aspek struktur, mekanisme serta penggunaan instrumen tersebut di dalam pasaran modal bagi memastikan ia tidak bercanggah dengan prinsip yang telah digariskan oleh Syariah. Kedua, MPS turut memberi perhatian kepada aspek inovasi iaitu dengan merangka dan membangunkan instrumen kewangan baharu yang sesuai dengan tuntutan semasa pasaran namun tetap berpaksikan prinsip-prinsip Syariah (SC, 2006).

Antara produk penting dalam pasaran modal Islam ialah saham yang disenaraikan di Bursa Malaysia. Sehingga bulan November 2008 terdapat sebanyak 980 syarikat yang telah menyenaraikan saham mereka di Bursa Malaysia (SC, 2008). Dalam sektor ekuiti ini MPS bertanggungjawab membuat semakan dan pengesahan ke atas sekuriti yang tersenarai bagi menentukan status patuh Syariahnya berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan. Senarai Sekuriti Patuh Syariah kemudiannya diterbitkan kepada umum sebanyak dua kali setahun iaitu

pada penghujung bulan Mei dan November. Senarai ini mula diperkenalkan pada 18 Jun 1997 dengan jumlah awal sebanyak 371 syarikat kira-kira separuh daripada keseluruhan syarikat yang tersenarai di Bursa Kuala Lumpur ketika itu. Senarai ini menjadi rujukan asas kepada pelabur individu serta institusi pengurusan dana yang hanya boleh melabur dalam instrumen patuh Syariah (SC, 2004). Menjelang akhir November 2008 daripada 980 sekuriti yang tersenarai sebanyak 855 sekuriti atau 87 peratus telah dikategorikan sebagai patuh Syariah (SC, 2008).

Dalam proses penentuan status Syariah sesuatu sekuriti MPS menerima sokongan penyelidikan daripada SC. Bagi pihak SC penyelidikan ditumpukan kepada aktiviti teras syarikat untuk memastikan sumber pendapatannya selaras dengan garis panduan Syariah. Maklumat berkaitan dikumpulkan daripada pelbagai sumber antaranya laporan kewangan tahunan syarikat, borang soal selidik yang diedarkan untuk memperoleh maklumat terperinci serta pertanyaan terus kepada pihak pengurusan syarikat. Pemantauan secara berterusan turut dijalankan bagi memastikan syarikat tersenarai kekal berada dalam kerangka Syariah. (SC Sepintas Pandang, 2008)

Untuk memastikan penilaian yang konsisten, MPS telah menggubal beberapa kriteria khusus yang memudahkan penyelidikan difokuskan kepada aktiviti teras serta aktiviti bercampur sesebuah syarikat. Secara umumnya, sekuriti akan diklasifikasikan sebagai tidak patuh Syariah sekiranya aktiviti utamanya jelas bercanggah dengan prinsip Syariah, seperti berikut:

- a. Penyediaan perkhidmatan kewangan berasaskan riba (faedah),
- b. Perjudian dan pertaruhan,
- c. Pengeluaran atau penjualan produk yang tidak halal atau berkaitan dengan barangan tidak halal,
- d. Perkhidmatan insurans konvensional,
- e. Aktiviti hiburan yang bertentangan dengan Syariah,
- f. Pengeluaran atau penjualan produk berasaskan tembakau atau yang berkaitan dengannya,
- g. Pembrokeran atau urus niaga sekuriti tidak patuh Syariah, dan
- h. Lain-lain aktiviti yang bercanggah dengan prinsip Syariah.

Bagi syarikat yang menjalankan aktiviti bercampur antara halal dan haram, MPS mengambil kira dua kriteria tambahan. Pertama, imej syarikat tersebut mestilah baik dan diterima oleh pandangan umum masyarakat. Kedua, aktiviti teras syarikat perlu membawa manfaat serta masalah kepada umat Islam dan negara, manakala unsur yang tidak selaras dengan Syariah mestilah sangat kecil serta berkaitan dengan perkara *'umum balwa*, *'uruf*, atau hak masyarakat bukan Islam yang diiktiraf dalam Islam (Mohd Sabree & Khairul Azhar, 2019).

Konsep Sukuk dan Aplikasinya di Malaysia

Sifat Asas Sukuk

Sukuk merupakan sijil bernilai sama yang mewakili kepentingan pemilikan tidak berbahagi (proportionate interest) terhadap aset asas sama ada berbentuk nyata atau tidak nyata, usufruct, perkhidmatan, pelaburan dalam projek tertentu atau aktiviti pelaburan khas. Berbeza dengan sekuriti hutang konvensional yang berasaskan pinjaman atau hutang dengan pembayaran faedah sukuk dibangunkan melalui aplikasi prinsip dan konsep Islam yang inovatif. Walau bagaimanapun, sukuk turut mempunyai persamaan dengan instrumen hutang konvensional kerana struktur terbitannya masih bergantung kepada kemampuan penerbit untuk membuat agihan berkala serta pembayaran semula prinsipal (BMG, 2016).

Salah satu syarat asas sukuk ialah pematuhan terhadap prinsip Syariah. Struktur sukuk dirangka dengan melibatkan pertukaran aset patuh Syariah dengan imbalan kewangan yang membolehkan pelabur memperoleh keuntungan atau hasil sewaan daripada transaksi pada masa hadapan. Kepelbagaian prinsip Syariah yang digunakan dalam pembentukan sukuk telah menghasilkan pelbagai jenis struktur antaranya jual beli aset secara bay' bithaman ajil (bayaran tertangguh), sewaan aset tertentu berasaskan ijarah serta perkongsian untung rugi melalui musyarakah. Terdapat juga instrumen inovatif yang dibangunkan oleh para penggiat pasaran dengan menggunakan pelbagai prinsip kewangan Islam lain termasuk istisna' (pembiayaan projek), murabahah (jual beli kos tambah), mudharabah (perkongsian keuntungan) dan qard (pinjaman tanpa faedah). Di Malaysia, majoriti sukuk yang diterbitkan adalah berasaskan instrumen hutang seperti murabahah dan bay' bithaman ajil, mencerminkan kecenderungan pasaran terhadap struktur yang lebih praktikal dan mudah dilaksanakan dalam rangka pematuhan Syariah (BMG, 2016).

Terbitan Sukuk di Malaysia

Di Malaysia, kerajaan konvensional mempunyai padanan instrumen Islam yang dikenali sebagai sukuk. Antara instrumen yang diperkenalkan ialah Bank Negara Monetary Notes-i (BNMN-i) yang berfungsi sebagai sekuriti Islam untuk mengurus kecairan dalam pasaran kewangan Islam. Malaysian Islamic Treasury Bills (MITB) pula merupakan sekuriti jangka pendek yang dibangunkan berdasarkan prinsip bai' al-'inah. MITB diterbitkan oleh Bank Negara Malaysia (BNM) bagi pihak kerajaan dan didagangkan di pasaran sekunder menggunakan prinsip bai' al-dayn (BMG, 2016).

Instrumen lain ialah Malaysian Government Investment Issues (MGII) yang merupakan sekuriti kerajaan tanpa faedah dengan tempoh matang antara 3 hingga 20 tahun. MGII diterbitkan melalui tender kompetitif oleh BNM untuk membiayai perbelanjaan pembangunan negara. Sukuk Bank Negara Malaysia Issues (SBNMI) pula dikeluarkan berasaskan prinsip al-ijarah dan berbentuk bon sifar kupon dengan tempoh matang antara 1 hingga 2 tahun. Kerajaan turut memperkenalkan Merdeka Savings Bond sebagai instrumen pelaburan Syariah yang menyasarkan pesara, khususnya mereka yang sebelum ini bergantung kepada pendapatan faedah daripada simpanan di institusi kewangan (BMG, 2016).

Selain itu, Sukuk 1Malaysia 2010 diperkenalkan bagi warganegara berumur 21 tahun ke atas. Sukuk ini mempunyai ciri boleh dijual semula yang memberi fleksibiliti kepada pelabur untuk melakukan transaksi sebelum tarikh matang. Peranan sektor korporat dalam penerbitan sukuk juga semakin menonjol. Pasaran sukuk korporat mencatat pertumbuhan purata tahunan sekitar 25% bagi tempoh 2010 hingga 2014. Pada Jun 2015, jumlah sukuk korporat yang masih beredar mewakili 64% daripada keseluruhan sekuriti hutang korporat di Malaysia (BMG,2016).

Peraturan Sukuk

Pasaran modal Islam di Malaysia dikawal selia oleh SC yang beroperasi selari dengan pasaran modal konvensional. Pada peringkat awal SC mengeluarkan Guidelines on Sukuk yang mengandungi peruntukan khusus berkaitan sifat, jenis dan amalan sukuk. Peruntukan ini kemudiannya diserapkan ke dalam SC Guidelines for Retail Bonds and Issuances under the Lodge and Launch Framework yang turut meliputi aspek dokumentasi, kelulusan, proses penerbitan dan ketetapan lain berhubung sukuk serta sekuriti hutang konvensional. Sukuk juga tertakluk kepada peruntukan tambahan bagi memastikan kesesuaiannya dengan prinsip Syariah. Bagi tujuan ini SC menubuhkan MPS pada tahun 1996 sebagai badan autoritatif yang memastikan semua produk pasaran modal Islam domestik mematuhi Syariah. Keanggotaan MPS terdiri daripada sarjana Syariah terkemuka, ahli perundangan, dan pengamal pasaran yang memberikan nasihat serta panduan berkaitan transaksi dan aktiviti pasaran modal Islam (BMG,2016).

Selain SC, Bank Negara Malaysia (BNM) turut menubuhkan MPS sendiri yang berperanan dalam tadbir urus instrumen hutang dan pasaran wang di bawah bidang kuasanya. Setelah sesuatu jenis sukuk diterima secara prinsip dalam pasaran, struktur khusus sukuk tersebut perlu disahkan pematuhannya oleh Penasihat Syariah yang berdaftar dengan SC di bawah Registration of Shariah Adviser Guidelines. Di samping itu, aspek perundangan juga diambil kira melalui pengesahan oleh penasihat undang-undang bahawa Trust Deed yang mendasari sesuatu sukuk boleh dikuatkuasakan mengikut undang-undang Malaysia. Hal ini memastikan bahawa selain kepatuhan Syariah, sukuk yang diterbitkan di Malaysia juga dilindungi dari sudut perundangan (BMG,2016).

Infrastruktur Sukuk

Infrastruktur pasaran bagi sukuk di Malaysia adalah sama seperti yang digunakan untuk bon dan nota konvensional. Sukuk diperdagangkan secara over-the-counter (OTC) melalui kemudahan elektronik berdaftar yang turut menempatkan sekuriti hutang konvensional, atau sebagai Exchange Traded Bonds and Sukuk (ETBS) di Bursa Malaysia. Semua transaksi direkodkan dalam Electronic Trading Platform (ETP) dan proses penyelesaian serta penjelasan dilakukan melalui Real-time Electronic Transfer of Funds and Securities System (RENTAS).

BNM turut mengekalkan sebuah portal maklumat khas melalui inisiatif Malaysia International Islamic Financial Centre yang menyediakan akses atas talian kepada maklumat mengenai pasaran wang antara bank Islam. Selain itu, Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM) dengan kerjasama Thomson Reuters menerbitkan BPAM Sukuk Index sebagai penanda aras pasaran sukuk domestik (BMG,2016).

Malaysia juga menjadi tuan rumah kepada Islamic Financial Services Board (IFSB), iaitu sebuah badan piawaian antarabangsa yang berperanan memperkukuh ketahanan serta kestabilan industri kewangan Islam. IFSB mengeluarkan piawaian berhemat global dan prinsip panduan yang merangkumi sektor perbankan, takaful dan pasaran modal Islam. Selain itu, Malaysia menempatkan International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM) yang ditubuhkan melalui kerjasama bank pusat, pihak berkuasa monetari, serta organisasi pelbagai hala. IILM berperanan mengeluarkan instrumen kewangan jangka pendek yang mematuhi Syariah bagi memudahkan pengurusan kecairan Islam rentas sempadan secara berkesan. Institusi ini beribu pejabat di Kuala Lumpur dan menikmati keistimewaan serta kekebalan tertentu di bawah International Islamic Liquidity Management Corporation Act 2011 (BMG,2016).

Bagi merencanakan lagi pembangunan kewangan Islam, Malaysia memperkenalkan inisiatif marketplaceIF pada Februari 2016. Platform ini bertujuan menghubungkan komuniti global yang mencari penyelesaian kewangan dengan institusi kewangan Islam Malaysia serta perkhidmatan profesional sokongan yang berkaitan (BMG,2016).

Kontrak Sukuk di Malaysia

Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) yang mengeluarkan piawaian perakaunan, pengauditan, tadbir urus, etika dan piawaian Syariah telah menetapkan 14 jenis Sukuk yang berbeza. Kajian ini menggariskan 7 jenis yang kebanyakannya digunakan di pasaran sukuk Malaysia. Struktur sukuk yang dinyatakan dalam kajian ini bergantung kepada penciptaan Special Purpose Vehicle (SPV).

SPV akan menerbitkan sukuk yang mewakili kepentingan pemilikan yang tidak dibahagikan dalam aset asas, transaksi atau projek SPV adalah syarikat yang didaftarkan sebagai anak syarikat dengan status undang-undang yang membolehkannya menjamin struktur asetnya sedemikian rupa di mana entiti masing-masing tidak akan terjejas dalam keadaan di mana syarikat induk memasuki kebangkrutan. Dalam erti kata lain SPV adalah jambatan yang membantu pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak untuk mendapatkan saham mereka dengan sewajarnya dan memantau hak mereka.

Sukuk Mudharabah (perkongsian keuntungan)

Sijil yang mewakili projek atau aktiviti yang diuruskan berdasarkan kontrak mudharabah (perkongsian berasaskan kepercayaan). Kontrak ini terdapat satu pihak/pasangan yang dikenali sebagai mudarib yang akan menguruskan projek tersebut. Selain mudarib, terdapat satu lagi pihak yang dikenali sebagai rabbul-mal (pemilik modal) yang menyediakan modal bagi projek

tersebut dan memiliki saham dalam ekuiti mudharabah, di mana pulangnya akan berdasarkan peratusan pemilikan saham. Dana yang dikumpulkan adalah modal mudharabah.

Dalam transaksi ini, para pelabur adalah rabbul-mal (pemilik modal) dan pemegang sijil merupakan pemilik aset mudharabah. Pelabur melanggan sukuk dan membayar hasil kepada Syarikat Tujuan Khas (Special Purpose Vehicle atau SPV). SPV mengisytiharkan amanah ke atas hasil tersebut (dan apa-apa aset atau kepentingan mudharabah yang diperoleh menggunakan hasil tersebut) dan bertindak sebagai pemegang amanah bagi pihak pelabur. Keuntungan daripada aktiviti pelaburan akan dikongsi antara kedua-dua pihak berdasarkan nisbah yang telah dipersetujui terlebih dahulu, bergantung kepada prestasi aset atau projek tersebut. Mereka juga adalah penyedia modal dan menanggung kerugian, kecuali jika kerugian itu disebabkan oleh kecuaihan atau pengurusan yang tidak baik dalam usaha tersebut.

Dalam mudharabah sukuk, pemegang sukuk adalah rakan kongsi pasif yang tidak terlibat dalam pengurusan aset, perniagaan, atau projek asas. Rakan kongsi yang aktif ialah penerbit sukuk. Penerbit sukuk, sebagai rakan kongsi yang aktif, biasanya berhak mendapat yuran dan/atau bahagian keuntungan yang telah dinyatakan dalam kontrak awal bersama pelabur. Namun, mudharabah sukuk tidak boleh mengandungi jaminan daripada penerbit untuk modal atau keuntungan tetap, atau keuntungan berdasarkan mana-mana peratusan modal (Intraday, 2020).

Sukuk Musyarakah (Perkongasian Untung dan Rugi)

Istilah *musyarakah* berasal daripada perkataan *shirkah*, yang bermaksud perkongsian. Dalam bentuk yang paling ringkas, susunan musyarakah adalah perkongsian antara dua (atau lebih) pihak, di mana setiap rakan kongsi menyumbangkan modal kepada perkongsian tersebut, sama ada dalam bentuk tunai atau sumbangan dalam bentuk lain. Para rakan kongsi dalam musyarakah berkongsi keuntungan berdasarkan nisbah yang telah dipersetujui, dan menanggung kerugian mengikut kadar sumbangan modal awal mereka. Musyarakah tidak berbeza dengan sukuk mudharabah kecuali dari segi pengurusan hubungan antara pihak yang menerbitkan sukuk tersebut dan pemegang sukuk, di mana pihak penerbit sukuk membentuk sebuah jawatankuasa daripada kalangan pemegang sukuk yang boleh dirujuk untuk keputusan pelaburan.

Sukuk musyarakah sangat sesuai untuk pembiayaan projek komersial besar, seperti pengembangan kilang atau projek pembinaan. Sebuah Syarikat Tujuan Khas (*Special Purpose Vehicle* atau SPV) boleh membeli, menempah, atau membina aset musyarakah yang dimiliki, atau yang akan dibeli atau dibina oleh entiti penerbit. SPV akan menyumbangkan tunai sebagai modal kepada musyarakah dan kemudian menyewakan aset musyarakah tersebut kepada entiti penerbit, untuk tempoh yang sama dengan tempoh matang sukuk, pada kadar sewa tetap atau terapung yang telah dipersetujui.

Apabila berlaku kegagalan (*default*) atau tempoh matang, entiti penerbit akan mengeluarkan janji untuk membeli unit musyarakah daripada SPV pada harga yang telah dipersetujui. Sukuk musyarakah boleh dianggap sebagai instrumen boleh niaga dan boleh dibeli serta dijual di pasaran sekunder. Kerugian dalam musyarakah mesti ditanggung oleh rakan kongsi mengikut kadar sumbangan modal mereka dalam musyarakah. Nisbah perkongsian

keuntungan mesti dipersetujui pada awalnya dan, tidak seperti kerugian, tidak semestinya mengikut kadar sumbangan modal setiap rakan kongsi (Intraday, 2020).

Sukuk Murabahah (Jualan dengan Keuntungan/ Cara Pembayaran Tertunda)

Dalam industri kewangan Islam, istilah *murabahah* secara umum merujuk kepada suatu susunan kontrak antara pelabur (penjual) dan pemula (pembeli), di mana pelabur akan menjual aset atau komoditi tertentu kepada pemula untuk penghantaran segera dengan jangkaan bahawa pelanggan dapat memenuhi kewajipan pembayaran tertunda berdasarkan perjanjian *murabahah*.

Harga tertunda biasanya merangkumi kos aset atau komoditi yang dibeli oleh pelabur ditambah dengan margin keuntungan yang telah dipersetujui, yang mewakili keuntungan yang dijana daripada penglibatan dalam transaksi tersebut. Pembayaran harga tertunda oleh pemula boleh distrukturkan sebagai pembayaran berkala pada tarikh-tarikh yang ditetapkan sejak awal. Penyusunan ini merupakan jenis sukuk berpendapatan tetap, dan Syarikat Tujuan Khas (*Special Purpose Vehicle* atau SPV) bertindak sebagai pengantara antara pemegang sukuk dan obligor. Sukuk *murabahah* tidak boleh diperdagangkan secara sah di pasaran sekunder kerana sijil tersebut mewakili hutang yang terhutang oleh pembeli seterusnya ke atas komoditi kepada pemegang sukuk, dan perdagangan hutang secara tertunda tidak dibenarkan menurut prinsip Syariah (Intraday, 2020).

Struktur sukuk yang diperkenalkan oleh AAOIFI seperti *mudharabah*, musyarakah dan *murabahah* memperlihatkan kepelbagaian instrumen yang digunakan dalam pasaran Malaysia, dengan setiap satunya mempunyai mekanisme, tahap risiko dan pulangan tersendiri. *Sukuk mudharabah* menekankan perkongsian keuntungan dengan pelabur sebagai penyedia modal pasif manakala sukuk musyarakah menampilkan perkongsian untung rugi yang lebih seimbang melalui penyertaan modal semua pihak sementara *sukuk murabahah* lebih berbentuk pembiayaan berpendapatan tetap tetapi terbatas dari segi kecairan. Peranan SPV sangat penting bagi mengurus amanah, mengasingkan risiko serta memastikan kelancaran transaksi dan menjadikan pasaran sukuk Malaysia lebih berdaya saing dan kekal patuh Syariah.

Analisis Fiqh terhadap Sukuk di Malaysia Oleh MPS SC

Sukuk merupakan salah satu instrumen utama dalam pasaran modal Islam di Malaysia yang memerlukan penelitian rapi dari sudut fiqh bagi menjamin kesahihan dan kepatuhan terhadap prinsip Syariah. Tanggungjawab ini dipikul oleh MPS SC yang berperanan menilai serta mengesahkan struktur *sukuk* sebelum ia ditawarkan kepada pelabur. Analisis fiqh yang dilakukan merangkumi penentuan keabsahan kontrak *sukuk* seperti *mudharabah*, musyarakah, *murabahah* dan lain-lain agar terhindar daripada unsur yang dilarang seperti *gharar*, *riba* dan *maisir*. Pandangan serta resolusi yang dikeluarkan oleh MPS bukan sahaja memberikan keyakinan kepada penggiat industri kewangan Islam di dalam negara tetapi turut menjadi rujukan penting di peringkat antarabangsa.

Ta'widh

Dalam pasaran modal Islam konsep ta'widh merupakan salah satu elemen penting yang diaplikasikan dalam penstrukturan sukuk. Ia merujuk kepada bayaran ganti rugi yang dipersetujui oleh pihak-pihak berkontrak, dan boleh dituntut oleh pemiutang iaitu pelabur atau pemegang sukuk sekiranya penerbit sukuk gagal atau lewat melaksanakan obligasinya untuk membayar balik hutang berkaitan penerbitan sukuk. MPS SC telah meneliti isu ini dan mengeluarkan beberapa ketetapan yang menjadi panduan dalam pelaksanaan ta'widh secara patuh Syariah (MuftiWP, 2023).

Menurut keputusan MPS bayaran ta'widh yang dibenarkan untuk dikenakan ke atas kelewatan atau kegagalan melunaskan bayaran dalam pembiayaan Islam termasuk yang melibatkan sukuk. Aplikasi ini dibenarkan khususnya bagi pembiayaan yang berasaskan 'uqud mu'awadah seperti kontrak pertukaran selaras dengan prinsip Syariah yang menekankan keadilan dalam hubungan kontraktual. Struktur sukuk yang berasaskan 'uqud ishtiraq seperti mudharabah dan musyarakah MPS turut membenarkan pengenaan ta'widh terhadap penerbit sukuk yang gagal melaksanakan kewajipan pembayaran modal dan keuntungan pada tarikh yang dipersetujui. Walau bagaimanapun, pengenaan ta'widh dalam konteks ini hanya terbatas kepada keuntungan sebenar (realised profit) yang telah diperolehi dan tidak meliputi keuntungan yang dijangka (expected profit) (SC, 2019).

Selain itu, dalam struktur sukuk wakalah bi al-istithmar ta'widh boleh dikenakan sekiranya penerbit sukuk atau wakil pelaburan melanggar tanggungjawab fidusiari sebagai pengurus pelaburan. Hal ini termasuk kegagalan untuk mengagihkan keuntungan sebenar yang diperolehi kepada pelabur pada tarikh yang dipersetujui atau kelewatan dalam melunaskan sebarang jumlah yang terhutang kepada pelabur selepas pembubaran kontrak wakalah. Ketetapan ini memperlihatkan bahawa MPS menekankan prinsip akauntabiliti dan pemeliharaan hak pelabur untuk memastikan bahawa pengenaan ta'widh tidak bercanggah dengan larangan Syariah terhadap amalan riba (SC, 2022).

Secara keseluruhan, keputusan MPS berhubung ta'widh dalam sukuk menegaskan bahawa instrumen ini bertujuan melindungi kepentingan pelabur serta menjamin kelancaran operasi pasaran modal Islam. Dengan panduan yang jelas keyakinan pelabur terhadap integriti dan kepatuhan Syariah dalam pasaran sukuk Malaysia dapat terus diperkukuh sekali gus menyumbang kepada pengukuhan kedudukan Malaysia sebagai hab kewangan Islam global.

Wa'ad dan Muwa'adah

Prinsip wa'd dan muwa'adah merupakan dua elemen penting dalam kontrak kewangan Islam yang telah dibincangkan secara terperinci oleh MPS dalam beberapa mesyuarat mereka. Wa'ad ditakrifkan sebagai suatu janji daripada seseorang atau satu pihak untuk melaksanakan sesuatu perbuatan pada masa akan datang. Dari segi keterikatannya MPS memutuskan bahawa wa'ad adalah bersifat mulzim iaitu mengikat pihak yang memberikan janji sekiranya ia dikaitkan dengan syarat tertentu seperti perbuatan, tarikh, masa tertentu atau keadaan yang dijangka berlaku pada masa hadapan. Kesan keterikatan ini berkuat kuasa sebaik sahaja janji diberikan. Oleh itu, wa'ad mulzim dianggap harus berdasarkan pandangan fuqaha' yang mengiktiraf janji

yang dikaitkan dengan syarat tertentu sebagai pengikat. Implikasi kemungkiran wa'ad adalah pihak yang gagal menunaikan janji bertanggungjawab membayar ta'widh kepada penerima janji bersesuaian dengan kerugian sebenar yang ditanggung akibat kemungkiran tersebut (Pustaka Pemikir, 2018).

Dalam konteks muwa'adah pula ditakrifkan sebagai janji timbal balik antara dua pihak untuk memasuki suatu kontrak pada masa akan datang. Seperti wa'ad, muwa'adah juga bersifat mulzimah iaitu mengikat kedua-dua pihak yang terlibat sekiranya janji tersebut dikaitkan dengan syarat seperti perbuatan, masa atau tarikh tertentu serta keadaan khusus yang akan berlaku pada masa hadapan. Walau bagaimanapun, muwa'adah tidak menyerupai kontrak kerana ia hanya sekadar janji antara dua pihak dan kontrak sebenar hanya akan dimeterai pada tarikh yang telah dipersetujui. Sebagai contoh, dalam muwa'adah yang berkaitan dengan kontrak jual beli tiada syarat penyerahan barang atau pembayaran yang berlaku pada peringkat janji tersebut kerana kewajipan hanya timbul apabila kontrak dimeterai pada masa akan datang. Sekiranya berlaku kemungkiran dalam muwa'adah pihak yang gagal menunaikan janji bertanggungjawab membayar ta'widh berdasarkan kerugian sebenar yang ditanggung oleh pihak yang satu lagi (SC, 2022).

Ketetapan MPS mengenai wa'ad dan muwa'adah ini jelas menunjukkan usaha untuk menyeimbangkan antara prinsip keadilan dalam kontrak kewangan Islam dengan keperluan praktikal dalam instrumen moden seperti sukuk. Kedua-dua prinsip tersebut bukan sahaja memberi perlindungan kepada pihak yang menanggung risiko akibat kemungkiran janji malah turut memperkukuh keyakinan pelabur terhadap kepatuhan Syariah dalam pasaran modal Islam Malaysia.

Tawarruq

Tawarruq merupakan salah satu mekanisme yang diaplikasikan dalam kewangan Islam termasuk dalam struktur penerbitan sukuk. Secara asasnya, tawarruq merujuk kepada pembelian barangan atau aset dengan harga bertangguh, kemudian menjualnya semula kepada pihak ketiga dengan harga yang lebih rendah secara tunai. Kaedah ini berfungsi sebagai alternatif kepada pinjaman konvensional yang melibatkan faedah sekali gus mengelakkan unsur riba yang jelas dilarang dalam Syariah. Perbincangan mengenai keharusan tawarruq dalam pasaran modal Islam telah dibawa kepada MPS SC, bagi menentukan sama ada prinsip ini boleh digunakan dalam instrumen moden seperti sukuk (INCEIF, 2024).

MPS telah memutuskan bahawa tawarruq adalah dibenarkan untuk diaplikasikan dalam pasaran modal Islam termasuk dalam penstrukturan sukuk. Keputusan ini memberikan ruang yang lebih luas kepada penerbit untuk menawarkan produk pelaburan yang patuh Syariah sambil memenuhi keperluan pembiayaan dalam pasaran modal. Penerimaan tawarruq oleh MPS bukan sahaja menunjukkan fleksibiliti fiqh dalam menangani cabaran kewangan kontemporari tetapi juga membuktikan bahawa inovasi dalam instrumen kewangan Islam boleh dilaksanakan tanpa menjejaskan prinsip Syariah. Keputusan membenarkan tawarruq diaplikasikan dalam struktur sukuk telah membuka ruang baharu dalam inovasi kewangan Islam di Malaysia dan antarabangsa (Aida Rasyiqah, Zamzuri, 2021).

Ibra'

Keputusan berhubung dengan ibra' dalam transaksi pasaran modal Islam telah diperhalusi oleh MPS melalui beberapa siri mesyuarat. Meskipun keputusan mengenainya telah diputuskan sebelum ini MPS telah melakukan pengemaskinian untuk menjelaskan skop dan aplikasi ibra' secara lebih menyeluruh dalam konteks pasaran modal Islam. Ibra' ditakrifkan sebagai tindakan seseorang melepaskan hak dan tuntutan sama ada sebahagian atau sepenuhnya secara mutlak ataupun bersyarat terhadap obligasi pihak lain. Pelepasan tersebut menyebabkan pihak yang terlibat bebas daripada liabiliti yang sebelumnya tertanggung ke atasnya (Eza, 2019).

Ibra' boleh diaplikasikan dalam beberapa bentuk kontrak pertukaran ('uqud mu'awadhat). Sebagai contoh, dalam kontrak murabahah dan musawamah ibra' merujuk kepada pelepasan hak ke atas hutang atau jumlah terhutang yang wajib dibayar. Manakala dalam kontrak ijarah ibra' pula merujuk kepada pelepasan hak terhadap bayaran sewa yang telah terakru. Hal ini menunjukkan bahawa ibra' berfungsi sebagai mekanisme yang memberi fleksibiliti kepada pihak-pihak yang berkontrak, khususnya dalam menguruskan obligasi kewangan yang wujud dalam transaksi (Mohammed Fairouz, 2013).

Dari segi skop pula ibra' mempunyai peranan yang penting dalam pelbagai situasi pasaran modal Islam. Antara contohnya ialah dalam penebusan awal (early redemption) sukuk. Pemegang sukuk boleh memberikan ibra' kepada penerbit sukuk berdasarkan permohonan penebusan awal yang dibuat oleh pihak penerbit. Penebusan awal ini boleh berlaku akibat situasi keingkaran (event of default), pelaksanaan opsi beli (call option), keperluan perundangan (regulatory redemption) atau faktor percukaian (tax redemption). Bagi memastikan kejelasan dan keseragaman, formula pengiraan penebusan awal boleh dinyatakan sebagai panduan kepada penerbit. Klausula ibra' serta formula pengiraannya lazimnya diletakkan dalam perjanjian utama sukuk yang berasaskan kontrak pertukaran. Namun demikian klausa ibra' tersebut perlu diasingkan daripada bahagian harga aset dan sebaliknya dimasukkan dalam bahagian berkaitan kaedah pembayaran atau penyelesaian (SC, 2022).

Selain itu, ibra' juga boleh diaplikasikan dalam situasi lain yang memerlukan pemegang sukuk melepaskan hak atau tuntutan tertentu. Sebagai contoh, dalam keadaan ketidakstabilan (non-viability) yang membawa kepada keperluan hapus kira (write-off) pemegang sukuk boleh memberikan ibra' terhadap obligasi tertentu. Hal ini dapat dilihat dalam instrumen "Tier 2 sukuk" yang berasaskan prinsip murabahah. Oleh itu, aplikasi ibra' bukan sahaja memberikan ruang fleksibiliti kepada struktur sukuk malah turut memperkukuh ketelusan serta keadilan dalam hubungan antara penerbit dan pemegang sukuk (SC, 2019).

'Aqd Al-Tawrid

'Aqd al-tawrid merupakan salah satu kontrak perdagangan moden yang telah mendapat perhatian luas daripada para ulama' kontemporari khususnya dalam konteks ekonomi dan pasaran modal Islam. Kontrak ini wujud sebagai satu keperluan semasa hasil daripada perkembangan sektor perdagangan yang semakin kompleks dan dinamik. MPS melalui beberapa siri mesyuarat telah membincangkan hukum dan aplikasi kontrak ini lalu memutuskan bahawa 'aqd al-tawrid adalah dibenarkan serta boleh diaplikasikan dalam urusan niaga yang

berlandaskan Syariah. Dari segi definisi *'aqd al-tawrid* merujuk kepada kontrak antara pelanggan sebagai pembeli dengan pembekal sebagai penjual bagi tujuan pembekalan sesuatu barangan atau perkhidmatan yang telah ditentukan sifat-sifatnya untuk diserahkan pada tempoh tertentu dengan harga yang dipersetujui bersama. Pelaksanaan kontrak ini boleh berlaku dalam pelbagai bentuk sama ada penyerahan dan pembayaran dilakukan secara sekaligus atau secara berperingkat mengikut perjanjian yang ditetapkan (UUM, 2015).

Dalam aspek pelaksanaannya MPS telah menggariskan beberapa perkara penting bagi memastikan kontrak ini kekal selari dengan prinsip Syariah. Antaranya ialah keharusan *ta'jil al-badalain* dalam *'aqd al-tawrid* iaitu penangguhan kedua-dua balasan (barang dan harga) dengan syarat terdapat penetapan yang jelas dalam kontrak mengenai tempoh penyerahan barangan atau perkhidmatan serta pembayaran harga. Kontrak juga hendaklah menyatakan dengan terperinci jenis, sifat, kadar, harga, tempoh dan tempat penyerahan bagi mengelakkan sebarang unsur *gharar* yang dilarang. Di samping itu, jaminan ke atas pembayaran oleh pihak pembeli turut dibenarkan sama ada melalui instrumen *kafalah* yang berasaskan prinsip Syariah atau jika tidak dapat diperoleh boleh menggunakan jaminan konvensional dengan syarat ia tidak bercanggah dengan prinsip asas Syariah (SC, 2022).

Seterusnya, MPS turut memutuskan bahawa sekiranya berlaku kelewatan atau kemungkiran dalam pembayaran harga oleh pembeli maka pembekal berhak mengenakan caj *ta'widh* berdasarkan kerugian sebenar yang ditanggung. Caj ini boleh dikenakan sama ada dalam kes kelewatan bayaran yang tidak dibawa ke mahkamah atau dalam kes hutang penghakiman yang diputuskan oleh mahkamah dan hasil caj tersebut boleh diiktiraf sebagai pendapatan oleh pembekal. Sebaliknya jika berlaku kelewatan atau kegagalan penyerahan barangan atau perkhidmatan oleh pihak pembekal kedua-dua pihak boleh bersetuju untuk memasukkan klausa syart *jaza'i* dalam kontrak. Klausa ini membolehkan caj dikenakan ke atas pembekal sama ada pada awal kontrak atau sepanjang tempoh kontrak dengan syarat ia dipersetujui sebelum kelewatan atau kegagalan berlaku. Caj yang dikenakan tidak semestinya terikat dengan jumlah kerugian sebenar sebaliknya bergantung kepada persetujuan bersama kedua-dua pihak dan boleh diiktiraf sebagai pendapatan oleh pelanggan atau pembeli (SC, 2022).

Melalui keputusan ini dapat dilihat bahawa *'aqd al-tawrid* memberi ruang fleksibiliti kepada pihak-pihak berkontrak dalam menguruskan hak dan kewajiban mereka dan memastikan elemen Syariah sentiasa dijaga. Keputusan MPS ini juga mencerminkan kesesuaian kontrak moden dengan prinsip *fiqh muamalat* serta memperkukuh daya saing pasaran modal Islam dalam mendepani keperluan ekonomi semasa.

Analisis *fiqh* terhadap instrumen pasaran modal Islam seperti *ta'widh*, *wa'ad*, *muwa'adah*, *tawarruq*, *ibra'* dan *'aqd al-tawrid* menunjukkan bagaimana prinsip Syariah diaplikasikan secara praktikal dalam struktur kewangan moden di Malaysia. Keputusan yang dibuat oleh MPS membuktikan keanjalan *fiqh* Islam dalam menangani keperluan semasa tanpa mengabaikan prinsip-prinsip asas Syariah. Pendekatan ini bukan sahaja memastikan transaksi kewangan berjalan secara adil dan telus bahkan turut memperkukuh kedudukan pasaran modal Islam sebagai alternatif patuh Syariah yang berdaya maju dan diyakini di peringkat global.

Kesimpulan

Kajian ini mendapati bahawa MPS SC memainkan peranan penting dalam memastikan semua instrumen pasaran modal Islam khususnya sukuk menepati prinsip fiqh dan maqasid Syariah. Melalui analisis kandungan jelas bahawa MPS mengaplikasikan kaedah ijthad serta memberi perhatian kepada isu-isu fiqh kontemporari seperti ta'widh, tawarruq, wa'ad, 'aqd al-tawrid dan ibra' bagi memastikan kesesuaian struktur sukuk dengan tuntutan Syariah. Keputusan yang dihasilkan menunjukkan keseimbangan antara disiplin ilmu usul fiqh dengan realiti pasaran sekali gus mengukuhkan kedudukan Malaysia sebagai peneraju pasaran sukuk global. Hasil kajian ini turut memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai mekanisme penilaian MPS dalam mengekalkan kredibiliti pasaran modal Islam di Malaysia.

Implikasi daripada kajian ini menunjukkan bahawa ketelusan metodologi fiqh dalam penentuan status Syariah sesuatu sukuk amat penting untuk mengekalkan keyakinan pelabur dan masyarakat antarabangsa terhadap integriti pasaran modal Islam di Malaysia. Ia menekankan bahawa peranan MPS bukan sahaja bersifat teknikal tetapi juga strategik dalam membentuk landskap kewangan Islam yang mampan. Kajian akan datang boleh meneliti secara lebih mendalam perbandingan antara metodologi fiqh MPS di Malaysia dengan badan penasihat Syariah di peringkat antarabangsa serta menilai kesan langsung keputusan MPS terhadap inovasi produk kewangan Islam baharu. Kajian lanjutan juga wajar memberi tumpuan kepada aspek keberkesanan garis panduan Syariah terhadap pembangunan sukuk lestari dan sosial agar pasaran modal Islam terus relevan dengan cabaran ekonomi global masa hadapan.

Rujukan

- AAOIFI. (2015). *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*. Manama.
- Afshar, T. A. (2013). Compare and contrast Sukuk (Islamic Bonds) with conventional bonds, are they compatible? *Journal of Global Business Management*, 9(1), 44.
- Ahmed, E. R., Islam, M. A., & Alabdullah, T. T. Y. (2014). Islamic sukuk: Pricing mechanism and rating. *Journal of Asian Scientific Research*, 4(11), 640–648.
- Akta Suruhanjaya Sekuriti 1993.
- Aida Rasyiqah Binti Zulkifli, & Zamzuri Bin Zakaria. (2021, September 14). Analisis perubahan konsep kontrak dalam prosedur pelaksanaan produk Ar-Rahnu dan kesannya. *Journal of Contemporary Islamic Law*, 6(2), 146–154. e-ISSN: 0127-788X.
- Asni, F. (2019). History of the establishment and development of Islamic banking in Malaysia. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 9(6), 305–315. <https://doi.org/10.6007/IJARBSS/v9-i6/5931>
- Asni, F. (2020). Management of fatwa standardisation on the practice of bay' 'inah contract in Malaysia: An analysis according to usul al-Fiqh and mura'ah al-Khilaf method. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(3), 279–297. <https://doi.org/10.1108/QRFM-01-2019-0008>
- Asni, F., & Sulong, J. (2018). Non-ethical elements in tawarruq munazzam product for Islamic housing financing in Malaysia. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 8(12), 1013–1019. <https://doi.org/10.6007/IJARBSS/v8-i12/5154>

- Asni, F., Mahamud, M. A., & Sulong, J. (2021). Management of community perception issues to ceiling and floating rates on Islamic home financing based on Maqasid Shariah concept. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 11(7), 100–109. <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v11-i7/10443>
- Asri Ahmad Academy. (n.d.). Peranan Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti Malaysia dalam masyarakat. <https://www.asriahmadacademy.com/peranan-majlis-penasihat-syariah-suruhanjaya-sekuriti-malaysia-dalam-masyarakat/>
- Bond Market Guide. (2016). The Malaysian sukuk market. *ASEAN+3 Bond Market Guide 2016 Malaysia*. Asian Development Bank. https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmg/abmf_mal_bmg2016-chp8.pdf
- Eza. (2019, August 29). Apa itu Ibra' dalam perbankan Islam? *Majalah Labur*. <https://www.majalahlabur.com/kewangan/apa-itu-ibra-dalam-perbankan-islam/>
- FitchRatings. (2025, August 12). Malaysia's debt market slows, non-sovereign share rising; Sukuk leads. <https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/malaysias-debt-market-slows-non-sovereign-share-rising-sukuk-leads-12-08-2025>
- Haron, R., & Ibrahim, K. (2012). The impact of sukuk on corporate financing: Malaysia evidence. *Journal of Islamic Finance*, 1(1), 1–11.
- Ibrahim, I., Ahmad, S., & Mohd Shafiai, M. H. (2013). Analisis perkembangan produk sukuk korporat Islam di Malaysia pada tahun 2000 hingga tahun 2012. *Prosiding PERKEM VIII*, 1, 84–100.
- INCEIF. Hasan, A. (2024, July 23). Tawarruq: Alternative solutions and transition process. [https://muzakarah.inceif.edu.my/fintechmasterclass/2024/Masterclass%20Tawarruq%20-%20Prof%20Dr%20Aznan%20Hasan%20\(SLIDE\).pdf](https://muzakarah.inceif.edu.my/fintechmasterclass/2024/Masterclass%20Tawarruq%20-%20Prof%20Dr%20Aznan%20Hasan%20(SLIDE).pdf)
- Intraday. (2020, January 20). 3 jenis kontrak sukuk di Malaysia. <https://intraday.my/2020/3-jenis-kontrak-sukuk-di-malaysia/>
- Malay Mail. (2021, April 1). Malaysia dominates global sukuk markets in 2020, chalks up market share of 39.2pc. <https://www.malaymail.com/news/money/2021/04/01/malaysia-dominates-global-sukuk-markets-in-2020-chalks-up-market-share-of-3/1963078>
- Malaysia Bond and Sukuk Information Exchange (BIX). (2025). Malaysia bond and sukuk: Quarterly report 2Q2025. <https://www.bixmalaysia.com/learning-center/articles-tutorials/malaysia-bond-and-sukuk-quarterly-report-2q2025>
- Mohammed Fairouz Bin Abdul Khir. (2013, December). Ibra' and its application in Islamic finance. *Fatwa in Islamic Finance*. International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).
- Mohd Sabree Nasri, & Khairul Azhar Meerangani. (2019). Justifikasi penetapan tanda aras bagi menentukan sekuriti patuh Syariah oleh Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti. *Prosiding Seminar Antarabangsa Pembangunan Islam: Melestari Pengurusan Institusi Islam*. eISBN: 978-967-15791-3-8.
- Nik Ramlah Mahmood. (2004, September 14). Legal and Shariah issues in Islamic capital market. Paper presented at the *National Seminar on Corporation, Corporate Law & Corporate Governance: Islamic Perspective*, Kuala Lumpur.

- Oxford Business Group. (2012). Sukuk champion: Favourable environment attracts issuers. <https://oxfordbusinessgroup.com/reports/malaysia/2012-report/economy/sukuk-champion-favourable-environment-attracts-issuers>
- Pustaka Pemikir. (2018, March 20). Wa'ad dan Muwa'adah. <https://pustakapemikir.blogspot.com/2018/03/wad-dan-muwaadah.html>
- Salah, I. (2010). The effect of the financial crisis on the Middle East. *Global Business Law Review*, 1(1), 99–110.
- Securities Commission Malaysia. (2004). *Capital market development in Malaysia: History and perspectives* (p. 101). Securities Commission Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2006). *Keputusan Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti* (2nd ed.). Securities Commission Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2008, December 22). SC sepintas pandang. http://www.sc.com.my/bm/default_bm.html
- Securities Commission Malaysia. (2008, November 28). *Senarai sekuriti patuh Syariah oleh Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti Malaysia*. Securities Commission Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2019). *Guidelines on issuance of corporate bonds and sukuk to retail investors* (SC-GL/5-2015). <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=78ced436-2082-4120-9e91-dce870f3a9f0>
- Securities Commission Malaysia. (2019, December 31). *Keputusan Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti Malaysia*. <https://www.yumpu.com/xx/document/view/63172564/keputusan-majlis-penasihat-syariah-suruhanjaya-sekuriti-malaysia/13>
- Securities Commission Malaysia. (2022, December 31). *Resolutions of the Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia*. <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=eadeb8bb-4c43-418a-9777-1986bb8bf56c>
- Securities Commission Malaysia. (2023). Members of the Shariah Advisory Council. <https://www.sc.com.my/development/icm/shariah/members-of-the-shariah-advisory-council>
- Securities Commission Malaysia. (2025, May 30). *Senarai sekuriti patuh Syariah oleh Majlis Penasihat Syariah Suruhanjaya Sekuriti Malaysia*. Securities Commission Malaysia.
- Universiti Utara Malaysia. (2015, February 28). Theory of aqd in fiqh muamalah. *International Muamalat Management* (BPMS3113). <https://www.studocu.com/my/document/universiti-utara-malaysia/international-muamalat-management/theory-of-aqd-in-fiqh-muamalah/2771075>
- Wan Razaila Wan Abdullah, Roudaki, J., & Clark, M. (2013). The evolution of the Islamic capital market in Malaysia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(2), 130–148.
- Mufti of Federal Territory's Office. Noor Fatini Izzati Fadzil. (2023, May 24). Irsyad hukum siri ke-774: Caj pembayaran lewat dalam sistem kewangan Islam. <https://muftiwp.gov.my/en/artikel/irsyad-fatwa/irsyad-fatwa-umum-cat/5652-irsyad-al-fatwa-siri-ke-774-caj-pembayaran-lewat-dalam-sistem-kewangan-islam>