

Analisis terhadap Aset Sandaran Alternatif bagi Penerbitan *Sukuk* Jangka Pendek oleh International Islamic Liquidity Management (IILM)

(Analysis of Alternative Underlying Asset in Short Term *Sukuk* Issuance by International Islamic Liquidity Management (IILM))

Najibah Khairiyah Shahabudin
Kamaruzaman Noordin
(Akademi Pengajian Islam, Universiti Malaya)

ABSTRAK

Aset sandaran merupakan perkara penting bagi penerbitan *sukuk*. Namun aset sandaran secara fizikal tidak mencukupi untuk menerbitkan *sukuk* secara berkala. Justeru, artikel ini mengkaji aset sandaran alternatif bagi terbitan *sukuk* jangka pendek. Kajian kes dijalankan terhadap terbitan *sukuk* jangka pendek di syarikat multilateral iaitu International Islamic Liquidity Management (IILM). Dengan metode temu bual yang digunakan, kajian mendapati bahawa penggunaan kontrak wakalah dalam penerbitan *sukuk* IILM adalah jalan terbaik bagi mengurangkan penggunaan aset fizikal. Selain itu, alternatif lain bagi kekurangan aset sandaran ini dapat diatasi dengan menggunakan aset ringan seperti masa berbual (*air time*) dan tarif elektrik, penggunaan aset swasta atau pembiayaan mikro atau melonggarkan syarat Aset Cair Berkualiti Tinggi (HQLA).

Kata kunci: Pasaran wang Islam; instrumen mudah cair; *sukuk* jangka pendek IILM; aset sandaran; International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM).

ABSTRACT

Underlying asset is vital in *sukuk* issuance. However, physical underlying asset may not be sufficient to issue *sukuk* regularly. This article intends to analyse the alternative underlying assets for short-term *sukuk* issuance. A case study on short-term *sukuk* was conducted at a multilateral company known as the International Islamic Liquidity Management (IILM). By using the interview method, this research found that the usage of wakalah contract in the issuance of *sukuk* is the best way to reduce the usage of physical assets. Other alternatives which may be used to overcome the lack of the underlying assets is perhaps a light asset consists of *air time* and electricity tariff, private assets or micro financing or loose High Quality Liquid Asset (HQLA) term and conditions.

Keywords: Islamic interbank money market; liquid instrument; short term *sukuk* IILM; underlying asset; International Islamic Liquidity Management (IILM).

PENGENALAN

Aset sandaran adalah salah satu elemen penting dalam proses penerbitan *sukuk* jangka pendek. Namun aset yang diperlukan bukanlah sebarang aset. Aset tersebut perlulah terdiri daripada aset yang berkualiti tinggi supaya instrumen yang terhasil memenuhi apa yang digariskan oleh Basel III dan kehendak pasaran. Walau bagaimanapun, aset yang dicari oleh International Islamic Liquidity Management (IILM) menjadi suatu isu utama dalam penerbitan *sukuk* jangka pendek ini. Hal demikian kerana aset yang berkualiti sangat berkurangan untuk penerbitan tersebut. Isu kekurangan aset sandaran ini banyak dinyatakan oleh negara-negara di seluruh dunia (BNM 2010). Tambahan, aset kerajaan yang boleh dijadikan sebagai aset sandaran pula banyak digunakan pada perkara-perkara lain termasuk terbitan *sukuk* kerajaan. Malaysia juga menjadikan aset kerajaan sebagai aset sandaran untuk menerbitkan instrumen-instrumen seperti GII dan *sukuk-sukuk* lain. Jika aset-aset ini banyak

diberikan kepada IILM, bagaimana pula dengan terbitan-terbitan kerajaan yang lain. Oleh yang demikian, Ustaz F¹ mengatakan bahawa “IILM tidak seharusnya bergantung sepenuhnya kepada aset bank pusat kerana aset bank pusat tidak banyak untuk dijadikan aset sandaran. Ianya juga tidak mencukupi walaupun hanya untuk disewakan”.

Menurut Dr. B, kesukaran untuk mendapatkan aset sandaran menjadikan penerbitan instrumen jangka pendek IILM tidak begitu banyak. Beliau juga menegaskan bahawa aset sandaran adalah sangat penting dalam proses penerbitan *sukuk* jangka pendek. Tambah beliau lagi, *sukuk* biasa boleh dikeluarkan pada bila-bila masa. Ini kerana, apabila wang diperlukan, *sukuk* biasa boleh diterbitkan dengan mudah kerana adanya pelbagai projek, Tetapi tidak bagi IILM. IILM perlu mengenal pasti di mana *sukuk* boleh dilaburkan terlebih dahulu. Jika terdapat aset sandaran yang dikehendaki, maka IILM dapat menjalankan proses penerbitan *sukuk* jangka pendek. Dalam soal amaun bagi penerbitan *sukuk* itu, IILM tidak perlu ambil cakna terhadapnya. Ini kerana, terdapat banyak permintaan

terhadap *sukuk* jangka pendek ILM. Namun, apa yang perlu dipastikan adalah menilai aset bertaraf A1 bagi perletakan dana. Begitu juga yang dinyatakan oleh En. K, “ILM boleh terbitkan *sukuk* jangka pendek berjuta kali pun. Yang penting, *sukuk* itu kena ada aset sandaran. Kalau aset tiada, tidak boleh terbitkan *sukuk*. Kalau aset banyak, sejuta kali pun boleh terbit”. Kesemua pernyataan-pernyataan ini telah menggambarkan kesukaran-kesukaran bagi ILM untuk memperoleh aset sandaran bagi penerbitan *sukuk* jangka pendek

Justeru, penyelesaian terhadap kekurangan aset sandaran ini perlu dititikberatkan. Penyelesaian terhadapnya akan mengatasi masalah kekurangan instrumen mudah cair yang berkualiti tinggi. Selain itu, penerbitan instrumen mudah cair yang berkualiti tinggi dan pengurusan kecairan yang baik akan mengekalkan sistem kestabilan kewangan global. Ini kerana sistem kewangan Islam telah mula menjadi sebahagian daripada sistem kewangan global.

ULASAN KAJIAN LEPAS

ILM merupakan sebuah institusi yang ditubuhkan berdasarkan kepada mandat beberapa bank pusat seperti Indonesia, Kuwait, Luxembourg, Malaysia, Mauritius, Nigeria, Qatar, Turki, Emiriah Arab Bersatu (UAE) dan Bank Pembangunan Islam (IDB). Peranan utama ILM adalah untuk membekalkan aset yang berkualiti tinggi ataupun instrumen mudah cair untuk menguruskan risiko kecairan bagi negara-negara anggota yang menyertainya. Justeru, amat penting bagi ILM untuk memperbanyakkan instrumen mudah cair supaya dapat menguruskan kecairan di Pasaran Wang Islam Antarabangsa. Bagi melestarikan keperluan ILM, pengkaji akan membawa beberapa perbincangan tentang pengurusan instrumen mudah cair. Namun demikian, penulisan-penulisan ini tidak membicarakan secara khusus tentang keperluan aset sandaran alternatif bagi penerbitan instrumen mudah cair. Akan tetapi, ia tetap mempunyai kaitan yang sangat rapat dengan isu tersebut. Antara penulisan-penulisan tersebut adalah:

1. Instrumen Mudah Cair

Ab Mumin (2014) membincangkan secara mendalam beberapa instrumen kecairan yang diguna pakai oleh industri perbankan Islam di Malaysia. Fokusnya adalah menganalisis instrumen pengurusan kecairan yang sedia ada, tetapi tidak digunakan secara meluas. Beliau telah menggunakan metode dokumentasi untuk mendapatkan hasil dapatan daripada kajian itu. Hasilnya, Ab Mumin telah mendapati beberapa isu dan cabaran produk-produk sedia ada yang boleh dikembangkan secara meluas. Salah satu halangan instrumen pengurusan kecairan merentasi sempadan adalah pemilikan aset fizikal negara lain atas halangan-halangan perundangan. Pengkaji mendapati bahawa terdapat beberapa cadangan yang diketengahkan oleh Ab Mumin boleh dikembangkan dalam kajian

pengkaji. Secara keseluruhannya, aspek kajian beliau lebih besar daripada fokus kajian pengkaji. Namun, Ab Mumin juga ada menyentuh tentang isu kekurangan aset sandaran.

Muttalib (2014) menyatakan bahawa subjek yang paling penting dalam kecairan adalah instrumen pasaran wang. Terdapat sesetengah instrumen pasaran wang yang mempunyai pelbagai kontroversi seperti instrumen berasaskan kontrak *bay' inah* atau repo. Justeru, penulisan ini telah mengkaji beberapa instrumen-instrumen pasaran wang, peranannya dalam menguruskan kecairan dan hubungannya dengan pengurusan risiko kecairan. Hasilnya, beliau mencadangkan supaya inovatif instrumen baru perlu diperkenalkan. Selain itu, instrumen pasaran wang perlu ditingkatkan dari segi kualiti dan kecekapannya. Keselarasan fatwa terhadap instrumen pasaran wang patuh syariah dan pengekangan instrumen yang mempunyai kontroversi juga perlu diambil kira supaya tiada lagi impak negatif terhadap instrumen pasaran wang merentasi sempadan global. Namun, satu inisiatif baru terhadap pengurusan kecairan telah diperkenalkan dengan mewujudkan *International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM)*. Ia adalah alternatif yang baik untuk mengatasi masalah pengurusan kecairan terutama dalam hal ketidaksepadan deposit jangka pendek dengan pembiayaan jangka panjang menerusi *sukuk* jangka pendeknya. Ini selaras dengan kajian pengkaji dalam mengenal pasti kelebihan dan kekurangan *sukuk* jangka pendek ILM.

2. Pematuhan Intrumen Mudah Cair terhadap Basel III

Muhammad Na'im (2014) menyatakan bahawa dalam pembinaan produk-produk kecairan, bank-bank Islam dan para penasihat syariah perlu memahami beberapa kehendak dalam Basel III di samping kefahaman mereka yang sedia ada terhadap IFSA 2013 dan garis panduan kontrak-kontrak yang ditetapkan oleh BNM. Ini kerana peraturan diperlukan untuk menghasilkan instrumen yang berkualiti tinggi. Justeru, struktur kajian Muhammad Na'im adalah untuk menganalisis keperluan yang ditetapkan oleh IFSA, Basel III dan garis panduan kontrak-kontrak BNM terhadap insitituti perbankan Islam. Keduanya ialah untuk mengkaji cabaran yang dihadapi oleh institusi perbankan Islam untuk menguruskan keperluan Basel III, IFSA 2013 dan garis panduan kontrak-kontrak yang dikeluarkan oleh BNM. Kajian beliau menggunakan metode dokumentasi dan dianalisis dari perspektif syariah. Hasilnya, disebabkan had masa pelaksanaan oleh Basel III, bank-bank Islam cuba mendapatkan lebih banyak deposit untuk menguruskan liabiliti mereka. Kebiasaannya, apabila ingin meningkatkan deposit, ia akan meningkatkan kadar keuntungan atau hibah yang boleh membawa kepada kadar keuntungan yang tetap. Selain itu, akaun wadiah dan *qard* menjadi cabaran kepada Institusi Kewangan Islam (IKI) kerana Institusi Kewangan Konvensional (IKK) menawarkan kadar bunga yang tinggi. Begitu juga dengan prinsip *tawarruq* yang berdepan

dengan kos agensi komoditi yang tinggi. Manakala, kerana tuntutan Nisbah Pendanaan Stabil Bersih (NSFR), kebanyakan IKI beralih arah kepada produk *term* deposit *murāba'ah*. Model *murāba'ah* ini mempunyai kelebihan Nisbah Kecukupan Modal (CAR), Aset Berwajaran Risiko (RWA) dan Nisbah Liputan Kecairan (LCR). Namun IKI belum yakin dengannya atas sebab kekurangan tempat pelaburan dan kesediaan industri dengan risiko pelaburannya. Justeru, perbincangan Muhammad Na'im (2014) terhadap Basel III mempunyai sedikit persamaan dari segi pematuhan *sukuk* IILM terhadap syarat Basel III. Namun, *sukuk* IILM tidak perlu mematuhi standard IFSA dan garis panduan kontrak-kontrak BNM kerana ia diterbitkan oleh institusi multilateral.

3. *International Islamic Liquidity Management* (IILM)

Sementara itu, penyelidikan oleh Thomson Reuters (2015) pula memfokuskan tentang IILM. Sebelum laporan ini disediakan, satu persidangan antara ahli-ahli IILM dengan Thomas Reuters telah berlangsung di London, United Kindom (UK) pada 6 hingga 7 Ogos 2014. Persidangan dibuat untuk membincangkan tentang cabaran dan potensi penyelesaian kepada cabaran dalam menguruskan kecairan. Kemudian, Thomson Reuters telah membuat kajian tinjauan terhadap bank-bank daripada pelanggannya dengan mengumpul data tentang profil dan kehendak IKI. Data-data ini digunakan untuk mengetahui potensi pasaran kecairan. Hasilnya, banyak cabaran menguruskan kecairan dan potensi penyelesaian kepada cabaran daripada pelbagai perspektif dibangkitkan. Perbezaan kajian ini dengan kajian pengkaji ialah pengkaji hanya menganalisis penyelesaian terhadap satu isu iaitu kekurangan aset sandaran bagi penerbitan *sukuk* jangka pendek. Walau bagaimanapun, perbincangan mengenai potensi pengurusan kecairan bersama pakar-pakar kewangan seluruh dunia mungkin akan dapat menyelesaikan pelbagai isu dan cabaran pengurusan kecairan di rantau dunia.

METODOLOGI

Kajian ini adalah satu kajian kes di mana pengkaji memfokuskan kepada penyelesaian terhadap isu kekurangan aset sandaran bagi perbitan *sukuk* di IILM. Metode yang dipilih oleh pengkaji ialah metode temu bual kerana ia lebih sesuai untuk mendapat penyelesaian terhadap isu terhadap kekurangan aset sandaran tersebut. Dalam kajian ini, pengkaji mengaplikasikan dua bentuk kajian iaitu pengumpulan data dan analisis data. Bentuk kajian dengan pengumpulan data yang sesuai akan digunakan untuk mengumpulkan data-data yang berkaitan dengan topik kajian dan bentuk kajian analisis data akan diaplikasi untuk menyusun kajian secara sistematik seterusnya mencapai objektif yang digariskan.

Dalam kajian ini, temu bual telah dijalankan secara berfokus dan formal. Manakala, soalan pula telah dibuat secara berstruktur dan separa terbuka untuk memberi

peluang kepada informan memberi pandangan di luar konteks soalan struktur (Yen 1994). Setiap informan disoal dengan satu set soalan yang sama. Set soalan yang sama membolehkan informan menjawab soalan yang di luar daripada bidangnya juga. Selain itu, ia dapat menjawab soalan yang tidak mampu dijawab oleh informan lain.

Sebanyak 11 orang telah dihubungi untuk ditemu bual. Namun, seorang daripadanya menolak atas sebab tidak mempunyai maklumat yang banyak tentang IILM. Dua daripada mereka selalu dihubungi, tetapi akhirnya menyepi atas faktor kesibukan dengan urusan kerja masing-masing. Manakala, seorang lagi informan menolak pada awalnya dan di saat akhir menghubungi pengkaji semula. Akhirnya, 8 orang telah bersetuju untuk ditemu bual.

Pihak IILM yang telah ditemu bual ialah CEO IILM iaitu Datuk Prof K dan juga Eksekutif Undang-undang IILM, Encik H. Pengkaji juga telah menemubual penganjur utama *sukuk* IILM iaitu Encik K, Ketua Penyelesaian Strategik, M Bank Islamik dan Encik N, Pengarah Perbendaharaan Islam- EXCO Dana Perbendaharaan dan Pasaran, A Bank Islamik. Selain itu, pengkaji juga telah menemubual Datuk Dr B, salah seorang Penasihat Syariah IILM.

Beberapa pihak luar IILM juga telah ditemu bual iaitu Encik I, Ketua Bahagian Pertukaran Mata Wang Asing dan Pasaran Wang (Perbendaharaan), Perbadanan Islam D, Puan F, Ketua Pengurus, Bahagian Perbendaharaan, Perbadanan Islam D, dan Ustaz Muhd F, Ketua Jabatan Pengurusan Syariah M Bank Islamik.² Temu bual dengan pihak luar adalah untuk mendapatkan pandangan pihak luar tentang isu syariah dan teknikal IILM dan juga cadangan untuk penambahbaikan pengurusan kecairan yang sedia ada di IILM. Selain itu, temu bual bersama Ustaz F adalah kerana beliau pernah membuat pembentangan di KLIFF, bertajuk "Pembangunan Produk-produk Kecairan Baru Yang Berkualiti Tinggi yang Patuh Syariah" pada tahun 2014. Manakala temu bual bersama pihak Perbadanan Islam D, adalah untuk mengetahui penerbitan *sukuk* oleh IDB yang boleh diaplikasikan di IILM.

Sewaktu membuat temu janji, pengkaji akan menyatakan terlebih dahulu objektif, kepentingan dan skop kajian pengkaji bagi menyediakan ruang untuk responden membuat persiapan. Setelah berakhirnya temu bual, proses transkripsi perlu dilakukan. Proses ini adalah untuk mengesan maklumat yang kurang jelas agar dapat ditanya kembali pada fasa temu bual yang berikutnya. Berikut adalah beberapa soalan temu bual yang berkaitan dengan kajian ini:

1. Apakah peranan yang dimainkan oleh IILM dalam membangunkan instrumen kecairan?
2. Apakah peranan IILM bagi mendapatkan aset sandaran (*underlying asset*) untuk *sukuk* jangka pendek IILM?
3. Bagaimanakah sistem pengurusan IILM bagi memastikan penerbitan *sukuk* berjalan dengan lancar?
4. Apakah aset sandaran (*underlying asset*) yang digunakan dalam penerbitan *sukuk*? Bagaimana pula aset tersebut diperolehi?

JADUAL 1. Senarai informan yang ditemu bual

Bil	Tarih	Masa	Pihak	Individu yang Ditemu Bual	Jawatan
1.	1 Mac 2016	2 ptg-2.30 ptg	IILM	Datuk Prof K	CEO IILM
2.	11 April 2016	10 pagi-11 pagi		En. H	Eksekutif Undang-undang IILM
3.	14 Mac 2016	9 pagi- 10 pagi	Pegedat Utama IILM	En. K	Ketua Penyelesaian Strategik, M Bank Islamik Pengarah Perbendaharaan Islam- EXCO Dana Perbendaharaan dan Pasaran, A Bank Islamik
4.	7 Mac 2016	2 ptg-3 ptg		En. N	
5.	25 Februari	11 pagi-1t gh	En. I Pihak Luar	Puan F	Bhg Pertukaran Mata wang Asing dan Pasaran Wang (Perbendaharaan), Perbadanan Islam D Ketua Pengurus, Bahagian Perbendaharaan, Perbadanan Islam D
6.	2 Jun 2016	5 ptg-7 ptg			
7.	8 Mac 2016	2 ptg-3 ptg	Pakar Syariah	En. F	Ketua Jabatan Pengurusan Syari'ah M Bank Islamik
8.	9 Jun 2016	3 ptg-4 ptg		Datuk Dr B	Penasihat Syari'ah IILM

5. Bagaimana pendapat Tuan/Puan mengenai *sukuk* yang perlu memenuhi Aset Cair Berkualiti Tinggi (HQLA) seperti yang digariskan di dalam Basel III? Bagaimana dengan *sukuk* IILM?
6. Bagaimana dengan keperluan aset sandaran kerajaan (*multilateral asset*) untuk digunakan dalam penerbitan *sukuk* IILM?
7. Bagaimanakah pendapat Tuan/Puan mengenai kombinasi struktur *sukuk* wakalah dengan aset komoditi murabahah dan ijarah sebagai aset sandaran yang boleh mencukupkan fizikal aset untuk penerbitan *sukuk*?
8. Adakah sesuai bagi IILM untuk mendapatkan aset sandaran (*underlying asset*) daripada sektor swasta?
9. Adakah dengan adanya penyenaaran kolateral HQLA yang layak oleh bank-bank pusat memudahkan pembelian aset bagi pihak pelabur?
10. Apakah cadangan Tuan/Puan untuk menambah baik sistem pengurusan kecairan IILM pada tahun-tahun akan datang?

Dalam kajian ini, pengkaji telah menggunakan metode deduktif dan analisis kandungan untuk analisis data. Metode deduktif merupakan kaedah menganalisis dan mengolah penulisan daripada bukti-bukti umum kepada yang khusus. Pengkaji telah menggunakan metode ini untuk menjelaskan sesuatu persoalan yang timbul dengan lebih terperinci. Oleh itu, penjelasan tentang kekurangan aset sandaran secara umum telah dijadikan landasan bagi pengkaji untuk menganalisis aset sandaran alternatif bagi penerbitan *sukuk* jangka pendek IILM secara khusus. Manakala analisis kandungan data pula dilakukan dengan mencari dan mengenal pasti tema dan subtema secara konsisten dalam setiap kandungan transkripsi (Sulaiman 2011). Walau bagaimanapun, rekaan tema telah dilakukan terlebih dahulu ketika membuat soalan temu bual. Rekaan tema ini dilakukan lebih awal berdasarkan teori yang menjadi persoalan kajian pengkaji. Tujuan

rekaan tema ini dibuat adalah untuk memudahkan pengkaji semasa menganalisa hasil kajian.

Setelah jawapan daripada informan diperoleh, pengkaji akan melakukan proses transkripsi temu bual. Daripada transkripsi temu bual tersebut, pengkaji akan melihat kandungan transkripsi sama ada perlu atau tidak untuk membuang sesetengah maklumat yang tidak berkenaan. Pengurangan maklumat dilakukan dengan mencari kandungan data yang benar-benar menepati kehendak soalan. Kemudian, perisian Atlas.ti akan digunakan untuk membantu proses pengkodan, tema dan subtema yang dikumpul daripada temu bual semi struktur ini. Perisian ini juga dapat menyusun data ke arah yang lebih sistematik.

Bagi meningkatkan kebolehpercayaan hasil kajian, pengkaji telah menggunakan kaedah triangulasi data. Kaedah ini juga akan dianalisis dengan bantuan perisian Atlas.ti. Melalui kaedah ini, data akan dikumpul daripada tiga aspek iaitu masa, individu dan ruang yang berlainan. Kemudian, dapatan temu bual akan dilihat daripada pelbagai perspektif yang berbeza. Setiap perspektif akan dikesan dengan menggunakan kaedah triangulasi yang berlainan. Akhirnya kesemua kaedah ini akan menuju ke arah satu tujuan akhir yang sama iaitu cadangan aset sandaran alternatif bagi penerbitan *sukuk* jangka pendek IILM (Chua 2006). Menerusi kajian ini, terdapat beberapa jawapan temu bual yang perlu menggunakan kaedah triangulasi data. Hasil daripada kaedah tersebut mendapati bahawa kesemua jawapan temu bual yang dinyatakan oleh informan selaras dengan kenyataan dalam dokumen-dokumen IILM. Dengan demikian, ternyata jawapan yang diberikan oleh informan tersebut lebih meyakinkan.

DAPATAN KAJIAN

Dapatan kajian mendapati bahawa penggunaan kontrak wakalah dalam penerbitan *sukuk* IILM adalah jalan terbaik bagi mengurangkan penggunaan aset fizikal. Menurut

Encik B “kontrak wakalah boleh menggabungkan aset nyata dengan aset tidak nyata. Struktur wakalah ini unik kerana ianya fleksible, anjal dan boleh menggabungkan aset nyata dengan aset kewangan.”

Akademi Fiqh Islam menyatakan bahawa hanya 51% sahaja yang memerlukan aset nyata, manakala baki 49% boleh menggunakan aset tidak nyata. Encik B dan Encik F menambah, “Jika terbitan *sukuk* berjumlah 100 million, hanya 50% sahaja perlu menggunakan aset nyata bertaraf A1. Bakinya boleh menggunakan komoditi *murābahah*, *istisna*’, pembiayaan kredit *murābahah*, *ijarah* dan sebagainya. Tetapi, buat masa kini, IILM hanya menggunakan komoditi *murābahah* sahaja.”

Kombinasi kontrak wakalah dengan kontrak lain juga diperlukan oleh IILM kerana aset nyata kerajaan yang diberi kepada IILM tersebut tidak boleh digunakan oleh kerajaan pada waktu yang sama. Selagi mana aset tersebut diguna pakai oleh IILM, kerajaan tidak boleh menggunakan aset itu. Tambahan, sesetengah negara tidak mempunyai aset. Apa yang mereka miliki ialah saham ataupun dalam bentuk wang sahaja. Oleh yang demikian, aset kewangan tidak boleh disewa. Encik F mengatakan bahawa “kontrak *ijarah* hanya boleh menggunakan aset atau barang yang layak disewa sahaja. Aset yang boleh disewakan adalah seperti bangunan. Tanah kosong sekalipun tidak boleh dijadikan aset sewaan”. Oleh itu, struktur wakalah adalah satu penyelesaian yang baik untuk mengurangkan penggunaan aset nyata dalam penerbitan *sukuk* jangka pendek.

Encik F mengatakan bahawa “Struktur wakalah ni lebih baik sebab dia boleh mengurangkan kebergantungan kepada aset nyata, selain 100% mesti disandarkan oleh aset nyata, 1 billion kena 1 billion aset”. Encik H pula menambah “Jika tiada masalah boleh sahaja guna struktur wakalah itu, selagi mana struktur wakalah itu jelas”.

Justeru, wakalah boleh menggabungkan kedua-dua aset nyata dan aset tidak nyata dalam satu struktur. Tiada seorang informan pun yang membangkang penggunaan struktur wakalah untuk mengatasi masalah kekurangan aset nyata. Selain itu, IILM cuba mengatasi masalah kekurangan aset nyatanya dengan meluaskan aset kepada bukan negara anggota sahaja. Malah juga negara bukan Islam. Menurut Encik N, “selagi mana negara tersebut berkehendakkan kepada Islam, IILM boleh menerima asetnya. Kerajaan Jerman juga pernah dipanggil oleh IILM kerana beberapa bank-bank di Jerman pernah menerbitkan *sukuk*, begitu juga dengan kerajaan United Kingdom (UK).”

Selain daripada gabungan kontrak, Dr. B mengatakan bahawa “alternatif lain bagi mengurangkan penggunaan aset nyata adalah dengan menggunakan aset-aset baru yang tidak melibatkan kekangan kerajaan. Sebagai contoh hak mengutip cukai, yuran di lapangan terbang, takrif elektrik, *air time*, hak terbang di udara dan sebagainya. Ianya masih lagi aset nyata, tetapi bukan aset kewangan dan ia lebih kepada aset yang ringan.” Aset ringan adalah aset tidak nyata ataupun aset tidak nyata yang digabungkan dengan aset nyata secara minimum. Namun, bagi pendapat

pengkaji Dr. B telah menggunakan istilah aset ringan yang ditujukan kepada gabungan aset tidak nyata dan aset nyata yang sedikit. Namun, pihak pengurusan IILM perlu memikirkan bagaimana untuk memperoleh aset ringan yang bertaraf A1. Jika ianya terhasil, maka pelbagai isu-isu yang berantainya dengannya akan dapat diselesaikan.

Salah satu contoh *sukuk* yang berasaskan aset ringan sebagai aset sandaran adalah *sukuk* yang diterbitkan oleh Metjool LTD. Metjool LTD telah menerbitkan *sukuk* berasaskan hak penerbangan pada bulan Mac 2013. Aset sandaran ini adalah daripada pembelian hak penerbangan menggunakan perkhidmatan penerbangan Emirates. Dengan adanya hak penerbangan ini, ia membolehkan untuk menerbitkan *sukuk*. Saiz *sukuk* yang diterbitkan adalah sebanyak 1 bilion USD selama 10 tahun dan telah disenaraikan di NASDAQ, Dubai. Hak penerbangan ini dikira dengan menggunakan Kilometer Tonne (ATKM). Struktur *sukuk* yang diterbitkan oleh Metjool LTD diadaptasi daripada *Mobily's syndication* pada tahun 2007. Kemudian struktur ini telah diperluas dengan menggunakan pelbagai aset sandaran seperti *airtime*, *tol voucher* dan hak ganjaran.

Selain daripada aset ringan, penerbitan instrumen mudah cair juga boleh menggunakan pembiayaan mikro. Menurut Encik I, “Pembiayaan mikro adalah sangat popular di China dan dijalankan oleh syarikat-syarikat berdaftar. Pembiayaan mikro ini dilaksanakan dengan memberi pembiayaan kepada pelanggan individual. Syarikat hanya akan membiayai mereka dalam jumlah yang sedikit iaitu sebanyak 2 ribu atau 3 ribu. Jumlah yang sedikit akan digunakan untuk mereka memulakan perniagaan kecil-kecilan melalui portal online”. Oleh itu, aset bagi pembiayaan mikro ini adalah pembiayaan itu sendiri. Ia tidak perlukan aset nyata seperti bangunan untuk membuat perniagaan. Pembiayaan mikro ini termasuk dalam akaun belum terima dan boleh digunakan sebagai pajakan untuk penerbitan *sukuk* wakalah.

Selain itu, pengkaji telah mengutarakan alternatif lain iaitu menggunakan aset swasta sebagai sandaran kepada instrumen mudah cair. Kesemua informan menerima cadangan tersebut, tetapi ada yang menerimanya dengan bersyarat. Puan F mengatakan bahawa “syaratnya ialah tidak sesuai dibeli daripada institusi yang terbitkan *sukuk*. Hal ini kerana tidak semua institusi swasta akan memberikan aset mereka kerana kemungkinan institusi-institusi tersebut juga memerlukan aset sandaran jika mereka terbitkan *sukuk*”. Dr. B menambah “terdapat kelebihan lain jika mengeluarkan aset swastanya untuk terbitan *sukuk* IILM. Antaranya ialah mereka tidak perlu mencari pelabur untuk melabur dana dalam *sukuk* kerana IILM telah pun mempunyai pengedar yang tetap. Selain itu, *sukuk* IILM juga bertaraf A1, jadi terdapat banyak permintaan untuk membeli *sukuk* IILM”. Oleh yang demikian, adalah wajar bagi IILM untuk melonggarkan syaratnya dalam menerima aset swasta bertaraf tinggi selain bergantung penuh kepada aset kerajaan.

Terdapat juga cadangan seorang informan supaya mengikuti jejak langkah IDB dengan mempunyai

projek yang tersendiri untuk menerbitkan *sukuk*. Tetapi cadangan ini telah ditolak oleh informan-informan lain. Ini kerana ILM dan IDB mempunyai visi dan misi yang berlainan. Visi dan Misi ILM ialah menguruskan kecairan melalui penerbitan *sukuk* jangka pendek merentasi sempadan global. Visi IDB ialah membantu pembangunan sosial ekonomi negara anggota OIC dan masyarakat Islam yang tinggal bukan di negara anggota sesuai dengan prinsip syariah. Manakala misi IDB ialah mendukung pembangunan manusia secara komprehensif dengan memfokuskan kepada pengurangan kemiskinan, peningkatan kesihatan serta kesejahteraan masyarakat.

Justeru, amat sesuai jika IDB menggunakan projek sendiri dalam penerbitan *sukuk* kerana IDB membantu negara-negara anggota OIC yang mahu membangunkan ekonomi dengan projek-projek tertentu. Selaku badan yang mempunyai kepakaran dalam hal pembangunan ekonomi banyak negara, IDB banyak dipanggil jika diperlukan kepakarannya. Sebagai contoh, negara China mempunyai lebih dana untuk dilaburkan, tetapi tiada projek di China. Tambahan, China tiada hubungan perdagangan dengan Afrika. Oleh itu, China perlukan khidmat IDB untuk melabur dana melalui instrumen IDB untuk projek di Afrika. Maka IDB juga akan menjadi penasihatnya kerana IDB berpengalaman dalam menguruskan banyak projek di Afrika (Ibrahim 2016). ILM pula tidak berfungsi untuk membangunkan projek di negara-negara lain. Oleh yang demikian, amat sukar jika ILM mahu menjadikan projek-projek tertentu sebagai aset sandaran bagi terbitan *sukuk*nya.

Selain daripada cadangan-cadangan di atas, pelonggaran syarat kelayakan HQLA terhadap aset juga boleh dilaksanakan. Syarat HQLA ini terhasil daripada piawaian Nisbah Liputan Kecairan (LCR) yang digariskan oleh Basel III. Garis panduan LCR adalah ukuran kuantitatif di mana bank perlu menyediakan HQLA dalam masa 30 hari. Syarat-syarat HQLA seperti yang digariskan oleh Basel III (2011) adalah seperti berikut:

1. Menggunakan instrumen mudah tunai daripada bank pusat.
2. Menggunakan mata wang asing untuk menampung keperluan mudah tunai dalam negara atau
3. Pilihan sama ada untuk menggunakan aset yang berada di tahap kedua dengan 'haircut'³ yang tinggi.

Untuk mencapai syarat-syarat aset HQLA mestilah memenuhi kriteria tahap 1, 2A atau 2B. Walau bagaimanapun, *haircut* akan dikenakan terhadap tahap aset 2A sebanyak 40% dan 2B sebanyak 15%. Di sini boleh dilihat betapa ketatnyanya syaratnya yang ditetapkan oleh Basel III untuk mendapatkan aset HQLA. Justeru, pihak BNM dianjurkan supaya lebih fleksibel dari segi menilai kriteria yang mengikut HQLA. Walau bagaimanapun, ia tidak perlu terlalu fleksibel kerana HQLA ditetapkan oleh jawatankuasa Basel III. Tetapi, BNM boleh memohon kepada Basel III untuk melonggarkan sedikit syarat bagi mengiktiraf kelayakan bagi HQLA (Ellias 2016).

Berlainan pula dengan pendapat Dr. B kerana beliau menyatakan bahawa *sukuk* ILM bukanlah milik BNM. Oleh itu, BNM tidak perlu untuk melonggarkan syarat kelayakan HQLA. Sebaliknya, ILM sendiri perlu melonggarkan syarat penarafan bagi aset sandaran *sukuk* ILM. Sebelum ini, syarat itu diberi untuk memadamkan dengan syarat HQLA yang telah ditetapkan dalam Basel III. Dr B juga menambah "Tidak salah mereka, tetapi syarat meletakkan mandat tinggi dengan penarafan A1, mereka memberikan kekangan untuk mengeluarkan *sukuk*". Pengkaji juga sependapat dengan Dr. B kerana untuk mendapatkan kelayakan aset HQLA, aset sandaran tersebut hanya perlu mempunyai kriteria tidak seratus peratus aset nyata untuk tahap 2A dan 2B. Walau bagaimanapun, ia adalah pencapaian terbaik bagi kerana hanya *sukuk* ILM sahaja yang mendapat tahap penarafan A1⁴ daripada agensi penarafan antarabangsa. Manakala, *sukuk-sukuk* lain hanya mendapat penarafan A2⁵.

Namun, mandat yang tinggi daripada pemegang saham ILM akan memberi kekangan kepada pengeluaran *sukuk* yang lebih banyak. Lebih-lebih lagi apabila *sukuk* ILM ini perlu berkualiti untuk menampung kecairan dalam dunia perbankan Islam. Walau bagaimanapun, satu alternatif yang baik telah dijalankan oleh ILM dengan membuat kajian tentang jaminan pihak ketiga. Jaminan ini diperlukan bagi mengatasi kekurangan penarafan aset nyata ini. Jika aset yang diberi oleh negara anggota tidak cukup penarafan, maka ILM perlukan pengukuhan kredit bagi menjamin kesepadanan aset dengan dana yang dilaburkan. Jadi, kajian yang dibuat adalah dengan menerima agensi-agensi ketiga bagi memberi surat jaminan.

Terdapat juga isu lain daripada pengeluaran surat jaminan ini iaitu pihak ketiga yang mengeluarkan surat ini bukanlah terdiri daripada kalangan IKI. Agensi-agensi ini adalah seperti World Bank dan ADB di Manila. Tetapi, keputusan daripada kajian yang telah dijalankan menyatakan bahawa tiada masalah bagi ILM untuk mendapatkan surat jaminan daripada institusi konvensional (Bakar 2016). Namun, setiap bentuk jaminan pengukuhan kredit ini mestilah memenuhi syarat-syarat berikut (ILM 2015):

1. Menggunakan insuran takaful.
2. Instrumen lindung nilai mestilah tidak bercanggah dengan syariah.
3. Pemberian langkah-langkah pencegahan untuk menjamin kerosakan atau untuk meminda sebarang keuntungan tidak dikira sebagai jaminan.
4. Jaminan dana disediakan oleh kerajaan untuk menjamin institusi dan instrumen seperti saham, saham perkongsian dan dana unit apabila terdapat kegagalan untuk mendapat bayaran.

Daripada perbincangan di atas, pengkaji mendapati bahawa terdapat pelbagai cadangan aset sandaran alternatif bagi penerbitan *sukuk* jangka pendek ILM yang diutarakan oleh informan dan telah dianalisis oleh pengkaji. Namun, cadangan-cadangan ini tidak dinyatakan begitu sahaja,

tetapi terdapat beberapa cadangan yang dianalisis berdasarkan kepada standard piawaian yang digariskan oleh pihak tertentu. Malahan, terdapat juga cadangan yang dianalisis mengikut kesesuaian ciri-ciri IILM. Justeru, terhasillah beberapa cadangan yang berpotensi untuk dilaksanakan oleh IILM.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kekurangan aset nyata menjadi suatu cabaran besar kepada pihak IILM untuk menerbitkan *sukuk* jangka pendeknya. Kesan daripada kekurangan bekalan aset nyata itu, *sukuk* IILM dilanggan dengan lebih (*over subscribe*) pada siri-siri tertentu. Perkara ini boleh dilihat pada terbitan *sukuk* IILM pada bulan Ogos 2014, November 2014, Februari 2015, Ogos 2015, Ogos 2016 dan Januari 2017.

JADUAL 2. Laporan statistik terbitan *sukuk* IILM secara *over subscribe*

Bulan Tahun	Terbitan 1	Terbitan ke-2
Ogos 2014	390 milion USD	400 milion USD
November 2014	390 milion USD	200 milion USD
Februari 2015	490 milion USD	500 milion USD
Ogos 2015	490 milion USD	500 milion USD
Ogos 2016	840 milion USD	500 milion USD
Januari 2017	260 milion USD	850 milion USD

Setiap bulan-bulan ini mempunyai terbitan yang lebih kerana IILM kekurangan aset sandaran untuk menampung amaun yang telah dilaburkan oleh pengedar utama (IILM t.t). Oleh yang demikian, pelaksanaan IILM terhadap aset sandaran bagi penerbitan *sukuk* dengan menggabungkan aset nyata bertaraf A1 dengan aset tidak nyata telah memberi hasil yang sangat baik. Ini kerana IILM telah memperoleh pengiktirafan aset HQLA yang bertaraf A1 oleh agensi penarafan Standard and Poor's (S&P). Malahan, bukan mudah untuk mendapatkan penarafan aset HQLA yang bertaraf A1 daripada agensi penarafan antarabangsa. Kebanyakan instrumen mudah cair hanya mendapat penarafan A2, tetapi dalam tempoh matang yang panjang seperti *Sukuk* UK iaitu selama 5 tahun.

Walaupun telah mendapat pengiktirafan tersebut, IILM juga perlu membuat penambahbaikan untuk mengatasi kekurangan aset sandaran bagi penerbitan *sukuk* jangka pendeknya. Ini kerana permintaan terhadap aset ini sangat tinggi dan jumlah penerbitannya telah bertambah sebanyak 3 billion pada tahun 2016. Justeru, IILM perlu mempraktikkan cadangan-cadangan lain seperti pembiayaan mikro, melonggarkan syarat HQLA, mengaplikasikan aset ringan, aset swasta sebagai gantian terhadap aset sandaran yang nyata untuk menghadapi permintaan *sukuk*nya akan datang. Cadangan ini tidak terhad kepada IILM, malah institusi kewangan Islam yang lain juga boleh mempraktikkannya. Dengan ini, mereka dapat mengurangkan kebergantungan terhadap aset

kerajaan. Malahan, aset nyata yang dimiliki oleh kerajaan boleh digunakan untuk terbitan instrumen-instrumen kerajaan.

Jika IILM dapat mengaplikasikan cadangan-cadangan yang dinyatakan, IILM akan mampu untuk menerbitkan *sukuk*nya dalam skala yang besar, memperbanyakkan pelabur tanpa mengira taraf bank dan boleh mengaktifkan semula pasaran kedua. Selain itu, penggunaan aset sandaran alternatif juga akan mengelakkan pertikaian tentang aset gharar dan gadaian aset kerajaan pada masa hadapan.

NOTA AKHIR

- ¹ Bukan nama sebenar
- ² Kesemua yang dinyatakan bukanlah nama sebenar.
- ³ Perbezaan antara harga sekuriti di pasaran wang.
- ⁴ Penarafan A1 adalah di bawah kategori penerbitan aset jangka pendek. Penarafan A1 diberi kepada aset yang mampu menjamin pelabur jika berlaku kegagalan pembayaran dividen kepada pelabur.
- ⁵ Penarafan A2 juga adalah di bawah kategori penerbitan aset jangka pendek. Namun, aset tersebut mudah terkesan daripada situasi atau keadaan ekonomi yang lemah. Penarafan ini lebih rendah daripada penarafan A1.

RUJUKAN

- Ab Mumin, A.M. 2014. Produk-produk kecairan baru berkualiti tinggi yang patuh syariah. *Prosiding di Muzakarah Penasihat Syariah Kewangan Islam Kali Ke 9*, Kuala Lumpur Islamic Finance Forum, 10 November, Kuala Lumpur.
- Ahmad Sufyan Abdullah. 2015. *Liquidity management in Islamic banks in Malaysia: An Analysis study from Islamic perspective*. Tesis Ph.D, Universiti Yarmouk, Jordan.
- Bakar, M.D. 2016. *Temu bual*, 9 Jun.
- Bank Negara Malaysia (BNM). 2010. International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM): Enhancing Global Islamic Liquidity Management, Financial Stability and Payment Systems Report 2010.
- Basel Committee On Banking Supervision. 2011. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel Committee on Banking Supervision Basel, Switzerland. Diakses dari <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
- Chua, Y.P. 2006. *Kaedah Penyelidikan*. Kuala Lumpur: Mc Graw Hill.
- Ellias, R.F. 2016. *Temu bual*, 8 Mac.
- Ibrahim, I.N. 2016. *Temu bual*, 25 Februari.
- IILM. 2015. Recommendations from the 3rd Roundtable on Challenges in Sukuk Issuance 2015. Diakses dari http://www.iilm.com/App_ClientFile/b1c4c838-3d1b-48a9-81cb-f4aa6585e9b9/Assets/events/Recommendations-from-t.pdf
- IILM. t.t. About Us. Diakses dari <http://www.iilm.com/about-iilm/about-us.html>

- International Financial Services Board (IFSB). 2008. Technical note on issues in strengthening liquidity management of institutions offering Islamic Financial Services: The development of Islamic Money Markets. Diakses dari http://www.ifsb.org/docs/mar2008_liquidity.pdf
- Jamilin, A.A. 2014. Pembangunan instrumen kecairan baru yang patuh syariah. *Prosiding di Muzakarah Penasihat Syariah Kewangan Islam Kali Ke 9*, Kuala Lumpur Islamic Finance Forum, 10 November, Kuala Lumpur.
- Muhammad Na'im, A. 2014. Peluang dan cabaran pematuhan IFSA dan Basel III dalam pengurusan kecairan di bank-bank Islam. *Prosiding di Muzakarah Penasihat Syariah Kewangan Islam Kali Ke 9*, Kuala Lumpur Islamic Finance Forum, 10 November, Kuala Lumpur.
- Muttalib, S.A. 2014. Islamic money market: An instrument for managing liquidity risk in Islamic Banks. *Islam and Civilisational Renewal Journal (ICR)* 5(2): 204-224.
- Sulaiman, N.A. 2011. *Audit quality in practice: A Study of perceptions of auditors, audit committee members and quality inspectors*. Tesis PhD., University of Manchester, United Kingdom (UK).
- Thomson Reuters & Islamic Liquidity Management Corporation (IILM). 2015. Global Liquidity Management Regulators' Perspective. Diakses dari <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/Thomson Reuters-Liquidity Management Through Sukuk Innovative Solutions.pdf>
- Yen. R.K. 1994. *Case Study Research: Design and Methods*. Edisi ke-2. Newbury Park, California: Sage Publication.
- Najibah Khairiyah Shahabudin (penulis koresponden)
 Jabatan Syariah dan Pengurusan
 Akademi Pengajian Islam
 Universiti Malaya
 50603 Kuala Lumpur, MALAYSIA.
 E-Mel: najibahkhairiyah@gmail.com
- Kamaruzaman Noordin
 Jabatan Syariah dan Pengurusan
 Akademi Pengajian Islam
 Universiti Malaya
 50603 Kuala Lumpur, MALAYSIA.
 E-Mel: zamann@um.edu.my