

BAB DUA

BAB DUA : SEKURITI HUTANG ISLAM DI MALAYSIA

2.1 Pendahuluan

Di Malaysia sekuriti hutang telah diislamisasikan untuk memenuhi permintaan umat Islam di samping melengkapkan pasaran modal Islam. Perbezaan sekuriti hutang Islam berbanding sekuriti hutang konvensional ialah pulangan pelaburan sekuriti hutang Islam dikira atas akad jual beli manakala pulangan bagi sekuriti hutang konvensional atas dasar faedah pinjaman.

2.2 Definisi Bon Islam

Memandangkan bon Islam adalah satu instrumen yang masih baru dan setakat ini hanya diterima pakai di Malaysia tiada satu definisi khas yang penulis temui. Menurut Saiful Azahar Rosly bon Islam pada asasnya adalah sama dengan bon konvensional iaitu satu perjanjian pinjaman berbentuk sijil yang mengandungi butiran tentang nilai tara bon, kadar kupon bon, tarikh matang dan lain-lain. Cuma bagi bon Islam ia perlu diasaskan dengan barang fizikal yang mempunyai nilai benar ini kerana sijil bon semata-mata hanyalah kertas perjanjian dan dengan itu tidak mempunyai nilai intrinsik.¹

Contohnya ialah wang emas yang bernilai RM1000 mempunyai nilai intrinsik kerana wang tersebut dibuat daripada emas yang merupakan satu

komoditi yang berharga. Tetapi bagi wang kertas RM1000 pula tidak mempunyai sebarang nilai intrinsik kerana ia diperbuat daripada kertas yang tidak bernilai. Oleh itu ciri utama Bon Islam yang membezakannya dengan bon konvensional ialah ia wajib disandarkan pada barang lain yang mempunyai nilai intrinsik.²

Oleh itu syarikat perlu mempunyai harta yang akan disandarkan bagi bon yang hendak diterbitkan. Harta tersebut sama ada sedia ada milik penerbit bon seperti kilang, tanah, saham dan sebagainya atau mereka perlu mendapatkan pembiayaan pembelian harta tersebut dengan bantuan pihak perbankan.³

Bon Islam merupakan satu bentuk pinjaman yang mempunyai sandaran harta bernilai dan bukan sekadar terbitan kertas pinjaman semata-mata sebagaimana terbitan bon konvensional. Dalam kata lain Bon Islam adalah hutang korporat penerbit bon kepada pelabur yang wujud hasil jual beli harta penerbit kepada pelabur dan pembelian semula oleh penerbit melalui kontrak *bay² bithaman ājil* dan *murābahah*.⁴ Walaupun sejak akhir-akhir ini persekuritan harta mulai popular bagi terbitan bon konvensional tetapi akad yang digunakan masih akad pinjaman konvensional dan berbeza berbanding Bon Islam.

2.3 Sejarah Kewujudan Bon Islam Di Malaysia

Sejarah bon Islam di Malaysia bermula dengan penerbitan Sijil Pelaburan Kerajaan (SPK) yang diterbitkan oleh kerajaan Malaysia dan dana terkumpul

digunakan untuk membiayai pembangunan.⁵ Ia merupakan sekuriti hutang Islam yang pertama dikeluarkan oleh kerajaan dan tujuan utama penerbitan SPK ialah untuk memberi kecairan kepada Bank Islam Malaysia Berhad kerana Bank Islam tidak boleh bermiaga atau membeli Sekuriti Kerajaan Malaysia, Bil Perbendaharaan Malaysia atau mana-mana instrumen yang berdasarkan faedah, sedangkan Bank Islam sangat memerlukan sijil tersebut bagi memenuhi syarat kecairan yang ditetapkan dan mendapatkan modal.⁶ SPK mula diterbitkan sebaik sahaja Bank Islam Malaysia beroperasi pada tahun 1983 dan ia merupakan pemilik terbesar SPK iaitu sebanyak 60 peratus.⁷

Pelabur memberikan pinjaman *qard hasan* kepada kerajaan melalui Sijil Pelaburan Kerajaan dan ia merupakan satu bentuk pelaburan Islam. Oleh itu bayaran faedah tidak diberikan kepada pelabur. Walau bagaimanapun sebagai satu inisiatif kepada pelabur *hibah* diberikan kepada mereka pada kadar tertentu. Badan Penasihat yang terdiri daripada Unit Perancangan Ekonomi, Jabatan Kemajuan Agama Islam di Jabatan Perdana Menteri, Kementerian Kewangan dan Bank Negara telah dibentuk untuk menasihatkan kerajaan tentang kadar *hibah* atau kadar pulangan yang akan diberikan kepada pelabur. Hasil yang diberikan kepada pelabur ini adalah atas budi bicara kerajaan.⁸ Ini bermakna tiada kadar tertentu yang ditetapkan di dalam sijil bon tersebut sebagaimana bon konvensional yang menetapkan kadar faedah yang tertentu.

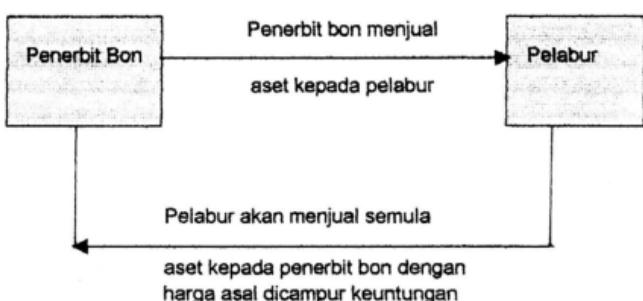
Manakala bon korporat Islam pertama mula diperkenalkan pada tahun 1990 melalui fasiliti jualan tertangguh untuk Shell MDS Sdn. Bhd. secara sindiket berjumlah RM 125 juta. Seterusnya diikuti dengan pengeluaran bon atas konsep *al-musyārakah* oleh Sarawak Shell Berhad berjumlah RM 560 juta. Petronas Dagangan Berhad pula mengeluarkan bon Islamnya pada tahun 1993 berjumlah RM 300 juta. Manakala pada tahun 1995 Petronas Gas Berhad pula menerbitkan bon berjumlah RM 800 juta menggunakan prinsip *qard al-hasan*.⁹

Cagamas Berhad yang merupakan syarikat gadai janji nasional juga menerbitkan bon Islamnya. Terbitan pertamanya berjumlah RM 30 juta telah dikeluarkan pada bulan Mac 1994 menggunakan prinsip *mudārabah*.¹⁰ Selepas itu beberapa terbitan bon Islam lain telah diterbitkan. Kemuncaknya Khazanah Nasional Berhad iaitu syarikat yang dimiliki sepenuhnya oleh Kementerian Kewangan dan berfungsi sebagai badan rasmi pelaburan kerajaan telah menerbitkan bon tanda aras pada tahun 1997 sebanyak RM 1000 juta.¹¹

2.4 Proses Terbitan Bon Islam

Proses terbitan bon Islam berbeza dengan bon konvensional kerana ia perlu melalui proses-proses tertentu. Rajah 6 menggambarkan langkah pertama yang perlu dilakukan oleh penerbit bon.¹²

Rajah 6 : Proses Penerbitan Bon Islam



Sumber : Saiful Azhar Rosly (1999), Terbitan Bon Islam: Beberapa Syarat Perlu Dipenuhi, **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 4, April 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 59.

Pada peringkat ini syarikat selaku penerbit bon akan menjual aset miliknya kepada pelabur selaku pemberi hutang. Setelah selesai kontrak jual beli antara kedua pihak, pelabur akan menjual balik aset tersebut kepada penerbit bon dengan harga asal dicampur keuntungan. Aset-aset ini merupakan harta milik syarikat yang dijual kepada pelabur, untuk dibeli balik oleh syarikat bagi mewujudkan hutang di antara syarikat dan pelabur. Bagi terbitan bon Islam di Malaysia, syarikat-syarikat swasta telah menjadikan pelbagai aset sebagai sekuriti. Antaranya ialah bangunan, harta tanah, kilang dan juga saham sebagaimana yang ditunjukkan dalam rajah 7.

Rajah 7 : Bon Islam dan Harta Sokongannya

PENERBIT	INSTRUMEN	HARTA SOKONGAN
Hicom Holdings Bhd	<i>Guaranteed murābahah Notes Issuance</i>	Facility saham-saham berlandaskan syariah
Amanah International Finance	<i>Guaranteed murābahah Notes Issuance Facility</i>	Senarai harta termasuk bangunan dan hartanah lain
Houlon Corporation	<i>Al-bay^f bithaman ājil Islamic debt securities</i>	Kilang-kilang
KFC Holdings	<i>Al-bay^f bithaman ājil islamic debt securities</i>	Kilang-kilang
MOCCIS Trading	<i>Guaranteed murābahah Notes Issuance Facilities</i>	Laluan memproses gas dan aliran paip

Sumber: Saiful Azhar Rosly (1999), Terbitan Bon Islam: Beberapa Syarat Perlu Dipenuhi, **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 4, April 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 60.

Manakala akad yang digunakan bagi penjualan kedua ini sama ada menggunakan akad *murābahah* atau *bay^f bithaman ājil*. Kedua-dua akad ini digunakan dengan meluas bagi penerbitan bon Islam di Malaysia. Berdasarkan akad ini syarikat akan membayar harga belian aset tersebut secara tangguh sehingga ke suatu masa yang dinamakan tempoh matang. Keadaan ini menyebabkan syarikat berhutang dengan pelabur kerana syarikat berhutang harga aset tersebut. Harga aset tersebut dijual kepada syarikat dengan harga yang lebih mahal atas dasar jualan secara *murābahah* atau *bay^f bithaman ājil*. Pelabur menetapkan keuntungan daripada jualan tersebut pada kadar tertentu menggantikan elemen kadar faedah yang diberikan dalam bon konvensional.¹³

Contoh bagaimana pengiraan keuntungan berasaskan kontrak *murābahah* dilakukan seperti berikut :

Rajah 8 : Pengiraan Keuntungan Kontrak *murābahah*

Perkara	Jumlah
Harga Belian	RM300,000
Untung Tahunan	10 %
Tempoh Matang	5 tahun atau 60 bulan
Jumlah Untung	10% X RM300,000 X 5 = RM150,000
Harga Jualan	RM300,000 + RM150,000 = RM450,000
Bayaran Bulanan	RM450,000/60 = RM7500

Sumber : Saiful Azhar Rosly (1999), Terbitan Bon Islam: Beberapa Syarat Perlu Dipenuhi , **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 4, April 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 59.

Manakala contoh pengiraan keuntungan bagi jualan menggunakan akad *bay^c bithaman ajil* ialah seperti ditunjukkan dalam rajah 9:

Rajah 9 : Pengiraan Keuntungan Kontrak *bay^c bithaman ajil*

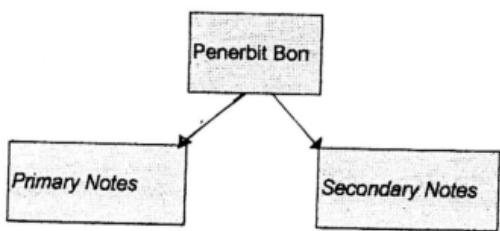
Perkara	Jumlah
Harga Belian	RM100,000
Tempoh Matang	20 tahun atau 120 bulan
Untung Tahunan	15%
Jumlah Untung	15% X RM100,000 X 10 = RM150,000
Harga Jualan	RM100,000 + RM150,000 = RM250,000
Bayaran Bulanan	RM250,000/120 = RM 2083

Sumber : Saiful Azhar Rosly (1999), Terbitan Bon Islam: Beberapa Syarat Perlu Dipenuhi , **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 4, April 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 59.

Di dalam kedua-dua contoh di atas pelabur sudah dijanjikan jumlah kadar keuntungan yang akan diperolehi hasil daripada pembelian bon tersebut sepanjang tempoh matangnya. Bayaran bulanan juga sudah ditetapkan pada kadar tetap.

Selain daripada dokumen-dokumen rasmi yang menyatakan bahawa syarikat XYZ berhutang dengan bank ABC, sijil hutang akan dibuat untuk menjadi bukti hutang ini yang boleh digunakan oleh bank ABC untuk dijual kepada bank XY, bank Z maupun mana-mana institusi kewangan yang berminat. Pembentukan sijil hutang ini dikenali sebagai persekuritian.¹⁴ Sijil ini akan diterbitkan dalam dua bentuk iaitu dalam bentuk nota primer (*primary notes*) dan juga nota sekunder (*secondary notes*).¹⁵

Rajah 10 : Penerbitan Sijil Hutang



Sumber : Diubahsuai daripada temubual bersama Encik Ahmad Fauzi Zakaria, Dealer, Treasury & Foreign Exchange Department, Bank Islam Malaysia Berhad, Tingkat 9, Menara Tun Razak, Kuala Lumpur, pada 20 Ogos 1998, jam 4.00 petang.

Sijil bon tersebut mengandungi butir-butir lengkap tentang nama penerbit, nama pelabur, saiz terbitan, tarikh terbitan, tarikh matang, kadar keuntungan, bayaran ansuran lain-lain. Bon diterbitkan dalam bentuk dua terbitan untuk membezakan antara harga belian asal dan juga keuntungan. Bon primer mewakili harga asal manakala bon sekunder mewakili komponen keuntungan yang akan dibayar kepada pelabur.¹⁶

Bayaran balik dilakukan berdasarkan kematangan bon. Lazimnya bon primer iaitu modal pokok akan matang apabila tempoh 5 tahun berakhir. Ini bermakna bayaran bagi harga asal jualan dibuat sekali sahaja. Pembayaran ini dilakukan apabila pelabur menjual semua bon primer kepada penerbit bon pada tarikh matang. Bagi pembayaran ini pihak penerbit mesti bersedia melangsangkan hutang secara tunai seperti yang dijanjikan dalam kontrak.¹⁷

Manakala bon sekunder iaitu komponen untung akan dibayar secara ansuran sama ada secara bulanan, sukuan ataupun separuh tahun. Sebagai contoh sekiranya bon sekunder matang tiap-tiap enam bulan, maka penerbit akan membeli bon-bon ini dari pelabur dengan bayaran tunai. Pembelian balik bon dilakukan untuk melangsai hutang penerbit bon kepada pelabur.¹⁸

Dalam jangka waktu sementara menunggu tempoh matang, pelabur mempunyai pilihan sama ada memegang bon tersebut sehingga matang atau

menjualnya di pasaran kedua untuk tujuan kecairan. Pelabur berhak menjual sijil hutang tersebut kepada pelabur dalam pasaran sekunder ini untuk mendapatkan tunai. Secara tidak langsung pasaran sekunder ini juga menyediakan kemudahan bagi mereka yang membeli bon untuk menjalankan spekulasi, iaitu membeli bon dengan niat membuat keuntungan modal dari jangkaan peningkatan harga bon.¹⁹ Perbincangan tentang pandangan fiqh terhadap jual beli hutang kepada orang yang berhutang dan juga kepada pihak ketiga akan diterangkan dalam bab ketiga nanti.

2.5 Kadar Pulangan Bon

Bon Islam diterbitkan sama ada dengan cara berkupon atau tanpa kupon tetapi masih perlu memenuhi ciri utama bon Islam iaitu tiada riba. Maksud kupon di sini ialah jumlah keuntungan yang dipersetujui antara pihak pelabur dan penerbit ke atas terbitan bon itu. Jika dalam bon konvensional ia dinamakan kadar faedah maka di dalam bon Islam ianya dikira atas asas *bay^c* iaitu keuntungan daripada jual beli sama ada secara *bay^c bithaman ājil* atau *murābahah*.²⁰

2.5.1 Bon Islam Berkupon

Maksud bon Islam berkupon ialah kadar keuntungan kepada pelabur telah ditetapkan pada kadar tertentu hasil persetujuan antara penerbit bon dan juga

pelabur dalam akad jual beli aset. Pelabur mendapat keuntungan pada kadar tertentu hasil jualan semula aset kepada penerbit. Secara zahirnya seolah-olah penerbit bon membayar bayaran tambahan kepada pembeli bon sebagaimana bon konvensional yang mempunyai kupon tetapi hakikatnya ia tidak menggunakan transaksi pinjaman semata-mata sebagaimana bon konvensional. Antara syarikat yang mengeluarkan bon jenis ini ialah PETRONAS, Kentucky Fried Chicken, HICOM, Tenaga Nasional, KLIA, PUTRA dan lain-lain.²¹ Bayaran keuntungan yang diberikan adalah dalam bentuk peratusan daripada jumlah harga jualan asal.

Proses bagaimana bon kupon Islam diterbitkan ialah seperti Tenaga Nasional memerlukan RM500 juta untuk membina kompleks jana elektrik di Johor. Projek ini mengambil masa lima tahun. Untuk menerbitkan bon Islam, maka bon tersebut wajib disandarkan kepada aset-aset Tenaga Nasional yang bernilai tidak kurang dari RM500 juta. Apabila proses persekuritian selesai maka bon Islam boleh diterbitkan, iaitu dijual kepada pelabur seperti berlakunya jual-beli barang komoditi.²²

Lazimnya pelabur-pelabur berminat untuk membeli sesuatu bon bergantung kepada keuntungan atau kadar pulangan yang ditawarkan oleh sesuatu terbitan. Bagi bon berkupon penerbit menawarkan pulangan dalam bentuk hasil tahunan. Misalnya hasil bon ini ialah 10 peratus setahun maka jumlah pulangan ialah $(0.1 \times \text{RM}500 \text{ juta} \times 5) = \text{RM}250 \text{ juta}$. Berasaskan

pulangan ini, Tenaga Nasional akan menjual asetnya yang bernilai RM500 juta kepada pelabur untuk menerima bayaran tunai RM500 juta untuk pembiayaan projek jana elektrik tersebut.²³

Tenaga Nasional akan membayar balik wang tersebut kepada pelabur dengan cara pelabur pula menjual aset tersebut kepada Tenaga Nasional tetapi pembayaran dibuat secara ansuran. Pelabur menjual semula aset-aset ini bukan dengan harga RM500 juta tetapi dengan harga RM750 juta atas prinsip akad *bay^f bithaman ājil*. Jumlah ini diambil daripada nilai pokok pembiayaan iaitu RM500 juta dan ditambah dengan keuntungan daripada jualan tangguh BBA sebanyak RM250 juta. Ringkasnya proses jual baliknya melibatkan jualan aset pada harga RM750 juta dengan kaedah pembayaran bertangguh.²⁴

Bentuk pembayaran balik di atas memerlukan Tenaga Nasional menerbitkan bon Islam yang bernilai RM750 juta. Bon-bon ini boleh dibahagikan kepada dua jenis, iaitu bon primer dan bon sekunder. Bon primer mewakili komponen pembiayaan modal pokok bernilai RM500 juta, manakala bon sekunder mewakili komponen keuntungan yang bernilai RM250 juta. Selepas lima tahun, pelabur akan menjual balik bon tersebut kepada Tenaga Nasional dan TNB akan membayar hutangnya sebanyak RM500 juta secara tunai.²⁵

2.5.2 Bon Islam Tanpa kupon

Manakala bagi bon kupon sifar²⁶ pula keuntungan tidak dijana melalui akad-akad tersebut sebaliknya bon dijual dengan harga diskauan dan keuntungan diperolehi melalui proses jual-beli menggunakan instrumen bidaan. Contohnya bon kupon sifar Islam diterbitkan oleh Khazanah Berhad dan dijual dalam pasaran primer dengan harga diskauan. Harga diskauan bon ini ditentukan oleh satu proses bidaan di kalangan pengedar-pengedar bon.²⁷ Proses terbitan bon Khazanah ini akan dibincangkan dalam perkara 2.6.8 di bawah.

2.6 Terbitan-Terbitan Bon Islam Di Malaysia

Beberapa syarikat telah menerbitkan bon Islam sebagai sumber pembiayaan syarikat mereka. Bon-bon ini diterbitkan dengan kupon atau tanpa kupon. Antara bon-bon Islam tersebut ialah:

2.6.1 Bon Islam Shell MDS Sdn. Bhd

Bagi penerbitan bon Islam Shell MDS Sdn. Bhd berjumlah RM 125 juta adalah menggunakan konsep *bay² bithaman ājil*. Satu kumpulan pembiaya telah membeli aset-aset tertentu daripada Shell Sdn. Bhd. berjumlah RM125 juta. Aset-aset ini kemudian dijual balik dengan harga tambahan yang mengandungi

elemen kos dan margin keuntungan yang telah ditetapkan. Hutang yang timbul bersabit dari pembiayaan tadi disekuritikan melalui pengeluaran dua bentuk nota, iaitu *primary notes* pada nilai yang bersamaan dengan harga belian aset oleh pembiaya dari Shell iaitu sejumlah RM125 juta. Manakala *secondary notes* pula pada nilai yang bersamaan dengan keuntungan di atas jualan balik maksudnya sejumlah RM125 dan dicampur dengan peratus keuntungan. Kedua-dua nota tersebut akan didagangkan di pasaran kedua di bawah konsep *bay^c al-dayn*.²⁸

2.6.2 Bon Islam KLIA

Langkah pertama yang dilakukan ialah persekuritian aset. KLIA akan mengemukakan aset untuk disekuritikan oleh Bank Islam. Bank Islam akan mengajak beberapa institusi kewangan lain untuk turut sama membayai projek yang dijalankan oleh KLIA. KLIA akan menjual asetnya kepada Bank Islam. Langkah seterusnya Bank Islam akan menjual balik aset tersebut kepada KLIA dengan harga asal dicampur margin keuntungan. Kemudiannya KLIA akan membayar kadar kupon keuntungan setiap enam bulan kepada Bank Islam dan akan membayar jumlah pokok kepada Bank Islam apabila sampai tempoh matang.²⁹ Dalam tempoh tersebut *Shahadah al-dayn* KLIA diniagakan di dalam pasaran kedua di bawah konsep *bay^c al-dayn*.³⁰

Dokumentasi-dokumentasi yang terlibat dalam penerbitan bon KLIA agak banyak berbanding terbitan konvensional kerana ia melibatkan prinsip jual-beli di

bawah akad *bay^f bithaman ajil*. Misalnya bagi penerbitan bon konvensional pada tahun 1995 antara perjanjian yang terlibat ialah :

- i. *The Trust Deed*
- ii. *The Subscription Agreement*
- iii. *The Depository Agreement*

Sebaliknya bagi penerbitan nota Islam berjumlah RM2.2 bilion pada tahun 1996 perjanjian-perjanjian berikut didrafkan :

- i. *The Property Purchase Agreement*
- ii. *The Property Sale Agreement*
- iii. *The Notes Issuance Facility Agreement*
- iv. *The Trust Deed*
- v. *The Depository and Paying Agency Agreement*³¹

Wujudnya perjanjian seperti *the property purchase agreement* dan *the property sale agreement* kerana dalam penerbitan bon ini ianya disandarkan kepada aset yang dijual beli menggunakan akad *bay^f bithaman ajil* bagi membolehkan pengeluaran *shahādah al-dayn* yang boleh diniagakan di dalam pasaran kedua. Jika penerbitan kertas semata-mata tanpa disandarkan kepada mana-mana aset ianya bercanggah dengan prinsip syarak.³²

2.6.3 Bon Islam Petronas Dagangan Berhad

Bon Islam Petronas Dagangan Berhad adalah *Islamic redeemable bond* bermakna Petronas mempunyai pilihan untuk menebus balik bon-bon tersebut sebelum matang.³³ Ia merupakan satu-satunya bon Islam yang tersenarai di Bursa Saham Kuala Lumpur setakat November 1998.³⁴ Ia diterbitkan pada tahun 1993 sejumlah RM300 juta menggunakan konsep *qard al-hasan*.³⁵

2.6.4 Bon Islam Petronas Gas Berhad

Petronas Gas Berhad telah menerbitkan bon Islam untuk membiayai semula hutangnya yang telah ada dengan syarikat induk Petroleum Nasional Berhad (PETRONAS).³⁶ Ia diterbitkan sebanyak RM800 juta pada tahun 1995 menggunakan konsep *qard al-hasan*.³⁷

2.6.5 Bon Islam KFC Holdings

Kentucky Fried Chicken Holdings (KFCH) telah menerbitkan bon Islamnya sejumlah RM150 juta menggunakan konsep *bay' bithaman ajil* pada tahun 1996 dan diuruskan oleh Abrar Discounts.³⁸

2.6.6 Bon Islam TNB

Tenaga Nasional Berhad (TNB) telah mengeluarkan bon Islam berjumlah satu billion ringgit menggunakan konsep *bay^c bithaman ājil*, dan diterbitkan oleh KAF Discounts Bhd. (KAF). Ia bertujuan memenuhi keperluan kewangan untuk membiayai segala projek TNB di masa akan datang.³⁹

Bon ini diterbitkan dalam dua keadaan. Terbitan pertama melibatkan bon berjumlah RM 850 juta untuk tempoh matang 10 tahun dengan bayaran keuntungan 8 peratus. Manakala terbitan kedua berjumlah RM 150 juta untuk tempoh matang 15 tahun dengan keuntungan sebanyak 8.3 peratus.⁴⁰

2.6.7 Bon *Mudārabah* Cagamas

Terbitan bon *mudārabah* Cagamas melibatkan dua elemen. Elemen pertama ialah pembelian hutang perumahan secara Islam oleh Cagamas daripada institusi-institusi yang memberikan pembiayaan perumahan secara Islam kepada pelanggan-pelanggan dan kakitangan mereka. Elemen kedua ialah pengeluaran bon secara *mudārabah* oleh Cagamas untuk membiayai pembelian ini. Pembelian hutang perumahan secara Islam oleh Cagamas diuruskan atas konsep *bay^c al-dayn* manakala pengeluaran bon *mudārabah* Cagamas dilaksanakan melalui konsep *mudārabah*.⁴¹

Di bawah konsep ini, pemegang bon dan Cagamas akan berkongsi keuntungan dalam nisbah yang telah dipersetujui bersama. Dalam pembentukan bon *mudārabah* Cagamas dua konsep kewangan Islam dicantumkan iaitu *bay^a al-dayn* dan *mudārabah*.⁴²

Menurut Nor Mohamed Yakcop skim ini adalah wajar dalam konteks polisi kerajaan untuk memberi keutamaan kepada pemilikan rumah khasnya bagi golongan berpendapatan rendah dan sederhana. Skim ini akan membolehkan institusi kewangan, yang menawarkan pembiayaan perumahan secara Islam untuk mendapatkan pembiayaan semula dari Cagamas Berhad. Pembiayaan semula ini akan membolehkan mereka memberi kemudahan kewangan untuk membeli rumah kepada lebih ramai pelanggan. Dengan adanya skim ini, institusi-institusi kewangan dapat memberi kemudahan untuk membeli rumah secara Islam dengan kos yang munasabah. Proses pengsekuritan secara Islam dalam bidang pembiayaan perumahan dijangka akan menambahkan lagi kemajuan sistem kewangan Islam di Malaysia.⁴³

Untuk mengaktifkan pasaran kedua bagi bon Islam, Cagamas Berhad aktif menambah terbitan bon *mudārabah* sebagaimana siri berikut:

Rajah 11 : Terbitan Bon *Mudārabah* Cagamas.

No. Terbitan	Tarikh Terbitan	Jumlah Terbitan (RM Juta)	Tarikh Bayaran Kupon	Tarikh Matang	Tempoh Matang
5/96	27 Mac 96	30	27- Mac/Sep	27 Mac 99	3
1/97	30 Sep 97	54	30 Sep/Mac	30 Sep 00	3
1/98	19 Jun 98	70	19 Dis/Jun	19 Jun 01	3
Jumlah		154			

Sumber : Laman web Cagamas Berhad, The National Mortgage Corporation
<http://www.cagamas.com.my/cagamas-docs/html-dir/debtmudh.html>

Cagamas akan membayar kupon atau keuntungan kepada pelabur dua kali setahun iaitu sebagaimana jadual di atas. Bayaran kupon ini merupakan pulangan keuntungan kepada pembeli bon Cagamas. Perkongsian keuntungan ini ditetapkan dalam bentuk nisbah peratus. Misalnya bagi bon terbitan tahun 1994 nisbah keuntungannya ialah 90:10 iaitu 90 peratus kepada pemilik bon dan 10 peratus bagi Cagamas Berhad.⁴⁴

2.6.8 Bon Tanda Aras Khazanah

Khazanah Nasional Berhad telah dikorporatkan di bawah Akta Syarikat 1965 pada 3 September 1993 sebagai sebuah syarikat awam berhad dengan modal dibenarkan sebanyak RM6 bilion, manakala modal berbayar sebanyak RM3.0635 bilion dan memulakan operasi setahun kemudiannya. Ahli lembaga pengurusan Khazanah diwakili oleh pihak swasta dan juga kerajaan dan dipengerusikan oleh Perdana Menteri, Dr. Mahathir bin Mohamad.⁴⁵

ia merupakan syarikat yang dimiliki sepenuhnya oleh Kementerian Kewangan dan berfungsi sebagai badan pelaburan kerajaan dan menguruskan semua aset milik kerajaan serta merangka pelaburan yang strategik dalam projek-projek berteknologi tinggi.⁴⁶ Sehingga 10 Disember 1998, terdapat tiga syarikat subsidiari dan lima belas syarikat bersekutu di bawah Khazanah. Selain itu Khazanah juga memiliki pelaburan di dalam sebelas syarikat yang lain. Syarikat-syarikat ini terlibat dalam pelbagai sektor seperti janakuasa, telekomunikasi, penyiaran, automobil, bekalan pertahanan, penerbangan, pengurusan lapangan terbang, pembangunan dan pengurusan pelabuhan, infrastruktur, peralatan elektronik dan perbankan.⁴⁷

Khazanah juga bertanggungjawab menerbitkan bon tanda aras yang bertujuan memajukan keluk kadar hasil tanda aras bagi pasaran bon ringgit yang berperanan untuk meningkatkan perkembangan pasaran bon tempatan.⁴⁸ Dana yang diperolehi daripada terbitan bon akan dilaburkan dalam sekuriti hutang swasta, instrumen pasaran wang, ekuiti dan mana-mana pelaburan yang diperakui oleh Khazanah.⁴⁹

Bon tanda aras yang telah diterbitkan oleh Khazanah Nasional Berhad menjadi tanda aras bagi bon Islam mahupum bon konvensional. Malah ia berperanan untuk mempromosikan kemajuan pasaran hutang Islam di Malaysia.⁵⁰ Berpandukan bon tanda aras pelabur dapat menilai hasil yang akan mereka perolehi daripada pelaburan mereka dan penerbit bon akan menentukan

hasil yang akan mereka tawarkan kepada pelabur.⁵¹ Untuk menarik keyakinan pelabur agar membeli bon Khazanah kerajaan memberi jaminan sepenuhnya terhadap terbitan bon ini.⁵²

Setakat Disember 1998 terdapat empat terbitan bon Khazanah yang bernilai antara RM500 juta sehingga RM1 bilion sebagaimana yang ditunjukkan dalam rajah 12.⁵³

Rajah 12 : Bon Terbitan Khazanah Nasional Berhad Sehingga 18 Disember 1998.

Tarikh Terbitan	18 September 1997	18 Mac 1998	18 Jun 1998	18 September 1998	18 Disember 1998
Saiz Terbitan (RM)	1,000,000,000	1,000,000,000	1,000,000,000	850,000,000	1,000,000,000
Tempoh Matang	3 tahun	3 tahun	5 tahun	3 tahun	5 tahun
Tarikh Matang	18 September 2000	19 Mac 2001	18 Jun 2003	18 September 2001	18 Disember 2003
Jumlah Bida Keseluruhan (RM)	2,262,000,000	2,525,000,000	2,924,000,000	2,710,000,000	2,775,000,000
Harga Tertinggi (RM) (Hasil)	79.580 (7.760%)	75,137, (9.750%)	58.457 (11.031%)	81.185 (7.070%)	71.928 (6.700%)
Harga Terendah (RM) (Hasil)	79.329 (7.890%)	74,676, (9.965%)	57.717 (11.300 %)	80.800 (7.234%)	71.442 (6.840%)
Harga Purata (RM) (Hasil)	79.440 (7.821%)	74.869, (9.875%)	57.908 (11.230%)	80.962 (7.165%)	71.592 (6.797%)
Dana Keseluruhan (RM)	794,397,640	748,690,700	579,082,500	688,179,600	715,923,700

Sumber: Temubual bersama Encik Roslan Abu, Pegawai, Khazanah Nasional Berhad, Tingkat 22, Pusat Dagangan Dunia Putra, Kuala Lumpur, pada 18 Disember 1998, jam tiga petang

Pada permulaan siri terbitan ini, bon tersebut akan matang dalam tempoh tiga tahun atau lima tahun. Pada masa akan datang tempoh matang ini akan bertambah menjadi tujuh atau sepuluh tahun dengan tujuan untuk menyediakan keluk hasil bebas risiko berdasarkan keperluan kematangan pada masa akan datang.⁵⁴ Ia diterbitkan setiap suku tahunan dan terbitan pertamanya ialah pada bulan September 1997 dan terbitan seterusnya pada 18 haribulan Mac, 18 haribulan Jun, 18 haribulan September dan 18 haribulan Disember 1998.⁵⁵

Semua aspek bagi penerbitan bon ini adalah berdasarkan konsep Syariah sama ada dalam pasaran pertama mahupun dagangan dalam pasaran kedua.⁵⁶ Penerbitannya berkonseptkan bon kupon sifar dan disesuaikan dengan akad *al-murābahah*. Konsep *al-murābahah* ini memperuntukkan jualan pada harga jualan dicampur dengan keuntungan yang dipersetujui oleh kedua-dua belah pihak. Di bawah kontrak *al-murābahah*, harga dan lain-lain kos serta margin keuntungan bagi pihak penjual perlu dinyatakan pada masa akad jual beli.⁵⁷

Dalam pasaran pertama proses terbitannya bermula apabila Khazanah menentukan saham-saham tersenarai miliknya sebagai harta sokongan bagi penerbitan bonnya. Seterusnya Khazanah membuat tawaran jualan kepada pembeli iaitu peniaga utama.⁵⁸ Khazanah menjualkan aset tersebut kepada peniaga utama dan berjanji akan membeli balik aset tersebut pada harga kos dicampur keuntungan. Khazanah akan mengeluarkan sijil bon kepada pembeli sebagai tanda pemilikan aset tersebut diserah kepada pembeli. Bentuk

penawaran yang dibuat oleh Khazanah kepada pembeli ini dikenali sebagai *ittifaq dimnī* iaitu proses pembidaan menggunakan sistem pemindahan elektronik untuk dana dan sekuriti (SPEEDS) yang beroperasi di Bank Negara.⁵⁹

Oleh kerana bon Khazanah ialah bon tanpa kupon ia dijual kepada peniaga utama pada kadar diskaun.⁶⁰ Kadar diskaun ditentukan daripada bidaan yang ditawarkan oleh peniaga utama. Khazanah akan membuat tawaran melalui sistem komputer untuk mereka membuat bidaan. Pembidaan biasanya lebih rendah daripada nilai nominal.⁶¹ Perbezaan antara nilai yang dibidakan dengan nilai nominal merupakan keuntungan. Contohnya bagi aset yang bernilai RM 1.00 peniaga utama membuat bidaan pada harga 79 sen. Jika dia berjaya dalam bidaan tersebut dia akan membeli pada kadar 79 sen dan akan menjual balik kepada Khazanah selepas tempoh tiga tahun pada nilai nominal (RM 1) dan tidak boleh melebihi nilai nominal tersebut. Ini bermakna jika nilai nominal RM 1 dan harga bidaan ialah 79 sen perbezaan antara nilai nominal dan nilai bidaan (nilai yang dibeli) adalah keuntungan *murābahah*. Jadi bagi bon Khazanah keuntungan bagi pembeli ditetapkan secara bidaan.⁶²

Peniaga utama akan memegang bon tersebut dan akan menjual balik kepada Khazanah selepas tiga tahun. Dalam tempoh tersebut mereka boleh meniagakan sijil *syahādah al-dayn* dalam pasaran sekunder jika mereka inginkan kecairan . Walau bagaimanapun, harga bon yang didagangkan tidak boleh melebihi harga bon yang ditetapkan pada tarikh matang, kerana harga

telah ditentukan berdasarkan kontrak *murābahah*. Dagangan dalam pasaran kedua bon Khazanah berasaskan *bay^c al-dayn*. Konsep *bay^c al-dayn* merujuk kepada dagangan hutang antara pemilik dan pembeli hutang untuk masa tertentu. Ia merujuk kepada jualan hutang daripada transaksi dagangan dalam bentuk bayaran bertangguh.⁶³

Pelabur-pelabur yang ingin membeli bon tersebut hendaklah membelinya melalui peniaga utama melalui sistem tanpa sijil (*scriptless system*). Bon tanda aras didagangkan tanpa sijil melalui SPEEDS di Bank Negara. Manakala Bank Negara bertindak sebagai *custody* kepada penjagaan sijil-sijil.⁶⁴

Secara keseluruhannya prinsip-prinsip Islam telah dipakai untuk penerbitan Khazanah Bon ialah *murābahah*, *bay^c al-dayn*, *haqq mālī*, *ittifaq ḥimnī* dan *bay^c al-muzāyadah*.⁶⁵ *Bay^c al-muzāyadah* telah digunakan bagi penerbitan bon Khazanah, dengan cara Khazanah Berhad melelong kepada pembeli utamanya terbitan bonnya dan harga ditawarkan oleh pembeli-pembeli utamanya. Majoriti *fuqahā' Syāfi'i*, *Hanafī*, *Mālikī* dan *Ḥanbalī* berpendapat *bay^c al-muzāyadah* adalah diharuskan oleh syarak.⁶⁶

Prinsip *murābahah* digunakan kerana prinsip lain tidak sesuai dengan peranan bon Khazanah yang bertindak sebagai tanda aras harga. Misalnya prinsip *ijārah* memerlukan aktiviti sewaan sedangkan bon Khazanah tidak melakukan aktiviti tersebut.⁶⁷ Tambahan pula Khazanah tidak mempunyai aset

untuk disewakan kerana ianya hanya mempunyai saham tersenarai sahaja.⁶⁸ Manakala prinsip *musyārakah*, *mudārabah* dan *istiṣnā*^c pula perlu disandarkan kepada aktiviti tertentu seperti projek lebuhraya, pembinaan hospital dan lain-lain. Manakala prinsip *qard al-ḥasan* adalah pinjaman kebajikan dan pulangan bon adalah mengikut budi bicara penerbit sudah tentu tidak sesuai digunakan bagi bon Khazanah yang bertindak sebagai bon tanda aras.⁶⁹ Keadaan bentuk aset dan objekifnya merupakan penentu apakah prinsip syariah yang hendak digunakan.⁷⁰

Dalam proses jual beli yang dibenarkan oleh Islam, harga perlu ditentukan dan dipersetujui apabila hendak mengikat kontrak. Sebaik jual-beli aset oleh Khazanah Nasional Berhad dibuat melalui proses bidaan persetujuan perlu dicapai sebelum mengikat kontrak. Persetujuan ini dipanggil *ittifaq dimni*.⁷¹

Dalam proses *ittifaq dimni*, Khazanah akan menawarkan untuk membeli balik aset dalam tempoh masa tertentu dengan harga yang lebih tinggi daripada harga aset tersebut. Kemudian ia bergantung kepada pasaran untuk menawarkan harga belian. Ia memberi peluang kepada pasaran untuk menyatakan kuantiti keuntungan dalam jualan dan belian balik aset tersebut. Selepas proses pembidaan, kontrak akan dipersetujui berdasarkan harga yang dipersetujui semasa proses *ittifaq dimni*.⁷²

Kejayaan bon Khazanah dalam membentuk keluk hasil tanda aras bagi pasaran modal hutang di Malaysia disebabkan beberapa faktor. Antara faktor tersebut ialah:

i. Bon kupon sifar

Secara prinsipnya terbitan bon tanda aras boleh sama ada terbitan berkupon, diskau dan kupon sifar. Keluk hasil yang dibentuk daripada bayaran kupon sekuriti kerajaan tidak memuaskan untuk mengukur hubungan antara hasil dan kematangan. Ini kerana sekuriti dengan kematangan yang sama selalunya membawa hasil yang berbeza, menggambarkan kesan daripada perbezaan pada kadar kupon . Oleh itu sangat perlu mengembangkan keluk hasil bebas risiko yang tepat dan boleh dipercayai yang boleh menghapuskan kesan kupon. Oleh itu, penerbitan kupon sifar bon Islam untuk peruntukan keluk hasil tanda aras akan menghapuskan masalah bukan unik yang berlaku apabila melibatkan hubungan hasil dan kematangan.⁷³

Bon kupon sifar merupakan sekuriti pendapatan tetap yang dijual pada harga diskau. Penerbit bon membayar jumlah pokok dan juga bayaran faedah apabila sampai tempoh matang. Perbezaan antara harga belian dan nilai tebus sama dengan pulangan pelaburan. Oleh itu menggunakan bon kupon sifar tidak memerlukan pelaburan semula bayaran faedah untuk mengkompaunkan pulangan.⁷⁴

ii. Kewujudan Pasaran

Tidak seperti perkembangan bagi bon tanda aras di dalam pasaran hutang di negara lain seperti Hong Kong yang bermula dengan tiada apa-apa, manakala pasaran modal hutang di Malaysia sudah wujud pembentukan pasaran dan sistem dagangan bagi sekuriti kerajaan Malaysia. Oleh kerana infrastruktur asas pasaran sudah wujud, pengenalan bon Khazanah sebenarnya memperluaskan kertas hutang kerajaan kepada pelabur institusi. Kewujudan sistem peniaga utama, Sistem Tender Automatik (*Fully Automated System for Tendering*) iaitu FAST dan Sistem Dagangan Sekuriti Tanpa Skrip (*Scripless Securities Trading System*) atau SSTS akan memastikan bahawa bon Khazanah akan dilanggan dan diagihkan. Peniaga utama memainkan peranan utama bagi mewujudkan pasaran yang berterusan bagi bon Khazanah.⁷⁵

iii. Minat Pelabur

Sekuriti jangka panjang mendapat permintaan daripada pelabur institusi disebabkan pertumbuhan perantaraan simpanan dalam bentuk sekuriti sosial, insurans dan unit amanah. Peranan pelabur berkumpulan menjadi penting untuk memajukan sistem kewangan Islam dan juga institusi simpanan kerana bon Khazanah diterbitkan berdasarkan prinsip Islam. Permintaan tinggi dalam pasaran primer dan kredit yang bebas risiko merupakan ciri bon tanda aras dan

ia menjadi faktor yang dipertimbangkan oleh penyimpan institusi yang merupakan hasil dan memenuhi padanan antara aset jangka panjang dan liabiliti. Hasil akan menjadi menarik (contohnya apabila tinggi) kuasa "beli dan pegang" pelabur institusi akan menghalang dagangan pasaran kedua pada peringkat permulaan terbitan bon Khazanah. Tanpa melihat kepada objektif pelaburan, pelabur institusi berpeluang menerima pendapatan tetap pelaburan portfolio strategi untuk memaksimakan pulangan pegangan atau meminimakan kerugian kerana bon tanda aras akan diterbitkan berterusan.⁷⁶

iv. Kecairan

Kecairan merupakan faktor utama pembentukan bon tanda aras kerana dagangan yang aktif diperlukan kerana harga bon adalah terkesan daripada perubahan dalam ekonomi fundamental, kecairan dan harapan dalam pasaran. Di samping kewujudan pelabur berkumpulan yang besar dan pelbagai yang termasuk profile risiko pulangan yang besar, dagangan pasaran kedua hanya boleh dipastikan apabila pelabur mendapati wujudnya peluang untuk arbitraj, keuntungan dan melindungi nilai (*hedg*) kedudukan mereka. Walau bagaimanapun dagangan seterusnya akan bergantung kepada respons daripada pelabur untuk mengubah desakan yang menentukan kadar faedah dan volatiliti pembolehubah tersirat. Pemegang bon tanda aras juga perlu memilih strategi pengurusan portfolio yang lebih aktif untuk kecairan untuk kekal dalam pasaran. Apabila terbitan bon Khazanah diterbitkan pelabur institusi akan lebih

yakin dan motivasi untuk memilih strategi pengurusan portfolio yang aktif yang akan memastikan kecairan bagi bon tanda aras.⁷⁷

Untuk menggalakkan jual beli bon, Bank Negara telah bersetuju untuk membenarkan bon tanda aras digunakan untuk menentukan volum bagi dagangan dalam pasaran. Dengan membenarkan proses pembersihan terhadap liabiliti yang dipercayai , bank komersial dan bank perdagangan tidak akan menanggung kecairan dan kos perundungan belian dan pegangan bon-bon ini. Oleh itu mereka diharapkan untuk meniagakan bon lebih aktif dalam pasaran yang sama sebagaimana pelabur bon yang lain. Faktor utama menggalakkan minat institusi kewangan meniagakan bon tanda aras ialah keuntungan. Dalam hal ini kos bagi membiayai pembelian dan jualan bon tanda aras dan mengawal akaun jualan perlu dikaji oleh institusi kewangan.⁷⁸

v. Risiko Penarafan Pemerintah

Sebagai satu syarikat yang dimiliki sepenuhnya oleh kerajaan, Khazanah mendapat jaminan pemerintah kerana semua libilitinya disokong oleh kerajaan. Walau bagaimanapun pelabur tempatan dan asing sedar bahawa Khazanah sebagai sebuah syarikat awam bersekutu tetap memiliki beberapa elemen risiko kredit kerana terdapat kemungkinan ianya wujud, walaupun kecil sahaja, kerana ianya mungkin akan dipisahkan atau diswastakan sepenuh atau separuh sahaja. Oleh kerana status Khazanah sebagai milik kerajaan akan menyebabkan

berbagai andaian di kalangan masyarakat kewangan tempatan dan asing, terbitan yang mendapat jaminan kerajaan akan membantu menyelesaikan isu penarafan risiko pemerintah. Mengikut kordinator program, jaminan yang jelas daripada kerajaan telah dicapai dengan aktif.⁷⁹

2.7 Ciri-Ciri Bon Islam

Terdapat beberapa ciri utama bon Islam yang membezakannya dengan bon konvensional iaitu tiada unsur riba kerana modal yang dipinjamkan oleh pelabur kepada penerbit bon hasil jual beli aset antara mereka. Hutang yang wujud membolehkan bon diterbitkan dan pelabur akan menagakan sijil tersebut di dalam pasaran kedua untuk mendapat kecairan apabila mereka juga mahu menggunakan wang tersebut. Di sini akan berlaku jual beli hutang antara pelabur dan pihak pembeli dalam pasaran modal. Pulangan pelaburan kepada pelabur adalah berbentuk keuntungan daripada jual beli dan dibayar secara tetap sebagaimana yang dipersetujui dalam kontrak antara mereka.

2.8 Kesimpulan

Penerbitan bon Islam adalah berbeza berbanding penerbitan bon konvensional kerana ia perlu didasari dengan harta melalui proses persekuritian. Walau bagaimanapun terbitan bon Islam dianggap sebagai satu *hülah* kerana akad jual beli yang berlaku antara penerbit bon dan pelabur bertujuan untuk

mendapat pinjaman wang dan bukan bertujuan untuk jualan aset sebagaimana yang berlaku. Antara kedua instrumen ini bon konvensional sudah nyata berasakan riba dan bon Islam pula adalah *hilah* untuk mengharuskan pinjaman maka sudah tentu lebih baik menggunakan instrumen Islam di samping meneruskan penyelidikan dalam bidang kewangan Islam untuk menghidupkan kembali akad-akad yang dibenarkan sejajar dengan kehendak syarak yang sebenar.

Nota Hujung

¹ Saiful Azhar Rosly (1997), "Bon Islam", **Dataniaga**, Februari, 1997, Kuala Lumpur : Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 45.

² **Ibid.**

³ **Ibid.**

⁴ Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, Eksekutif Senior, Unit Pasaran Modal Islam, Suruhanjaya Sekuriti, Tingkat 3, Plaza Kelana Mas, Bukit Damansara, Kuala Lumpur pada 13 hb Oktober 1998, jam 3.00 petang.

⁵ Nor Mohamed Yakcop(1996), **Teori, Amalan Dan Prospek Sistem Kewangan Di Malaysia**, Kuala Lumpur : Utusan Publications & Distributors, hal. 95.

⁶ Abdul Murad Khalid, "The Role Of Islamic Debt Securities In Financing Economics Development", kertas kerja yang dibentangkan dalam **conference on Securitisation : The Way To Financial Competitiveness**, 20 hb September 1994, Kuala Lumpur, hal. 6.

⁷ Nor Mohamed Yakcop, **op.cit.**, hal. 95.

⁸ Abdul Murad Khalid, **op.cit.**, hal. 6.

⁹ Nor Mohamed Yakcop, **op.cit.**, hal. 87.

¹⁰ Nor Mohamed Yakcop, **op.cit.**, hal. 88.

¹¹ Temubual bersama Encik Roslan Abu, Pegawai, Khazanah Nasional Berhad, Tingkat 22, Pusat Dagangan Dunia Putra, Kuala Lumpur, pada 18 Disember 1998, jam tiga petang.

¹² Saiful Azhar Rosly (1999), "Terbitan Bon Islam: Beberapa Syarat Perlu Dipenuhi", **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 4, April 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 59-60.

¹³ Temubual bersama Encik Ahmad Fauzi Zakaria, **Dealer, Treasury & Foreign Exchange Department**, Bank Islam Malaysia Berhad, Tingkat 9, Menara Tun Razak, Kuala Lumpur, pada 20 Ogos 1998, jam 4.00 petang.

¹⁴ Ambrin Buang (1997), "KLIA's Experience Of Financing The Project Through Islamic Banking", kertas kerja yang dibentangkan dalam **Islamic Project Financing**, Hotel Renaissance, Kuala Lumpur, 10-11 Mac 1997, hal. 7.

¹⁵ Temubual bersama Encik Ahmad Fauzi Zakaria, *Dealer, Treasury & Foreign Exchange Department*, Bank Islam Malaysia Berhad, Tingkat 9, Menara Tun Razak, Kuala Lumpur, pada 20 Ogos 1998, jam 4.00 petang.

¹⁶ Saiful Azhar Rosly (1999), "Bon Islam", **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 5, Mei 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 58. Temubual bersama Encik Ahmad Fauzi Zakaria, *Dealer, Treasury & Foreign Exchange Department*, Bank Islam Malaysia Berhad, Tingkat 9, Menara Tun Razak, Kuala Lumpur, pada 20 Ogos 1998, jam 4.00 petang.

¹⁷ Saiful Azhar Rosly (1999), "Bon Islam", **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 5, Mei 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 59.

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ *Ibid.*, hal. 60.

²⁰ Saiful Azhar Rosly (1999), "Bon Islam", **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 5, Mei 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 57.

²¹ *Ibid.*

²² *Op.cit.*, hal. 58.

²³ *Ibid.*

²⁴ *Ibid.*

²⁵ *Ibid.*

²⁶ Bon yang tidak mempunyai kupon, iaitu tiada bayaran faedah dan diterbitkan oleh syarikat pada harga diskon daripada harga parnya. Syarikat yang menerbitkan bon tanpa kupon ini tidak perlu membayar sebarang bayaran faedah sepanjang hayat bon tetapi apabila bon tersebut matang ia perlu membayar kepada pemegang bon nilai nominal bon. Lihat Adam, J. H. (1989), **Longman Dictionary Of Business English**, edisi kedua, England: Longman Group UK Limited, hal. 70.

²⁷ Saiful Azhar Rosly (1999), "Bon Islam", **Dewan Ekonomi**, jilid 6, bil 5, Mei 1999, Kuala Lumpur: Dewan Bahasa Dan Pustaka, hal. 57.

²⁸ Nor Mohamed Yakcop, *op.cit.*, hal. 86.

²⁹ Encik Ahmad Fauzi Zakaria, *Dealer, Treasury & Foreign Exchange Department*, Bank Islam Malaysia Berhad, Tingkat 9, Menara Tun Razak, Kuala Lumpur, pada 20 Ogos 1998, jam 4.00 petang.

³⁰ Ambrin Buang, *op.cit.*, hal. 7.

³¹ *Ibid.*

³² *Ibid*

³³ Rating Agency Malaysia Berhad (1998), **RAM Bond Newsletter**, Julai, volum 3, no. 7, Kuala Lumpur: Rating Agency Malaysia Berhad, hal. 35.

³⁴ Rating Agency Malaysia Berhad (1998), **RAM Bond Newsletter**, September, Volum 3, no. 9, Kuala Lumpur: Rating Agency Malaysia Berhad, hal. 24.

³⁵ Nor Mohamed Yakcop, *op.cit.*, hal. 87.

³⁶ Rating Agency Malaysia, <http://www.mol.net.my/~ram./htdocs/html-dir/bdis1.html>.

³⁷ Nor Mohamed Yakcop, *op.cit.*, hal. 87.

³⁸ Encik Badlishah, Pegawai, Abrar Discont House, Tingkat 23 Menara Multi Purpose, pada 16 Disember 1998 jam 4 petang

³⁹ Bon RM1 b penuhi keperluan kewangan TNB,
<http://tnbweb.tnb.com.my/news/nc/sep1997/260997g.htm>

⁴⁰ *Ibid.*

⁴¹ Nor Mohamed Yalcop, *op.cit.*, hal. 88.

⁴² *Ibid.*

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ Temubual bersama Encik Roslan Abu, Pegawai, Khazanah Nasional Berhad, Tingkat 22, Pusat Dagangan Dunia Putra, Kuala Lumpur, pada 18 Disember 1998, jam tiga petang. Lihat Rating Agency Malaysia (1997), Benchmark Bonds: The Khazanah Bond Programme, **RAM Bond Newsletter**, Jun 1997, Volum 2, No. 6, hal. 9.

⁴⁶ *Ibid.*

⁴⁷ Temubual bersama Encik Roslan Abu, Pegawai, Khazanah Nasional Berhad, Tingkat 22, Pusat Dagangan Dunia Putra, Kuala Lumpur, pada 18 Disember 1998 pada jam tiga petang.

⁴⁸ Rating Agency Malaysia (1997), Benchmark Bonds: The Khazanah Bond Programme, **RAM Bond Newsletter**, Jun 1997, Volum 2, No. 6, hal. 9.

⁴⁹ Temubual bersama Encik Roslan Abu, **op.cit.**

⁵⁰ Rating Agency Malaysia (1997), **op.cit.**, hal. 10.

⁵¹ Khairil Anuar Abdullah, "The Issuees And prospects Of Establishing A Sound Islamic Capital market", kertas kerja yang dibentangkan pada persidangan **Labuan International Summit On Islamic Financial And Investment Instrumen** , 16–18 Jun 1997 Capital market, kertas kerja yang dibentangkan pada persidangan Labuan, hal. 11.

⁵² Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, Eksekutif Senior, Unit Pasaran Modal Suruhanjaya Sekuriti, tingkat 2, Plaza Klanamas, Bukit Damansara Kuala Lumpur, pada 13 Oktober 1998, jam 3.00 petang.

⁵³ Temubual bersama Encik Roslan Abu, **op.cit.**

⁵⁴ Rating Agency Malaysia, **op.cit.**, hal. 9.

⁵⁵ Temubual bersama Encik Roslan Abu, **op.cit.**

⁵⁶ Khairil Anuar Abdullah, **op.cit.**, hal. 11.

⁵⁷ Rating Agency Malaysia, **op.cit.**, hal. 10.

⁵⁸ *Principle dealer* di Malaysia terdiri daripada bank-bank utama. Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, Eksekutif Senior, Unit Pasaran Modal, Suruhanjaya Sekuriti, tingkat 2, Plaza Klanamas, Bukit Damansara, Kuala Lumpur, pada 13 Oktober 1998, jam 3.00 petang.

⁵⁹ Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, Eksekutif Senior, **op.cit.**

⁶⁰ Kadar diskaun ialah pada harga kurang daripada harga par Lihat Adam, J.H (1989), **Longman Dictionary Of Business English**, edisi kedua, England: Longman Group UK Limited, hal. 179, Lihat C.Forbes, Eric (1992), **Dictionary Of Malaysian Business**, Petaling Jaya : Pelanduk Paperbacks (M) Sdn Bhd, hal. 134.

⁶¹ Nilai nominal adalah sama dengan nilai par iaitu harga atau nilai yang ditetapkan oleh organisasi yang menerbitkan sekuriti dan dinyatakan di dalam sijil stok atau saham. Jika harga pasaran pada harga par saham berharga RM 1.00 jika dibayar sepenuhnya boleh dibeli dan dijual dalam pasaran dengan

harga RM 1.00. Lihat Adam, J.H (1989), **Longman Dictionary Of Business English**, edisi kedua, England: Longman Group UK Limited, hal. 385. Ia juga dikatakan sebagai harga muka saham atau sekuriti pada masa ia diterbitkan. Ianya merupakan nilai yang dicatatkan pada dokumen. Nilai par saham biasa akan dinyatakan dalam sijil saham. Sebagai contoh nilai par (nilai nominal) untuk setiap saham bagi Development and Commercial Bank Berhad ialah 50 sen. Saham lebih daripada nilai par jika harganya di Bursa Saham Kuala Lumpur melebihi nilai nominal. Lihat C.Forbes, Eric (1992), **Dictionary Of Malaysian Business**, Petaling Jaya : Pelanduk Paperbacks (M) Sdn Bhd, hal. 320.

⁶² Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, op.cit.

⁶³ Temubual bersama Encik Roslan Abu, op.cit.

⁶⁴ Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, op.cit.

⁶⁵ Unit Pasaran Modal Islam Suruhanjaya Sekuriti, "Pasaran Modal Islam: Teori Dan Pelaksanaannya Di Malaysia", kertas kerja dibentangkan di Akademi Islam, 22 Ogos 1998 , hal. 6.

⁶⁶ Ibn Rushd, **Bidāyat al-Mujtahid wa Nihāyat al-Muqtaṣid**, juz. 2, Mesir : Maktabah wa Matba'ah Muṣṭafā al-Bābī al-Ḥalabī, hal. 165, Al-Nawawī, Abū Zakariyya Yaḥyā bin Syarf (t.t), **Raudat al-Tālibīn**, juz.3, Lubnan : Dār al-Kutub al-‘Ilmiyyah, hal. 81, _____(t.t), **Ṣahih Muslim bi Syarḥ al-Nawāwī**, juz. 10, Miṣr : Matba'ah al-Miṣriyyah wa Maktabatuhā., hal. 159, Ibn Qudāmah, Abū Muḥammad Ḥabd Allāh ibn Ahmad (t.t), **al-Mughnī**, juz. 4, Mesir : Maktabah al-Qāhirah, hal. 120, Al-Kāsānī, ‘Alā’ al-Dīn Abī Bakr bin Mas‘ud (t.t), **Badā’iṣ al-Ṣanā’iṣ Fī Tartīb al-Syara’iṣ**, juz. 7, Qahirah: Matba'ah al-Imām, hal. 3222, Al-Syaukānī, Muḥammad bin Ḥāfiẓ (t.t), **Nayl al-Auṭār Syarḥ Muntaqā al-Akhbār Min Ahādīs Sayyid al-Akhbār**, juz.5, Mesir : Maktabah wa Matba'ah Mustafā al-Bābī al-Ḥalabī, hal. 191.

⁶⁷ Ibid.

⁶⁸ Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, op.cit.

⁶⁹ Unit Pasaran Modal Islam Suruhanjaya Sekuriti, op.cit.

⁷⁰ Temubual bersama Encik Nik Mohd Ruslin Nik Jaafar, op.cit.

⁷¹ Khairil Anuar Abdullah, op.cit., hal. 12.

⁷² Ibid.

⁷³ Rating Agency Malaysia , op.cit., hal. 11.

⁷⁴ Ibid.

⁷⁵ Ibid., hal. 12.

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Ibid.

⁷⁸ Ibid.

⁷⁹ Ibid.