

Pelaksanaan Kontrak Hibrid dan Cabaran Pematuhan Syariah Dalam Penerbitan Sukuk Wakalah di Bank Rakyat

The Implementation of Hybrid Contracts and Shariah Compliance Challenges in the Issuance of Sukuk Wakalah at Bank Rakyat

Ahmad Azam Sulaiman @ Mohamad*, Nur Amira Izzati Mohd Zamri

Academy of Islamic Studies, Universiti Malaya, 50603 Kuala Lumpur, Malaysia

*Corresponding author: ahmadazams@um.edu.my

ABSTRAK

Sukuk telah berkembang sebagai instrumen kewangan Islam utama dalam pasaran modal global, dengan Malaysia muncul sebagai peneraju dalam inovasi dan penerbitan sukuk. Perkembangan terkini menampilkan penggunaan kontrak hibrid yang menggabungkan beberapa akad Syariah seperti *wakalah bi al-istithmar* dan *tawarruq murabahah* bagi membentuk struktur pembiayaan yang lebih fleksibel dan kompetitif. Walaupun pendekatan ini berpotensi memperluas akses pembiayaan patuh Syariah, ia turut menimbulkan cabaran dari sudut kesahihan hukum dan pematuhan terhadap piawaian Syariah domestik serta antarabangsa. Kajian ini menggunakan pendekatan kualitatif melalui analisis kes dan dokumen terhadap struktur Sukuk Wakalah Bank Rakyat, termasuk mekanisme pengumpulan aset, pelaksanaan *murabahah* komoditi, dan peranan *purchase undertaking* dalam menjamin pulangan pelabur. Data diperoleh daripada laporan rasmi Bank Rakyat, dokumen penerbitan sukuk, dan garis panduan Syariah oleh Bank Negara Malaysia serta AAOIFI. Analisis fiqh dan perbandingan digunakan bagi menilai pandangan ulama terhadap kontrak hibrid serta kesannya terhadap prinsip *maqasid al-shariah*. Dapatan menunjukkan bahawa struktur ini secara asasnya mematuhi prinsip Syariah dengan menekankan keadilan, amanah, dan ketelusan. Namun, isu seperti risiko “*form over substance*”, kebergantungan kepada pasaran komoditi, dan penilaian harga aset perlu diberi perhatian untuk memastikan keselarasan antara hukum dan tujuan Syariah. Kajian ini menegaskan kepentingan standardisasi, tadbir urus Syariah yang telus, dan penjajaran dengan maqasid Syariah sebagai asas bagi memperkukuh pasaran modal Islam global.

Kata kunci: Ekonomi; Sukuk; Wakalah; Muamalat; Kontrak Hibrid

Received:
October 7,
2025

Revised:
October 25,
2025

Accepted:
November 23,
2025

**Online
Published:**
November 26,
2025

ABSTRACT

Sukuk has evolved into a key Islamic financial instrument within the global capital market, with Malaysia recognised as a leading jurisdiction in sukuk innovation and issuance. Recent developments have introduced the use of hybrid contracts that combine multiple Shariah principles such as wakalah bi al-istithmar and tawarruq murabahah to create more flexible and competitive financing structures. While this approach has the potential to broaden access to Shariah-compliant financing, it also raises concerns regarding legal validity and adherence to both domestic and international Shariah standards. This study adopts a qualitative approach through case and document analysis of the Sukuk Wakalah structure issued by Bank Rakyat, including mechanisms for asset pooling, the execution of commodity murabahah, and the role of the purchase undertaking in safeguarding investor returns. Data were obtained from Bank Rakyat's official reports, sukuk issuance documentation, and Shariah guidelines issued by Bank Negara Malaysia and AAOIFI. A fiqh-based and comparative analysis was employed to examine scholarly perspectives on hybrid contracts and their implications for the principles of maqasid al-shariah. The findings indicate that the structure generally complies with Shariah requirements by emphasising justice, trustworthiness, and transparency. However, issues such as the risk of "form over substance", dependence on commodity markets, and asset valuation require further attention to ensure alignment between legal rulings and the objectives of Shariah. This study underscores the importance of standardisation, transparent Shariah governance, and alignment with maqasid al-shariah as essential foundations for strengthening the global Islamic capital market.

Keywords: *Economics, Sukuk, Wakalah, Muamalat, Hybrid Contracts*

PENGENALAN

Sukuk merupakan salah satu instrumen kewangan Islam yang telah muncul sebagai alternatif penting kepada bon konvensional, berperanan bukan sahaja dalam menyediakan pembiayaan tetapi juga sebagai aset pelaburan yang sah dari sudut syariah. Malaysia sering dianggap sebagai peneraju global dalam pembangunan pasaran sukuk, dengan sejarah penerbitan yang bermula pada awal 1990-an melalui sukuk Bai' Bithaman Ajil yang berlandaskan prinsip jual beli bertanggung. Pada peringkat awal, pengeluaran sukuk lebih banyak tertumpu kepada pembiayaan infrastruktur besar seperti lebuh raya dan tenaga. Namun, seiring dengan perkembangan ekonomi Islam, instrumen ini mula berkembang meliputi pelbagai sektor termasuk korporat, perumahan, kesihatan dan projek berteraskan kelestarian.

Menurut Suruhanjaya Sekuriti Malaysia, pada tahun 2024 sahaja, sukuk menyumbang lebih 62% daripada jumlah terbitan baharu dalam pasaran modal, dan hampir 63% daripada jumlah tertunggak pasaran bon sukuk negara bernilai RM2.1 trilion. Malaysia juga mengekalkan kedudukannya sebagai peneraju pasaran sukuk dunia dengan pegangan sekitar 36% daripada keseluruhan pasaran global. Hal ini menunjukkan bukan sahaja tahap penerimaan yang tinggi terhadap produk kewangan patuh syariah dalam kalangan pelabur Islam, malah ia turut mendapat sambutan pelabur bukan Islam yang melihat sukuk sebagai aset alternatif yang berdaya saing dan berisiko rendah.

Dari sudut reka bentuk, akad wakalah menjadi semakin popular dalam kalangan penerbit sukuk kerana menawarkan fleksibiliti dalam memilih aset pendasar serta sesuai untuk pembiayaan projek baharu seperti tenaga boleh diperbaharui, selaras dengan agenda *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dan *Sustainability Development Goals* (SDG). Selain itu, kontrak hibrid yang menggabungkan beberapa akad seperti wakalah, *ijarah*, dan *murabahah* dilihat sebagai inovasi penting dalam memastikan keberkesanan instrumen sukuk. Penggunaan kontrak hibrid bukan sahaja memperluas pilihan pelabur, bahkan menyumbang kepada pembangunan pasaran modal Islam yang lebih matang dan lestari untuk pembiayaan jangka panjang.

Latar Belakang Kajian

Perkembangan teknologi kewangan (*fintech*), globalisasi, serta keperluan pembiayaan baharu telah mengubah landskap kewangan Islam dengan pantas. Evolusi ini menuntut agar instrumen kewangan Islam, khususnya sukuk, bersifat lebih dinamik, fleksibel, dan inovatif bagi menampung keperluan pelabur antarabangsa. Dalam konteks ini, akad kewangan Islam tidak lagi statik, sebaliknya mengalami proses penyesuaian dan hibridisasi agar sesuai dengan realiti ekonomi moden.

Walau bagaimanapun, kepelbagaian kontrak hibrid ini menimbulkan perbahasan dalam kalangan fuqaha dan sarjana kontemporari. Isu utama berkisar kepada persoalan sejauh mana kontrak gabungan dibenarkan oleh syarak tanpa menjejaskan prinsip asas muamalah Islam yang menolak *gharar*, *maisir* dan *riba*. Sebagai contoh, walaupun kontrak *wakalah bi al-istiithmar* yang digabungkan dengan *murabahah* atau *ijarah* dianggap mampu meningkatkan keberkesanan struktur pembiayaan, terdapat kritikan bahawa elemen gabungan tertentu boleh menimbulkan ketidakpastian (*gharar*) dalam menentukan hak dan liabiliti pihak-pihak terlibat. Secara praktikal, kontrak hibrid sudah mula menjadi pilihan utama penerbit dan pelabur sukuk kerana keupayaannya menyediakan struktur pembiayaan yang lebih kompleks dan berdaya saing. Misalnya, sukuk berasaskan hibrid kini digunakan untuk pembiayaan tenaga hijau, projek mega infrastruktur, serta modal bank tahap 2. Data menunjukkan bahawa terbitan sukuk bertemakan ESG global mencecah AS\$11.9 bilion pada 2024, dengan Malaysia menjadi antara peneraju utama bersama Arab Saudi, UAE dan Indonesia. Hal ini membuktikan bahawa instrumen hibrid bukan sahaja memenuhi tuntutan pelabur tetapi juga seiring dengan agenda pembangunan lestari.

Namun, dalam kerangka penyelidikan akademik, cabaran utama adalah memastikan standardisasi dan harmonisasi syariah dapat dicapai, khususnya antara garis panduan domestik Malaysia dan piawaian antarabangsa seperti Pertubuhan Perakaunan dan Pengauditan bagi Institusi Kewangan Islam atau *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) Tanpa pendekatan penyelarasan ini, risiko ketidakpastian hukum syariah (*Shariah non-compliance risk*) berpotensi melemahkan keyakinan pelabur serta menjejaskan keberkesanan pasaran modal Islam. Justeru, kajian kritikal mengenai kontrak hibrid dalam penerbitan sukuk adalah wajar bagi menilai sejauh mana kesesuaiannya dalam kerangka syariah dan impaknya terhadap pasaran modal Islam yang mapan.

Oleh itu, kajian ini bukan sahaja memperkukuh asas teori mengenai kontrak hibrid dalam kewangan Islam, tetapi turut menyoroti jurang kajian terdahulu iaitu kurangnya analisis mendalam tentang struktur sebenar dan implikasi Syariah dalam kes tempatan seperti Sukuk Wakalah Bank Rakyat. Justeru, kajian ini berperanan mengisi kekosongan tersebut dengan analisis kes yang lebih empirikal dan berpaksikan dokumen rasmi serta panduan Syariah institusi berautoriti.

Permasalahan dan Objektif Kajian

Penerbitan sukuk wakalah yang berasaskan kontrak hibrid di Bank Rakyat menimbulkan perbincangan isu mengenai bagaimana kepelbagaian kontrak yang berbeza seperti wakalah dan *tawarruq murabahah* dapat dipraktikkan dalam penerbitan sukuk ini. Kombinasi kontrak sukuk ini mampu menjadi sesuatu yang efektif terhadap pendekatan yang digunakan untuk keperluan aktiviti pelaburan patuh syariah berbanding pendekatan lain yang digunakan dalam kewangan modal.

Pelaksanaan kontrak hibrid dalam penerbitan sukuk wakalah tetap mempunyai kemungkinan risiko yang perlu dihadapi meliputi risiko dari aspek syariah, kontrak, operasi, kredit, kecairan dan pasaran. Bagi mengatasi berkemungkinan setiap risiko yang timbul ini, penelitian terhadap cara penilaian serta pengelolaan risiko-risiko ini perlu diambil kira. Masalah akan menjadi semakin besar apabila tiadanya penilaian yang mendalam berkaitan aspek risiko kontrak hibrid yang diamalkan, kesesuaian dari sudut syariah, potensi pengoperasian yang efektif, strategi perjanjian kredit terhadap kecairan dan perlindungan nilai penerbitan sukuk hibrid dalam pasaran modal.

Terdapat juga isu iaitu sejauh mana kontrak hibrid ini mematuhi prinsip-prinsip syariah dalam penerbitan sukuk wakalah berkenaan sama ada struktur kontrak hibrid ini tidak menimbulkan kesamaran dan terbuka kepada semua pihak terlibat. Kesamaran yang dimaksudkan adalah dari segi struktur prinsip kontrak yang dijalankan kerana melibatkan gabungan pelbagai jenis akad dalam satu produk sukuk. Kesannya, beberapa syarat-syarat kontrak yang terdapat dalam pelaksanaan itu boleh menyebabkan perselisihan pandangan. Hal ini boleh membawa kepada ketidakpastian hukum yang menjadikan kesahihan sesuatu prinsip dalam penerbitan sukuk hibrid ini diperbahaskan.

Pelaksanaan sukuk hibrid ini juga menimbulkan permasalahan apabila wujudnya perbezaan pandangan ulama terhadap struktur pelaksanaan gabungan kontrak tersebut. Hal ini kerana kemungkinan setiap sarjana Islam menggunakan pendekatan yang berbeza dalam menilai komponen yang berasaskan syariat Islam. Kesesuaian prinsip yang digunakan dalam menggabungkan kontrak akad hibrid juga menjadi titik perdebatan. Hal ini kerana, terdapat sesetengah prinsip syariah tidak boleh digabungkan dengan prinsip syariah yang lain tanpa

konsultasi dan kerjasama dengan pakar fiqh dan pakar syariah bagi memastikan pelaksanaan struktur sukuk hibrid tersebut adalah diiktiraf oleh majoriti sarjana Islam dalam pasaran modal.

Oleh yang demikian, objektif utama kajian ini adalah untuk mengenal pasti serta menghuraikan secara mendalam perbezaan pandangan antara mazhab-mazhab fiqh dan tokoh sarjana Islam, sama ada klasik mahupun kontemporari, berkaitan dengan aplikasi kontrak hibrid dalam kerangka muamalah. Kajian ini juga memberi tumpuan kepada analisis kritis terhadap pelaksanaan kontrak hibrid khususnya dalam penerbitan sukuk wakalah oleh Bank Rakyat, bagi menilai kesesuaian, keberkesanan serta implikasi syariah dan praktikalnya terhadap pembangunan pasaran modal Islam.

SOROTAN LITERATUR

Akad merupakan suatu elemen yang perlu dititikberatkan dalam penstrukturan kontrak sukuk yang bakal diterbitkan dalam muamalah Islam. (Rizali, 2010). Hal ini kerana, sesebuah pelaksanaan sukuk itu akan disesuaikan dengan akad kontrak yang ditetapkan dalam pengeluaran sukuk tersebut (Trimulato, 2021). Pembentukan sukuk mestilah berasaskan kepada akad kontrak yang patuh syariah kerana sukuk merupakan suatu instrumen modal Islam yang berstruktur supaya pelaksanaannya adalah selari dengan garis panduan syarak (Rahail Ali, 2011). Pada permulaan perkembangan pasaran sukuk, antara kontrak sukuk yang digunakan dalam pengeluaran sukuk di Malaysia adalah seperti sukuk *al-ijarah*, *al-istisna*, *al-murabahah*, *al-bay bithaman ajil* dan *al-wakalah* (Hussin et.al, 2009). Sukuk yang berstrukturkan akad wakalah antara salah satu akad yang mampu menjadi sebuah wasilah dalam pembiayaan sukuk bagi memudahkan pihak yang ingin melabur namun tidak berkesampaian dengan mewakili kepada ejen sebagai pemegang sukuk. (Kurniawan, 2021).

Sukuk wakalah adalah suatu tindakan mewakili seseorang bagi menguruskan dana yang dilabur dan juga kaedah pelaksanaannya adalah melibatkan beberapa pihak sebagai wakil, penerbit dan pelabur sukuk tersebut. (Aydin, 2022). Rudi (2014) memberikan definisi sukuk wakalah iaitu pemegang sukuk diberikan kuasa untuk menjadi wakil atau ejen yang akan mempersembahkan projek pembiayaan berdasarkan akad wakalah secara usaha sama atau sebaliknya. Instrumen kewangan modal seperti sukuk wakalah di Indonesia dalam pembiayaan pengurusan sampah dilihat sebagai suatu inisiatif pembiayaan berasaskan syariah yang dapat membantu dalam mencapai matlamat pembangunan lestari dari sudut struktur pelaksanaan dalam pengelolaan sampah (Farhand et. al, (2020). Pembiayaan infrastruktur negara di Indonesia adalah menggunakan instrumen pembiayaan yang diterbitkan dalam produk sukuk berasaskan projek (*Project Based Sukuk*, PBS). Di dalam sukuk ini, akad wakalah digunakan sebagai akad utama bagi membentuk produk sukuk yang telah diterbitkan (Kurniawan, 2021).

Peningkatan terhadap permintaan sukuk saban tahun semakin meningkat dari tahun ke tahun (Uddin et.al, 2015). Oleh itu, wujud inovasi baru dalam pasaran sukuk iaitu sukuk berasaskan kontrak hibrid bagi memastikan sukuk yang diterbitkan relevan dengan keperluan masa kini (Fadil 2011). Manakala Shahida dan Saharah (2013) menyebutkan bahawa sukuk dalam akad hibrid mempunyai portfolio aset yang terdiri daripada pelbagai kelas yang mana membolehkan penggabungan dana yang lebih besar dan kepelbagaian risiko dalam kelas aset. Fadil (2011) memberikan konsep sukuk bagaimana ia berbeza daripada sekuriti syariah yang lain akan tetapi konsep tersebut tidak mempunyai definisi yang tetap dari segi pengamalannya dengan menyentuh tentang jenis dan karakteristik sukuk hibrid yang diterbitkan dalam pasaran modal Islam di Malaysia.

Sukuk hibrid telah menjadi tarikan kepada para pelabur dalam kewangan Islam kerana struktur ciri-cirinya yang lebih komprehensif untuk mewujudkan kumpulan aset daripada kepelbagaian akad kontrak yang digabungkan dalam penerbitan sukuk ini (Yazicioğlu & Kazak 2019). Nota kewangan Islam berasaskan hibrid boleh diterima selagi asas dalam sekuriti hibrid mematuhi prinsip syariah (Barghouthi et.al, 2020). Sukuk negara di Indonesia menggunakan akad yang digabungkan lebih daripada dua contohnya seperti akad *ijarah*, musyarakah, mudharabah, istisna dan musyarakah dan dijadikan sebagai sumber pembiayaan alternatif bagi projek infrastruktur selagi mana ia berselari dengan garis syariat Islam. (Yuliani & Sari 2020). Sukuk lain berdasarkan kontrak bersama, boleh tukar dan sebagainya, seperti sukuk hibrid, mencatatkan jumlah terbitan sebanyak 13 sukuk atau 9 peratus. Tambahan pula, 9 atau 6 peratus sukuk *istisna* diterbitkan berdasarkan kontrak tempahan di Malaysia. (Derus, 2018). Sukuk hibrid diwajibkan untuk mematuhi piawaian yang ditetapkan oleh AAOIFI, (Itam et.al, 2023).

Kontrak *ijarah mawsufah fi zimmah* merupakan istilah lain bagi kontrak hibrid yang berstrukturkan daripada dua atau lebih kontrak asas yang wujud didalamnya adalah ekuiti berserta hutang (Abdullah & Nayan 2020). Prinsip dalam kontrak sukuk hibrid adalah suatu produk yang tidak boleh dipisahkan antara satu sama lain kerana ianya saling berkait dalam pembentukan akad sukuk hibrid ini ketika pelaksanaannya (Mursal & Yuserizal (2017). Sukuk hibrid telah diperkenalkan dalam pasaran untuk meningkatkan penggabungan dana kerana ia membolehkan penggunaan berlandaskan syariah kontrak pembiayaan. Dalam struktur sukuk hibrid, pelabur akan memindahkan aset ketara kepada Syarikat Bertujuan Khas. Seterusnya, syarikat bertujuan khas (*Special Purpose Vehicle*, SPV) menerbitkan sukuk kepada pelabur dan menerima hasil sukuk daripada mereka (Bahari et. al, 2016).

Sukuk wakalah ditakrifkan dengan nama lain sebagai sukuk wakalah bi al-istithmar yang mana seringkali dibentuk pelaksanaannya berasaskan kombinasi pelbagai jenis akad dalam suatu produk sukuk yang diterbitkan (Ellias et. al, 2013). Dalam kajian mengenai sukuk menggunakan prinsip *wakalah bi al-istithmar*, (Noordin et. al, 2018, Razak et. al, 2019) meneliti berkenaan pelaksanaan sukuk ihsan yang diterbitkan oleh Khazanah Nasional Berhad untuk menilai pematuhan sukuk dari segi kelayakan penerbit berdasarkan sukuk pelaburan mampan dan bertanggungjawab. Bagi memberi gambaran yang lebih jelas (Ali et. al, 2019) telah mendatangkan dua contoh bentuk model yang mana salah satu merupakan model asas yang boleh digunakan ketika menggunakan kontrak *wakalah bi al-istithmar* dalam penerbitan SRI sukuk supaya ianya lebih mematuhi piawaian garis panduan syariat Islam.

Penstrukturkan berdasarkan akad sukuk *wakalah bi al-istithmar* telah diterbitkan oleh BWEG (M) Sdn. Bhd. sebagai wakil bagi pemegang sukuk dalam pengeluaran terhadap pembiayaan Sukuk Pelaburan Mampan dan Bertanggungjawab (*Sustainable and Responsible Investment*, SRI). Selain itu, struktur sukuk yang berprinsipkan *wakalah bi al-istithmar* adalah tidak dibolehkan untuk mengambil hak tanazul dalam keuntungan yang melebihi jangkaan bagi pengukuhan kredit dan risiko kontrak yang dilaksanakan berdasarkan kajian analisis (Sharif, 2021) Sukuk *wakalah bi al-istithmar* adalah sebuah aset surat berharga yang melantik penerbit sukuk sebagai wakil yang bertanggungjawab menjalankan projek pembiayaan tanpa mengharapkan imbalan sebagai upah wakil (Fauzi & Tanjung 2021).

Sukuk *wakalah bi al-istithmar* berkemungkinan menimbulkan masalah isu syariah dalam penggunaan dari sudut tahap penilaian portfolio berasaskan aset ketara yang mempunyai perbezaan pandangan ulama mengenainya (Ellias et. al, 2013). Prinsip akad *wakalah bi al-istithmar* akan melibatkan penyalahgunaan apabila tiada perjanjian yang memperuntukkan kontrak yang jelas antara pihak yang terlibat yang akan membawa kepada penyalahgunaan

pengurusan dana yang dilaburkan dalam penerbitan sukuk (Panatagama et. al, 2023). Pengenaan bayaran kepada wakil sebagai upah juga antara isu syariah yang dibahaskan dalam penstrukturan sukuk berasaskan *wakalah bi al-istithmar* yang mana ada sesetengah ulama yang menerima pakai dan sebahagian ulama yang menolak penstrukturan tersebut (Maksum & Hidayah, 2023).

Sorotan juga mendapati bahawa kajian terdahulu banyak memberi tumpuan kepada aspek teori kontrak hibrid, namun kurang meneliti aplikasi sebenar dalam kes institusi kewangan tempatan. Di sinilah kajian ini memberi sumbangan dengan meneliti secara mendalam pelaksanaan kontrak hibrid dalam penerbitan Sukuk Wakalah Bank Rakyat. Struktur sukuk ini menggunakan kombinasi akad *wakalah bi al-istithmar* dan *tawarruq murabahah* untuk membolehkan hasil pelaburan diagihkan kepada pelabur mengikut kadar keuntungan yang telah ditetapkan. Melalui pendekatan ini, Bank Rakyat bukan sahaja bertindak sebagai penerbit tetapi juga sebagai wakil pelabur (wakil *mutlaq*) yang menguruskan dana dalam aktiviti pelaburan terpilih. Kajian ini meneliti bagaimana struktur tersebut memenuhi panduan Bank Negara Malaysia (BNM) melalui *Policy Document on Tawarruq* (2019) serta keselarasan dengan AAOIFI Syariah Standard No. 46 (*Al-Wakalah bi al-istithmar*). Ini penting kerana aspek pelaksanaan sebenar dalam kes Bank Rakyat memperlihatkan bagaimana prinsip teori diaplikasikan dalam amalan pasaran tempatan.

Rangka Kerja Teori

Kajian ini berasaskan dua kerangka teori utama, iaitu teori fiqh muamalat dan pendekatan maqasid Syariah. Teori fiqh muamalat digunakan bagi menilai keabsahan kontrak hibrid dari sudut hukum, khususnya dalam memastikan setiap akad seperti *wakalah bi al-istithmar* dan *tawarruq murabahah* menepati rukun serta syarat Syariah. Pendekatan ini menjelaskan kesahihan struktur Sukuk Wakalah Bank Rakyat dari perspektif fiqh tradisional, terutamanya dalam penghindaran unsur riba, gharar dan *bay' al-'inah*.

Manakala pendekatan maqasid Syariah digunakan untuk menilai sama ada pelaksanaan kontrak hibrid bukan sekadar sah secara hukum, tetapi turut memenuhi objektif Syariah seperti keadilan, ketelusan dan pemeliharaan harta (*hifz al-mal*). Melalui integrasi kedua-dua teori ini, analisis kajian dapat menilai pelaksanaan Sukuk Wakalah Bank Rakyat dari dua dimensi utama kesahihan hukum (*legal validity*) dan pemenuhan tujuan Syariah (*Shariah purposefulness*). Rangka kerja teori ini seterusnya menjadi asas bagi analisis kes dalam kajian, dengan menghubungkan prinsip fiqh, maqasid, dan amalan sebenar institusi kewangan Islam bagi menilai sejauh mana pelaksanaan kontrak hibrid menepati keperluan Syariah dan piawaian industri.

METODOLOGI KAJIAN

Kajian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan mengaplikasikan analisis kandungan dokumen dan analisis kes bagi meneliti pelaksanaan kontrak hibrid dalam penerbitan Sukuk Wakalah oleh Bank Rakyat. Pendekatan ini dipilih kerana bersifat eksploratori dan sesuai untuk menelusuri makna tersirat serta konteks pelaksanaan sebenar dalam amalan industri kewangan Islam.

Data kajian diperoleh daripada sumber sekunder yang merangkumi dokumen rasmi penerbitan sukuk, laporan tahunan Bank Rakyat, serta garis panduan Syariah yang diterbitkan oleh Bank Negara Malaysia (BNM) dan Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). Di samping itu, rujukan tambahan turut diperoleh daripada artikel jurnal, laporan teknikal, dan bahan dalam talian yang berkaitan dengan topik penyelidikan.

Analisis kandungan dokumen dilaksanakan berasaskan gabungan model yang dicadangkan oleh Krippendorff (2004) dan White dan Marsh (2006). Model ini menekankan pembacaan berulang terhadap teks, pengkodan konseptual, tafsiran kontekstual, serta pembentukan inferens abduktif untuk meneliti hubungan antara konsep dan makna yang terkandung dalam bahan kajian. Proses analisis merangkumi empat peringkat utama, iaitu (i) pensampelan dokumen berdasarkan persoalan kajian, (ii) pembacaan dan pengenalpastian unit makna, (iii) penilaian tema serta struktur data, dan (iv) pembentukan semula naratif ilmiah yang menjawab persoalan penyelidikan secara menyeluruh.

Selaras dengan objektif kajian, analisis kandungan dokumen ini digabungkan dengan pendekatan fiqh muamalat dan maqasid Syariah bagi menilai kesahihan struktur kontrak hibrid dari segi hukum serta kesesuaiannya dengan objektif Syariah seperti keadilan, ketelusan, dan pemeliharaan harta (*hifz al-māl*). Pendekatan bersepadu ini membolehkan penilaian dilakukan dari dua dimensi utama, iaitu kesahihan hukum (*legal validity*) dan pemenuhan tujuan Syariah (*Shariah purposefulness*).

Rangka kerja analisis kandungan dilaksanakan secara sistematik berdasarkan prinsip bahawa sesuatu analisis perlu bermula dengan persoalan kajian yang jelas sebelum meneliti dokumen dengan matlamat tertentu (Krippendorff, 2004). Proses penafsiran dilakukan secara berulang sehingga mencapai tahap konsistensi tafsiran yang optimum. Pendekatan ini membolehkan penyelidikan menghasilkan dapatan yang sahih, boleh diulang, dan berasaskan realiti pelaksanaan kontrak hibrid dalam pasaran kewangan Islam semasa.

Bank Rakyat dipilih sebagai kes kajian kerana institusi ini merupakan antara penerbit utama Sukuk Wakalah berasaskan kontrak hibrid di Malaysia, yang menggabungkan akad *wakalah bi al-istithmar* dan *tawarruq murabahah*. Pemilihannya juga mencerminkan inovasi amalan pasaran tempatan yang sesuai untuk dikaji bagi menilai keselarasan antara teori fiqh dan aplikasi praktikal dalam sistem kewangan Islam.

HASIL KAJIAN

Konsep Kontrak Hibrid Dalam Perspektif Bahasa, Istilah Dan Fiqh

Kontrak atau akad merupakan asas penting dalam muamalah Islam yang mengatur hubungan antara manusia. Dari segi bahasa, kontrak bermaksud perjanjian, manakala menurut istilah ia adalah syarat-syarat tertentu yang dipersetujui untuk mewujudkan hak dan kewajipan yang boleh dituntut (Hartanto, 2020). Dalam tradisi Islam, kontrak bersinonim dengan akad, iaitu

al-'aqd yang bererti ikatan atau simpulan yang menegakkan hubungan antara pihak-pihak tertentu, sama ada melalui pancaindera mahupun nilai etika. Menurut Ghazali (2020), akad mencakupi segala bentuk janji atau persetujuan, sama ada daripada satu pihak atau keduanya, yang dilakukan dengan niat yang baik. Al-Zuhayli (1986) mendefinisikan kontrak sebagai proses keterikatan antara dua entiti dalam bentuk perjanjian nyata atau tidak nyata. Al-Za'tary (2008) menekankan bahawa kontrak boleh berbentuk perjanjian tunggal atau gabungan beberapa akad. Dalam fiqh, kontrak dilihat dari dua sudut: umum dan khas. Pandangan umum seperti yang dikemukakan oleh mazhab Hanafiah, Syafi'iyah dan Hanabilah merangkumi semua bentuk keputusan seseorang, termasuk wasiat, perceraian, sumpah, jual beli atau sewaan. Dari sudut khas, *al-'aqd* ditakrifkan sebagai ikatan sah antara *ijab* dan *qabul* yang membawa implikasi hukum. Al-Zarkhasyri menyatakan bahawa akad ialah pengikatan antara tawaran dan penerimaan seperti dalam nikah dan jual beli.

Istilah "hibrid" pula membawa maksud gabungan pelbagai unsur berbeza bagi menghasilkan sesuatu yang baharu. Dalam biologi ia merujuk kepada kacukan, dalam teknologi ia menggambarkan sistem hasil gabungan pelbagai teknologi, dan dalam linguistik ia merujuk kepada bahasa campuran seperti Kreol. Konsep hibrid ini diadaptasi ke dalam muamalah Islam melalui kontrak hibrid. Dalam pasaran modal Islam, kontrak hibrid merujuk kepada integrasi beberapa akad syariah dalam satu instrumen kewangan bagi memenuhi keperluan pasaran yang kompleks (Bank Negara Malaysia, 2013; Mohd Hashim et. al, 2016). Dari sudut fiqh, ia dikenali sebagai *al-'uqud al-murakkabah*, iaitu gabungan lebih daripada satu akad yang dilihat sebagai satu akad tunggal dengan implikasi hukum menyeluruh (Al-'Imrani, 2006). Walau bagaimanapun, kontrak hibrid turut menimbulkan perbincangan kerana wujud hadis Rasulullah SAW yang melarang bentuk penggabungan tertentu. Antaranya ialah larangan dua jual beli dalam satu jual beli (riwayat Tirmidzi), larangan dua persepakatan dalam satu kesepakatan (riwayat Ahmad), serta larangan menggabungkan jual beli salam dengan jual beli biasa atau mengikat dua syarat dalam satu jual beli (riwayat Abu Daud). Larangan ini bertujuan mengelakkan ketidakpastian harga, unsur gharar dan amalan riba. Namun, larangan tersebut tidak menjadikan semua bentuk kontrak hibrid haram secara mutlak. Ulama kontemporari menegaskan keharusan bergantung pada bentuk penggabungan dan implikasinya. Jika ia menepati prinsip keadilan, ketelusan dan maqasid syariah, kontrak hibrid boleh dianggap sah. Oleh itu, dalam konteks kewangan Islam moden, kontrak hibrid menjadi inovasi penting dalam pembangunan sukuk, takaful dan produk pembiayaan.

Kesimpulannya, kontrak hibrid atau *al-'uqud al-murakkabah* ialah gabungan beberapa akad dalam satu dokumen tunggal yang menghasilkan implikasi hukum menyeluruh. Ia merupakan pendekatan yang perlu dilaksanakan dengan berhati-hati agar tidak menyimpang daripada prinsip syariah dan maqasid yang menegakkan keadilan serta menghindarkan gharar dan riba.

Jenis Kontrak Hibrid

Terdapat beberapa kategori yang diklasifikasikan dalam kontrak hibrid yang didapati berdasarkan kajian secara umumnya iaitu:

Akad Bersyarat / Bergantung (Al-'Uqud al-Mutaqabilah)

Merujuk kepada akad yang disyaratkan kepada akad lain untuk sah, seperti pinjaman (*qard*) dengan syarat membeli barang pemberi hutang. Gabungan ini boleh menyerupai riba kerana bercampur antara akad *tabarru'* dan *mu'awadhah*. Kesahihan kontrak bergantung pada akad kedua yang dikenakan syarat; ulama menilainya sah atau batal mengikut keadaan. Ia menekankan kepentingan garis panduan syariah agar tidak berlaku penindasan atau unsur gharar (Amri, 2021).

Akad Terhimpun (Al-‘Uqud al-Mujtami‘ah)

Jenis ini menghimpunkan dua atau lebih akad menjadi satu gabungan tunggal. Gabungan boleh berlaku pada dua objek dengan harga berbeza atau pada satu objek dengan kesan hukum berlainan. Contohnya, *mudharabah muntahiyah bi al-tamlik* yang menggabungkan pelaburan dengan pemindahan hak milik. Ia fleksibel dalam memenuhi keperluan pasaran moden tetapi tetap memerlukan kawalan syariah agar tidak menimbulkan gharar atau ketidakpastian. Ulama menegaskan hukum bergantung pada bentuk penggabungan dan niat pelaksanaannya (Mohd Hashim et. al, 2016)

Akad Berlawanan (Al-‘Uqud al-Mutanaqidhah, al-Mutadhadah, al-Mutanafiyyah)

Kategori ini merujuk kepada akad yang bertentangan, mustahil digabungkan atau menafikan satu sama lain. *Mutanaqidhah* melibatkan akad bercanggah seperti jual beli hutang dan tunai. *Mutadhadah* menghimpunkan akad mustahil bersatu, contohnya jual beli dengan perkahwinan. *Mutanafiyyah* menunjukkan gabungan mustahil seperti penjualan harga tinggi digabung pembelian harga rendah dalam satu objek. Bentuk ini menimbulkan percanggahan hukum, ketidakpastian, serta berpotensi membawa kepada gharar, riba dan eksploitasi, maka ia ditolak oleh syarak kerana bercanggah dengan prinsip asas muamalah (Setiadi, 2017).

Akad Sejenis (Al-‘Uqud al-Mutajanisah)

Akad ini melibatkan gabungan jenis akad yang sama, sama ada dengan kesan hukum serupa atau berbeza. Contohnya, jual beli (*bay‘*) dengan jual beli, seperti *bay‘ salam* di mana bayaran dibuat tunai tetapi barang diserahkan kemudian, lalu penjual membeli barang tersebut daripada pihak lain. Contoh lain ialah gabungan sewa (*ijarah*) dengan jual beli (*bay‘*). Kedua-duanya termasuk dalam kategori pertukaran hak milik (*al-mu‘awadhah*). Bentuk ini dibolehkan selagi tidak menimbulkan gharar, manipulasi harga atau melanggar prinsip syariah (Rachmat, 2018).

Akad Berlainan (Al-‘Uqud al-Mukhtalifah)

Kategori ini menghimpunkan akad berbeza dengan hukum berlainan, seperti jual beli (*bay‘*) dan sewa (*ijarah*). Dalam sewa, tempoh ditetapkan, manakala dalam jual beli tidak. Contoh lain ialah gabungan sewa dengan *bay‘ salam*, di mana harga sewa boleh dibayar kemudian tetapi harga *bay‘ salam* mesti dibayar ketika akad. Perbezaan hukum ini menuntut penelitian agar tidak bercanggah dengan syariah kerana setiap akad memiliki syarat sah tersendiri. Oleh itu, kesahihan kontrak bergantung pada sejauh mana gabungan mematuhi ketetapan fiqh muamalah (Mihajat, 2015).

Analisis Perbandingan Pandangan Ulama Klasik dan Kontemporari Mengenai Kontrak Hibrid

Kontrak hibrid atau *al-‘uqud al-murakkabah* merujuk kepada penggabungan dua atau lebih akad dalam satu perjanjian. Perbincangan mengenai status hukumnya telah berlaku sejak zaman klasik dan terus relevan pada era kontemporari kerana berkait rapat dengan perkembangan pasaran kewangan Islam moden seperti sukuk, takaful, dan produk perbankan Islam. Ulama berbeza pendapat sama ada penggabungan akad ini boleh diterima atau sebaliknya, bergantung pada tafsiran mereka terhadap nas, prinsip fiqh, dan maqasid syariah.

Pandangan Ulama Klasik

Ulama klasik menilai kontrak hibrid berdasarkan hadis Nabi Muhammad SAW yang melarang bentuk penggabungan tertentu. Antaranya ialah larangan dua transaksi dalam satu transaksi (*bay'atayn fi bay'ah*), larangan dua kesepakatan dalam satu kesepakatan (*shafqatayn fi shafqah*), dan larangan menggabungkan jual beli dengan jual beli tempahan (*bay' salam*). Larangan ini timbul kerana potensi wujudnya riba, gharar, atau ketidakpastian harga.

Mazhab Hanafiyah, Syafi'iyah, Hanabilah dan sebahagian Malikiyyah berpandangan kontrak hibrid boleh diharuskan jika memenuhi syarat-syarat asas seperti kejelasan akad, penentuan objek, serta ketiadaan unsur penindasan. Prinsip asas yang mereka pegang ialah *al-aslu fil mu'amalat al-ibahah* (hukum asal muamalah adalah harus) selagi tiada nas pengharaman yang jelas (Jamaludin, 2017).

Namun, sebahagian tokoh seperti Ibn Qayyim memberi amaran bahawa gabungan pinjaman (*qard*) dengan jual beli (*bay'*) boleh membuka ruang kepada helah ribawi, terutamanya dalam bentuk *bay' inah*. Beliau menolak amalan ini kerana ia menindas peminjam dan menghalalkan tambahan riba secara tersembunyi.

Sebaliknya, mazhab Zahiri serta Ibn Hazm mengambil sikap lebih tegas dengan menolak semua bentuk kontrak hibrid. Mereka berpandangan bahawa syariat Islam sudah sempurna, dan penciptaan kontrak baru yang tidak disebut dalam nas dianggap sebagai melampaui batas agama. Mereka merujuk kepada Surah al-Baqarah ayat 229 dan Surah al-Maidah ayat 3 sebagai dalil, serta hadis Aisyah r.a. bahawa syarat yang tidak terdapat dalam Kitabullah adalah batal. Walaupun begitu, pandangan ini dikritik kerana terlalu literal dan tidak mengambil kira maqasid syariah serta realiti semasa.

Pandangan Ulama Kontemporari

Ulama kontemporari lebih fleksibel dalam menilai kontrak hibrid. Mereka menegaskan bahawa larangan hadis hanya terpakai dalam situasi tertentu, manakala bentuk penggabungan lain boleh diharuskan. Menurut Al-Jarhi (2001) dan Rahayu (2020), kontrak hibrid boleh dilaksanakan selagi tidak melibatkan tiga bentuk larangan khusus yang telah disebutkan. Za'tary (2008) memperincikan bahawa hanya dua bentuk yang dilarang, iaitu gabungan jual beli dengan pinjaman (*bay' wa qard*) serta amalan *bay' inah*. Selain daripada itu, beliau membenarkan penggabungan pelbagai akad, dengan syarat setiap akad memenuhi rukun dan syarat serta tidak membawa kepada unsur riba atau penindasan. Sebaliknya, Tarmizi (2012) menolak penggabungan pinjaman (*qard*) dan sewaan (*ijarah*), yang pernah difatwakan oleh Dewan Syariah Nasional Indonesia. Beliau berhujah bahawa gabungan ini berpotensi menimbulkan riba tersembunyi. Dalam konteks sukuk *ijarah*, beliau juga mengingatkan agar akad tidak dijadikan helah untuk menghalalkan riba melalui bentuk seperti *bay' wafa'* atau *bay' tsunaya*.

Shibayr (2001) pula lebih terbuka, dengan menyatakan bahawa penggabungan jual beli (*bay'*) dan sewaan (*ijarah*) harus kerana hukum asal kedua-dua akad adalah sah. Beliau menggunakan pendekatan *istishab* untuk mengekalkan keharusan asal selagi tiada dalil pengharaman. Pandangan ini turut didukung oleh Shubhi (2017) dan Musawar (2016) yang menggunakan pendekatan *maqasid syariah*. Menurut mereka, kontrak hibrid boleh diterima jika memenuhi masalah seperti kemudahan, keadilan, dan perlindungan harta, walaupun secara literal terdapat hadis larangan.

Analisis Perbandingan

Ulama klasik menekankan kehati-hatian dengan memberi tumpuan pada larangan literal hadis serta risiko riba. Walaupun majoriti mereka membenarkan dengan syarat tertentu, pendekatan mereka cenderung konservatif. Golongan Zahiri pula menolak sama sekali kontrak hibrid kerana menganggap ia bid'ah yang tidak bersumberkan nas. Sebaliknya, ulama kontemporari lebih pragmatik, mengambil kira realiti pasaran kewangan moden. Mereka mengaplikasikan prinsip *al-aslu fil mu'amalat al-ibahah* dan menekankan maqasid syariah sebagai asas penentuan hukum. Hadis larangan difahami secara konteks, bukan literal semata-mata, bagi membolehkan inovasi kewangan Islam berkembang setanding sistem konvensional.

Secara keseluruhannya, ulama klasik dan kontemporari berbeza pendekatan dalam menilai kontrak hibrid. Ulama klasik menitikberatkan larangan literal hadis dan risiko riba, manakala ulama kontemporari lebih menekankan maslahat serta maqasid syariah. Pendekatan terbaik ialah menggabungkan kehati-hatian klasik dengan keluwesan kontemporari, agar kontrak hibrid dapat dilaksanakan secara sah, telus, dan memberi manfaat kepada masyarakat Islam moden. Perbandingan pandangan ulama klasik dan kontemporari dapat diterangkan melalui Jadual 1 dibawah.

Jadual 1:

Perbandingan Pandangan Ulama Klasik dan Kontemporari

Aspek	Ulama Klasik	Ulama Kontemporari
Sumber Rujukan	Hadis larangan kontrak berganda, tafsiran literal nas	Nas khusus + pendekatan maqasid syariah
Hukum Asal Muamalah	Harus selagi tiada larangan, tetapi berhati-hati	Harus selagi tiada nas pengharaman, lebih fleksibel
Bentuk Larangan	<i>Bay'wa qard</i> , <i>bay 'inah</i> , dua jual beli dalam satu transaksi, dll.	Fokus pada larangan yang jelas sahaja (<i>bay'wa qard</i> , <i>bay 'inah</i>)
Mazhab/ Tokoh Utama	Hanafiyah, Syafi 'iyyah, Hanabilah (harus bersyarat); Ibn Qayyim (hati-hati); Zahiri & Ibn Hazm (menolak sepenuhnya)	Al-Jarhi, Aliudin Za'tary (fleksibel); Erwandi Tarmizi (ketat pada kes tertentu); Uthman Syabir, Shubhi, Musawar (mengharuskan dengan maqasid)
Pendekatan	Konservatif, berpegang pada larangan literal	Pragmatik, menilai konteks semasa dan maslahat
Kelemahan	Kadangkala terlalu kaku, menyekat inovasi kewangan	Berisiko longgar jika maslahat dijadikan alasan tanpa kawalan
Kekuatan	Lindungi syariah daripada riba & gharar	Menyokong perkembangan kewangan Islam moden

Garis Panduan Prinsip Syariah Dalam Penggunaan Kontrak Hibrid

Keabsahan sesuatu praktis kontrak hibrid bagi tujuan pembangunan instrumen perbankan dan kewangan Islam perlu diperhatikan supaya penstrukturan kontrak hibrid tersebut adalah yang

tidak bercanggah dengan sumber nas syariat Islam. Elemen-elemen yang diharamkan seperti riba, gharar dan maysir yang didapati adalah sama sekali tidak boleh bagi menghalalkan sesuatu produk kontrak hibrid yang telah distrukturkan (Arbouna, 2007). Oleh itu, AAOIFI pada 2007 telah merangka garis panduan syariah yang perlu dipatuhi ke atas produk yang menggunakan kontrak hibrid sebagai asas dalam pelaksanaannya.

- i. Perjanjian gabungan kontrak akad tersebut adalah mungkin tidak digabungkan bersama dengan kontrak yang telah jelas keharamannya didalam sumber nas contohnya adalah gabungan antara akad jual beli (*bay'*) dan akad pinjaman (*qard*) merupakan gabungan yang dilarang dalam satu transaksi.
- ii. Larangan menggunakan kontrak hibrid sebagai tipu daya untuk menghalalkan elemen pemalsuan atau penipuan dalam sesuatu transaksi itu.
- iii. Keperluan untuk meneliti objektif akad kontrak yang hendak digabungkan adalah selaras antara satu sama lain. Percanggahan untuk menggabungkan antara akad yang terikat dengan akad yang tidak terikat seperti kontrak jualan dan kontrak perkahwinan yang mempunyai objektif asal yang berlainan dan tidak boleh digabungkan sama sekali.
- iv. Amalan riba yang dilakukan melalui gabungan akad kontrak hibrid adalah dihalang terutamanya dalam konteks pemberian atau penerimaan pinjaman wang demi memperolehi keuntungan tambahan dalam perjanjian kontrak hibrid tersebut.

Pelaksanaan Kontrak Hibrid Dalam Penerbitan Sukuk Di Bank Rakyat

Penerbitan sukuk wakalah di Bank Rakyat adalah merupakan antara instrumen pasaran modal yang mengaplikasikan kontrak berbentuk hibrid dimana ia merupakan suatu pencapaian yang baru dari segi inovasi produk kewangan Islam yang diterbitkan di bawah rangka kerja prinsip syariah. Sukuk hibrid ini dilihat mampu dikembangkan atas dasar memenuhi kepelbagaian permintaan dan kehendak dalam pelaburan sukuk. Di samping itu, ia juga menjadi suatu inisiatif bagi memudahkan perolehan dana pembiayaan melalui fleksibiliti kontrak sukuk yang ditawarkan. Pengeluaran sukuk ini dilakukan bersesuaian dengan piawaian syariah namun disebabkan oleh penstrukturan yang lebih kompleks berbanding sukuk biasa (rujuk Jadual 2) menyebabkan timbulnya beberapa permasalahan yang perlu diteliti secara mendalam dari sudut kesahihan akad yang diguna pakai dalam penerbitan sukuk tersebut.

Jadual 2:

Penstrukturan Sukuk Wakalah Bank Rakyat

Bil.	Perkara	Huraian
1	Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad	Obligor
2	Projek	Sukuk Wakalah Tujuan keperluan modal kerja, perbelanjaan modal, pelaburan umum, menyediakan pembiayaan dan tujuan korporat am
3	Syarikat Bertujuan khas (SPV)	Imtiaz Sukuk II Berhad
4	Agensi Penarafan	AA ₂ (s) oleh RAM Rating Services Berhad
5	Perwakilan	Imtiaz Sukuk II Berhad
6	Obligor	Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad
7	Kontrak syariah yang diguna pakai	a- <i>Wakalah bi al-istithmar</i> b- <i>Murabahah</i> (melalui struktur <i>Tawarruq</i>)

8	Pengurus utama bersama	Bank Muamalat Malaysia Berhad, CIMB Investment Bank Berhad, Maybank Investment Bank Berhad, RHB Investment Bank Berhad
9	Tarikh terbitan	27 Ogos 2020
10	Butiran terbitan hasil	<u>Penerbit</u> Hasil daripada sukuk wakalah yang diterbitkan di bawah program sukuk wakalah hendaklah digunakan untuk melabur dalam portfolio yang terdiri daripada pelaburan komoditi <i>murabahah</i> dan perniagaan patuh syariah.
11	Penarafan	Bank Rakyat Hasil daripada sukuk wakalah akan digunakan untuk program pengembangan perniagaan patuh syariah Bank Rakyat, perbankan am, modal kerja dan tujuan korporat am. Penerbitan sukuk wakalah oleh Bank Rakyat ini telah diberikan penarafan dengan kadar AA2 oleh Rating Agency Malaysia Berhad (RAM).

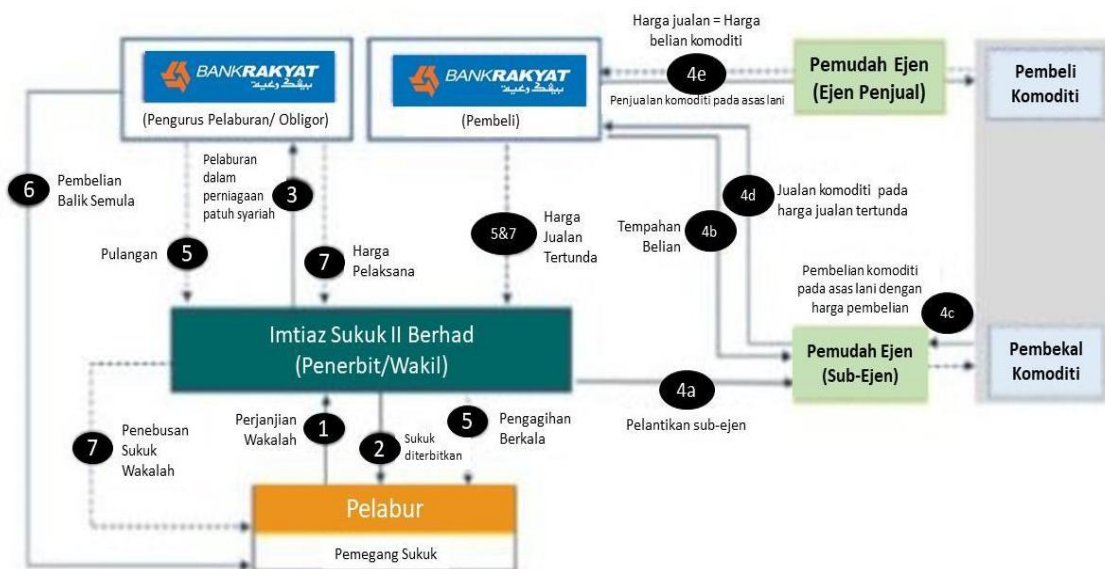
Sumber: Bank Negara Malaysia (2020)

Analisis Penstrukturan Kontrak Hibrid Pada Permulaan Penerbitan Dan Pengumpulan Aset

Dalam penerbitan sukuk wakalah ini, terdapat dua perbezaan fasa yang dianalisis dimana fasa pertama merupakan sebagai fasa permulaan penerbitan dan sewaktu komoditi aset pelaburan dikumpulkan. Selanjutnya, fasa yang kedua iaitu setelah komoditi aset siap dikumpulkan dan setelah sampai tempoh matang. Kontrak wakalah digunakan pada permulaan penerbitan dan pengumpulan aset. Pada dasarnya, kontrak ini diaplikasikan semasa sukuk dilaburkan antara pelabur dan wakil. Untuk fasa kedua, kontrak *murabahah* melalui struktur *tawarruq* pula diaplikasikan. Kontrak ini digunakan setelah selesai pengumpulan aset komoditi.

Rajah 1:

Struktur Sukuk Wakalah di Bank Rakyat



Sumber: Bank Kerjasama Rakyat Berhad

Prinsip *al-wakalah* merujuk kepada kontrak agensi di mana satu pihak (*muwakkil* atau prinsipal) melantik pihak lain (wakil atau ejen) untuk bertindak bagi pihaknya dalam urusan tertentu. Dalam penstukturian sukuk *wakalah* bank rakyat, pemegang amanah sukuk iaitu TMF Trustees Malaysia Berhad melantik penerbit iaitu Imtiaz Sukuk II Berhad sebagai wakil untuk menguruskan portfolio pelaburan yang mematuhi syariah. Penerbitan instrumen kewangan islam iaitu sukuk ini membuktikan pemilikan berkadar tertentu dalam pelaburan komoditi aset. Berbeza dengan bon konvensional, sukuk bukanlah hutang, tetapi pemilikan aset atau perniagaan yang mendatangkan keuntungan bagi keperluan modal kerja, perbelanjaan modal, pelaburan umum, menyediakan pembiayaan dan tujuan korporat am. Berdasarkan Rajah 1, berikut merupakan penjelasan secara terperinci mengenai penstukturian sukuk wakalah bank rakyat:

- i. Kontrak wakalah yang dimeterai antara pemegang amanah dan penerbit sukuk menetapkan penerbit sebagai ejen untuk mengurus portfolio pelaburan patuh syariah. Portfolio ini terdiri daripada dua komponen utama iaitu perniagaan am patuh syariah Bank Rakyat serta komoditi patuh syariah melalui prinsip *murabahah*, di mana komoditi dijual semula kepada Bank Rakyat dengan harga kos ditambah margin keuntungan. Keseluruhan portfolio menjadi sebahagian aset pemegang amanah, merangkumi hasil sukuk, hak milik, manfaat dan faedah seperti dinyatakan dalam dokumen perjanjian, selaras dengan prinsip syariah dan kontrak wakalah.
- ii. Wakil hendaklah mengisytiharkan amanah ke atas portfolio wakalah sebagai manfaat yang diperolehi pemegang sukuk. Wakil hendaklah memastikan portfolio wakalah tersebut hendaklah terdiri daripada perniagaan patuh syariah dan komoditi pelaburan berasaskan *murabahah* sepanjang tempoh penerbitan sukuk wakalah. Penerbit hendaklah mengeluarkan sukuk wakalah kepada pelabur iaitu pemegang sukuk seterusnya pemegang sukuk tersebut hendaklah melanggan sukuk wakalah dari semasa ke semasa dengan membayar jumlah langganan. Sukuk wakalah hendaklah mewakili hak kepemilikan pemegang sukuk secara sama rata dan berkadar dalam aset amanah tersebut.
- iii. Dalam perjanjian pelaburan antara wakil dan Bank Rakyat sebagai pengurus pelaburan, sekurang-kurangnya 33% daripada hasil sukuk wakalah mesti dilaburkan dalam perniagaan patuh syariah mengikut prinsip wakalah. Walaupun nisbah ini tidak perlu dikekalkan sepanjang tempoh sukuk, wakil wajib memastikan perniagaan patuh syariah sentiasa menjadi komponen portfolio. Pemegang sukuk juga memberikan persetujuan awal melalui perjanjian amanah, membolehkan penerbit (Imtiaz Sukuk II) melaksanakan tanggungjawab berkaitan pelaburan syariah dan memudahkan urusan pembiayaan Islam, selagi tidak bercanggah dengan kepentingan pemegang sukuk dalam portfolio wakalah. Analisis mendapati portfolio sukuk wakalah Bank Rakyat terdiri daripada dua pelaburan utama iaitu perniagaan am patuh syariah dan komoditi patuh syariah. Perniagaan am melibatkan aktiviti di bawah pengurusan Bank Rakyat yang bebas daripada unsur terlarang seperti riba, perjudian atau produk haram. Sementara itu, pelaburan komoditi menggunakan prinsip *murabahah*, di mana komoditi dijual pada harga kos ditambah margin keuntungan yang dipersetujui. Ketelusan dalam pendedahan kos dan margin keuntungan memastikan transaksi ini selari dengan prinsip syariah.

Proses pengumpulan aset komoditi menekankan pematuhan terhadap prinsip kewangan Islam seperti penghindaran riba, ketelusan kontrak, serta peranan jelas wakil dalam melaksanakan amanah. Penerbit sebagai ejen bertindak bagi pihak prinsipal mengikut terma perjanjian, sekali gus mengukuhkan elemen wakalah. Persetujuan awal daripada pemegang sukuk turut ditekankan untuk mengelakkan konflik kepentingan, memelihara keadilan, dan mengekalkan prinsip kesaksamaan dalam urusan niaga Islam.

Konsep amanah juga menjadi teras dalam struktur ini. Wakil bertanggungjawab memastikan pematuhan syariah sepanjang tempoh pelaburan, mencerminkan nilai integriti dalam Islam. Proses penerbitan dan langganan sukuk bebas daripada unsur yang dilarang, membolehkan pelabur melabur secara sah. Pemegang sukuk memiliki hak yang sama dan berkadar terhadap aset amanah, memastikan keadilan dalam pembahagian keuntungan atau kerugian.

Dalam perjanjian pelaburan, Imtiaz Sukuk II sebagai wakil bersama Bank Rakyat sebagai pengurus pelaburan mesti memastikan sekurang-kurangnya 33% hasil sukuk dilaburkan dalam perniagaan patuh syariah. Larangan pelaburan dalam sektor haram seperti alkohol, perjudian dan riba menegaskan kepatuhan kepada prinsip Islam. Walaupun nisbah 33% ini tidak perlu dikekalkan setiap masa, komitmen untuk mengekalkan komponen syariah dalam portfolio adalah penting bagi menunjukkan fleksibiliti tanpa menjejaskan kepatuhan.

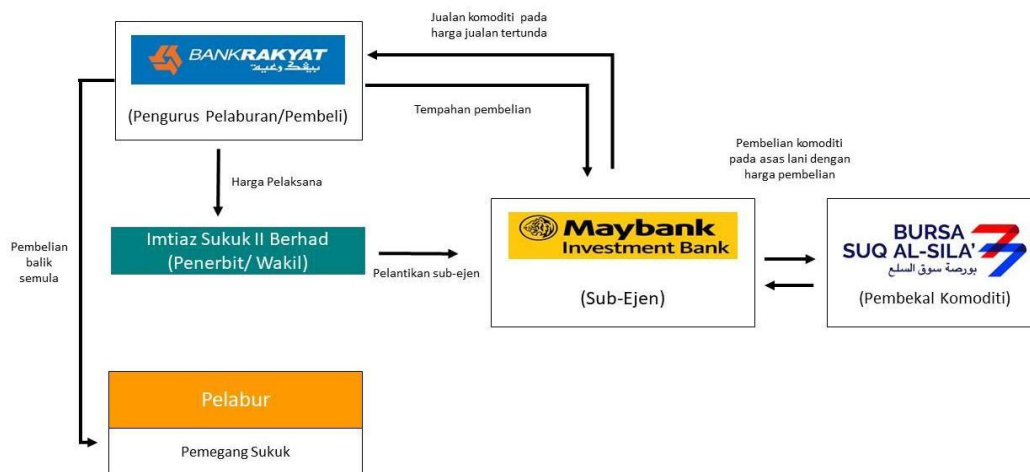
Akhirnya, portfolio wakalah menjadi sebahagian daripada kumpulan aset pemegang amanah yang merangkumi hasil sukuk, hak milik, manfaat dan faedah yang termaktub dalam dokumen perjanjian. Ini mengesahkan bahawa pemegang sukuk mempunyai hak undang-undang ke atas aset berkenaan mengikut terma yang dipersetujui.

Analisis Penstrukturan Kontrak Hibrid Setelah Komoditi Dikumpulkan Dan Tamat Tempoh Matang

Sementara itu, Rajah 2 dibawah menerangkan mengenai struktur kontrak hibrid setelah komoditi dikumpulkan dan telah tamat tempoh matang.

Rajah 2

Struktur sukuk wakalah ketika tempoh matang



Sumber: Bank Kerjasama Rakyat Berhad, Maybank Berhad & Bursa Suq Al-Sila'

1) Baki hasil daripada sukuk wakalah akan digunakan oleh wakil untuk pelaburan komoditi berasaskan *murabahah*. Pelaburan komoditi berasaskan *murabahah* tersebut hendaklah dilaksanakan seperti berikut:

- i. Wakil akan menandatangani perjanjian perkhidmatan agensi untuk melantik ejen perkhidmatan sebagai sub-ejen untuk pembelian dan penjualan komoditi di bawah program sukuk wakalah.

- ii. Perjanjian komoditi berasaskan *murabahah* adalah antara wakil, Bank Rakyat sebagai pembeli dan sub-ejen. Pembeli hendaklah mengeluarkan pesanan pembelian kepada sub-ejen berserta perjanjian untuk membeli komoditi daripada wakil iaitu bertindak bagi pihak pemegang sukuk melalui sub-ejen pada harga jualan tertunda.
- iii. Berdasarkan pesanan belian, sub-ejen hendaklah membeli komoditi secara langsung daripada vendor komoditi di pasaran komoditi Bursa Suq Al-Sila' atau platform komoditi bebas yang lain yang diterima oleh Penasihat Syariah sebagai pembekal komoditi pada harga pembelian komoditi yang setara dengan baki hasil sukuk wakalah.
- iv. Setelah memperoleh komoditi, sub-ejen bagi pihak wakil hendaklah menjual komoditi kepada pembeli untuk harga jualan yang setara dengan harga belian komoditi ditambah dengan margin keuntungan yang perlu dibayar atas dasar jualan harga tertunda menurut terma dan syarat perjanjian jual beli yang akan dimeterai antara sub-ejen dan pembeli.
- v. Untuk mengelakkan keraguan, harga jualan tertunda adalah jumlah yang sama dengan agregat amaun pengagihan berkala yang dijangkakan sekiranya berkenaan berserta nilai nominal sukuk wakalah.
- vi. Pembeli (melalui ejen jualan) hendaklah kemudiannya menjual komoditi kepada Bursa Malaysia Islamic Services Sdn Bhd atau platform komoditi bebas lain yang boleh diterima oleh Penasihat Syariah secara langsung untuk jumlah yang sama dengan harga belian komoditi.

2) Wakil hendaklah mengagihkan pendapatan yang dijana daripada portfolio wakalah yang menjadi pulangan daripada perniagaan patuh syariah yang diagihkan oleh pengurus pelaburan dan pelaburan komoditi berasaskan *murabahah* sehingga jumlah pengagihan berkala yang dijangkakan pada setiap tarikh pengagihan berkala kepada pemegang sukuk dalam bentuk pengagihan secara berkala. Sebarang lebihan melebihi amaun pengagihan berkala jangkakan akan diketepikan oleh pemegang sukuk dan disimpan oleh wakil sebagai yuran insentif.

3) Bank Rakyat sebagai Obligor hendaklah mengeluarkan surat perjanjian pembelian yang mana memihak kepada pemegang amanah sukuk di mana Obligor berjanji untuk membeli kepentingan pemegang sukuk dalam perniagaan patuh syariah daripada pemegang amanah sukuk.

- i. selepas pengisytiharan pembubaran seperti yang dinyatakan dalam bahagian bertajuk "Peristiwa keingkaran atau penguatkuasaan, termasuk rekursa yang tersedia untuk pelabur"
- ii. pada tarikh matang sukuk wakalah, pada harga yang setara dengan nilai pasaran perniagaan patuh syariah yang ditentukan berdasarkan prinsip penilaian yang ditetapkan dalam perjanjian wakalah (harga pelaksana)

4) Selepas penebusan sukuk wakalah pada tarikh matang atau pada tarikh pengisytiharan pembubaran atau mengikut mana-mana yang berkenaan, Obligor hendaklah membeli daripada pemegang amanah sukuk yang bertindak bagi pihak pemegang sukuk. Kepentingan dalam perniagaan patuh syariah pada harga pelaksana yang berkaitan dengan memeterai perjanjian jualan dan pembeli hendaklah membayar harga jualan tertunda tertunggak tertakluk kepada mana-mana Ibra'(keringanan).

Hasil daripada portfolio wakalah termasuk harga pelaksana dan harga jualan tertunda tertunggak akan dibayar kepada pemegang sukuk untuk menebus sukuk wakalah yang belum dijelaskan. Sebarang lebihan melebihi nilai nominal sukuk wakalah yang berkaitan dan mana-

mana pengagihan berkala yang terakru tetapi tidak dibayar, akan diketepikan oleh pemegang sukuk dan disimpan oleh wakil sebagai yuran insentif selepas penebusan penuh sukuk wakalah yang berkaitan.

Analisis terhadap struktur sukuk wakalah menunjukkan bahawa ia merupakan instrumen kewangan Islam yang mematuhi prinsip syariah, di mana TMF Trustees Malaysia Berhad sebagai pemegang amanah melantik Imtiaz Sukuk II Berhad sebagai wakil untuk mengurus pelaburan. Sebahagian hasil sukuk digunakan untuk pelaburan komoditi berasaskan *murabahah*, yang dilaksanakan mengikut syarat kontrak syariah. Dalam struktur ini, wakil boleh melantik sub-ejen bagi menguruskan pembelian dan penjualan komoditi, selagi hubungan serta tanggungjawab setiap pihak jelas dan mematuhi syariah.

Proses transaksi berlaku secara telus melalui Bursa Suq Al-Sila' atau platform komoditi lain yang diluluskan, memastikan tiada unsur gharar atau riba. Komoditi dibeli oleh sub-ejen daripada vendor sah dan dijual semula kepada Bank Rakyat dengan harga kos ditambah margin keuntungan yang dipersetujui. Harga jualan tertunda dibenarkan kerana tidak melibatkan faedah tambahan, malah kedua-dua pihak bersetuju dengan terma awal. Ini membuktikan urus niaga *murabahah* dalam sukuk wakalah menepati syariah kerana melibatkan aset sebenar, margin keuntungan yang telus, dan transaksi bebas unsur haram.

Dari segi agihan keuntungan, wakil bertindak mengurus portfolio dan memastikan pulangan diagihkan kepada pemegang sukuk secara berkala. Pulangan ini datang daripada dua sumber utama iaitu perniagaan am patuh syariah serta transaksi *murabahah*. Mekanisme ini memberi jaminan bahawa pemegang sukuk menerima pulangan yang adil dan seimbang mengikut jumlah pelaburan. Lebihan pulangan melebihi anggaran pengagihan boleh disimpan oleh wakil sebagai yuran insentif, suatu amalan yang dibenarkan selagi dipersetujui sejak awal dan tidak menindas mana-mana pihak.

Keseluruhannya, struktur ini menegaskan pematuhan syariah melalui pengelakan riba, ketelusan kontrak, serta prinsip amanah dan keadilan. Ia menggabungkan mekanisme pelaburan patuh syariah dengan pengurusan profesional, menjadikan sukuk wakalah sebagai instrumen yang sah, telus, dan beretika dalam sistem kewangan Islam moden.

Analisis Pelaksanaan Janji Beli Semula (*Purchase Undertaking*)

Pembelian balik semula (*purchase undertaking*) dalam konteks sukuk adalah satu perjanjian di mana Obligor (Bank Rakyat) berjanji untuk membeli semula sukuk pada harga yang telah dipersetujui bagi memberikan semula hak pemegang sukuk yang terganggu (*material adverse effect*). Ini adalah satu mekanisme penting dalam struktur sukuk yang bertujuan untuk memastikan pelabur memperoleh kembali pelaburan mereka, sama ada pada tarikh matang atau apabila peristiwa tertentu berlaku. Dalam Islam, semua transaksi kewangan mesti mematuhi prinsip syariah. Selepas pengisytiharan pembubaran, apabila obligor berjanji untuk membeli semula sukuk pada harga yang telah dipersetujui bagi memberikan semula hak pemegang sukuk yang terganggu (*material adverse effect*). Hal ini memberi kepastian dan keyakinan kepada pelabur dengan adanya perjanjian yang mengikat tersebut sebagai suatu obligasi bagi mengurangkan risiko dalam pelaburan. Dalam konteks Islam, selagi harga pembelian adalah adil dan berdasarkan nilai pasaran yang ditentukan dengan adil, ini boleh dianggap patuh syariah. Penilaian yang dilakukan adalah telus dan berdasarkan prinsip yang telah ditetapkan dalam perjanjian wakalah.

Dalam pembelian semula aset ini, Bank Rakyat berjanji untuk membeli semula sukuk pada harga yang telah dipersetujui bagi memberikan semula hak pemegang sukuk dalam perniagaan patuh syariah. Ini harus dilakukan berdasarkan harga pasaran yang adil dan ditentukan secara objektif seperti yang dinyatakan dalam perjanjian. Ini memastikan tiada pihak yang terlibat mengalami ketidakadilan atau eksploitasi, selaras dengan prinsip muamalat Islam yang menekankan keadilan dan ketelusan dalam transaksi. Pembelian balik semula ini meliputi dua situasi iaitu selepas pengisytiharan pembubaran dan pada tarikh matang sukuk wakalah. Kedua-dua situasi ini harus dijelaskan dengan terperinci dalam perjanjian untuk memastikan semua pihak memahami bila dan bagaimana transaksi ini akan dilaksanakan. Ini adalah penting untuk mengelakkan sebarang bentuk ketidakpastian (*gharar*) yang dilarang dalam Islam.

Harga pelaksana yang dinyatakan sebagai setara dengan nilai pasaran perniagaan patuh syariah perlu ditentukan berdasarkan prinsip penilaian yang telah ditetapkan dalam perjanjian wakalah. Hal ini bagi memastikan bahawa harga yang dibayar adalah adil dan mencerminkan nilai sebenar perniagaan tersebut pada masa transaksi, selaras dengan prinsip keadilan dalam Islam. Pemegang amanah sukuk memainkan peranan penting sebagai perantara yang memastikan kepentingan pemegang sukuk dilindungi. Dalam konteks ini, pembelian balik semula yang memihak kepada pemegang amanah sukuk adalah selari dengan konsep amanah dan tanggungjawab dalam Islam, di mana pihak yang diberi amanah harus bertindak dengan jujur dan adil. Pembelian balik semula ini adalah sebahagian daripada struktur sukuk wakalah, di mana Bank Rakyat bertindak sebagai wakil untuk melaksanakan pelaburan dalam perniagaan patuh syariah. Struktur ini mestilah konsisten dengan kontrak wakalah yang sah di sisi syariah, di mana wakil diberi mandat untuk bertindak bagi pihak pemegang sukuk dengan cara yang selaras dengan prinsip-prinsip Islam.

Pada tarikh matang, Obligor berjanji untuk membeli semula sukuk pada harga yang telah dipersetujui bagi memberikan semula hak pemegang sukuk pada harga pasaran. Dalam perspektif Islam, ini penting kerana memastikan bahawa transaksi dilakukan pada nilai pasaran sebenar mengelakkan unsur *gharar* atau ketidakpastian dalam penentuan harga. Ini membantu memastikan keadilan dalam transaksi bagi kedua-dua pihak. Penilaian harga yang ditentukan berdasarkan prinsip yang telah ditetapkan dalam perjanjian wakalah adalah penting untuk memastikan kontrak ini bebas daripada unsur yang dilarang. Dari perspektif pelabur, pembelian balik aset memberikan jaminan bahawa pelaburan mereka dilindungi, sama ada dalam keadaan biasa (tarikh matang) mahupun dalam keadaan luar biasa (pengisytiharan pembubaran). Hal ini menambahkan elemen kepastian dan kepercayaan dalam instrumen kewangan Islam, yang mana ianya penting untuk menarik pelabur yang mencari instrumen pelaburan patuh syariah.

Analisis Pelaksanaan Perjanjian Penjualan (Sale Agreement) Dalam Penstrukturan Sukuk

Analisis perjanjian jualan pada tamat tempoh sukuk wakalah menunjukkan bahawa instrumen ini berfungsi sebagai pembiayaan berasaskan syariah, di mana dana pelabur dilaburkan dalam aset dan perniagaan patuh syariah. Pada tarikh matang atau selepas pengisytiharan pembubaran, Obligor diwajibkan membeli kembali kepentingan dalam perniagaan patuh syariah daripada pemegang amanah sukuk. Mekanisme ini memastikan aset asas dikembalikan atau disusun semula secara adil, selaras dengan prinsip syariah. Pembayaran harga pelaksana dan harga jualan tertunda tertunggak yang telah dipersetujui lebih awal memberi kepastian, mengelakkan *gharar*, serta menegakkan prinsip kejelasan dan keadilan dalam kontrak.

Hasil portfolio wakalah termasuk harga pelaksana dan harga jualan tertunda digunakan untuk menebus sukuk yang belum dijelaskan. Sekiranya terdapat lebihan melebihi nilai nominal atau

pengagihan yang belum dibayar, lebih tersebut disimpan oleh wakil sebagai yuran insentif. Konsep ini menggambarkan prinsip *ta'awun* (kerjasama) dalam Islam, di mana lebih menjadi ganjaran wajar untuk pengurusan yang cekap. Walau bagaimanapun, insentif ini mesti dijalankan dengan telus tanpa elemen eksploitasi.

Menariknya, perjanjian ini turut memasukkan elemen *Ibra'* (keringanan hutang), yang membolehkan pemegang sukuk memberi pengampunan sebahagian atau keseluruhan hutang sekiranya Obligor menghadapi kesulitan pembayaran. *Ibra'* menzahirkan nilai keadilan, ihsan, dan keseimbangan sosial, sekali gus mengelakkan beban hutang yang berlebihan serta risiko mungkir. Penerapan *ibra'* ini bukan sahaja menepati larangan riba, malah mengekalkan transaksi agar bebas daripada ketidakadilan, sambil mendorong etika kemurahan hati dalam kewangan Islam.

Secara keseluruhan, struktur penebusan ini menggabungkan prinsip keadilan, amanah, ketelusan, dan kebajikan. Ia bukan sahaja melindungi kepentingan pelabur dengan kepastian pulangan, tetapi juga memastikan hubungan kontrak mencerminkan roh muamalat Islam yang menekankan keseimbangan antara keuntungan, risiko, dan nilai sosial.

Dapatan Kajian dan Cabaran Pematuhan Syariah

Hasil analisis menunjukkan bahawa struktur *Sukuk Wakalah* Bank Rakyat pada asasnya mematuhi prinsip Syariah sebagaimana digariskan dalam *Shariah Standard on Al-Wakalah bi al-istithmar* oleh Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI, 2017) dan *Policy Document on Tawarruq* oleh Bank Negara Malaysia (BNM, 2019). Struktur ini menegaskan peranan Bank Rakyat sebagai wakil pelabur (wakil *mutlaq*) dalam mengurus pelaburan berasaskan aset sebenar dan kontrak jual beli komoditi secara patuh Syariah.

Walaupun bagaimanapun, kajian ini mengenal pasti beberapa cabaran utama pematuhan Syariah dalam pelaksanaan kontrak hibrid, khususnya apabila menggabungkan akad wakalah dan *tawarruq*. Pertama, isu pemilikan sebenar aset komoditi sering menjadi perbincangan dalam literatur (BNM, 2019; Lahsasna, 2018), kerana transaksi *tawarruq* lazimnya dijalankan secara automatik melalui platform *brokerage* tanpa bukti pemindahan fizikal aset. Kedua, wujud risiko "*form over substance*", apabila struktur kontrak hanya menepati bentuk hukum tanpa nilai ekonomi sebenar, satu kritikan yang turut dibangkitkan oleh Dusuki (2010) dan Usmani (2017) dalam konteks pelaksanaan *tawarruq* moden. Ketiga, perbezaan tafsiran Syariah antara badan pemantau seperti Majlis Penasihat Syariah Bank Negara Malaysia (MPS-BNM) dan AAOIFI mewujudkan ketidakseragaman piawaian dalam menilai kesahihan kontrak hibrid di pelbagai bidang kuasa.

Selain itu, isu ketelusan dan tadbir urus Syariah turut dikenal pasti sebagai cabaran signifikan. Dalam beberapa kes, dokumentasi sukuk tidak memperincikan proses pemilikan aset, pengagihan keuntungan, dan pengurusan risiko secara komprehensif, menjadikan semakan pematuhan Syariah lebih kompleks (Bank Rakyat, 2021). Kajian ini turut menyokong dapatan Hassan dan Lewis (2014) yang menegaskan keperluan audit Syariah dan ketelusan pelaporan sebagai elemen penting dalam memastikan integriti pasaran modal Islam.

Secara keseluruhan, dapatan ini menunjukkan bahawa walaupun struktur *Sukuk Wakalah* Bank Rakyat menepati hukum Syariah secara asas, beberapa aspek teknikal dan tadbir urus masih memerlukan pengukuhan mekanisme pemantauan Syariah bagi mengekalkan keaslian prinsip

maqasid Syariah, khususnya dalam aspek keadilan (*al-'adl*) dan pemeliharaan harta (*hifz al-mal*).

Analisis Struktur Sukuk Wakalah Bank Rakyat

Pelaksanaan kontrak hibrid dalam Sukuk Wakalah Bank Rakyat memperlihatkan satu model kewangan Islam yang inovatif berasaskan gabungan dua akad utama, iaitu *Wakalah bi al-istithmar* dan *Murabahah* melalui mekanisme *Tawarruq*. Struktur ini dimulakan dengan pelantikan Imtiaz Sukuk II Berhad sebagai wakil bagi pihak pemegang sukuk untuk mengurus portfolio pelaburan patuh Syariah. Portfolio tersebut merangkumi dua komponen teras, iaitu aktiviti perniagaan am Bank Rakyat yang disahkan patuh Syariah serta pelaburan berasaskan komoditi *murabahah* yang dilaksanakan melalui Bursa Suq Al-Sila'. Melalui penyusunan ini, Bank Rakyat bertindak sebagai wakil pelabur yang mengurus dana dalam pelaburan sebenar dan transaksi komoditi yang mematuhi garis panduan Syariah sebagaimana ditetapkan oleh Bank Negara Malaysia (2019) dan AAOIFI (2017).

Sebahagian hasil sukuk dilaburkan dalam aset sebenar dengan nisbah minimum 33%, selaras dengan garis panduan BNM (2019) bagi memastikan keterikatan kepada aset nyata (*asset-backing requirement*). Baki hasil digunakan untuk transaksi komoditi melalui sub-ejen, dengan jual beli dilaksanakan pada harga kos ditambah margin yang telah dipersetujui. Mekanisme ini direka bagi memastikan ketelusan dan penghindaran riba, selaras dengan pandangan Kamali (2011) yang menegaskan keperluan kejujuran dan kejelasan dalam urus niaga Syariah.

Tambahan pula, janji beli semula (*purchase undertaking*) oleh Bank Rakyat bertindak sebagai perlindungan pelabur, dengan obligasi membeli semula kepentingan pada nilai pasaran adil sama ada pada tarikh matang atau selepas pembubaran. Klausula *ibra'* (rebat) dan penilaian harga objektif turut menunjukkan pematuhan kepada prinsip rahmah dan keadilan dalam muamalat (BNM, 2019).

Dari perspektif Syariah, struktur Sukuk Wakalah Bank Rakyat didapati memenuhi parameter utama pematuhan Syariah sebagaimana digariskan oleh *AAOIFI Shariah Standards* dan garis panduan *Policy Document on Tawarruq* oleh Bank Negara Malaysia. Struktur ini bebas daripada unsur riba dan gharar, menunjukkan pematuhan terhadap prinsip keadilan dalam kontrak pertukaran. Selain itu, pelaksanaan transaksi memastikan pemindahan hak milik aset komoditi yang sah, selaras dengan kehendak fiqh muamalat yang menuntut pemilikan sebenar sebelum sebarang pertukaran nilai berlaku. Di samping itu, dokumentasi kontrak disediakan secara lengkap dan terperinci, termasuk butiran harga kos, margin keuntungan, dan obligasi pembelian semula, sekali gus memperkukuh ketelusan dan kebertanggungjawaban (*accountability*) dalam tadbir urus kewangan Islam.

Namun, isu *form over substance* masih menjadi perhatian. Pelaksanaan *tawarruq* yang terlalu bersifat nominal berisiko menjejaskan keaslian prinsip *maqasid Syariah*, kerana ia mungkin menyerupai pembiayaan konvensional (Dusuki, 2010; Usmani, 2017). Oleh itu, pematuhan Syariah perlu dinilai bukan sahaja dari segi bentuk kontrak, tetapi juga dari sudut substans, niat transaksi, dan impak ekonomi sebenar bagi memastikan keselarasan antara hukum dan tujuan Syariah (Kamali, 2011; Lahsasna, 2018).

KESIMPULAN

Kajian ini mendapati bahawa struktur Sukuk Wakalah Bank Rakyat secara asasnya mematuhi prinsip Syariah seperti digariskan dalam *AAOIFI Shariah Standard No. 46 (2017)* dan *Policy Document on Tawarruq* oleh Bank Negara Malaysia (2019). Walau bagaimanapun, pelaksanaan kontrak hibrid yang menggabungkan akad *wakalah bi al-istithmar* dan *tawarruq murabahah* menimbulkan cabaran pematuhan Syariah, khususnya berkaitan isu pemilikan sebenar aset komoditi dan kecenderungan terhadap pendekatan “*form over substance*”. Isu ini menuntut penambahbaikan dalam mekanisme audit Syariah, ketelusan dokumentasi, dan pemantauan pemilikan aset, agar pelaksanaan kontrak benar-benar menzahirkan tujuan *maqasid al-shariah* seperti keadilan dan pemeliharaan harta (*hifz al-mal*).

Dari segi sumbangan, kajian ini memperluas perbincangan akademik mengenai kontrak hibrid dalam pasaran modal Islam, khususnya melalui analisis kes empirikal yang menghubungkan teori fiqh dengan aplikasi industri. Secara praktikal, ia memberi panduan kepada institusi kewangan dan pengawal selia untuk memperkukuh ketelusan dan tadbir urus Syariah, manakala dari sudut dasar, dapatan ini menyokong usaha BNM dan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia dalam menyelaras piawaian tempatan dengan standard antarabangsa AAOIFI bagi memastikan keseimbangan antara inovasi dan integriti Syariah dalam sistem kewangan Islam.

PENGHARGAAN

Penulis ingin merakamkan penghargaan atas sokongan Akademi Pengajian Islam, Universiti Malaya dan Pengurusan Bank Rakyat kerana memberikan kemudahan dan sokongan terhadap penyelidikan ini.

RUJUKAN

- AAOIFI. (2017). *Shariah Standard No. 46: Al-Wakalah bi al-istithmar*. Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- Abdullah, N., & Nayan, M. A. (2020). Green sukuk: Financing the future to sustainable environment. *International Journal of Zakat and Islamic Philanthropy*, 2(2), 14–23.
- Abidin, Z. (2020). *Akad dalam transaksi muamalah kontemporer*. Duta Media Publishing.
- Al-‘Imrani, ‘A. ibn M. ibn ‘A. (2006). *Al-‘uqud al-maliyyah al-murakkabah: Dirasah fiqhiyyah ta’siliyyah wa tatbiqiyyah*. Riyadh: Dar Kunuz Ishbilia li al-Nashr wa al-Tawzi’.
- Ali, E. R. A. E., Azman, S. M. M. S., Zain, N. R. M., Hassan, R., & Kassim, S. (2019). Potential development of SRI sukuk models for higher learning institutions in Malaysia based on wakalah and waqf. *Journal of Islamic Finance*, 8(1), 90–106. <https://doi.org/10.31436/jif.v8i0.349>
- Ali, R. (2011). An overview of the sukuk market. In *Sukuk and Islamic capital markets: A practical guide* (pp. 7–20). Euromoney Books.
- Al-Jarhi, M. A., & Iqbal, M. (2001). *Islamic banking: Answers to some frequently asked questions* (Occasional paper No. 4). Islamic Research and Training Institute.
- Al-Zuhayli, W. (1986). *Al-fiqh al-Islamy wa adillatuh*. Damascus: Dar al-Fikr.
- Amri, S., Aryaseh, A., Harun, H., & Alam, A. (2021). Multiakad model in Sharia mutual funds (Approach to multiakad theory). In *Proceedings Book of the International Conference on Islamic Economics, Islamic Finance, & Islamic Law (ICIEFIL) 2021*.
- Arbouna, M. B. (2007). The combination of contracts in Shariah: A possible mechanism for product development in Islamic banking and finance. *Thunderbird International Business Review*, 49(3), 341–369. <https://doi.org/10.1002/tie.20148>
- Aydin, M. A. (2022). *Sukuk instrument in Islamic finance* [Master’s thesis, Sosial Bilimler Institute].

- Bahari, N. F., Ahmad, N. W., Shahar, W. S. S., & Othman, N. (2016). A review on the potential growth of sukuk, issues and its challenges. In *International Conference on Economics and Banking* (Vol. 2, pp. 395–403).
- Bank Negara Malaysia. (2019). *Policy document on Tawarruq*. Bank Negara Malaysia. https://www.bnm.gov.my/documents/20124/938039/pd_tawarruq.pdf
- Bank Rakyat. (2021). *Laporan Tahunan Bank Rakyat 2021*. Kuala Lumpur: Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad.
- Barghouthi, O. A., Shaheen, A. A., Al-Ghazali, S., Islam, K. A., & Barakat, F. S. (2020). Impediments for issuing sukuk bonds for improving economic development in Palestine. *International Journal of Sukuk and Waqf Research*, 1(1), 1–24. <https://doi.org/10.46281/ijswr.v1i1.855>
- Derus, N. L. A. B. (2018). Kemungkinan BBA dan implikasinya terhadap pasaran sukuk Malaysia. *Jurnal Al-Sirat*, 17(1), 41–61. <https://doi.org/10.64398/alsirat.v17i1.63>
- Dusuki, A. W. (2010). *The Challenges of Realizing Maqasid al-Shariah in Islamic Financial Institutions*. IIUM Press.
- Ellias, M. R. F., Haron, M. N., & Mohammed, M. F. (2013). Shariah issues in sukuk. In *Shariah Forum, Kuala Lumpur Islamic Finance Forum (KLIFF)*.
- Fadil, N. M. S. (2011). Sukuk hibrid dalam pasaran modal Islam di Malaysia: Konsep dan pelaksanaan. In *Prosiding PERKEM VI* (Vol. 2, pp. 395–409). Universiti Kebangsaan Malaysia.
- Farhand, M. Z., Nurjanah, P. L., & Nurcholis, M. (2020). Islamic finance in sustainable economy: Empowerment of sukuk wakalah to build waste industry. *Airlangga International Journal of Islamic Economics and Finance*, 3(1), 52–67. <https://doi.org/10.20473/aijief.v3i1.20161>
- Fauzi, A., & Tanjung, H. (2021). Risk management in cash waqf linked sukuk based on the Waqf Core Principle: A preliminary study. *JES (Journal of Islamic Economics)*, 2(1), 1–29.
- Ghozali, M., Zeid, A., Prasetyaningsih, I., & Syauqoti, R. (2020). Implementation of Sharia compliance in *murabahah* agreement at Bank Syariah Mandiri Ponorogo. *Proceedings of the 1st Conference on Islamic Finance and Technology (CIFET)*, Sidoarjo, East Java, Indonesia, September 21. <https://conference.iainponorogo.ac.id/index.php/cifet/article/view/12>
- Hammad, N. (2005). *Al- 'uqud al-murakkabah fi al-fiqh al-Islamy*. Damascus: Dar al-Qalam.
- Hartanto, S., Sup, D. F. A., & Muttaqin, R. (2020). Konsep terminasi akad dalam hukum Islam. *Ijtihad: Jurnal Hukum dan Ekonomi Islam*, 14(2), 137–152. <https://doi.org/10.21111/ijtihad.v14i2.4684>
- Hassan, M. K., & Lewis, M. K. (2014). *Handbook on Islamic Banking*. Edward Elgar Publishing.
- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., Habidin, N. F., & Amirah, S. (2009). Perkembangan pasaran sukuk dalam pasaran modal Islam di Malaysia. *The Journal of Muamalat and Islamic Finance Research*, 6(1), 193–206.
- Itam, M. I., Noordin, K., & Mansor, F. (2023). Challenges for the issuers to issue global hybrid sukuk that complies with AAOIFI Shari'ah Standard No. 59. *Journal of Islamic Finance*, 12(1), 59–72.
- Jamaludin, I. (2017). Hibrid kontrak menurut hukum ekonomi syariah. *Journal of Economic Studies*, 1(1), 1–12.
- Kamali, M. H. (2011). *Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures and Options*. Ilmiah Publishers.
- Krippendorff, K. (2004). *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology* (Second Edition). Sage Publications, Inc. <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/1094428108324513>

- Kurniawan, T. (2021). Analisis aplikasi akad wakalah dalam Project Based Sukuk (PBS) di Indonesia. *Jurnal Hukum Islam*, 19(1), 45–58.
- Lahsasna, A. (2018). *Introduction to Fatwa, Shariah Supervision and Governance in Islamic Finance*. IBFIM.
- Maksum, M., & Hidayah, N. (2023). The mechanism of avoiding riba in Islamic financial institutions: Experiences of Indonesia and Malaysia. *JURIS (Jurnal Ilmiah Syariah)*, 22(2), 235–244.
- Mihajat, M. I. S. (2014). *Hybrid contract in Islamic banking and finance: A proposed Shariah principles and parameters for product development*. *EBJM – Special Issue: Islamic Management and Business*, 2(2), 89–100.
- Yunus, M. H., Zakaria, Z., & Ahmad, M. Y. (2016). Pandangan ulama terhadap kontrak hibrid dan pelaksanaannya dalam produk pembiayaan perumahan Affin Home Invest-i. *International Journal of Islamic and Civilizational Studies*, 3(3), 39-48. <https://doi.org/10.11113/umran2016.3n3.61>
- Mursal & Yuserizal, B. (2017). Helah dan hybrid contracts (*al- 'uqūd al-murakkabah*) pada produk keuangan syariah perspektif fiqh muamalah. *Journal Islamika*, 17(2), 41–55.
- Musawar, M. (2016). Pandangan Tuan Guru Lombok terhadap multi akad dalam muamalah maliyah kontemporer. *Ijtihad: Jurnal Wacana Hukum Islam dan Kemanusiaan*, 16(1), 131–155.
- Noordin, N. H., Haron, S. N., Hasan, A., & Hassan, R. (2018). Complying with the requirements for issuance of SRI sukuk: The case of Khazanah's Sukuk Ihsan. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(3), 415–433. <https://doi.org/10.1108/JIABR-07-2016-0081>
- Panatagama, A. R., Budianto, E. W. H., & Dewi, N. D. T. (2023). Wakalah on Islamic financial inclusion: Mapping research topics using VOSviewer bibliometric study and library research. *Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 4(1), 1–15.
- Rahayu, R. D., & Agustianto, M. A. (2020). Analisis implementasi cash waqf linked sukuk (CWLS) perspektif prinsip ekonomi syariah. *Management of Zakat and Waqf Journal (MAZAWA)*, 1(2), 145–161.
- Razak, S. S., Saiti, B., & Dinç, Y. (2019). The contracts, structures and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment. *Borsa Istanbul Review*, 19(4), 372-378. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.07.003>
- Rizali, M. (2010). *Konstruksi hukum sukuk berdasarkan fiqh muamalah* [Doctoral dissertation, Universitas Islam Indonesia]. Universitas Islam Indonesia Repository.
- Rudi, B. T. (2014). Penerapan akad pada obligasi syariah dan sukuk negara (Surat Berharga Syariah Negara / SBSN). *Economic: Jurnal Ekonomi dan Hukum Islam*, 4(1), 18–38.
- Setiadi, A. (2017). *Implementation of the concept of al- 'uqud al-murakkabah on Sharia financial institutions*. *Journal of Economic Studies*, 1(1), 31–44.
- Shahida, S., & Saharah, S. (2013). Why do firms issue sukuk over bonds? Malaysian evidence. In *Proceedings of the 15th Malaysian Finance Association Conference* (Vol. 2, pp. 551–573).
- Sharif, D., & Redzuan, M. A. (2021). A Shariah overview of credit strengthening for equity-based sukuk in the Islamic capital market in Malaysia. *Journal of Business Innovation*, 6(1), 27–40.
- Shibayr, M. 'U. (2001). *Al-mu'amalat al-maliyyah al-mu'ashirah fi al-fiqh al-Islamy*. Jordan: Dar al-Nafais.
- Shubhi, M. (2017). *Biografi TGKH Muhammad Zainuddin Abdul Madjid sebagai pahlawan nasional Indonesia*. Mataram NTB: Kantor Bahasa Nusa Tenggara Barat.
- Tarmizi, E. (2012). *Harta haram muamalat kontemporer*. Bogor: PT Berkas Mulia Insani.
- Trimulato, T. (2021). Analisis produk keuangan syariah sukuk. *Kunuz: Journal of Islamic Banking and Finance*, 1(2), 120–137.

- Uddin, M. A., Sultan, Y., Hosen, M., & Ullah, N. (2015). A critical analysis of Islamic bond: A case study on Sunway Treasury Sukuk. *Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 2(1), 45–60.
- Usmani, M. T. (2017). *An Introduction to Islamic Finance (Revised Edition)*. Darul Ishaat.
- White, M. D., & Marsh, E. E. (2006). Content Analysis: A Flexible Methodology. *Library Trends*, 55(1), 22–45. <https://doi.org/10.1353/lib.2006.0053>
- Yazicioğlu, İ. E., & Kazak, H. (2019). Sukuk as one of the Islamic financial instruments: Investigation of the *murabahah* contracts in the hybrid sukuk in terms of compliance with the Islamic provision. *Journal of Life Economics*, 6(1), 91–118.
- Yuliani, A. E., Fitrijanti, T., & Sari, P. Y. (2020). Sukuk negara sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur di Indonesia: Systematic literature review. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 7(12), 2361–2374. <https://doi.org/10.20473/vol7iss202012pp2361-2374>
- Yunus, M. H., & Zakaria, Z. (2016). Pandangan ulama terhadap kontrak hibrid dan pelaksanaannya dalam produk pembiayaan perumahan Affin Home Invest-i. *International Journal of Islamic and Civilizational Studies*, 3(3), 39–48. <https://doi.org/10.11113/umran2016.3n3.61>
- Yunus, M., Al Hakim, S., & Setiawan, I. (2023). Philosophical analysis of multi-contract terminology perspective of Sharia economic law. *Al-Afkar, Journal for Islamic Studies*, 6(3), 484–500.
- Za'tary, 'A. al-D. (2008). *Fiqh al-mu'āmalāt al-māliyyah al-muqāran: Shiyaghah jadīdah wa amthilah mu'āshirah*. Damascus: Dār al-'Ashmā'.