

## **“SUKUK CREDIT RATING” DI MALAYSIA: PERBANDINGAN DI ANTARA RAM DAN MARC**

**Ahmad Azam Sulaiman @Mohamad<sup>1\*</sup>, Muhammad Haffiz Muhamad Isa @ Omar<sup>2</sup>, Nur Maizatul Dina Mukhtar<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> *Akademi Pengajian Islam, Universiti Malaya*

<sup>2</sup> *Fakulti Ekonomi dan Pengurusan, Universiti Kebangsaan Malaysia*

---

### **ABSTRACT**

Kertas kajian ini membincangkan konsep sukuk dan isu berkaitan penarafannya. Dalam usia yang masih relatif muda, sukuk telah menjadi suatu instrumen pasaran modal yang berjaya menarik minat pelabur dalam kerancakan pasaran modal Islam khususnya. Setiap agensi penarafan kredit tempatan ini mempunyai metodologi atau kaedah yang tersendiri. Persoalan yang ditimbulkan dalam kertas kajian ini adalah wujudkah perbezaan yang ketara dalam “Sukuk Credit Rating” yang ditentukan oleh kedua-dua agensi penarafan tempatan ini yang mungkin tidak diketahui umum bagi setiap jenis Sukuk yang diterbitkan di pasaran modal Islam Malaysia. Walaupun begitu, isu-isu berkaitan kepatuhan syariah seringkali dibangkitkan dalam konteks pengamalannya dan juga penarafan bagi sukuk yang diterbitkan di Malaysia. Justeru, objektif utama bagi kajian ini ialah mengenalpasti prosedur penarafan sukuk oleh dua agensi penarafan kredit di Malaysia iaitu RAM Rating Services Berhad (RAM) dan Malaysia Rating Corporation Berhad (MARC) dan Meninjau instrumen Sukuk yang diterbitkan dalam pasaran modal Islam Malaysia. Kajian ini juga pasti akan memberikan kefahaman yang lebih jelas tentang bagaimana penarafan kredit Sukuk atau “Sukuk Credit Rating” oleh RAM dan MARC. Data-data dikumpulkan melalui pemerhatian dan penelitian atas teks, dokumen dan rujukan berkaitan. Melalui penelitian ini, didapati bahawa sukuk telah berkembang menjadi suatu instrumen kewangan yang semakin penting saban hari. Dalam masa yang sama langkah dan inisiatif regulator dan kerajaan Malaysia dalam memastikan segala urusan berkaitan sukuk mematuhi prinsip syariah telah menuntut pihak agensi penarafan kredit seperti RAM dan MARC untuk mengikuti prinsip yang digariskan syariah dalam penarafan mereka.

---

**Keywords:** *“Sukuk Credit Rating”, Agensi Penarafan Sukuk, RAM, MARC*

---

\* Corresponding author : Ahmad Azam Sulaiman @ Mohamad, Jabatan Syariah dan Ekonomi, Akademi Pengajian Islam, Universiti Malaya. E-mail: ahmadazams@um.edu.my

## Pengenalan

Sukuk merupakan instrumen kewangan Islam yang memainkan peranan penting dalam pasaran modal di mana ianya berobjektifkan perolehan modal bagi suntikan kewangan sama ada oleh pihak kerajaan ataupun entiti perniagaan seperti syarikat-syarikat dalam negara. Sukuk juga mewakili suatu nilai atas aset yang dikenali sebagai Bon Islam atau Bon patuh-syariah dan menurut Nor Balkish Zakaria et al. (2012) lebih tepat jika sukuk diertikan sebagai Sijil Pelaburan Islam (*Islamic Investment Certificate*). Perkataan 'Sukuk' ini adalah kata jamak bagi perkataan 'Sakk' dalam bahasa Arab yang bererti dokumen atau sijil dan secara teknikalnya, sukuk adalah instrument bertulis mengenai pemilikan secara undang-undang. Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution* (AAIOFI) (2008), sukuk didefinisikan sebagai sijil yang bernilai sama dengan sebahagian atau keseluruhan dari kepemilikan harta ketara untuk mendapatkan hasil dan jasa di dalam pemilikan aset dari projek tertentu atau aktiviti pelaburan khusus. Ianya berlaku setelah sijil tersebut menerima nilai sukuk pada saat ketetapan tempoh dengan menerima dana sepenuhnya sesuai dengan tujuan sukuk tersebut.

Terdapat beberapa persamaan antara sukuk dengan bon konvensional, kerana pada asasnya sukuk adalah suatu perjanjian pinjaman berbentuk sijil yang mengandungi butiran tentang nilai tara bon, kadar kupon, bon tarikh matang dan lain-lain. Walau bagaimanapun, sukuk perlu diasaskan dengan barangan fizikal yang mempunyai nilai benar atau nilai instrinsik. Dalam erti kata lain, sukuk perlu bersandar kepada suatu barangan lain yang mempunyai aliran tunai sewaan atau hutang hasil akad jual-beli aset. Oleh yang demikian, perlu difahami bahawa sukuk mestilah mematuhi prinsip syarak dalam perekonomian dan hal ehwal muamalat dalam konteks bebas riba, bebas daripada unsur spekulasi dan *gharar* (ketidakjelasan) dan bebas daripada unsur penindasan dan kezaliman.

Bagi Bon konvensional pula, ianya berfungsi sebagai surat atau sijil keterangan hutang atau pinjaman. (Wan Abdul Rahim, 2005). Bon adalah instrumen hutang yang memerlukan penerbit / peminjam untuk membayar kepada pelabur / pemiutang sejumlah amaun yang dipinjam dengan ditambah bersamanya faedah pada tempoh tertentu. (F.J. Fabozzi, 2000). Mekanisme transaksi bon konvensional adalah sama sekali bertentangan dengan prinsip syarak kerana 'memperdagangkan hutang' dan mengambil keuntungan atas faedah (riba). Oleh yang demikian, produk sukuk perlu mempunyai mekanisma yang berbeza dengan bon konvensional bagi mengelakkan unsur riba mahupun *gharar*. Sebagai jalan keluar daripada kemelut riba dan *gharar*, konsep pensukuritan aset diperkenalkan sebagai mekanisme produk sukuk, di mana pihak yang ingin mendapatkan dana perlu mengemukakan aset mereka untuk dijual beli kepada para pelabur, dan dengan penjualan tersebut, wang tunai boleh didapati daripada pihak-pihak yang membiayai projek dan aktiviti ekonomi tersebut. Justeru, kontrak sukuk adalah berbasis transaksi jual-beli berbanding kontrak hutang dalam produk bon konvensional. Melalui konsep ini, sukuk menawarkan manfaat tahap perlindungan yang tidak mungkin diperoleh dalam pensukuritan aset konvensional. (Malaysia Debt Securities and Sukuk Market, 2009).

## Konsep dan Jenis-Jenis Sukuk

Secara umum, konsep Sukuk boleh dikategorikan mengikut empat (4) jenis kontrak Syariah seperti berikut.

- i) Sukuk berasaskan jualan (*Sales-Based*)
- ii) Sukuk berasaskan pajakan (*Lease-Based*)
- iii) Sukuk berasaskan agensi (*Agency Based*)
- iv) Sukuk berasaskan perkongsian (*Partnership*)

Walaupun bagaimanapun, jenis Sukuk yang dikenali dalam pasaran modal Islam adalah dikategorikan berdasarkan produk Sukuk yang dibangunkan dengan pengaplikasian pelbagai kaedah berdasarkan kepada prinsip yang patuh Syariah bagi penerbitan Sukuk supaya ianya bersesuaian dengan kehendak pelabur dan keperluan para penerbit. Berikut adalah jenis-jenis Sukuk yang utuh dalam pasaran permodalan Islam di Malaysia:

1. Sukuk Ijarah

Merupakan struktur sukuk yang paling popular kerana ianya telah mendapat sambutan yang memberangsangkan di negara Timur. Malaysia adalah negara pertama di dunia yang menerbitkan sukuk Ijarah ke peringkat global dan diikuti dengan negara lain seperti Qatar, Bahrain dan Pakistan.

2. Sukuk Murabahah

Melibatkan transaksi jual-beli di mana pemilik barang (penjual) haruslah mendedahkan kepada bakal pembeli harga kos dan kenaikan harga (mark-up) barang tersebut. Sukuk jenis ini diterbitkan untuk membiayai aset atau projek yang langsung tidak melibatkan perkongsian untung-rugi.

3. Sukuk Al-Bai' Bithaman Ajil (BBA)

Sukuk murabahah jangka panjang. Ianya adalah kontrak jual-beli jangka panjang dengan bayaran tertangguh.

4. Sukuk Mudarabah

Dalam konteks sukuk ini, mudarib (penerbit) adalah agen kepada penyumbang modal (pelabur), di mana agen bertanggungjawab untuk menguruskan modal pelabur. Mudarib kemudiannya akan mendapat ganjaran. Ganjaran ini bergantung kepada kadar perkongsian untung-rugi di antara mudarib dan pelabur.

5. Sukuk Musyarakah

Modal dikeluarkan oleh kedua-dua pihak iaitu penerbit dan pelabur. Penerbit menjual sebahagian daripada pegangan kepentingan pemilikan kepada pelabur. Ganjaran pelabur adalah bergantung kepada peratus pegangan kepentingan daripada pendapatan yang terhasil oleh pelaburan tersebut.

6. Sukuk Bay' al-Inah

Melibatkan proses penjualan dan pembelian semula aset oleh penjual (pelabur atau SPV). Pelabur akan menjual aset kepada (pembeli) penerbit sukuk secara bayaran tertangguh. Pelabur kemudiannya akan membeli semula aset tersebut secara tunai. Harga pembelian semula aset adalah lebih rendah daripada harga penjualan aset tersebut. Penerbit sukuk perlu menilai beberapa faktor sebelum menerbitkan sukuk. Antara faktor faktornya adalah objektif ekonomi penerbit, ketersediaan aset, tahap hutang penerbit, penarafan kredit penerbit, rangkakerja perundangan dan implikasi cukai terhadap struktur yang dipilih.

### **Penarafan Kredit Sukuk**

Di Malaysia, semua sekuriti hutang termasuk Sukuk dikehendaki disertakan dengan penarafan kredit pada setiap masa. Sukuk atau Bon Islam ini akan melalui satu proses penarafan (rating process) bagi menentukan kebolehpercayaan kredit penerbit Sukuk di mana "Sukuk Credit Rating" akan ditentukan dan ia merupakan hasil penilaian risiko kredit yang dijalankan oleh dua agensi penarafan kredit

tempatan dalam Malaysia iaitu Rating Agency Malaysia Berhad (RAM) dan Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC).

Penarafan kredit merupakan mekanisma di mana pihak ketiga yang bebas, iaitu agensi penarafan kredit seperti RAM dan MARC, yang akan membuat penilaian mengenai kemungkinan kegagalan penerbit korporat terhadap pembayaran hutangnya. Ia memberi tumpuan kepada instrumen hutang khusus dan bukan keseluruhan kredit atau kedudukan kewangan penerbit korporat. Penarafan akan mengambil kira pelbagai alat peningkatan seperti jaminan, dana, surat kredit atau mekanisme lain yang dirancang untuk mengurangkan risiko mungkir terhadap isu-isu tertentu. Jadi, korporat boleh diberikan kategori penarafan yang berbeza untuk isu hutang yang berlainan sepanjang masa (RAM Ratings, 2010).

Walau bagaimanapun, penarafan bukan merupakan cadangan untuk membeli, menjual atau memegang harga pasaran keselamatan atau kesesuaiannya untuk pelaburan tertentu, dan tidak melibatkan audit oleh agensi penarafan (RAM Ratings, 2010).

### **Agensi Penarafan Kredit Tempatan (Malaysia) dan Peranannya**

Terdapat dua agensi penarafan kredit tempatan di Malaysia iaitu RAM Rating Services Berhad (RAM) dan Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC). Kedua-dua agensi ini telah memainkan peranan yang sangat penting dalam penarafan kredit semua jenis Sukuk, Bon dan Nota Komersial yang dikeluarkan dalam pasaran modal terutamanya dalam pasaran sekuriti hutang swasta. Maklumat penarafan kredit terhadap instrumen-instrumen kewangan yang diterbitkan di negara ini telah disediakan oleh RAM dan MARC setelah melalui satu proses penarafan yang teliti. Kemudian maklumat ini akan menjadi panduan utama kepada para pelabur dan peserta-peserta pasaran yang lain dalam membuat sebarang keputusan terhadap pelaburan mereka.

#### **(i) RAM Rating Services Berhad (RAM)**

RAM Rating Services Berhad (RAM) telah ditubuhkan pada November 1990, merupakan salah sebuah agensi penarafan kredit yang sediaada dan merupakan perintis kepada perkhidmatan penarafan kredit di Malaysia. Antara instrumen kewangan yang biasanya diberikan taraf kredit adalah Sukuk, bon konvensional, sekuriti kewangan dalam denominasi ringgit, bank-bank, syarikat-syarikat insuran dan sebagainya. Penilaian kredit yang dijalankan oleh RAM Ratings telah pun digunakan sebagai rujukan bagi pengawal selia undang-undang, masyarakat, pelabur dan komuniti kewangan di Malaysia.

RAM Rating Services Berhad (RAM Ratings) ialah agensi penarafan kredit terkemuka dan terbesar di Malaysia dan Asia Tenggara (ASEAN). Terkenal dengan pandangan yang bebas dan berwawasan kami, penarafan dan penilaian kredit kami sangat dihargai di pasaran domestik dan serantau, dan digunakan oleh pelabur dan peserta pasaran untuk membuat keputusan yang baik.

Ditubuhkan pada tahun 1990 oleh bank pusat Malaysia sebagai sebahagian daripada "infrastruktur institusi" untuk menyokong pembangunan pasaran bon Malaysia, kami telah menilai hampir USD270 bilion bon yang dikeluarkan oleh lebih daripada 800 entiti yang berpangkalan di Malaysia dan 13 negara lain. Portfolio penarafan kami merangkumi korporat, negara berdaulat, institusi kewangan, syarikat insurans, kewangan projek dan obligasi pembiayaan berstruktur.

RAM Ratings juga merupakan agensi penarafan terkemuka di dunia untuk sekuriti yang dikeluarkan di bawah prinsip Islam, atau sukuk. Pengalaman dan sumbangan kami dalam pasaran sukuk yang pesat telah memenangi kami pelbagai anugerah, termasuk anugerah Agensi Penarafan Islam Terbaik pada 2016 oleh Islamic Finance News (IFN).

(ii) Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC)

Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) telah diperbadankan pada Oktober 1995 dan merupakan salah sebuah agensi penarafan kredit di Malaysia di samping RAM Ratings. MARC telah memulakan operasi pada 17 Jun 1996. Pada masa ini, MARC mempunyai modal berbayar sebanyak RM20 milion dan merupakan hak milik syarikat-syarikat insuran, bank-bank pelaburan dan syarikat-syarikat pembrokeran di Malaysia. Para pemegang saham MARC tidak dibenarkan untuk memiliki pegangan ekuiti melebihi 4.9% demi memastikan agensi ini berfungsi sebagai agensi penarafan kredit yang bebas dan neutral.

MARC memainkan peranan yang amat penting dalam pembangunan pasaran modal di Malaysia dengan menyediakan perkhidmatan penarafan kredit yang berkualiti dan juga kajian menyeluruh dalam bidang kewangan. Sebagaimana peranan yang dimainkan oleh RAM Ratings di Malaysia, MARC juga menyediakan perkhidmatan penarafan kredit terhadap terbitan bon konvensional, sukuk, sekuriti kewangan dalam denominasi ringgit, bank-bank dan syarikat-syarikat insuran.

MARC juga menerbitkan penilaian bebas dari kebolehpercayaan kredit dan penerbit, yang menyediakan pelabur dengan sumber pendapat dan penyelidikan yang bebas dan boleh dipercayai. Selain itu, MARC telah diiktiraf sebagai Institusi Penilaian Kredit Luaran di bawah Basel II dan sebagai agensi penarafan bon oleh Bank Negara Malaysia dan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia masing-masing. MARC umumnya mengamalkan amalan dan prosedur untuk Agensi Penarafan Kredit Domestik berdasarkan panduan mengenai Kod Etika yang disediakan oleh Organisasi Antarabangsa Suruhanjaya Sekuriti (IOSCO) dan Persatuan Agensi Penilai Kredit di Asia (ACRAA)

### **Permasalahan Kajian**

Setiap agensi penarafan kredit tempatan ini mempunyai metodologi atau kaedah yang tersendiri dalam membuat penilaian isu-isu hutang yang diterbitkan oleh penerbit Sukuk yang pastinya akan memberikan pengaruh besar kepada Sukuk itu sendiri. Penarafan kredit ini mungkin melihat kepada aspek-aspek penting seperti prestasi kewangan, aspek tadbir-urus, struktur modal, imej dan reputasi korporat syarikat penerbit.

Persoalan yang ditimbulkan dalam kertas kajian ini adalah wujudkah perbezaan yang ketara dalam “Sukuk Credit Rating” yang ditentukan oleh kedua-dua agensi penarafan tempatan ini yang mungkin tidak diketahui umum bagi setiap jenis Sukuk yang diterbitkan di pasaran modal Islam Malaysia.

### **Objektif Kajian**

Oleh yang demikian, secara dasarnya, kajian ini telah meletakkan objektif-objektif berikut sebagai fokus utama kertas kajian bagi menyelesaikan permasalahan kajian ini:

1. Meninjau instrumen Sukuk yang diterbitkan dalam pasaran modal Islam Malaysia; dan
2. Melakukan perbandingan ke atas penarafan kredit Sukuk oleh dua agensi penarafan kredit tempatan iaitu RAM dan MARC;

### **Kepentingan Kajian**

Dari sudut akademik, kajian tentang penarafan Sukuk ini pasti dapat menyumbang ke arah percambahan idea dan perbincangan baharu berkaitan penarafan Sukuk dan kesannya kepada kualiti Sukuk. Memandangkan Sukuk merupakan instrumen pasaran modal Islam baharu yang mendapat

sambutan menggalakkan dan kajian spesifik ke atas penarafan kredit Sukuk yang ditentukan oleh agensi penarafan tempatan pun masih lagi kurang dalam industri akademik maka kajian seumpama ini adalah sangat signifikan bagi maklumat tambahan dan penambahbaikan dalam pasaran modal Islam khususnya di Malaysia.

Dalam konteks praktikal dan amalan, kajian ini juga pasti akan memberikan kefahaman yang lebih jelas tentang bagaimana penarafan kredit Sukuk atau "*Sukuk Credit Rating*" dilakukan atau ditentukan oleh agensi-agensi yang melakukan penilaian dan penarafan tersebut, dan dalam konteks kajian ini, ianya merujuk kepada RAM dan MARC. Maklumat sebegini sangat penting bagi memberi keyakinan tentang kebolehpercayaan kredit penerbit bagi instrumen Bon Islam atau Sukuk dan juga kepada aspek pematuhan Syariah yang sering menjadi isu pertikaian sekaligus menjamin kestabilan pasaran modal Islam di Malaysia.

### **Skop Kajian**

Fokus kajian adalah tertumpu kepada proses penarafan kredit yang telah dilakukan oleh dua agensi penarafan tempatan Malaysia iaitu Rating Agency Malaysia Berhad (RAM) atau kini dikenali sebagai RAM Rating Services Berhad dan Malaysia Rating Corporation Berhad (MARC). Kedua-duanya adalah agensi penarafan kredit di Malaysia yang mempunyai kredibiliti dan reputasi cemerlang dalam industri pemodal saham global.

Walau bagaimanapun, kajian ini membataskan skopnya kepada proses penarafan kredit Sukuk sahaja dan kajian ini juga dibuat dalam ruang lingkup pasaran modal Islam yang hanya berfokus di Malaysia.

### **Organisasi Kajian**

Kertas kajian ini mengandungi lima bahagian. Bahagian seterusnya adalah sorotan literatur berdasarkan hasil kajian lepas yang menjadi sumber rujukan dalam kajian kali ini. Kemudian, bahagian metodologi mengulas tentang pendekatan kaedah kajian yang diambil. Perbincangan hasil kajian pula akan dihuraikan secara terperinci dibahagian keempat dan seterusnya bahagian akhir iaitu kesimpulan tentang keseluruhan kajian.

### **Literatur Kajian**

Terdapat satu kajian baharu mengenai penarafan Sukuk yang telah dijalankan oleh sekumpulan penyelidik iaitu Mohamed Abulgasem .A. Elhaj, Nurul Aini Muhamed, Nathasa Mazna Ramli dan Nor Balkish Zakaria (2016) bagi memeriksa kesan atau pengaruh struktur pemilikan sebagai salah satu mekanisme pengawasan urustadbir korporat ke atas penarafan Sukuk dan hasil kajian telah menunjukkan bahawa pelabur dalaman (proksi pemilikan) mempunyai kesan negatif kepada penarafan Sukuk berbanding dengan pelabur institusi.

Pasaran Sukuk semakin berkembang dengan pesatnya selari dengan kerancangan pasaran modal Islam khususnya di Malaysia. Nursilah Ahmad dan Syazwani Abd Rahim (2014) dalam kajian mereka terhadap reaksi pasaran stok ke atas penerbitan Sukuk yang ditarafkan mengesahkan bahawa pasaran Sukuk berkembang dengan pesat dewasa ini walaupun saiz pasarannya masih dianggap sederhana pada tahap global, tetapi pertumbuhannya adalah sangat pesat.

Menurut Wilson R. (2008), Sukuk yang merupakan sebuah instrumen patuh syariah, menjadi instrumen pelaburan yang menarik bagi perbankan Islam, takaful dan dana patuh-syariah yang tidak boleh melakukan pengembangan dan pelaburan dalam pensekuritan aset konvensional yang terlibat

dalam pembayaran faedah atau riba. Malah, Sukuk mengukuhkan kestabilan institusi kewangan dengan menyediakan portfolio, pengurusan kecairan dan pengurusan risiko yang lebih baik. (Wilson R., 2008). Oleh yang demikian, Nor Balkish Zakaria, Mohamad Azwan Md Isa, dan Rabiatal Alawiyah Zainal Abidin (2012) dan Mohamad, N.E.A., & Mohd Saad, N. (2012) mengabsahkan Sukuk telah berkembang sebagai suatu mekanisme utama perolehan modal dalam pasaran menerusi cara yang diterima dalam Islam.

Penarafan sukuk menjadi suatu mekanisme penting dalam pasaran Sukuk khususnya di Malaysia. Memandangkan Malaysia sebagai salah sebuah negara yang awal menuntut pengesahan pihak agensi penarafan kredit berwibawa dalam penerbitan sukuk di Malaysia, ternyata langkah ini memberi impak positif kepada pasaran. Dzubaidah Bt. Zainal Abidin dan S. Shahida (2013) dalam meneliti kes kemunkiran sukuk menjelaskan kepentingan penarafan (*rating*) sukuk dalam pasaran oleh badan penarafan bebas yang berkredibiliti. Kajian mereka mendapati terdapat 24 kes kemungkiran sukuk dalam tempoh lapan tahun bermula dari 2002-2010. Dengan adanya penarafan sukuk membolehkan para pelabur mendapat gambaran akan prospek pelaburan mereka dalam transaksi sukuk dengan para penerbit sukuk.

Dalam penelitian terhadap konstruk sukuk di Malaysia, Nor Balkish Zakaria et al. (2012) mendapati bahawa pasaran sukuk di Malaysia kukuh kerana pengawalseliaan yang baik khususnya dalam konteks penarafan oleh agensi penarafan kredit. Dua agensi penarafan kredit yang melakukan penarafan sukuk iaitu RAM rating services dan Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) dikenalpasti mematuhi prinsip syariah dalam metodologi penarafan mereka. (Mohammad Hashim Kamali, A.K. Abdullah (ed.), 2014).

Dapatan-dapatan ini telah menunjukkan bahawa Sukuk telah berkembang menjadi suatu intrumen kewangan Islam yang semakin signifikan dan penting saban hari. Dalam masa yang sama penarafan kredit Sukuk dilihat sebagai suatu langkah dan pendekatan yang bijak dalam meningkatkan keyakinan setiap pelabur dan masyarakat sekaligus akan mengukuhkan pasaran Sukuk di Malaysia atas sebab ia menawarkan suatu jaminan keselamatan dalam pelaburan berkaitan Sukuk dan dijangka dapat menjamin kestabilan pasaran modal Islam di Malaysia.

### **Metodologi Kajian**

Kajian ke atas 'Sukuk Credit Rating' di Malaysia : Perbandingan di antara RAM & MARC ini telah dijalankan dengan menggunakan pendekatan kualitatif secara kajian kes di mana dua agensi penarafan kredit di Malaysia iaitu RAM dan MARC dipilih sebagai bahan kajian utama. Ini adalah untuk mengkaji perbezaan yang mungkin wujud ke atas penarafan kredit Sukuk yang telah ditentukan oleh kedua-dua agensi tempatan ini.

Selain itu, pemerhatian dan penilaian dijalankan ke atas dokumen-dokumen dan maklumat yang diperolehi daripada sumber sekunder yang relevan bagi kertas kajian ini seperti dokument diterbitkan atau tidak diterbitkan, laporan berita, dan maklumat langsung daripada RAM dan MARC sendiri. Maklumat ini telah disaring supaya ianya tepat dan betul serta proses perbandingan dapat dilakukan dengan kemas.

## **Perbincangan Hasil Kajian**

### **Penilaian “Sukuk Credit Rating”**

Oleh kerana pasaran kewangan yang kompleks dan kepelbagaian pembiaya telah berubah dari tahun ke tahun, para pelabur dan pengawalselia telah banyak meningkatkan kebergantungan mereka kepada pandangan daripada agensi-agensi penarafan kredit (Nor Balkish Zakaria, Mohamad Azwan Md Isa and Rabiatul Alawiyah Zainal Abidin, 2012).

Hasil pemerhatian yang telah dilakukan, didapati bahawa kaedah penarafan kredit Sukuk adalah berdasarkan mekanisma penarafan kredit yang dilakukan oleh pihak ketiga yang bebas seperti agensi penarafan kredit yang melakukan penilaian ke atas potensi risiko yang berkaitan dengan Sukuk tersebut di mana ianya merujuk kepada proses penilaian terhadap kemungkinan bayaran principal dan keuntungan yang tepat pada masanya di sepanjang tempoh pembiayaan. Penarafan ini boleh dikelaskan kepada dua kategori yang luas iaitu (i) gred pelaburan dan (ii) gred bukan pelaburan.

Selain itu, penarafan kredit ini juga merupakan satu bentuk penilaian ataupun penggredan yang dilakukan oleh agensi tertentu bagi menentukan kualiti Sukuk dalam aspek ingkar atau kemungkiran. Sekiranya penarafan Sukuk adalah tinggi, ini bermakna bahawa kemungkinan ingkar adalah rendah. Penarafan Sukuk ini telah menjadi panduan yang sangat baik dalam mengukur risiko kemungkiran. Malaysia merupakan antara negara terawal di dunia yang menuntut pengesahan daripada pihak agensi penarafan kredit untuk tujuan penarafan sukuk yang telah diterbitkan (Mohamad and Mohd Saad, 2012).

### **Penilaian Sukuk oleh RAM**

Namun begitu, menurut pihak RAM, penarafan kredit bukanlah merupakan saranan untuk membeli, menjual atau memegang keselamatan, kerana ia tidak memberi komen mengenai harga pasaran keselamatan atau kesesuaiannya untuk pelabur tertentu, dan tidak melibatkan audit oleh agensi penarafan. Selain daripada itu juga, RAM Ratings menerima pampasan untuk perkhidmatan penarafannya, biasanya dibayar oleh penerbit sekuriti tersebut atau entiti yang diberi nilai, dan kadangkala pihak ketiga yang mengambil bahagian dalam memasarkan sekuriti, penanggung insurans, penjamin, penanggung lain, penaja jamin dan lain-lain.

Penerimaan pampasan ini sebenarnya tidak mempunyai pengaruh pendapat kredit RAM Ratings atau proses analisis yang lain. Ini kerana, dalam semua keadaan, RAM Ratings komited untuk memelihara objektif, integriti dan kebebasan penarafannya. Yuran penilaian dikomunikasikan kepada pelanggan sebelum penerbitan pendapat penilaian. Walaupun RAM Ratings mempunyai hak untuk menyebarkan penilaian, ia tidak menerima bayaran untuk melakukannya, kecuali untuk langganan pada penerbitannya (RAM 2016).

Penilaian Instrumen hutang yang dikeluarkan adalah menurut prinsip-prinsip pembiayaan Islam (juga dikenali sebagai sukuk) disusun sedemikian rupa sehingga terbitan tidak merupakan pertukaran sijil bon untuk wang atau faedah, seperti halnya dengan ikatan konvensional. Sebaliknya, mereka adalah berdasarkan kepada pertukaran aset yang diluluskan Syariah untuk pertimbangan kewangan, yang membolehkan para pelabur memperoleh keuntungan dari transaksi. Pelbagai jenis struktur berasaskan Islam yang digunakan untuk mewujudkan bon Islam termasuk penjualan dan pembelian aset berdasarkan pembayaran tertunda, pajakan aset tertentu atau penyertaan dalam perniagaan usahasama.



RAM Ratings adalah agensi penarafan terkemuka di dunia untuk sukuk, setelah menilai bahagian terbesar sekuriti tersebut. RAM mempunyai kepakaran untuk menilai sukuk berdasarkan pelbagai prinsip Islam. Walau bagaimanapun, penilaian sukuk ini tidak menunjukkan pematuhannya dengan prinsip Syariah.

### **Penilaian Sukuk oleh MARC**

Penarafan kredit bukan merupakan cadangan untuk membeli, menjual atau memegang sebarang keselamatan dan / atau pelaburan. Mana-mana pengguna laporan ini tidak semestinya bergantung kepada penarafan dan analisis kredit yang terkandung di dalam laporan ini untuk membuat keputusan pelaburan dalam apa pun yang tidak menangani risiko tidak kredit, kecukupan harga pasaran, kesesuaian sebarang keselamatan untuk sesuatu Pelabur, atau sifat pengecualian cukai atau kebayar cukai yang dibuat berkenaan dengan mana-mana sekuriti yang berkenaan.

Penilaian boleh diubah, diletakkan pada MARCWatch, digantung atau ditarik balik pada bila-bila masa atas apa-apa sebab mengikut budi bicara MARC. MARC boleh membuat pengubahsuaian kepada dan / atau pindaan dalam dokumen ini termasuk maklumat yang terkandung di dalamnya pada bila-bila masa selepas penerbitan sebagaimana yang difikirkan sesuai.

MARC menerima bayaran daripada kadarnya, dan mempunyai garis pelaporan dan susunan pampasan bagi ahli analisisnya dengan cara yang direka untuk mempromosikan integriti proses penarafannya, dan untuk menghapuskan dan / atau menguruskan konflik kepentingan sebenar dan / atau berpotensi

Kebanyakan terbitan sukuk domestik hari ini disusun sebagai kredit korporat pendapatan tetap atau instrumen risiko kewangan projek. Struktur yang disokong aset di mana pemegang sukuk mempunyai aset sebenar dalam aset sekiranya berlaku kecurian yang membentuk bahagian yang lebih kecil daripada terbitan sukuk. Ciri pendapatan tetap bagi isu sukuk domestik terus membenarkan MARC memberikan penarafan menggunakan hutang korporat konvensional, kewangan projek atau metodologi penarafan berstruktur. Rawatan analitik MARC terhadap sukuk mencerminkan bahan ekonomi dan pemacu risiko kredit sukuk.

Secara umum, MARC mengambil pendekatan kes demi kes analisis dalam penilaian sukuk. Setiap sukuk dinilai berdasarkan ciri-cirinya sendiri. Penilaian Instrumen Pasaran Modal Islam adalah menilai kemungkinan pembayaran balik instrumen yang dikeluarkan tepat pada masanya di bawah pelbagai kontrak pembiayaan Islam. Penarafan MARC yang diberikan pada Sukuk pendapatan tetap pada asasnya mencerminkan pendapat MARC mengenai kemungkinan pembayaran obligasi yang penuh dan tepat pada masanya di bawah Sukuk.

Penarafan yang diberikan adalah dibezakan daripada penilaian terhadap penawaran hutang konvensional dan instrumen pasaran modal Islam berpendapatan tetap lain. MARC menambah 'IS' sebagai subskrit kepada lapan kategori penarafan jangka panjang daripada skala AAA 'hingga' D 'dan' MARC-1 'kepada skala penarafan jangka pendek' MARC-D 'untuk membezakan penilaian Sukuknya. Subskrip 'ID' digunakan untuk sekuriti hutang Islam lain-lain pendapatan MARC. Panel Penasihat Syariah MARC menasihatkan MARC mengenai aspek Syariah instrumen kewangan Islam, menyemak dan menyokong baru atau variasi produk penarafan Islam dan definisi penarafan dan memastikan pematuhan prinsip Syariah dikekalkan

MARC memberikan penarafan kredit pada skala kebangsaan; Oleh itu, penarafannya tidak bertujuan untuk menjadi setanding di peringkat antarabangsa. Penarafan kredit agensi memberikan ukuran

relatif risiko kredit entitas dan kewajiban dalam konteks pasar domestik, yang bertentangan dengan menyampaikan kebarangkalian lalai khusus.

Penarafan kredit MARC ke atas obligasi atau instrumen tidak menangani sebarang risiko selain daripada risiko kredit, termasuk kecairan keselamatan yang dinilai dan kemungkinan perubahan dalam nilai pasarannya, dan keterukan kerugian apabila kewajiban atau penerbit mungkir. Oleh itu, penilaian MARC tidak boleh dipercayai sebagai proksi untuk risiko yang tidak diukur oleh penarafan kredit (iaitu pasaran dan / atau risiko kecairan) atau sebagai cadangan untuk membeli, menjual atau memegang sekuriti.

MARC juga bergantung kepada maklumat yang diberikan oleh entiti atau penerbit yang dinilai dan penasihatnya serta kerja pihak ketiga seperti penyata kewangan yang diaudit, pendapat undang-undang, laporan penilaian, laporan aktuari dan laporan kejuruteraan dalam memberikan penarafannya. Akhirnya, keupayaan MARC untuk menetapkan dan mengekalkan penilaian objektif dan ramalan tertakluk kepada ketersediaan maklumat awam dan / atau orang awam yang tepat pada masanya, tepat dan lengkap

### **Perbandingan Penarafan Kredit Sukuk di Antara RAM & MARC**

Penentuan penarafan kredit Sukuk adalah fokus utama kajian ini di mana perbandingan telah dilakukan ke atas penarafan yang ditentukan oleh RAM dan MARC. Kedua-dua agensi penarafan kredit tempatan ini merupakan agen yang penting dalam pasaran modal Islam apabila penarafan yang diputuskan oleh setiap agensi ini pasti akan mempengaruhi setiap Sukuk yang telah diterbitkan oleh penerbit dan ianya penting dalam pembangunan atau kestabilan ekonomi kewangan Islam khususnya di Malaysia.

Fokus perbincangan seterusnya adalah berkaitan dengan lima (5) elemen penting dalam kajian secara perbandingan ini bagi penarafan kredit Sukuk oleh pihak RAM dan MARC iaitu (i) Proses penarafan, (ii) Metodologi penarafan, (iii) Jam penarafan, (iv) Tinjauan penarafan dan (v) Jenis dan simbol penarafan.

#### **(i) Proses Penarafan (Rating Process)**

"Proses penarafan kredit" merujuk kepada semua langkah yang diambil berkenaan dengan tindakan penarafan kredit termasuk, tetapi tidak terhad kepada pemilihan dan peruntukan penganalisis untuk mengendalikan perkara itu, pemakaian metodologi penarafan kredit, aktiviti membuat keputusan, Interaksi dengan entiti undian, wajib, pemula, penaja jamin, atau pengatur, dan yang berkenaan, penyebaran penarafan kredit secara terbuka atau kepada pelanggan/entiti.

Penarafan ini biasanya diberikan atas permintaan oleh penerbit yang prospektif ('rating yang diminta'). Penarafan kredit boleh diberikan kepada terbitan hutang tertentu ('penarafan kredit terbitan'), atau ia mungkin menunjukkan keupayaan keseluruhan entiti untuk memenuhi kewajipannya (penerbit 'dan' penarafan kekuatan').

Berdasarkan pemerhatian ke atas aliran proses penarafan kredit Sukuk di antara kedua-dua agensi penarafan tempatan iaitu RAM dan MARC, analisa perbandingan telah mendapati bahawa hanya wujud perbezaan kecil dari segi bilangan proses penarafan yang ditunjukkan di laman sesawang agensi masing-masing di mana RAM mempunyai 7 proses sedangkan MARC hanya mempunyai 6 proses sahaja.

Namun begitu, jika diteliti secara terperinci, keseluruhan langkah-langkah penarafan yang diambil oleh kedua-dua agensi ini sebenarnya tidak jauh berbeza kerana daripada langkah awal hingga ke langkah akhir, ia adalah standard dan merangkumi segala asas aktiviti penilaian yang sepatutnya. Ini pastinya tidak menjejaskan hasil penarafan kredit Sukuk (rujuk kepada Rajah 1).

Bagi RAM dan MARC, bergantung kepada tahap kerjasama dan maklum balas daripada entiti yang dinilai, proses penarafan biasanya akan mengambil masa sehingga 6 minggu iaitu dari hari penerimaan mandat penarafan dan / atau maklumat yang tepat sehinggalah keputusan penarafan oleh Jawatankuasa Penarafan diperolehi.

Rajah 1: Perbandingan Aliran Proses Penarafan



(ii) Metodologi Penarafan Kredit (Rating Methodology)

"Metodologi penarafan kredit" bermaksud prosedur yang mana agensi penarafan menentukan penarafan kredit, termasuk maklumat yang harus dipertimbangkan atau dianalisis untuk menentukan penarafan kredit dan kerangka analitis yang digunakan untuk menentukan penarafan kredit, termasuk,

yang berkenaan, model, metrik kewangan, andaian, kriteria, atau faktor kuantitatif atau kualitatif lain yang akan digunakan untuk menentukan penarafan kredit.

Hasil pemerhatian ke atas metodologi penarafan kredit yang diamalkan oleh kedua-dua agensi penarafan tempatan di Malaysia iaitu RAM dan MARC telah menunjukkan bahawa pematuhan Syariah telah diberi keutamaan ketika proses penarafan dilakukan. Peranan kedua-dua agensi ini sebagai agensi penarafan yang mana sangat menitikberatkan pematuhan syariah dalam produk-produk kewangan Islamnya dan telah menguatkuasakan banyak peraturan-peraturan berkaitan kepatuhan syariah dalam industri permodalan Islam. Justeru, kedua-dua agensi ini tidak dapat terbabas daripada haluan dan acuan sebagaimana ketetapan regulator dan kerajaan. (Mohammad Hashim Kamali, A.K. Abdullah (ed.), 2014).

RAM menegaskan bahawa pematuhan kepada prinsip Syariah adalah faktor penilaian tambahan dalam metodologi penarafannya dan RAM yakin bahawa metodologi penarafannya telah menggabungkan ciri-ciri pensekuritan kredit yang Islamik. Pendekatan RAM terhadap penarafan sukuk dapat dikelaskan sebagaimana berikut:

#### 1. Penarafan *asset-backed* dan *structured-financed*

Metod ini digunakan sekiranya transaksi Sukuk merangkumi unsur-unsur pensekuritan yang asasi, yang dibentuk mempunyai profil risiko kredit yang ditentukan oleh keadaan aset dan pelabur mempunyai kepemilikan atas aset dan kebolehdarab (*realisable*) sekuriti atas aset tersebut.

#### 2. Penarafan *asset-based*

Jika pelabur tidak mempunyai *realisable* sekuriti atas aset tersebut, atau aset tersebut diajukan untuk tujuan syariah berbanding untuk menjadi sumber keuntungan dan pembayaran modal, justeru penilaian risiko kredit akan dibuat terhadap penerbit dengan kewajipan tuntutan atas Sukuk.

#### 3. Penarafan Korporat

Kualiti kredit penerbit (*obligor*) korporat menjadi pemacu utama yang akan mempengaruhi risiko kredit Sukuk, dengan hasil akhir penilaian bergantung kepada ranking sukuk yang berhubungan dengan obligasi-obligasi sedia ada yang dipunyai penerbit.

Manakala, MARC pula secara sedar telah membezakan bukan sekadar kaedah penarafannya, malah mempunyai set penarafan berbeza antara produk sukuk dan produk bon konvensional. Malah, MARC mempunyai panel penasihat syariahnya yang tersendiri bagi melakukan semakan atas penarafan dan penilaian yang dibuat berdasarkan metodologinya yang tersendiri.

Selain itu, MARC juga telah menyenaraikan komponen analitikal dalam penarafan transaksi sukuk seperti berikut:

#### 1. Analisis struktur asas Sukuk

Kerangka analisis dan kaedah penarafan yang sesuai akan ditentukan untuk menilai Sukuk di mana Sukuk itu distrukturkan untuk mencapai aliran melalui penarafan entiti berdaulat, awam atau swasta tertentu yang beroperasi dalam sektor kewangan atau bukan kewangan, MARC akan menetapkan penarafan mengikut profil kredit masing-masing, menggunakan sektor yang berkaitan - metodologi spesifik di mana kriteria khusus wujud.

Sebagai contoh, metodologi kewangan berstruktur akan digunakan di mana instrumen berstruktur sebagai transaksi yang disokong aset. Penarafan yang diberikan akan mencerminkan prestasi aset yang terjejas, ciri-ciri struktur transaksi (termasuk sebarang subordinasi yang disediakan oleh lebih banyak tranche ke peringkat senior) dan peningkatan kredit, jika berkenaan.

Sekiranya sukuk berstruktur sebagai sukuk kewangan projek terhad atau tidak, sukuk penilaian akan didorong oleh kualiti projek. Dalam keadaan di mana aset diletakkan dalam struktur sukuk terutamanya untuk memudahkan keperluan Syariah, kualiti aset pendasar tidak akan menjadi pertimbangan utama.

#### 1. Penilaian terhadap pihak-pihak transaksi utama

Peranan yang dimainkan oleh pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi seperti pemula/peminjam, pemajak/peminjam, penjamin dan kontraktor dinilai bersama dengan kualiti kredit mereka masing-masing, dan kemampuan mereka untuk memainkan peranan mereka dan implikasi yang sepadan dengan profil risiko Sukuk. Kualiti kredit masing-masing dianggap sebagai pemangkin penting penarafan Sukuk yang dikeluarkan.

#### 2. Analisis aliran tunai dan aset

Analisis ini adalah pemacu terpenting dalam penarafan yang dibuat terhadap Sukuk berasaskan 'asset-backed' dan projek 'non & limited recourse'. Penilaian akan memfokus kepada entiti perniagaan dan profil risiko kewangan yang menjadi faktor kepada persekitaran operasinya, trend industry, saiz pasaran, dasar kewangan dan lain-lain.

#### 3. Penilaian terhadap pengukuhan kredit dan perlindungan berstruktur

Aspek pengukuhan kredit dalaman seperti akaun rizab, dan nilai kolateral' dinilai di samping sokongan kredit luaran yang akan disediakan oleh originator atau peminjam atau oleh penjamin pihak ketiga.

#### 4. Analisis Perundangan

Kesempurnaan kepentingan undang-undang dalam aset pendasar dan penebatan aset dari insolvensi atau penyusunan semula originator / penjual adalah penting bukan hanya dalam konteks pensekuritian tetapi juga dari perspektif pembiayaan yang dijamin.

#### (iii) Jam Penarafan (Rating Watch)

Selepas penarafan diterbitkan, kebiasaannya setiap agensi penarafan kredit akan melakukan pengawasan dan pemantauan ke atas kualiti kredit entiti atau instrumen Sukuk secara berterusan. Ini adalah penting untuk memberi isyarat atau tanda awal kepada perubahan dalam penarafan yang diterbitkan akibat berlakunya perubahan dalam Sukuk atau persekitaran perniagaan dan faktor-faktor lain yang boleh mempengaruhi kualiti kredit Sukuk.

Oleh itu, jam penarafan digunakan bagi penilaian jangka pendek oleh agensi penarafan kredit dan ianya disediakan sebagai medium penyampai maklumat yang boleh dipantau oleh semua masyarakat pelabur.

Hasil tinjauan ke atas jam penarafan yang disediakan oleh kedua-dua agensi penarafan kredit tempatan iaitu RAM dan March, didapati bahawa kaedah dan pelaksanaan jam penarafan adalah tidak jauh

berbeza dari segi objektifnya untuk memberi perhatian kepada pelabur untuk sebarang kemungkinan dalam penarafan yang telah diterbitkan. Berikut adalah analisa perbandingan di antara RAM dan MARCH (Rajah 2).

Rajah 2: Jam Penarafan

Jam Penarafan (Rating Watch)	
RAM	MARCH
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dikenali sebagai “Rating Watch”</li> <li>➤ Penunjuk yang digunakan untuk memberi perhatian kepada pelabur untuk kemungkinan perubahan dalam penarafan jangka panjang dan jangka pendek yang diberikan oleh RAM Ratings.</li> <li>➤ Pandangan jangka pendek iaitu ‘positif’ bermaksud penarafan mungkin dinaikkan, ‘negatif’ bermaksud kemungkinan penarafan diturunkan, dan ‘membangun’ bermaksud peristiwa masa depan yang tidak begitu jelas bahawa penarafan sama ada boleh dinaikkan, diturunkan atau ditegaskan semula.</li> <li>➤ Tumpuan kepada peristiwa yang dapat dikenal pasti dan trend jangka pendek (cth. Penggabungan, pengambilalihan, perubahan peraturan, perkembangan operasi) yang dapat mengubah kualiti kredit asas entiti atau isu yang dinilai.</li> <li>➤ Lazimnya, penyempurnaan atau jangkamasa jam penarafan adalah 3-6 bulan. Diletakkan pada Watch Rating tidak semestinya bermaksud penarafan sedia ada akan berubah tetapi ia hanya bermakna penarafan itu berada di bawah penilaian khas oleh RAM Ratings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dikenali sebagai “MARCWatch”</li> <li>➤ Penunjuk untuk memberi isyarat peningkatan kemungkinan perubahan rating apabila maklumat tambahan diperlukan untuk mengambil tindakan penarafan.</li> <li>➤ Pandangan jangka pendek iaitu ‘positif’ bermaksud penarafan mungkin dinaikkan, ‘negatif’ bermaksud kemungkinan penarafan diturunkan, dan ‘membangun’ bermaksud peristiwa masa depan yang tidak begitu jelas bahawa penarafan sama ada boleh dinaikkan, diturunkan atau ditegaskan semula.</li> <li>➤ Tumpuan kepada peristiwa seperti penggabungan, pengambilalihan, pelupusan utama, perkembangan pengawalseliaan atau perkembangan operasi yang tidak dijangka termasuklah apabila terdapat sisihan material dari trend yang diharapkan yang boleh mengakibatkan perubahan mendadak dalam kepercayaan kredit.</li> <li>➤ Lazimnya, penyempurnaan atau jangkamasa jam penarafan adalah 90 hari (3 bulan), bagaimanapun, jam MARC ini boleh dilanjutkan melebihi 90 hari sehingga peristiwa atau pembangunan yang tercetus diselesaikan.</li> </ul>

(iv) Tinjauan Penarafan (Rating Outlook)

Sama seperti perbincangan sebelum ini tentang ‘jam penarafan’, pengawasan dan pemantauan ke atas kualiti kredit entiti atau instrumen Sukuk secara berterusan adalah amalan setiap agensi penarafan kredit. Isyarat atau tanda awal kepada perubahan dalam penarafan yang diterbitkan akibat berlakunya perubahan dalam Sukuk atau persekitaran perniagaan dan faktor-faktor lain yang boleh

mempengaruhi kualiti kredit Sukuk akan diberikan melalui laporan komunikasi yang dipanggil ‘tinjauan penarafan’ (rating outlook). Laporan ini digunakan bagi penilaian jangka panjang oleh agensi penarafan kredit sebagai medium penyampai maklumat yang boleh dipantau oleh semua masyarakat pelabur.

Hasil tinjauan ke atas ‘tinjauan penarafan’ (Rajah 3) yang disediakan oleh kedua-dua agensi penarafan kredit tempatan iaitu RAM dan March, didapati bahawa kaedah dan pelaksanaan tinjauan adalah tidak jauh berbeza dari segi objektifnya untuk memberi perhatian kepada pelabur untuk sebarang kemungkinan dalam penarafan yang telah diterbitkan.

Namun begitu, terdapat sedikit perbezaan bagi pandangan yang diberikan dan juga garisma tinjauan penarafan. Terdapat 3 jenis pandangan tinjauan penarafan diberikan oleh RAM iaitu positif, negatif dan stabil perbezaan tetapi MARC memberikan 4 jenis pandangan tinjauan iaitu positif, negatif, stabil dan membangun. Ini menunjukkan pandangan MARC lebih terperinci berbanding RAM dari segi definisi tinjauan penarafan dalam jangka masa yang panjang. Selain itu, garisma tinjauan penarafan oleh RAM ada diuraikan iaitu antara 6 hingga 24 bulan tetapi tiada jangkamasa dinyatakan oleh pihak MARC (laman sesawang). Berikut adalah analisa lanjut akan perbandingan di antara RAM dan MARCH bagi tinjauan penarafan.

Rajah 3: Tinjauan Penarafan

Tinjauan Penarafan (Rating Outlook)	
RAM	MARC
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dikenali sebagai “Rating Outlook”</li> <li>➤ Pertimbangan RAM Ratings terhadap perubahan tertentu dalam keadaan, keadaan ekonomi dan / atau persekitaran operasi yang dapat mengubah kualiti kredit asas entiti atau isu diberi nilai dalam tempoh masa (tetapi dengan implikasi segera yang kurang, berbanding dengan peristiwa dalam jam penarafan).</li> <li>➤ Pandangan jangka pertengahan iaitu ‘positif’ bermaksud penarafan mungkin dinaikkan, ‘negatif’ bermaksud kemungkinan penarafan diturunkan, dan ‘stabil’ bermaksud penarafan dijangka kekal tidak berubah sepanjang tempoh pertengahan.</li> <li>➤ Sebagai panduan am, tinjauan penarafan merangkumi garisma 6 hingga 24 bulan.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dikenali sebagai “Rating Outlook”</li> <li>➤ untuk memberi gambaran tentang potensi perubahan penarafan dan kemungkinan perubahan tersebut. Berbanding dengan penempatan MARCWatch, pandangan mempunyai masa yang lebih panjang, iaitu sehingga dua tahun, dan menggabungkan trend dan / atau risiko yang mempengaruhi prognosis penarafan jangka panjang penerbit atau terbitan.</li> <li>➤ Pandangan jangka pertengahan iaitu ‘positif’ bermaksud penarafan mungkin dinaikkan, ‘negatif’ bermaksud kemungkinan penarafan diturunkan, ‘stabil’ bermaksud penarafan dijangka kekal tidak berubah dalam tahun depan dan “membangun” bermaksud boleh dinaikkan, diturunkan atau dikekalkan dalam tempoh 1-2 tahun.</li> </ul>

(v) Jenis & Simbol Penarafan

"Penarafan kredit" atau "penarafan" merujuk kepada penilaian atau penentuan oleh agensi penarafan kredit mengenai kepercayaan kredit dari suatu entiti atau kewajiban, dan ianya dinyatakan menggunakan sistem peringkat yang telah ditetapkan serta menggunakan simbol supaya mudah difahami. Ia juga mencerminkan keupayaan dan kesediaan keseluruhan penerbit untuk memenuhi obligasi kewangan dalam sukuk berasaskan hutang tertentu secara penuh dan tepat pada masanya, dengan mengambil kira terma dan syarat yang dinyatakan.

Hasil pemerhatian ke atas penarafan dan simbol penarafan untuk Sukuk oleh RAM dan MARC jelas menunjukkan terdapat perbezaan yang ketara. Di bawah RAM, terdapat 2 jenis Sukuk yang dinilai untuk penarafan iaitu (i) Sukuk Asas-Hutang dan (ii) Sukuk Asas-Perkongsian. Kedua-dua jenis Sukuk ini kemudiannya dikelaskan mengikut 3 kategori iaitu Kebangsaan, ASEAN dan global. Setiap kategori ini juga mempunyai simbol penarafan kredit Sukuk yang berbeza di mana ianya mempunyai tanda kategori. Walau bagaimanapun, simbol penarafan yang digunapakai secara dasarnya bagi Sukuk jangka panjang adalah simbol abjad "AAA" kepada "D" (dari nilai paling tinggi kepada nilai paling rendah) dan bagi Sukuk jangka pendek, simbolnya bernombor iaitu "P1" kepada "D" (dari nilai paling tinggi kepada nilai paling rendah).

Manakala, di bawah MARC pula, penarafan Sukuk tidak dikategorikan mengikut jenis atau konsep Sukuk tetapi ia hanya dikategorikan berdasarkan jangkamasa sahaja iaitu (i) penarafan jangka panjang dan (ii) penarafan jangka pendek. Simbol penarafan yang digunapakai secara dasarnya bagi Sukuk jangka panjang juga adalah simbol abjad "AAA" kepada "D" (dari nilai paling tinggi kepada nilai paling rendah) seperti RAM dan bagi Sukuk jangka pendek, simbolnya juga bernombor iaitu "MARC-1" kepada "D" (dari nilai paling tinggi kepada nilai paling rendah).

Penarafan dilakukan melalui analisis nisbah kewangan dan analisis aliran tunai dengan melihat kepada keupayaan syarikat untuk memenuhi tanggungjawab tertentu dalam bon. Selain itu, faktor lain akan menyebabkan kesan positif ke atas penarafan sukuk. Contohnya, tahap pembiayaan dengan ekuiti, pengendalian yang menguntungkan, tahap rendah pemboleh ubah dalam pulangan terdahulu dan saiz syarikat. Penilaian yang diberikan ke atas sukuk akan mempengaruhi pulangan yang diperlukan oleh pelabur. Semakin rendah penarafan sukuk, semakin tinggi kadar pulangan yang dikehendaki oleh bon dan begitu juga sebaliknya. Oleh itu, pengurus kewangan harus berjaga-jaga dengan penarafan yang diberikan kerana ia akan memberi kesan ke atas kadar pulangan yang harus dibayar kepada pelabur. Rajah 4 menunjukkan perbandingan jenis dan simbol penarafan antara RAM dan MARC.

### **Kesimpulan: Cadangan dan Implikasi Dasar**

Secara keseluruhannya, hasil kajian secara perbandingan ke atas penarafan kredit Sukuk oleh dua agensi penarafan kredit tempatan di Malaysia dengan merujuk kepada RAM dan MARC, telah menunjukkan bahawa wujudnya beberapa perbezaan dalam penentuan penarafan Sukuk. Ianya berdasarkan kepada lima elemen perbandingan yang telah dibincangkan di bahagian empat kertas kajian ini iaitu (i) Proses penarafan, (ii) Metodologi penarafan, (iii) Jam penarafan, (iv) Tinjauan penarafan dan (v) Jenis dan simbol penarafan. Namun perbezaan ini tidak mempengaruhi kualiti penarafan Sukuk kerana kedua-dua agensi ini adalah agensi penarafan kredit yang berprestasi tinggi yang mematuhi standard piawaian dan peraturan yang telah ditetapkan oleh pengawalselia dalam negara seperti Suruhanjaya Sekuriti Malaysia.



Rajah 4: Jenis & Simbol Penarafan

Jenis / Simbol Penarafan (Rating Symbols)											
RAM	MARC										
<p>➤ Penarafan berdasarkan 2 jenis Sukuk :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Sukuk Asas-Hutang</li> <li>2. Sukuk Asas-Perkongsian</li> </ol> <p>➤ Simbol Penarafan :</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Kategori</th> <th>Simbol</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>• Terbitan Kebangsaan</td> <td>Jangka-panjang : AAA-D Jangka-pendek : P1-D</td> </tr> <tr> <td>• Terbitan ASEAN</td> <td>Jangka-panjang : <sub>sea</sub>AAA-<sub>sea</sub>D Jangka-pendek : <sub>sea</sub>P1-<sub>sea</sub>D</td> </tr> <tr> <td>• Terbitan Global</td> <td>Jangka-panjang : <sub>g</sub>AAA-<sub>g</sub>D Jangka-pendek : <sub>g</sub>P1-<sub>g</sub>D</td> </tr> </tbody> </table>	Kategori	Simbol	• Terbitan Kebangsaan	Jangka-panjang : AAA-D Jangka-pendek : P1-D	• Terbitan ASEAN	Jangka-panjang : <sub>sea</sub> AAA- <sub>sea</sub> D Jangka-pendek : <sub>sea</sub> P1- <sub>sea</sub> D	• Terbitan Global	Jangka-panjang : <sub>g</sub> AAA- <sub>g</sub> D Jangka-pendek : <sub>g</sub> P1- <sub>g</sub> D	<p>➤ Penarafan berdasarkan 2 jenis Sukuk :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Jangka Panjang</li> <li>2. Jangka Pendek</li> </ol> <p>➤ Simbol Penarafan :</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Simbol</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Jangka-panjang : AAA<sub>IS</sub>-D<sub>IS</sub> Jangka-pendek : MARC-1<sub>IS</sub>-D<sub>IS</sub></td> </tr> </tbody> </table>	Simbol	Jangka-panjang : AAA <sub>IS</sub> -D <sub>IS</sub> Jangka-pendek : MARC-1 <sub>IS</sub> -D <sub>IS</sub>
Kategori	Simbol										
• Terbitan Kebangsaan	Jangka-panjang : AAA-D Jangka-pendek : P1-D										
• Terbitan ASEAN	Jangka-panjang : <sub>sea</sub> AAA- <sub>sea</sub> D Jangka-pendek : <sub>sea</sub> P1- <sub>sea</sub> D										
• Terbitan Global	Jangka-panjang : <sub>g</sub> AAA- <sub>g</sub> D Jangka-pendek : <sub>g</sub> P1- <sub>g</sub> D										
Simbol											
Jangka-panjang : AAA <sub>IS</sub> -D <sub>IS</sub> Jangka-pendek : MARC-1 <sub>IS</sub> -D <sub>IS</sub>											

Selain daripada itu juga, dapatan penelitian ini juga mengesahkan bahawa dua agensi penarafan kredit Malaysia ini yang memberikan penarafan Sukuk adalah mematuhi prinsip Syariah dalam prosedur dan metodologi penarafannya. Walau bagaimanapun, dicadangkan agar pihak RAM untuk menubuhkan satu panel penasihat Syariahnya yang tersendiri sebagaimana yang dilakukan oleh MARC di samping tidak berkompromi dengan prosedur dan metodologi penarafan yang menumpu kepada risiko kredit dan kualiti jenis pelaburan patuh-syariah.

Saranan ini penting memandangkan pasaran Sukuk di Malaysia akan terus dikembang-majukan, kerana Malaysia bukan sahaja antara pelopor kepada perbankan Islam dan produk kewangan patuh Syariah di dunia, tetapi juga terus berusaha melalui promulgasi peraturan dan penggubalan dasarnya, untuk memastikan perjalanan institusi berkaitan pasaran modal Islam serta mekanisme pelaksanaannya terus utuh dalam prinsip kepatuhan Syariah diperingkat pasaran global.

## Rujukan

AAOIFI (2008). Investment Islamic Bonds (Shari'ah Standard No. 18), Manama: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). <http://www.aaoifi.com>.

Ashhari, Z. M., Chun, L. S., & Nassir, A. M. (2009). Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4. Issue 6.

Dzubaidah Bt. Zainal Abidin & S. Shahida (2013). Sukuk "Asset-Based" Berbanding Sukuk "Asset-Backed": Kes Kemungkinan Sukuk, *Prosiding PERKEM VIII*, Jilid 2 (2013) 574 – 585. ISSN: 2231-962X.

Engku Rabiah Adawiyah. (2010). Sukuk Challenge: Default Events and the Restructuring of Sukuk. *KLIFF 2010*, 3-4 August 2010 Kuala Lumpur.

F.J. Fabozzi (2000). *Bond Market, Analysis and Strategies*. USA: Prentice Hall

Malaysia Rating Corporation Berhad. (2015). *Rating Malaysian States Government: MARC Rating Methodology*. Februari 2015.

Malaysian Debt Securities and Sukuk Market (2009). "A Guide for Issuer and Investor", A joint Publication by Central Bank of Malaysia and Securities Commission Malaysia 2009.

Meor Amri Meor Ayob. (2012). *Islamic Interbank Benchmark Rate, Credit Curves and Sukuk Pricing. Kertas kerja Islamic Bonds (Sukuk) Outlook Conference. Asian Strategy and Leadership Institute, 25-26 April 2012*. Kuala Lumpur.

Mohamad, N.E.A., & Mohd Saad, N. (2012). *Sukuk in Malaysian Capital Market. Prosiding 3rd International Conference on Business and Economic Research (3rd ICBER 2012)*. March 2012. Golden Flower Hotel, Bandung, Indonesia.

Mohammad Hashim Kamali, A.K. Abdullah (ed.) (2014). *Islamic Finance: Issues in Sukuk and Proposals for Reform*. Kuala Lumpur: IAIS. Mohd. Nazri bin Chik (2012). *Sukuk: Shariah Guidelines for Islamic Bonds. Islamic Banking Operations and Regulatory Framework Workshop*. Centre for Banking Studies, Central Bank of Sri Lanka. 24-26 Januari 2012. Colombo, Sri Lanka.

Nor Balkish Zakaria, Mohamad Azwan Md Isa, & Rabiatul Alawiyah Zainal Abidin (2012), "The Construct of Sukuk, Rating and Default Risk", *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science 2012 (ICIBSoS 2012)*. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 65 (2012).

Nursilah Ahmad & Syazwani Abd Rahim (2014). *Investigating Stock Market Reactions on Sukuk Issuance Based on Ratings. Prosiding 4th International Conference on Business And Economic Research (4th Icbcr 2013)*. March 2013. Golden Flower Hotel, Bandung, Indonesia. ISBN: 978-967-5705-10-6.

Nurul Aini Muhamed & Rafisah Mat Radzi. (2011). *Implication of Sukuk Structuring: The Comparison on the Structure of Asset Based and Asset Backed: Ijarah Sukuk. Proceeding of the 2nd International Conference on Business and Economics Research (2nd ICBER 2011): 2444 – 2460*.

RAM Ratings Services Berhad. (2010). *Sukuk Focus* .1-33. <http://www.scribd.com/doc/31905503/Sukuk-Focus-May-2010>. (10 Mac 2013).

Standard and Poor's Rating Services (2015). *Rating Direct, General Criteria: Methodology for Rating Sukuk*. (19 Januari 2015). [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect).

Wan Abdul Rahim (2005). *The Challenge of Securitization for Islamic Financial Institutions. Bengkel Islamic Bonds, Sukuk & Securitization*. 06-07 September 2005, Suruhanjaya Sekuriti Kuala Lumpur.

Wilson R. (2008). *Innovation in the Structuring of Islamic Sukuk Securities. Humanomics*, 24 (3), 170-181.