

KONSEP *CALLABLE* PADA SUKUK NEGARA SR023T3: ANALISIS KESESUAIANNYA DENGAN FATWA DSN-MUI NO. 137 TAHUN 2020 TENTANG SUKUK SERTA KEPASTIAN DAN PERLINDUNGAN HUKUM BAGI INVESTOR

M. Rifal Fajar Al Muzaky*

Fakultas Syariah dan Hukum, UIN Sunan Gunung Djati Bandung, Indonesia
e-mail: rifalfajar63@gmail.com

Sumiati

Fakultas Syariah dan Hukum, UIN Sunan Gunung Djati Bandung, Indonesia
e-mail: sumiati@uinsgd.ac.id

Nasrudin

Fakultas Syariah dan Hukum, UIN Sunan Gunung Djati Bandung, Indonesia
e-mail: anazhaitami@uinsgd.ac.id

*correspondence: rifalfajar63@gmail.com

ABSTRACT

Purpose – This study aims to analyse the concept of ‘callable’ in the SR023T3 Government Sukuk, its compliance with DSN-MUI Fatwa No. 137 of 2020 on Sukuk, and the legal certainty and protection afforded to investors. This study is important for providing a legal basis to ensure clarity regarding pricing, buy-back mechanisms and transparency of information, so that the implementation of callable sukuk can proceed in accordance with Sharia principles and support the creation of healthy, fair and sustainable investment.

Methods – This study employs a normative legal approach using descriptive-analytical methods through a literature review. An interdisciplinary approach is adopted by integrating perspectives from Islamic economic law with the theory of legal certainty and investor protection. Data comprising primary, secondary and tertiary legal sources were analysed qualitatively to examine the compatibility of the ‘callable’ concept in the SR023T3 Government Sukuk with DSN-MUI Fatwa No. 137 of 2020, as well as legal certainty and protection for investors.

Findings – The research found that the call option in SR023T3 is normatively valid as it is based on an agreement between the parties and the legitimacy of legislation. However, its implementation is not yet fully in line with DSN-MUI Fatwa No. 137 of 2020. Price uncertainty arising from the use of market prices, coupled with the lack of specificity regarding the buyback mechanism in the Information Memorandum, gives rise to asymmetric information and an imbalance in the parties’ positions. These conditions have the potential to encourage speculation and cause dharar and zhulm for investors. Thus, the issue with the callable feature lies not in the authority to carry out a buyback prior to maturity, but rather in the lack of optimal price certainty and transparency regarding the mechanism as an instrument for investor protection.

Research contribution/limitations – This study contributes to the development of research on Islamic economic law in the context of the issuance of government sukuk by

offering a contextual and practical normative legal framework. However, this study has not yet been able to empirically measure its impact on investors or secondary market conditions.

Originality/value – This study integrates Sharia principles in fatwas with the concept of repurchasing government sukuk before maturity, thereby fostering a healthy, fair, and sustainable Sharia financial system.

Keywords: *Callable Sukuk; DSN-MUI Fatwa; Investor Protection; Sovereign Sukuk; Sharia Economic Law.*

ABSTRAK

Tujuan - Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis konsep callable dalam Sukuk Negara SR023T3, kesesuaiannya dengan Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020 tentang Sukuk, serta kepastian dan perlindungan hukum bagi investor. Penelitian ini penting untuk memberikan landasan yuridis dalam memastikan kejelasan harga, mekanisme pembelian kembali, dan keterbukaan informasi, sehingga penerapan callable sukuk dapat berjalan sesuai prinsip syariah serta mendukung terciptanya investasi yang sehat, adil, dan berkelanjutan.

Metode - Penelitian ini menggunakan pendekatan yuridis normatif dengan metode deskriptif-analitis melalui studi kepustakaan. Pendekatan interdisipliner digunakan dengan mengintegrasikan perspektif hukum ekonomi syariah dan teori kepastian serta perlindungan hukum investor. Data berupa bahan hukum primer, sekunder, dan tersier dianalisis secara kualitatif untuk mengkaji kesesuaian konsep callable pada Sukuk Negara SR023T3 dengan Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020 serta kepastian dan perlindungan hukum bagi investor.

Temuan - Penelitian menemukan bahwa callable pada SR023T3 secara normatif sah karena didasarkan pada kesepakatan para pihak dan legitimasi peraturan perundang-undangan. Namun, implementasinya belum sepenuhnya selaras dengan Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020. Ketidakpastian harga akibat penggunaan harga pasar serta tidak spesifiknya mekanisme pembelian kembali dalam Memorandum Informasi menimbulkan asymmetric information dan ketidakseimbangan posisi para pihak. Kondisi tersebut berpotensi mendorong spekulasi serta menimbulkan dharar dan zhulm bagi investor. Dengan demikian, persoalan callable terletak bukan pada kewenangan buyback sebelum jatuh tempo, melainkan pada belum optimalnya kepastian harga dan keterbukaan mekanisme sebagai instrumen perlindungan investor.

Kontribusi/keterbatasan penelitian – Penelitian ini berkontribusi dalam pengembangan kajian hukum ekonomi syariah dalam konteks penerapan Sukuk Negara dengan menawarkan kerangka analisis yuridis normatif yang kontekstual dan aplikatif. Namun, penelitian ini belum mampu mengukur secara empiris dampaknya terhadap pelaku investasi atau kondisi pasar sekunder.

Keaslian/nilai – Penelitian ini mengintegrasikan nilai-nilai syariah dalam fatwa dengan konsep pembelian kembali sukuk negara sebelum jatuh tempo sehingga mampu menciptakan sistem keuangan syariah yang sehat, adil, dan berkelanjutan.

Kata kunci: *Callable Sukuk; Fatwa DSN-MUI; Hukum Ekonomi Syariah; Sukuk Negara; Perlindungan Investor.*

INTRODUCTION

Sukuk merupakan salah satu instrumen keuangan syariah yang berkembang sebagai alternatif pembiayaan dan investasi. Dalam perkembangannya, sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dari obligasi konvensional karena struktur dan kontraknya harus memperhatikan prinsip-prinsip syariah (Ahmed, 2014; Hasan et al., 2019). Perbedaan tersebut membuat struktur akad, mekanisme transaksi, risiko, dan kepastian hak investor menjadi bagian penting dalam penerbitan sukuk, yang secara fundamental membedakan profil imbal hasil sukuk dengan instrumen utang konvensional di pasar global (Alam et al., 2013; Cakir & Raei, 2007). Razak et al. (2019) menunjukkan bahwa kontrak, struktur, dan mekanisme pricing merupakan unsur yang menentukan karakteristik sukuk.

Perkembangan tersebut juga terlihat pada SBSN yang tidak hanya digunakan sebagai instrumen pembiayaan negara, tetapi telah menjadi salah satu alternatif investasi bagi masyarakat. Salah satunya adalah Sukuk Negara Ritel yang ditujukan kepada investor individu (Sukmana, 2020). Pada tahun 2025, pemerintah menerbitkan Sukuk Ritel seri SR023 yang terdiri atas SR023T3 dengan tenor tiga tahun dan SR023T5 dengan tenor lima tahun. Penerbitan tersebut berhasil menghimpun Rp18,728 triliun dan melibatkan 43.160 investor (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, 2025). Data tersebut menunjukkan bahwa Sukuk Ritel telah memiliki basis investor yang cukup luas dalam pasar keuangan syariah Indonesia.

SR023T3 diterbitkan dengan akad *Ijarah Asset to be Leased*, menggunakan *underlying asset* berupa Barang Milik Negara dan proyek APBN, dengan tanggal jatuh tempo 10 Oktober 2028. Instrumen ini menawarkan imbalan tetap sebesar 5,80% per tahun dan dapat diperdagangkan di pasar sekunder (Memorandum Informasi Sukuk Negara Ritel Seri SR023T3, 2025). Namun, di balik karakteristik tersebut terdapat klausul yang menarik untuk dikaji, yaitu *callable*. Dalam Memorandum Informasi SR023T3 disebutkan bahwa pemerintah diperkenankan melakukan pembelian kembali sebagian atau seluruh SR023T3 sebelum jatuh tempo pada tingkat harga pasar.

Keberadaan *callable* menimbulkan persoalan karena investor pada dasarnya membeli instrumen dengan jangka waktu tertentu, tetapi pemerintah memiliki hak untuk mengakhiri investasi tersebut sebelum jatuh tempo melalui mekanisme pembelian kembali. Dalam literatur keuangan, *callable bonds* berkaitan dengan reinvestment risk dan konsekuensi ekonomi bagi investor ketika penerbit menggunakan hak *call*-nya (Tewari et al., 2015). Becker et al. (2024) juga menunjukkan bahwa karakteristik *callable bonds* berkaitan dengan risiko kredit, *debt overhang*, dan siklus hidup instrumen. Padahal, fitur *callable* dalam keuangan Islam membawa implikasi kompleks terkait asimetri informasi dan nilai risiko yang membutuhkan tinjauan kehati-hatian syariah secara lebih spesifik (Diaw & Bacha, 2018; Naifar & Hammoudeh, 2016). Dengan demikian, *callable* bukan hanya persoalan teknis pembelian kembali, tetapi juga menyangkut posisi dan risiko investor..

Persoalan tersebut semakin penting karena sukuk tidak terlepas dari kebutuhan terhadap informasi yang memadai. Qizam & Fong (2019) menemukan bahwa kualitas pengungkapan keuangan berpengaruh terhadap penilaian sukuk, sedangkan Khoo & Klein (2025) menunjukkan adanya hubungan antara peringkat Islamic bonds dan harga risiko yang ditanggung investor. Informasi asimetri di pasar sukuk pada gilirannya dapat memicu distorsi harga jika struktur dan ketentuan penarikan tidak transparan (Zulkhibri, 2015). Temuan tersebut memperlihatkan bahwa informasi mengenai karakteristik dan risiko instrumen merupakan bagian penting dalam keputusan investasi. Dalam SR023T3, informasi mengenai *callable* karena itu tidak cukup hanya menunjukkan adanya hak pemerintah untuk melakukan pembelian kembali, tetapi juga perlu memberikan kejelasan mengenai harga dan mekanisme pelaksanaannya.

Dari sisi hukum positif, pembelian kembali SBSN sebelum jatuh tempo telah memperoleh dasar melalui Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang SBSN. Pasal 18 ayat (2)

huruf e memberikan kewenangan kepada Menteri untuk melakukan pembelian kembali SBSN sebelum jatuh tempo sepanjang diatur dalam akad. Pengaturan tersebut kemudian diperkuat melalui Peraturan Menteri Keuangan Nomor 59 Tahun 2025. Dengan demikian, persoalan *callable* dalam SR023T3 bukan semata-mata mengenai ada atau tidaknya kewenangan pemerintah untuk melakukan buyback. Persoalan yang lebih penting adalah apakah kewenangan tersebut telah dirumuskan secara jelas dan memberikan informasi yang cukup kepada investor mengenai konsekuensi dari pembelian kembali sebelum jatuh tempo.

Persoalan tersebut juga perlu dilihat dari perspektif syariah. Fatwa DSN-MUI Nomor 137 Tahun 2020 tentang Sukuk mengatur karakteristik, akad, aset yang mendasari, jangka waktu, serta batasan syariah dalam penerbitan sukuk. Salah satu prinsip yang ditekankan adalah terhindarnya transaksi dari *gharar*, *dharar*, dan *zhulm*. Karena itu, legalitas *callable* berdasarkan hukum positif belum cukup untuk menentukan kesesuaiannya dengan prinsip syariah. Kejelasan harga, mekanisme pembelian kembali, dan keterbukaan informasi tetap perlu diperhatikan agar pelaksanaan *callable* tidak menimbulkan ketidakpastian yang merugikan investor.

Kajian mengenai sukuk selama ini telah banyak membahas struktur akad, risiko, pengungkapan informasi, dan karakteristik pasar sukuk (Hasan et al., 2019; Qizam & Fong, 2019; Razak et al., 2019). Di sisi lain, kajian mengenai *callable* lebih banyak berkembang dalam literatur keuangan konvensional, terutama berkaitan dengan harga, *yield*, dan *reinvestment risk* (Becker et al., 2024; Tewari et al., 2015). Penelitian yang secara khusus menghubungkan *callable* pada Sukuk Negara Ritel Indonesia dengan Fatwa DSN-MUI Nomor 137 Tahun 2020, terutama dari sisi kepastian dan perlindungan hukum investor, masih terbatas. Di sinilah posisi penelitian ini.

Penelitian ini berangkat dari pandangan bahwa keberadaan *callable* tidak serta-merta bertentangan dengan prinsip syariah hanya karena memungkinkan berakhirnya sukuk sebelum tanggal jatuh tempo. Penilaiannya perlu melihat keseluruhan struktur akad, dasar hukum pembelian kembali, kejelasan harga, mekanisme pembelian kembali, keterbukaan informasi, serta dampaknya terhadap hak ekonomi investor. Dengan cara pandang tersebut, persoalan *callable* tidak berhenti pada pertanyaan boleh atau tidak boleh, tetapi juga menyangkut apakah pelaksanaannya telah memberikan kepastian dan perlindungan yang memadai bagi investor. Kerangka ini sekaligus mempertemukan perspektif hukum ekonomi syariah dengan teori kepastian hukum dan perlindungan hukum investor, sebagaimana telah dirumuskan dalam naskah awal Anda.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis konsep *callable* dalam Sukuk Negara Ritel SR023T3, menguji kesesuaiannya dengan prinsip syariah berdasarkan Fatwa DSN-MUI Nomor 137 Tahun 2020 tentang Sukuk, serta menganalisis kepastian dan perlindungan hukum bagi investor dalam pelaksanaan pembelian kembali sukuk sebelum jatuh tempo. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis bagi pengembangan hukum ekonomi syariah, khususnya dalam merespons inovasi instrumen keuangan syariah, sekaligus memberikan kontribusi praktis bagi penguatan desain dan mekanisme Sukuk

Negara agar tetap memenuhi prinsip syariah, transparansi, keadilan, kepastian hukum, dan perlindungan terhadap investor.

Method

Penelitian ini merupakan penelitian hukum normatif dengan metode deskriptif-analitis. Penelitian hukum normatif digunakan untuk mengkaji norma, asas, dan doktrin hukum berdasarkan bahan kepustakaan (Soekanto & Mamudji, 2006). Penelitian menggunakan pendekatan perundang-undangan (*statute approach*), konseptual (*conceptual approach*), dan interdisipliner. Pendekatan perundang-undangan digunakan untuk menelaah ketentuan mengenai SBSN dan *buyback*, sedangkan pendekatan konseptual digunakan untuk menganalisis konsep callable, kepastian hukum, perlindungan investor, dan prinsip hukum ekonomi syariah (Marzuki, 2013). Pendekatan interdisipliner mengintegrasikan perspektif hukum ekonomi syariah, kepastian hukum, dan perlindungan hukum investor.

Subjek kajian berupa norma dan dokumen hukum terkait Sukuk Negara SR023T3, sedangkan objek penelitian adalah konsep callable dan mekanisme pembelian kembali SR023T3 sebelum jatuh tempo. Penelitian dilaksanakan melalui tahapan identifikasi masalah, inventarisasi dan klasifikasi bahan hukum, telaah Memorandum Informasi SR023T3, perbandingan dengan peraturan perundang-undangan dan Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020, interpretasi hukum, serta penyusunan argumentasi dan kesimpulan.

Bahan penelitian terdiri atas bahan hukum primer, sekunder, dan tersier. Bahan hukum primer meliputi UU No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN, PMK No. 59 Tahun 2025, PMK No. 137 Tahun 2020, Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020 tentang Sukuk, dan Memorandum Informasi SR023T3. Bahan sekunder berupa buku, artikel jurnal, hasil penelitian, dan pendapat ahli, sedangkan bahan tersier berupa kamus dan ensiklopedia hukum. Instrumen penelitian berupa pedoman studi dokumen dan matriks analisis bahan hukum. Pengumpulan bahan dilakukan melalui studi kepustakaan dan dokumentasi dengan mengidentifikasi, menyeleksi, dan mengklasifikasikan sumber yang relevan (Soekanto & Mamudji, 2006).

Bahan hukum dianalisis secara kualitatif melalui analisis yuridis-normatif dan interpretasi hukum dengan membandingkan *das sein* berupa mekanisme callable SR023T3 dengan *das sollen* berdasarkan peraturan perundang-undangan, Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020, serta teori kepastian dan perlindungan hukum investor. Analisis difokuskan pada legalitas callable, kesesuaian dengan prinsip syariah, kepastian harga dan mekanisme *buyback*, transparansi, serta potensi *gharar*, *maysir*, *dharar*, dan *zhulm* untuk menghasilkan kesimpulan mengenai kepastian dan perlindungan hukum bagi investor.

RESULTS AND DISCUSSION

Sukuk dalam Sistem Keuangan Islam di Indonesia

Sukuk dapat diartikan sebagai suatu alternatif pembiayaan serta investasi yang mekanismenya sesuai dengan nilai, prinsip, dan hukum Islam. Secara bahasa, asal kata sukuk yaitu dari kata صكَّ (*shakka*) yaitu nama dari sebuah lembaran dokumen yang merepresentasikan kewajiban finansial yang lahir dari aktivitas komersial (Bonang & Sukmana, 2020).

Sedangkan secara terminologi, sukuk yaitu Efek Syariah berbentuk lembaran dokumen yang merepresentasikan kepemilikan atas aset yang menjadi dasar penerbitannya (*ushul al-shukuk*) yang mana batas-batas kepemilikannya (*musya'*) tidak bisa ditentukan (Fatwa No. 137/DSN-MUI/IX/2020 tentang Sukuk, 2020). Sukuk merupakan efek investasi yang berbasis sekuritisasi aset dengan akad pembiayaan (Abdalloh, 2018).

Berbeda dengan obligasi yang menunjukkan hubungan utang antara penerbit dan investor, sukuk tidak hanya mencerminkan hubungan antara penerbit dan investor, tetapi juga oleh jenis akad, aset, serta kegiatan ekonomi yang menjadi dasar penerbitannya (Rafay et al., 2017; Razak et al., 2019; Smaoui et al., 2017). Akad yang digunakan akan menentukan struktur sukuk sekaligus mekanisme pembayaran imbal hasil kepada investor (Razak et al., 2019). Dengan demikian, karakteristik sukuk tidak dapat dilepaskan dari hubungan antara akad, aset yang mendasari, serta hak yang diperoleh investor.

Dalam investasi sukuk, investor pada dasarnya menempatkan dana untuk memperoleh manfaat ekonomi sesuai dengan struktur sukuk yang dimiliki. Bentuk hak yang diterima investor juga bergantung pada akad yang digunakan dalam penerbitan (Safari, 2013). Karena itu, tingkat kepemilikan investor terhadap aset yang mendasari sukuk tidak selalu sama pada setiap struktur. Persoalan mengenai kepemilikan dan penguasaan atas underlying asset bahkan menjadi salah satu isu yang cukup penting dalam pembahasan sukuk, khususnya pada struktur asset-based sukuk (AbdulKareem & Mahmud, 2024).

Instrumen investasi jenis ini cenderung lebih fleksibel dan likuid, namun di sisi lain berpotensi memiliki tingkat spekulasi yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan investasi langsung (Jobst, 2007; Rahmah, 2020). Beberapa jenis sukuk dapat diperdagangkan setelah diterbitkan, tetapi tidak secara otomatis menjadikan seluruh sukuk memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Aktivitas perdagangan di pasar sekunder juga dipengaruhi oleh perilaku investor (Halim & Bacha, 2020). Ahroum et al. (2018) menunjukkan adanya kecenderungan investor untuk mempertahankan sukuk yang dimiliki sampai jatuh tempo sehingga aktivitas perdagangan di pasar sekunder menjadi lebih terbatas. Kondisi tersebut pada akhirnya turut memengaruhi likuiditas pasar sukuk.

Di Indonesia, perkembangan sukuk tidak dapat dipisahkan dari keberadaan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Penerbitan SBSN memperoleh landasan hukum melalui Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Kehadiran undang-undang tersebut memberikan dasar hukum bagi pemerintah untuk menggunakan instrumen berbasis syariah sebagai salah satu sumber pembiayaan negara. Ketentuan mengenai SBSN kemudian diperkuat dengan berbagai peraturan pelaksana, termasuk Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit SBSN.

Dalam perkembangannya, SBSN tidak hanya digunakan sebagai instrumen pembiayaan pemerintah, tetapi juga menjadi salah satu alternatif investasi bagi masyarakat. Salah satu bentuknya adalah Sukuk Ritel yang ditujukan kepada investor individu. Sukmana (2020) menjelaskan bahwa retail *sovereign* sukuk di Indonesia mempunyai peran dalam memperluas partisipasi masyarakat dalam investasi syariah sekaligus mendukung

kebutuhan pembiayaan pemerintah. Karakteristik tersebut membuat Sukuk Ritel memiliki posisi yang cukup penting dalam perkembangan pasar keuangan syariah di Indonesia.

SBSN sendiri memiliki berbagai bentuk dan struktur yang disesuaikan dengan tujuan penerbitan serta akad yang digunakan. Perbedaan struktur tersebut berpengaruh terhadap mekanisme pembayaran dan karakteristik imbal hasil yang diterima investor. Dalam hal ini, struktur akad menjadi salah satu unsur penting karena setiap akad memiliki mekanisme transaksi dan konsekuensi ekonomi yang berbeda (Razak et al., 2019). Oleh sebab itu, pembagian SBSN tidak hanya dapat dilihat berdasarkan jangka waktu maupun denominasi, tetapi juga perlu memperhatikan struktur serta akad yang digunakan. Klasifikasi ini mencerminkan struktur dan karakteristik diversifikasi instrumen SBSN untuk mengakomodasi berbagai kebutuhan investasi dan tujuan pembiayaan (Muawanah et al., 2021).

Sukuk Ritel atau Sukuk Negara Ritel menjadi jenis SBSN yang relatif cukup dikenal oleh masyarakat Indonesia karena merupakan instrumen investasi yang secara khusus diperuntukkan bagi investor individu (Nopijantoro, 2017).). Fenomena ini relevan dengan temuan mengenai signifikansi literasi dan persepsi risiko ritel dalam pasar sekuritisasi syariah (Hassan et al., 2020). Sukuk Ritel memungkinkan investor memperoleh manfaat ekonomi secara langsung dalam bentuk imbal hasil (*yield*), bagi hasil, atau margin, dengan suku bunga tetap (*fixed rate*) sesuai akad yang dipakai (Otoritas Jasa Keuangan, 2024). Imbal hasil yang diterima oleh investor dengan skema *fixed rate* bersifat tetap dan tidak berubah dari awal sampai akhir akad dan tidak terpengaruh oleh fluktuasi suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia (Purwowidhu, 2024). Menurut Sukmana (2020), keberadaan retail sovereign sukuk di Indonesia memberikan alternatif investasi bagi masyarakat sekaligus membantu pemerintah memperluas sumber pembiayaan dalam negeri.

Sukuk Ritel memiliki sejumlah keunggulan yang cukup signifikan jika dibandingkan dengan jenis SBSN lainnya, seperti Sukuk Tabungan atau *Project Based Sukuk* (PBS). **Pertama**, Sukuk Ritel dapat diperjualbelikan di pasar sekunder sehingga memungkinkan investor memperoleh fleksibilitas dalam aspek likuiditas. Berbeda halnya dengan Sukuk Tabungan yang bersifat *non-tradable* hingga jatuh tempo. **Kedua**, Sukuk Ritel memiliki potensi *capital gain* selain imbal hasil kupon tetap, sehingga memberikan peluang keuntungan tambahan bagi investor. **Ketiga**, tingkat risiko pada instrumen tersebut tergolong rendah mengingat adanya jaminan dari pemerintah serta rekam jejak pembayaran yang selalu terpenuhi (Dara, 2023). Selain itu, Sukuk Ritel juga memiliki fungsi strategis dalam memperdalam pasar keuangan syariah domestik melalui peningkatan jumlah investor ritel (Febriyanti, 2025).

Sukuk Ritel menjadi alternatif pembiayaan yang lebih efektif dibandingkan pembiayaan berbasis utang konvensional, karena tetap berada dalam koridor prinsip syariah serta memiliki basis investor domestik yang kuat (Klein & Weill, 2016; Kurniawan, 2024). Keunggulan-keunggulan tersebut menjadikan Sukuk Ritel lebih kompetitif dibandingkan instrumen SBSN lainnya, khususnya bagi investor yang menginginkan kombinasi antara keamanan dan fleksibilitas investasi.

Meskipun demikian, sukuk bukan berarti bebas dari risiko. Seperti instrumen investasi lainnya, sukuk tetap menghadapi sejumlah risiko, antara lain risiko pasar, risiko likuiditas, risiko kredit, dan risiko yang berkaitan dengan struktur akad. Qizam & Fong (2019) menemukan bahwa kualitas pengungkapan keuangan berkaitan dengan penilaian terhadap sukuk. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa leverage merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap peringkat sukuk dan obligasi. Temuan ini menunjukkan bahwa kualitas informasi dan kondisi keuangan penerbit tetap menjadi pertimbangan penting dalam menilai risiko investasi sukuk, khususnya terkait stabilitas struktur dan dinamika penyebaran risiko pasar (Maghyereh & Awartani, 2016; Tariq & Dar, 2007).

Pembahasan mengenai risiko tersebut juga diperkuat oleh penelitian Khoo & Klein (2025). Hasil penelitian mereka menunjukkan adanya hubungan antara peringkat sukuk dan harga risiko yang ditanggung investor. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa sukuk dapat memiliki yield yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional dengan peringkat yang sama. Hal ini menunjukkan bahwa pasar memberikan penilaian tersendiri terhadap karakteristik risiko sukuk dan tidak semata-mata menyamakannya dengan obligasi konvensional.

Berdasarkan uraian tersebut, Sukuk Ritel dapat dipahami sebagai instrumen yang memiliki dua fungsi sekaligus, yaitu sebagai alternatif investasi bagi masyarakat dan sebagai salah satu sumber pembiayaan pemerintah. Keberadaannya turut memperluas basis investor dalam pasar keuangan syariah Indonesia. Namun, dalam melihat keunggulan Sukuk Ritel, aspek seperti struktur akad, risiko, likuiditas, dan mekanisme perdagangan tetap perlu diperhatikan karena karakteristik tersebut dapat memengaruhi keputusan investasi investor (Grassa & Miniaoui, 2018; Khoo & Klein, 2025).

Instrumen Investasi Sukuk Negara Ritel Seri SR023T3

Sukuk Negara Ritel seri SR023T3 diterbitkan pada tahun 2025 dan memiliki tenor selama tiga tahun, terhitung sejak tanggal setelmen 22 September 2025 dan jatuh tempo pada 10 Oktober 2028. Nilai minimal pembelian yang ditetapkan yaitu Rp1.000.000/unit, dengan maksimal kepemilikan 5000 unit sukuk atau setara dengan Rp5.000.000.000,00/investor (Memorandum Informasi Sukuk Negara Ritel Seri SR023T3, 2025).

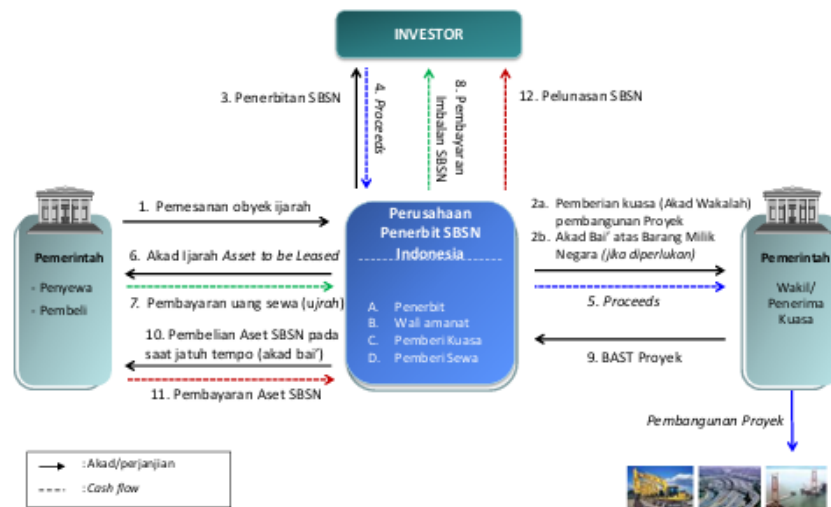
Penerbitan SR023T3 di Pasar Perdana menggunakan akad *Ijarah Asset to be Leased (Ijarah al Maujudat al-Mau'ud Bisti'jariha)* yaitu skema *ijarah* yang sebagian dari objek akadnya sudah ada pada saat terjadinya akad, tapi keseluruhan objek akad penyerahan atasnya dilakukan pada masa yang akan datang sesuai dengan yang disepakati (Mubarak & Hasanudin, 2017). Penggunaan struktur *ijarah* semacam ini menguatkan posisi aset dasar riil dan mencegah volatilitas spekulatif (Al-Amine, 2008).

Transaksi *ijarah asset to be leased* dalam SR023T3 diawali dengan dilakukannya pemesanan objek akad oleh Pemerintah Indonesia kepada Perusahaan Penerbit (PP) SBSN. Objek akad ini kemudian digunakan sebagai aset dasar (*underlying assets*) yang mendukung penerbitan sukuk. Selain *ijarah asset to be leased* yang menjadi akad utama, dalam prosesnya digunakan juga akad *wakalah* (perwakilan), dan akad *bai'* (jual-beli).

Dalam akad *wakalah*, bertindak selaku *muwakkil* atau pihak yang mewakilkan, yaitu PP SBSN, sementara Pemerintah Indonesia selaku pihak yang mewakili atau wakil. PP SBSN mewakilkan kepada Pemerintah Indonesia untuk melakukan pembangunan proyek atau aset yang dipesan oleh pihaknya. Dengan adanya akad *wakalah* ini maka Pemerintah Indonesia diberi kewenangan dalam hal membuat, menyiapkan, membangun, serta mengadakan objek akad yang dipesan secara mandiri.

Akad *bai'i* (jual-beli) jika diperlukan bisa dilakukan dalam hal PP SBSN membeli proyek atau aset sukuk yang di bangun oleh Pemerintah sehingga kepemilikan aset secara penuh menjadi milik PP SBSN. Selain itu, akad *ba'i* juga terjadi ketika waktu jatuh tempo sukuk, di mana pemerintah akan membeli kembali seluruh kepemilikan sukuk yang ada di tangan investor melalui PP SBSN.

Figure 1
Structure of the Ijarah Asset to be Leased Contract in SR023T3



Source: Memorandum Informasi SR023T3

SR023T3 karena dalam penerbitannya didasarkan pada Ijarah Asset to be Leased yang merupakan diversifikasi dari akad ijarah, maka pemerintah yang bertindak sebagai penyewa wajib membayar uang sewa secara periodik kepada para investor melalui PP SBSN. Adapun konsep bagi hasil yang digunakan dalam SR023T3 yaitu berupa imbalan/ujrah dengan konsep fixed coupon sebesar 5,80%/tahun yang dibayarkan pada setiap bulannya. Ujrah atau kupon pertama diterima oleh investor pada tanggal 10 November 2025 yang merupakan gabungan dari ujrah bulan Oktober dan November, dengan perhitungan sebagai berikut:

Bulan Oktober:

Besaran kupon x ((Jumlah hari dari tanggal setelmen 22 September s/d 10 Oktober)/30 hari) x 1/12 (jumlah bulan dalam satu tahun) x harga dasar per sukuk (berlaku kelipatan)

Contoh:

$$5,80\% \times 18/30 \times 1/12 \times \text{Rp}1000.000,00 = \text{Rp}2.900,00$$

Bulan November:

5,80% (persentase imbal hasil) x 1/12 (jumlah bulan dalam satu tahun) x nominal sukuk yang dimiliki

Contoh:

$$5,80\% \times 1/12 \times \text{Rp}1000.000,00 = \text{Rp}4.833,00$$

Jumlah kupon Oktober + November

$$\text{Rp}2.900,00 + \text{Rp}4.833,00 = \text{Rp}7.733,00$$

Jadi, besaran imbal hasil pertama yang diterima oleh investor yaitu sebesar Rp7.733,00 untuk satu unit sukuk.

Pembayaran kupon untuk bulan-bulan selanjutnya didasarkan pada perhitungan seperti yang berlaku pada bulan November, yaitu $5,80\% \times 1/12 \times \text{Rp}1000.000,00 = \text{Rp}4.833,00$ /bulan untuk satu unit sukuk. Nominal tersebut sebelum dikenakan tarif Pajak Penghasilan (PPH) sebesar 10% sebagai besaran yang ditetapkan atas imbal hasil bagi pemegang sukuk. Hal ini didasarkan pada PP No. 91/2021 tentang Pajak Penghasilan Atas Penghasilan Berupa Bunga Obligasi yang Diterima atau Diperoleh Wajib Pajak dalam Negeri dan Bentuk Usaha Tetap. Jika dikurangi pajak 10%, maka $\text{Rp}4.833,00 \times 10\% = \text{Rp}483,3$. Jadi imbal hasil yang diterima investor yaitu $\text{Rp}4.833,00 - \text{Rp}483,3 = \text{Rp}4350,00$ untuk satu unit sukuk.

Pada akhir akad, pemerintah melakukan pembelian kembali kembali seluruh aset sukuk yang ada di tangan investor melalui PP SBSN dengan dan melunasi seluruh SR023T3 sebesar 100% dari nilai nominal sukuk kepada investor yang diberikan melalui agen pembayar yang ditunjuk.

Konsep Callable dalam Sukuk Negara Ritel SR023T3

Callable merupakan istilah yang digunakan untuk menunjukkan adanya hak penerbit melakukan pembelian kembali instrumen sebelum tanggal jatuh tempo. Dalam konteks sukuk, keberadaan hak tersebut tidak dapat dipisahkan dari akad dan struktur transaksi yang menjadi dasar penerbitannya. Razak et al. (2019) menempatkan struktur kontrak dan mekanisme pricing sebagai unsur penting dalam memahami karakteristik sukuk. Uluyol (2024) menyatakan bahwa struktur sukuk dapat memuat *embedded options*, termasuk mekanisme *sell and buyback*. Dengan demikian, *callable* pada sukuk merupakan bagian dari karakteristik kontraktual instrumen yang perlu dilihat bersama dengan struktur akadnya.

Pada SR023T3, ketentuan callable tercantum dalam Memorandum Informasi yang menyatakan bahwa Pemerintah diperkenankan melakukan pembelian kembali sebagian atau seluruh Sukuk Negara Ritel Seri SR023T3 pada tingkat harga pasar sebelum tanggal jatuh tempo (Memorandum Informasi Sukuk Negara Ritel Seri SR023T3, 2025). SR023T3 sendiri memiliki tanggal jatuh tempo 10 Oktober 2028. Klausul tersebut menunjukkan bahwa meskipun sukuk diterbitkan dengan tenor tiga tahun, terdapat kemungkinan investasi berakhir sebelum jatuh tempo apabila Pemerintah melaksanakan hak pembelian kembali.

Ketentuan tersebut menempatkan *callable* sebagai hak yang berada pada pihak Pemerintah, sedangkan investor menjadi pihak yang menghadapi konsekuensi dari pelaksanaannya.

Pembelian kembali sebelum jatuh tempo dapat mengubah jangka waktu investasi dan arus kas yang sebelumnya diperhitungkan investor. Dalam kajian mengenai instrumen yang memiliki fitur *call*, perubahan tersebut juga berkaitan dengan risiko investor dalam menempatkan kembali dana yang diterima sebelum jatuh tempo (Tewari et al., 2015). Meskipun kajian tersebut menggunakan objek obligasi konvensional, konsep tersebut relevan untuk menjelaskan konsekuensi ekonomi dari pelaksanaan *call* pada SR023T3.

Aspek lain yang perlu diperhatikan adalah dasar penentuan harga pembelian kembali. Memorandum Informasi SR023T3 menentukan bahwa pembelian kembali dilakukan pada tingkat harga pasar. Dengan demikian, harga buyback tidak dapat secara otomatis disamakan dengan nilai nominal sukuk, tetapi mengikuti ketentuan dan kondisi pasar pada saat transaksi dilakukan. Hal ini penting karena harga pembelian kembali berkaitan langsung dengan nilai yang diterima investor ketika investasinya berakhir sebelum jatuh tempo. Uddin et al. (2022) menunjukkan bahwa penentuan harga sukuk memiliki karakteristik tersendiri karena dipengaruhi struktur kontraktual, risiko pasar, dan asimetri informasi. Perubahan harga sukuk juga dapat mengikuti kondisi risiko dan ketidakpastian pasar yang berubah dari waktu ke waktu (Naifar et al., 2022).

Terkait metode pembelian kembali, Memorandum Informasi SR023T3 tidak mengatur secara rinci metode yang akan digunakan. Namun, berdasarkan Permenkeu No. 59 Tahun 2025, pembelian kembali SBSN dapat dilakukan melalui lelang maupun tanpa lelang. Mekanisme tanpa lelang dapat dilakukan melalui bookbuilding, bilateral buyback, atau pembelian kembali SBSN secara langsung. Penyelesaian transaksi dapat dilakukan secara tunai maupun melalui penukaran. Dengan demikian, pelaksanaan callable pada SR023T3 pada dasarnya tidak hanya berkaitan dengan kewenangan Pemerintah untuk membeli kembali SBSN sebelum jatuh tempo, tetapi juga dengan mekanisme transaksi yang digunakan dalam pelaksanaannya. Hal ini menjadi penting dalam sukuk karena mekanisme transaksi tidak dapat dipisahkan dari struktur akad dan kepatuhan terhadap prinsip syariah. Noor (2024), misalnya, menunjukkan bahwa risiko ketidakpatuhan syariah dalam sukuk dapat berkaitan dengan struktur dan ketentuan yang dituangkan dalam dokumen penerbitan. Oleh karena itu, mekanisme pembelian kembali pada SR023T3 perlu dilihat tidak hanya dari aspek teknis dan hukum positif, tetapi juga dari kesesuaiannya dengan struktur akad serta prinsip syariah yang menjadi dasar penerbitan sukuk. Pilihan mekanisme tersebut tetap perlu ditempatkan dalam kerangka kepatuhan syariah karena struktur dan ketentuan transaksi dalam dokumen sukuk dapat menjadi bagian dari sumber risiko ketidakpatuhan syariah (Lahsasna & Lin, 2012; Noor, 2024)

Namun, adanya kewenangan dan dasar hukum tersebut belum dengan sendirinya menjawab persoalan kepastian bagi investor. Investor tetap perlu mengetahui secara jelas kondisi dan mekanisme yang memungkinkan pembelian kembali dilakukan, termasuk dasar penentuan harga dan konsekuensinya terhadap investasi yang belum mencapai jatuh tempo. Kualitas pengungkapan informasi merupakan salah satu aspek penting dalam penilaian instrumen sukuk karena informasi yang memadai membantu investor memahami karakteristik dan risiko instrumen yang dimilikinya (Qizam & Fong, 2019). Dalam konteks SR023T3, kebutuhan tersebut menjadi semakin penting karena *callable* memberikan ruang bagi Pemerintah untuk mengakhiri investasi sebelum tanggal jatuh tempo. Kebutuhan

tersebut sejalan dengan temuan bahwa kualitas informasi dan perilaku penerbit di sekitar penerbitan sukuk dapat memengaruhi cara investor menilai instrumen, sementara kepercayaan juga berkaitan dengan perkembangan aktivitas pasar sukuk (Abdul Halim et al., 2020; Aziz et al., 2021).

Dengan demikian, *callable* pada SR023T3 dapat dipahami sebagai hak Pemerintah untuk melakukan pembelian kembali sebagian atau seluruh sukuk sebelum jatuh tempo berdasarkan ketentuan yang telah dicantumkan dalam dokumen penerbitan. Keberadaan klausul tersebut memberikan fleksibilitas kepada Pemerintah dalam pengelolaan SBSN, tetapi pada saat yang sama dapat memengaruhi kepastian investor mengenai jangka waktu investasinya. Oleh karena itu, persoalan *callable* tidak cukup dinilai dari ada atau tidaknya kewenangan *buyback*, tetapi juga dari kejelasan dasar, mekanisme, harga, dan informasi yang menyertai pelaksanaannya. Hal tersebut menjadi dasar untuk selanjutnya menilai kepastian hukum dan perlindungan hukum investor dalam pelaksanaan *callable* pada SR023T3. Perbedaan karakteristik sukuk dengan obligasi konvensional juga perlu diperhatikan karena karakteristik tersebut dapat menghasilkan respons pasar yang berbeda (Godlewski et al., 2016).

Tinjauan Fatwa DSN-MUI No. 137 Terhadap Konsep *Callable* Sukuk dalam SR023T3

Fatwa DSN-MUI No. 137/DSN-MUI/IX/2020 tentang Sukuk merupakan pedoman syariah yang mengatur karakteristik, akad, aset yang mendasari, jangka waktu, pembayaran, serta batasan syariah dalam penerbitan sukuk. Fatwa ini menempatkan sukuk sebagai efek syariah yang merepresentasikan kepemilikan atas Aset Sukuk dan menegaskan bahwa penerbitannya harus terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, *maysir*, *tadlis*, *dharar*, *risywah*, *zhulm*, haram, dan maksiat. Salah satu ketentuannya menyatakan bahwa masa berlaku sukuk pada dasarnya harus ditetapkan secara pasti, kecuali disepakati lain dalam akad atau diatur berbeda oleh peraturan perundang-undangan. Dengan demikian, Fatwa No. 137 tidak hanya menentukan kebolehan suatu instrumen berdasarkan bentuk akadnya, tetapi juga memberikan batasan terhadap bagaimana hak dan kewajiban para pihak dilaksanakan agar tetap sesuai dengan prinsip syariah.

Ketentuan tersebut menjadi relevan ketika diterapkan pada *callable* SR023T3. Klausul *callable* memberikan kewenangan kepada Pemerintah untuk membeli kembali sebagian atau seluruh sukuk sebelum jatuh tempo pada tingkat harga pasar. Dengan demikian, tanggal jatuh tempo 10 Oktober 2028 tetap menjadi batas waktu kontraktual, tetapi dapat berakhir lebih awal apabila Pemerintah menggunakan hak *call* tersebut. Secara normatif, kondisi ini tidak serta-merta bertentangan dengan Fatwa No. 137 karena terdapat dua dasar pengecualian yang secara kumulatif terpenuhi, yaitu adanya kesepakatan dalam akad melalui Memorandum Informasi SR023T3 dan adanya dasar hukum yang memberikan kewenangan kepada Pemerintah untuk melakukan pembelian kembali sebelum jatuh tempo. Hal ini menunjukkan bahwa fleksibilitas jangka waktu dalam *callable* pada dasarnya masih memberikan ruang yang cukup bagi fatwa (Oseni & Hassan, 2015).

Temuan tersebut sejalan dengan penelitian Razak et al. (2019) dan Smaoui et al. (2017) yang menempatkan fleksibilitas struktur dan kontrak sebagai bagian dari perkembangan

instrumen sukuk selama tetap berada dalam kerangka prinsip syariah. Namun, pandangan tersebut perlu dipertajam ketika diterapkan pada *callable*. Tewari et al. (2015) menunjukkan bahwa *callability* pada instrumen obligasi berkaitan dengan *reinvestment risk* dan karena itu mekanisme kontraktual seperti *call* premium dapat digunakan untuk mengompensasi dampak terhadap investor. Becker et al. (2024) bahkan menemukan bahwa obligasi *callable* memiliki yield yang lebih tinggi dan harga pasar yang lebih rendah dibandingkan obligasi *non-callable* yang sebanding, karena hak *call* membatasi potensi kenaikan nilai yang dapat dinikmati investor. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa *callable* bukan sekadar persoalan kewenangan penerbit untuk mempercepat pelunasan, tetapi juga mengubah distribusi risiko dan manfaat ekonomi antara penerbit dan investor. Dalam konteks SR023T3, konsekuensi tersebut penting karena Fatwa No. 137 mensyaratkan transaksi sukuk terbebas dari *dharar* dan *zhulm*, sehingga kebolehan *call* harus dilihat tidak hanya dari keberadaan klausulnya, tetapi juga dari dampak pelaksanaannya terhadap hak ekonomi investor.

Persoalan menjadi lebih kompleks pada aspek harga dan mekanisme pembelian kembali. SR023T3 menentukan bahwa pembelian kembali dilakukan pada tingkat harga pasar, sementara harga pasar bersifat fluktuatif. Di sisi lain, mekanisme yang akan digunakan Pemerintah dalam pelaksanaan pembelian kembali tidak dijelaskan secara spesifik dalam Memorandum Informasi SR023T3, meskipun Permenkeu No. 59 Tahun 2025 mengenal beberapa metode, yaitu *bookbuilding*, transaksi bilateral, dan pembelian kembali SBSN secara langsung. Kondisi ini membedakan persoalan SR023T3 dari sekadar risiko fluktuasi harga pasar. Fluktuasi merupakan karakteristik pasar yang tidak dengan sendirinya mengandung gharar, sedangkan ketidakjelasan mengenai mekanisme pelaksanaan buyback menyangkut aspek informasi yang sejak awal diperlukan investor untuk memperkirakan konsekuensi investasinya. Di sinilah temuan penelitian ini memperluas penelitian sebelumnya: persoalan *callable* tidak berhenti pada risiko finansial sebagaimana dibahas dalam literatur *callable bonds*, tetapi berkaitan dengan kepastian normatif mengenai cara hak *call* tersebut dilaksanakan.

Pandangan Saiti et al. (2019) mengenai perlunya transparansi dan kejelasan struktur ketika inovasi sukuk meningkatkan kompleksitas risiko menjadi relevan. Penelitian tersebut menempatkan struktur dan risiko sebagai aspek yang harus dipahami secara lebih hati-hati dalam pengembangan instrumen sukuk. Posisi penelitian ini memperluas pandangan tersebut dengan menunjukkan bahwa pada SR023T3, ketidakjelasan bukan terutama terletak pada keberadaan inovasi *callable*, melainkan pada tidak dirumuskannya secara memadai mekanisme pelaksanaan hak tersebut. Ketika Pemerintah memiliki kewenangan menentukan waktu pembelian kembali dan investor tidak memperoleh kepastian mengenai metode transaksi yang digunakan, terdapat potensi *asymmetric information* dan ketimpangan posisi para pihak. Kondisi demikian dapat berimplikasi terhadap prinsip *dharar* dan *zhulm* yang secara tegas harus dihindari dalam penerbitan sukuk.

Dari sisi pembayaran, *callable* tidak serta-merta menghilangkan hak ekonomi investor. Ketika pembelian kembali dilakukan, investor tetap memperoleh pembayaran sesuai ketentuan yang berlaku, termasuk nilai nominal dan imbal hasil yang telah menjadi haknya. Namun, perlindungan tersebut belum sepenuhnya menjawab persoalan kepastian apabila

investor tidak mengetahui sejak awal kapan *call* akan dilakukan dan bagaimana mekanisme harga serta transaksinya ditentukan. Dengan demikian, pembayaran nominal dan imbal hasil merupakan bentuk perlindungan terhadap hak ekonomi yang telah timbul, sedangkan kejelasan klausul, harga, waktu, dan mekanisme pembelian kembali merupakan bentuk perlindungan terhadap hak investor untuk membuat keputusan investasi berdasarkan informasi yang memadai.

Penelitian ini menempatkan *callable* SR023T3 di antara dua kepentingan yang sama-sama memiliki dasar rasional. Dari perspektif penerbit, *callability* memberikan fleksibilitas dalam pengelolaan kewajiban dan dapat menjadi instrumen manajemen keuangan; sedangkan dari perspektif investor, penggunaan hak tersebut dapat membatasi kepastian jangka waktu investasi dan mengubah distribusi risiko serta manfaat ekonomi. Literatur *callable bonds* menunjukkan bahwa manfaat *callability* bagi penerbit pada dasarnya diikuti konsekuensi ekonomi bagi investor, terutama melalui perubahan harga, yield, dan risiko *reinvestment*. Oleh karena itu, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kebolehan *callable* secara normatif tidak identik dengan terpenuhinya kepastian dan perlindungan investor secara substantif.

Dengan demikian, konsep *callable* pada SR023T3 dapat dinilai tidak bertentangan secara langsung dengan Fatwa DSN-MUI No. 137 karena memperoleh legitimasi dari kesepakatan akad dan peraturan perundang-undangan. Akan tetapi, pelaksanaannya tetap harus tunduk pada substansi fatwa mengenai kejelasan, keterbukaan, serta larangan *gharar*, *dharar*, dan *zhulm*. Temuan utama penelitian ini bukan terletak pada legalitas kewenangan Pemerintah untuk melakukan pembelian kembali, melainkan pada ketegangan antara fleksibilitas penerbit dan kepastian investor. Ketidakjelasan metode pembelian kembali dan ketergantungan harga pada kondisi pasar menyebabkan kepastian formal mengenai keberadaan hak *call* belum sepenuhnya bertransformasi menjadi kepastian substantif mengenai konsekuensi pelaksanaannya. Posisi ini sekaligus memperluas kajian terdahulu yang umumnya membahas *callability* dari perspektif struktur, harga, dan risiko keuangan, dengan menempatkannya dalam kerangka kepatuhan syariah, kepastian hukum, dan perlindungan investor pada Sukuk Negara Ritel Indonesia..

Kepastian dan Perlindungan Hukum Bagi Investor

Kepastian hukum merupakan salah satu aspek penting dalam investasi sukuk. Investor tidak hanya melihat besarnya imbalan, tetapi juga perlu mengetahui hak, kewajiban, dan risiko yang melekat pada instrumen yang dibelinya. Persoalan ini menjadi lebih kompleks dalam sukuk karena struktur instrumennya harus didasarkan pada akad dan prinsip syariah. Razak et al. (2019) menunjukkan bahwa kontrak, struktur, dan mekanisme *pricing* merupakan bagian yang menentukan karakteristik sukuk. Artinya, kepastian hukum tidak cukup dilihat dari ada atau tidaknya dasar hukum penerbitan, tetapi juga dari seberapa jelas struktur dan ketentuan yang mengikat investor sejak awal.

Pemikiran Gustav Radbruch mengenai kepastian hukum relevan untuk melihat persoalan tersebut. Kepastian hukum pada dasarnya diperlukan agar para pihak mempunyai pedoman yang jelas mengenai apa yang menjadi hak dan kewajibannya (Radbruch, 2006). Dalam investasi SBSN, kebutuhan tersebut semakin penting ketika instrumen memiliki fitur yang

dapat mengubah jangka waktu investasi. Salah satunya adalah *callable* yang memberikan kemungkinan kepada pemerintah untuk melakukan pembelian kembali SBSN sebelum jatuh tempo. Bagi investor, kemungkinan tersebut bukan persoalan administratif semata karena dapat mengubah perhitungan investasi yang telah dibuat sejak awal. Dalam konteks sukuk, karakteristik instrumen memang menjadi salah satu faktor yang diperhatikan investor dalam menentukan keputusan investasinya (Duqi & Al-Tamimi, 2019).

Pada instrumen *callable*, investor menghadapi kemungkinan bahwa investasinya berakhir lebih cepat dari jangka waktu yang diperkirakan. Kondisi ini dapat menimbulkan *reinvestment risk*, terutama ketika dana yang telah dikembalikan harus ditempatkan kembali pada instrumen dengan tingkat imbal hasil yang berbeda. Tewari et al. (2015), misalnya, menunjukkan bahwa *call provision* berkaitan dengan risiko reinvestasi dan karakteristik risiko penerbit. Dengan demikian, keberadaan *callable* dalam SR023T3 perlu dilihat sebagai bagian dari karakteristik hukum dan ekonomi instrumen, bukan sekadar sebagai kewenangan penerbit untuk melakukan pembelian kembali. Bagi investor, perubahan waktu investasi tersebut juga dapat memengaruhi pengelolaan portofolio, mengingat sukuk mempunyai karakteristik diversifikasi yang berbeda dalam portofolio obligasi (Pirgaip et al., 2021)

Dari sisi hukum positif, kewenangan tersebut bukan tanpa dasar. Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara memberikan ruang bagi Menteri untuk melakukan pembelian kembali SBSN sebelum jatuh tempo sepanjang hal tersebut diatur dalam akad. Ketentuan ini penting karena menunjukkan bahwa *callable* harus mempunyai dasar dalam hubungan kontraktual antara penerbit dan investor. Persoalannya kemudian bukan lagi semata-mata apakah pemerintah mempunyai kewenangan melakukan buyback, melainkan apakah kewenangan tersebut dirumuskan secara cukup jelas sehingga dapat diketahui dan dipertimbangkan investor sejak awal.

Di sinilah dokumen penerbitan menjadi penting. Ketentuan mengenai *callable* seharusnya tidak berhenti pada pernyataan bahwa SBSN dapat dibeli kembali sebelum jatuh tempo. Investor perlu mengetahui bagaimana mekanisme tersebut dilakukan, dalam kondisi apa kewenangan tersebut dapat digunakan, bagaimana harga atau nilai pembelian kembali ditentukan, dan apa akibatnya terhadap posisi investasinya. Kejelasan tersebut merupakan bagian dari kepastian hukum karena investor membuat keputusan berdasarkan informasi yang tersedia pada saat investasi dilakukan. Persoalan ini semakin penting karena informasi asimetri merupakan salah satu risiko yang diperhitungkan dalam penilaian sukuk (Uddin et al., 2022)

Kebutuhan terhadap informasi yang memadai juga didukung oleh penelitian mengenai pasar sukuk. Qizam & Fong (2019) menemukan bahwa kualitas pengungkapan informasi mempunyai hubungan dengan rating sukuk, khususnya aspek *reliability* dari informasi keuangan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kualitas informasi bukan unsur tambahan dalam pasar sukuk, tetapi mempunyai kaitan dengan bagaimana instrumen dinilai. Nagano (2017) juga menunjukkan bahwa asimetri informasi menjadi salah satu faktor yang berkaitan dengan keputusan penerbitan sukuk di Indonesia dan Malaysia. Dalam konteks SR023T3, kedua temuan tersebut memperkuat alasan bahwa informasi mengenai *callable*

harus disampaikan secara jelas, karena ketidakjelasan dapat membuat investor kesulitan menilai risiko yang sebenarnya melekat pada instrumen.

Hal tersebut juga berhubungan dengan penilaian investor terhadap risiko. Khoo & Klein (2025), berdasarkan penelitian terhadap 1.560 Islamic bonds di negara-negara emerging markets, menunjukkan bahwa rating mempunyai hubungan dengan pricing risiko pada Islamic bonds. Temuan ini memang tidak secara langsung membahas callable SBSN, tetapi memberikan gambaran bahwa karakteristik dan informasi mengenai risiko tetap menjadi bagian penting dalam keputusan investor. Penelitian mengenai pasar sukuk juga menunjukkan bahwa risiko instrumen tidak bersifat statis, melainkan dapat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi dan pasar keuangan (Setiawan & Suwandaru, 2024). Karena itu, keberadaan *callable* dalam SR023T3 seharusnya ditempatkan sebagai informasi material yang perlu dipahami investor sebelum mengambil keputusan investasi.

Persoalan kepastian hukum pada akhirnya tidak dapat dipisahkan dari perlindungan hukum. Investor memerlukan perlindungan bukan hanya ketika terjadi sengketa, tetapi sejak sebelum investasi dilakukan. Hadjon (1987) membedakan perlindungan hukum menjadi perlindungan preventif dan represif. Perlindungan preventif berkaitan dengan upaya mencegah terjadinya kerugian melalui pengaturan dan pemberian informasi yang memadai, sedangkan perlindungan represif berkaitan dengan penyelesaian ketika terjadi pelanggaran atau sengketa. Dalam SR023T3, bentuk preventif dapat dilihat dari kejelasan klausul callable dan informasi mengenai risiko serta mekanisme buyback. Perlindungan represif baru menjadi relevan apabila pelaksanaan buyback kemudian menimbulkan persoalan mengenai hak investor.

Perkembangan pengaturan *buyback* SBSN juga perlu diperhatikan. Peraturan Menteri Keuangan Nomor 59 Tahun 2025 memberikan dasar dan mekanisme yang lebih rinci mengenai pembelian kembali dan penjualan secara langsung SBSN. Kehadiran pengaturan tersebut memperlihatkan bahwa buyback bukan tindakan yang berada di luar kerangka hukum pengelolaan SBSN. Namun, adanya dasar hukum bagi pemerintah tidak otomatis berarti persoalan perlindungan investor selesai. Masih terdapat pertanyaan mengenai bagaimana kewenangan tersebut dijalankan dan apakah pelaksanaannya tetap memberikan ruang yang cukup bagi investor untuk memperoleh kepastian atas investasi yang telah dilakukannya.

Persoalan ini menunjukkan adanya dua kepentingan yang perlu diseimbangkan (Agha, 2020). Di satu sisi, pemerintah membutuhkan fleksibilitas untuk mengelola portofolio dan pembiayaan negara. Di sisi lain, investor membutuhkan kepastian mengenai jangka waktu dan karakter investasi yang dibelinya. *Callable* memberikan manfaat bagi penerbit karena memungkinkan pengelolaan kewajiban secara lebih fleksibel, tetapi pada saat yang sama dapat mengubah ekspektasi investor. Oleh karena itu, kepentingan pemerintah dalam melakukan buyback tidak dapat dipisahkan dari kewajiban memberikan informasi dan kepastian mengenai pelaksanaannya. Kebutuhan untuk menjaga keseimbangan tersebut semakin penting karena perubahan karakteristik dan kondisi pasar dapat memengaruhi risiko yang ditanggung investor, termasuk dalam hal hubungan antara pasar sukuk dan pasar obligasi konvensional (Billah et al., 2024).

Dalam perspektif syariah, persoalan tersebut juga harus ditempatkan dalam struktur akad dan Fatwa DSN-MUI Nomor 137 Tahun 2020 tentang Sukuk. Artinya, keberadaan *callable* tidak cukup diuji hanya berdasarkan kewenangan pemerintah dalam hukum positif. Struktur akad, mekanisme pembelian kembali, keterbukaan informasi, dan akibatnya terhadap investor juga perlu diperhatikan agar pelaksanaannya tetap berada dalam kerangka prinsip syariah. Dalam hal ini, kepastian hukum dan perlindungan hukum mempunyai fungsi yang berbeda tetapi saling berkaitan. Kepastian hukum menguji apakah mekanisme *callable* dapat diketahui dan diprediksi, sedangkan perlindungan hukum melihat apakah kepentingan investor tetap terlindungi ketika mekanisme tersebut benar-benar dijalankan.

Berdasarkan uraian tersebut, persoalan *callable* dalam SR023T3 pada dasarnya bukan terletak pada boleh atau tidaknya pemerintah melakukan pembelian kembali sebelum jatuh tempo. Dasar hukum mengenai kewenangan tersebut telah tersedia. Persoalan yang lebih penting adalah apakah kewenangan itu dituangkan dalam ketentuan yang cukup jelas dan disertai informasi yang memungkinkan investor memahami konsekuensinya sejak awal. Dengan kata lain, legitimasi pembelian kembali perlu diikuti dengan kepastian mengenai mekanisme dan perlindungan terhadap hak investor. Pada titik inilah konsep *callable* dalam SR023T3 perlu dinilai, yaitu apakah pelaksanaannya mampu menjaga keseimbangan antara kebutuhan pemerintah mengelola SBSN, kepastian investasi, dan prinsip perlindungan investor dalam kerangka hukum serta prinsip syariah.

CONCLUSION

Penelitian ini menemukan bahwa *callable* pada Sukuk Negara Ritel SR023T3 memiliki dasar hukum karena pembelian kembali sebelum jatuh tempo dimungkinkan dalam pengaturan SBSN dan telah dicantumkan dalam dokumen penerbitan. Karena itu, persoalan hukumnya bukan pada ada atau tidaknya kewenangan pemerintah untuk melakukan buyback, tetapi pada kejelasan pelaksanaan kewenangan tersebut bagi investor.

Berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020 tentang Sukuk, *callable* dapat diterapkan sepanjang didasarkan pada akad yang jelas dan tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Namun, masih terdapat persoalan pada kejelasan mekanisme dan penentuan harga buyback. Kondisi ini dapat menyulitkan investor dalam memperkirakan akibat pembelian kembali terhadap investasinya dan perlu diperhatikan dalam kaitannya dengan prinsip menghindari dharar dan zhulm.

Dengan demikian, *callable* pada SR023T3 secara normatif dapat diterima dalam kerangka hukum positif dan Fatwa DSN-MUI No. 137 Tahun 2020. Namun, keberadaan dasar hukum tersebut belum sepenuhnya menghasilkan kepastian hukum substantif bagi investor karena mekanisme pelaksanaan dan dasar penentuan harga pembelian kembali belum dijelaskan secara memadai. Penguatan pengaturan mengenai waktu, mekanisme, dan penentuan harga buyback diperlukan agar fleksibilitas Pemerintah dalam mengelola SBSN tetap berjalan tanpa mengurangi kepastian dan perlindungan hukum bagi investor.

BIBLIOGRAPHY

- Abdalloh, I. (2018). *Pasar Modal Syariah*. PT Elek Media Komputindo.
- Abdul Halim, Z., Xu, S., & Abdul Majid, N. A. (2020). Earnings management around Islamic bonds issuance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 77, 195–205. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.03.003>
- AbdulKareem, I. A., & Mahmud, M. S. (2024). Shariah issues of ownership and possession of asset-based sukuk structure: A Shariah scholars' perspective. *UUM Journal of Legal Studies*, 15(1), 171–196. <https://doi.org/10.32890/uumjls2024.15.1.8>
- Agha, M. (2020). The impact of legal origins on sovereign sukuk issuance. *Journal of Financial Regulation and Compliance*.
- Ahmed, H. (2014). Islamic banking and Shari'ah compliance: A product development perspective. *Journal of Islamic Finance*, 3(2), 15–29.
- Ahroum, R., Touri, O., Sabiq, F.-Z., & Achchab, B. (2018). Investment strategies with rebalancing: How could they serve Sukuk secondary market? *Borsa Istanbul Review*, 18(2), 91–100. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.08.004>
- Al-Amine, M. A. M. (2008). Sukuk market: Innovations and challenges. *Islamic Economic Studies*, 15(2).
- Alam, N., Hassan, M. K., & Haque, M. A. (2013). Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from yield spreads. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1373–1384.
- Aziz, F., Setyorini, R., & Hasanah, Y. N. (2021). Analisis Halal Supply Chain pada Usaha Mikro Kecil Menengah (UMKM) Makanan di Kota Bandung. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*. <https://www.jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jei/article/view/1936>
- Becker, B., Campello, M., Thell, V., & Yan, D. (2024). Credit risk, debt overhang, and the life cycle of callable bonds. *Review of Finance*, 28(3), 945–985. <https://doi.org/10.1093/rof/rfae001>
- Billah, S. M., Kapar, B., Hassan, M. K., Pezzo, L., & Rabbani, M. R. (2024). Tail-risk connectedness between sukuk and conventional bond markets and their determinants: Evidence from a country-level analysis. *Borsa Istanbul Review*, 24(1), 137–163. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.11.005>
- Bonang, D., & Sukmana, A. H. (2020). *Manajemen Keuangan dan Investasi Syariah*. Sanabil.
- Cakir, S., & Raei, F. (2007). *Sukuk vs. Eurobonds: Is there a difference in value-at-risk?*
- Dara, S. R. (2023). Literature Review: Investasi Syariah Sukuk Ritel. *Kalbisocio: Jurnal Bisnis dan Komunikasi*, 10(1), 10–14. <https://doi.org/https://doi.org/10.53008/kalbisocio.v10i1.2106>
- Fatwa No. 137/DSN-MUI/IX/2020 tentang Sukuk, 5 (2020).
- Diaw, A., & Bacha, O. I. (2018). Embedded options in Islamic finance: The case of callable sukuk. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2025). *Keterangan pers: Hasil penjualan Sukuk Ritel seri SR023 mencapai Rp18,72 triliun*. https://media.kemenkeu.go.id/getmedia/0f2c17fc-594a-447b-bd2c-809ac888c0fa/KP_Hasil_Penjualan_SR023_vf?ext=.pdf&utm_source=chatgpt.com
- Duqi, A., & Al-Tamimi, H. A. H. (2019). Factors affecting investors' decision regarding investment in Islamic Sukuk. *Qualitative Research in Financial Markets*, 11(1), 60–72.

- Febriyanti, R. N. (2025). Sukuk Ritel Syariah sebagai Instrumen Pembiayaan Negara. *Al-Iqtishad: Jurnal Ekonomi Syariah*, 6(2), 98–107.
<https://doi.org/https://doi.org/10.53649/al-iqtishad.v6i2.1074>
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2016). Do the benefits of conventional and Islamic bonds differ? Evidence from bond issuance. *Emerging Markets Review*, 26, 62–74. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.11.006>
- Grassa, R., & Miniaoui, H. (2018). Firm's issuance choice of sukuk and conventional bonds. *Managerial Finance*, 44(12).
- Hadjon, P. M. (1987). *Perlindungan Hukum bagi Rakyat di Indonesia*. Bina Ilmu.
- Halim, Z. A., & Bacha, O. I. (2020). Sukuk, the new safe haven? A dynamic analysis of the Malaysian market. *Research in International Business and Finance*, 54, 101290.
- Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Sukuk Risks – a Structured Review of Theoretical Research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Hassan, M. K., Aliyu, S., & Ahmed, K. (2020). Risk and return in Islamic capital markets. *Global Finance Journal*, 45, 100481.
- Jobst, A. A. (2007). The economics of Islamic finance and securitization. *Journal of Structured Finance*, 13(1), 6–27.
- Memorandum Informasi Sukuk Negara Ritel Seri SR023T3, (2025).
https://media.kemenkeu.go.id/getmedia/112b6cb2-05cc-4541-a242-8e811f13bc5e/Memorandum_Informasi_SR023T3-pdf.pdf
- Khoo, S.-Y., & Klein, P.-O. (2025). Islamic bonds ratings and the price of risk. *Journal of Corporate Finance*, 93, 102807.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102807>
- Klein, P. O., & Weill, L. (2016). Why do companies issue sukuk? *Review of Financial Economics*, 31, 26–33.
- Kurniawan, T. (2024). Pendanaan Pembangunan Ekonomi Indonesia Melalui Sukuk Negara Ritel: Analisis Hukum Islam. *El-Faqih: Jurnal Pemikiran dan Hukum Islam*, 10(2), 506–528. <https://doi.org/https://doi.org/10.58401/faqih.v10i2.1524>
- Lahsasna, A., & Lin, C. L. (2012). Issues in Islamic debt trading. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 4(1), 101–118.
- Maghyereh, A. I., & Awartani, B. (2016). Dynamic transmissions between Islamic and conventional equity markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 42, 153–169.
- Marzuki, P. M. (2013). *Penelitian Hukum*. Kencana Prenada Media Group.
- Muawanah, M., Sundari, S., & Anggraeni, Y. N. (2021). Analisis Peluang dan Tantangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia. *Juornal of Economics and Policy Studies*, 2(1), 32–43. <https://doi.org/10.21274/jeps.v2i1.4669>
- Mubarok, J., & Hasanudin. (2017). *Fikih Mu'amalah Maliyah: Akad Ijarah dan Ju'alah* (III). Simbiosis Rekatama Media.
- Nagano, M. (2017). Sukuk issuance and information asymmetry: Why do firms issue sukuk? *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 142–157.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.005>
- Naifar, N., & Hammoudeh, S. (2016). Do global financial distress and uncertainties impact Islamic bond (Sukuk) yields? *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 21–39.
- Naifar, N., Tiwari, A. K., & Alhashim, M. (2022). How COVID-19 pandemic, global risk

- factors, and oil prices affect Islamic bonds (Sukuk) prices? New insights from time-frequency analysis. *Review of Financial Economics*, 40(3), 312–331.
<https://doi.org/10.1002/rfe.1158>
- Noor, N. F. M. (2024). Shariah non-compliance risk and its management techniques: Empirical evidences in selected wakalah sukuk documents issued in Malaysia jurisdiction. *Qualitative Research in Financial Markets*, 16(4), 803–829.
<https://doi.org/10.1108/QRFM-10-2022-0171>
- Nopijantoro, W. (2017). Surat Berharga Syariah Negara Project Based Sukuk (SBSN PBS): Sebuah Instrumen Alternatif Partisipasi Publik dalam Pembiayaan Infrastruktur. *Substansi*, 1(2), 390–406. <https://doi.org/https://doi.org/10.35837/subs.v1i2.259>
- Oseni, U. A., & Hassan, M. K. (2015). Regulating the regulatory bodies: Legal and regulatory framework of the Islamic capital market. *Journal of Banking Regulation*. Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Pasar Modal Syariah*. Otoritas Jasa Keuangan.
https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/pages/pasar-modal-syariah.aspx?utm_source=chatgpt.com
- Pirgaip, B., Arslan-Ayaydin, O., & Karan, M. B. (2021). Do Sukuk provide diversification benefits to conventional bond investors? Evidence from Turkey. *Global Finance Journal*, 50, 100533. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100533>
- Purwowidhu. (2024). *Mau Investasi Sukuk Ritel atau Sukuk Tabungan?* Mk+. <https://mediakeuangan.kemenkeu.go.id/article/show/mau-investasi-sukuk-ritel-atau-sukuk-tabungan>
- Qizam, I., & Fong, M. (2019). Developing financial disclosure quality in sukuk and bond market: Evidence from Indonesia, Malaysia, and Australia. *Borsa Istanbul Review*, 19(3), 228–248. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.05.002>
- Radbruch, G. (2006). Five Minutes of Legal Philosophy (1945). *Oxford Journal of Legal Studies*, 26(1), 13–15. <https://doi.org/10.1093/ojls/gqi042>
- Rafay, A., Sadiq, R., & Ajmal, M. (2017). Uniform framework for Sukuk al-Ijarah -- a proposed model for all madhahib. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 420–454. <https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2015-0042>
- Rahmah, M. (2020). *Hukum Investasi*. Kencana.
- Razak, S. S., Saiti, B., & Dinç, Y. (2019). The contracts, structures and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment. *Borsa Istanbul Review*, 19, S21–S33. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bir.2018.10.001>
- Safari, M. (2013). Contractual structures and the issue of asset ownership in sukuk. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
- Saiti, B., Musse, O. S. H., & Saiti, B. (2019). Sukuk risks: A structured review of theoretical research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Setiawan, R. A., & Suwandaru, A. (2024). Risk of Islamic securities (SUKUK) and a proposed reforms for development: the Indonesian experience. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 14(4), 1–20. <https://doi.org/10.1080/20430795.2024.2337359>
- Smaoui, H., Mimouni, K., & Temimi, A. (2017). Sukuk, banking system, and financial markets: Rivals or complements? *Economics Letters*, 161, 62–65. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2017.09.014>
- Soekanto, S., & Mamudji, S. (2006). *Penelitian Hukum Normatif: Suatu Tinjauan Singkat*. RajaGrafindo Persada.

- Sukmana, R. (2020). A critical assessment of retail sovereign sukuk in Indonesia. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(2), 243–262. <https://doi.org/10.1108/QRFM-10-2018-0109>
- Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures: Implications for resource mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49(2), 203–223.
- Tewari, M., Byrd, A., & Ramanlal, P. (2015). Callable bonds, reinvestment risk, and credit rating improvements: Role of the call premium. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 349–360. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.011>
- Uddin, M. H., Kabir, S. H., Hassan, M. K., Hossain, M. S., & Liu, J. (2022). Why do sukuks (Islamic bonds) need a different pricing model? *International Journal of Finance and Economics*, 27(2), 2210–2234. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2269>
- Uluyol, B. (2024). Financial derivative instruments and their applications in Islamic banking and finance: Fundamentals, structures and pricing mechanisms. *Borsa Istanbul Review*, 24(Supplement 1), 29–37. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.02.013>
- Zulkhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237–248. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.10.001>