

BAB 4

ANALISIS PEMBAHASAN

4.1. Strategi Sekuritisasi Aset pada Piutang Pembiayaan Konsumen

Seperti telah diuraikan maka salah satu aset yang memungkinkan untuk disekuritisasi oleh Perseroan adalah piutang pembiayaan konsumen yang ada dalam portofolio Perseroan. Sebagai perusahaan yang bergerak dalam jasa pembiayaan, khususnya kendaraan bermotor roda dua maka kebutuhan akan dana sebagai modal kerja sangatlah diperlukan. Pada umumnya, Perseroan memberikan jangka waktu pinjaman antara satu sampai dengan tiga tahun sedangkan kebutuhan Perseroan akan tambahan dana baru untuk tetap menunjang aktivitas pembiayaan konsumennya terus bertambah, berbanding lurus dengan pertumbuhan penjualan kendaraan bermotor roda dua. Keadaan ini menyebabkan terjadinya ketidaksesuaian jangka waktu antara kebutuhan dana dengan ketersediaan dana yang berasal dari pembayaran piutang pembiayaan konsumen. Karena itu, sekuritisasi aset dapat dilihat sebagai salah satu strategi menarik bagi kesinambungan tersedianya dana untuk mengatasi hal tersebut.

Perseroan sebagai sebuah badan usaha yang bergerak dalam bidang pembiayaan konsumen memiliki potensi untuk melakukan strategi tersebut. Hal tersebut didasari oleh fakta-fakta sebagai berikut:

- a. Perseroan memiliki aset berupa tagihan piutang pembiayaan konsumen yang cukup besar. Berdasarkan pada posisi pada tanggal 31 Desember 2009, dari saldo piutang pembiayaan konsumen – bersih sebesar Rp 7,23 triliun, sebanyak 98,85% memiliki klasifikasi lancar.
- b. Tingkat bunga pembiayaan efektif yang dibebankan oleh Perseroan kepada nasabahnya masih cukup tinggi, yaitu berkisar antara 26,78% - 39,85% per tahun.
- c. Kebutuhan Perseroan akan ketersediaan dana murah dengan segera dalam rangka memperbesar ekspansi pembiayaan konsumen.

Hal-hal seperti tersebut diatas cukup menunjukkan bahwa Perseroan berpotensi untuk menerapkan sekuritisasi aset sebagai strategi penyediaan dana karena Perseroan memiliki keunggulan sebagai berikut:

- Perseroan tidak berada dalam kondisi *under leveraged* karena Perseroan memiliki jumlah tagihan piutang pembiayaan cukup besar dimana 98,85% dari piutang pembiayaan Perseroan berkategori lancar.
- Dengan menjual aset maka Perseroan akan dengan mudah dapat segera mengganti aset tersebut. Jika dikaitkan dengan bidang usaha Perseroan maka aset berupa piutang pembiayaan konsumen akan terus bertambah seiring dengan ekspansi kredit Perseroan.
- Perseroan akan terus menyalurkan pembiayaan konsumen untuk kendaraan bermotor roda dua yang merupakan inti usaha Perseroan.

4.2. Analisis Tingkat Suku Bunga Pendanaan

Untuk mengetahui jenis pendanaan mana yang dapat memberikan tingkat bunga yang lebih rendah bagi Perseroan dapat dilakukan melalui analisis kuantitatif, yaitu dengan menganalisis tingkat suku bunga serta beban bunga (*cost of fund*) dari masing-masing jenis pendanaan. Sedangkan metode analisis yang kedua adalah analisis secara kualitatif yang akan membahas apa kelebihan serta kekurangan dari masing-masing jenis pendanaan tersebut sehingga layak dipertimbangkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi Perseroan.

Dalam analisis ini, metode yang digunakan dibatasi hanya pada penggunaan analisis kuantitatif. Analisis kualitatif akan diabaikan karena analisis tersebut cenderung mengarahkan pada pemberian nilai yang bersifat subyektif, yaitu apabila analisis dilakukan oleh pihak yang berbeda akan cenderung menghasilkan nilai yang berbeda pula. Nilai analisis kualitatif (kondisi Perseroan dan posisi Perseroan dalam pasar serta kualitas manajemen Perseroan) dianggap stabil dan lebih kurang tidak akan mempengaruhi hasil dari analisis kuantitatif secara signifikan.

4.2.1. Suku bunga pinjaman

Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, Perseroan memperoleh pinjaman dari beberapa kreditur dan pinjaman ditarik baik dalam mata uang Rupiah maupun mata uang asing. Tingkat suku bunga pinjaman yang dibebankan kepada Perseroan oleh kreditur pun akan berbeda untuk setiap periode penarikan mengikuti tingkat suku bunga pinjaman yang berlaku pada saat penarikan pinjaman dilakukan. Sehingga untuk dapat membandingkannya dengan tingkat suku bunga sumber pendanaan lainnya, terlebih dahulu harus diketahui tingkat suku bunga pinjaman rata-rata satu tahun atas pinjaman yang diterima tersebut.

Untuk mengetahui tingkat suku bunga pinjaman rata-rata yang menjadi beban Perseroan dapat digunakan perhitungan rata-rata tertimbang, yaitu dengan merata-ratakan tingkat suku bunga pinjaman yang diterima sesuai dengan porsi pinjamannya dibagi dengan total keseluruhan pinjaman yang diterima. Rata-rata tertimbang dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Rata-rata Tertimbang} = \frac{(C_1 \times r_1) + (C_2 \times r_2) + (C_3 \times r_3) + (C_4 \times r_4) + \dots + (C_n \times r_n)}{(C_1 + C_2 + C_3 + C_4 + \dots + C_n)} \quad (4.1)$$

Dari perhitungan tersebut maka diperoleh tingkat suku bunga pinjaman rata-rata tertimbang Perseroan selama satu tahun seperti ditunjukkan dalam tabel 4.1.

Tabel 4.1
Tingkat suku bunga pinjaman rata-rata tahun 2009

Periode	Suku bunga (%)
Januari	13,01
Februari	12,93
Maret	13,99
April	14,17
Mei	13,31
Juni	13,20
Juli	13,03
Agustus	13,31
September	13,31
Oktober	13,18
November	13,01
Desember	12,78
Rata-rata tertimbang	13,66

Sumber : Treasury Department, PT. ABC Finance

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa apabila Perseroan menggunakan pinjaman sebagai sumber pendanaan maka tingkat suku bunga rata-rata tertimbang yang menjadi beban Perseroan adalah sebesar **13,66%** per tahun untuk periode 2009.

4.2.2. Kupon obligasi

Seperti telah diuraikan sebelumnya, bahwa salah satu usaha Perseroan dalam memperoleh sumber pendanaan adalah dengan menerbitkan obligasi. Sampai dengan tahun 2009, Perseroan tercatat telah tiga kali menerbitkan obligasi dengan nilai total dana keseluruhan adalah sebesar

Rp 2,6 triliun. Ketiga obligasi tersebut diterbitkan dalam mata uang Rupiah, dengan tingkat bunga tetap dan berjangka waktu tiga tahun. Dana yang diperoleh dari hasil penerbitan obligasi-obligasi tersebut seluruhnya digunakan oleh Perseroan untuk mendanai pembiayaan konsumen kendaraan bermotor roda dua dalam rangka pengembangan usaha Perseroan. Dari penerbitan obligasi-obligasi tersebut, *yield to maturity* tertimbang rata-rata yang menjadi beban Perseroan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2
***Yield to maturity* obligasi rata-rata Perseroan**

Obligasi	<i>Yield to Maturity</i> (%)
ABC – I	13,07
ABC – II	8,60
ABC – III	13,12
Rata-rata tertimbang	11,36

Sumber : Treasury Department, PT. ABC Finance

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa dengan Perseroan menerbitkan obligasi sebagai sumber pendanaan maka *yield to maturity* obligasi rata-rata tertimbang yang menjadi beban Perseroan adalah sebesar **11,36%** per tahun.

4.2.3. Tingkat suku bunga efek beragun aset

Seperti telah diuraikan, besarnya tingkat suku bunga dari penerbitan efek beragun aset ditentukan oleh hasil peringkat kredit yang diperoleh oleh Perseroan. Untuk menjamin obyektifitas dari hasil pemeringkatan maka umumnya pekerjaan pemeringkatan ini diserahkan kepada lembaga pemeringkat yang independen.

Kriteria spesifik untuk pengukuran suatu peringkat tidak pernah diungkapkan secara jelas, baik oleh lembaga pemeringkat itu sendiri maupun dalam literatur yang ada. Pada umumnya, lembaga pemeringkat hanya menyatakan bahwa penilaian peringkat tersebut melibatkan analisis kuantitatif, yaitu rasio keuangan beserta analisis komparatifnya serta analisis kualitatif, yaitu posisi Perseroan dalam pasar serta kualitas manajemennya. Namun, lembaga pemeringkat tidak pernah menyebutkan faktor mana yang memiliki bobot paling dominan dalam mempengaruhi besarnya hasil peringkat.

Diketahui pula, bahwa dalam melakukan pemeringkatan, lembaga pemeringkat pada umumnya memfokuskan pada perlindungan aset Perseroan (*asset protection*), sumber keuangan (*financial resources*), kekuatan pendapatan (*earning power*), manajemen, dan penyisihan hutang spesifik (*specific provision of debts*). Hal lain yang juga tidak kalah pentingnya adalah besarnya Perseroan, pangsa pasar (*market share*), posisi dalam industri, *cyclical influence*, dan kondisi perekonomian pada umumnya.

Namun secara mendasar dapat diketahui apabila suatu badan usaha yang sehat dan memiliki kinerja keuangan yang baik serta berencana untuk menerbitkan efek beragun aset maka peringkat yang diperolehnya tidak akan jauh berbeda dengan hasil peringkat obligasinya. Faktor-faktor yang turut mempengaruhi hasil pemeringkatan efek beragun aset secara garis besar sama dengan faktor-faktor yang ada di dalam penentuan peringkat obligasi. Sedikit perbedaan dengan pemeringkatan obligasi adalah bahwa efek beragun aset merupakan sekuritisasi aset yang pada umumnya berupa piutang maka dengan demikian tingkat kolektibilitas atas piutang bagi perusahaan yang mempunyai rencana untuk menerbitkan efek beragun aset akan sangat dipertimbangkan oleh lembaga pemeringkat. Semakin baik kualitas piutang yang akan disekuritisasi maka akan semakin baik pula peringkat efek beragun aset yang akan diterbitkan nantinya.

Untuk menentukan peringkat tersebut, salah satu metode penentuan peringkat adalah dengan menggunakan rasio *interest coverage*

(Damodaran, 2001). Rasio *interest coverage* adalah rasio keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga atas seluruh hutang perusahaan. Rasio ini ditentukan dengan cara membagi pendapatan sebelum pajak dan bunga (*EBIT*) dengan beban bunga perusahaan dalam periode yang sama.

Persamaan tersebut dapat digambarkan sebagai berikut:

$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest expense}} \quad (4.2)$$

Dengan menggunakan data keuangan Perseroan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember 2009 maka dapat diperoleh data-data sebagai berikut:

- *EBIT* : Rp 1.229.096 juta
- Beban bunga : Rp 598.892 juta

Dengan demikian maka *interest coverage ratio* Perseroan adalah sebesar **2,05** kali ($1.229.096 \div 598.892$).

Dan jika rasio *interest coverage* tersebut dikonversikan ke dalam tabel 4.3 maka peringkat Perseroan diprediksikan berada pada posisi “A+” dengan *default spread* sebesar 1,00% diatas *risk-free rate of return*.

Dengan rata-rata jangka waktu pembiayaan konsumen Perseroan adalah selama 30 bulan dan kupon obligasi pemerintah seri ORI004 yang memiliki jatuh tempo pada tanggal 12 Maret 2012 adalah sebesar 9,50% maka diprediksikan tingkat bunga atas sekuritisasi aset Perseroan adalah sebesar 10,50% per tahun ($9,50\% + 1,00\%$).

Tabel 4.3
Default spread

Rentang rasio	Peringkat	<i>Default spread</i>
-100.000 - 0,04999	D	15,00%
0,05 - 0,09999	C	12,00%
0,10 - 0,19999	CC	10,00%
0,20 - 0,29999	CCC	8,50%
0,30 - 0,39999	B-	5,50%
0,40 - 0,49999	B	5,25%
0,50 - 0,59999	B+	4,25%
0,60 - 0,74999	BB	4,00%
0,75 - 0,89999	BB+	3,50%
0,90 - 1,19999	BBB	2,00%
1,20 - 1,49999	A-	1,50%
1,50 - 1,99999	A	1,25%
2,00 - 2,49999	A+	1,00%
2,50 - 2,99999	AA	0,75%
3,00 - 100.000	AAA	0,50%

Sumber : pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/rating.xls

Tabel 4.4
Obligasi Republik Indonesia

Obligasi	Jatuh tempo	Kupon
ORI002	28 Mar 2010	9,28%
ORI003	12 Sep 2011	9,40%
ORI004	12 Mar 2012	9,50%
ORI005	15 Sep 2013	11,45%
ORI006	15 Agt 2012	9,35%

Sumber : www.bi.go.id/web/id/moneter/obligasi+negara

Sebagaimana diketahui, kinerja perusahaan sangat dipengaruhi oleh keadaan lingkungan yang melingkupinya. Salah satu faktor lingkungan yang berpengaruh adalah negara tempat perusahaan berdomisili dalam melakukan aktivitas usahanya. Risiko ini sendiri secara sederhana digambarkan sebagai risiko dari perubahan kondisi perekonomian, sosial, dan politik suatu negara yang secara langsung ataupun tidak langsung dapat memberikan pengaruh terhadap kinerja ataupun nilai aset dari perusahaan. Atas risiko tersebut maka wajarlah jika investor meminta sejumlah premi atas investasi yang ditanamkannya di suatu negara sebagai imbalan atas risiko yang harus ditanggung oleh investor.

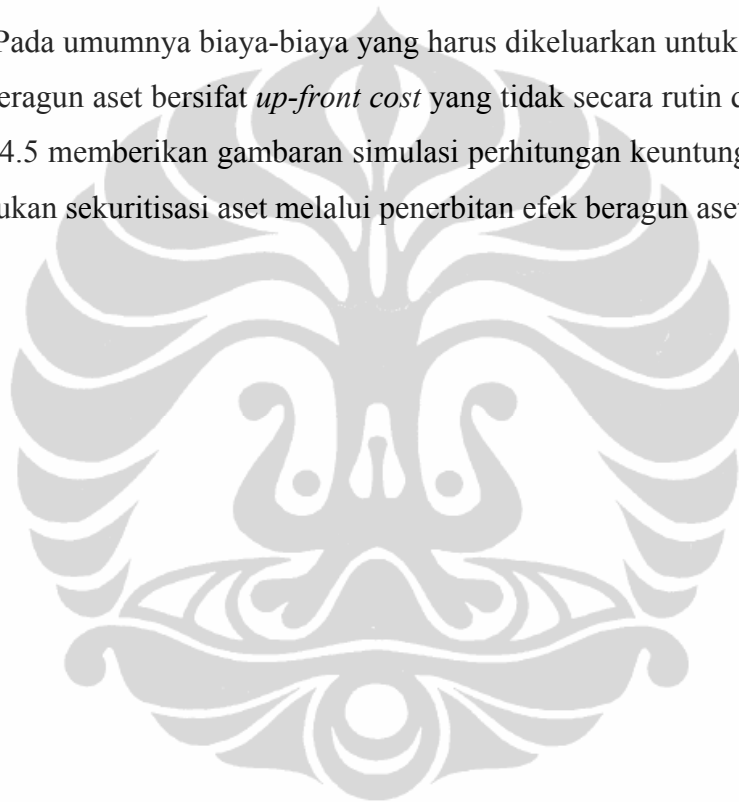
Apabila hal tersebut dikaitkan dengan efek beragun aset yang akan diterbitkan oleh Perseroan maka tingkat bunga seperti yang diperhitungkan diatas tadi belum memperhitungkan *country risk* dari berinvestasi di Indonesia. Dengan menggunakan data *country risk* pada lampiran II dapat dilihat bahwa Indonesia memiliki *default spread* sebesar 3,00%.

Dengan demikian, apabila turut memperhitungkan *default spread* tersebut maka diprediksikan bahwa tingkat bunga dari efek beragun aset yang akan diterbitkan oleh Perseroan adalah sebesar **13,50%** per tahun (10,50% + 3,00%).

4.3. Analisis Biaya Perolehan Pendanaan

Selain besarnya tingkat suku bunga serta margin yang diperbandingkan dalam penentuan pembiayaan maka besarnya biaya-biaya yang harus dikeluarkan untuk memperoleh pendanaan tersebut juga patut dipertimbangkan. Mengingat bahwa walaupun tingkat suku bunga yang diperoleh atas pendanaan adalah rendah tetapi biaya-biaya yang harus dikeluarkan untuk mendapatkan pendanaan itu tinggi maka hasil dari pendanaan itu tidak akan maksimal.

Pada umumnya biaya-biaya yang harus dikeluarkan untuk penerbitan efek beragun aset bersifat *up-front cost* yang tidak secara rutin dibayarkan. Tabel 4.5 memberikan gambaran simulasi perhitungan keuntungan apabila melakukan sekuritisasi aset melalui penerbitan efek beragun aset.



Tabel 4.5
Simulasi *cost-benefit* penerbitan efek beragun aset

Keuntungan dari sekuritisasi	Jumlah (dalam persen setahun)
Penghematan atas suku bunga yang dibayarkan	2,00
Penghematan atas biaya modal	5,00
Pengeluaran untuk jasa-jasa profesi	1,00
Nilai sisa yang dikembalikan atas <i>retirement</i> EBA	3,00
<i>Total manfaat</i>	<i>11,00</i>
Biaya transaksi dari sekuritisasi	Jumlah (dalam persen setahun)
Pendapatan yang diterima dari aset	4,00
<i>Required return</i> dari instrumen hutang yang lebih tinggi	2,00
<i>Required return</i> dari instrumen ekuitas yang lebih tinggi	1,00
Biaya tahunan dari <i>guarantees</i> dan <i>credit line</i>	0,50
Amortisasi <i>front-end fees</i> dan <i>front-end costs</i>	0,50
Tambahan biaya dari dana dalam rekening penampungan	0,25
Biaya sistem tambahan	0,25
Biaya tahunan administrasi, wali amanat, dan sebagainya	0,50
<i>Total biaya</i>	<i>9,00</i>
Penghematan bersih dari sekuritisasi aset	2,00

Sumber : Giddy, I. Cost/Benefit Analysis of Securitization

Jika ditinjau dari *gross margin* maka dapat terlihat perbandingan *gross margin* dari ketiga jenis pendanaan bagi Perseroan seperti terlihat dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.6
Analisis perbandingan *gross margin* Perseroan

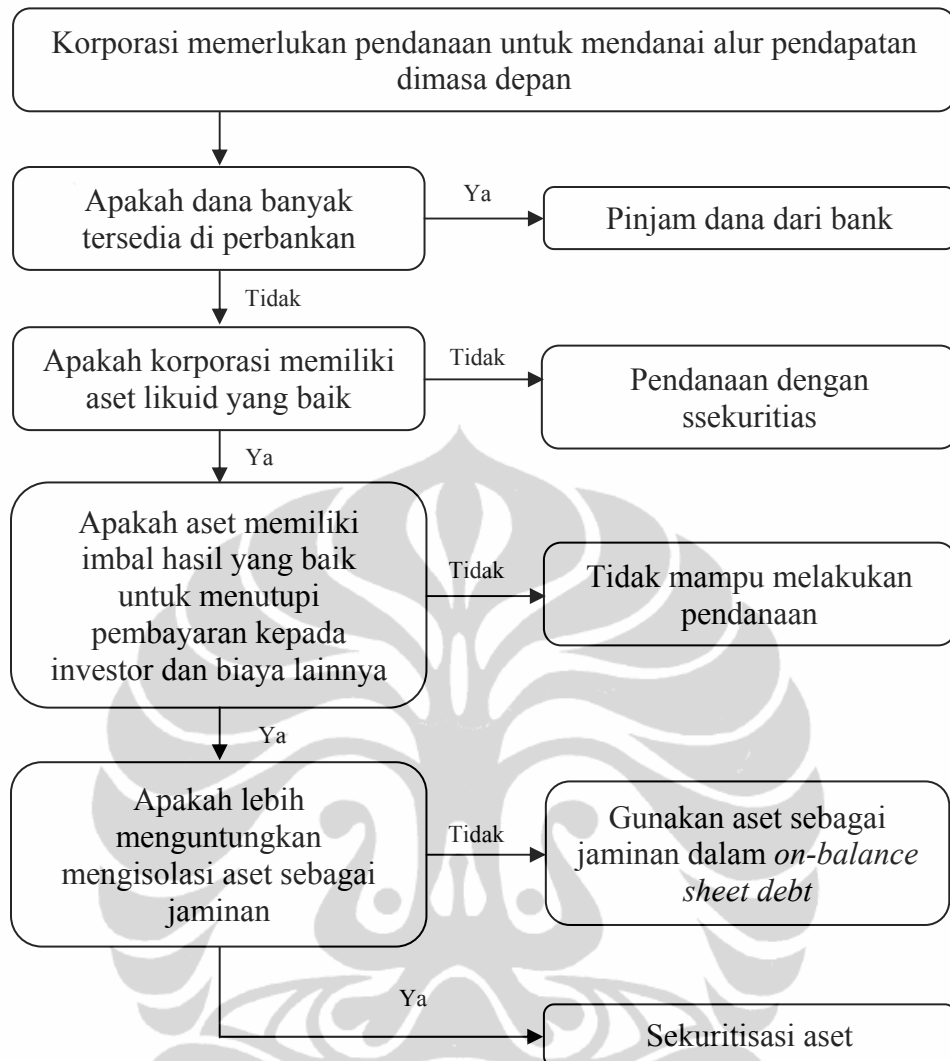
Pendanaan		Bunga pembiayaan	<i>Gross margin</i>
Sumber	Bunga		
Pinjaman	13,66%	16,31%	2,65%
Sekuritisasi	13,50%	16,31%	2,81%
Obligasi	11,36%	16,31%	4,95%

Sumber : data diolah kembali

Walaupun secara kuantitatif diketahui bahwa pendanaan melalui sekuritisasi aset bukanlah alternatif pendanaan termurah, khususnya bagi Perseroan. Namun patut dipertimbangkan pula bahwa tidak seluruh entitas usaha mampu memperoleh pendanaan dengan jalan melakukan sekuritisasi terhadap asetnya.

Bagi sebagian besar entitas usaha, pendanaan yang paling mudah dilakukan adalah melalui pinjaman perbankan. Namun pada saat ketika perekonomian berada pada kondisi yang kurang menguntungkan, tidak jarang pendanaan melalui pinjaman bank justru menjerat debitur dibandingkan sebaliknya. Tingkat suku bunga pinjaman yang cenderung tinggi akan menyulitkan perusahaan pembiayaan seperti Perseroan untuk berkompetisi dengan pesaing-pesaingnya. Situasi ini semakin sulit dengan makin agresifnya perbankan menggarap pasar kredit konsumtif, terutama kredit kepemilikan kendaraan bermotor ataupun mengambil alih perusahaan pembiayaan untuk kemudian menyalurkan dana yang dimilikinya guna memberikan fasilitas pembiayaan konsumen.

Untuk itu, ada beberapa pilihan untuk memperoleh pendanaan yang dapat ditempuh oleh sebuah entitas usaha sebagaimana tergambar dalam alur keputusan pendanaan.



Gambar 4.1
Alur proses pengambilan keputusan pendanaan

Sumber : www.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/abs-cost-benefit.pdf

Bagi beberapa perusahaan, pendanaan dengan menerbitkan efek beragun aset dapat dinilai akan memberikan hasil yang lebih baik daripada penerbitan obligasi. Karena usaha-usaha dan persiapan-persiapan yang harus dilakukan untuk menerbitkan obligasi tidak jauh berbeda dengan penerbitan obligasi. Disamping itu, terdapat keuntungan-keuntungan lain jika melakukan pendanaan melalui penerbitan efek beragun saham dibandingkan dengan pendanaan lainnya. Pada jenis pendanaan lain, seluruh kewajiban harus dicatatkan dan diungkapkan dalam neraca dengan

demikian saldo kewajiban akan terlihat besar di neraca. Namun hal sebaliknya terjadi dengan penerbitan efek beragun aset karena secara sederhana dapat dikatakan bahwa perusahaan ‘menjual’ asetnya untuk memperoleh dana baru. Artinya nilai aset yang ‘dijual’ itu akan dikeluarkan dari neraca perusahaan. Kondisi itu akan memperbaiki performa laporan keuangan karena rasio-rasio keuangan, khususnya yang berkaitan dengan hutang dan kemampuan memperoleh pendapatan akan terlihat lebih baik.

Apabila pendanaan yang akan dilakukan oleh Perseroan dikaitkan dengan peraturan pemerintah terutama seperti yang tertuang dalam Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 84/PMK.012/2006 tanggal 29 September 2006 yang mengatur tentang Perusahaan Pembiayaan maka perusahaan pembiayaan diberlakukan pembatasan, khususnya yang berhubungan dengan pinjaman sebagai berikut:

- Pasal 25 ayat (3)
Jumlah pinjaman bagi setiap Perusahaan Pembiayaan dibandingkan jumlah modal sendiri (*networth*) dan pinjaman subordinasi dikurangi penyertaan (*gearing ratio*) ditetapkan setinggi-tingginya sebesar 10 (sepuluh) kali.
- Pasal 25 ayat (4)
Pinjaman sebagaimana dimaksud pada ayat (3) dapat berasal dari dalam negeri dan/atau luar negeri.
- Pasal 25 ayat (6)
Pinjaman subordinasi yang dapat diperhitungkan dalam perhitungan *gearing ratio* sebagaimana dimaksud pada ayat (3), sebanyak-banyaknya sebesar 50% (lima puluh perseratus) dari modal disetor.

Dengan demikian, penerbitan efek beragun aset dapat menjadi alternatif yang menarik karena sesuai dengan standar akuntansi yang berlaku, perlakuan akuntansi atas transaksi penerbitan efek beragun aset adalah tidak mencatat dan mengakuinya sebagai perubahan dalam unsur

kewajiban melainkan sebagai sekuritisasi aset. Sehingga, walaupun perusahaan pembiayaan telah memperoleh pendanaan dalam nilai yang cukup besar melalui penerbitan efek beragun aset, sisi kewajiban dalam neraca perusahaan pembiayaan tidak akan terpengaruh sama sekali.

Hal tersebut tentunya akan membuat perusahaan pembiayaan menjadi lebih leluasa dalam melakukan ekspansi untuk memperoleh pendanaan karena tidak akan melanggar ketentuan pemerintah yang berlaku.

