

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Pinjaman

2.1.1. Pengertian pinjaman

Secara sederhana, pinjaman dapat diartikan sebagai barang atau jasa yang menjadi kewajiban pihak yang satu untuk dibayarkan kepada pihak lain sesuai dengan perjanjian tertulis ataupun lisan, yang dinyatakan atau diimplikasikan serta wajib dibayarkan kembali dalam jangka waktu tertentu (Ardiyos, 2004).

Dalam ruang lingkup pendanaan bagi perusahaan pembiayaan maka pinjaman adalah merupakan sejumlah dana yang dipinjamkan oleh suatu lembaga keuangan dan debitur wajib mengembalikannya dalam suatu jangka waktu tertentu melalui angsuran pembayaran berupa pokok pinjaman ditambah dengan bunga pinjaman.

2.1.2. Sumber dana pinjaman

Sumber dana pinjaman dapat diperoleh melalui dua cara, yaitu:

- a. Pinjaman dalam negeri (*on-shore loan*) berupa:
 - Pinjaman dalam bentuk mata uang Rupiah maupun asing.
 - Pinjaman melalui sindikasi ataupun bilateral.
 - Pinjaman dengan fasilitas yang mengikat (*committed*) ataupun tidak (*uncommitted*).
- b. Pinjaman luar negeri (*off-shore loan*) berupa:
 - Pinjaman dalam bentuk mata uang asing.
 - Pinjaman melalui sindikasi ataupun bilateral.
 - Pinjaman dengan fasilitas yang mengikat (*committed*) ataupun tidak (*uncommitted*).

2.1.3. Keunggulan dan kelemahan pinjaman

Ada beberapa keunggulan yang diperoleh jika memilih pendanaan melalui pinjaman, diantaranya adalah:

- Proses cepat dan mudah.
- Biaya pengurusan untuk memperoleh pinjaman rendah.
- Proses pengurusan pinjaman sangat sederhana.

Sedangkan kelemahan dari pendanaan melalui pinjaman bank antara lain adalah:

- Jumlah dana yang dapat dicairkan umumnya sangat terbatas.
- Biaya bunga pinjaman pada umumnya relatif tinggi, mengikuti tren pergerakan tingkat suku bunga yang berlaku di pasar.

2.1.4. Mekanisme pinjaman

Secara garis besar, tahapan dalam proses peminjaman dana dapat digambarkan sebagai berikut:

- Calon debitur mengajukan proposal untuk memperoleh fasilitas pinjaman.
- Kreditur akan melakukan penelaahan terhadap persyaratan dan kondisi fasilitas pinjaman.
- Penyelesaian masalah yang berhubungan dengan legal.
- Penandatanganan perjanjian pinjaman.
- Penarikan dana.

Kemudian debitur akan membayar kembali pokok pinjaman yang diterima ditambah dengan bunga dan dilakukan secara berkala dalam jangka waktu yang telah disepakati sebelumnya.

2.2. Obligasi

2.2.1. Pengertian obligasi

Terdapat beberapa definisi yang memberikan pengertian mengenai obligasi, salah satunya adalah obligasi didefinisikan sebagai sertifikat yang menyatakan bahwa seseorang berhutang dalam suatu jumlah tertentu dan berjanji akan mengembalikan pokok hutang beserta tambahan bunga di masa mendatang yang telah ditentukan (Ross, Westerfield, dan Jaffe, 2008).

Sedangkan Bodie, Kane, dan Marcus (2009) mendefinisikan obligasi sebagai surat berharga yang menyatakan bahwa penerbit surat berharga tersebut meminjam sejumlah tertentu uang. Penerbit surat berharga kemudian memiliki kewajiban untuk melunasi hutang tersebut kepada para pemegang surat berharga pada tanggal yang telah ditentukan.

Definisi lain menyebutkan bahwa obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut/pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo (BAPEPAM-LK, n.d.).

Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa obligasi adalah sebuah instrumen keuangan yang memuat perjanjian antara penerbit obligasi dengan investor untuk melakukan pembayaran bunga secara tetap dalam suatu jangka waktu tertentu dan mengembalikan pokok pinjamannya pada akhir masa perjanjian.

2.2.2. Hal-hal yang berkaitan dengan obligasi

Secara umum, terdapat beberapa hal yang berkaitan dengan obligasi, yaitu:

- Kupon dari suatu obligasi mengindikasikan pendapatan periodik yang akan diperoleh oleh pemegang obligasi selama periode kepemilikannya.

- Waktu jatuh tempo adalah tanggal berakhirnya obligasi yang telah ditetapkan secara jelas. Pada tanggal tersebut maka penerbit obligasi wajib melunasi seluruh nilai pokok obligasi ditambah dengan pembayaran kupon terakhir.
- Nilai pokok obligasi adalah nilai nominal yang tercantum dalam obligasi.
- *Indenture* adalah perjanjian antara penerbit dengan pemegang obligasi berkaitan dengan aspek legal dari obligasi.
- Wali amanat (*trustee*) bertindak atas nama pemegang obligasi untuk memastikan bahwa semua provisi indenture telah dipenuhi oleh pihak penerbit obligasi, termasuk didalamnya ketepatan waktu dalam pembayaran kupon dan pokok obligasi.

Selain hal tersebut, terdapat beberapa hal lain yang berkaitan dengan saat jatuh temponya suatu obligasi, yaitu:

- Opsi *call* yang memberikan hak kepada penerbit obligasi untuk melunasi obligasinya sebelum tanggal jatuh tempo.
- Opsi *put*, yaitu hak yang diberikan kepada pemegang obligasi untuk meminta pelunasan lebih awal dari obligasi yang dipegangnya.
- *Sinking fund*, yaitu penyalangan dana oleh penerbit obligasi yang dilakukan secara bertahap dan rutin. Dana tersebut akan dititipkan kepada wali amanat dengan tujuan untuk memperingan beban keuangan pada saat pelunasan pokok obligasi.

2.2.3. Tingkat kupon obligasi

Berdasarkan tingkat suku bunga maka kupon obligasi dapat dibagi menjadi:

- *Fixed rate*, yaitu obligasi yang mempunyai kupon tetap sampai dengan tanggal jatuh temponya.
- *Floating rate*, yaitu obligasi dengan kupon yang secara berkala disesuaikan dengan mengacu pada tingkat suku bunga instrumen keuangan yang lain ditambah dengan sejumlah premi.
- *Zero-coupon bond*, yaitu obligasi yang diterbitkan tanpa kupon. Obligasi ini diterbitkan dengan tingkat diskonto tertentu dan pada saat jatuh tempo akan dibayarkan secara penuh pada nilai parinya.

Penentuan besarnya kupon obligasi pada umumnya ditentukan berdasarkan pada hasil pemeringkatan yang menunjukkan tingkat kelayakan penerbit obligasi. Peringkat yang rendah dapat menjadi indikasi bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang kurang menguntungkan dan berpotensi untuk mengalami kesulitan keuangan dalam pembayaran kembali pokok dan kupon obligasi.

Agar peringkat akhir yang diperoleh oleh perusahaan didapat secara objektif, proses pekerjaan pemeringkatan umumnya dilakukan oleh lembaga pemeringkat independen. Beberapa lembaga pemeringkat terkemuka yang hasil akhir pemeringkatannya sering dijadikan acuan oleh investor-investor di seluruh dunia diantaranya adalah Moody's dan Standard & Poor's. Kedua lembaga tersebut mengklasifikasikan obligasi kedalam beberapa kategori sebagai berikut:

Tabel 2.1
Klasifikasi peringkat obligasi

Peringkat	Standard & Poor's	Moody's
<i>Highest grade</i>	AAA	Aaa
<i>High grade</i>	AA	Aa
<i>Upper medium</i>	A	A
<i>Lower medium</i>	BBB	Baa
<i>Marginally speculative</i>	BB	Ba
<i>Highly speculative</i>	B	B, Caa
<i>Default</i>	D	Ca, C

Sumber : Wild, J., Bernstein, L, and Subramanyam, K.R,
Financial Statements Analysis, 7th edition.

Klasifikasi peringkat obligasi tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut:

Tabel 2.2
Pengertian peringkat obligasi

Peringkat	Keterangan
AAA	Kesanggupan untuk memenuhi kewajiban “sangat kuat”
AA	Berbeda tipis dengan AAA
A	Lebih rentan untuk berubah kondisinya – “kuat” daripada “lebih kuat”
BBB	Cenderung terpengaruh untuk berubah tetapi “cukup” terlindungi
BB	Ketidakpastian mungkin mengarahkan kepada kekurangmampuan untuk memenuhi janji
B	Ketidakpastian cenderung merusak kemampuan untuk memenuhi janji
CCC	Rentan untuk tidak memenuhi janji kecuali ada perbaikan kondisi
CC	Sangat rentan untuk tidak memenuhi janji
C	Dapat memenuhi janji pada saat ini walaupun sangat tidak mampu
D	Sangat tidak mampu
NR	Tidak memiliki peringkat

Sumber : Temple, P., First Steps in Bonds

Kupon obligasi sendiri merupakan suatu fungsi dari risiko gagal bayar yang dicerminkan dari peringkat obligasi tersebut (Damodaran, 2001). Jika peringkat adalah alat ukur yang memadai untuk mengukur suatu risiko gagal bayar maka obligasi dengan peringkat yang tinggi akan

memberikan tingkat kupon yang lebih rendah jika dibandingkan dengan obligasi yang memiliki peringkat yang lebih rendah.

Dalam upaya untuk menentukan peringkat tersebut maka alat ukur yang digunakan adalah 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:

$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest expense}} \quad (2.1)$$

Rasio yang diperoleh selanjutnya dikonversikan untuk menentukan peringkat serta *spread* dari obligasi ke dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 2.3
Default spread

Rentang rasio		Peringkat	Default spread
-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

Spread tersebut menggambarkan tambahan premi di atas *risk-free rate of return* atas risiko gagal bayar yang ditanggung oleh investor.

2.2.4. Penentuan harga obligasi

Nilai pasar dari suatu obligasi adalah nilai kini dari keseluruhan jumlah aliran kas masa yang akan datang dari kupon dan pokok obligasi (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009). Jika saat jatuh tempo disebut dengan T dan kupon obligasi disebut sebagai r maka nilai obligasi dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{Bond value} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Coupon}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Par value}}{(1+r)^T} \quad (2.2)$$

Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai obligasi dari persamaan diatas diantaranya adalah:

- Saat jatuh tempo yang tercermin dari besarnya periode pembayaran kupon T . Dengan asumsi bahwa variabel-variabel lainnya adalah konstan maka semakin panjang periode jatuh tempo maka nilai obligasi akan semakin menurun dan demikian pula sebaliknya.
- Peringkat obligasi yang tercermin dari besaran tingkat kupon obligasi. Semakin rendah peringkat obligasi maka semakin tinggi kupon obligasi sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung oleh pemegang obligasi. Dengan demikian, jika variabel-variabel lainnya dianggap konstan maka semakin tinggi tingkat kupon yang diberikan, semakin rendah nilai obligasi.
- Likuiditas suatu obligasi akan mempengaruhi tingkat diskonto obligasi. Semakin tidak likuid obligasi maka tingkat diskonto akan semakin tinggi. Sehingga jika variabel-variabel lainnya tetap konstan akan menghasilkan nilai obligasi yang semakin rendah.

2.2.5. Keunggulan dan kelemahan obligasi

Keunggulan yang dapat diperoleh dari penerbitan obligasi diantaranya adalah:

- Jumlah pendanaan yang dapat diperoleh cukup besar melebihi pendanaan yang diperoleh melalui pinjaman.
- Sumber dana lebih luas karena obligasi dapat ditawarkan kepada beberapa pihak sekaligus.
- Jangka waktu jatuh tempo obligasi lebih panjang, umumnya berada pada kisaran tiga tahun.
- Emiten dapat memperoleh kupon obligasi yang lebih rendah karena peringkat emiten yang tinggi jika ditunjang oleh kinerja emiten yang baik.

Sedangkan kelemahan dari penerbitan obligasi antara lain:

- Peringkat emiten sangat dipengaruhi oleh hasil kinerja emiten. Sehingga jika pendanaan dibutuhkan pada saat kinerja perusahaan kurang baik maka emiten akan berpotensi menanggung beban kupon obligasi yang lebih tinggi.
- Jangka waktu yang relatif panjang antara saat penawaran sampai dengan penerimaan dana dari hasil penjualan obligasi secara efektif diterima oleh emiten.
- *Opportunity loss* apabila hasil penerbitan obligasi setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang dikeluarkan sehubungan dengan penerbitan obligasi tidak sebesar yang direncanakan sebelumnya.

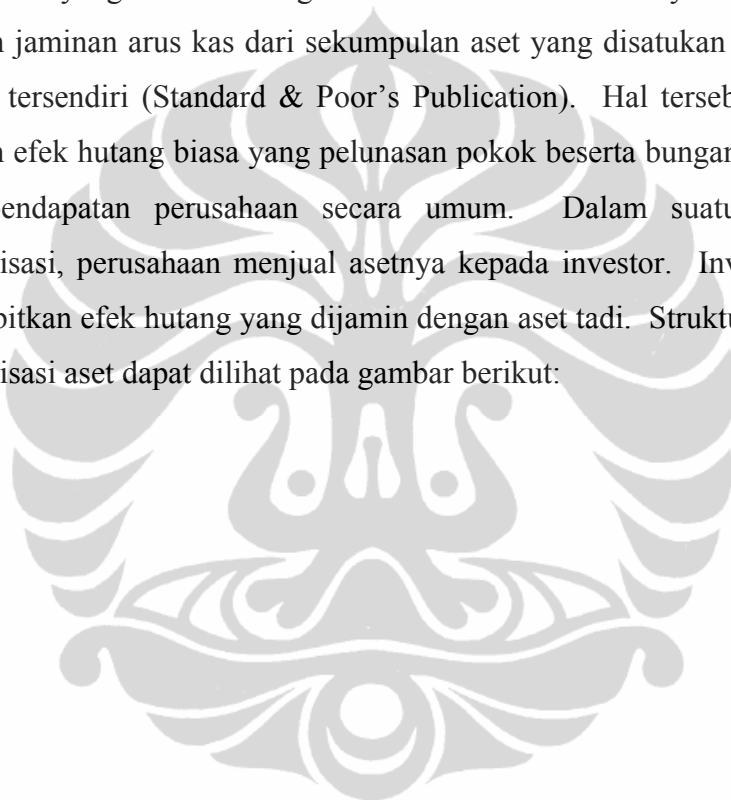
2.3. Efek Beragun Aset

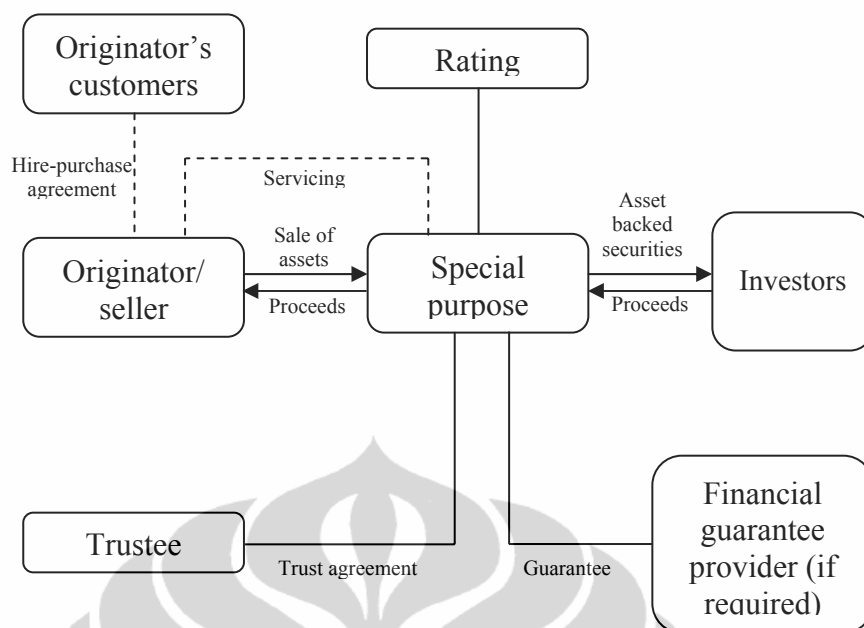
2.3.1. Struktur dasar sekuritisasi aset

Dalam keputusan Ketua BAPEPAM No. KEP-28/PM/2003, efek beragun aset diartikan sebagai *efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif efek beragun aset yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan kartu kredit, tagihan yang timbul dikemudian hari, pemberian kredit termasuk*

kredit kepemilikan rumah atau apartemen, efek bersifat hutang yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan kredit (credit enhancement), serta aset keuangan setara dan aset keuangan lain yang berkaitan dengan aset keuangan tersebut.

Sekuritisasi merupakan penjualan instrumen keuangan di pasar terbuka dengan dijamin dengan sejumlah aset (Lederman, 1990). Dalam penjelasan versi Standard & Poor's, sekuritisasi ditandai dengan adanya kewajiban yang timbul sebagai akibat dari diterbitkannya efek hutang dengan jaminan arus kas dari sekumpulan aset yang disatukan dalam satu entitas tersendiri (Standard & Poor's Publication). Hal tersebut berbeda dengan efek hutang biasa yang pelunasan pokok beserta bunganya diambil dari pendapatan perusahaan secara umum. Dalam suatu transaksi sekuritisasi, perusahaan menjual asetnya kepada investor. Investor akan menerbitkan efek hutang yang dijamin dengan aset tadi. Struktur transaksi sekuritisasi aset dapat dilihat pada gambar berikut:





Gambar 2.1
Proses sekuritisasi aset

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

Alur pada gambar diatas dapat diuraikan sebagai berikut:

- Adanya transfer aset dari penerbit (*originator*) kepada *special purpose vehicle (SPV)*. Pengalihan tersebut dalam bentuk penjualan langsung dari penerbit kepada *SPV*. Penetapan harga jual ditetapkan berdasarkan nilai kini dari estimasi arus kas yang akan dihasilkan oleh piutang dimasa yang akan datang dengan tingkat diskonto yang berlaku bagi *marketable security* di pasar.
- *SPV* menerbitkan efek beragun aset yang ditawarkan kepada publik dengan tingkat bunga tertentu. Ketentuan-ketentuan yang melekat dalam kontrak atas transaksi ini sama halnya dengan *debenture* dalam penerbitan obligasi atau efek hutang lainnya yang didalamnya memuat pokok hutang, bunga, termin pembayaran, dan jatuh tempo efek.

- Hasil penjualan efek akan ditransfer oleh *SPV* kepada *originator* untuk selanjutnya digunakan dalam mendanai bisnis perusahaan.
- *Servicing agreement* antara *originator* dan *SPV* memberikan wewenang kepada *SPV* untuk melakukan penagihan piutang *originator* langsung kepada para pelanggan *originator*. Atas jasa tersebut maka *SPV* mendapatkan imbalan berupa *servicing fee*.
- Peranan *trustee* diawali pada saat penerimaan kas dari *SPV*. *Trustee* menyimpan dana tersebut dalam *trust account* yang digunakan untuk menampung dana hasil penagihan piutang yang disekuritisasi. Dana tersebut terpisah dan ditujukan semata-mata untuk kepentingan investor sebagai pemegang sertifikat yang berhak atas bunga dan pokok hutang.
- *Financial guarantee provider* berperan untuk memberikan tambahan penjaminan dalam transaksi sekuritisasi yang disebut sebagai *credit enhancement* untuk meminimalisir kemungkinan wanprestasi sekaligus menaikkan peringkat efek yang akan diterbitkan oleh *SPV*. Bentuk tambahan jaminan yang diberikan umumnya berupa tambahan 5% - 100% dari nilai nominal efek yang akan diterbitkan.
- Serupa dengan penawaran publik instrumen hutang lainnya maka *underwriting scheme* yang sudah disiapkan oleh *originator* akan dinilai oleh lembaga pemeringkat independen guna memberikan *peringkat* yang paling sesuai sehubungan dengan kemampuan penerbit efek dalam memenuhi kewajiban kepada kreditur-krediturnya. Disamping menilai kelayakan kredit dari *SPV* maka pemeringkatan efek beragun aset juga tidak bisa terlepas dari penilaian terhadap *originator* sebagai pihak yang menjaminkan asetnya.

Dalam transaksi sekuritisasi aset, pemindahan hak kepemilikan atas aset ini dapat diperlakukan sebagai penjualan (*true sale*) dan secara akuntansi dikeluarkan dari neraca (*off-balance sheet*) atau penjaminan (*collateralized borrowing*) dan masih diakui sebagai aset dalam neraca.

Namun, pada umumnya, pemindahan aset dalam sekuritisasi aset dilakukan dengan secara penjualan. Dengan demikian, *originator* terbebas dari kewajiban untuk membeli kembali aset yang telah dijual tersebut bila terjadi wanprestasi dalam pembayaran kembali oleh *obligor*.

2.3.2. Tipe dan struktur sekuritisasi aset

Sekuritisasi aset dilakukan dengan berdasarkan pada aliran kas dan kondisi aset yang diharapkan diterima dimasa yang akan datang. Dengan demikian, kedua hal tersebut akan berpengaruh terhadap tipe sekuritas yang akan diterbitkan. Berdasarkan struktur sekuritisasi aset yang digunakan maka sekuritas dapat dibagi menjadi (Lederman, 1990):

- *Collateralized debt obligation*
Pinjaman diberikan melalui penerbitan instrumen hutang dengan jaminan aset untuk mendukung pembayaran kembali pinjaman yang diterima. Untuk itu, aset yang dijaminkan itu harus dinilai berdasarkan nilai pasar dalam menghasilkan aliran kas.
- *Pass-through obligation*
Seluruh tagihan berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman dijual langsung kepada *SPV* yang selanjutnya akan menerbitkan sertifikat sekuritas kepada investor tanpa melakukan konfigurasi ulang atau pengelompokkan aliran kas baru. Pada *pass-through obligation*, aliran kas dari aset merupakan *underlying* bagi penerbitan instrumen pinjaman tersebut. Seluruh pembayaran pokok dan bunga yang diterima oleh *originator* langsung diteruskan kepada *grantor trust* melalui *trust account* secara periodik. *Grantor trust* kemudian akan menggunakan dana tersebut untuk pembayaran kepada investor pemegang sertifikat sekuritas. Sementara margin yang diperoleh dari selisih antara bunga yang dibebankan kepada *obligor* dengan bunga yang dibayarkan kepada investor akan digunakan untuk membayar imbalan kepada *servicer*, *guarantor*, dan pengeluaran-pengeluaran lainnya.

- *Pay-through obligation*

Pada *pay-through obligation*, dilakukan konfigurasi kembali tagihan atas aliran kas menjadi kelompok-kelompok aliran kas sebelum aset dialihkan kepada *SPV*. Selanjutnya, *SPV* akan mengubah kelompok-kelompok aliran kas itu menjadi beberapa sekuritas yang didukung oleh aliran kas dari aset itu sebelum menjualnya kembali kepada investor.

Struktur *pass-through obligation* biasanya dilakukan terhadap sekuritisasi atas tagihan kredit kepemilikan rumah dan dikembangkan untuk tagihan kredit kepemilikan kendaraan bermotor. Sedangkan struktur *pay-through obligation* sering digunakan untuk sekuritisasi atas tagihan kartu kredit.

Pada struktur *pay-through obligation*, pengelolaan arus kas yang aktif sangat diperlukan mengingat *back-up* berupa tagihan kartu kredit umumnya berjangka pendek (antara 5-10 bulan) dibandingkan dengan rata-rata jatuh tempo sekuritasnya sendiri (24-36 bulan). Cara *pay-through* ini bisa juga digunakan untuk sekuritisasi tagihan kredit kepemilikan kendaraan bermotor dengan melalui pengembangan *multiclass structure* atas sekuritas yang diterbitkan, yaitu dengan mencocokkannya dengan variasi jatuh tempo dari tagihan-tagihan itu. Salah satu *credit enhancement* yang dapat dilakukan adalah dengan menggunakan *guaranteed investment contract* yang menjamin adanya aliran kas masuk sebelum jatuh tempo pembayaran.

Guna menjamin kepastian dari aliran kas yang nantinya akan digunakan membayar kembali pinjaman maka dapat dilakukan *credit enhancement* atas sekuritas yang diterbitkan. *Credit enhancement* adalah upaya yang dilakukan untuk meningkatkan kualitas kredit yang melekat pada aset yang disekuritisasi dan mengurangi risiko. Cara ini akan menguntungkan dan melindungi *originator* dan investor.

2.3.3. *Credit enhancement*

Beberapa bentuk *credit enhancement* yang umum digunakan dalam sekuritisasi aset adalah (Lederman, 1990):

- *Overcollateralization*
Overcollateralization adalah upaya untuk menaikkan peringkat kredit dengan jalan mengalihkan jumlah aset yang lebih besar dibandingkan dengan nilai sekuritas yang diterbitkan oleh *SPV*. Dengan demikian, jika salah satu *obligor* mengalami wanprestasi maka akan ditutupi dengan aliran kas dari *obligor* lainnya. Apabila pada saat jatuh tempo sekuritas masih terdapat sisa aset yang tidak digunakan maka aset itu akan dikembalikan kepada *originator* yang selanjutnya dapat disekuritisasi kembali.
- *Spread account*
Pihak penjual menyisihkan sebagian selisih bunga atas pendapatan bunga rata-rata dari pemberian kredit dengan biaya dana atas sekuritisasi yang dijual dan ditampung pada suatu rekening khusus serta tidak boleh dicampur dengan pendapatan lain *originator*. *Servicer* harus melakukan tugas administrasi untuk pengumpulan *spread* dimaksud.

- *Letter of credit*
Berupa surat jaminan yang dikeluarkan oleh bank penjamin, umumnya bank terkemuka untuk melindungi atau menjamin risiko serta menaikkan peringkat kredit dari sekuritas yang diterbitkan oleh *SPV*.
- *Financial guarantee*
Jaminan finansial untuk mendukung sekuritas yang diterbitkan dan harus dikeluarkan oleh perusahaan penjamin yang telah memiliki reputasi internasional dan memiliki peringkat AAA. Dengan adanya jaminan ini maka risiko kredit atas transaksi dapat ditutup dan mempermudah akses ke pasar sekuritas internasional.
- *Reserve fund*
Originator menyisihkan sebagian dana miliknya ke dalam suatu rekening khusus sebagai cadangan. Dana cadangan itu akan digunakan sewaktu-waktu jika terjadi ketidakcukupan pembayaran kepada investor pada saat jatuh tempo sekuritas.
- *Subordination*
Penempatan bagian dari tagihan bunga dan pokok sebagai subordinasi transaksi. Perlakuan yang dilakukan ini dapat menutupi risiko namun akan menaikkan biaya. Pada umumnya *subordination* diperlukan bila terjadi kesulitan dalam menempatkan sekuritas yang diterbitkan.
- *Swap*
Dukungan kredit ini diberikan dengan melakukan lindung nilai atas aliran kas dengan *swap provider* untuk mengurangi risiko dari transaksi sekuritisasi yang melewati batas negara.
- *Professional player*
Dengan menggunakan jasa dari pihak-pihak yang terlibat dalam sekuritisasi aset seperti *arranger*, penjamin emisi, wali amanat, lembaga pemeringkat, kantor pengacara, akuntan publik, dan sebagainya. Wali amanat adalah sebagai pihak yang disepakati untuk mewakili kepentingan investor akan melakukan tugas-tugas

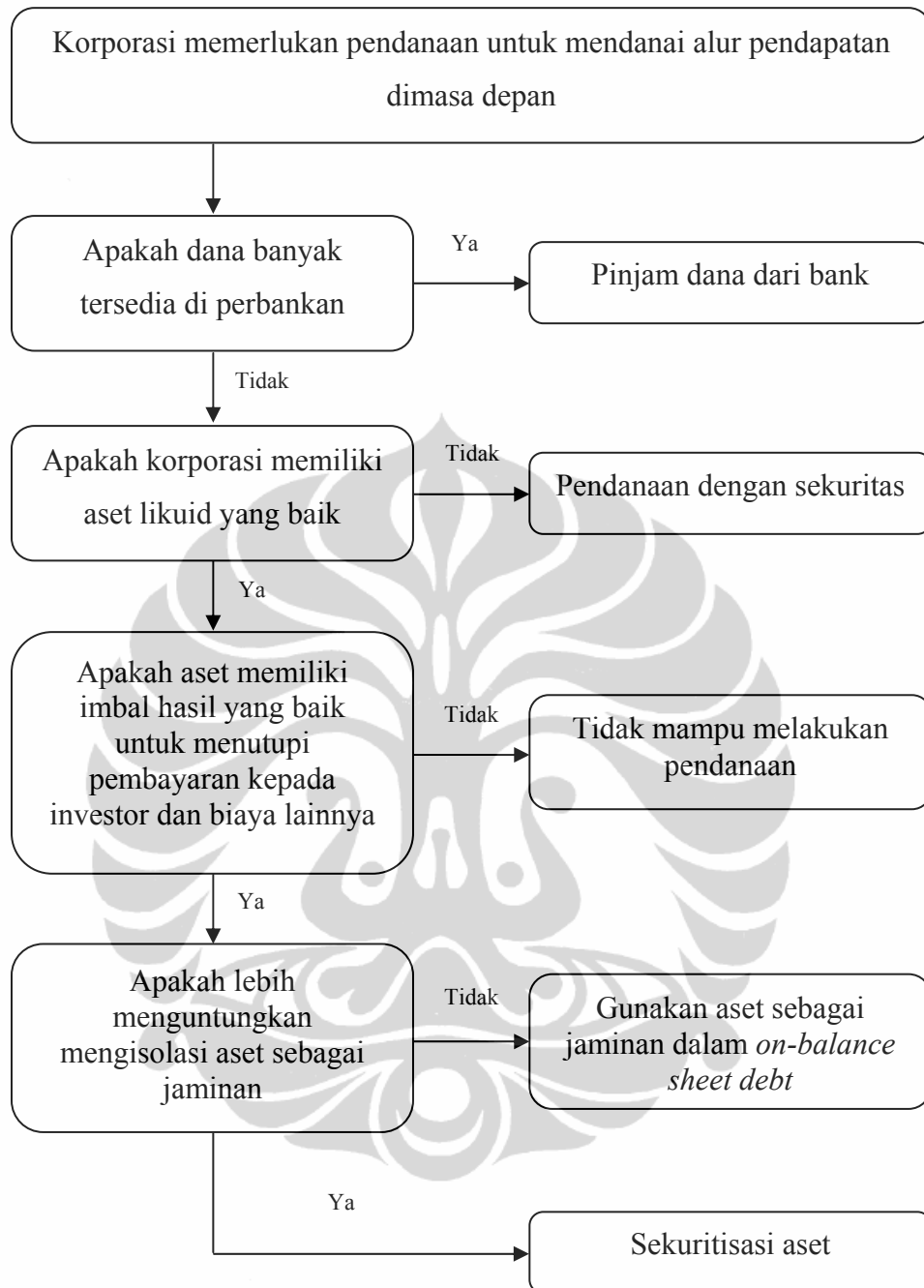
administrasi. Wali amanat juga mengawasi aliran kas berdasarkan struktur yang telah disepakati guna menyokong apabila *servicer* melakukan wanprestasi sehingga mempengaruhi kewajiban pembayaran kepada investor.

- *Special purpose vehicle (SPV)*

Special purpose vehicle adalah suatu lembaga yang dibentuk semata-mata untuk membeli aset berupa tagihan dari *originator* dan menerbitkan instrumen hutang untuk dijual kepada investor. Maksud pendirian lembaga ini adalah untuk mengisolasi tagihan-tagihan milik *originator* dari segala kemungkinan sebagai akibat jatuh bangkrutnya *originator*. Lembaga khusus ini dapat dibentuk oleh *originator* sendiri atau menggunakan jasa lembaga keuangan yang sudah ada.

2.3.4. Analisis *cost-benefit* dari sekuritisasi aset

Keputusan untuk melakukan sekuritisasi aset sebagai pilihan pendanaan didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan yang menyangkut kelebihan dan kelemahan sekuritisasi. Dalam keadaan dimana mengeluarkan aset dari neraca lebih menguntungkan jika dibandingkan dengan hal sebaliknya maka sekuritisasi aset adalah pilihan yang lebih baik.



Gambar 2.2
Alur pengambilan keputusan sekuritisasi

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

Bagan alur di atas memberikan gambaran tentang proses pengambilan keputusan untuk memilih alternatif pendanaan termasuk dasar pertimbangan untuk melakukan sekuritisasi. Dari gambaran proses tersebut, terlihat bahwa untuk memilih sekuritisasi sebagai alternatif pendanaan dilakukan setelah melakukan pengujian terhadap pemenuhan syarat-syarat tertentu. Hal-hal penting yang menjamin keberhasilan transaksi sekuritisasi aset meliputi (Giddy, 1999):

- Ketidaksempurnaan pasar mutlak harus ada.
- Adanya isolasi aset sehingga membuatnya lebih teridentifikasi, lebih aman, serta lebih likuid.
- Adanya pemindahan risiko kepada entitas lain sehingga lebih mudah melakukan evaluasi.
- Diterbitkannya efek yang dapat diperdagangkan.
- Diperlukan biaya-biaya untuk memperoleh informasi mengenai bisnis dan kinerja originator.
- Penerbit efek dihadapkan pada keterbatasan pendanaan dan peraturan-peraturan mengenai permodalan.
- Adanya dukungan dari pemerintah berupa peraturan-peraturan sebagai pedoman yang mengatur dan melindungi pelaku dalam meminjam dana masyarakat.

Sehubungan dengan transaksi sekuritisasi yang dilakukan maka *originator* dihadapkan pada beban berupa biaya-biaya yang disebabkan karena kompleksitas struktur transaksi. Biaya-biaya yang timbul tersebut antara lain (Giddy, 1999):

- Biaya bunga atas efek hutang yang diterbitkan.
- Biaya-biaya yang berhubungan dengan penjualan surat hutang kepada publik.
- Kemungkinan penambahan jaminan melalui mekanisme credit enhancement dengan tujuan untuk memastikan kemampuan originator dalam melunasi kewajibannya.

- Biaya-biaya untuk membayar jasa profesi seperti akuntan publik dan penasihat hukum untuk mendukung transaksi.
- Biaya pemeringkatan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat.

2.3.5. Keuntungan dari sekuritisasi aset

Sekuritisasi aset dapat memberikan keuntungan bagi pelakunya, diantaranya adalah (Kuhn, 1990; Giddy, 1999; Fabozzi dan Modigliani, 1996):

- Mengeluarkan aset dari neraca (*off-balance sheet financing*)
Dengan memisahkan aset dari neraca maka investor akan melihat adanya jaminan kepastian terhindar dari berbagai macam klaim serta risiko wanprestasi yang berpotensi mengganggu aliran kas investor. Bagi *originator*, hal ini akan memberikan kemungkinan untuk memperoleh dana yang lebih besar dari pasar untuk mendanai pengembangan bisnis dengan menanggung beban bunga yang lebih rendah karena peringkat hutang struktur efek beragun aset adalah lebih tinggi.
- Pendanaan lebih murah
Aset berkualitas baik yang dimiliki oleh perusahaan dapat digunakan untuk membentuk efek dengan kualitas kredit lebih tinggi dan oleh karena itu dapat meminjam dana dari pasar dengan bunga yang lebih rendah.
- *Non-disclosure*
Untuk perusahaan-perusahaan non-Amerika Serikat, sekuritisasi aset memberikan pilihan pendanaan yang tidak memerlukan pengungkapan keuangan secara menyeluruh kepada otoritas pasar modal, lembaga pemeringkat, maupun investor.

- Pengelolaan aset yang lebih baik
Sekuritisasi aset mempengaruhi kemampuan *originator* dalam pengelolaan aset dan kewajibannya. Struktur sekuritisasi menghindarkan *originator* dari *repayment risk* kepada investor. Meningkatnya kemampuan pengelolaan aset-kewajiban serta terpenuhinya kebutuhan modal merupakan motivasi yang mendorong perusahaan untuk memilih sekuritisasi dibandingkan dengan keinginan untuk mengurangi risiko wanprestasi.
- Pertumbuhan portofolio yang lebih tinggi
Industri sektor finansial cenderung terus menumbuhkan kemampuannya untuk menjadi lebih besar namun potensi tersebut kerap terkendala oleh ketersediaan dana. Penjualan aset melalui sekuritisasi memberikan cara yang relatif mudah dan cepat dalam hal perolehan dana.

2.3.6. Evaluasi terhadap risiko kredit

Untuk memberikan penilaian terhadap kelayakan dari efek beragun aset, Standard & Poor's (2001) menetapkan faktor-faktor fundamental yang secara langsung ataupun tidak langsung akan berpengaruh terhadap struktur transaksi sekuritisasi. Faktor-faktor itu meliputi dua kelompok analisis. Pertama adalah analisis terhadap perusahaan (*corporate finance analysis*) dan yang kedua adalah analisis terhadap struktur transaksi sekuritisasi itu sendiri (*structured finance analysis*).

Corporate finance analysis meliputi:

- Fundamental bisnis dari *originator*
Memberikan gambaran mengenai bagaimana perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan pendapatan. Dalam metodologi pemeringkatan, penilaian terhadap fundamental bisnis berkontribusi paling besar terhadap hasil akhir penilaian kelayakan efek hutang yang diterbitkan.

- **Kinerja keuangan**
Kinerja keuangan merupakan cerminan dari kegiatan usaha yang dilakukan. Penilaian terhadap risiko finansial dilakukan berdasarkan kinerja keuangan setidaknya-tidaknya untuk lima periode terakhir.
- **Profitabilitas**
Profitabilitas memberikan gambaran mengenai kemampuan perusahaan dalam mengelola aset-asetnya guna memperoleh pendapatan.
- **Prospek pertumbuhan perusahaan**
Berdasarkan pada kajian mengenai kekuatan perusahaan saat ini dan didukung dengan kemampuannya secara historis dalam menjalankan aktivitas usahanya maka dapat disusun suatu prediksi mengenai kinerja perusahaan dimasa yang akan datang. Proyeksi dapat dilakukan sampai dengan lima tahun kedepan dengan penekanan pada dua tahun pertama.
- **Kerentanan terhadap perubahan teknologi dan regulasi**
Keberadaan perusahaan tidak terlepas dari ruang lingkup lingkungan tempatnya beroperasi. Termasuk di dalamnya adalah perkembangan teknologi dan perubahan regulasi yang berpengaruh secara langsung ataupun tidak langsung dengan kinerja perusahaan. Perubahan-perubahan dalam lingkungan itu dapat mempengaruhi kinerja secara positif maupun negatif.

Sedangkan faktor yang kedua, yaitu *structured finance analysis* mencakup:

- **Industri tempat *originator* melakukan aktivitas usaha**
Ruang lingkup industri jelas sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Untuk usaha yang berorientasi kepada ekspor, kinerja perusahaan tidak saja terpengaruh oleh kondisi industri domestik tetapi juga oleh kondisi internasional. Hal ini karena perusahaan tidak saja bersaing dengan kompetitor lokal tetapi juga berkompetisi dengan pesaing internasional lainnya dalam memperebutkan pasar ekspor.

- **Proyeksi arus kas**
Proyeksi arus kas merupakan fungsi strategis perusahaan dimasa yang akan datang. Proyeksi mengenai kebutuhan tambahan dana untuk investasi untuk menaikkan kapasitas produksi akan mempengaruhi penjualan dimasa yang akan datang.
- **Risiko pihak ketiga (*obligor risk*)**
Arus kas yang diandalkan untuk memenuhi pembayaran kepada pemegang efek beragun aset diperoleh dari tagihan atas piutang yang timbul karena adanya penjualan secara kredit. Dalam struktur efek beragun aset, pelanggan itu disebut sebagai *obligor*. Risiko efek beragun aset akan meningkat jika *obligor* tidak mampu memperlihatkan komitmen yang tinggi dalam pembayaran kewajibannya. Untuk itu diperlukan analisis yang lebih mendalam untuk mengukur risiko ini.
- **Prosedur dan termin pembayaran hutang**
Mekanisme pembayaran dalam struktur efek beragun aset juga berperan dalam penentuan kualitas kredit dalam struktur efek beragun aset itu sendiri. Oleh karena itu, mekanisme dan struktur pembayaran harus dirancang sedemikian rupa sehingga mencerminkan arus kas yang memadai bagi pemegang efek beragun aset selaku kreditur dalam struktur.