



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**AKTIFITAS PENDANAAN MELALUI SEKURITISASI ASET  
DAN IMPLIKASI PERPAJAKANNYA  
(STUDI KASUS PT LIPPO KARAWACI TBK)**

**TESIS**

**NAMA : IRWAN HAREFA  
NPM : 0706195730**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
KONSENTRASI PERPAJAKAN**

**JAKARTA  
MARET 2010**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**AKTIFITAS PENDANAAN MELALUI SEKURITISASI ASET  
DAN IMPLIKASI PERPAJAKANNYA  
(STUDI KASUS PT LIPPO KARAWACI TBK)**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat memperoleh gelar Magister Akuntansi**

**NAMA : IRWAN HAREFA  
NPM : 0706195730**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
KONSENTRASI PERPAJAKAN**

**JAKARTA  
MARET 2010**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama : Irwan Harefa**  
**NPM : 0706195730**

**Tanda Tangan : .....**  
**Tanggal : 25 Maret 2010**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Irwan Harefa

NPM : 0706195730

Program Studi : Magister Akuntansi

Judul Tesis : **Aktifitas Pendanaan Melalui Sekuritisasi Aset dan Implikasi Perpajakannya (Studi Kasus PT Lippo Karawaci Tbk)**

**Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.**

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Widi Widodo (.....)

Penguji : Yohanes, M.Si., Ak. (.....)

Penguji : Christine, M.Int. Tax. (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 25 Maret 2010

## UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan karuniaNya, saya dapat menyelesaikan karya akhir ini. Penulisan karya akhir ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan karya akhir ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan karya akhir ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Dr. Widi Widodo, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan karya akhir ini;
- (2) Seluruh dosen/staf pengajar saya pada waktu kuliah di Program Studi Magister Akuntansi Universitas Indonesia, yang tidak dapat saya sebutkan satu-persatu;
- (3) Orang tua dan keluarga saya, khususnya isteri tercinta Monikah dan 2 putra tersayang, Jovan F.P. Harefa dan Oscar F.P. Harefa, yang telah memberikan bantuan dukungan material dan moral; dan
- (4) Sahabat saya para mahasiswa Maksi UI 2007-I Sore: Yudho, Chaerul, Bestian, Jefry, Prima, Wendy, Darmawan, Julianto serta Hani, Ajeng dan Mona, yang telah banyak membantu saya selama menempuh pendidikan Magister Akuntansi UI maupun dalam menyelesaikan karya akhir ini.

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga karya akhir ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Bogor, 21 April 2010

Penulis

Irwan Harefa

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Irwan Harefa  
NPM : 0706195730  
Program Studi : Magister Akuntansi  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

demikian demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**Aktifitas Pendanaan melalui Sekuritisasi Aset dan Implikasi Perpajakannya  
(Studi Kasus PT Lippo Karawaci Tbk)**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada tanggal : 21 April 2010  
Yang menyatakan

(Irwan Harefa)

## ABSTRAK

Nama : Irwan Harefa  
Program Studi : Magister Akuntansi  
Judul : Aktifitas Pendanaan melalui Sekuritisasi Aset dan Implikasi Perpajakannya (Studi Kasus PT Lippo Karawaci Tbk)

Tujuan karya akhir ini adalah untuk mengetahui struktur dan proses sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura dan dampaknya terhadap *wighted average cost of capital* (WACC) perusahaan, mengetahui aspek perpajakan yang terkait dengan kegiatan sekuritisasi aset oleh PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura, serta manfaat pajak (*tax benefit*) yang diperoleh kegiatan sekuritisasi aset tersebut. Proses sekuritisasi aset akan selalu mengandung berbagai masalah yang terkait dengan hukum, akuntansi dan pajak. Di Indonesia khususnya, sekuritisasi aset berkaitan dengan aspek hukum, dimana sampai saat ini Undang-Undang Sekuritisasi belum juga berhasil diwujudkan. Ditinjau dari aspek perpajakan, sekuritisasi aset dapat digunakan sebagai sarana untuk menghindari kewajiban perpajakan. Demikian pula apabila ditinjau dari aspek akuntansi, berkaitan dengan masalah yang dihadapi dalam penyusunan laporan keuangan konsolidasi apabila suatu perusahaan memiliki *Special Purpose Company* atau *Special Purpose Entities* tersebut.

Kata Kunci: pendanaan, sekuritisasi aset, *Weighted Average Cost Of Capital*, *Special Purpose Entities/Company*, *tax benefit*.

## ABSTRACT

Name : Irwan Harefa  
Study Program : *Master of Accounting*  
Title : *Financing Activity with Asset Securitization and Tax Implication (Case Study PT Lippo Karawaci Tbk)*

*The purpose of this study was to determine the structure and process of asset securitization by PT Lippo Karawaci Tbk in Singapore and the impact on the company weighted average cost of capital (WACC), study the tax aspects related to asset securitization activities by PT Lippo Karawaci Tbk for assets securitization in Singapore, and tax benefits obtained the asset securitization activities. The process of asset securitization will always contain a variety of issues relating to legal, accounting and taxes. In Indonesia particular, asset securitization related to legal aspects, which until now Securitization Act have no successfully implemented. The aspect of taxation, asset securitization can be used as tool to avoid tax obligations. Similarly, when viewed from the aspect of accounting, related to problems encountered in the preparation of consolidated financial statements when a company has the Special Purpose Company or Special Purpose Entities.*

*Keywords: financing, asset securitization, Weighted Average Cost Of Capital, Special Purpose Entities/Company, tax benefit.*

## DAFTAR ISI

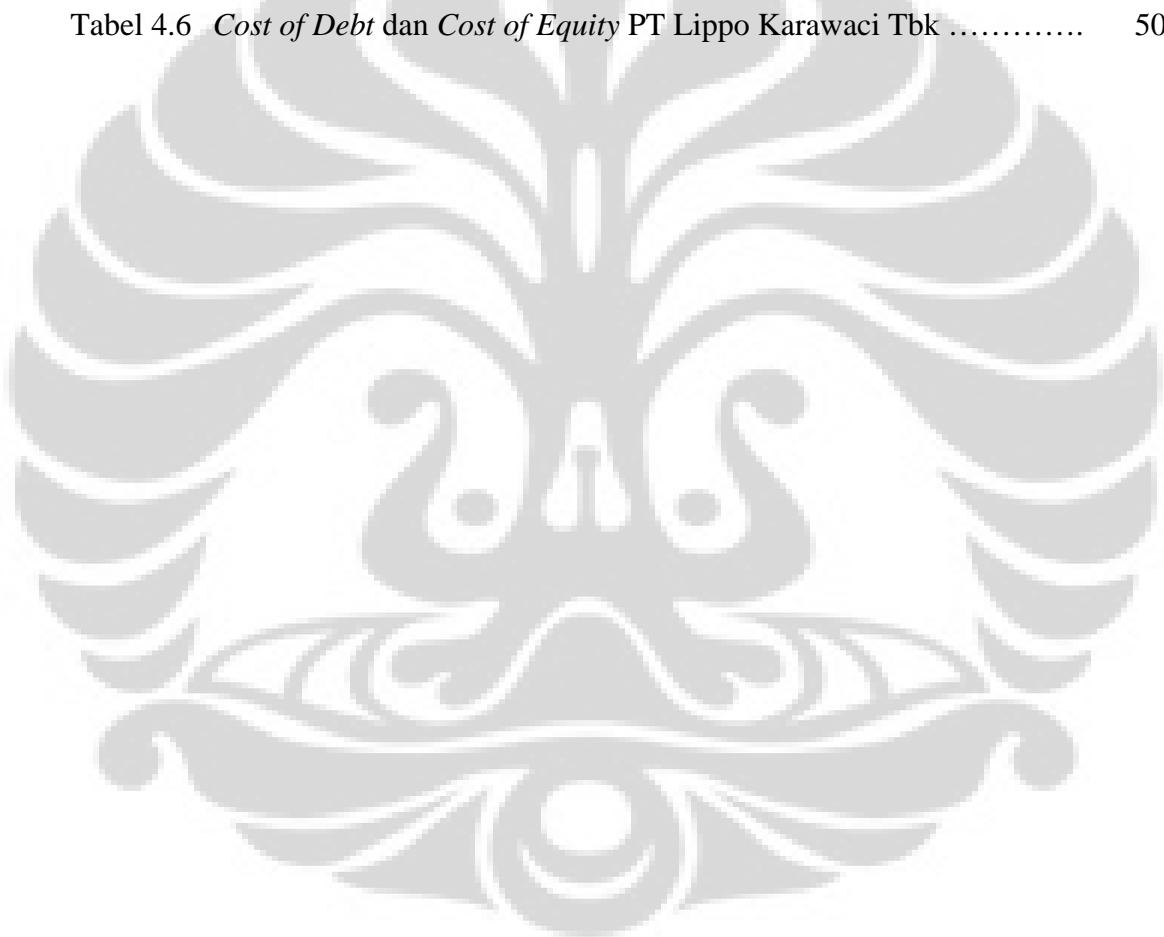
HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
UCAPAN TERIMA KASIH .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	v
ABSTRAK .....	vi
DAFTAR ISI .....	vii
DAFTAR TABEL .....	ix
DAFTAR GAMBAR .....	x
DAFTAR LAMPIRAN .....	xi
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Permasalahan Penelitian .....	4
1.3 Tujuan Penelitian .....	8
1.4 Manfaat Penelitian .....	8
1.5 Metodologi Penelitian .....	9
1.5.1 Metode Penelitian .....	9
1.5.2 Prosedur Pengumpulan Data .....	9
1.5.3 Sumber Data .....	10
1.5.4 Teknik Analisis Data .....	11
1.6 Pembatasan Masalah .....	13
1.7 Sistematika Penulisan .....	13
<b>2. TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	<b>15</b>
2.1 Kajian Teoritis atas Aktivitas Pendanaan Perusahaan .....	15
2.1.1 <i>Financial Leverage</i> dan Struktur Modal Optimal .....	15
2.1.2 Pengaruh Pajak dalam Kebijakan Struktur Modal .....	18
2.2 Aktifitas Pendanaan Melalui Sekuritisasi Aset .....	18
2.2.1 Manfaat dan Resiko Sekuritisasi Aset .....	20
2.2.2 <i>Special Purpose Company</i> dalam Sekuritisasi Aset .....	22
2.2.3 Sekuritisasi Aset dalam bentuk <i>Real Estate Investment Trust</i> ...	24
2.3 Sekuritisasi Aset di Indonesia dan Singapura .....	26
2.3.1 Indonesia .....	27
2.3.2 Singapura .....	28
<b>3. GAMBARAN PERUSAHAAN PT LIPPO KARAWACI TBK .....</b>	<b>30</b>
3.1 Sejarah .....	30
3.2 Bidang Usaha .....	33
3.3 Kinerja Keuangan .....	34
3.4 Sekuritisasi Aset .....	35
3.4.1 <i>First Real Estate Investment Trust (First REIT)</i> .....	36
3.4.2 <i>Lippo Mapletree Indonesia Retail Trust (LMIR Trust)</i> .....	39

<b>4. ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>44</b>
4.1 Proses Sekuritisasi Aset PT Lippo Karawaci Tbk .....	44
4.1.1 Proses Sekuritisasi Aset <i>First</i> REIT .....	44
4.1.2 Proses Sekuritisasi Aset LMIR Trust .....	49
4.2 Analisis Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC) .....	49
4.3 Implikasi Perpajakan atas Sekuritisasi Aset .....	51
<b>5. KESIMPULAN .....</b>	<b>56</b>
5.1 Kesimpulan Hasil Penelitian .....	56
5.2 Rekomendasi atau Saran .....	58
5.3 Kelemahan Penelitian .....	59
<b>DAFTAR REFERENSI .....</b>	<b>60</b>



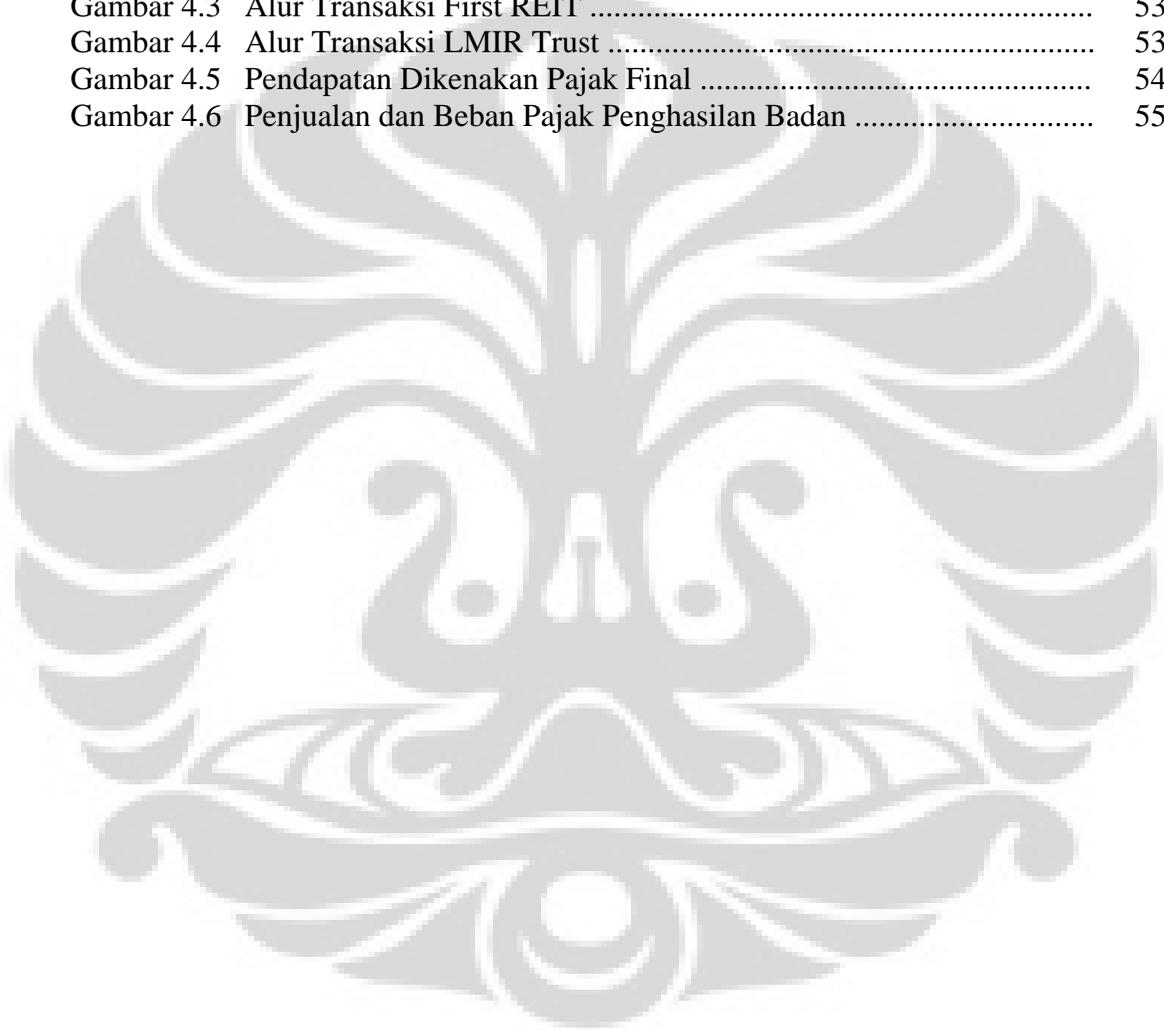
## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Beberapa Peristiwa Penting Tahun 1990 – 2008 .....	31
Tabel 3.2	Data-data First REIT .....	37
Tabel 3.3	Data-data LMIR Trust .....	41
Tabel 4.1	Komposisi Pemegang Saham SPC Indonesia ( <i>First REIT</i> ) .....	45
Tabel 4.2	Nilai Aktiva, Kewajiban, Modal dan Ekuitas SPC Indonesia .....	46
Tabel 4.3	Nilai Aktiva SPC Indonesia sebelum Restrukturisasi .....	47
Tabel 4.4	Nilai Akuisisi oleh SPC Singapura .....	48
Tabel 4.5	Nilai Pengalihan SPC Indonesia kepada SPC Singapura dalam LMIR Trust .....	49
Tabel 4.6	<i>Cost of Debt</i> dan <i>Cost of Equity</i> PT Lippo Karawaci Tbk .....	50



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1	Struktur First REIT .....	38
Gambar 3.2	Ikhtisar Struktur Kepemilikan First REIT .....	40
Gambar 3.3	Ikhtisar Struktur Kepemilikan LMIR <i>Trust (Retail Mall)</i> .....	42
Gambar 3.4	Ikhtisar Struktur Kepemilikan LMIR <i>Trust (Retail Spaces)</i> .....	43
Gambar 4.1	Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC) .....	50
Gambar 4.2	Riwayat Pembagian Dividen PT Lippo Karawaci Tbk .....	52
Gambar 4.3	Alur Transaksi First REIT .....	53
Gambar 4.4	Alur Transaksi LMIR Trust .....	53
Gambar 4.5	Pendapatan Dikenakan Pajak Final .....	54
Gambar 4.6	Penjualan dan Beban Pajak Penghasilan Badan .....	55



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Perhitungan Cost of Debt dan Cost of Equity
Lampiran 2	Perhitungan <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC)
Lampiran 3	Simulasi Perhitungan Tax Benefit atas Pemisahan Biaya Sewa dan Service Charge
Lampiran 4	Neraca Konsolidasian Tahun 2004 - 2008
Lampiran 5	Riwayat Pembayaran Dividen First REIT
Lampiran 6	Riwayat Pembayaran Dividen LMIR Trust
Lampiran 7	Glossary
Lampiran 8	Pedoman Wawancara



dan terdaftar (*listing*) di *Singapore Exchange Limited* (SGX) dengan kode D5IU pada tanggal 19 November 2007. Aset-aset yang termasuk dalam portofolio LMIR Trust terdiri dari delapan mal yaitu Cibubur Junction, Gajah Mada Plaza, Mal Lippo Cikarang, Bandung Indah Plaza, Mal Eka Lokasari (Bogor), Plaza Semanggi, Istana Plaza (Bandung) dan tujuh *retail mall* yaitu mal WTC Matahari (Serpong), Metropolis Town Square (Tangerang), Depok Town Square, Java Supermall, Malang Town Square, Plaza Madiun dan Grand Palladium Medan.

Di Singapura, REIT merupakan salah satu entitas yang dibentuk oleh suatu perusahaan sebagai media investasi dalam portofolio aset real estat, biasanya didirikan dengan maksud untuk menghasilkan pendapatan bagi pemegang unit penyertaan dari REIT tersebut (*unitholders*). Aset-aset dalam portofolio REIT dikelola secara profesional dan pendapatan yang dihasilkan dari aset (terutama pendapatan sewa) biasanya dibagikan kepada pemegang unit penyertaan secara berkala. Unit penyertaan REIT yang terdaftar di bursa efek dibeli dan dijual pada harga pasar sebagaimana efek lainnya. Mayoritas dari aset REIT harus terdiri dari *real estate* atau aset yang terkait dengan *real estate* dan dapat mencakup properti komersial, ritel, industri dan perumahan yang terletak di suatu negara atau wilayah tertentu.

PT Lippo Karawaci Tbk merupakan perusahaan pertama dari Indonesia yang melahirkan produk *Real Estate Investment Trust* (REIT) di Bursa Efek Singapura. REIT yang diluncurkan oleh PT Lippo Karawaci Tbk pada akhir tahun 2006 dengan nama "*First REIT*" merupakan REIT pertama dengan aset di Indonesia dan juga *Healthcare REIT* pertama di regional Asia. REIT akan menjadi bagian yang penting dalam strategi pengembangan usaha PT Lippo Karawaci Tbk jangka panjang. (Investor Daily, 03/10/2007)

Pembentukan kedua *Real Estate Investment Trust* (REIT) tersebut diatas oleh PT Lippo Karawaci Tbk dalam literatur keuangan disebut sebagai kegiatan sekuritisasi aset, terutama dimaksudkan untuk mencari tambahan modal perusahaan. Hal ini memungkinkan investor individu untuk mengakses aset properti dan berbagi manfaat serta resiko atas portofolio aset properti dalam REIT yang biasanya mendistribusikan pendapatan secara teratur.

Sekuritisasi aset merupakan salah satu instrumen keuangan yang merupakan bagian dari *structured finance*. *Structured finance* sendiri diartikan sebagai ilmu keuangan yang mencari pendanaan perusahaan bukan dengan cara konvensional (hutang dan ekuitas). Dalam proses sekuritisasi, aset-aset tertentu seperti bunga pinjaman dan piutang dikemas dalam suatu kelompok aset (*pool of asset*) dan kemudian ditawarkan serta dijual kepada investor dalam bentuk sekuritas yang dijamin dengan aset tersebut (*Asset Back Securities* atau ABS).

Sekuritisasi aset ditujukan untuk memaksimalkan modal dan mengurangi risiko perusahaan melalui teknik diversifikasi. Dengan kata lain, ini adalah proses yang membantu menciptakan instrumen keuangan dengan menggabungkan berbagai aset keuangan dan kemudian menawarkannya kepada investor. Dalam proses ini, aset tertentu dari neraca perusahaan akan dipisahkan dan digunakan sebagai jaminan atas penerbitan surat berharga, yang biasanya dijual melalui suatu entitas bertujuan khusus (*Special Purpose Vehicle* atau SPV) dalam rangka mencari sumber pendanaan.

Sekuritisasi aset berbeda dengan hutang kolateral (*collateralized debt*) atau pinjaman tradisional yang dijamin oleh suatu aset tertentu. Dalam proses sekuritisasi, sekumpulan aset dijadikan jaminan dan dijual kepada pihak ketiga atau investor melalui entitas tujuan khusus (*Special Purpose Vehicle* atau SPV) atau *Trust*. Dengan demikian instrumen hutang yang diterbitkan oleh SPV merupakan sekuritas yang dijamin oleh sekumpulan aset, dimana pembayaran atas pokok dan bunga pinjaman bergantung pada arus kas yang berasal dari aset yang mendasarinya (*underlying asset*).

Masalah utama dalam sekuritisasi aset adalah fakta bahwa pembayaran kepada investor hanya bergantung pada arus kas yang dihasilkan dari aset yang dijadikan sebagai jaminan, bukan pada kekuatan keuangan perusahaan pemilik aset tersebut, yang dalam proses sekuritisasi disebut sebagai *originator* (sponsor atau perusahaan induk). Secara umum, aset yang dapat disekuritisasi adalah *mortgage* (hipotek) yang disebut *Mortgage Backed Securities* atau disingkat MBS, dan aset yang dijamin oleh kewajiban atau hutang yang disebut dengan *Collateral Debt Obligation* atau CDO. Selain itu aset-aset yang dijamin oleh produk tertentu antara lain kredit pemilikan mobil, kredit konsumen dan kartu

kredit, disebut sebagai *Asset Backed Securities* atau ABS (Moody's Investors Service, 2002).

Berdasarkan penelitian Asia Bond Monitor (2007) tentang sekuritisasi di Asia, penggunaan sekuritisasi aset jauh lebih sederhana dibandingkan dengan di Eropa dan Amerika, walaupun telah mengalami pertumbuhan sejak krisis keuangan tahun 1997/1998. Sekuritisasi di Asia berevolusi dari bentuk sederhana yang bertujuan mencari laba pada masa sebelum krisis menjadi alternatif untuk memperoleh pinjaman (hutang) dalam periode selanjutnya.

Di Indonesia, aktivitas pendanaan melalui sekuritisasi aset yang pertama di Bursa Efek Indonesia dilaksanakan oleh Bank Tabungan Negara (BTN) melalui penerbitan Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA), yang mulai diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 11 Februari 2009<sup>2</sup>.

## 1.2 Permasalahan Penelitian

Fakta empiris menunjukkan bahwa *Special Purpose Entities* atau *Special Purpose Company* (Dalam PSAK No. 4 Reformat 2007 disebut Entitas Bertujuan Khusus atau EBK) telah banyak digunakan dalam dunia bisnis dengan tujuan yang sangat bertentangan dengan fungsi dan tujuan pendirian entitas itu sendiri.

Penyalahgunaan SPV atau SPE dalam proses sekuritisasi aset oleh beberapa perusahaan multinasional, antara lain diungkap oleh Tavakoli (2003), bahwa "*SPEs are powerful structured finance tools. SPEs can either onshore or offshore. Because of their normally off-balance sheet, bankruptcy remote, and private nature, SPEs can be used for both legitimate and illegitimate uses*" (p.47).

Kebangkrutan Enron, sebuah perusahaan energi asal Amerika Serikat pada tahun 2001 merupakan salah satu fakta empiris penyalahgunaan SPV.

*"It is important to note, however, that SPVs in securitization had nothing to do with how SPVs were used by Enron to mislead investors. Enron's management used SPVs for a variety of illegal purposes. Unfortunately, this tainted the view of SPVs in the mind of the public despite the fact that SPVs*

---

<sup>2</sup> Pengumuman (press release) No : Peng-00120/BEI.PSU/02-2009 tentang Pencatatan Efek Beragun Aset Danareksa SMF I-KPR BTN Kelas A (Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Danareksa SMF I-KPR BTN) <http://www.idx.co.id/> (Diakses Tgl 12-02-2009)

*for securitizations are used in quite a different way than their abusive use by Enron” (Frank J. Fabozzi and Vinod Kothari, 2007)*

Kasus lain terkait penyalahgunaan SPE yang lebih kompleks adalah kebangkrutan WorldCom Inc. di Amerika Serikat pada Tahun 2002. Dalam laporan keuangan WorldCom’s, Scott Sullivan memindahkan \$ 400 juta dari *reserved account* ke *income account* dan selama bertahun-tahun melaporkan trilyunan dolar biaya operasi sebagai *capital expenditure* (Scott, 2002).

Meskipun menimbulkan berbagai dampak negatif terkait dengan keberadaan SPC, disisi lain proses sekuritisasi aset banyak memberi manfaat bagi perusahaan. Tavakoli (2003) mengemukakan beberapa keuntungan dari sekuritisasi aset, antara lain:

1. Sekuritisasi memungkinkan perusahaan memperoleh pendanaan dan memperbaiki likuiditas melalui konversi aset-aset yang kurang likuid menjadi kas;
2. Sekuritisasi dapat menurunkan biaya utang;
3. Sekuritisasi memungkinkan perusahaan mentransfer aset-aset atau kewajiban-kewajiban yang beresiko yang memungkinkan perusahaan mengembangkan bisnis tanpa penggelembungan neraca;
4. Sekuritisasi memungkinkan institusi keuangan memanfaatkan arbitrase modal;
5. Sekuritisasi dapat digunakan untuk melindungi perusahaan dari kewajiban operasional potensial;
6. Sekuritisasi dapat digunakan sebagai alat manajemen perpajakan perusahaan.

Secara singkat, Tavakoli menyatakan bahwa sekuritisasi harus berhadapan dengan isu kebangkrutan, akuntansi, dan perpajakan. Sekuritisasi juga dapat dimanfaatkan sebagai alat untuk memanipulasi laporan akuntansi dan melakukan penipuan (*fraud*).

Culp (2007) mengemukakan beberapa motivasi perusahaan melakukan sekuritisasi aset, antara lain:

1. Menyelaraskan manajemen pendanaan dan risiko;
2. Manajemen aset melalui “*True Sale*” untuk tujuan akuntansi dan perpajakan serta pertimbangan aspek kepailitan;

3. Memisahkan kewajiban-kewajiban yang dijamin (*backed*) oleh sekumpulan aset khusus dari risiko kredit;
4. Sekuritisasi aset dapat digunakan sebagai metode merampingkan neraca perusahaan (*Method of shrinking the firm's economic balance sheet*), menurunkan *leverage*, meningkatkan kapasitas utang dan menurunkan persyaratan modal.

Dalam UU Nomor 36 Tahun 2008 Tentang Perubahan Keempat Atas UU Nomor 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan (UU PPh), Pemerintah Indonesia mengantisipasi penghindaran pajak dengan sekuritisasi aset melalui pendirian *Special Purpose Company*.

”Wajib Pajak yang melakukan pembelian saham atau aktiva perusahaan melalui pihak lain atau badan yang dibentuk untuk maksud demikian (*special purpose company*), dapat ditetapkan sebagai pihak yang sebenarnya melakukan pembelian tersebut sepanjang Wajib Pajak yang bersangkutan mempunyai hubungan istimewa dengan pihak lain atau Badan tersebut dan terdapat ketidakwajaran penetapan harga” (Pasal 18 ayat 3b UU PPh).

Hal tersebut diatas lebih lanjut ditegaskan pada bagian penjelasan Undang-Undang Pajak Penghasilan tersebut, bahwa:

”Penjualan atau pengalihan saham perusahaan antara (*conduit company* atau *special purpose company*) yang didirikan atau bertempat kedudukan di negara yang memberikan perlindungan pajak (*tax haven country*) yang mempunyai hubungan istimewa dengan badan yang didirikan atau bertempat kedudukan di Indonesia atau bentuk usaha tetap di Indonesia dapat ditetapkan sebagai penjualan atau pengalihan saham badan yang didirikan atau bertempat kedudukan di Indonesia atau bentuk usaha tetap di Indonesia” (Penjelasan Pasal 18 ayat 3c UU PPh).

Dari aspek akuntansi, *Special Purpose Entities* dalam sekuritisasi aset disebut sebagai Entitas Bertujuan Khusus (EBK), sebagaimana dinyatakan dalam PSAK No.4 tentang Laporan Keuangan Konsolidasi (Reformat 2007) yang lebih lanjut dijabarkan pada ISAK No. 7 tentang Interpretasi atas Paragraf 5 dan 19 PSAK No. 4 tentang Konsolidasi Entitas Bertujuan Khusus.

Ditinjau dari aspek hukum, Indonesia yang menganut sistem hukum Eropa kontinental mengalami kesulitan dalam mengadopsi sistem sekuritisasi aset yang umumnya berasal dari negara-negara yang menganut sistem hukum *anglo-saxon*. Masalah paling mendasar adalah berkaitan dengan penentuan kepemilikan manfaat (*beneficial owner*) dengan kepemilikan terdaftar (*registered owner*) atas suatu aset, terutama apabila dikaitkan dengan berbagai model bisnis dan teknik keuangan (*financial engineering*) yang semakin berkembang<sup>3</sup>. Pada Siaran Pers Akhir Tahun 2006, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) melaporkan tentang adanya usaha penyusunan RUU Sekuritisasi dan pembentukan Tim Penyusunan RUU Sekuritisasi di Indonesia, tetapi sampai saat ini UU Sekuritisasi tersebut belum terwujud (BAPEPAM-LK, 2006).

Ditinjau dari aspek perpajakan, proses sekuritisasi aset di Indonesia menimbulkan masalah pengenaan pajak berganda (*double taxation*) terutama terkait pajak yang dipotong dan dipungut (*withholding tax*) serta Pajak Pertambahan Nilai (PPN).

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa proses sekuritisasi aset akan selalu mengandung berbagai masalah yang terkait dengan hukum, akuntansi dan pajak. Di Indonesia khususnya, sekuritisasi aset berkaitan dengan aspek hukum, dimana sampai saat ini Undang-Undang Sekuritisasi belum juga berhasil diwujudkan. Ditinjau dari aspek perpajakan, sekuritisasi aset dapat digunakan sebagai sarana untuk menghindari kewajiban perpajakan. Demikian pula apabila ditinjau dari aspek akuntansi, berkaitan dengan masalah yang dihadapi dalam penyusunan laporan keuangan konsolidasi apabila suatu perusahaan memiliki SPV atau Entitas Bertujuan Khusus tersebut.

Dari uraian latar belakang serta permasalahan diatas, sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk melalui pendirian *Real Estate Investment Trust* (REIT) di Singapura, menimbulkan beberapa permasalahan yang menarik untuk dikaji, antara lain:

---

<sup>3</sup> Analisis komprehensif terkait sekuritisasi aset di Indonesia ditinjau dari aspek hukum terdapat dalam buku: *Transplantasi Trusts dalam KUH Perdata, KUHD dan Undang-Undang Pasar Modal Indonesia*”, Gunawan Widjaja, Rajawali Press, Jakarta, 2008.

- (1) Bagaimana struktur dan proses sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura, terutama mengingat aset yang disekuritisasi merupakan aset-aset properti yang seluruhnya terletak di Indonesia?
- (2) Apakah ada dampak sekuritisasi aset terhadap biaya modal perusahaan apabila dilihat dari *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) dan *leverage keuangan* pada PT Lippo Karawaci Tbk?
- (3) Aspek perpajakan apa yang terkait dengan kegiatan sekuritisasi aset oleh PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura?
- (4) Apakah ada manfaat pajak (*tax benefit*) bagi PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

- (1) Mengetahui struktur dan proses sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura.
- (2) Mengetahui dampak sekuritisasi aset terhadap biaya modal perusahaan dilihat dari *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) dan *leverage keuangan* pada PT Lippo Karawaci Tbk.
- (3) Mengetahui aspek perpajakan yang terkait dengan kegiatan sekuritisasi aset oleh PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura.
- (4) Mengetahui manfaat pajak (*tax benefit*) yang diperoleh PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan setidaknya manfaat sebagai berikut:

1. Memperkaya khasanah studi bagi para pengambil kebijakan perpajakan berkaitan dengan topik yang diteliti;
2. Menjadi acuan bagi kalangan investor, manajemen perusahaan dalam industri properti dalam formulasi manajemen perpajakan perusahaan;

3. Memberikan saran kepada pemerintah khususnya Direktorat Jenderal Pajak sebagai institusi yang bertanggungjawab dalam mengelola penerimaan perpajakan tentang dampak penggunaan strategi pendanaan melalui sekuritisasi aset di luar negeri terhadap penerimaan perpajakan nasional.

## **1.5. Metodologi Penelitian**

### **1.5.1 Metode Penelitian**

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode deskriptif dengan studi kasus (*case study*), yakni suatu metode yang berfokus pada pemecahan masalah dengan berusaha memahami dan menganalisis suatu fenomena dan masalah aktual yang sedang dihadapi dan berusaha mencari jawaban dan pemahaman yang lebih baik atas suatu kejadian atau masalah. Pemecahan masalah dilakukan melalui tahapan kegiatan pengumpulan data, menyusun asumsi atau hipotesis, menganalisis, interpretasi, sampai pada tahap penarikan kesimpulan (Uma Sekaran, 2009)

Tujuan penelitian deskriptif adalah menggambarkan fakta-fakta tentang suatu masalah yang sedang diteliti dan juga memberikan gambaran atas suatu masalah, menganalisis asumsi atau menguji hipotesis serta membuat prediksi dan implikasi suatu masalah yang ingin dipecahkan.

Pemilihan PT Lippo Karawaci Tbk sebagai objek dalam penelitian studi kasus ini didasari oleh fakta bahwa perusahaan tersebut merupakan satu-satunya perusahaan terbuka bidang properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melaksanakan teknik pencarian sumber pendanaan melalui sekuritisasi aset dengan pembentukan *trust* di Singapura. Di Indonesia sendiri, fenomena penggunaan metode sekuritisasi aset sebagai teknik pendanaan perusahaan belum terlalu dikenal (Gunawan Widjaja, 2008).

### **1.5.2 Prosedur Pengumpulan Data**

Langkah-langkah yang ditempuh untuk mengumpulkan data yang berkaitan dengan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Penelitian kepustakaan

Penelitian kepustakaan dilakukan dengan mengumpulkan bahan-bahan dari sumber-sumber yang relevan dan mempelajari literatur-literatur yang berhubungan dengan topik penelitian untuk memperoleh dasar teoritis.

## 2. Penelitian Lapangan

Penelitian lapangan dilakukan untuk memperoleh data perusahaan yang sedang diteliti yang kemudian dipelajari, diolah dan dianalisis. Kerangka konseptual dan teoritis bagi keseluruhan proses studi, mulai dari perencanaan, pengumpulan dan analisis data, diharapkan diperoleh melalui studi kepustakaan agar kesahihan hasil studi dapat dipertanggungjawabkan.

### 1.5.3 Sumber Data

Data kuantitatif berupa data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI), Bursa Efek Singapura (*Singapore Stock Exchange*), Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) dan data-data dari *website* PT Lippo Karawaci Tbk ([www.lippokarawaci.co.id](http://www.lippokarawaci.co.id)), serta dari *website* kedua *trust* yang didirikan di Singapura, yaitu [www.first-reit.com](http://www.first-reit.com) Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust ([www.lmir-trust.com](http://www.lmir-trust.com)) maupun sumber-sumber lain yang relevan.

Data yang diperlukan dalam penelitian ini bersumber dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan serta harga saham harian dari tahun 2004 – 2008, yang diharapkan diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Data-data mengenai profil perusahaan diperoleh dari *website* PT Lippo Karawaci Tbk.

Berkaitan dengan data kedua REIT di Singapura, juga akan dikumpulkan data laporan keuangan serta prospektus yang diharapkan diperoleh dari Bursa Efek Singapura (SGX), sementara profil kedua REIT dikumpulkan dari situs masing-masing. ([www.first-reit.com](http://www.first-reit.com) dan [www.lmir-trust.com](http://www.lmir-trust.com)).

Data kualitatif terutama diperoleh melalui metode pencatatan, yaitu merangkum pernyataan, isi wawancara, keterangan pers dan surat-surat dari manajemen PT Lippo Karawaci Tbk kepada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Singapura, terutama untuk menarik kesimpulan mengenai apa sesungguhnya motivasi manajemen melakukan sekuritisasi aset di Singapura, target apa yang diharapkan oleh perusahaan, dan penjelasan mengenai teknik dan metode

sekuritisasi yang dilakukan. Semua data ini dapat diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Singapura berupa keterangan pers (*press release*), surat-surat kepada bursa tentang penjelasan aksi korporasi dari manajemen dalam rangka keterbukaan informasi, serta dari laporan tahunan perusahaan (*annual report*).

Pernyataan-pernyataan maupun keterangan manajemen di media elektronik dan surat kabar, surat-surat penjelasan dan pemberitahuan ke Bursa Efek Indonesia maupun Bursa Efek Singapura oleh manajemen PT Lippo Karawaci Tbk serta iklan keterbukaan informasi public oleh perusahaan di surat kabar terkait mekanisme sekuritisasi aset, merupakan data yang validitas dan reliabilitasnya dapat diandalkan dalam penelitian ini, karena diberikan secara resmi dan dilakukan oleh manajemen yang menduduki posisi-posisi kunci serta merupakan pengambil keputusan di perusahaan.

#### **1.5.4 Teknik Analisis Data**

Data yang terkumpul berupa laporan keuangan, laporan tahunan, harga saham harian, isi prospektus dan data-data lain yang berhasil dihimpun kemudian akan diolah untuk dianalisis.

Untuk mengetahui struktur dan proses sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura, akan digunakan analisis kualitatif dan kuantitatif. Analisis kualitatif dilakukan dengan menelaah data-data yang dikumpulkan dari metode pencatatan. Analisis kuantitatif dengan metode rasio dilakukan untuk menilai kewajaran harga pengalihan (penjualan) serta harga akuisisi aset yang termasuk dalam portofolio REIT.

Untuk mengetahui apakah ada pengaruh sekuritisasi aset terhadap biaya modal perusahaan serta pengaruhnya terhadap peningkatan nilai perusahaan dan ekuitas pemegang saham, dilakukan analisis dengan pendekatan biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (*Weighted Average Cost Of Capital* atau WACC) dan analisis terhadap rasio-rasio *leverage operasional (Degree of Operating Leverage/DOL)* dan *Leverage keuangan (Degree of Financial Leverage/DFL)* pada PT Lippo Karawaci Tbk.

Keputusan struktur modal merupakan keputusan terkait proporsi saham dan hutang atau kombinasi antara keduanya yang akan menentukan biaya modal dan bagaimana sebuah perusahaan dapat menghasilkan laba (*return*) untuk mencapai tujuan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam literatur keuangan, manajemen harus berusaha meningkatkan nilai perusahaan dalam rangka memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Dalam teori keuangan, biaya ekuitas (*Cost Of Equity*) merupakan tingkat pengembalian (*return*) yang diminta oleh pemegang saham perusahaan. Dengan kata lain, biaya ekuitas mencerminkan kompensasi yang diminta oleh pasar (*investor*) serta resiko yang harus ditanggung atas kepemilikan saham suatu perusahaan.

Dua pendekatan yang digunakan dalam menentukan biaya ekuitas adalah pendekatan model pertumbuhan dividen (*dividend growth model approach*) dan pendekatan *Security Market Line* (SML) dengan metode *capital asset pricing model* atau CAPM (Ross, Westerfield and Jordan, 2008). Dalam penelitian ini, akan digunakan model SML dengan metode CAPM. Menurut model ini, bobot rata-rata biaya permodalan (*weighted average cost of capital* atau WACC) suatu perusahaan dapat diestimasi (Ross, Westerfield and Jordan, hal. 70) dengan persamaan berikut:

$$WACC = (E/V) \times R_e + (D/V) \times R_d \times (1 - T_c) \quad [1.1]$$

*Weighted Average Cost of Capital* (WACC) merupakan perhitungan biaya modal perusahaan dimana masing-masing kategori modal tertimbang secara proporsional. Semua sumber modal dalam bentuk saham biasa, saham preferen, obligasi dan hutang jangka panjang, dimasukkan dalam perhitungan WACC. Melalui WACC dapat diketahui bahwa biaya permodalan keseluruhan suatu perusahaan merupakan rata-rata bobot biaya berbagai komponen struktur permodalannya.

Struktur modal optimal perusahaan tercapai ketika biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) minimum dan dengan demikian akan memaksimalkan nilai saham perusahaan. Suatu struktur modal adalah lebih baik dibandingkan dengan struktur modal yang lain apabila menghasilkan *weighted average cost of capital* (WACC) yang lebih rendah. Sebaliknya, suatu rasio utang-ekuitas merupakan

struktur modal yang optimal jika ia menghasilkan WACC yang terendah (Ross, Westerfield and Jordan, 158).

Untuk mengetahui aspek perpajakan apa yang terkait dengan kegiatan sekuritisasi aset oleh PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura akan dilakukan analisis laporan keuangan dengan analisis rasio.

Akhirnya, untuk mengetahui apakah ada manfaat pajak (*tax benefit*) bagi PT Lippo Karawaci Tbk atas kegiatan sekuritisasi asetnya di Singapura akan dilakukan analisis laporan keuangan dan teknik simulasi. Teknik simulasi dilakukan mengingat kedua Negara (Indonesia dan Singapura) menerapkan tarif dan perlakuan perpajakan yang berbeda atas sekuritisasi aset.

### **1.6 Pembatasan Masalah**

Sebagaimana diuraikan pada bagian permasalahan, ada berbagai tujuan dan motivasi perusahaan melakukan sekuritisasi aset. Disamping manfaat, sekuritisasi aset disisi lain menimbulkan berbagai masalah, terutama yang berkaitan dengan aspek hukum, akuntansi dan perpajakan. Penelitian ini dibatasi pada aspek pendanaan dan implikasi perpajakan atas proses sekuritisasi aset pada PT Lippo Karawaci Tbk melalui pendirian *Real Estate Investment Trust* (REIT) di Singapura.

### **1.7 Sistematika Penulisan**

Penulisan karya akhir ini akan diuraikan dalam lima bab. Bab 1 berisi uraian mengenai latar belakang masalah yang mendasari pentingnya diadakan penelitian yang menjadi tema pembahasan dalam karya akhir ini, permasalahan penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, metodologi penelitian serta sistematika penulisan.

Bab 2 merupakan tinjauan pustaka, yang menelusuri berbagai teori yang relevan dengan topik penelitian ini, antara lain teori-teori tentang struktur modal perusahaan, teknik dan strategi pendanaan khususnya berkaitan dengan sekuritisasi aset, dan hubungan antara pendanaan melalui sekuritisasi aset dengan biaya modal perusahaan (WACC) dan perpajakan.

Bab 3 merupakan uraian mengenai gambaran (latar belakang) perusahaan PT Lippo Karawaci Tbk yang menjadi objek penelitian. Pada bab ini akan diuraikan sejarah perusahaan, bidang usaha, kinerja keuangan dan proses sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura.

Bab 4 merupakan uraian tentang analisis dan hasil penelitian karya akhir ini. Dalam bab ini akan diuraikan bagaimana proses sekuritisasi aset yang dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura, metode yang digunakan untuk menghindari pengenaan pajak berganda (*double taxation*), pengaruh sekuritisasi aset terhadap biaya modal apabila dilihat dari WACC perusahaan, manfaat pajak (*tax benefit*) atas kegiatan sekuritisasi aset oleh PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura.

Bab 5 merangkum penemuan utama penelitian ini dan menarik kesimpulan serta saran-saran yang perlu disampaikan kepada pihak-pihak yang berkepentingan dengan hasil penelitian.

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Krisis finansial global pada tahun 2008 sebagai dampak krisis kredit perumahan di Amerika Serikat telah menyebabkan investor kehilangan kepercayaan atas nilai hipotek (*mortgage*) yang diperdagangkan melalui mekanisme sekuritisasi aset. Nilai aset yang menjadi jaminan dalam proses sekuritisasi pada saat itu (*underlying assets*) diyakini tidak lagi mencerminkan nilai aset sesungguhnya. Sekuritisasi aset, yang awalnya merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan, menjadi pemicu krisis yang dampaknya sangat signifikan pada sistem finansial global.

Beberapa perusahaan terbuka di Indonesia melakukan aktivitas pendanaan perusahaan melalui sekuritisasi aset dengan cara mendirikan *Special Purpose Vehicle* (SPV) atau disebut juga *Special Purpose Entities* (dalam PSAK No. 4 disebut Entitas Bertujuan Khusus) di luar negeri. Misalnya, pada Tahun 2005 PT Bumi Resources Tbk melakukan sekuritisasi aset melalui pendirian *IndoCoal Exports (Cayman) Limited* di Cayman Island<sup>1</sup> (sekuritisasi aset melalui pendirian *Special Purpose Vehicle*).

Perusahaan properti PT Lippo Karawaci Tbk. melakukan sekuritisasi aset melalui pembentukan *Real Estate Investment Trust* (REIT) di Singapura. REIT pertama dengan nama *First Real Estate Investment Trust (First REIT)* didirikan pada tanggal 19 Oktober 2006 dan terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Singapura (*Singapore Exchange Limited* atau SGX) pada tanggal 11 Desember 2006 (kode AW9U.SI). Aset-aset yang termasuk dalam portofolio First REIT terdiri dari tiga rumah sakit dan satu hotel, yakni Rumah Sakit (RS) Siloam Lippo Karawaci, Tangerang, RS Siloam Kebon Jeruk, Jakarta Barat, RS Siloam Surabaya, dan Hotel Imperial Aryaduta & Country Club, Jakarta.

REIT kedua didirikan di Singapura pada tanggal 8 Agustus 2007 dengan nama *Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust Management Ltd. (LMIR Trust)*

---

<sup>1</sup> FitchRatings, "IndoCoal Exports (Cayman) Limited - Series 2005-1: June 2005", ([www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com), diakses tanggal 15 Februari 2009)

## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Kajian Teoritis Aktivitas Pendanaan Perusahaan

##### 2.1.1 *Financial Leverage* dan Struktur Modal Optimal

Dalam pengertian yang sangat sederhana, struktur modal merupakan kombinasi antara utang dan ekuitas yang dimiliki suatu perusahaan. Utang dapat dibedakan dalam bentuk utang jangka panjang dan utang jangka pendek, sementara saham (ekuitas) terdiri dari saham biasa dan saham preferen. Struktur modal menunjukkan bagaimana suatu perusahaan mendanai keseluruhan operasional dan pertumbuhannya dengan menggunakan berbagai alternatif sumber pendanaan.

Proporsi utang jangka panjang dan utang jangka pendek perusahaan merupakan pertimbangan penting dalam menganalisis struktur modal. Pada umumnya, struktur modal suatu perusahaan merujuk pada rasio utang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio*), yang memberikan gambaran tentang bagaimana resiko sebuah perusahaan. Semakin tinggi rasio utang yang dimiliki akan semakin tinggi pula resikonya, karena pendanaan perusahaan lebih banyak dibiayai oleh utang (relatif sangat *levered*).

Keputusan struktur modal merupakan keputusan terkait proporsi saham dan utang atau kombinasi antara keduanya yang akan menentukan biaya modal dan bagaimana sebuah perusahaan dapat menghasilkan laba (*return*) untuk mencapai tujuan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam literatur keuangan, manajemen harus berusaha meningkatkan nilai perusahaan dalam rangka memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Dalam teori keuangan, biaya ekuitas (*Cost Of Equity*) merupakan tingkat pengembalian (*return*) yang diminta oleh pemegang saham perusahaan. Dengan kata lain biaya ekuitas mencerminkan kompensasi yang diminta oleh pasar (investor) serta resiko yang harus ditanggung atas kepemilikan saham suatu perusahaan.

Dua pendekatan yang digunakan dalam menentukan biaya ekuitas adalah pendekatan model pertumbuhan dividen (*dividend growth model approach*) dan pendekatan *Security Market Line* (SML) dengan metode *Capital Asset Pricing Model* atau CAPM (Ross, Westerfield, and Jaffe 318). Model pertumbuhan dividen dengan

asumsi bahwa dividen suatu perusahaan akan tumbuh pada suatu tingkat yang konstan didefinisikan dalam bentuk formula 2.1 berikut (Ross, Westerfield and Jordan, 60):

$$P_0 = D_0 \times (1 + g) / RE - g \quad (2.1)$$

atau

$$P_0 = D_1 / (RE - g) \quad (2.2)$$

Berdasarkan model CAPM, tingkat pengembalian yang diminta atau *return* yang diharapkan oleh investor,  $R_j$ , untuk per lembar saham biasa dirumuskan sebagai berikut (Van Horne and Wachowicz, 129):

$$R_j = R_f + (R_m - R_f)\beta_j \quad (2.3)$$

Dimana  $R_f$  adalah tingkat bebas risiko,  $R_m$  adalah tingkat pengembalian yang diharapkan untuk portofolio pasar dan  $\beta_j$  adalah koefisien beta untuk saham  $j$ . Karena adanya kecenderungan pasar menghindari risiko sistimatis, maka semakin besar beta saham, akan semakin besar pula pengembalian yang diminta. Hubungan risiko pengembalian ini digambarkan dalam persamaan di atas. Hal ini mengandung arti bahwa keseimbangan pasar, harga sekuritas akan sedemikian rupa sehingga terdapat keuntungan dengan risiko sistematis, yang diukur dengan *beta*.

*Beta* adalah ukuran tingkat respon atas kelebihan pengembalian untuk suatu sekuritas (sebagai kelebihan dari tingkat bebas risiko) dibandingkan dengan yang di pasar, dengan menggunakan beberapa indeks yang ekstensif, dalam hal ini IHSG sebagai cerminan untuk portofolio pasar. Biaya utang (*cost of debt*) adalah tarif efektif pembayaran utang sebuah perusahaan. Hal ini dapat diukur dengan baik sebelum atau setelah pajak, namun karena beban bunga dapat dikurangkan (*deductible*) dari penghasilan kena pajak (*taxable income*), maka biaya utang setelah pajak lebih sering digunakan dalam perhitungan. Biaya utang setelah pajak diwakili oleh  $k_i$ , dapat diperkirakan melalui formula berikut (Van Horne and Wachowicz, 125):

$$K_i = K_d (1 - t) \quad (2.4)$$

Biaya modal rata-rata tertimbang atau *weighted average cost of capital* (WACC) merupakan perhitungan biaya modal perusahaan dimana masing-masing kategori modal tertimbang secara proporsional. Semua sumber modal dalam bentuk saham biasa, saham preferen, obligasi dan utang jangka panjang, dimasukkan dalam

perhitungan WACC. Melalui WACC dapat diketahui bahwa biaya permodalan keseluruhan suatu perusahaan merupakan rata-rata bobot biaya berbagai komponen struktur permodalannya.

Setelah menghitung biaya per komponen pendanaan perusahaan, kemudian akan diberikan bobot untuk setiap sumber pendanaan sesuai dengan standar tertentu dan kemudian dihitung biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan tersebut (*weighted average cost of capital-WACC*). Jadi, biaya modal keseluruhan perusahaan dapat dinyatakan sebagai (Van Horne and Wachowicz, 133):

$$\text{Biaya Modal} = \sum_{x=1}^n k_x (W_x) \quad (2.5)$$

Dimana  $k_x$  adalah biaya setelah pajak metode ke-x untuk pendanaan.  $W_x$  adalah bobot yang diberikan kepada metode pendanaan sebagai persentase dari pendanaan total perusahaan dan  $\sum$  menunjukkan penjumlahan metode pendanaan 1 hingga n.

*Leverage* keuangan menunjukkan tingkat penggunaan utang dan berbagai instrumen keuangan oleh perusahaan untuk meningkatkan potensi pengembalian investasi (*return of an investment*). Dengan kata lain, *leverage* menunjukkan jumlah utang yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Sebuah perusahaan dengan proporsi utang yang signifikan dibanding ekuitas disebut sebagai perusahaan yang sangat *leveraged*.

Perusahaan yang sangat *leveraged* selalu menghadapi risiko kebangkrutan apabila tidak mampu melakukan pembayaran utang atau pinjaman pada saat jatuh tempo (*default*), dan akibatnya adalah perusahaan akan kesulitan dalam mencari pemberi pinjaman dimasa depan. Meskipun demikian, *leverage* keuangan tidak selalu berkonotasi negatif, bahkan dapat meningkatkan nilai saham perusahaan serta terdapat keuntungan pajak yang terkait dengan pinjaman.

Struktur modal optimal perusahaan tercapai ketika biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) minimum dan dengan demikian akan memaksimalkan nilai saham perusahaan. WACC merupakan tingkat diskon yang sesuai untuk *cash flow* keseluruhan suatu perusahaan. Oleh karena nilai dan tingkat diskon berubah pada arah yang berlawanan, minimalisasi WACC akan memaksimalkan nilai *cash flow* suatu perusahaan. Dengan demikian, perusahaan akan memilih struktur modal

sedemikian mungkin sehingga WACC terminimalisir. Oleh karena alasan ini, dapat dikatakan bahwa satu struktur modal adalah lebih baik dibandingkan yang lain jika menghasilkan *weighted average cost of capital* (WACC) yang lebih rendah. Lebih jauh, suatu rasio utang-ekuitas merupakan *struktur modal yang optimal* jika ia menghasilkan WACC yang terendah (Ross, Westerfield, and Jordan 158).

### 2.1.2 Pengaruh Pajak dalam Kebijakan Struktur Modal

Bunga yang dibayar oleh sebuah perusahaan dapat mengurangi pajak, sementara pembayaran kepada para pemegang saham dalam bentuk seperti dividen, tidak mengurangi pajak kewajiban perpajakan perusahaan. Dengan demikian, dalam menentukan tingkat diskon setelah pajak, harus dibedakan antara biaya utang sebelum dan setelah pajak.

Untuk menghitung biaya permodalan perusahaan secara keseluruhan, bobot struktur permodalan masing-masing dikalikan dengan biaya-biaya yang terkait dan kemudian dijumlahkan. Totalnya adalah bobot rata-rata biaya permodalan atau *weighted average cost of capital/WACC* (Ross, Westerfield and Jordan, 70):

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_c) \quad (2.6)$$

Berdasarkan formula diatas, secara eksplisit dapat dikatakan bahwa WACC merupakan tingkat pengembalian keseluruhan yang harus diperoleh oleh suatu perusahaan pada aset-asetnya untuk menjaga nilai sahamnya. WACC juga merupakan tingkat pengembalian yang diharuskan pada investasi mana pun yang dilakukan oleh perusahaan tersebut yang pada dasarnya memiliki risiko yang sama dengan operasi yang sudah ada.

## 2.2 Aktivitas Pendanaan melalui Sekuritisasi Aset

Sekuritisasi aset merupakan salah satu instrumen keuangan yang dihasilkan dari *structured finance*. *Structured finance* sendiri merupakan ilmu keuangan yang membahas tentang teknik pendanaan perusahaan tidak melalui cara-cara konvensional (berupa utang dan ekuitas). Dalam proses sekuritisasi, aset-aset tertentu seperti bunga pinjaman, piutang dan aset-aset keuangan lainnya dikemas dalam suatu kelompok aset (*pool of assets*) dan kemudian ditawarkan serta dijual kepada investor

dalam bentuk sekuritas yang dijamin dengan aset tersebut (*Asset Back Securities* atau ABS).

Sekuritisasi aset (*Asset Securitization*) mengacu pada suatu aktivitas pendanaan perusahaan dimana sebuah perusahaan pemilik aset (*originator*) mentransfer aset-aset yang menghasilkan aliran pendapatan yang stabil melalui suatu entitas yang terpisah (*Special Purpose Vehicle* atau SPV). Dengan demikian, aset menjadi terisolasi dari resiko kebangkrutan perusahaan (*originator*). SPV kemudian mengeluarkan sekuritas yang didukung oleh aset dan uang yang diterima digunakan untuk membayar aset *originator*. Akhirnya, uang yang dihasilkan oleh aset tersebut yang kemudian digunakan untuk membayar pokok dan bunga kepada para pemegang sekuritas.

Ada berbagai definisi sekuritisasi aset, antara lain seperti dikemukakan oleh Culp (2006) bahwa:

*Securitization is the process by which an asset (or asset pool) is sold for cash, which in turn is raised by the sale of securities whose cash flows are collateralized by the principal and interest (P&I) income on the original asset pool. As noted, we consider in this section only securitization that is motivated primarily by the institutional desire to combine a financing method with credit risk management. (p. 341).*

Sementara Fabozzi (2006) mendefinisikan terminologi *structured finance* sebagai “*a wide variety of debt and related securities. The key element of a structured financing is that the obligation of the issuer to repay lenders is backed by the value of a financial asset or credit support provided by a third party to the transaction (p. 365).*

Untuk memperoleh kredit yang dikehendaki oleh para penerbit dengan menggunakan metode sekuritisasi aset, nilai aset finansial dan dukungan kredit pihak ketiga sangat diperlukan. Nilai aset finansial menunjukkan kemampuan penerima pinjaman dalam memenuhi kewajibannya.

Tujuan utama sekuritisasi aset adalah bahwa dengan memisahkan aset dari risiko kebangkrutan pemilik aset atau *originator*, *originator* dapat memperoleh peringkat kredit yang lebih tinggi, yang berarti bahwa secara signifikan pembiayaan perusahaan akan lebih rendah dibanding pembiayaan dengan metode tradisional. Untuk mencapai hal ini, salah satu faktor penting adalah bahwa aset harus cukup

terisolasi dari risiko kebangkrutan *originator*. Dalam praktek, perlindungan dari kebangkrutan ini dicapai melalui apa yang disebut dengan *true sale* (penjualan putus).

Dalam tradisi hukum *Anglo Saxon* yang mengakui *court of equity*, sejalan dengan pengakuan dua jenis kepemilikan, dikenal juga dua jenis pengalihan hak milik. Pengalihan hak milik yang pertama adalah pengalihan hak milik yang sempurna, melalui mekanisme "*true sale*," yang mengalihkan kedua jenis kepemilikan tersebut. Sementara itu, pengalihan hak milik yang tidak memenuhi "*true sale*" hanya mengalihkan *beneficial ownership* saja, tanpa pengalihan *legal ownership*. Dalam hal ini jelaslah bahwa pengertian pengalihan hak milik dalam tradisi hukum *Anglo Saxon* berbeda dengan pengertian peralihan hak milik menurut tradisi hukum Eropa Kontinental. Dengan terjadinya pengalihan hak milik sepenuhnya dari *originator* kepada pembeli, berarti keamanan investor yang membeli Efek Beragun Aset (EBA) terjamin dari kepailitan atau bubarnya *originator*. (Widjaja, 526)

### **2.2.1 Manfaat dan Resiko Sekuritisasi Aset**

Proses sekuritisasi aset merupakan suatu bentuk pembiayaan inovatif dan metode baru yang digunakan untuk pendanaan dan tujuan pengelolaan risiko. Di samping kepentingannya sebagai sebuah restrukturisasi aset keuangan, sekuritisasi berasal dari berbagai aliran penelitian akademis. Model yang berbeda telah dikembangkan untuk menganalisis aspek-aspek teoritis dari proses sekuritisasi aset, tetapi beberapa pertanyaan penting tetap tidak dapat dijelaskan.

Model yang telah ditemukan tetap belum mampu menjawab secara tegas mengapa perusahaan harus melakukan sekuritisasi asetnya. Mereka tidak menyelidiki apakah sekuritisasi dapat menjadi alternatif bagi perusahaan ketika memilih struktur pendanaan yang optimal.

Proses sekuritisasi aset telah banyak dikritik, karena dianggap merupakan sarana yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan praktek-praktek transaksi yang ilegal. Di beberapa negara, atas dasar sistem hukum yang dianut, sekuritisasi dianggap ilegal terutama karena sering disalahgunakan sebagai sarana penipuan oleh perusahaan-perusahaan yang secara finansial tidak sehat atau memiliki peringkat

ke kredit yang rendah. Kritik terhadap sekuritisasi sendiri meningkat bersamaan dengan kasus kebangkrutan Enron di Amerika Serikat pada Tahun 2001.

Kritik lain terhadap sekuritisasi aset berkaitan dengan masalah tata kelola perusahaan, terutama karena sekuritisasi aset menggunakan entitas yang disebut *Special Purpose Entities* atau *Special Purpose Company*, yang sering dipandang kurang mencerminkan transparansi perusahaan. Disisi lain, beberapa hal yang sering dikemukakan menjadi alasan utama dilakukannya sekuritisasi aset oleh perusahaan antara lain untuk mengubah aset yang kurang likuid menjadi lebih likuid, mengubah aset yang kurang menarik menjadi mudah untuk diperdagangkan, dan agar terjadi perluasan pilihan investor terhadap suatu aset.

Peranan sekuritisasi aset tidak hanya bagi kalangan bank dan lembaga keuangan (*originator*), tetapi juga bagi kalangan investor. Sekuritisasi aset tidak hanya bisa mengurangi *mismatch funding* bagi lembaga keuangan, tetapi bisa juga menjadi alternatif investasi yang menarik bagi para investor pasar uang dan pasar modal. (Widjaja & Paramitha, 2006).

Penerapan standar akuntansi yang lebih ketat terkait sekuritisasi aset terutama dimulai setelah bangkrutnya *Enron* pada tahun 2001 yang tidak dapat dilepaskan dari keberadaan SPV yang dibentuknya. *Enron* telah menyalahgunakan SPE dimana beberapa SPE yang dibentuk oleh *Enron* terbukti tidak independen sama sekali dan keberadaan SPE hanya dimaksudkan untuk memungkinkan *Enron* melakukan transaksi-transaksi yang tidak sah (Powers, Troubh, and Winokur, 2002)

Dampak yang diakibatkan oleh kekacauan *Enron* telah menjadi kenyataan pahit bagi orang-orang yang kehilangan uang yang telah mereka investasikan di *Enron*. Namun, di sisi lain, ini menguntungkan lingkungan pelaporan keuangan di Amerika Serikat. Kemarahan publik atas kasus *Enron* dan selanjutnya *WorldCom*, yang ambruk akibat adanya penyelewengan akuntansi beberapa bulan kemudian, telah memicu Kongres untuk memberlakukan Undang-Undang *Sarbanes-Oxley* pada tahun 2002. *Sarbanes-Oxley Act* meningkatkan pemeriksaan pemerintah terhadap profesi audit, menaikkan standar pengendalian akuntansi internal perusahaan, serta mengingatkan para eksekutif perusahaan bahwa mereka akan dianggap bertanggung jawab secara pribadi apabila secara sengaja menerbitkan laporan keuangan yang menyesatkan (Stice & Skousen 7).

### 2.2.2 *Special Purpose Company* dalam Sekuritisasi Aset

*Special Purpose Entities* (SPE) atau *Special Purpose Company* (SPC)<sup>1</sup> dibentuk untuk menjalankan suatu kegiatan atau tujuan tertentu. SPE sering digunakan dalam transaksi *structured finance*, seperti dalam sekuritisasi aset (*asset securitization*), *joint venture*, atau untuk mengisolasi suatu aset atau operasi perusahaan tertentu. SPE dapat diciptakan melalui berbagai bentuk entitas seperti *trust*, korporasi, kemitraan terbatas, dan perseroan terbatas. SPE digunakan oleh banyak perusahaan untuk berbagai keperluan pembiayaan atau tujuan pendanaan.

Sekuritisasi aset memungkinkan perusahaan menjual sekumpulan aset tertentu (*pool of assets*) melalui suatu SPE. SPE membayar aset tersebut dengan mengeluarkan surat berharga kepada investor di pasar modal. Sekuritas dapat dikenakan suku bunga pada tingkat tetap atau variabel dan biasanya diusahakan berbentuk investasi sekuritas dengan peringkat tinggi agar dapat menarik basis investor yang luas. Pembayaran bunga dan pokok yang jatuh tempo dari sekuritas dibayar dengan dana yang berasal dari arus pendapatan dari aset yang dibeli oleh SPE.

Penjualan aset kepada SPE akan membuat aset-aset tersebut dikeluarkan dari neraca perusahaan sekaligus kewajiban yang terkait dengan aset dimaksud (*off-balance sheet*). Untuk itu, penjualan harus terstruktur dengan baik agar transfer resiko dan kepemilikan aset dapat berlangsung. Apabila penjualan disertai dengan jaminan dari penjual mengenai kinerja dari aset keuangan yang ditransfer, ini berarti resiko tidak ditransfer seluruhnya. Hal ini dapat menyesatkan pemegang saham perusahaan (*originator*) karena tidak ada pengungkapan resiko yang cukup memadai pada neraca.

Demikian pula, investor ekuitas pihak ketiga harus mengendalikan kegiatan SPV dan menanggung resiko investasi agar penjualan aset dilakukan dengan prinsip harga pasar wajar (*arm's length*). Masalah utama bukanlah apakah SPE dapat

---

<sup>1</sup> *Special Purpose Entities* (SPE) atau *Special Purpose Company* (SPC) sering disebut sebagai *Special Purpose Vehicle* (SPV). Di Indonesia, Ikatan Akuntan Indonesia menggunakan istilah Entitas Bertujuan Khusus (EBK) sebagaimana terdapat dalam PSAK No.4 tentang Laporan Keuangan Konsolidasi (Reformat 2007) yang lebih lanjut dijabarkan pada ISAK No. 7 tentang Interpretasi atas Paragraf 5 dan 19 PSAK No. 4 tentang Konsolidasi Entitas Bertujuan Khusus. Dalam Peraturan Presiden Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2005 Tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan digunakan istilah *Special Purpose Vehicle* (SPV).

digunakan untuk sekuritisasi aset, melainkan apakah sekuritisasi telah terstruktur dan dipertanggungjawabkan sesuai dengan peraturan yang berlaku.

SPE biasanya dibuat sedemikian rupa sehingga susah untuk dipailitkan (*bankruptcy remote*) yang berarti bahwa aset dijual kepada SPE tidak dipengaruhi oleh resiko apabila perusahaan asal (*originator*) menjadi bangkrut. Demikian pula, apabila tidak memiliki utang selain aset pinjaman atau utang usaha, SPE tidak mungkin untuk menjadi bangkrut sebagai akibat dari kegiatan sendiri.

Sekuritisasi aset merupakan alternatif lain bagi perusahaan untuk mendapatkan uang tunai di pasar modal serta mentransfer risiko atas utang berisiko tinggi, seperti piutang kartu kredit. Sekuritisasi aset dapat berlangsung melalui suatu entitas yang dibentuk berupa *Special Purpose Entities* (SPE), sebagaimana ditegaskan oleh Tavakoli (2003):

*Special purpose entity (SPE) is a global term, and is used interchangeably with the term special purpose vehicle (SPV). An SPE is either a trust or a company. Special purpose corporation (SPCs) are used for a variety of purposes, including structured risk management solutions. In securitizations, the SPE houses the asset risk either through the purchase of the assets or in synthetic form. The assets are then used as collateral for notes issued by SPE. Special purpose entities (SPEs) are powerful structured finance tools (p.47).*

Dalam perkembangan terbaru, *special purpose vehicles* telah digunakan sebagai strategi baru dalam manajemen bisnis dan *brand* khususnya sebagai alat untuk pengelolaan kekayaan intelektual (*intellectual property*). Setidaknya ada tiga manfaat dari transfer kekayaan intelektual kepada *special purpose vehicle*: pendanaan modal, penghematan pajak, dan manajemen bisnis yang lebih baik.

Dalam kaitannya dengan penghematan pajak, apabila *special purpose vehicle* terdaftar di negara dengan tarif pajak rendah (*low tax jurisdiction*) seperti Bahama, pembayaran pajak akan menurun secara signifikan. *Polo Ralph Lauren Corporation*, misalnya, dapat menempatkan merek (*brand*) *Ralph Lauren* yang dimilikinya pada suatu *special purpose vehicle* yang disebut *Ralph Lauren IP* yang terdaftar di Bahama. *Polo Ralph Lauren Corporation*, pemegang waralaba dan lisensi yang kemudian akan membayar *Ralph Lauren IP* atas penggunaan merek. Penghasilan yang diperoleh atas penggunaan merek *Ralph Lauren*, dengan demikian akan dikirim

ke Bahama, sehingga *Polo Ralph Lauren Corporation* akan membayar pajak lebih sedikit (britannica.com 18).

### 2.2.3 Sekuritisasi Aset dalam bentuk *Real Estate Investment Trust*

*Trust* pada negara-negara *common law* telah digunakan secara luas untuk perencanaan pajak. Pemisahan kepemilikan legal (*legal ownership*) dan kepemilikan manfaat (*beneficial ownership*) diterapkan untuk membentuk suatu struktur yang memungkinkan pendirinya menghindari pajak penghasilan dan pajak atas *capital gain* dan memungkinkan pemilik manfaat menikmati pajak penghasilan yang rendah. *Trust* juga digunakan untuk keperluan non-pajak seperti perlindungan aset, transaksi *off balance sheet* dan untuk keperluan donasi (bantuan). Meskipun banyak negara telah memberlakukan peraturan anti penghindaran (*anti avoidance rules*) untuk melawan penyalahgunaan *trust*, namun sampai saat ini masih banyak pihak yang menggunakannya secara luas (Rohatgi, 20)

*Real Estate Investment Trust* atau REIT merupakan perusahaan yang memiliki dan menghasilkan pendapatan melalui pengelolaan aset-aset properti (*real estate*). Untuk menjadi REIT, sebuah perusahaan harus mendistribusikan setidaknya 90 persen dari pendapatan kena pajak setiap tahun kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen.

REIT berasal dari Amerika Serikat yang didirikan sebagai tanggapan terhadap perundang-undangan federal REIT pada tahun 1960. REIT memungkinkan investor kecil menginvestasikan kekayaan mereka dalam suatu properti, sehingga secara kolektif memperbaiki akses terhadap investasi dalam menghasilkan pendapatan yang lebih besar dari aset-aset *real estate* (properti) komersial (McCall, 2001).

Pengertian tentang REIT antara lain didefinisikan secara sederhana oleh Whiting (2007):

*In its simplest form, a REIT breaks down the ownership of a building, or more often a group of buildings, into units that are sold to investors and usually listed on the stock market – a way of “securitizing” property. Most of the income from the buildings, typically 90-95%, must be paid directly to investors as a dividend on a regular basis, for example twice a year (p.4).*

Dari definisi yang diberikan oleh Whiting tersebut diatas, jelas bahwa REIT merupakan salah satu cara melakukan sekuritisasi aset, khususnya aset-aset properti, dengan persyaratan bahwa hampir semua pendapatan dari pengelolaan aset-aset properti dalam portofolio REIT harus dibagikan secara rutin kepada para pemegang saham atau unit penyertaan dalam bentuk dividen.

Di Amerika Serikat, dalam kaitannya dengan kepentingan perpajakan, perusahaan-perusahaan yang berbentuk *trust* atau korporasi dapat membentuk REIT apabila memenuhi beberapa persyaratan ketat yang dikelompokkan dalam empat elemen utama yaitu struktur organisasi (*organizational structure*), sifat aset (*nature of assets*), sumber penghasilan (*source of income*), dan distribusi penghasilan (*distribution of income*). Hal penting yang harus dipenuhi antara lain (Imperiale, p.15-16):

- (1) REIT harus berbentuk *business trust* atau korporasi;
- (2) Kepemilikan manfaat (*beneficial ownership*) harus dimiliki oleh minimum 100 orang;
- (3) Lima pemegang saham individual terbesar tidak diperbolehkan memiliki lebih dari 50 persen saham beredar;
- (4) Aset perusahaan yang utama adalah *real estate* yang dimiliki untuk tujuan investasi jangka panjang;
- (5) Pada tiap-tiap akhir tahun pajak, nilai total aset REIT harus dimiliki dalam bentuk aset *real estate*, kas, dan sekuritas pemerintah;
- (6) REIT tidak boleh memiliki sekuritas pemerintah dalam jumlah yang lebih besar dari 25 % nilai aset;
- (7) Minimum 75% penghasilan perusahaan diperoleh dari aset *real estate* atau investasi yang berkaitan dengan *real estate*;
- (8) Minimum 75% penghasilan bruto tahunan REIT harus terdiri dari sewa properti, *mortgage interest*, *gain* dari penjualan aset *real estate*, dan sumber-sumber tertentu lainnya yang berkaitan dengan *real estate*;
- (9) Minimum 95% penghasilan bruto tahunan REIT harus berasal dari unsur-unsur penghasilan sebagaimana dimaksud pada angka (8) ditambah sumber penghasilan pasif lainnya seperti dividen dan berbagai bentuk bunga;

- (10) 95% dari penghasilan bersih (*net income*) harus didistribusikan kepada pemegang saham.
- (11) Apabila persyaratan tersebut diatas dipenuhi, REIT dapat mengurangi seluruh dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dan tidak dikenakan pajak federal pada tingkat korporasi atas jumlah yang didistribusikan.

Setidaknya ada lima alasan mengapa pendekatan investasi dalam bentuk REIT dipilih secara bersama-sama baik oleh para pembuat kebijakan maupun investor di Amerika Serikat, dan semakin populer di seluruh dunia, yaitu: diversifikasi, dividen, likuiditas, kinerja dan transparansi (Reit.com 60). Sebagaimana telah terbukti pada saat krisis *subprime mortgage* pada tahun 2008 di Amerika Serikat, investasi dalam bentuk REIT mengandung berbagai resiko terutama oleh aset *real estate* yang sangat sensitif terhadap permintaan dan penawaran (*supply and demand*). Peningkatan pesat dalam pembangunan properti seperti gedung-gedung perkantoran, mal, pusat perbelanjaan, hotel, dan perumahan yang tidak memperhitungkan tingkat permintaan atau kebutuhan pasar (*demand*), dapat memicu timbulnya masalah pada sektor ini, sebagaimana dikemukakan oleh Gordon (2008):

*Another potential problem that could effect all REITs, loosely related to supply and demand issues is the problem of overbuilding. This is exactly what happened in the later half of 2007, when the nation's residential housing industry began to collapse due, in part, to a massive overbuilding phase earlier in the decade (p.262).*

### **2.3 Sekuritisasi Aset di Indonesia dan Singapura**

Ada perbedaan signifikan atas proses sekuritisasi aset di Indonesia dan Singapura, terutama karena perbedaan sistem hukum yang dianut oleh kedua negara. Perkembangan sekuritisasi aset di Singapura jauh lebih pesat dibandingkan dengan Indonesia, disebabkan antara lain oleh kebijakan pemerintah Singapura yang sangat banyak memberikan insentif dan kemudahan berbisnis bagi perusahaan-perusahaan multinasional.

### 2.3.1 Indonesia

Di Indonesia, masalah mendasar yang dihadapi dalam proses sekuritisasi aset adalah berkaitan dengan aspek hukum. Sekuritisasi aset yang serupa dengan *asset-backed securities* dan *mortgage-backed securities* di luar negeri hampir tidak mungkin diterapkan di Indonesia, kecuali dengan modifikasi tertentu seperti dalam sistem Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA), yang berbeda secara substansial dengan sekuritisasi aset diluar negeri.

Berkaitan dengan masalah hukum dalam sekuritisasi aset di Indonesia, antara lain dikemukakan oleh Manik (2005):

Permasalahan hukum yang masih belum jelas adalah berkaitan dengan aspek keabsahan jaminan dan hak kepemilikan atas aset yang disekuritisasi apabila dikaitkan dengan aspek pendaftaran atas jaminan kebendaan tersebut ... Permasalahan hukum yang kedua adalah berkaitan dengan aspek hukum kepailitan (Hal 21-22).

Sementara Imansyah (2003), menyoroti kendala yang perlu diperhatikan dalam membangun pasar bagi instrumen EBA dari segi pemahaman dan pengawasan:

Pertama adalah dari segi pemahaman. Karena efek ini tergolong masih baru, maka perlu ada sosialisasi secara intens mengenai *cost benefit*-nya kepada para investor, sehingga masyarakat dapat memahami seluk beluk instrumen ini secara baik. Melalui sosialisasi, para emiten penerbit efek ini tidak akan kesulitan menjual produk investasi berbasis KIK di Indonesia. Hal kedua yang perlu diperhatikan adalah dari sisi pengawasan. Bapepam selaku regulator pasar perlu mengawasi setiap penerbitan atau pengelolaan EBA. Hal ini mengingat faktor risiko yang dimiliki oleh EBA baik pada saat penerbitan awal maupun dalam proses pengelolaan hingga jatuh tempo.

Studi tentang perdagangan Efek Beragun Aset oleh Tim Studi Perdagangan Efek Beragun Aset, Badan Pengawas Pasar Modal Departemen Keuangan Republik Indonesia pada tahun 2003 menunjukkan bahwa kendala utama penerbitan Efek Beragun Aset di Indonesia adalah kurangnya pemahaman tentang instrumen efek beragun aset baik dari sudut pandang pelaku maupun calon investor. Kendala lain yang juga menghambat penerbitan efek beragun aset dari sisi calon *originator* karena kewajiban keterbukaan dikhawatirkan bisa mengarah kepada penyalahgunaan

informasi. Sedangkan para pelaku masih belum siap karena menganggap bahwa peraturan yang ada kurang memadai mulai dari perlakuan akuntansinya, perpajakan yang dianggap kurang kondusif, hingga berbagai teknik perhitungan yang berkaitan dengan efek beragun aset (BAPEPAM, 2003).

Masalah substansial lain dalam sekuritisasi aset di Indonesia terkait dengan aspek perpajakan, terutama pengenaan pajak berganda (*double taxation*). Timbulnya pajak berganda akibat keberadaan suatu entitas perantara seperti bank kustodian atau *special purpose vehicle*, yang secara perpajakan termasuk sebagai subyek pajak badan karena dianggap sebagai perkumpulan modal yang tidak terbagi atas saham. Dengan demikian, dalam statusnya sebagai subyek pajak badan, kewajiban perpajakan entitas perantara tersebut secara umum adalah sama dengan kewajiban wajib pajak badan lainnya.

### 2.3.2 Singapura

Menurut Whiting (2007), salah satu negara di Asia yang memberi begitu banyak insentif untuk keberadaan REIT adalah Singapura:

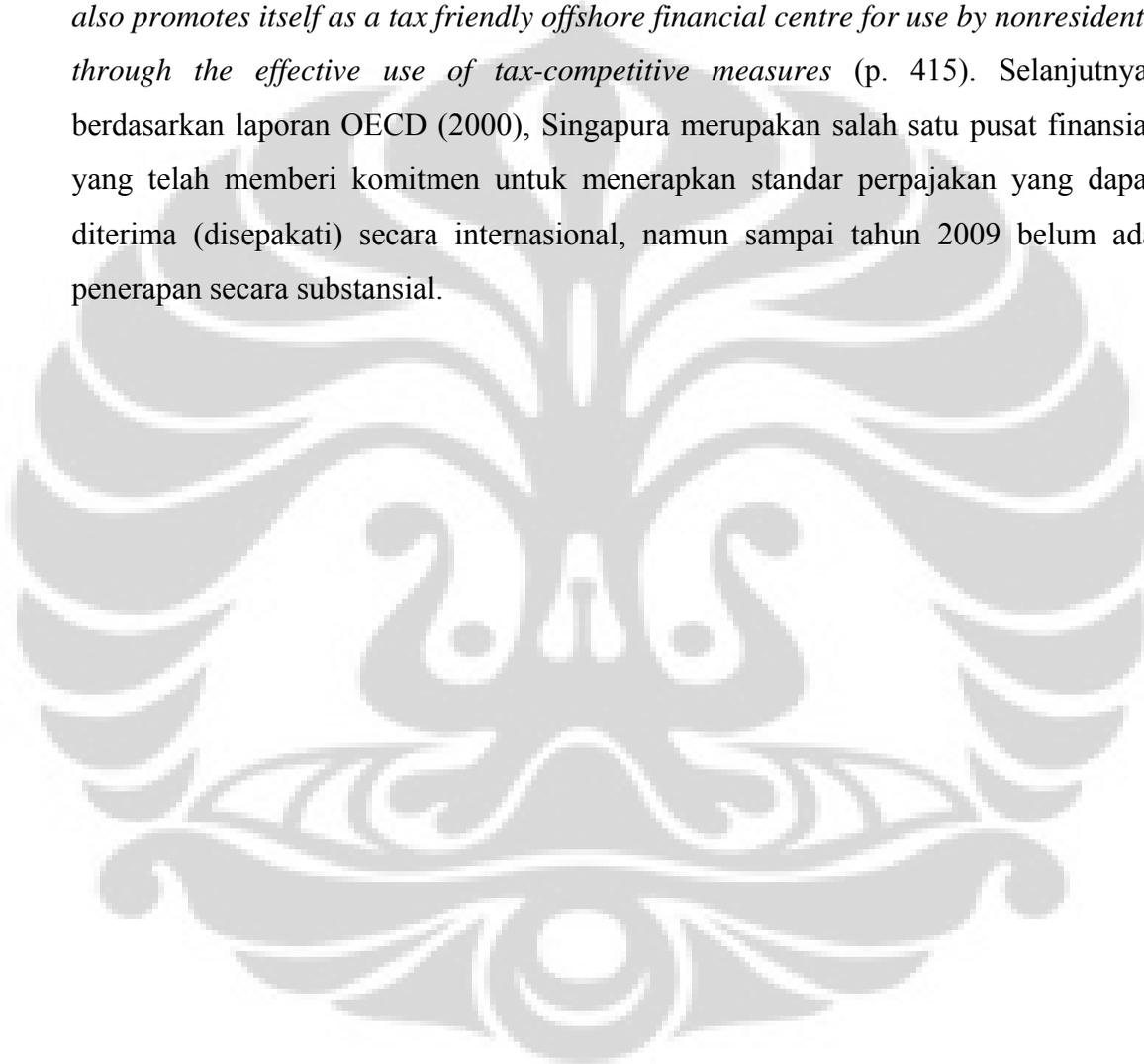
*In Asia, Singapore has been the most generous with its tax incentives for REITs, and has gone furthest in easing rules on the activities of trusts. Some analysts say there is no better way of owning property on the island, and investors are starting to realize it. For example, when the Singapore government waived withholding tax for local individuals and cut it for foreigners, REIT share prices jumped (p.81).*

Sementara ditinjau dari aspek fasilitas pajak, di Singapura dikenal insentif yang diberikan berdasarkan undang-undang perpajakan (*Income Tax Act*) dan insentif dalam rangka ekspansi usaha sebagaimana diatur dalam *Economic Expansion Incentive Act*. (Surahmat, hal. 58-67).

Singapura, menurut Rohatgi (2007) merupakan salah satu tempat populer pendirian *offshore fund*. *Offshore fund* adalah sebuah perusahaan investasi atau reksadana (yaitu unit *trust*) yang terletak di suatu negara yang berperan sebagai pusat finansial (*offshore financial centre*). Skema investasi kolektif ini mengumpulkan pendapatan dan keuntungan para investor pada suatu *offshore fund*, yang biasanya bebas pajak. Selanjutnya, Singapura juga dikategorikan sebagai salah satu negara

yang merupakan pusat *offshore trust*, dan memiliki undang-undang *trust* asing (p.325).

Masalahnya adalah bahwa “*Both onshore and offshore trusts are widely used for tax planning.*” (Rohatgi, p.326). Selanjutnya, Rohatgi (2007) menegaskan bahwa “*Singapore probably offers one of the widest range of tax incentives in the world* (p.414) dan “*Besides various incentives to attract economic activities, Singapore also promotes itself as a tax friendly offshore financial centre for use by nonresidents through the effective use of tax-competitive measures* (p. 415). Selanjutnya, berdasarkan laporan OECD (2000), Singapura merupakan salah satu pusat finansial yang telah memberi komitmen untuk menerapkan standar perpajakan yang dapat diterima (disepakati) secara internasional, namun sampai tahun 2009 belum ada penerapan secara substansial.



## BAB 3

### GAMBARAN PERUSAHAAN PT LIPPO KARAWACI TBK

#### 3.1 Sejarah<sup>1</sup>

PT Lippo Karawaci Tbk didirikan dengan nama PT Tunggal Reksakencana pada tanggal 15 Oktober 1990 berdasarkan akta Notaris Misahardi Wilamarta, SH, No. 233. Akta pendirian ini disetujui oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dalam Surat Keputusannya No. C2-6974.HT.01.01.TH.91 tanggal 22 Nopember 1991 serta diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No. 62, Tambahan No. 3593 tanggal 4 Agustus 1992. Berdasarkan data Laporan Tahunan (*Annual Report*) Tahun 2008, perkembangan penting perusahaan sejak didirikan pada Tahun 1990 sampai dengan Tahun 2008 adalah sebagaimana dirangkum dalam Tabel 3.1. Melalui penggabungan usaha delapan perusahaan properti pada Tahun 2004, perusahaan telah memperluas portofolio usahanya mencakup pengembangan kawasan kota mandiri, pembangunan terpadu berskala besar, mal ritel, rumah sakit, hotel dan sarana rekreasi, serta manajemen properti dan portofolio.

Dalam mengembangkan bisnis, perusahaan menganut konsep *urban development* yang dimulai pada awal tahun 1990an, ditujukan sebagai ciri khas perusahaan dalam menghadapi persaingan. Konsep *urban development* ini antara lain terlihat dari kota mandiri Lippo Village dan Lippo Cikarang yang merupakan kawasan perkotaan, komersial dan industri, serta kota mandiri Tanjung Bunga di Makassar.

Pengembangan lainnya dari *Urban Development* adalah San Diego Hills Memorial Park, taman pemakaman yang memiliki fasilitas rekreasi keluarga. Dibangun di atas lahan lebih dari 100 hektar, taman pemakaman ini mengalokasikan 14 hektar untuk fasilitas penunjang, termasuk bangunan serbaguna, sarana rekreasi keluarga, taman dan danau. Pada tahun 2008 perusahaan meluncurkan *Chinese Garden*, konsep pemakaman modern dengan sentuhan budaya Cina kuno, yang diikuti oleh *Heroes Plaza* dan *Earth Garden* untuk komunitas muslim.

---

<sup>1</sup> Disarikan dari Laporan Tahunan PT Lippo Karawaci Tbk Tahun 2004 - 2008

Tabel 3.1 Beberapa Peristiwa Penting Tahun 1990 – 2008

No	Tahun	Bulan	Peristiwa
1	1990	Oktober	Didirikan dengan nama PT Tunggal Reksakencana
2	1993	Januari	Pembangunan kota mandiri Lippo Karawaci, Tangerang
3	1993	Oktober	Pembangunan kota mandiri Lippo Cikarang
4	1996	Juni	Penawaran saham perdana sejumlah 30.800.000 saham
5	1997	Juni	Pembangunan kota mandiri Tanjung Bunga, di kawasan Indonesia Timur
6	1998	Februari	Penawaran Saham Terbatas pertama sejumlah 607.796.000 saham dengan harga Rp 500,- per saham
7	2002	September	Peluncuran proyek ritel dengan konsep <i>strata-title</i> , WTC Matahari yang berlokasi di Serpong
8	2004	Juli	Penggabungan 8 perusahaan properti melahirkan PT Lippo Karawaci Tbk
9	2005	Januari	Penawaran Terbatas Kedua atas 881.905.813 saham dengan harga Rp 1.050,- per saham
10	2006	Maret	Penawaran obligasi sebesar USD 250 juta dengan tingkat suku bunga 8,875% per tahun, harga penawaran 100%, jatuh tempo tahun 2011
11	2006	Agustus	Pemecahan nilai nominal saham 1:2
12	2006	Desember	Pencatatan <i>First REIT</i> di Singapore Stock Exchange, (271.400.000 unit, SGD 0,71/unit)
13	2007	Januari	Peluncuran <i>San Diego Hills Memorial Park &amp; Funeral Homes</i> di Karawang, Jawa Barat
14	2007	Juli	Peluncuran proyek superblok Kemang Village
15	2007	Desember	Pemecahan nilai nominal saham 1:2,5
16	2008	Agustus	Peluncuran <i>The St. Moritz Penthouses &amp; Residences</i>
17	2008	Desember	Pencatatan LMIR REIT di <i>Singapore Stock Exchange</i> , menawarkan (645,469,000, SGD 0,80/unit)
18	2008	Desember	Pembukaan Mal Pejaten Village di Jakarta Selatan

Perusahaan juga mengembangkan konsep *Large Scale Integrated Development*, seperti ditunjukkan oleh *City of Tomorrow* dan *Kemang Village*, serta meluncurkan proyek pembangunan *St. Moritz. City of Tomorrow (CITO)* berlokasi di Surabaya, dibangun di atas lahan seluas 2,6 hektar, dan proyek ini terdiri dari mal *strata title* dengan 1.700 toko, kondominium *The Aryaduta Residences*, enam menara perkantoran, hotel bintang lima *Aryaduta Hotel*, dan universitas. Pada bulan Desember 2008, mal dan kondominium *strata title* telah selesai dibangun dan diserahkan kepada pembeli, sedangkan gedung perkantoran dan hotel masih dalam penyelesaian konstruksi.

*Kemang Village* terletak di Jakarta Selatan, dibangun di atas lahan seluas kurang lebih 15 hektar dengan infrastruktur dan fasilitas bertaraf internasional serta target pasar para ekspatriat dan penduduk berpendapatan tinggi di Jakarta Selatan. Proyek ini terdiri atas tujuh menara kondominium, *Aryaduta Hotel and Resort*, *Kemang Village Country Club*, Sekolah Pelita Harapan, *Siloam Hospitals*, dan mal *Kemang Village*.

*St. Moritz* terletak di atas lahan seluas 11,4 hektar dalam kawasan baru seluas 135 hektar yang direncanakan menjadi pusat bisnis, kesehatan, pendidikan dan hiburan di Jakarta Barat. *St. Moritz* akan terdiri dari kondominium, hotel, kantor, mal, *club house*, *convention center*, rumah sakit, sekolah internasional, kapel untuk pernikahan dan *Sea World*.

Perusahaan telah membangun delapan mal *strata title* di berbagai lokasi di kota-kota utama di Indonesia antara lain di Jakarta dan sekitarnya, Medan, Makassar, Surabaya dan Malang. Pada bulan Desember 2008, PT Lippo Karawaci Tbk membuka *leased mall* pertamanya di lokasi strategis di Jakarta Selatan, yaitu *Mal Pejaten Village*. Dibangun di atas lahan seluas 2,38 hektar, mal ini terdiri atas enam lantai, 160 unit toko, dan 24.700 m<sup>2</sup> area parkir.

Bisnis perusahaan ditunjang oleh kepemilikan mayoritas di *Lippo Mapletree Indonesia Retail (LMIR) Trust Management Limited* yang berbasis di Singapura. *LMIR Trust* merupakan sarana pelaksanaan strategi *asset light* perusahaan dimana *LMIR Trust* mendapatkan hak pertama untuk membeli *leased mall* yang dibangun PT Lippo Karawaci Tbk. Perusahaan memperoleh *recurring income* dari segmen

*healthcare*, yaitu dari *Siloam Hospitals Lippo Village*, *Siloam Hospitals Kebun Jeruk*, *Siloam Hospitals Surabaya* dan *Siloam Hospitals Lippo Cikarang*.

PT Lippo Karawaci Tbk menjadi perusahaan Indonesia pertama yang membentuk *Real Estate Investment Trust (REIT)*. *First REIT* adalah REIT pertama yang dicatat di bursa efek Singapura pada bulan Desember 2006 dengan aset rumah sakit yang dimiliki perusahaan. PT Lippo Karawaci Tbk memiliki 80% kepemilikan dari *Bowsprit Capital Corporation Limited*, yang merupakan manajer *First REIT*.

REIT kedua adalah untuk properti ritel, yang asetnya berlokasi di Indonesia yaitu *Lippo Mapletree Indonesia Retail Trust (LMIRT)*, juga tercatat di Singapura pada bulan November 2007. Manajer LMIRT, *Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust Management Ltd*, dimiliki secara bersama oleh PT Lippo Karawaci Tbk (60%) dan *Mapletree Group* (40%), sebuah perusahaan *real estate* terkemuka Singapura. Sebagai pengelola mal adalah PT *Consulting & Management Services* yang merupakan anak perusahaan dari PT Lippo Karawaci Tbk. Sebagai manajer REIT untuk *First REIT* dan *LMIR Trust*, serta manajer properti untuk mal-mal yang dikelola tersebut, PT Lippo Karawaci Tbk menerima imbalan atau pendapatan dalam bentuk *fee-based income*.

### 3.2 Bidang Usaha

PT Lippo Karawaci Tbk bersama anak perusahaan, beroperasi di bidang *real estate* dan infrastruktur dalam tiga segmen yaitu *Infrastructure and Hospitality*, *Healthcare and Hospital* dan *Housing and Land Development*. Segmen *Housing and Land Development* meliputi desain, konstruksi, pemasaran, dan penjualan rumah. Di bidang *real estate*, meliputi pengembangan perkotaan, akuisisi dan pembukaan lahan, pengembangan dan penggalian tanah, serta pembangunan infrastruktur. Selain itu, termasuk dalam segmen ini adalah penjualan, penyewaan, operasi, dan dukungan infrastruktur, termasuk lapangan golf, *country club*, restoran, pusat hiburan lain, laboratorium medis, apotek medis, dan fasilitas terkait.

Pada segmen *Healthcare and Hospital*, perusahaan mengoperasikan rumah sakit yang menyediakan fasilitas kecelakaan darurat, staf medis, klinik medis spesialis, serta klinik kecantikan. Pada segmen *Infrastructure and Hospitality*, perusahaan memiliki dan mengelola hotel yang berlokasi di Jakarta, Pekanbaru, dan

Makassar. Termasuk dalam segmen ini adalah pengelolaan restoran bertema Jepang, lapangan golf, *country club*, restoran khusus, dan fasilitas *bowling*. Selain itu, segmen ini bergerak dalam bidang pengelolaan air minum dan jasa pengolahan limbah, sistem daur ulang air, pengelolaan limbah padat, jasa keamanan, layanan transportasi publik, dan layanan *broadband*. Perusahaan, yang sebelumnya dikenal sebagai PT Tunggal Reksakencana, didirikan pada tahun 1990 dan didasarkan di Tangerang, Indonesia.

### 3.3 Kinerja Keuangan

PT Lippo Karawaci Tbk pada Tahun 2008 merupakan perusahaan properti publik terbesar di Indonesia berdasarkan nilai kapitalisasi pasar, aset, pendapatan dan laba bersih. Selama empat tahun terakhir (Tahun 2005 – 2008), kapitalisasi pasar perusahaan meningkat empat kali lipat, dari Rp 3,3 triliun menjadi Rp 13,8 triliun. Kapitalisasi pasar perusahaan pada Tahun 2008 merupakan 1,3% dari Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia, dan merupakan 31,3% untuk sektor properti.

PT Lippo Karawaci Tbk memiliki enam pilar bisnis yaitu *Urban Development, Large Scale Integrated Development, Retail Malls, Healthcare, Hotels and Hospitality*, dan *Property and Portfolio Management*. Dari enam pilar bisnis tersebut, perusahaan memperoleh *Development revenue* dan *Recurring revenue*. *Development revenue* berasal dari kegiatan-kegiatan berkaitan dengan pengembangan seluruh proyek properti yang meliputi *Urban Development, Large Scale Integrated Development* dan *Retail Malls*. *Recurring revenue* berasal dari kegiatan bisnis di bidang *Healthcare, Hotels & Hospitality* dan *fee-based income* sebagai manajer REIT dan properti. *Recurring revenue* pada tahun 2008 memberikan kontribusi sebesar 50%-60% dari total pendapatan perusahaan.

PT Lippo Karawaci Tbk menjadi perusahaan Indonesia pertama dan satu-satunya yang membentuk dua *Real Estate Investment Trust* (REIT) yang tercatat di Bursa Efek Singapura. Dengan skema REIT tersebut, perusahaan memperoleh pendapatan berkesinambungan yang disebut sebagai *recurring income*. Pendapatan perusahaan yang stabil dari unit-unit usaha lainnya yang terus berkembang telah mengurangi dampak dari siklus usaha properti.

Pada tahun 2008, perusahaan memperoleh pendapatan sebesar Rp 2.553 miliar, meningkat 22% dibandingkan pendapatan tahun 2007, dan menghasilkan keuntungan bersih Rp 371 miliar atau naik 5% dibandingkan tahun sebelumnya. Dari Rp 2.553 miliar total pendapatan perusahaan, 48% merupakan kontribusi dari *Development Revenue* dan 52% dari *Recurring Revenue*. *Development Revenue* meningkat 21%, sementara *Recurring Revenue* meningkat 23% dari tahun 2007.

Kontribusi utama peningkatan pendapatan dari unit usaha *Hospitality & Infrastructure* adalah peningkatan pendapatan jasa manajemen atau *fee-based income* yang diterima perusahaan sebagai pengelola properti dan sebagai pemilik mayoritas dari pengelola REIT yaitu pengelola First REIT dan LMIRT, yang meningkat 1,5 kali dari tahun sebelumnya. Di tahun 2008 perusahaan menerima *fee-based income* yang berasal dari pengelolaan LMIR Trust selama satu tahun penuh untuk pertama kali.

Pendapatan dari *Asset Enhancement* juga meningkat tajam sebesar 47% dari tahun sebelumnya. Secara keseluruhan pendapatan dari *Hospitality & Infrastructure* pada Tahun 2008 dan 2007 meningkat masing-masing sebesar 16% dan 11%. Pada tahun 2008, pendapatan perusahaan mencapai Rp 2,6 triliun, meningkat 22% dibandingkan Rp 2,1 triliun pada tahun sebelumnya. Laba kotor juga meningkat menjadi Rp 1,2 triliun dibandingkan dengan Rp 1,1 triliun pada tahun sebelumnya. Sebagai hasilnya, pendapatan bersih meningkat menjadi Rp 371 miliar atau meningkat 5% dibandingkan Rp 353 miliar pada tahun sebelumnya.

Bersamaan dengan kinerja keuangan perusahaan yang baik, harga saham perusahaan terus meningkat dan mencapai rekor tertinggi Rp 920 per saham. Pada akhir tahun 2008, harga saham perusahaan ditutup pada harga Rp 800 per saham, memberikan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 13,8 triliun, yang berarti mengalami peningkatan dibandingkan Rp 11,9 triliun pada tahun 2007.

### 3.4 Sekuritisasi Aset

PT Lippo Karawaci Tbk merupakan perusahaan pertama dari Indonesia yang melahirkan produk *Real Estate Investment Trust* (REIT) di Bursa Efek Singapura. REIT yang diluncurkan oleh perusahaan pada akhir tahun 2006 dengan nama “*First*

REIT” merupakan REIT pertama dengan aset di Indonesia dan juga *Healthcare* REIT pertama di regional Asia.

### 3.4.1 *First Real Estate Investment Trust (First REIT)*

*First Real Estate Investment Trust (First REIT)* merupakan *real estate investment trust* yang berfokus untuk berinvestasi dalam portofolio yang terdiversifikasi yang menghasilkan pendapatan *real estate* dan atau berhubungan dengan aset real estate di Asia yang terutama digunakan untuk kesehatan dan atau tujuan lain yang terkait kesehatan. Dengan kata lain, aset-aset yang dimasukkan dalam portofolio *First REIT* oleh PT Lippo Karawaci Tbk adalah aset-aset perusahaan yang berkaitan dengan kesehatan yaitu rumah sakit Siloam dan ditambah dengan satu aset penginapan berupa hotel Aryaduta.

Properti dalam portofolio *First REIT* mencakup empat perusahaan berlokasi di Indonesia, yaitu *Siloam Hospitals* PT Lippo Karawaci Tbk, *Siloam Hospitals* Kebon Jeruk, *Siloam Hospitals* Surabaya, dan *Imperial Aryaduta Hotel & Country Club*. Portofolio *First REIT* yang terletak di Singapura dan merupakan hasil akuisisi adalah *Pacific Healthcare Nursing Home* di Bukit Merah, *Pacific Healthcare Nursing Home II* di Bukit Panjang, *Lentor Residence* dan *Adam Road Hospital*. Anak perusahaannya termasuk *GOT Pte. Ltd*, *Henley Investment Pte. Ltd*, *Lovage International Pte. Ltd*, *Primerich Investment Pte. Ltd*, PT Sentra Dinamika Perkasa, PT Graha Indah Pratama, PT Tata Prima Indah dan PT Karya Sentra Sejahtera.

*First REIT* didirikan dengan tujuan utama memiliki dan berinvestasi dalam portofolio yang terdiversifikasi yang menghasilkan pendapatan *real estate* dan atau berhubungan dengan aset *real estate* di Asia. Pendirian *First REIT* menurut perusahaan adalah terkait dengan potensi pasar pertumbuhan *real estate* yang tinggi seperti Indonesia, Singapura, Cina, Malaysia, Thailand dan Hongkong.

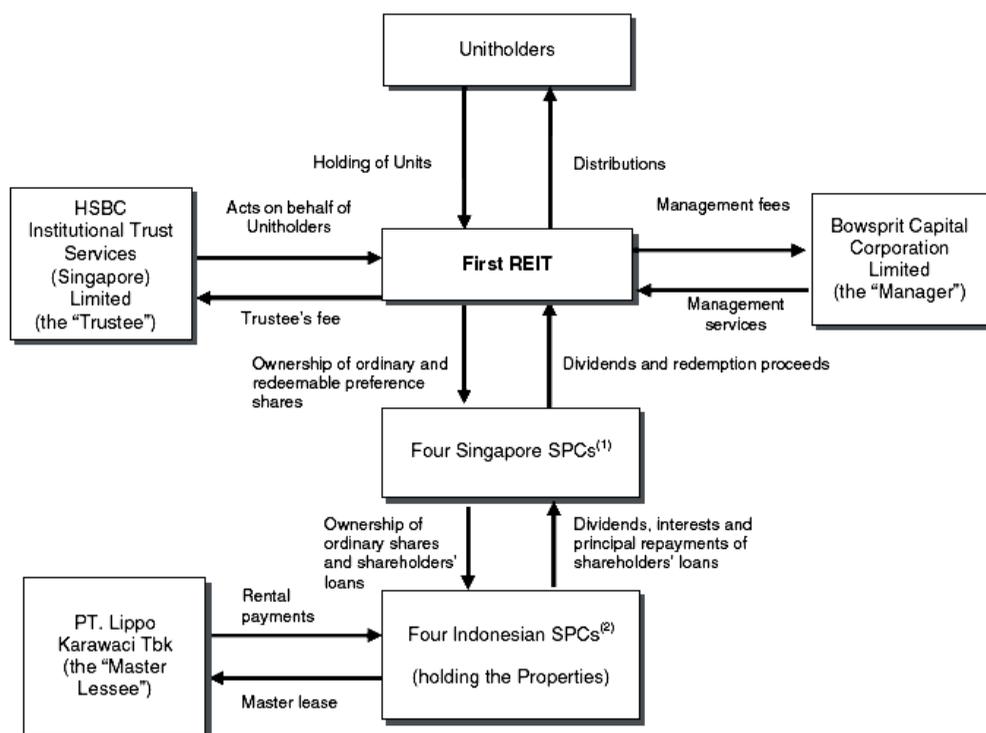
Manajer *First REIT* adalah *Bowsprit Capital Corporation Limited*. Peran kunci Manajer adalah menyediakan pemegang unit penyertaan (*unitholders*) *First REIT* tingkat pengembalian yang kompetitif atas investasi mereka. Hal ini antara lain dicapai dengan menjamin distribusi secara teratur dan stabil kepada pemegang unit penyertaan serta mencapai pertumbuhan jangka panjang dalam Nilai Aktiva Bersih (NAB) dari *First REIT*.

Tabel 3.2 Data-data *First REIT*

<i>Full Company Name:</i>	<i>First Real estate Investment Trust</i>
<i>Incorporated in :</i>	<i>SINGAPORE</i>
<i>Incorporated on :</i>	<i>19 Oct 2006</i>
<i>ISIN Code :</i>	<i>SGIU27933225</i>
<i>Registered Office :</i>	<i>Bowsprit Capital Corporation Limited No. 1 Philip Street #15-00 Singapore 048692</i>
<i>LISTING</i>	<i>11 December 2006</i>
<i>AUDITORS</i>	<i>RSM Chio Lim</i>
<i>Secretary:</i>	<i>Elizabeth Krishnan</i>
<i>Issue Manager</i>	<i>Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd; Oversea-Chinese Banking Corporation Ltd</i>
<i>Offer Price</i>	<i>SGD0,71</i>
<i>Amount Raised</i>	<i>SGD113,884</i>
<i>IPO Cap</i>	<i>SGD 192.694.000,000</i>
<i>1st Day Closing Price</i>	<i>SGD0.725</i>
<i>Against Offer Price Premium/ (Discount) \$</i>	<i>SGD0.015</i>
<i>Closing Price as at Prev Trade Date</i>	<i>SGD0.810</i>
<i>Market Capital as at Prev Trade Date</i>	<i>SGD 223325108,1</i>
<i>Trd Dt. Against Offer Price Prem. / (Discount) \$</i>	<i>SGD0.100</i>
<i>Link to Internet Website</i>	<i>http://www.first-reit.com</i>

Sumber: Bursa Efek Singapura (www.sgx.com)

Gambar 3.1 berikut menunjukkan hubungan antara *First REIT*, *Master Lessee*, *Special Purpose Company* (SPC) Singapura, SPC Indonesia, *Manager*, *Trustee* dan pemegang unit penyertaan (*Unitholders*). Keempat SPC Singapura diakuisisi oleh *First REIT* pada saat *listing*. Seluruh modal saham di masing-masing empat SPC Indonesia dimiliki oleh dua SPC Singapura. Keempat SPC Indonesia akan mendapatkan salah satu dari empat properti dari Sponsor pada tanggal *listing* dan akan menyewakannya ke *Master Lessee* (yang juga merupakan sponsor) dan akan menerima pembayaran sewa dari *Master Lessee*.



Gambar 3.1 Struktur *First REIT*

Sumber: IPO Prospectus, Dated 4 December 2006, *First REIT*, P. 18

Langkah-langkah penting yang dilakukan oleh Sponsor untuk mengalihkan properti kepada First REIT. Pada tanggal 23 Oktober 2006, vendor melakukan perjanjian jual beli untuk menjual semua saham biasa dan saham preferensi yang dimiliki oleh keempat SPC Singapura kepada First REIT (secara keseluruhan disebut *Singapore SPC Share Purchase Agreements*). SPC Singapura adalah *GOT Pte. Ltd*, *Henley Investments Pte. Ltd*, *Primerich Investments Pte. Ltd* dan *Lovage International Pte. Ltd*. Pertimbangan untuk akuisisi seluruh saham biasa dan saham preferensi bahwa empat SPC Singapura akan menerima hasil penawaran dan penerbitan 56.000.000 unit yang akan ditawarkan kepada investor, dan penerbitan 75.000.000 unit kepada vendor, setelah dikurangi biaya penawaran. Penyelesaian Perjanjian Pembelian Saham SPC Singapura akan diadakan pada tanggal listing.

SPC Indonesian adalah PT. Sentra Dinamika Perkasa, PT. Graha Indah Pratama, PT. Karya Sentra Sejahtera and PT. Tata Prima Indah. Pengaruh keseluruhan dari skema ini adalah bahwa kepemilikan atas empat SPC Singapura, First REIT juga secara langsung memiliki empat SPC Indonesia.

### 3.4.2 *Lippo Mapletree Indonesia Retail Trust (LMIR Trust)*

*Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust (LMIR Trust)* adalah sebuah *trust* yang berbasis di Singapura. Aktivitas utama dari *LMIR Trust* dan anak perusahaan untuk berinvestasi dalam portofolio yang terdiversifikasi yang menghasilkan pendapatan dari properti *real estate* di Indonesia. Ini terutama digunakan untuk *retail* dan atau tujuan yang terkait dengan ritel.

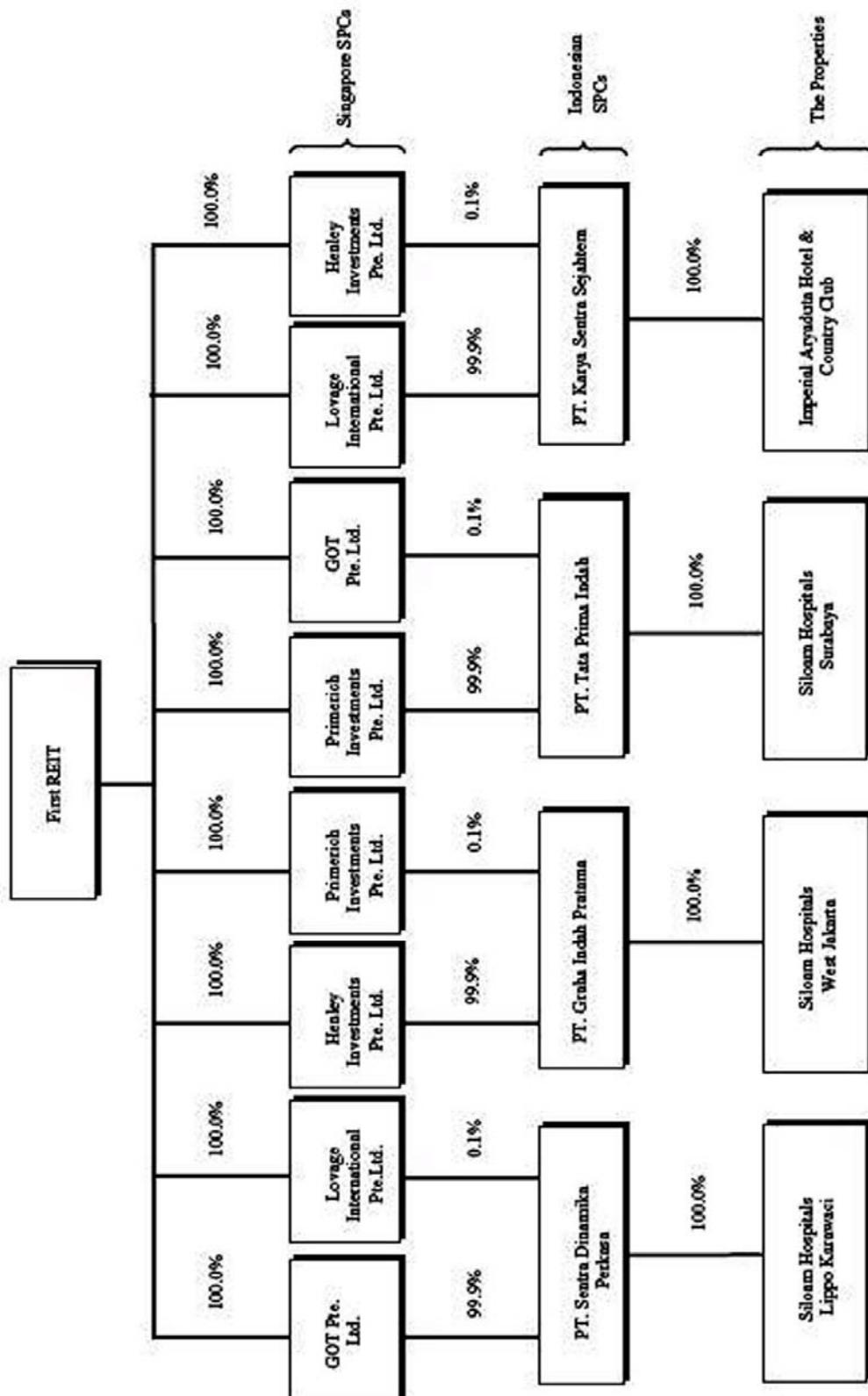
Pada tanggal 31 Desember 2008, portofolio *LMIR Trust* terdiri dari delapan mal ritel dan tujuh ruang ritel yang berlokasi di dalam mal lain dengan jumlah luas area sewa (bersih) 402.632 meter persegi. Lima dari mal ritel terletak di Jakarta, dua di Bandung, dan satu di Medan, Sumatera. Pada tanggal 31 Desember 2008, mal ritel memiliki hunian rata-rata tertimbang sekitar 95,7%.

*LMIR Trust* adalah *real estate investment trust* didirikan pada akhir tahun 2007 di Singapura. Ini merupakan REIT kedua yang didirikan oleh PT Lippo Karawaci Tbk setelah *First REIT* yang didirikan pada akhir tahun 2006 yang juga dilakukan di Singapura. Apabila portofolio *First REIT* umumnya berkaitan dengan aset-aset yang berkaitan dengan kesehatan, aset-aset yang masuk dalam portofolio *LMIR Trust* merupakan aset-aset yang berkaitan dengan pusat perbelanjaan (mal).

Pada awal pendirian *LMIR Trust* akhir tahun 2007, mal retail yang termasuk dalam properti portofolio *LMIR Trust* terdiri dari tujuh *Retail Mall*, dimana lima mal diantaranya berlokasi di Jakarta, Bogor, Depok, Tangerang dan Bekasi dan dua mal lainnya terletak di Bandung. Mal retail tersebut adalah:

1. Gajah Mada *Plaza* (Jakarta)
2. Cibubur *Junction* (Jakarta)
3. *The Plaza Semanggi* (Jakarta)
4. Mal Lippo Cikarang (Bekasi)
5. Ekalokasari Plaza (Bogor)
6. Bandung Indah Plaza (Bandung)
7. Istana Plaza (Bandung)

Melihat aset-aset tersebut diatas, terlihat bahwa aset-aset yang termasuk dalam portofolio *LMIR Trust* termasuk aset yang bernilai tinggi (high value). Gajah Mada Plaza dan Plaza Semanggi misalnya, merupakan pusat perbelanjaan yang cukup terkenal di Jakarta dan terletak pada lokasi yang cukup strategis.



Gambar 3.2 Ikhtisar Struktur Kepemilikan *First* REIT

Sumber: IPO Prospectus, Dated 4 December 2006, *First Real Estate Investment Trust*

Sementara *retail spaces* yang menjadi bagian dari portofolio aset LMIR Trust terdiri dari tujuh *retail spaces* berikut:

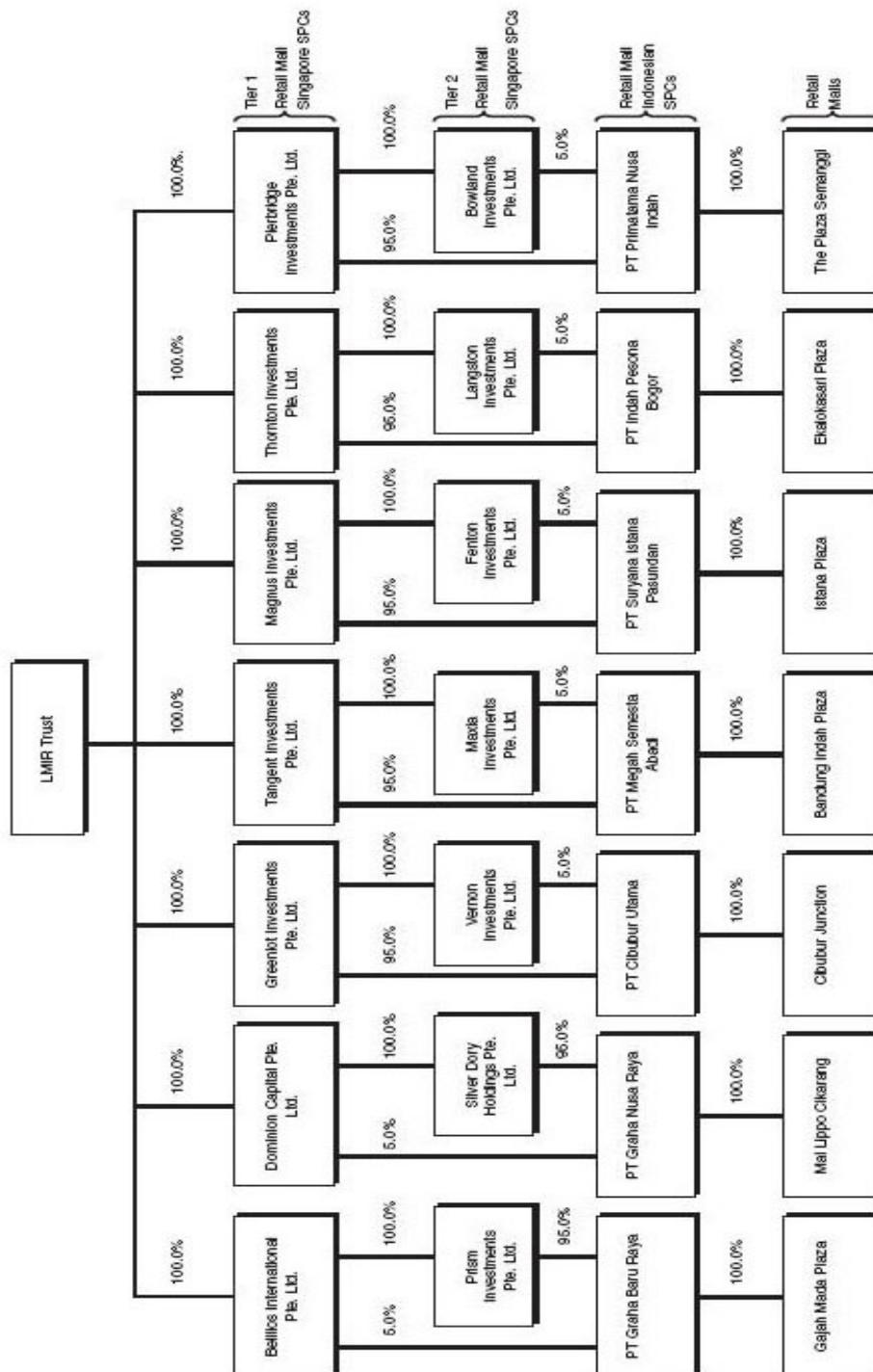
1. Mall WTC Matahari Unit (Serpong, Tangerang)
2. Metropolis Town Square Unit (Tangerang)
3. Depok Town Square Unit (Depok)
4. Java Supermall Unit (Semarang, Jawa Tengah)
5. Malang Town Square Unit (Malang, Jawa Timur)
6. Plaza Madiun (Madiun, Jawa Timur)
7. Grand Palladium Medan Unit (Medan, Sumatera Utara)

Tabel 3.3 Data-data LMIR Trust

<i>LIPPO MAPLETREE INDORETAIL TRUST</i>	
<i>Full Company Name:</i>	<i>Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust Management Ltd</i>
<i>Incorporated in :</i>	<i>SINGAPORE</i>
<i>Incorporated on :</i>	<i>8 Aug 2007</i>
<i>ISIN Code :</i>	<i>SG1W27938677</i>
<i>Registered Office :</i>	<i>Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust Management Ltd, 78 Shenton Way, #05-01 Lippo Centre, Singapore 079120</i>
<i>LISTINGS</i>	<i>19 November 2007 on SGX Mainboard</i>
<i>Link to Internet Website</i>	<a href="http://www.lmir-trust.com">http://www.lmir-trust.com</a>

Sumber: Bursa Efek Singapura ([www.sgx.com](http://www.sgx.com))

Ikhtisar Struktur Kepemilikan LMIR Trust (*Retail Mall*) dan LMIR Trust (*Retail Spaces*) adalah sebagaimana terlihat pada gambar 3.3 dan gambar 3.4. Pada struktur tersebut, terlihat bahwa untuk pendirian kedua REIT tersebut (*First REIT* dan LMIR Trust), PT Lippo Karawaci Tbk mendirikan *Special Purpose Company* atau SPC di Indonesia dan Singapura, dan transaksi pengalihan aset dalam rangka pembentukan REIT berlangsung antara masing-masing SPC yang dibentuk tersebut.



Gambar 3.3 Ikhtisar Struktur Kepemilikan LMIR Trust (Retail Mall)

Sumber: IPO Prospectus, Dated 9 November 2007, Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust

(LMIR Trust), p. 226

## BAB 4

### ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

#### 4.1 Proses Sekuritisasi Aset PT Lippo Karawaci Tbk

##### 4.1.1 Proses Sekuritisasi Aset *First REIT*

Proses sekuritisasi aset melalui pendirian First REIT oleh PT Lippo Karawaci Tbk didahului dengan pembentukan beberapa *Special Purpose Company* (SPC) di Indonesia dan Singapura serta pengalihan saham dan aset dari perusahaan kepada beberapa SPC tersebut. Pengalihan aset ini oleh manajemen dalam pemberitahuan yang disampaikan kepada para pemegang saham melalui surat kabar (*Investor Daily*, 19 April 2006) disebut sebagai restrukturisasi aset.

Berdasarkan pengumuman tersebut diatas, manajemen PT Lippo Karawaci Tbk mengumumkan kepada pemegang saham bahwa rencana pengalihan saham termasuk dalam suatu rangkaian transaksi yang merupakan restrukturisasi atas aset perseroan, yang antara lain terdiri dari transaksi-transaksi sebagai berikut:

- a) Pengalihan sejumlah harta kekayaan Perseroan berupa tanah dan bangunan yang di atasnya berdiri Rumah Sakit Graha Medika, Rumah Sakit Siloam Gleneagles Karawaci, Rumah Sakit Siloam Surabaya dan Imperial Aryaduta *Hotels & Country Club* berturut-turut kepada PT Graha Indah Pratama (GIP), PT Sentra Dinamika Perkasa (SDP), PT Tata Prima Indah (TPI) dan PT Karya Sentra Sejahtera (KSS) yang kesemuanya merupakan perusahaan-perusahaan yang saham-sahamnya secara tidak langsung dimiliki 100% (seratus persen) oleh Perseroan (Perusahaan Pemilik Aset atau PPA)
- b) Saham-saham perseroan terbatas tersebut dimiliki Perseroan melalui anak perusahaan Perseroan, yaitu PT *Prudential Development* (PD) dan PT Sentra Dwimandiri (SDM);
- c) Pengalihan oleh *Bridgewater International Ltd.*, suatu perusahaan yang seluruh sahamnya secara tidak langsung dimiliki oleh Perseroan, atas seluruh saham PPA yang dimilikinya secara tidak langsung kepada *Property Trust* yang tidak terafiliasi dengan Perseroan (Rencana Pengalihan Saham); dan
- d) Penyewaan dan pengelolaan jangka panjang tanah dan bangunan rumah sakit-rumah sakit dan hotel sebagaimana dimaksud dalam butir (a) di atas oleh

Perseroan dari *Property Trust* yang tidak terafiliasi dengan Perseroan (Rencana Sewa dan Pengelolaan Jangka Panjang).

Selanjutnya manajemen menyatakan bahwa seluruh rangkaian transaksi tersebut di atas disebut Rencana Restrukturisasi dan bukan merupakan transaksi Benturan Kepentingan sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Nomor IX.E.1, Lampiran Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-84/PM/1996, tanggal 24 Januari 1996, sebagaimana diubah dengan Kep-12/PM/1997 tanggal 30 April 1997 dan Kep-32/PM/2000 tanggal 22 Agustus 2000 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu (Peraturan IX.E.1).

PT Lippo Karawaci Tbk juga menyatakan bahwa transaksi tersebut diatas bukan merupakan suatu Transaksi Material sebagaimana dimaksud dalam Peraturan IX.E.2, kecuali rencana pengalihan saham yang merupakan transaksi material sebagaimana dimaksud dalam Peraturan IX.E.2. Namun demikian untuk kepentingan keterbukaan informasi kepada para pemegang saham Perseroan, maka, sesuai dengan ketentuan peraturan perundangundangan yang berlaku, khususnya ketentuan Peraturan IX.E.2, Direksi Perseroan mengumumkan informasi sebagaimana tercantum dalam pengumuman ini dengan maksud untuk memberikan informasi maupun gambaran yang lebih lengkap kepada para pemegang saham Perseroan mengenai Rencana Restrukturisasi.

Sebagaimana disebutkan pada butir b tersebut diatas, saham-saham keempat perseroan SPC Indonesia tersebut dimiliki oleh PT Lippo Karawaci Tbk melalui anak perusahaan Perseroan, yaitu PT Prudential Development (PD) dan PT Sentra Dwimandiri (SDM). Nilai penyertaan masing-masing adalah sebagaimana dalam Tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1 Komposisi Pemegang Saham SPC Indonesia (First REIT)

No	SPC Indonesia	PT Sentra Dwimandiri ("SDM")	PT Prudential Development ("PD")
1	PT Sentra Dinamika Perkasa	249.999.000	1.000
2	PT Graha Indah Pratama	249.999.000	1.000
3	PT Tata Prima Indah	249.999.000	1.000
4	PT Karya Sentra Sejahtera	249.999.000	1.000

Sumber : Bursa Efek Indonesia, BEI (telah diolah kembali)

Adapun nilai Aktiva, Kewajiban, Modal dan Ekuitas masing-masing SPC Indonesia tersebut menurut perusahaan adalah sebagaimana dalam Tabel 4.2 berikut:

Tabel 4.2 Nilai Aktiva, Kewajiban, Modal dan Ekuitas SPC Indonesia

Neraca	Properti yang dialihkan / SPC Indonesia			
	SHLK	SHWJ	SHS	IAHC
	PT. SDP	PT. GIP	PT. TPI	PT. KSS
Modal Dasar	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000
Modal Disetor	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
Total Aktiva Pra Restrukturisasi	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
Kewajiban Pra Restrukturisasi	0	0	0	0
Modal Pra Restrukturisasi	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
Saldo Rugi Pra Restrukturisasi	0	0	0	0
Ekuitas Pra Restrukturisasi	250.000.000	250.000.000	250.000.000	250.000.000
<b>Total Aktiva Pasca Restrukturisasi</b>	<b>129.904.000.000</b>	<b>119.826.000.000</b>	<b>64.517.000.000</b>	<b>161.278.000.000</b>
<b>Kewajiban Pasca Restrukturisasi</b>	<b>46.739.000.000</b>	<b>76.582.800.000</b>	<b>8.752.656.000</b>	<b>45.745.875.000</b>
<b>Modal Pasca Restrukturisasi</b>	<b>83.165.000.000</b>	<b>43.243.200.000</b>	<b>55.764.344.000</b>	<b>115.532.125.000</b>
<b>Saldo Rugi Pasca Restrukturisasi</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ekuitas Pasca Restrukturisasi</b>	<b>83.165.000.000</b>	<b>43.243.200.000</b>	<b>55.764.344.000</b>	<b>115.532.125.000</b>

Sumber : Bursa Efek Indonesia, BEI (telah diolah kembali)

Keterangan:

SHLK	<i>Siloam Hospitals Lippo Karawaci</i>
SHWJ	<i>Siloam Hospitals West Jakarta</i>
SHS	<i>Siloam Hospitals Surabaya</i>
IAHC	<i>Imperial Aryaduta Hotel &amp; Country Club</i>
PT SDP	PT Sentra Dinamika Perkasa
PT GIP	PT Graha Indah Pratama
PT TPI	PT Tata Prima Indah
PT KSS	PT Karya Sentra Sejahtera

Berdasarkan Tabel 4.2 tersebut diatas, terlihat bahwa semua *Special Purpose Company* (SPC) yang dibentuk oleh perusahaan memiliki kenaikan sangat signifikan atas Aktiva, Kewajiban, Modal dan Ekuitas setelah (pasca) restrukturisasi dibanding

dengan sebelum (pra) restrukturisasi. Pertanyaannya adalah kenaikan signifikan tersebut berasal darimana?

Menurut manajemen PT Lippo Karawaci Tbk, kenaikan tersebut sebagai hasil pembelian (harga akuisisi) yang dibayar oleh SPC Singapura kepada SPC Indonesia sebagai hasil sekuritisasi aset dalam bentuk REIT di Singapura. Dengan alasan itu pula, perusahaan mengubah status keempat SPC Indonesia tersebut menjadi Penanaman Modal Asing.

Untuk memastikan pernyataan manajemen PT Lippo Karawaci tersebut, kemudian ditelusuri berapa sesungguhnya nilai aktiva keempat SPC Indonesia tersebut sebelum dialihkan kepada SPC Singapura, lalu dibandingkan dengan nilai wajar properti keempat SPC Indonesia tersebut berdasarkan hasil penilaian independen sebagaimana diumumkan dalam prospektus IPO First REIT di Singapura.

Berdasarkan hasil penelusuran laporan keuangan PT Lippo Karawaci sebelum merger pada Tahun 2004 dan sesuai dengan ringkasan surat edaran kepada pemegang saham pada saat merger Tahun 2004, diketahui bahwa nilai aktiva keempat SPC Indonesia tersebut diatas adalah sebagaimana dalam Tabel 4.3 berikut:

Tabel 4.3 Nilai Aktiva SPC Indonesia sebelum Restrukturisasi

No	Properti yang dialihkan	SPC Indonesia	Nilai Aktiva Thn 2002	Nilai Aktiva Thn 2003
1	Siloam Hospitals Lippo Karawaci.	PT. Sentra Dinamika Perkasa	632.408.302.500	621.281.281.400
2	Siloam Hospitals West Jakarta.	PT. Graha Indah Pratama	183.167.793.777	74.303.587.228
3	Siloam Hospitals Surabaya.	PT. Tata Prima Indah	38.163.000.000	46.608.000.000
4	Imperial Aryaduta Hotel & Country Club.	PT. Karya Sentra Sejahtera	263.823.434.000	280.069.986.000
	Jumlah		1.117.562.530.277	1.022.262.854.628

Sumber : Bursa Efek Indonesia, BEI (telah diolah kembali)

Sebagaimana disebutkan dalam prospektus IPO *First* REIT, harga pembelian (nilai akuisisi) oleh SPC Singapura terhadap keempat aset yang dimiliki oleh SPC Indonesia adalah sebagaimana dalam Tabel 4.4 berikut:

Tabel 4.4 Nilai Akuisisi oleh SPC Singapura

No	Properti yang dialihkan	SPC Indonesia	Nilai Pengalihan SPC Indonesia ke SPC Singapura	Nilai Pengalihan SPC Singapura ke SPC Indonesia	Harga Pembelian oleh SPC Singapura
1	SHLK	PT SDP	250.000.000	129.904.000.000	546.181.828.000
2	SHWJ	PT GIP	250.000.000	119.826.000.000	293.073.176.000
3	SHS	PT TPI	250.000.000	64.517.000.000	97.304.928.000
4	IAHC	PT KSS	250.000.000	161.278.000.000	122.789.552.000
	Jumlah		1.000.000.000	475.525.000.000	1.059.349.484.000

Sumber : Bursa Efek Indonesia, BEI (telah diolah kembali)

Keterangan:

SHLK	<i>Siloam Hospitals Lippo Karawaci</i>
SHWJ	<i>Siloam Hospitals West Jakarta</i>
SHS	<i>Siloam Hospitals Surabaya</i>
IAHC	<i>Imperial Aryaduta Hotel &amp; Country Club</i>
PT SDP	PT Sentra Dinamika Perkasa
PT GIP	PT Graha Indah Pratama
PT TPI	PT Tata Prima Indah
PT KSS	PT Karya Sentra Sejahtera

Apabila dibandingkan total nilai aktiva pada Tahun 2003 (Tabel 4.3) sebesar Rp1.022.262.854.628, dengan harga pembelian oleh SPC Singapura sebagaimana dalam Tabel 4.4 sebesar Rp1.059.349.484.000, selisihnya hanya sebesar Rp 37.086.629.372 atau hanya selisih 3,5% (tidak signifikan).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Suseno (2009), total nilai jual keempat aset tersebut adalah sebesar Rp 82.352.744.687, dengan nilai penjualan masing-masing sebesar Rp 25.980.800.000 (SHLK), Rp 23.965.200.000 (SHWJ), Rp 12.903.400.000 (SHS) dan Rp 19.503.344.687 (IAHC). Adapun total nilai buku keempat aset tersebut sejumlah Rp 60.324.858.327, masing-masing sebesar Rp 13.207.032.195 (SHLK), Rp 11.109.856.331 (SHWJ), Rp 9.567.512.910 (SHS) dan Rp 26.440.456.891 (IAHC). Dengan demikian, total laba atas penjualan aset tersebut adalah sebesar Rp 22.027.886.359 (hal. 52).

Dapat disimpulkan bahwa harga yang diakui sebagai harga akuisisi oleh pihak SPC Singapura terhadap SPC Indonesia sesungguhnya merupakan nilai aset SPC Indonesia itu sendiri. Dengan kata lain, tidak ada aliran modal asing sebagaimana dimaksud oleh pihak manajemen, yang kemudian dijadikan dasar mengubah status keempat SPC Indonesia tersebut sebagai penanaman modal asing.

#### 4.1.2 Proses Sekuritisasi Aset LMIR Trust

Melalui pendekatan yang sama, proses sekuritisasi aset yang kedua dengan pembentukan *LMIR Trust* juga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan, sebagaimana terlihat dalam Tabel 4.5.

Terlihat dari Tabel 4.5 bahwa nilai pengalihan SPC Indonesia kepada SPC Singapura sangat tidak mencerminkan nilai aset yang dialihkan dalam bentuk tujuh *retail spaces* tersebut, sehingga sulit untuk mengakui bahwa nilai pengalihan dari SPC Singapura kepada SPC Indonesia sebesar Rp 507.488.000.000 adalah merupakan penanaman modal asing, yang kemudian dibuat sebagai dasar perubahan status ketujuh perusahaan (SPC Indonesia) tersebut sebagai penanaman modal asing.

Tabel 4.5 Nilai Pengalihan SPC Indonesia kepada SPC Singapura dalam LMIR Trust

Retail Space	Indonesian SPC	Nilai Pengalihan dari SPC Indonesia ke SPC Singapura	Nilai Pengalihan dari SPC Singapura ke SPC Indonesia
<i>Mall WTC Matahari Units</i>	<i>PT Dinamika Serpong</i>	250.000.000	69.883.000.000
<i>Metropolis Town Square Units.</i>	<i>PT Gema Metropolis Modern</i>	250.000.000	100.013.000.000
<i>Depok Town Square Units</i>	<i>PT Megah Detos Utama</i>	250.000.000	81.740.000.000
<i>Java Supermall Units</i>	<i>PT Java Mega Jaya</i>	250.000.000	43.356.000.000
<i>Malang Town Square Units</i>	<i>PT Matos Surya Perkasa</i>	250.000.000	89.727.000.000
<i>Plaza Madiun</i>	<i>PT Madiun Ritelindo</i>	250.000.000	39.774.000.000
<i>Grand Palladium Medan Units.</i>	<i>PT Palladium Megah Lestari</i>	250.000.000	82.995.000.000
<i>Total for Retail Spaces.</i>		1.750.000.000	507.488.000.000

Sumber : Bursa Efek Indonesia, BEI (telah diolah kembali)

Apabila membandingkan laporan keuangan PT Lippo Karawaci Tbk sebelum maupun sesudah mendirikan *First REIT* (Neraca tahun 2005 dan tahun 2006) akan semakin terlihat bahwa pengalihan aset (tetap) tidak sepenuhnya terjadi, sebagaimana terlihat dari lampiran 4 (Neraca Konsolidasian tahun 2004 – 2008).

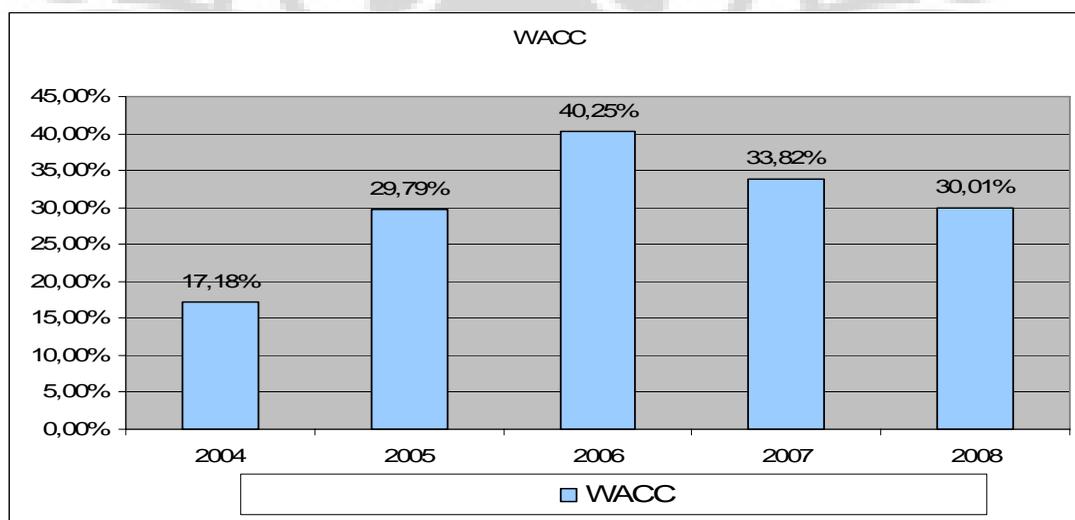
#### 4.2 Analisis Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Berdasarkan perhitungan atas biaya utang perusahaan dari Tahun 2004 sampai 2008, terlihat bahwa biaya utang perusahaan relatif tidak berubah, sementara biaya ekuitas perusahaan mengalami kenaikan sampai Tahun 2007, dan kemudian mencapai titik terendah pada Tahun 2008.

Tabel 4.6 *Cost of Debt* dan *Cost of Equity* PT Lippo Karawaci Tbk

TAHUN	<i>Cost of Debt</i>	<i>Cost of Equity</i>
2004	11,20%	11,49%
2005	11,20%	15,48%
2006	11,20%	16,55%
2007	11,20%	17,49%
2008	11,20%	13,47%

Berdasarkan perhitungan atas biaya modal rata-rata terimbang perusahaan (WACC), terlihat bahwa WACC maksimal dicapai pada tahun 2006 sebesar 40,25%. Pada Tahun 2007, WACC perusahaan turun menjadi 33,82% dan pada Tahun 2008 turun lagi menjadi 30%.



Gambar 4.1 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Sebagaimana dijelaskan pada Bab 2, Struktur modal optimal perusahaan tercapai ketika biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) minimum dan dengan demikian akan memaksimalkan nilai saham perusahaan. WACC merupakan tingkat diskon yang sesuai untuk *cash flow* keseluruhan suatu perusahaan. Oleh karena nilai dan tingkat diskon berubah pada arah yang berlawanan, minimalisasi WACC akan memaksimalkan nilai *cash flow* suatu perusahaan. Dengan demikian, perusahaan akan memilih struktur modal sedemikian mungkin sehingga WACC terminimalisir. Oleh karena alasan ini, dapat dikatakan bahwa satu struktur modal adalah lebih baik dibandingkan yang lain jika menghasilkan *weighted average cost of capital* (WACC) yang lebih rendah.

Berdasarkan asumsi diatas, jelas bahwa PT Lippo Karawaci Tbk mencapai WACC terendah justru sebelum sekuritisasi aset dilakukan, yaitu pada Tahun 2004 (17,18%). Demikian pula WACC perusahaan pada tahun 2007 dan 2008 (setelah melakukan sekuritisasi aset) masih lebih tinggi dibanding WACC tahun 2005 (setahun sebelum melakukan sekuritisasi aset). Dengan demikian sulit untuk mengambil kesimpulan bahwa menurunnya WACC perusahaan pada Tahun 2007 dan 2008 adalah sebagai akibat aktifitas perusahaan yang melakukan sekuritisasi asetnya di Singapura. Dengan kata lain, argumen yang dikemukakan pada saat sekuritisasi aset bahwa WACC perusahaan akan turun secara signifikan tidak dapat diterima sepenuhnya berdasarkan pendekatan ini.

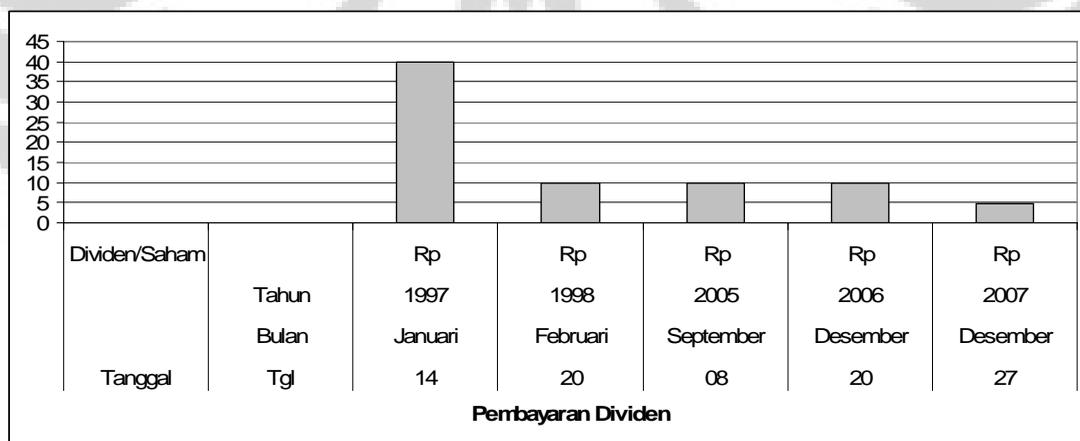
#### **4.3 Implikasi Perpajakan atas Sekuritisasi Aset**

Melalui sekuritisasi aset di Singapura, perusahaan memperoleh beberapa manfaat penghematan pajak yang berasal dari dampak pembebanan biaya sewa guna usaha, beban pajak yang harus ditanggung oleh SPC Indonesia akibat persyaratan bahwa 90% penghasilannya harus dibagi kepada pemegang unit penyertaan dalam bentuk dividen (penerima di Singapura), serta pemisahan pemilik dengan pengelola gedung yang menyebabkan timbulnya perbedaan tarif yang dikenakan.

Berkaitan dengan biaya sewa (terkait sewa guna usaha), perusahaan akan semakin mendapat manfaat penghematan pajak yang signifikan apabila ada perbedaan yang semakin tinggi dalam pemisahan biaya sewa dengan biaya *service charge* perusahaan sebagaimana ditunjukkan pada lampiran 3. Apabila biaya *service*

*charge* semakin tinggi, semakin besar pula *tax benefit* yang diperoleh oleh perusahaan. Berkaitan dengan sejarah pembagian dividen, dari tabel 4.7 terlihat bahwa perusahaan terakhir membayar dividen kepada pemegang saham PT Lippo Karawaci Tbk di Indonesia adalah Tahun 2007 (Rp. 4,62 per saham) dan pada Tahun 2008 perusahaan sama sekali tidak membagi dividen.

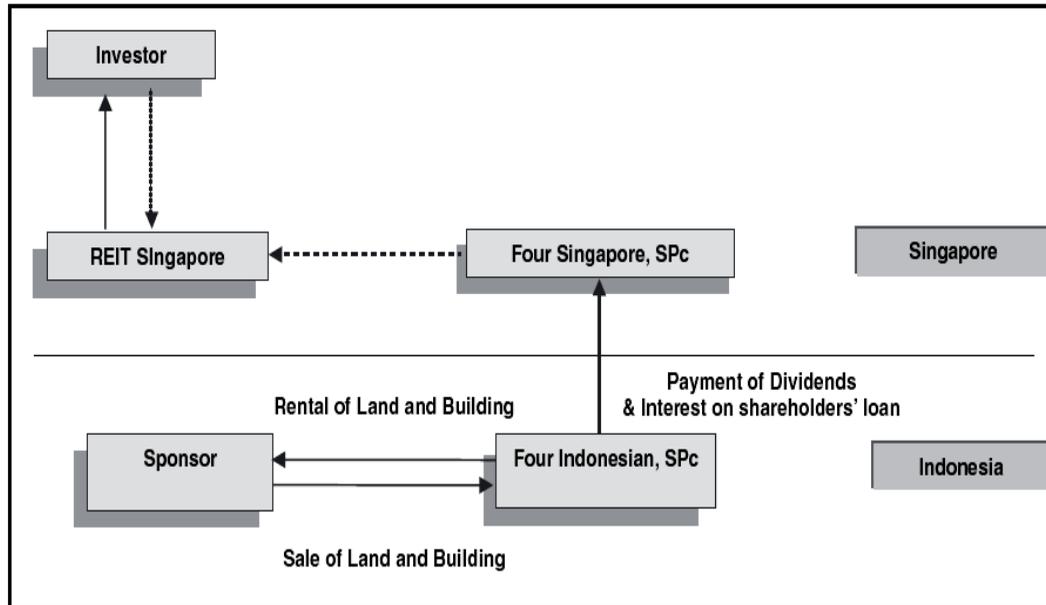
Jika dibandingkan dengan pembagian dividen kepada pemegang unit penyertaan REIT di Singapura yang rutin dibagi secara triwulanan sebagaimana terlihat pada lampiran 5 (Riwayat Pembayaran Dividen *First REIT*) dan Lampiran 6 (Riwayat pembayaran dividen *LMIR Trust*) karena aturan REIT di Singapura memang diharuskan, maka menjadi tidak adil bagi pemegang saham PT Lippo Karawaci Tbk dalam negeri, yang tidak cukup mendapat informasi bahwa sebagian besar hasil aset-aset milik perusahaan di Indonesia justru dikirim ke Singapura dalam bentuk dividen. Ditinjau dari kepentingan pemerintah Indonesia, maka jelas bahwa ada potensi pajak perorangan (PPH Pasal 21 Orang Pribadi) yang tidak diperoleh apabila pembayaran dividen tersebut dilakukan oleh PT Lippo Karawaci Tbk di dalam negeri.



Gambar 4.2 Riwayat Pembagian Dividen PT Lippo Karawaci Tbk

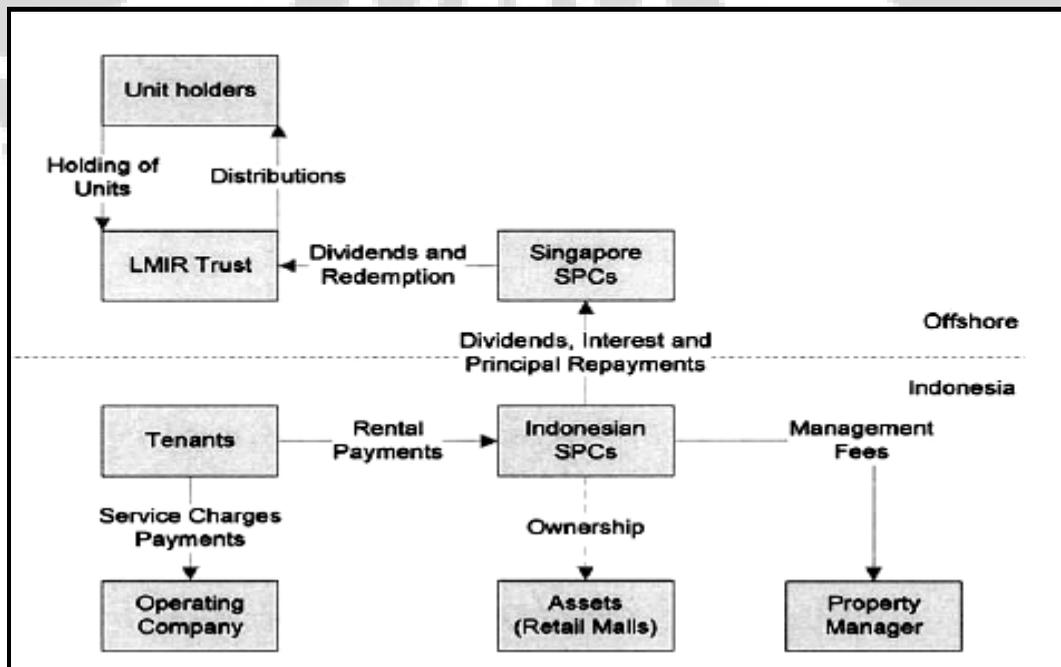
Apabila melihat skema pada gambar 4.3 dan kemudian dibandingkan dengan struktur *First REIT* pada gambar 3.2 dimana semua SPC baik SPC Indonesia maupun SPC Singapura merupakan anak-anak perusahaan PT Lippo Karawaci Tbk dan dalam pengendalian perusahaan seluruhnya, maka dapat disimpulkan bahwa transaksi *sale and leaseback* yang terjadi sebagai konsekuensi sekuritisasi aset

melalui pendirian First REIT di Singapura sesungguhnya merupakan transaksi internal perusahaan PT Lippo Karawaci Tbk sendiri.



Gambar 4.3 Alur Transaksi First REIT

Sumber: *IPO Prospektus First REIT*

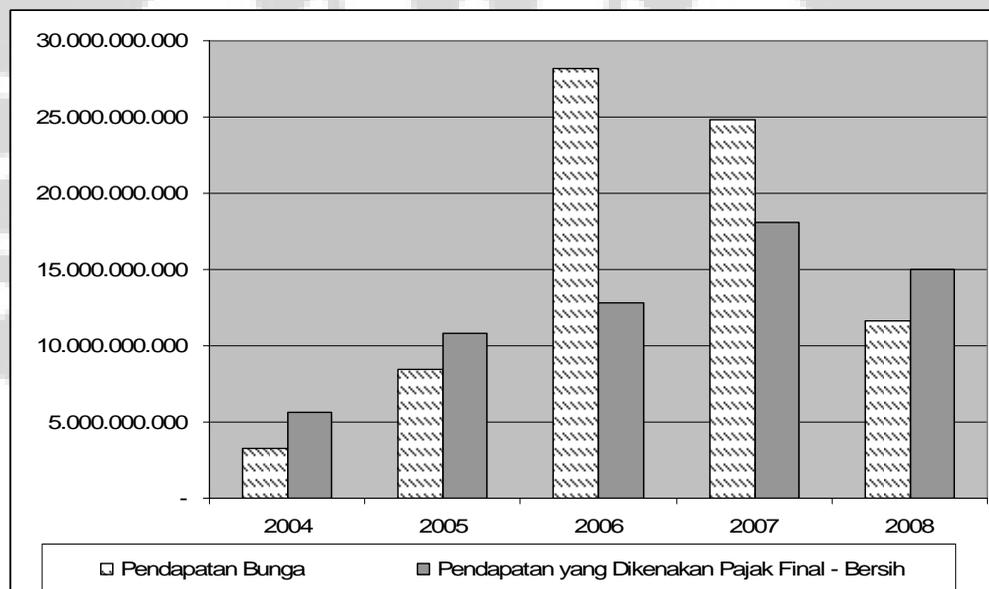


Gambar 4.4 Alur Transaksi LMIR Trust

Sumber: *IPO Prospektus LMIR Trust*

Konsekuensi skema pada gambar 4.3 dan 4.4 adalah bahwa PT Lippo Karawaci Tbk hanya terkena kewajiban pembayaran Pajak Penghasilan (PPh) Pasal 4 ayat (2) sebesar 10 persen dan bersifat final, dan tidak akan diperhitungkan dalam perhitungan PPh Tahunan perusahaan (tidak dikenakan tarif pajak maksimal 30%). Seluruh hasil pembayaran sewa properti tersebut, oleh empat SPC Indonesia akan ditransfer kepada empat SPC Singapura dalam bentuk pembayaran dividen dan pengembalian pokok pinjaman beserta bunga kepada SPC Singapura.

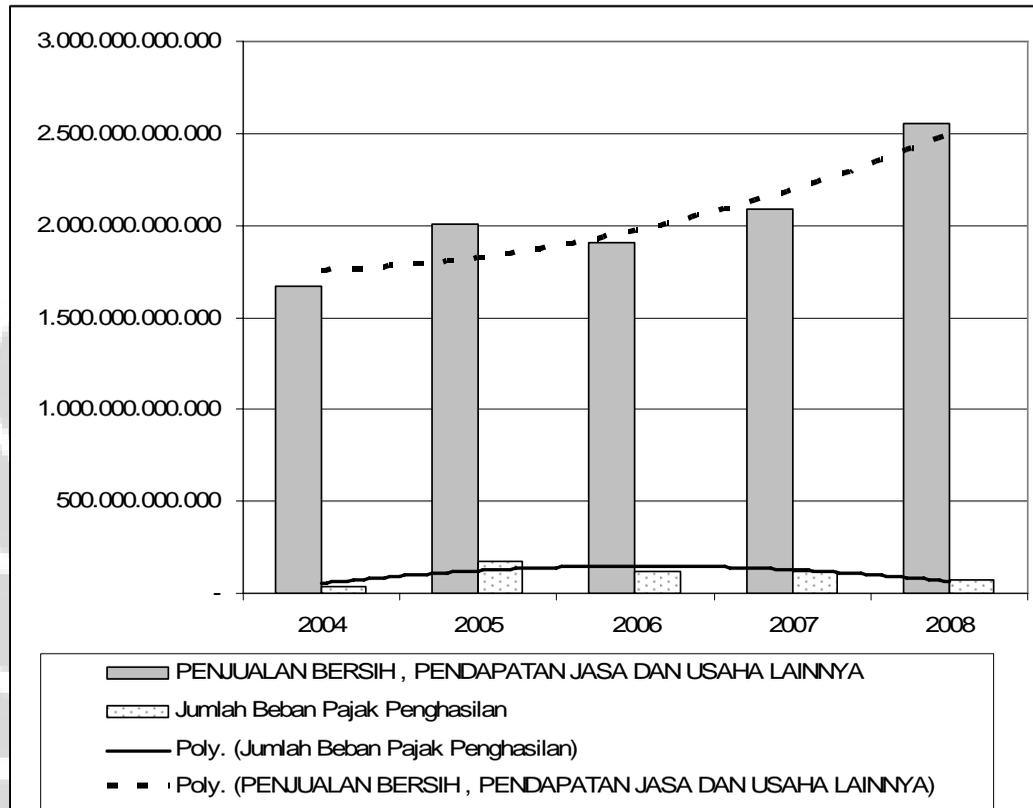
Dengan demikian manfaat pajak yang diperoleh oleh perusahaan adalah dari selisih tarif maksimal (30%) dengan tarif PPh Pasal 4 Ayat (2) yang bersifat final (10%), dari pembayaran bunga (tarif 10%), dan dari manfaat pajak atas biaya sewa sehubungan dengan transaksi *sale and leaseback*. Bagi pemerintah Indonesia, kehilangan potensi pajak adalah sebesar manfaat pajak yang diperoleh oleh PT Lippo Karawaci Tbk ditambah dengan potensi pajak pribadi (PPh Pasal 21) yang seharusnya diperoleh apabila seluruh nilai sewa tersebut dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.



Gambar 4.5 Pendapatan Dikenakan Pajak Final

Dengan penjelasan yang sama, dampak perpajakan akibat skema LMIR Trust juga sama, tetapi karena aset-aset dalam portofolio LMIR Trust adalah aset milik PT Matahari Putra Prima Tbk, maka dampak ini akan terlihat pada pembukuan

perusahaan bersangkutan sebagai pemilik aset. Secara agregat, manfaat pajak yang diperoleh perusahaan akan terlihat sebagaimana pada gambar 4.6, dimana penjualan bersih, pendapatan jasa dan usaha lain perusahaan mengalami peningkatan, berbanding terbalik dengan beban pajak penghasilan perusahaan.



Gambar 4.6 Penjualan dan Beban Pajak Penghasilan Badan PT Lippo Karawaci Tbk

## BAB 5

### KESIMPULAN

#### 5.1 Kesimpulan Hasil Penelitian

Sekuritisasi aset ditujukan untuk memaksimalkan modal dan mengurangi risiko perusahaan melalui teknik diversifikasi. Dengan kata lain, ini adalah proses yang membantu menciptakan instrumen keuangan dengan menggabungkan berbagai aset keuangan dan kemudian menawarkannya kepada investor. Dalam proses ini, aset tertentu dari neraca perusahaan akan dipisahkan dan digunakan sebagai jaminan atas penerbitan surat berharga, yang biasanya dijual melalui suatu entitas bertujuan khusus (*Special Purpose Vehicle* atau SPV) dalam rangka mencari sumber pendanaan.

Perusahaan properti PT Lippo Karawaci Tbk dalam rangka mencari sumber pendanaan melakukan sekuritisasi aset melalui pembentukan *Real Estate Investment Trust* (REIT) di Singapura. REIT pertama dengan nama *First Real Estate Investment Trust* (First REIT) didirikan pada tanggal 19 Oktober 2006. REIT kedua didirikan di Singapura pada tanggal 8 Agustus 2007 dengan nama *Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust Management Ltd.* (LMIR Trust).

Menurut manajemen, sebagai sponsor sekaligus manager REIT, PT Lippo Karawaci Tbk memperoleh dua pendapatan tambahan. Pendapatan dimaksud adalah pertama, dalam bentuk *management fee* yang akan merupakan sumber pendapatan baru dalam meningkatkan *recurring income* (pendapatan berkesinambungan) dan kedua, pendapatan dalam bentuk *development revenue*. Disamping itu, *First REIT* dan *LMIR Trust* menurut manajemen PT Lippo Karawaci Tbk sangat bernilai strategis bagi perusahaan sebagai *platform* untuk pengembangan mal-malnya dimasa datang yang menguntungkan sehingga Lippo Karawaci menjadi perusahaan properti pertama di Indonesia yang menerapkan *asset light strategy* yaitu strategi perusahaan untuk mencapai *Return On Investment (ROI)* lebih tinggi.

Dalam praktek, proses sekuritisasi aset telah banyak dikritik, karena dianggap merupakan sarana yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan praktek-praktek transaksi yang ilegal. Di beberapa negara, atas dasar sistem hukum yang

dianut, sekuritisasi dianggap ilegal terutama karena sering disalahgunakan sebagai sarana penipuan oleh perusahaan-perusahaan yang secara finansial tidak sehat atau memiliki peringkat kredit yang rendah. Kritik terhadap sekuritisasi sendiri meningkat bersamaan dengan kasus kebangkrutan Enron di Amerika Serikat pada Tahun 2001.

Kritik lain terhadap sekuritisasi aset berkaitan dengan masalah tata kelola perusahaan, terutama karena sekuritisasi aset menggunakan entitas yang disebut *Special Purpose Entities* atau *Special Purpose Company*, yang sering dipandang kurang mencerminkan transparansi perusahaan. Apalagi dalam praktek, SPV atau SPC tersebut sering didirikan di negara-negara yang cenderung memberikan akses yang sangat terbatas dalam sistem finansial dan sering merupakan negara-negara yang dikategorikan sebagai negara bebas pajak (*tax haven*).

Beberapa hal yang menjadi alasan utama dilakukannya sekuritisasi aset oleh perusahaan antara lain untuk mengubah aset yang kurang likuid menjadi lebih likuid, mengubah aset yang kurang menarik menjadi mudah untuk diperdagangkan, dan agar terjadi perluasan pilihan investor terhadap suatu aset.

*Real Estate Investment Trust* atau REIT merupakan perusahaan yang memiliki dan menghasilkan pendapatan melalui pengelolaan aset-aset properti (*real estate*). Untuk menjadi REIT, sebuah perusahaan harus mendistribusikan setidaknya 90 persen dari pendapatan kena pajak setiap tahun kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen.

Berdasarkan hasil pembahasan sebagaimana diuraikan pada bab 4, dapat disimpulkan bahwa:

1. Dalam rangka melakukan sekuritisasi aset, PT Lippo Karawaci Tbk membentuk beberapa *Special Purpose Corporation* di Indonesia maupun Singapura. Di Indonesia, SPC yang dibentuk berupa perseroan terbatas. Dari penelitian diketahui pula bahwa nilai pengalihan SPC Indonesia kepada SPC Singapura tidak mencerminkan nilai aset yang dialihkan. Nilai pengalihan tersebut hanya sebagai mekanisme yang harus ditempuh untuk mendukung proses pembentukan REIT di Singapura dan mengubah status perusahaan menjadi penanaman modal asing.
2. Biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (*weighted average cost of capital* atau WACC) tidak lebih baik (lebih rendah) setelah perusahaan melakukan

sekuritisasi asetnya di Singapura. WACC terendah justru sebelum sekuritisasi aset dilakukan, yaitu pada tahun 2004 (17,18%). Demikian pula WACC perusahaan pada tahun 2007 dan 2008 (setelah melakukan sekuritisasi aset) masih lebih tinggi dibanding WACC tahun 2005 (setahun sebelum melakukan sekuritisasi aset). Dengan demikian sulit untuk mengambil kesimpulan bahwa menurunnya WACC perusahaan pada Tahun 2007 dan 2008 adalah sebagai akibat aktifitas perusahaan yang melakukan sekuritisasi asetnya di Singapura. Dengan kata lain, argumen yang dikemukakan pada saat sekuritisasi aset bahwa WACC perusahaan akan turun secara signifikan tidak dapat diterima sepenuhnya berdasarkan pendekatan ini.

3. Kegiatan sekuritisasi aset PT Lippo Karawaci Tbk di Singapura mempengaruhi aspek perpajakan perusahaan, terutama berkaitan dengan Pajak Penghasilan (PPH) Pasal 4 ayat (2) sehubungan dengan persewaan atas tanah dan atau bangunan, PPh Pasal 23 terkait dengan jasa pengelolaan aset-aset yang disewakan, PPh Pasal 21 yang berdampak tidak langsung terkait pembayaran dividen di Singapura, serta PPh Badan perusahaan.
4. Melalui sekuritisasi aset di Singapura, perusahaan memperoleh beberapa manfaat penghematan pajak (*tax saving*) yang berasal dari dampak pembebanan biaya sewa guna usaha, beban pajak yang harus ditanggung oleh SPC Indonesia akibat persyaratan bahwa 90% penghasilannya harus dibagi kepada pemegang unit penyertaan dalam bentuk dividen (penerima di Singapura), serta pemisahan pemilik dengan pengelola gedung yang menyebabkan timbulnya perbedaan tarif yang dikenakan.

## 5.2 Rekomendasi atau Saran

Perlu kajian yang mendalam terkait usaha perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia untuk melakukan sekuritisasi aset di luar negeri, yang berpotensi merugikan Indonesia ditinjau dari aspek perpajakan. Untuk mengurangi dampak negatif, pemerintah seharusnya memperbaiki aturan-aturan yang ada agar sekuritisasi aset tersebut dapat dilaksanakan didalam negeri.

Masalah yang penting diperhatikan adalah terkait dengan aspek hukum, pajak dan akuntansi terkait sekuritisasi aset. Terkait dengan aspek hukum, seyogyanya pemerintah mewujudkan undang-undang sekuritisasi yang telah dirintis sejak tahun 2005 serta mewujudkan aturan yang tegas tentang perbandingan utang dan modal yang wajib dipenuhi perusahaan (*Thin Capitalization*). Terkait dengan aspek perpajakan, Direktorat Jenderal Pajak seharusnya menerbitkan peraturan-peraturan yang jelas dan tegas tentang sekuritisasi aset, terutama masalah pengenaan pajak berganda (*double taxation*). Terkait dengan aspek akuntansi, Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) sebaiknya membuat pedoman yang jelas, terutama terkait penyusunan laporan keuangan konsolidasi perusahaan yang melakukan sekuritisasi aset.

Dalam bidang akademis, sekuritisasi aset menjadi kajian yang menarik, terutama karena proses sekuritisasi aset masih relatif baru dikenal di Indonesia. Dengan demikian diharapkan akan semakin banyak akademisi yang tertarik untuk meneliti masalah sekuritisasi aset ini pada masa mendatang.

### **5.3 Kelemahan Penelitian**

Penelitian ini mengandung kelemahan terutama jangka waktu yang dijadikan sebagai data pengamatan sangat singkat (lima tahun), sehingga tidak mempertimbangkan manfaat sekuritisasi aset dalam jangka panjang. Selain itu, terdapat keterbatasan memperoleh data yang valid tentang nilai wajar aset perusahaan PT Lippo Karawaci Tbk sebelum maupun sesudah melakukan sekuritisasi aset, dimana penelitian ini sepenuhnya didasarkan pada nilai aset sebagaimana dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan.

## DAFTAR REFERENSI

Culp, Christopher L. *Structured Finance and Insurance: The Art of Managing Capital and Risk*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006.

Dominic, Whiting. *Playing the REITs Game: Asia's New Real Estate Investment Trusts*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., 2007.

Epstein, Barry J. & Eva K. Jermakowicz. *IFRS : Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007.

Fabozzi, Frank J. & Steven V. Mann. *The Handbook of Fixed Income Securities*. 5<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 1997.

Fabozzi, Frank J. *Fixed Income Mathematics, Analytical and Statistical Techniques*. 4<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 2006.

Fabozzi, Frank J. & Vinod Kothari. "Securitization: The Tool of Financial Transformation." *SSRN eLibrary*. (June 28, 2007). Yale ICF Working Paper No. 07-07. 5 Februari 2010. <<http://ssrn.com/abstract=997079>>

"Get into a smart vehicle." *Brand Strategy*, April 2008. 10 Februari 2010 < <http://www.britannica.com/bps/additionalcontent/18/31818887/Get-into-a-smart-vehicle>>

Gordon, Mark. *The Complete Guide to Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts: How to Earn High Rates of Returns Safely*. Florida: Atlantic Publishing Company, 2008.

- Gorton, Gary B. & Nicholas S. Souleles. "Special Purpose Vehicles and Securitization." *SSRN eLibrary*. (September 2005). FRB Philadelphia Working Paper No. 05-21. 2 Februari 2010. <<http://ssrn.com/abstract=713782>>
- Heitfield, Erik. "Parameter Uncertainty and the Credit Risk of Collateralized Debt Obligations." *SSRN eLibrary*. (January 2009). Social Science Electronic Publishing, Inc. 20 Februari 2010. <<http://ssrn.com/abstract=1190362>>
- Hull, John C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2006.
- IAI. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat, 2007.
- Imansyah, Fadlul. *Efek Beragun Aset*. Investor. Edisi 81, 9-22 Juli 2003.
- Imperiale, Richard. *Getting Started in Real Estate Investment Trusts*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006.
- Lejot, Paul., Douglas Arner and Lotte Schou-Zibell. *Securitization in East Asia*. Working Paper Series on Regional Economic Integration. ADB Working Paper Series (12), January 2008.
- Lucas, Douglas J., Laurie Goodman & Frank J. Fabozzi. "Collateralized Debt Obligations and Credit Risk Transfer." *SSRN eLibrary*. (July 2007). Yale ICF Working Paper No. 07-06. 20 Januari 2010. <<http://ssrn.com/abstract=997276>>
- Manik, Yunus Edward. *Permasalahan Yuridis akan Status Hak Kepemilikan Pemegang Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (Asset-Backed Securities) apabila dikaitkan dengan Kepailitan*. Buletin Hukum Perbankan dan Kebanksentralan Vol. 3 (No 3). Jakarta: Bank Indonesia, Desember 2005. <<http://www.bi.go.id>>

McCall, J. H., "A Primer on Real Estate Trusts: The Legal Basics of REITs." (2001) *Transactions* (Special Report) 2: 1, 1.

National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT). "REIT Investment Benefits." 01 Februari 2010. 20 Februari 2010. <<http://www.reit.com/AllAboutREITs/REITInvestmentBenefits/tabid/60/Default.aspx>>

Niu, Flora & Gordon D. Richardson. "Earnings Quality, Off-Balance Sheet Risk, and the Financial-Components Approach to Accounting for Transfers of Financial Assets." *SSRN eLibrary*. (December 08, 2004). Social Science Electronic Publishing, Inc. 22 Februari 2010. <<http://ssrn.com/abstract=628261>>

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). "Overview of The OECD's Work on Countering International Tax Evasion." (6 November 2009). A Background Information Brief. The OECD Centre for Tax Policy and Administration. 2 Maret 2010. <[www.oecd.org/dataoecd/23/13](http://www.oecd.org/dataoecd/23/13)>

Powers, William C., Raymond S. Troubh., & Herbert S. Winokur. "Report of Investigation by The Special Investigative Committee of The Board of Directors of Enron Corp." February 1, 2002.

Rohatgi, Roy. *Basic International Taxation, Vol. 2: Practice*. London: BNA International Inc., 2007.

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield & Jeffrey Jaffe. *Corporate Finance*. 7<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 2005.

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield & Bradford D Jordan. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Buku 2 ed. 8. Penerjemah Ali Akbar Yulianto, Rafika Yuniasih dan Christine. Jakarta: Salemba Empat, 2009. Terjemahan dari *Fundamentals of Corporate Finance*, 2008.

Schwarcz, Steven L. "Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures." *SSRN eLibrary*. (May 2002). University of Cincinnati Law Review, Vol. 70, p. 1309, 2006; Duke Law School Legal Studies Paper No. 28. 1 Februari 2010. <<http://ssrn.com/abstract=306820>>

Scott, William R. *Financial Accounting Theory*. 4<sup>th</sup> ed. Toronto: Prentice Hall, 2006.

Stice, Earl K., James D. Stice & K. Fred Skousen. *Akuntansi Keuangan*. Penerjemah Ali Akbar. Jakarta: Salemba Empat, 2009. Terjemahan dari *Intermediate Accounting*, 2007.

Suseno, Bambang Andry. "Analisis Perpajakan atas REIT: Studi kasus pada PT XYZ." Karya Akhir Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2009.

Surahmat, Rachmanto. *Bunga Rampai Perpajakan*. Jakarta: Salemba Empat, 2007.

"Targetkan Megaproyek Rp 20 Triliun, Lippo Karawaci, Pengembang Terbaik Indonesia." *Investor Daily* 03/10/2007. 20 Januari 2010 <[http://www.investorindonesia.com/index.php?option=com\\_content&task=view&id=40985](http://www.investorindonesia.com/index.php?option=com_content&task=view&id=40985)>

Tavakoli, Janet M. *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance : New Development in Cash and Synthetic Securitization*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2003.

Tim Studi Perdagangan Efek Beragun Aset Badan Pengawas Pasar Modal. "Studi Tentang Perdagangan Efek Beragun Aset." Jakarta: BAPEPAM, 2003.

Van Horne, James C. & John M. Wachowicz, JR. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Buku 2 Ed. 12. Penerjemah Dewi Fitriyani dan Deny Arnos Kwary. Jakarta: Salemba Empat, 2005. Terjemahan dari *Fundamentals of Financial Management*, 2005.

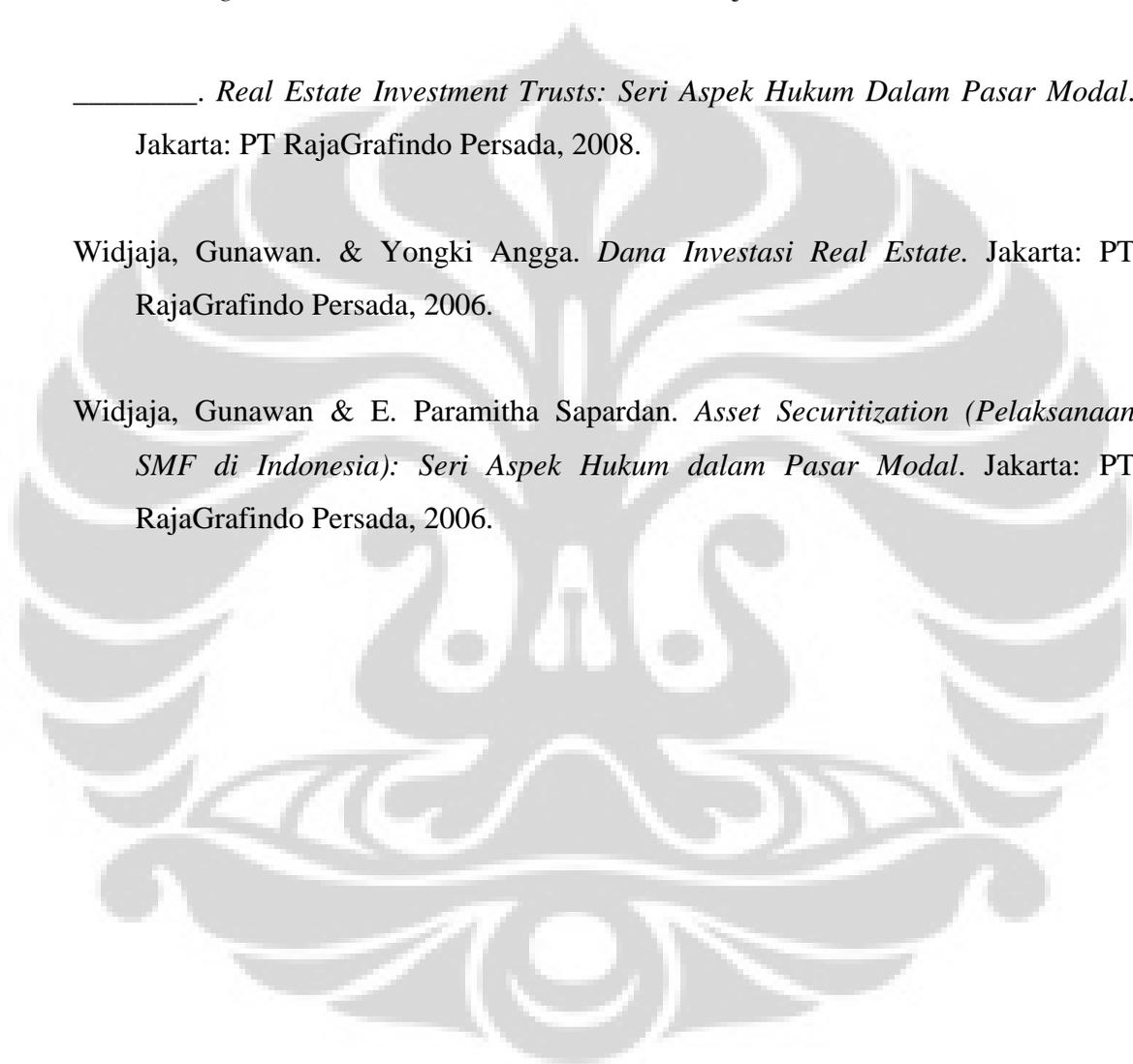
Viitala, Tomi. *Taxation of Investment Funds in the Union European: Doctoral Series* 8, Netherlands: IBFD Academic Council, 2004.

Widjaja, Gunawan. *Transplantasi Trusts dalam KUH Perdata, KUHD, dan Undang-Undang Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2008.

\_\_\_\_\_. *Real Estate Investment Trusts: Seri Aspek Hukum Dalam Pasar Modal*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2008.

Widjaja, Gunawan. & Yongki Angga. *Dana Investasi Real Estate*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2006.

Widjaja, Gunawan & E. Paramitha Sapardan. *Asset Securitization (Pelaksanaan SMF di Indonesia): Seri Aspek Hukum dalam Pasar Modal*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2006.



Lampiran 1 Perhitungan *Cost of Debt* dan *Cost of Equity*

**Perhitungan Cost of Debt**

TAHUN	DEBT (Milyar)*	Rate (Kd) **	Ref	Tax Rate	(1-Tax Rate)	Cost of Debt (%)
2004	254	16,00%	Notes 14f	30,00%	70,00%	11,20%
2005	1.046	16,00%	Notes 14f	30,00%	70,00%	11,20%
2006	2.491	16,00%	Notes 14f	30,00%	70,00%	11,20%
2007	2.945	16,00%	Notes 14e	30,00%	70,00%	11,20%
2008	3.271	16,00%	Notes 14d	30,00%	70,00%	11,20%

\*) Debt = Total Liabilities - non interest Bearing liabilities

\*\*) Tingkat suku bunga pinjaman (sesuai dengan catatan laporan keuangan)

**Perhitungan Cost of Equity**

TAHUN	EQUITY	Risk Free (Rf)	Beta ( $\beta$ )	MRP	$\beta \times$ MRP	Cost of Equity
2004	3.692	7,40%	0,454	9,00%	4,09%	11,49%
2005	5.132	12,75%	0,303	9,00%	2,73%	15,48%
2006	6.281	9,75%	0,756	9,00%	6,80%	16,55%
2007	11.938	8,00%	1,054	9,00%	9,49%	17,49%
2008	13.841	9,25%	0,469	9,00%	4,22%	13,47%

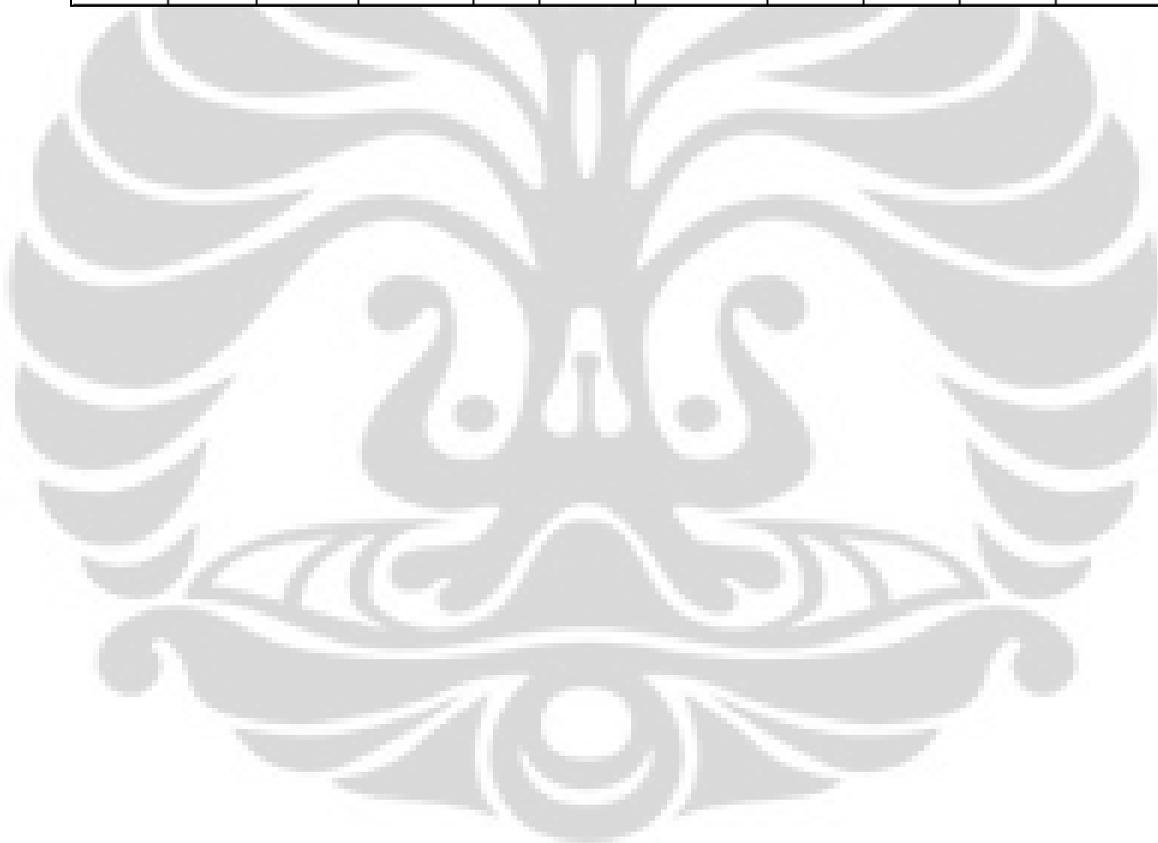
Rf 2004 KADIN: Laporan Ekonomi Bulanan Edisi Januari 2006

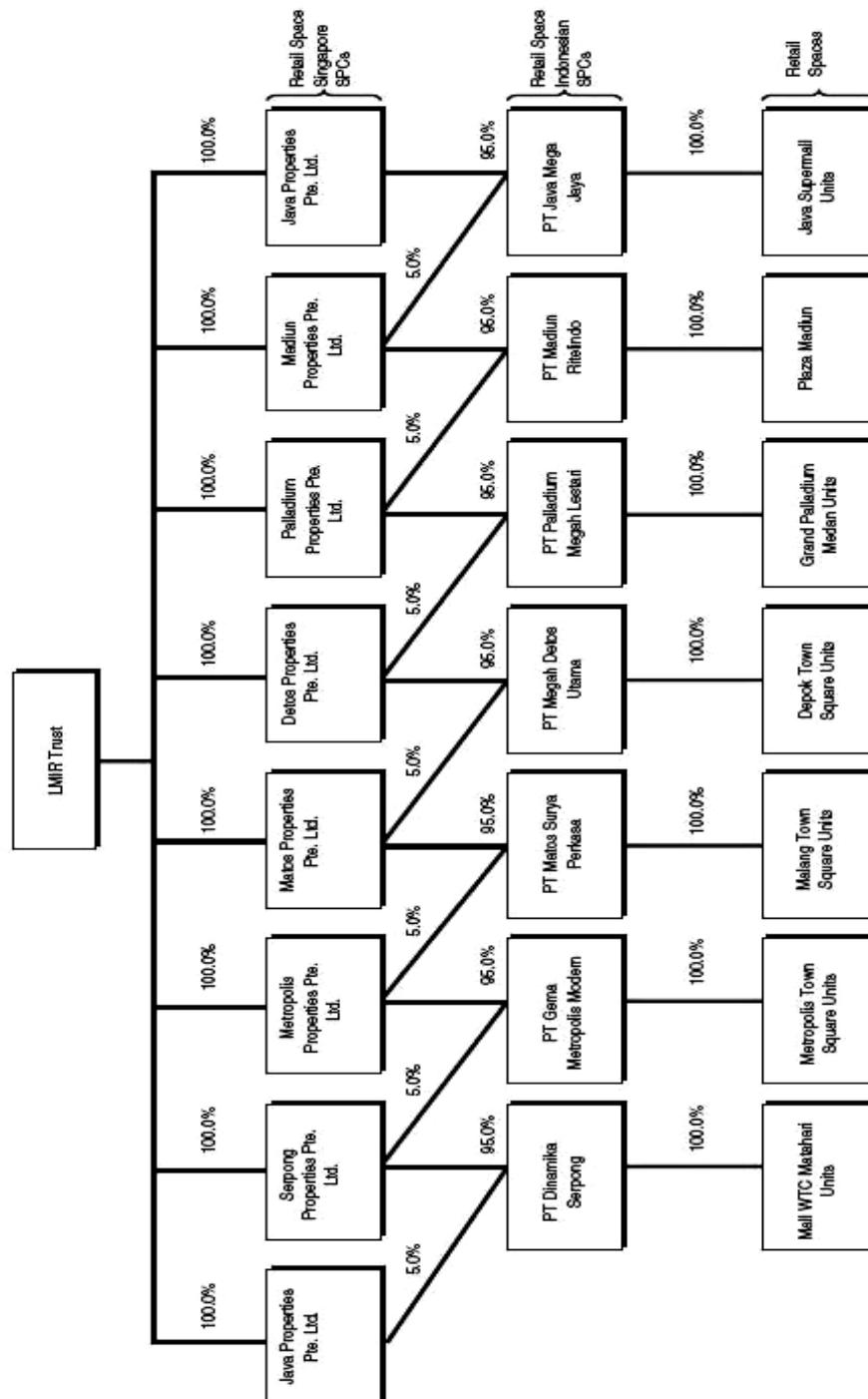
MRP : Aswath Damodaran :

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Lampiran 2 Perhitungan Weighted Average Cost of Capital (WACC)

TAHUN	DEBT (D)	EQUITY (E)	V = Debt + Equity	(1-t)	Kd	$\frac{D}{V} \times (1-t) \times Kd$	E/V	Ke	$\frac{E}{V} \times Ke$	WACC
2004	254	3.692	3.946	70%	11,20%	6,44%	93,56%	11,49%	10,75%	17,18%
2005	1.046	5.132	6.178	70%	11,20%	16,93%	83,07%	15,48%	12,86%	29,79%
2006	2.491	6.281	8.772	70%	11,20%	28,40%	71,60%	16,55%	11,85%	40,25%
2007	2.945	11.938	14.883	70%	11,20%	19,79%	80,21%	17,49%	14,03%	33,82%
2008	3.271	13.841	17.112	70%	11,20%	19,12%	80,88%	13,47%	10,89%	30,01%





Gambar 3.4 Ikhtisar Struktur Kepemilikan LMIR Trust (Retail Spaces)

Sumber: IPO Prospectus, Dated 9 November 2007, Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust (LMIR Trust), p. 227

Lampiran 3 Simulasi Perhitungan Tax Benefit atas Pemisahan Biaya Sewa dan Service Charge

Unsur	Negara SPC	Skenario persentase jumlah sewa dan service charge						
		100%	90%	80%	70%	60%	50%	
<b>Sewa + Service Charge</b>		5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000
<b>Sewa</b>		100%	90%	80%	70%	60%	50%	50%
<b>Service Charge</b>		0%	10%	20%	30%	40%	50%	50%
<b>Sewa + Service Charge</b>		5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000
Sewa (PT GBR)	Indonesia	5.000.000.000	4.500.000.000	4.000.000.000	3.500.000.000	3.000.000.000	2.500.000.000	2.500.000.000
Service Charge (PT SMC)	Indonesia	-	500.000.000	1.000.000.000	1.500.000.000	2.000.000.000	2.500.000.000	2.500.000.000
PPh 4 (2) (PT GBR)	Indonesia	500.000.000	450.000.000	400.000.000	350.000.000	300.000.000	250.000.000	250.000.000
PPh 23 - PT SMC	Indonesia	-	10.000.000	20.000.000	30.000.000	40.000.000	50.000.000	50.000.000
Sewa - Pajak (PT GBR)	Indonesia	4.500.000.000	4.050.000.000	3.600.000.000	3.150.000.000	2.700.000.000	2.250.000.000	2.250.000.000
Service Charge-Pajak (PT SMC)	Indonesia	-	490.000.000	980.000.000	1.470.000.000	1.960.000.000	2.450.000.000	2.450.000.000
(Sewa+Service Charge)-Pajak		4.500.000.000	4.540.000.000	4.580.000.000	4.620.000.000	4.660.000.000	4.700.000.000	4.700.000.000
Biaya (Asumsi)		4.000.000.000	4.000.000.000	4.000.000.000	4.000.000.000	4.000.000.000	4.000.000.000	4.000.000.000
Laba Bersih		500.000.000	540.000.000	580.000.000	620.000.000	660.000.000	700.000.000	700.000.000
Prism Investments Pte. Ltd. (95%)	Singapura	475.000.000	513.000.000	551.000.000	589.000.000	627.000.000	665.000.000	665.000.000
Psl 26		47.500.000	51.300.000	55.100.000	58.900.000	62.700.000	66.500.000	66.500.000
Prism Investments Pte. Ltd. (95%)	Singapura	427.500.000	461.700.000	495.900.000	530.100.000	564.300.000	598.500.000	598.500.000
<b>Belilios International Pte. Ltd. (5%)</b>	Singapura	25.000.000	27.000.000	29.000.000	31.000.000	33.000.000	35.000.000	35.000.000
<b>PPh Pasal 26</b>		2.500.000	2.700.000	2.900.000	3.100.000	3.300.000	3.500.000	3.500.000
<b>Belilios International Pte. Ltd. (5%)</b>	Singapura	22.500.000	24.300.000	26.100.000	27.900.000	29.700.000	31.500.000	31.500.000
<b>Total PPh Pasal 26</b>		50.000.000	54.000.000	58.000.000	62.000.000	66.000.000	70.000.000	70.000.000
<b>LMIR (100%)</b>		<b>450.000.000</b>	<b>486.000.000</b>	<b>522.000.000</b>	<b>558.000.000</b>	<b>594.000.000</b>	<b>630.000.000</b>	<b>630.000.000</b>
<b>Tax Benefit</b>		-	<b>36.000.000</b>	<b>72.000.000</b>	<b>108.000.000</b>	<b>144.000.000</b>	<b>180.000.000</b>	<b>180.000.000</b>
Keterangan: Aset yang disewakan: GAJAH MADA PLAZA PT GBR: PT Graha Baru Raya PT SMC: PT Consulting & Management Service Division								

Lampiran 4 Neraca Konsolidasian tahun 2004 – 2008

<b>PT LIPPO KARAWACI Tbk DAN PERUSAHAAN ANAK</b>					
<b>NERACA KONSOLIDASIAN TAHUN 2004 - 2008 (Dalam Rupiah Penuh)</b>					
<b>ASET</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Kas dan Setara Kas	269.005.155.248	287.627.842.560	1.349.407.328.222	2.028.987.176.903	1.699.917.347.675
Investasi	178.050.398.376	128.586.916.522	356.004.602.653	384.331.626.350	371.419.800.296
Piutang Usaha					
Pihak Ketiga	194.842.688.551	478.383.577.586	608.315.933.346	513.353.151.107	798.246.501.351
Pihak Hubungan Istimewa	384.369.946	1.044.182.232	951.094.656	1.519.910.246	1.988.406.936
Piutang Lain-lain	57.514.586.084	50.455.625.606	77.004.385.568	130.994.611.254	552.271.203.410
Persediaan	1.451.377.828.769	2.895.977.738.844	3.673.731.892.479	4.339.285.439.208	5.330.086.982.218
Pajak dan Beban Dibayar di Muka	31.912.943.807	20.160.069.844	67.387.244.616	159.207.098.158	176.978.576.919
Uang Muka Pembelian/Lainnya	200.934.007.107	45.633.449.318	117.596.656.965	218.039.951.926	174.581.209.870
Piutang Hubungan Istimewa	10.314.419.926	19.276.776.212	16.831.549.797	12.250.168.734	12.046.789.830
Aktiva Pajak Tangguhan - Bersih	47.860.784.945	40.650.824.353	112.241.618.574	97.073.401.826	69.017.506.654
Tanah Untuk Pengembangan	1.756.218.034.882	876.274.768.453	909.078.259.633	943.856.085.928	957.533.566.870
Properti Investasi	-	-	-	-	17.315.554.439
Aset Tetap	1.630.454.458.707	1.724.985.191.006	1.492.785.296.836	1.985.600.980.582	1.888.411.800.121
Akumulasi Penyusutan	461.536.855.999	542.424.696.677	520.229.657.537	582.597.608.011	619.451.118.174
Aset Tetap - Netto	1.168.917.602.708	1.182.560.494.329	972.555.639.299	1.403.003.372.571	1.268.960.681.947
Aset Tidak Berwujud	102.455.663.153	123.015.541.611	141.926.608.659	180.295.996.910	236.006.041.543
Amortisasi	369.205.639	10.751.187.381	24.243.822.938	40.246.985.092	72.573.567.527
Aset Tidak Berwujud - Netto	102.086.457.514	112.264.354.230	117.682.785.721	140.049.011.818	163.432.474.016
Aset Lainnya	86.758.578.983	93.337.873.343	107.064.815.701	161.420.742.050	193.980.608.178
<b>JUMLAH ASET</b>	<b>5.556.177.856.846</b>	<b>6.232.234.493.432</b>	<b>8.485.853.807.230</b>	<b>10.533.371.748.079</b>	<b>11.787.777.210.609</b>
<b>KEWAJIBAN</b>					
Pinjaman Pihak Ketiga	416.702.028.084	892.641.792.968	2.419.923.389.282	2.840.228.118.625	3.193.033.167.164
Pinjaman Pihak Hubungan Istimewa	75.985.500.000	112.675.500.000	26.530.602.207	23.873.687.583	5.498.225.669
Hutang Usaha	162.826.346.876	195.368.367.657	214.925.268.872	431.152.623.970	368.253.848.082
Hutang Lain-lain	2.280.167.955.042	815.966.628.415	61.142.172.515	83.949.485.253	158.753.081.464
Beban yang Masih Harus Dibayar	177.910.840.435	166.013.617.097	261.181.053.546	336.684.907.988	412.012.196.151
Hutang Pajak	151.678.073.089	307.601.249.457	452.935.710.349	291.796.888.159	180.305.520.657
Uang Muka Pelanggan	394.374.595.562	466.343.199.689	614.161.114.945	565.745.525.865	1.148.967.030.769
Pendapatan Ditangguhkan	84.249.250.012	165.960.241.375	313.913.981.950	563.540.080.041	572.608.024.489
Hutang Sewa Pembiayaan (Sewa Guna Usaha)	1.775.269.435	446.994.060	1.270.856.841	633.589.520	200.871.169
Hutang Hubungan Istimewa	41.072.229.935	40.770.746.550	44.813.093.707	80.992.954.549	72.500.256.615
Laba Ditangguhkan atas Transaksi Penjualan dan Penyewaan Kembali	1.854.558.580	1.747.564.816	712.866.650.227	683.630.692.306	714.232.036.619
Kewajiban Destinasi atas Imbalan Kerja	66.678.683.050	83.032.066.417	84.589.868.185	96.729.382.177	101.446.624.605
Jumlah Kewajiban	3.855.275.330.100	3.248.557.968.501	5.208.253.762.626	5.998.957.936.036	6.927.810.882.453
<b>HAK MINORITAS</b>	<b>255.977.280.142</b>	<b>291.042.111.965</b>	<b>315.111.487.159</b>	<b>328.353.897.345</b>	<b>359.472.056.020</b>
<b>EKUITAS</b>					
Modal Saham	1.025.693.649.500	1.466.424.785.000	1.467.754.268.000	1.730.215.169.500	1.730.215.169.500
Tambahan Modal Disetor - Bersih	167.383.190.047	644.746.245.298	648.069.952.798	1.304.222.206.548	1.304.222.206.548
Selisih Nilai Transaksi Restrukturisasi Entitas Sepengendali - Bersih	149.144.092.881	149.144.092.881	149.144.092.881	149.144.092.881	149.144.092.881
Proforma Ekuitas dari Penggabungan Usaha Entitas Sepengendali	-	-	-	-	-
Selisih Kurs karena Penjabaran Laporan Keuangan	-	-	(986.706.506)	2.918.405.155	71.859.658.640
Rugi Belum Direalisasi dari Efek Tersedia untuk Dijual	-	-	-	-	(145.379.229.804)
Saldo Laba (Defisit)					
Ditentukan Penggunaannya	200.000.000	200.000.000	200.000.000	400.000.000	2.000.000.000
Belum Ditentukan Penggunaannya	102.504.314.176	432.119.289.787	698.306.950.272	1.019.160.040.614	1.388.432.374.371
Jumlah Ekuitas	1.444.925.246.604	2.692.634.412.966	2.962.488.557.445	4.206.059.914.698	4.500.494.272.136
<b>JUMLAH KEWAJIBAN, HAK MINORITAS DAN EKUITAS</b>	<b>5.556.177.856.846</b>	<b>6.232.234.493.432</b>	<b>8.485.853.807.230</b>	<b>10.533.371.748.079</b>	<b>11.787.777.210.609</b>

Sumber : Bursa Efek Indonesia (telah diolah kembali)

Lampiran 5 Riwayat Pembayaran Dividen First REIT

Company Name	Type	Expiry Date	Record Date	Date Paid/ Payable	Particulars
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Okt-09	02-Nop-09	26-Nop-09	010709-300909 SGD 0.0156 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Okt-09	02-Nop-09	26-Nop-09	010709-300909 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Okt-09	02-Nop-09	26-Nop-09	010709-300909 SGD 0.0015 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-09	03-Agust-09	28-Agust-09	010409-300609 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-09	03-Agust-09	28-Agust-09	010409-300609 SGD 0.0153 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-09	03-Agust-09	28-Agust-09	010409-300609 SGD 0.002 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Apr-09	04-Mei-09	29-Mei-09	010109-310309 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Apr-09	04-Mei-09	29-Mei-09	010109-310309 SGD 0.015 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Apr-09	04-Mei-09	29-Mei-09	010109-310309 SGD 0.0019 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jan-09	03-Feb-09	27-Feb-09	011008-311208 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jan-09	03-Feb-09	27-Feb-09	011008-311208 SGD 0.0157 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jan-09	03-Feb-09	27-Feb-09	011008-311208 SGD 0.0018 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Okt-08	31-Okt-08	28-Nop-08	010708-300908 SGD 0.0029 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Okt-08	31-Okt-08	28-Nop-08	010708-300908 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Okt-08	31-Okt-08	28-Nop-08	010708-300908 SGD 0.0144 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-08	01-Agust-08	29-Agust-08	010408 - 300608 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-08	01-Agust-08	29-Agust-08	010408 - 300608 SGD 0.0011 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-08	01-Agust-08	29-Agust-08	010408 - 300608 SGD 0.0161 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Apr-08	02-Mei-08	30-Mei-08	010108 - 310308 SGD 0.0151 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Apr-08	02-Mei-08	30-Mei-08	010108 - 310308 SGD 0.0015 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Apr-08	02-Mei-08	30-Mei-08	010108 - 310308 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Jan-08	31-Jan-08	29-Feb-08	011007-311207 SGD 0.001 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Jan-08	31-Jan-08	29-Feb-08	011007-311207 SGD 0.0147 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	29-Jan-08	31-Jan-08	29-Feb-08	011007-311207 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Okt-07	01-Nop-07	29-Nop-07	010707 - 300907 SGD 0.0143 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Okt-07	01-Nop-07	29-Nop-07	010707 - 300907 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Okt-07	01-Nop-07	29-Nop-07	010707 - 300907 SGD 0.001 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-07	01-Agust-07	29-Agust-07	010407-300607 SGD 0.0004 LESS TAX
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-07	01-Agust-07	29-Agust-07	010407-300607 SGD 0.0019
FIRST REIT	DIVIDEND	30-Jul-07	01-Agust-07	29-Agust-07	010407-300607 SGD 0.0142 TAX EXEMPT
FIRST REIT	DIVIDEND	11-Mei-07	15-Mei-07	30-Mei-07	111206-310307 SGD 0.0196 TAX EXEMPT

Sumber:

[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/corporate\\_action](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/corporate_action)

Lampiran 6 Riwayat Pembayaran Dividen LMIR Trust

<i>Company Name</i>	<i>Type</i>	<i>Expiry Date</i>	<i>Record Date</i>	<i>Date Paid/Payable</i>	<i>Particulars</i>
LMIR TRUST	DIVIDEND	17 Nov 2009	19 Nov 2009	1 Dec 2009	010709 - 300909 SGD 0.0048
LMIR TRUST	DIVIDEND	17 Nov 2009	19 Nov 2009	1 Dec 2009	010709 - 300909 SGD 0.0074 TAX EXEMPT
LMIR TRUST	DIVIDEND	17 Aug 2009	19 Aug 2009	28 Aug 2009	010409-300609 SGD 0.0056
LMIR TRUST	DIVIDEND	17 Aug 2009	19 Aug 2009	28 Aug 2009	010409-300609 SGD 0.0074 TAX EXEMPT
LMIR TRUST	DIVIDEND	8 May 2009	12 May 2009	29 May 2009	010109 - 310309 SGD 0.0101 TAX EXEMPT
LMIR TRUST	DIVIDEND	8 May 2009	12 May 2009	29 May 2009	010109 - 310309 SGD 0.0035
LMIR TRUST	DIVIDEND	16 Feb 2009	18 Feb 2009	27 Feb 2009	011008-311208 SGD 0.003
LMIR TRUST	DIVIDEND	17 Nov 2008	19 Nov 2008	28 Nov 2008	010708-300908 SGD 0.0109 TAX EXEMPT
LMIR TRUST	DIVIDEND	17 Nov 2008	19 Nov 2008	28 Nov 2008	010708-300908 SGD 0.0051
LMIR TRUST	DIVIDEND	11 Aug 2008	13 Aug 2008	29 Aug 2008	010408 - 300608 SGD 0.0045
LMIR TRUST	DIVIDEND	11 Aug 2008	13 Aug 2008	29 Aug 2008	010408 - 300608 SGD 0.0105 TAX EXEMPT
LMIR TRUST	DIVIDEND	6 May 2008	8 May 2008	30 May 2008	191107-310308 SGD 0.0185 TAX EXEMPT
LMIR TRUST	DIVIDEND	6 May 2008	8 May 2008	30 May 2008	191107-310308 SGD 0.0035

Sumber:

[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/corporate\\_action](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/corporate_action)

- Sekuritisasi Aset : Suatu aktivitas pendanaan perusahaan dimana sebuah perusahaan pemilik aset (*originator*) mentransfer aset-aset yang menghasilkan aliran pendapatan yang stabil melalui suatu entitas yang terpisah (*Special Purpose Vehicle* atau SPV). Dengan demikian, aset menjadi terisolasi dari resiko kebangkrutan perusahaan (*originator*). SPV kemudian mengeluarkan sekuritas yang didukung oleh aset dan uang yang diterima digunakan untuk membayar aset *originator*. Akhirnya, uang yang dihasilkan oleh aset tersebut yang kemudian digunakan untuk membayar pokok dan bunga kepada para pemegang sekuritas.
- Originator* : kreditur awal atau pemilik aset awal
- Penyedia Jasa (*Servicer*) : Penyedia jasa merupakan pihak yang bertanggung jawab untuk memproses dan mengawasi pembayaran yang dilakukan debitur, melakukan tindakan awal berupa peringatan atau hal-hal lain karena debitur terlambat atau gagal memenuhi kewajibannya, melakukan negosiasi, menyelesaikan tuntutan terhadap debitur dan jasa lain yang ditetapkan dalam kontrak. Biasanya, penyedia jasa ini juga merupakan pihak kreditur awal. Hal ini mengingat pihak kreditur awal yang sudah sangat mengetahui tentang keadaan debitur maupun aset-asetnya. Untuk fungsinya sebagai penyedia jasa, dia akan mendapat sejumlah fee tertentu.
- Debitur Awal : Debitur awal merupakan pihak yang berhutang kepada kreditur awal. Dialah yang mempunyai aset yang dijaminkan kepada kreditur awal, yang kemudian dalam proses pengikatan *asset backed securities* ini aset tersebut dialihkan menjadi jaminan hutang terhadap *securities* (surat hutang) tersebut.
- Guarantor* : Ini merupakan pihak luar yang menjamin bahwa apabila karena sesuatu dan lain sebab maka kepada pihak investor tidak dapat dilunasi surat hutangnya (efek), maka pihak *guarantor* lah yang harus melakukan pembayaran tersebut. Selanjutnya pihak *guarantor* tersebut akan menuntut kembali pembayaran tersebut kepada pihak Manajer Investasi, bahkan kepada kreditur asal jika *asset backed securities* tersebut diterbitkan secara *recourse*.

- Credit Enhancer* : *Credit Enhancer* berbeda dengan guarantor karena pihak *credit enhancer* hanya akan menjamin sebagian dari potensi loss dari aktiva, sementara guarantor umumnya akan menjamin seluruh potensi kerugian dari aktiva.
- Manajer Investasi : Manajer Investasi memegang peranan yang sangat penting dalam suatu proses penerbitan *asset backed securities* ini. Dialah yang merupakan arranger sehingga proses penerbitan efek tersebut dapat terealisasi. Dia pula yang bertindak untuk kepentingan pihak investor untuk mengelola portofolio dari kontrak investasi kolektif terhadap *asset backed securities* tersebut. Pihak manajer investasi pula yang berkewajiban menyediakan informasi mengenai *asset backed securities* tersebut baik terhadap investor maupun terhadap Bapepam. Manajer Investasi yang bergerak di bidang penerbitan *asset backed securities* ini disebut dengan *Manajer Investasi Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset*.
- Bank Kustodian : Dalam suatu proses penerbitan *asset backed securities* ini, Bank Kustodian ini berfungsi sebagai pihak yang pada prinsipnya memberikan jasa penitipan kolektif dan penyimpanan atas seluruh dokumen berharga yang berhubungan dengan Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset, dan melakukan hal-hal lainnya yang berkaitan dengan portofolio kontrak investasi kolektif Efek Beragun Aset sebagaimana ditentukan dalam kontrak investasi kolektif yang bersangkutan.
- Administrator* : Fungsi administrator ini dapat dilakukan oleh perusahaan khusus yang bergerak untuk itu yaitu perusahaan yang bergerak sebagai Biro Administrasi Efek.
- Lembaga rating : Dalam suatu penerbitan *asset backed securities* ini, lembaga rating yang telah mendapatkan izin dari Bapepam akan melakukan tugasnya untuk memberikan peringkat atas efek yang bersangkutan. Hasil pemeringkatan dari lembaga rating tersebut wajib dimuat dalam dokumentasi pernyataan pendaftaran dan dalam prospektus.
- Special Purpose Vehicle atau Special Purpose Company* : Ini merupakan pihak terhadap siapa *asset backed securities* tersebut dialihkan. Aset yang dijaminan tersebut dialihkan keatasnama *special purpose*

*vehicle/company* tersebut untuk kemudian mengeksekusi/ melelangnya apabila hutang yang bersangkutan tidak dapat dilunasi oleh debitur asal. Dikatakan *special purpose company* jika yang dibentuk tersebut merupakan perusahaan berbentuk badan hukum (misalnya dalam bentuk perseroan terbatas) yang khusus yang bergerak untuk menangani tagihan/aset-aset yang bersangkutan. Sementara jika tidak berbentuk badan hukum, disebut sebagai *special purpose vehicle*. Di Indonesia menurut perundang-undangan yang berlaku di pasar modal saat ini, untuk suatu *asset backed securities* hanya diperkenankan membentuk *special purpose vehicle*, dalam bentuk suatu kontrak, yaitu yang disebut dengan "Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset", yang mesti dibuat baik jika efek beragun aset tersebut diterbitkan lewat penawaran umum ataupun secara *private placement*.

Akan tetapi banyak juga negara-negara yang memformulasi bentuk *special purpose vehicle* dalam bentuk hukum khusus dalam wujud "trust", apa yang tidak dikenal dalam hukum kita, seperti juga dalam kebanyakan hukum dari negara-negara yang hukumnya berasal dari sistem Eropa Kontinental.

Sumber: Hukum Pasar Modal, Munir Fuady.

## **Pertanyaan Wawancara Perusahaan**

### **Struktur Modal Perusahaan**

1. Bagaimana struktur modal perusahaan ini?
2. Apakah ada sesuatu yang penting terjadi sejak laporan tahunan terakhir?
3. Apakah struktur modal berbeda secara signifikan dari tingkat saat ini dengan masa-masa sebelumnya ?
4. Mengapa struktur modal terlihat berubah dalam tahun-tahun terakhir ini?
5. Apa faktor dominan yang mendasari dalam kebijakan struktur modal perusahaan?
6. Apa sumber dominan pendanaan perusahaan menurut manajemen yang paling optimal?

### **Pandangan atas Sekuritisasi Aset**

7. Apakah ada wacana bagi manajemen untuk melakukan sekuritisasi aset dalam mencari tambahan pendanaan?
8. Pertimbangan apa yang menurut manajemen merupakan faktor dominan yang harus diperhitungkan sebelum memutuskan melakukan sekuritisasi aset?
9. Di negara mana menurut manajemen yang paling menguntungkan untuk melakukan sekuritisasi aset?
10. Apakah pajak menjadi pertimbangan penting perusahaan dalam memutuskan sekuritisasi aset?
11. Hambatan utama apa menurut perusahaan yang menjadi kendala dalam melakukan sekuritisasi aset di Indonesia?
12. Apa sumber-sumber pembiayaan yang perusahaan sukai dan dalam rangka apa?
13. Dalam situasi apa perusahaan kembali ke kreditur (bank) untuk modal?
14. Apa yang menentukan jumlah modal yang dipinjam?
15. Apakah perusahaan mendapat peringkat kredit dari lembaga pemeringkat?