

SECONDARY MORTGAGE FACILITY (SMF) SEBAGAI ALTERNATIF PEMBIAYAAN PERUMAHAN

Residential mortgage lending becomes a funding option for housing sector because of such reason as, in one hand, many people living in cities and urban areas require more residential than that of rural citizens, consequently housing development in the city and urban area have grown rapidly. In the other hand, in order to fulfil the need of housing affordable for people with low and medium income, source of financing required by developer is very limited by bank loan known as "home-ownership loan" (KPR). Source financing limitedness of housing development primarily for medium and low income classes has become serious obstacle for housing development affordable for their income.

In resolving those barrier, the government establishes a special vehicle which is limited enterprise appointed by financial institution to act as secondary mortgage facilitator. The establishment of single legal entity aims to buy financial asset and to publish asset backed security all at once. Then the entity selling this asset backed security to investor through stock exchange. The asset backed security is effect or valuable financial instrument consisting of group of financial assets in form of claims of such valuable commercial instrument as mortgage, car debt, credit card, coupon warranted by government and cash flow.

Pembiayaan sekunder perumahan menjadi satu opsi pendanaan bagi sektor perumahan karena beberapa alasan, antara lain, di satu sisi, banyak penduduk bertempat tinggal di kota-kota dan pinggiran kota membutuhkan lebih banyak perumahan dibandingkan penduduk di pedesaan, sehingga pembangunan perumahan di kota dan perbatasan tumbuh pesat. Di sisi lain, untuk memenuhi kebutuhan penduduk akan tempat tinggal yang terjangkau keuangan mereka, sumber pembiayaan yang dibutuhkan para pengembang perumahan sangat terbatas yaitu berasal dari kredit bank yang dikenal dengan nama Kredit Pemilikan Rumah (KPR). Keterbatasan sumber pendanaan untuk pembangunan perumahan telah menjadi penghambat pembangunan perumahan yang terjangkau oleh golongan menengah ke bawah

Untuk mengatasi persoalan tersebut pemerintah membentuk suatu perusahaan khusus yaitu suatu perseroan terbatas yang ditunjuk oleh lembaga keuangan yang melaksanakan kegiatan pembiayaan sekunder perumahan. Perusahaan ini didirikan untuk membeli aset keuangan dan sekaligus menerbitkan efek Beragun Aset (EBA). Selanjutnya perusahaan menjual EBA kepada investor melalui pasar modal. Efek Beragun Aset (EBA) atau *Asset-backed security* adalah efek/surat berharga yang terdiri atas sekumpulan aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial seperti kredit pemilikan rumah, kredit mobil, tagihan kartu kredit, efek bersifat utang yang dijamin pemerintah dan arus kas.

A. Pendahuluan

Menyediakan dana jangka panjang yang relatif murah dapat dilakukan melalui *secondary mortgage facility* (selanjutnya disingkat SMF) atau pembiayaan sekunder perumahan. SMF adalah sekuritisasi yang dilakukan atas kredit perumahan rakyat (KPR), diatur dalam Keputusan Menteri Keuangan No. 132/KMK/014/1998 tentang Perusahaan Fasilitas Pembiayaan Sekunder Perumahan yang kemudian disempurnakan melalui Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan. Tujuan dikeluarkannya peraturan presiden tersebut adalah untuk meningkatkan

kegiatan pembangunan di bidang perumahan. SMF penting bagi percepatan pembangunan perumahan mengingat dana perbankan untuk penyediaan rumah secara kredit melalui KPR terbatas jumlahnya dan umumnya berasal dari dana jangka pendek yaitu giro, deposito dan tabungan sedangkan KPR adalah pembiayaan jangka panjang. Dengan demikian, apabila bank terlalu banyak memberikan KPR akan terjadi kesenjangan antara sumber dan penggunaan dana (*mismatch*). Untuk mengatasinya dibutuhkan tersedianya dana jangka panjang melalui pendirian perusahaan pembiayaan sekunder perumahan. Sumber pembiayaan sekunder perumahan di samping berasal dari modal sendiri,

juga diperoleh dari penerbitan efek beragun aset (*aset backed securities*) dalam bentuk surat utang dan surat partisipasi.

Namun demikian, tujuan untuk menyediakan perumahan yang terjangkau oleh masyarakat luas melalui sekuritisasi juga berisiko tinggi. Pengalaman krisis *subprime mortgage* yang pada awalnya terjadi di Amerika Serikat (AS) dapat dijadikan pelajaran dalam mengembangkan instrumen pembiayaan jenis ini. Guncangan yang berasal dari krisis pada pasar *subprime mortgage* di AS tersebut dengan cepat menyebar keseluruh pasar keuangan dunia. Cepatnya penyebaran krisis disebabkan oleh perubahan pada struktur pasar akibat kemajuan teknologi dan globalisasi yang telah mengubah perilaku pelaku pasar menjadi cenderung lebih *risk taking* dan terkadang melampaui batas prinsip kehati-hatian. Kegagalan regulator dalam membatasi secara efektif kecenderungan pengambilan risiko berlebihan ini menyebabkan sistem keuangan menderita guncangan yang sama seperti dialami oleh pasar *subprime mortgage*.¹ Kesulitan regulator mengantisipasi kondisi tersebut dipengaruhi pula oleh cepatnya pertumbuhan instrumen keuangan yang banyak di antaranya rumit serta pertumbuhan institusi keuangan yang cepat.

Tantangan bagi sistem keuangan dalam menghadapi dan mengatasi guncangan yang diakibatkan oleh krisis *subprime mortgage* tersebut adalah bagaimana menegakan disiplin. Salah satu cara meningkatkan disiplin adalah dengan mempertajam kompetisi. Akan tetapi pendekatan ini terkadang terpaksa dikompromikan apabila melibatkan lembaga keuangan besar. Masalahnya adalah ketakutan terhadap dampak sistemik yang akan terjadi apabila membiarkan lembaga keuangan besar tersebut didisiplinkan oleh kompetisi. Bila kompetisi tidak dibolehkan untuk memaksakan disiplin pasar, alternatif yang tersedia adalah meningkatkan pengawasan terhadap lembaga keuangan dan pasar keuangan. Apa yang hilang sekarang ini adalah kerangka komprehensif yang dapat secara serempak menyatukan perilaku (*behavior*) ekonomi dan perilaku sikap pasar. Krisis keuangan yang sedang melanda dunia saat ini, menurut Soros merupakan krisis terburuk setelah krisis tahun 1930an. Terdapat beberapa kesamaan dengan krisis yang terjadi dalam kurun waktu dua puluh lima tahun terakhir. Namun, krisis yang sedang berlangsung memiliki perbedaan yang signifikan. Krisis yang terjadi menandai berakhirnya dollar Amerika Serikat sebagai mata uang internasional yang selama ini digunakan untuk ekspansi

kredit.²

Krisis keuangan tersebut dimulai pada Agustus 2007 yaitu pada saat beberapa bank sentral terkemuka seperti Federal Reserve, Bank of England terpaksa melakukan intervensi dengan menyuntikan likuiditas pada sistem perbankan. Beberapa peristiwa berikut dapat menggambarkan seriusnya krisis keuangan yang diakibatkan oleh krisis *subprime mortgage*.

- 6 Agustus 2007, American Home Mortgage salah satu penyedia kredit perumahan terbesar di AS mengajukan permohonan pailit setelah memberhentikan sebagai besar karyawannya.
- 9 Agustus 2007, pasar kredit jangka pendek dibekukan setelah BNP Paribas menghentikan tiga *investment fund*nya senilai 2 miliar Euro. Penghentian tersebut disebabkan adanya masalah dalam *US subprime mortgage*. BNP menjelaskan bahwa mereka tidak dapat menilai aset *investment fund* tersebut karena pasarnya tidak ada lagi. Bank Sentral Eropa menyuntikan 95 milyar Euro ke dalam sistem perbankan Eropa (*eurozone banking system*). US Federal Reserve (*the Fed*) dan Bank of Japan juga melakukan langkah yang sama.
- 13 September 2007, Northern Rock, *mortgage bank* terbesar di Inggris mengalami *insolvensi* karena di *rush* nasabahnya. *Rush* ini merupakan kejadian pertama di Inggris selama ratusan tahun.

Krisis tersebut sebenarnya datang secara perlahan sehingga mestinya dapat diantisipasi. Berawal dari pecahnya *internet bubble* pada tahun 2000. Sebagai respon atas pecahnya *internet bubble* tersebut membuat *the Fed* terpaksa menurunkan suku bunga dari 6.5 persen menjadi 3.5 persen hanya dalam waktu beberapa bulan. Setelah serangan terhadap Twin Tower di New York, 11 September 2001, *the Fed* menurunkan kembali suku bunga sampai akhirnya menjadi 1 persen pada Juli 2003. Suku bunga terendah selama setengah abad. Rendahnya suku bunga mendorong industri perbankan mencari alternatif instrumen yang dapat meningkatkan keuntungan. Upaya meningkatkan keuntungan tersebut yang kemudian mendorong terjadinya perilaku *risk taking* secara berlebihan yang akhirnya bermuara pada krisis *subprime mortgage*. Untungnya, guncangan yang diakibatkan oleh krisis *subprime mortgage* tersebut tidak melanda Indonesia. Terhindarnya Indonesia disebabkan industri perbankan Indonesia sedang menikmati instrumen investasi yang berisiko rendah namun memberikan keuntungan yang memadai. Namun demikian, kondisi ini dapat saja terjadi

di Indonesia. Oleh karena itu, pengalaman krisis *subprime* tersebut hendaknya dijadikan sebagai pelajaran untuk mencegah agar maksud baik menyediakan sumber pembiayaan bagi pembangunan perumahan yang terjangkau bagi masyarakat luas tidak berubah menjadi malapetaka.

B. Krisis *Subprime Mortgage*

Kredit *subprime* berasal dari kebijakan penurunan suku bunga yang dilakukan oleh *the Fed*. Penurunan suku bunga tentunya juga menurunkan biaya dana. Tersedianya dana murah dalam jumlah besar kemudian mendorong terjadinya *housing bubble*. Logikanya sederhana, apabila uang murah, maka *rational lender* akan terus memberikan pinjaman sampai tidak ada lagi peminjam yang memenuhi syarat ingin menerima pinjaman. Oleh karena itu, bank pemberi kredit perumahan terpaksa menurunkan standar persyaratan pemberian kredit dan menciptakan instrumen baru untuk menstimulasi bisnis dan mendapatkan *fee*. Penurunan standar persyaratan kredit tentunya meningkatkan risiko pemberian kredit. *Investment bank* di Wall Street misalnya membangun beragam teknik baru agar dapat mengalihkan risikonya kepada investor yaitu dana pensiun dan reksa dana yang haus keuntungan. Dari tahun 2000 sampai dengan 2005 nilai pasar rumah di AS tumbuh lebih 50 persen dan pembangunan rumah baru tumbuh dengan pesat. Menurut Merrill Lynch, setengah dari pertumbuhan GDP AS berasal dari sektor perumahan dan industri terkait perumahan baik langsung seperti pembangunan rumah, pembelian perabotan baru, maupun tidak langsung yaitu membelanjakan uang yang diperoleh dari *refinancing mortgage*. Menurut Martin Feldstein dari 1997 sampai dengan 2006 konsumen mendapatkan USD 9 triliun uang tunai dari *home equity*. Studi yang dipimpin oleh Alan Greenspan di tahun 2005 memperkirakan bahwa pada tahun 2000an dana yang berasal dari perumahan membiayai tiga persen dari seluruh konsumsi pribadi.

Instrumen yang digunakan oleh bank mengalihkan risiko kredit perumahan adalah dengan mengemasnya kedalam sekuritas yang disebut *collateralized debt obligation* (CDO). CDO menyalurkan *cash flow* dari ribuan kredit perumahan (*mortgage*) menjadi sekumpulan obligasi dengan risiko dan keuntungan yang disesuaikan dengan selera investor. Kumpulan tertinggi (top) berisikan 80 persen obligasi merupakan yang teraman karena dijamin oleh *cashflow* sehingga dapat dijual dengan peringkat AAA. Kumpulan yang paling rendah

dan berisiko paling tinggi adalah yang paling menguntungkan. Sekuritisasi yang dilakukan tersebut dimaksudkan untuk menurunkan risiko yaitu dengan menyusunnya kedalam berbagai tingkatan risiko dan juga dengan melakukan diversifikasi geografis. Meski demikian tetap perlu diingat bahwa sebaliknya sekuritisasi juga dapat meningkatkan risiko karena sekuritisasi berarti mengalihkan kepemilikan kredit perumahan dari bank pemberi kredit yang mengenal nasabahnya kepada investor yang sama sekali tidak pernah berhubungan dengan nasabah penerima kredit perumahan.

Subprime mortgage adalah jenis kredit yang diberikan kepada debitur dengan kualitas berdasarkan profil kredit dan profil keuangan. Menurut pedoman yang dikeluarkan oleh Departemen Keuangan AS pada tahun 2001 debitur *subprime* umumnya memiliki catatan kredit yang lemah dalam bentuk ketidakteraturan pembayaran pokok maupun bunga. Debitur *subprime* tersebut umumnya juga adalah debitur yang sedang menghadapi masalah keuangan seperti kemungkinan diberhentikan dari pekerjaan dan/atau kemungkinan dipailitkan. Bila diukur dengan *credit scores*, *debt to income ratio* atau kriteria lainnya debitur tersebut juga menunjukkan lemahnya kemampuan membayar kredit. Singkat kata, *subprime mortgage* adalah kredit yang berisiko tinggi karena diberikan kepada pemimjam yang berdasarkan persyaratan kredit normal tidak layak menikmati kredit (tidak *bankable*). Debitur *subprime* didefinisikan sebagai individu dengan pendapatan terbatas atau memiliki FICO credit score³ di bawah 620 (skala 300 sampai 850). Oleh karena itu, kemungkinan macet kredit *subprime* jauh lebih tinggi dibandingkan dengan kredit *prime mortgage* tetapi juga memberikan keuntungan yang lebih tinggi bagi pemberi pinjaman. Meskipun kredit perumahan yang disalurkan di Amerika Serikat sebagian besar tidak tergolong kredit *subprime*, akan tetapi jumlah kredit *subprime* sejak awal tahun 2000 meningkat dengan cepat. Menurut John Lonski *chief economist Moody's Investor Service*.²¹ persen dari kredit perumahan yang disalurkan dari 2004 sampai 2006 adalah kredit *subprime*. Meningkat dari 9 persen dari 1996 sampai 2004. Pada 2006 jumlah *subprime mortgage* adalah USD 600 milyar atau seperlima dari kredit perumahan di AS.

Berapa jenis kredit *subprime* yang tersedia di pasar antara lain adalah:

- a. *interest only payment*, jenis ini memberikan kemudahan kepada debitur hanya membayar bunga

pinjaman selama jangka waktu tertentu misalnya 5 s.d. 10 tahun;

- b. *pay option*, biasanya dengan suku bunga tidak tetap. Debitur diberi kemudahan dalam membayar cicilan bulanan (misalnya membayar bunga saja, atau sebagian pokok pinjaman atau pembayaran minimal yang lebih rendah dari yang seharusnya dibayar berdasarkan persyaratan kredit biasa);
- c. *hybrid*, kredit yang di awalnya dengan suku bunga tetap yang kemudian dapat diubah menjadi bunga tidak tetap.

Jenis hibrid merupakan jenis *subprime* yang populer sejak 1990an. Jenis hibrid termasuk "kredit 2-28" yang menawarkan suku bunga tetap yang rendah selama dua tahun dan kemudian suku bunga mengambang (*floating rate*) sampai selesainya jangka waktu kredit yaitu 28 tahun. Tingkat suku bunga biasanya ditetapkan 5% di atas LIBOR (London *interbank offered rate*).

Manfaat yang pasti dari *subprime* kredit adalah meningkatnya prosentase kepemilikan rumah di AS. Namun demikian perlu diperhatikan dampak buruk yang ditimbulkannya bagi perekonomian apakah sebanding dengan hasil yang diperoleh.

C. Pembiayaan Sekunder Perumahan

a. Mekanisme Pembiayaan

Sekuritisasi merupakan inovasi keuangan yang relatif baru di Indonesia. Sekuritisasi pertama dikembangkan di Amerika Serikat pada tahun 1970an dan meliputi pengelompokan dan pengemasan ulang hipotik rumah untuk dijual kembali sebagai efek yang dapat diperjualbelikan oleh pemberi pinjaman. Produk sekuritisasi tersebut dikenal sebagai *mortgage-backed securities* (MBS). Setelah sukses diterapkan pada aset yang berupa hipotik rumah, kemudian model sekuritisasi aset ini terus berkembang ke sektor lainnya seperti perbankan hingga telekomunikasi seperti yang dilakukan oleh Telmex (Mexico) pada 1987 yang melakukan sekuritisasi atas tagihan telpon.

Teknik sekuritisasi kemudian diperkenalkan sebagai salah satu upaya pemerintah untuk menyediakan perumahan yang layak dan terjangkau bagi masyarakat adalah melalui *Secondary Mortgage Facility* atau SMF yaitu sekuritisasi yang dilakukan atas Kredit Perumahan Rakyat (KPR) oleh Perusahaan Pembiayaan Sekunder Perumahan. Perusahaan yang berperan sebagai perantara (*conduit*) adalah perusahaan dengan status perseroan terbatas yang

memiliki hak dan kewajiban terpisah dari hak dan kewajiban para pendiri termasuk para pemegang sahamnya.⁴ Aset keuangan yang dapat dialihkan oleh bank dalam rangka sekuritisasi aset oleh SMF haruslah aset keuangan berupa piutang yang diperoleh dari penerbitan atau pemberian kredit pemilikan rumah termasuk hak agunan yang melekat padanya. KPR merupakan fasilitas kredit yang diberikan atau diterbitkan oleh kreditor asal untuk membeli rumah siap huni. Dengan kata lain, sekuritisasi aset oleh SMF terbatas pada membeli piutang berupa KPR sehingga berbeda dengan sekuritisasi aset pada umumnya.

Kredit Pemilikan Rumah (KPR) merupakan salah satu produk perbankan yang paling populer untuk dijadikan sekuritisasi aset. KPR merupakan contoh sekuritisasi paling lengkap, karena mengandung risiko gagal bayar (*default*) dan risiko pelunasan dini (*prepayment*). Secara umum sekuritisasi aset dapat dilakukan terhadap kredit yang dapat terdiri dari setiap kredit atau tagihan yang timbul dari segala macam bentuk perjanjian pemberian kredit, termasuk surat berharga, dan berbagai macam tagihan yang timbul di kemudian hari dari aset keuangan lain yang setara.

Dalam praktiknya, SMF melibatkan beberapa pihak yaitu:

1. Kreditor asal (*originator*), yaitu setiap bank atau lembaga keuangan yang mempunyai aset keuangan
2. Penerbit (*issuer*), yaitu perusahaan yang melaksanakan kegiatan pembiayaan sekunder perumahan atau SPV
3. Pemodal
4. Penata sekuritisasi
5. Wali Amanat
6. Administrator transaksi
7. Kustodian

Kreditor asal adalah pihak yang mengalihkan aset keuangan kepada penerbit⁵. Fungsinya memberikan pinjaman dan pelayanan yang meliputi penagihan pembayaran dan berbagai tindakan yang diperlukan agar peminjam memenuhi kewajibannya dan hak-hak dari peminjam tersebut terlindungi sepanjang masa kontrak pinjam-meminjam tersebut⁶. Penerbit adalah pihak yang melakukan penerbitan EBA. Penerbit dapat berbentuk *trust*, *special purpose vehicle* atau *conduit*.

Sementara itu *trust* merupakan lembaga dalam sistem *Common Law* yang memisahkan antara *legal owner* dengan *beneficiary owner*. Berdasarkan objeknya *trust* terdiri atas dua macam. Pertama,

private trust, yaitu *trust* untuk kepentingan seseorang tertentu atau sekelompok orang. Kedua, *public trust*, yaitu *trust* untuk tujuan kepentingan umum, misalnya *trust* untuk kepentingan kemajuan pendidikan. Dalam transaksi di pasar modal lembaga *trust* banyak digunakan seperti dalam transaksi sekuritisasi, reksadana, dan penerbitan obligasi. Dalam transaksi ini *trustee* adalah bank kustodian atau manajer investasi yang secara hukum merupakan pemilik efek-efek yang diperdagangkan. Sedangkan *beneficiary* adalah investor sendiri.

Special Purpose Vehicle (SPV) merupakan entitas hukum yang didirikan oleh sebuah perusahaan (sponsor atau originator) dengan memindahkan sebagian asetnya kepada SPV. SPV berbeda dengan anak perusahaan karena SPV secara hukum terpisah dengan sponsornya baik dalam hal manajemen maupun kepemilikan. Sesuai dengan namanya SPV dibentuk untuk tujuan khusus dan apabila tujuan tersebut telah tercapai maka SPV akan dibubarkan oleh pendirinya. SPV juga tidak diperbolehkan untuk memiliki karyawan atau mempunyai tanggung jawab kepada pihak ketiga. Oleh karena SPV tidak boleh memiliki pegawai, maka administrasi aset SPV harus sepenuhnya disubkontrakkan.

Sementara itu, *conduit* adalah lembaga yang secara khusus didirikan atau dibentuk dengan tujuan untuk membeli piutang dari berbagai institusi dan selanjutnya menjualnya kembali kepada investor, baik melalui *public offering* ataupun *private placement*. Secara umum, proses penjualan piutang oleh *originator* kepada *conduit* hampir sama dengan proses penjualan piutang kepada SPV. Perbedaannya adalah *conduit* dapat membeli piutang dari beberapa institusi yang berbeda, sedangkan SPV hanya dapat melakukan pembelian piutang dari satu institusi dan mensekuritisasinya secara langsung. Contoh dari *conduit* adalah *Federal National Mortgage Association* (FNMA) atau yang lebih dikenal dengan sebutan *Fannie Mae*. *Fannie Mae* merupakan *conduit* yang dibentuk oleh pihak swasta, meski pada kenyataannya lembaga ini merupakan perusahaan yang disponsori oleh pemerintah Amerika Serikat.

Jaminan yang digunakan dalam sekuritisasi aset melalui SMF adalah jaminan dalam bentuk hak tanggungan. Hak tanggungan sebagai suatu jaminan dengan hak kebendaan (jaminan kebendaan) merupakan bentuk agunan yang mempergunakan objek hak atas tanah yang bersifat *accessoir*. Undang-undang Hak Tanggungan menetapkan bahwa apabila piutang yang dijamin dengan hak tanggungan beralih karena *cessie*, *subrogasi*, pewarisan atau

sebab-sebab lain maka hak tanggungan tersebut ikut beralih karena hukum kepada kreditor yang baru. Beralihnya hak tanggungan tersebut wajib didaftarkan oleh kreditor yang baru kepada Kantor Pertanahan. Beralihnya hak tanggungan mulai berlaku bagi pihak ketiga pada hari tanggal pencatatan pada buku tanah hak tanggungan dan buku tanah hak atas tanah yang menjadi objek hak tanggungan serta menyalin catatan tersebut pada sertifikat hak tanggungan dan sertifikat hak atas tanah yang bersangkutan.

b. Peran Perbankan

Fungsi bank dalam sekuritisasi aset menurut peraturan Bank Indonesia Nomor 7/4/PBI/2005 adalah sebagai kreditor asal, penyedia kredit pendukung, penyedia fasilitas likuiditas, penyedia jasa, bank kustodian serta pemodal. Dalam peraturan tersebut diatur bahwa Bank yang melakukan fungsi sebagai kreditor asal (*originator*) baru dapat mengalihkan risiko atas eksposur aset keuangan yang dijualnya/dialihkan hanya apabila aset keuangan yang dialihkan kepada penerbit memenuhi kondisi jual putus. Selain itu, Bank Indonesia memberikan peraturan yang tegas, bahwa Bank sebagai kreditor asal hanya boleh melakukan pengalihan aset keuangan kepada penerbit di dalam negeri. Disamping sebagai kreditor asal bank juga dapat berfungsi sebagai penyedia kredit pendukung. Dalam fungsi ini bank dapat menyediakan fasilitas penanggung risiko pertama (*first lost facility*) maupun fasilitas penanggung risiko kedua (*second lost facility*). Adapun penyediaan kredit pendukung maksimum sebesar 10% dari nilai aset keuangan yang dialihkan apabila bank tersebut juga merupakan kreditor asal (*originator*).

Penyedia fasilitas likuiditas bank dapat melakukan perjanjian untuk mengatasi masalah likuiditas penerbit maksimum 90 hari. Adapun jumlah fasilitas likuiditas yang dapat diberikan oleh bank yang juga bertindak sebagai kreditor asal (*originator*) adalah sebesar 10% dari nilai aset keuangan yang dialihkan. Sebagai penyedia jasa bank dapat pembelian kembali atas aset keuangan yang dialihkan. Pembelian kembali tersebut maksimal adalah 10% dari nilai aset keuangan yang dialihkan dan tidak digunakan untuk menghindari kerugian yang harus ditanggung oleh kreditor asal yang juga bertindak sebagai penyedia kredit pendukung. Bank yang bertindak sebagai kreditor asal atau penyedia jasa tidak dapat bertindak sebagai Bank Kustodian. Adapun fungsi Bank Kustodian diatur lebih lanjut dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Bank sebagai pemodal yang juga bertindak sebagai kreditor asal hanya dapat membeli efek beragun aset maksimum sebesar 10% dari nilai keuangan yang dialihkan.

Untuk menjalani fungsi tersebut bank harus memenuhi persyaratan:

- a. Tidak mengakibatkan rasio kewajiban penyediaan modal minimum bank lebih rendah dari ketentuan yang berlaku dan
- b. Melakukan fungsi tersebut sesuai dengan peraturan Bank Indonesia serta memperhatikan prinsip kehati-hatian.

Selanjutnya Pasal 2 ayat (1) Peraturan Bank Indonesia No. 7/4/PBI/2005 menetapkan bahwa aset keuangan yang dialihkan dalam rangka sekuritisasi Aset wajib berupa aset keuangan yang terdiri dari kredit, tagihan yang timbul dari surat berharga, tagihan yang timbul di kemudian hari (*future receivables*), dan aset keuangan lain yang setara.

Pembiayaan sekunder perumahan dilakukan dengan cara pembelian kumpulan aset keuangan dari kreditor asal dan sekaligus penerbitan efek beragun aset. Kreditor asal adalah setiap bank atau lembaga keuangan yang mempunyai aset keuangan yaitu piutang yang diperoleh dari penerbitan KPR termasuk hak agunan yang melekat pada pemberian kredit tersebut. Efek beragun aset dapat berbentuk surat utang atau surat partisipasi. Keduanya dapat diterbitkan atas unjuk atau atas bawa. Surat partisipasi adalah bukti pemilikan secara proporsional atas kumpulan piutang yang dimiliki bersama oleh sejumlah pemodal yang diterbitkan oleh penerbit. Efek beragun aset harus diperingkat oleh perusahaan peringkat. Dana yang diperoleh dari pembelian kumpulan aset keuangan hanya dapat digunakan oleh kreditor asal untuk pemberian KPR.

Berkaitan dengan kegiatan dan proses sekuritisasi melalui SMF, dalam rangka memenuhi kebutuhan fasilitas kredit untuk perumahan yang diperlukan oleh masyarakat (KPR), ketentuan Pasal 8 ayat (1) Undang-undang No. 10 Tahun 1998 tentang Perbankan, harus dijadikan pedoman untuk mencegah pemberian kredit dengan kualitas rendah. UU Perbankan menetapkan bahwa dalam pemberian kredit atau pembiayaan berdasarkan prinsip syariah, bank wajib mempunyai keyakinan berdasarkan analisis yang mendalam atas itikad dan kemampuan serta kesanggupan nasabah debitor untuk melunasi pembayaran atau mengembalikan pembiayaan sesuai dengan yang diperjanjikan. Hal ini mencerminkan "*the five C's of credit*" dimana salah satunya adalah collateral (jaminan atau agunan)

yang harus disediakan oleh debitor. Dengan ketentuan ini maka risiko sekuritisasi menjadi dapat diminimalkan karena hanya dilakukan terhadap kredit berisiko rendah.

C. Pembiayaan Sekunder Perumahan yang Aman

a. *Safety and Soundness Regulation*

Sekuritisasi adalah proses mengubah arus kas yang berasal dari kumpulan aset seperti kredit perumahan menjadi surat utang yang dimaksudkan untuk membuat sistem keuangan lebih elastis (*resilient*). Dengan sekuritisasi bank tidak perlu memegang kredit yang disalurkan hingga jatuh tempo. Kredit tersebut dapat dijual sehingga risikonya tersebar keberbagai kelompok investor. Untuk itu mencapai maksud tersebut maka pasar sekuritisasi perlu lebih transparan dan bertanggung jawab dan bank yang ikut berperan didalamnya menerapkan prinsip kehati-hatian.

Jantung dari *safety and soundness regulation* memiliki empat komponen kunci yaitu persyaratan modal minimum untuk menjaga agar bank tetap *solvent*. (b) pembatasan kegiatan usaha untuk mencegah pengambilan risiko berlebihan. (c) persyaratan kompetensi minimal bagi pengurus dan (d) kemampuan regulator menegakan peraturan.⁷ Berkaitan dengan pembatasan kegiatan sekuritisasi yang melibatkan bank pertanyaan yang timbul adalah apakah kegiatan tersebut dapat diperbolehkan. Secara logis peraturan tentang *safety and soundness* berimplikasi bahwa kegiatan usaha yang boleh dilakukan bank hanya kegiatan usaha yang dapat diperiksa (*examinable*) dan dapat diawasi (*supervisable*). Yaitu kegiatan usaha yang mampu dinilai risikonya oleh regulator sehingga regulator dapat menetapkan persyaratan modal dan menilai kompetensi pengurus bank untuk kegiatan usaha tersebut.

Oleh karena itu, bagi bank umum yang melakukan aktivitas sekuritisasi aset wajib menerapkan prinsip kehati-hatian. Aset keuangan yang dialihkan dalam rangka sekuritisasi aset wajib berupa aset keuangan yang terdiri atas kredit, tagihan yang timbul dari surat berharga, tagihan yang timbul di kemudian hari (*future receivables*) dan aset keuangan lain yang setara. Sekuritisasi aset wajib memenuhi kriteria; memiliki arus kas (*cash flows*), dimiliki dan dalam pengendalian kreditor asal; dan dapat dipindahtangankan dengan bebas kepada penerbit. Dalam sekuritisasi aset, bank dapat berfungsi sebagai kreditor asal, penyedia kredit pendukung, penyedia fasilitas likuiditas, penyedia jasa, bank

kustodian dan pemodal.

Dalam kaitan pengaturan kegiatan sekuritisasi pengalaman the Fed melakukan *bailout* terhadap Bear Stearn, *investment bank* yang telah berusia 85 tahun dan pengalaman Bank of England memberikan bantuan keuangan kepada Northern Rock Bank serta pengalaman Jepang dari bangkrutnya Long-Term Credit Bank dan Nippon Credit Bank, dua bank besar yang terbukti merekayasa pembukuannya dan kasus Ishikawa Bank dan masalah kredit macet dan kecurangan (*fraud*)⁸ perlu dijadikan pengalaman dalam menyusun sistem pengawasan yang efektif. Pada saat Northern Rock bank mengalami kesulitan keuangan dan terjadi *rush* oleh nasabahnya, Bank of England (BOE) mengalami kesulitan dalam memberikan bantuan dalam kapasitasnya sebagai *lender of last resort*. Kesulitan tersebut terjadi karena BOE tidak memiliki informasi yang lengkap tentang kondisi keuangan Northern Rock. Informasi tentang kondisi keuangan Northern Rock dimiliki oleh Financial Services Authority (FSA), badan pengawas bank dan lembaga keuangan non bank. Bantuan keuangan darurat yang diberikan *The Fed* untuk menyelamatkan Bear Stearn adalah yang pertama sejak 1930an. Pengalaman ketiga negara tersebut menunjukkan bahwa disamping pentingnya pengaturan tentang prinsip kehati-hatian, kordinasi antara pengawas lembaga keuangan non bank dengan bank sentral dan lembaga apa yang tepat mengawasi bank, berperan signifikan dalam mencegah terjadi krisis yang melibatkan lembaga keuangan.

Dalam kaitannya dengan lembaga pengawas beberapa faktor di bawah dapat menjadi gagasan dalam menyusun suatu struktur kelembagaan badan pengawas yang efektif agar pengalaman yang terjadi di tiga negara di atas dapat dicegah. **Pertama**, badan tersebut harus memiliki reputasi baik. **Kedua**, bank sentral tetap membutuhkan akses atas informasi pengawasan bank agar mampu menjalankan tugasnya di bidang moneter dan *lender of last resort*. Paul Volker mantan Chairman Federal Reserve Bank mengatakan bahwa kebijakan moneter maupun keuangan tidak dapat dilakukan dengan baik apabila bank sentral kehilangan perannya dalam mengawasi kegiatan sektor perbankan. **Ketiga**, pembagian tugas antara bank sentral, lembaga pengawas lembaga keuangan non bank dan pemerintah harus tegas dan transparan. Terakhir, harus ada bentuk kerjasama formal yang mengatur masalah koordinasi dan sebaiknya bentuk kerjasama itu diatur dalam undang-undang.

Masalah kordinasi menjadi penting karena secara

konseptual telah terjadi konvergensi kegiatan usaha antar lembaga keuangan. Konvergensi ini dimulai sejak tahun 1960an. Pada periode itu, bank umum dan perusahaan sekuritas telah berusaha memperluas kegiatan usaha mereka, sehingga secara perlahan menghapuskan batas yang memisahkan kedua jenis lembaga ini. Dalam periode 1970an dan 1980an, industri perbankan mengalami perubahan sangat signifikan. **Pertama**, volatilitas nilai tukar dan suku bunga yang disertai dengan kegoncangan ekonomi dan peningkatan kompetisi dalam pasar keuangan telah membuat bisnis perbankan menjadi lebih berisiko. **Kedua**, persaingan tersebut muncul tidak saja dari sesama bank, tetapi juga muncul dari lembaga-lembaga keuangan lainnya. Inovasi teknologi telah memungkinkan perusahaan memperoleh pendanaan dari sumber sumber selain bank. Kedua kondisi ini ditambah dengan pembatasan kegiatan usaha bagi bank yaitu memisahkan kegiatan usaha antara *commercial banking* dengan *investment* menyebabkan pengurus bank terpaksa mengambil risiko lebih tinggi dalam upaya meningkatkan keuntungan bank. Situasi tidak menguntungkan ini memaksa regulator melunakan garis pemisah antara kegiatan *commercial banking* dan kegiatan *investment banking*. Pelunakan tersebut dilakukan dengan membolehkan bank umum melakukan kegiatan usaha di bidang sekuritas, dengan ketentuan kegiatan usaha tersebut dilakukan oleh perusahaan terpisah dari konglomerasi bank. Alasan pelunakan tersebut adalah pada pendelegasian fungsi-fungsi tertentu dari suatu lembaga perantara keuangan menurunkan biaya karena menghilangkan duplikasi fungsi sebagai pengumpul informasi sebelum memutuskan untuk membiayai dan memonitor debitor. Berdasarkan hal tersebut, diyakini bahwa suatu bank yang juga menawarkan jasa sekuritas dapat mengembangkan suatu hubungan yang luas langgeng perusahaan yang dibiayai. Peningkatan jumlah titik temu antara bank dan perusahaan mempermudah bank dalam mengumpulkan informasi tentang perusahaan tersebut dan menggunakannya untuk membiayai perusahaan dimaksud. Singkat kata, lebih sederhana bagi suatu bank untuk menilai suatu perusahaan yang akan diberikan pinjaman karena perusahaan tersebut pernah dijaminnya pada saat *go public*

Dari sisi pengawasan kecenderungan universalisasi kegiatan usaha bank juga menimbulkan perdebatan tentang keharusan dilakukannya harmonisasi sistem pengawasan diantara lembaga pengawas bank dan pengawasan lembaga keuangan non bank. Di satu sisi, membolehkan bank melakukan kegiatan

usaha baru akan mengurangi risiko yang dihadapi bank melalui diversifikasi kegiatan usaha. Di sisi lain, membolehkan bank secara langsung melakukan kegiatan baru akan meningkatkan biaya yang berkaitan dengan pengawasan. Hal yang masih tetap menimbulkan pertanyaan besar khususnya adalah siapa yang menanggung beban tanggung jawab apabila suatu bank gagal karena kegiatan usahanya di pasar modal. Atau apabila kesulitan keuangan lembaga keuangan non bank membawa dampak pada bank atau dapat mengakibatkan *seistemic failure*. Untuk itu, dibutuhkan perluasan regulasi dan pengawasan untuk mencakup kegiatan baru tersebut. Dengan meluasnya kegiatan usaha yang dilakukan bank, semakin besar beban biaya pengaturan bagi bank dan pada gilirannya semakin besar pula biaya untuk pengawasannya. Untuk mengatasi hal tersebut koordinasi antara pengaturan dan pengawasan bank dan perusahaan non bank adalah keniscayaan.

Masalah yang tak kalah pentingnya yang dihadapi industri perbankan adalah lemahnya penerapan *good corporate governance*. Hal ini penting karena perkembangan industri perbankan, globalisasi dan liberalisasi pasar keuangan telah mengakibatkan meningkatnya persaingan di antara bank-bank terutama dalam penghimpunan dan penanaman dana. Untuk itu, manajemen bank dituntut mempunyai keterampilan mengelola kekayaan, utang dan modal bank yang tercermin dalam neraca bank dengan baik. Suatu hal yang lebih mendasar dari keahlian dan keterampilan tersebut adalah adanya itikad baik. Artinya pengurus bank seharusnya adalah pihak yang menjunjung tinggi etika profesionalisme.

b. Peranan Perusahaan Pemeringkat

Cepatnya pertumbuhan SMF terkait erat dengan peran perusahaan pemeringkat. *Rating Agency* merupakan pihak yang memberikan peringkat (*rating*) atas instrumen yang disekuritisasi menjadi instrumen investasi. Dengan kata lain, *rating agency* adalah pihak yang memberikan peringkat atas kualitas dari aset yang disekuritisasi.

Pada umumnya evaluasi meliputi :

1. Portofolio Aset
Analisis mengenai kualitas aset berdasarkan atas data empiris.
2. Aspek Hukum
Analisis terhadap pengalihan hak tagih atas aset berdasarkan "*true aset sales*" dan analisa hukum terhadap dokumen pendukung.

3. Struktur Arus Kas

Analisis *specific risk* pengembalian pembayaran dari *underlying aset*.

4. Para Pihak

Analisis terhadap kemampuan dan kredibilitas para pihak yaitu antara lain *servicer, trustee* dan *credit enhancer*.

Contoh *rating agency* adalah Moody's, Standard & Poor (S&P), Fitch IBCA dan Duff & Phelps. Di Indonesia, lembaga pemeringkat hanya ada dua yaitu PT. Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) yang berafiliasi dengan Standard & Poor dari Amerika Serikat dan PT. Kasnic Duff & Phelps Credit Rating Indonesia yang berafiliasi dengan Kasnic Duff & Phelps di Amerika Serikat.

Standar & Poor. S&P pada awalnya (1860) adalah jurnalis finansial yang menjual informasi tentang perusahaan tertentu kepada investor di New York Stock Exchange. Pada masa itu, 1864-1864 pasar modal belum diatur. Henry Poor pendiri S&P adalah *financial journalist*. Saat ini S&P adalah unit bisnis dari McGraw-Hill suatu perusahaan penerbit.⁹ Di AS secara hukum perusahaan pemeringkat dilindungi oleh *First Amendement of US Constitution* sehingga belum pernah ada gugatan yang meminta pertanggung jawaban perusahaan pemeringkat karena tidak akurat memberikan informasi yang dikabulkan oleh pengadilan. Di Amerika Serikat *pemeringkat company* tidak diregulasi secara ketat. Perusahaan pemeringkat tidak boleh memiliki kaitan dengan perusahaan yang diperingkat dan diwajibkan mengungkapkan metode yang mereka gunakan dalam melakukan pemeringkatan. Peranan utama dari perusahaan pemeringkat adalah mempertinggi transparansi dan efisiensi dengan cara menyediakan opini independen tentang suatu perusahaan atau surat utang sehingga dapat menurunkan *asimetric information* antara investor dan perusahaan. Fungsi ini juga bermanfaat bagi pasar karena meningkatkan kepercayaan investor dan membantu perusahaan dalam memasarkan surat utang yang diterbitkannya.

Pada umumnya suatu perusahaan akan di pemeringkat apabila terhadap negara asal perusahaan tersebut juga telah dilakukan pemeringkatan. *Sovereign rating* dilakukan atas permintaan negara yang bersangkutan. Peringkat perusahaan umumnya tidak akan lebih baik dibandingkan pemeringkat yang dimiliki negara asal perusahaan tersebut. Tingkatan peringkat yang diberikan oleh S&P adalah AAA, AA, A dan BBB yang diklasifikasikan sebagai *investment grade*. Sementara itu BB, B, CCC, CC dan

C diklasifikasikan sebagai *non investment grade* atau disebut juga dengan *speculative* atau *junk*. Untuk perusahaan yang mendapat pemeringkat AAA kemungkinan *defaultnya* adalah 1% dan perusahaan yang mendapat pemeringkat BB adalah 35%.¹⁰ Untuk peringkat negara atau *sovereign* pemeringkat yang dijadikan *bench mark* adalah peringkat *local currency* dan peringkat *foreign currency*. Peringkat untuk *local currency* (kemampuan pemerintah membayar utang dalam mata uang lokal) dinilai lebih ketat karena berkaitan dengan disiplin pemerintah dalam mengendalikan inflasi. (mencetak uang). Untuk *foreign currency* yang dinilai adalah *transfer risk* (berkaitan dengan *exchange control*), *convertibility risk* dan *devaluation risk*. Dalam melakukan *sovereign rating* faktor-faktor yang dijadikan bahan pertimbangan adalah:

- *Political Risk*
- *Income and Economic Structure*
- *Economic Growth Prospects*
- *Fiscal Flexibility*
- *General Government Debt Burden*
- *Offshore and Contingent Liabilities*
- *Monetary Stability*
- *External Liquidity*
- *Public Sector External Debt Burden*
- *Private Sector External Debt Burden*

Disiplin pasar tidak dapat bekerja dengan baik tanpa informasi. Dengan tersedianya informasi maka lender dapat menilai risiko yang diemban peminjam sehingga mereka dapat meminimalkan risiko yang dapat mempengaruhi neraca keuangannya. Pengawas bank harus mensyaratkan adanya keterbukaan secara dini kepada industri perbankan. Regulator harus mewajibkan penerbit surat berharga untuk mematuhi standar akuntansi dan audit dan melaporkan secara berkala kondisi keuangannya. Pemerintah juga perlu secara transparan menyediakan informasi yang akurat tentang kondisi keuangannya. Tanpa perlu diperdebatkan, meningkatkan iklim keterbukaan informasi akan memperkuat disiplin pasar dan mendorong diadakannya kerja sama internasional untuk menyusun standar internasional merupakan agenda yang dapat meningkatkan disiplin pasar tersebut.¹¹

Perusahaan pemeringkat memainkan peranan penting dalam krisis *subprime mortgage*. S&P dan Fitch, dua preusan pemeringkat terkemuka, memberikan peringkat yang tinggi terhadap banyak

sekuritas yang diterbitkan atas dasar kredit yang diragukan (*questionable loan*). Dengan pemeringkat yang baik, sekuritas tersebut seolah seaman surat utang pemerintah AS (*US Treasury Bond*). Ini membuat pasar sekuritas tersebut menjadi booming.¹² Pada tahun 2000 Standard & Poor membuat keputusan yang misterius tentang pasar *mortgage*. S&P mengatakan bahwa salah satu jenis *mortgage* yang melibatkan "*piggy back*" (peminjam sekaligus mengambil pinjaman kedua untuk membayar uang muka / *down payment*), tidak lebih mudah gagal bayar dibandingkan dengan *mortgage, piggy back* segera menjadi bagian dari gerakan yang mentransformasi industri kredit perumahan di AS. Terjadi booming pada *subprime mortgage* yang didapat pembeli dengan kualitas kredit yang lemah.

Enam tahun kemudian, S&P mengubah pendapatnya tentang kredit yang melibatkan *piggy back*. Mereka berpendapat bahwa kredit tersebut jauh lebih mungkin untuk gagal bayar (*default*). Akan tetapi pada saat perubahan pendapat tersebut dibuat jenis kredit tersebut telah menjadi bagian penting dari USD 1.1 triliun pasar *subprime mortgage* yang saat ini mengalami goncangan besar. Memang benar bahwa peminjam yang melunakan persyaratan kredit dan pembeli rumah yang ingin mencari kredit dengan persyaratan lunak serta bankir di *wall street* yang kemudian merubahnya menjadi sekuritas, tetapi preusan pemeringkatlah yang mendorong terjadinya booming di pasar *subprime mortgage*.

Hal yang juga mendorong terjadinya booming adalah peran perusahaan pemeringkat yang tidak begitu dikenal yaitu kolaborasi yang mereka lakukan dibalik layar dengan perusahaan penjamin (*underwriter*) yang mengumpulkan sekuritas tersebut. Perusahaan *underwriter* tidak hanya mengumpulkan (*assemble*) sekuritas yang berasal dari kredit perumahan dan mengirimkannya kepada perusahaan pemeringkat untuk mendapatkan peringkat. Mereka juga bekerja dengan perusahaan pemeringkat ketiga mendisain surat utang atau sekuritas lain untuk menjamin bahwa surat berharga tersebut mendapat peringkat yang cukup sehingga dapat dipasarkan. Pasar *subprime* merupakan pasar yang menguntungkan bagi perusahaan pemerintah dibandingkan dengan kegiatan usaha tradisional yang mereka lakukan yaitu memeringkat surat utang preusan. Perusahaan pemeringkat mendapat *fee* dua kali lipat bila memeringkat sekuritas yang dijamin dengan kredit perumahan. *Fee* yang besar ini selaras dengan kompleksitas pemeringkatan. Namun demikian, dengan berkolaborasi dengan *underwriter*, perusahaan pemeringkat dapat mempengaruhi banyak sekuritas yang akan diterbitkan.

D. Penutup

Sektor jasa keuangan merupakan salah satu sektor dari sedikit sektor industri yang menghadapi guncangan strategis (*strategic turbulence*) terutama pada dekade terakhir ini. Industri keuangan menghadapi perubahan regulasi seiring dengan perkembangan teknologi, perubahan perilaku nasabah serta globalisasi yang berdampak pada perubahan struktur organisasi. Pada waktu yang bersamaan, bagian terbesar industri keuangan telah semakin menyatu, terjadi pertautan antara peminjam dan yang meminjamkan, penerbit dan investor, risiko dan pengambil risiko.¹³ Oleh karena itu, komponen utama setiap kajian struktural terhadap sistem perbankan dan keuangan adalah melihat kondisi saluran yang mengalirkan aset keuangan dari penabung kepada pengguna akhir. Saluran ini melibatkan model alternatif dan kompetitif diantara perantara keuangan atau antara *counterparties* dalam transaksi keuangan baik domestik maupun internasional.

Lembaga keuangan non bank dan bank dapat bergabung dengan berbagai cara. *Commercial bank* dan *investment bank* dapat dilakukan oleh perusahaan yang sama demikian pula *commercial banking* dan asuransi (dikenal dengan *backassurance* atau *allfinanz*).¹⁴ Sejumlah perusahaan asuransi juga sangat aktif dalam bisnis *investment bank*. Seluruh jenis perusahaan menargetkan *asset management* sebagai bisnis menjanjikan. Sebagai contoh Amerika Serikat yang menganut *dual banking system* yaitu *national bank* dan *state bank* dan memisahkan antara *comercial bank* dan *investment bank* mulai melunakkan dikotomi tersebut. Pembelian perusahaan *broker-dealer* oleh Bank of America pada tahun 1980an merupakan awal dilunakkannya pembatasan antara *commercial banking* dengan *investmen banking*. Sementara itu perusahaan asuransi juga mulai menawarkan produk seperti tabungan. Pemegang polis misalnya dapat menarik kembali premi yang dibayarnya sebesar presentase tertentu sesuai dengan yang diperjanjikan. Sementara itu, masalah-masalah yang dihadapi industri perbankan dapat bebentuk institusional maupun supervisi. Krisis perbankan terjadi baik di Asia maupun di belahan dunia lain misalnya disebabkan karena lemahnya pengawasan. Lemahnya penegakan hukum, minimnya informasi tentang debitor merupakan andil yang tidak kalah besarnya dalam pencapaian tingkat kesehatan sistem keuangan dan perbankan.

E. Daftar Pustaka

Kaufman, Henry, "Financial Quakes", *The Wall Street Journal*, 16 Agustus 2007

- Soros, George, *The New Paradigm for Financial Markets The Credit Crisis of 2008 and What it Means*, (New York: Public Affairs, 2008)
- Manurung, Adler Haymans Manurung dan Eko Surya Lesmana, *Investasi Sekuritisasi Aset*, (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, April 2007)
- White, Lawrence J. "Testimony of Lawrence J. White at the Hearing on "ILCs- A Review of Charter, Ownership, and Supervision Issues", (Washington, DC: AEI-Brooking Joint Center for Regulatory Studies, 2006)
- The Economist* 30 Agustus 2003
- Eichengreen, Barry Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture A Practical Post-Asia Agenda*, (Washington DC: Institute for International Economics, 1999)
- Lucchetti, Aaron dan Serena Ng, "Credit and Blame: How Calls Made by Firms Fed Subprime Mess Benign Loan View Created Bond, Increased Lending; Like Walking the Plank", *Wall Street Journal*, 16 Agustus 2007
- Walter, Ingo, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance What Works, What Fails, and Why*, (New York: Oxford University Press, 2004)
- Keputusan Menteri Keuangan No. 132/KMK/014/1998 tentang Perusahaan Fasilitas Pembiayaan Sekunder Perumahan
- Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan
- Peraturan Bank Indonesia Tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Bagi Bank Umum, PBI No. 7/4/PBI/2005, LN No. 14 Tahun 2005, TLN 4473

Catatan Kaki

- Henry Kaufman, "Financial Quakes", *The Wall Street Journal*, 16 Agustus 2007, hal.14
- George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets The Credit Crisis of 2008 and What it Means*, (New York: Public Affairs, 2008), hal vii
- FICO adalah credit score yang dikembangkan oleh Fair Isaac Corporation yang banyak digunakan oleh pemberi kredit perumahan untuk menentukan risiko debitor
- Keputusan Menteri Keuangan No. 132/KMK/014/1998 tentang Perusahaan Fasilitas Pembiayaan Sekunder Perumahan yang kemudian disempurnakan melalui Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan
- Bank Indonesia (1), *Peraturan Bank Indonesia Tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Bagi Bank Umum*, PBI No. 7/4/PBI/2005, LN No. 14 Tahun 2005, TLN 4473, ps. 1 angka 2.
- Adler Haymans Manurung dan Eko Surya Lesmana, *Investasi Sekuritisasi Aset*, (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, April 2007), hal. 19-20.
- Lawrence J. White, "Testimony of Lawrence J. White at the Hearing on "ILCs- A Review of Charter, Ownership, and Supervision Issues", (Washington, DC: AEI-Brooking Joint Center for Regulatory Studies, 2006), hal.4
- The Economist* 30 Agustus 2003
- Standard & Poor's, *Corporate Pemingkats Criteria*, 2002, hal. 3
- Ibid*, hal.7
- Barry Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture A Practical Post-Asia Agenda*, (WashinJantungtton DC: Institute for International Economics, 1999), hal.80
- Aaron Lucchetti dan Serena Ng, "Credit and Blame: How Calls Made by Pemingkat Firms Fed Subprime Mess Benign Loan View Created Bond, Increased Lending; Like Walking the Plank", *Wall Street Journal*, 16 Agustus 2007, hal. 16
- Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance What Works, What Fails, and Why*, (New York: Oxford University Press, 2004), hal. 3
- Ibid*, hal. 9