

Skema Ponzi: Indikasi Kecurangan Pada Valuasi Startup Menggunakan Gross Merchandise Value

*Fraud Indication
and Startup
Valuation*

Jun Rifky Prayuda, Zakiyuddin, Amrie Firmansyah
Prodi D4 Akuntansi Sektor Publik, Politeknik Keuangan Negara STAN
Tangerang Selatan, Indonesia
E-Mail: 4132210019_jun@pknstan.ac.id

35

Submitted:
DESEMBER 2021

Accepted:
MARET 2022

ABSTRACT

Startup-related issues have been growing in recent years due to their massive publication in the media. The growth numbers of startup companies globally, especially in Indonesia, have shown an astonishing figure. Valuation is one of many issues that revolve around startups. This study examines valuation fraud that leads to Ponzi Scheme in startup companies by using Gross Merchandise Value (GMV) as the valuation indicator. Scoping review was employed to identify and map literature that links to this study's topic comprehensively through many sources. Venture capitalists and management teams play a key role in valuing startups. Financial academics suggest general valuation models, such as Net Present Value (NPV) and Discounted Cash Flows (DCF), are not used to value startups. They tend to value their company subjectively, which doesn't represent startup true economic values. They use their advantages on information asymmetry excessively, leading to overvaluing the startup's values. This study concludes that using subjective factors and limiting a startup's economic and performance information disclosure by only disclosing Gross Merchandise Value will lead to startup valuation fraud in the form of the Ponzi Scheme.

Keywords: valuation, startup, fraud, Ponzi scheme, agency problem, asymmetric information

ABSTRAK

Masalah terkait startup telah berkembang dalam beberapa tahun terakhir karena publikasi besar-besaran mereka di media. Pertumbuhan jumlah perusahaan rintisan secara global, khususnya di Indonesia, menunjukkan angka yang mencengangkan. Penilaian adalah salah satu dari banyak masalah yang berputar di sekitar startup. Penelitian ini mengkaji kecurangan valuasi yang mengarah pada Skema Ponzi di perusahaan startup dengan menggunakan Gross Merchandise Value (GMV) sebagai indikator penilaian. Scoping review digunakan untuk mengidentifikasi dan memetakan literatur yang terkait dengan topik penelitian ini secara komprehensif melalui banyak sumber. Kapitalis ventura dan tim manajemen memainkan peran kunci dalam menilai startup. Akademisi keuangan menyarankan model penilaian umum, seperti Net Present Value (NPV) dan Discounted Cash Flows (DCF), tidak digunakan untuk menilai startup. Mereka cenderung menilai perusahaan mereka secara subyektif, yang tidak mewakili nilai ekonomi sebenarnya dari startup. Mereka menggunakan keunggulan mereka pada asimetri informasi secara berlebihan, yang mengarah pada penilaian yang terlalu tinggi terhadap nilai-nilai startup. Studi ini menyimpulkan bahwa menggunakan faktor subjektif dan membatasi pengungkapan informasi ekonomi dan kinerja startup dengan hanya mengungkapkan Gross Merchandise Value akan mengarah pada penipuan penilaian startup dalam bentuk Skema Ponzi.

Kata Kunci: penilaian, penipuan, skema Ponzi, masalah agensi, informasi asimetris

PENDAHULUAN

Indonesia merupakan salah satu negara dengan jumlah *startup* yang terus meningkat setiap tahunnya. Pada tahun 2021, Indonesia telah menempati urutan ke-lima dunia dengan jumlah *startup* sebanyak 2.330 yang didominasi oleh *startup* dari sektor digital

JIMKES

Jurnal Ilmiah Manajemen
Kesatuan
Vol. 10 No. 1, 2022
pp. 35-50
IBI Kesatuan
ISSN 2337 - 7860
E-ISSN 2721 - 169X
DOI: 10.37641/jimkes.v10i1.1184

(Setyowati, 2021). Peringkat pertama hingga keempat ditempati oleh Amerika Serikat sebanyak 70.719 *startup*, India sebanyak 12.501 *startup*, Britania Raya sebanyak 6.143 *startup*, dan Kanada sebanyak 3.222 *startup* (Eka, 2021b). *Startup* merupakan organisasi yang ditujukan untuk menciptakan barang dan/atau jasa baru dalam kondisi bisnis yang penuh dengan ketidakpastian (Eka, 2021b). Ketidakpastian ini termasuk kepada masalah pendanaan bagi *startup* itu sendiri. Banyak *startup* berbondong-bondong untuk mencari pendanaan eksternal pada masa-masa awal bisnisnya dengan tujuan untuk pertumbuhan dan *scale up* perusahaan (Eka, 2019). Pada proses pendanaan ini, peranan dari modal ventura sangatlah penting yang biasanya menjadi mayoritas sumber pendanaan bagi *startup* (Srinivasan & Hanssens, 2009).

Sebelum melakukan pendanaan pada *startup*, para pemilik modal melakukan valuasi terhadap *startup* tersebut untuk menentukan berapa besaran dana yang akan dikucurkan kepada mereka (Eka, 2019). Valuasi *startup* merupakan bentuk penilaian ekonomi atas kegiatan bisnis dengan tujuan untuk mengukur seberapa besar potensi bisnis dari *startup* (Eka, 2019). Sejak awal proses pendiriannya, secara umum, *startup* masih belum mendapatkan keuntungan atas usahanya. Terdapat beberapa aspek yang menjadi pertimbangan baik dari pemilik perusahaan atau investor seperti kuantitas dan nominal transaksi, jumlah pelanggan atau pengguna, teknologi atas produk yang disediakan, kualitas tim, dan kompetitor (Suwarni et al., 2020).

Proses valuasi memainkan peranan yang penting pada banyak bidang dalam sektor keuangan seperti pada *corporate finance*, merger dan akuisisi, serta manajemen portfolio. Valuasi juga bukan merupakan sesuatu hal yang bersifat objektif karena terdapat bias dan praduga atau asumsi-asumsi yang digunakan oleh pihak yang berkepentingan—analisis di bidang keuangan, sehingga tercipta suatu nilai perusahaan itu sendiri (Damodaran & Stern, 2009)

Sifat-sifat tersebut berdampak kepada bagaimana para investor melakukan valuasi *startup*. Mengutip pernyataan Chatib Basri, mantan Menteri Keuangan Indonesia, bahwa saat ini model bisnis yang dilakukan oleh *startup* berpotensi untuk bertransformasi menjadi skema *ponzi* (Adiwijaya, 2020). Hal ini diakibatkan karena para investor menanamkan modalnya terutama pada *startup* demi pertumbuhan nilai transaksi brutonya (*Gross Merchandise Value/GMV*) (Adiwijaya, 2020). Selanjutnya, hasil dari pertumbuhan nilai transaksi bruto ini akan digunakan oleh para investor sebagai prospektus penawaran usaha guna dijual kembali kepada investor selanjutnya (Adiwijaya, 2020). Hal ini menarik untuk dikaji lebih lanjut karena di Indonesia terdapat *startup* dengan valuasi hingga 1 miliar USD tanpa perlu memasuki bursa saham (F. I. Putri, 2021). Perusahaan tersebut adalah Gojek, Traveloka, Bukalapak, dan Tokopedia (F. I. Putri, 2021).

GMV selanjutnya digunakan sebagai indikator bagi para investor untuk menilai kinerja perusahaan *startup* (Adiwijaya, 2020). Semakin tinggi *GMV* maka semakin tinggi pula nilai perusahaan (Adiwijaya, 2020). Tentunya valuasi yang dilakukan oleh para investor akan cenderung tidak mencerminkan kondisi perusahaan sebenarnya atau *overvalued* (Adiwijaya, 2020). Valuasi semacam ini tentunya berbahaya bagi para calon investor baru (Adiwijaya, 2020). Para calon investor yang tidak memiliki kemampuan atau pengetahuan yang memadai terkait kondisi finansial suatu perusahaan, berpotensi untuk membeli saham perusahaan dengan nilai yang jauh lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan yang sesungguhnya. Secara konsep, hal ini merupakan skema *ponzi* karena investor baru akan rugi akibat hal tersebut. Investor lama pada akhirnya akan diuntungkan karena mereka menerima pembayaran atas investasinya pada *startup* dari dana yang diinvestasikan oleh investor baru bukan dari hasil usaha perusahaan (Carey & Webb, 2018).

Masalah asimetri informasi mempengaruhi terjadinya penilaian perusahaan yang tidak mencerminkan kondisi sesungguhnya (Scott, 2015). Manajer yang mengetahui seluruh informasi terkait dengan kegiatan bisnis perusahaan, memanfaatkan kebergantungan para pemegang saham atau investor kepada mereka. Pihak investor

memiliki keterbatasan pengetahuan atas kondisi perusahaan sesungguhnya (Panda & Leepsa, 2017). Akses terhadap informasi tersebut juga tidak hanya terbatas pada pihak manajemen saja. Pihak investor awal dapat memperoleh informasi yang sama dengan para manajemen dan dapat ikut memanfaatkan asimetri informasi yang timbul. Mereka menjadi pihak yang mengetahui, memiliki, dan mengendalikan informasi penting pada perusahaan lebih dahulu dibandingkan pihak lainnya. Akhirnya mereka bisa melakukan kecurangan-kecurangan yang salah satunya adalah menggunakan *GMV* sebagai indikator dalam melakukan valuasi *startup*. *GMV* yang tinggi belum tentu menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Nilai tersebut hanya menunjukkan nilai transaksi peredaran barang secara bruto yang dijual oleh *startup*. Investor baru pun memiliki akses yang terbatas pada informasi-informasi penting pada laporan keuangan perusahaan (Panda & Leepsa, 2017).

Idealnya, permasalahan asimetri tersebut bisa diminimalisasi dengan melakukan pengungkapan dalam laporan keuangan yang lebih detail. Pengungkapan yang detail tersebut dapat meningkatkan kualitas dan reliabilitas laporan keuangan. Perilaku *dysfunctional behaviour* investor pun dapat dihindari. Dengan terungkapnya informasi-informasi penting pada perusahaan khususnya *startup*, investor memiliki kesetaraan dalam memperoleh informasi atas kondisi perusahaan dengan pihak manajemen (D. A. R. Putri et al., 2018). Selain itu, proses valuasi bisnis antara *startup* yang merupakan perusahaan privat tidak berbeda dengan valuasi dengan perusahaan terbuka (Feldman, 2005). Model valuasi bisnis yang sudah tersedia dan banyak digunakan oleh banyak pihak dapat diaplikasikan dalam menilai perusahaan *startup*. Selanjutnya, investor dapat melihat dan menggunakan indikator valuasi lain, tidak terbatas pada *GMV*, untuk memberikan nilai perusahaan yang paling mendekati dengan kinerja perusahaan yang sesungguhnya dan terhindar dari kerugian ketika melakukan investasi pada *startup*.

Penelitian ini bertujuan untuk mengulas potensi kecurangan valuasi yang mengarah kepada skema ponzi akibat dari penggunaan *GMV* sebagai indikator valuasi *startup digital*. Penelitian terkait dengan topik ini masih terbatas khususnya di Indonesia. Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian-penelitian sebelumnya terkait dengan topik valuasi bisnis *startup* dan kecurangan yang timbul dalam valuasi bisnis *startup* secara luas. Gleason et al. (2021) menyimpulkan bahwa terdapat beberapa faktor yang menjadi resiko yang dihadapi para *stakeholders* pada *startup* secara umum yang meliputi budaya rahasia informasi dan lemahnya tata kelola perusahaan. Beberapa isu terkait dengan valuasi *startup* (proses valuasi *startup* dilakukan pada fase *funding* dan *startup* tidak diwajibkan untuk melaporkan hasil valuasinya, masalah dalam mengukur *growth* yang realistis sehingga menciptakan ilusi dalam pertumbuhan *startup*, dan pemberian *convertible preferred shares* bagi para investor yang prominen), terdapat etos “*fake it till you make it*” yang berkembang dalam *startup*, dan independensi dari auditor eksternal ketika *startup* melakukan IPO.

Gornall & Strebulaev (2020) menguji model untuk valuasi *startup* yang dilakukan oleh para investor terutama modal ventura sudah menunjukkan nilai yang representative atau tidak. Hasil pengujian penelitian tersebut menunjukkan jika terdapat overvaluasi nilai *startup* yang berstatus *unicorn* hingga 48%. Hal tersebut terjadi karena nilai dari *unicorn* yang sensitif terhadap termin dalam kontrak antara *startup* dengan para investornya. Hanya sebagian kecil investor penting saja yang mengetahui termin-termin yang dimaksud dalam kontrak tersebut, sehingga investor lainnya memiliki keterbatasan informasi yang menyebabkan timbulnya masalah dalam valuasi *startup*.

Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Gompers et al. (2020) menunjukkan jika para modal ventura melakukan investasi khususnya pada *startup digital* dengan mempertimbangkan susunan tim manajemen perusahaan yang mana mereka berperan dalam pengambilan keputusan bisnis perusahaan atau cara mereka mengelola perusahaan. Modal ventura tidak menggunakan *NPV* (*net present value*) atau *discounted cash flow* model dalam valuasi *startup* seperti yang direkomendasikan oleh para akademisi. Bahkan para modal ventura yang memiliki pengaruh signifikan tidak memprediksi arus kas masa depan dari *startup* dalam valuasi.

Selanjutnya Imbierowicz & Rauch (2020) menguji faktor-faktor eksternal yang menjadi dasar dalam valuasi *startup* yang dilakukan oleh modal ventura. Penelitian tersebut melakukan penyesuaian pada harga saham *startup* yang mereka miliki sebagai bentuk reaksi dari harga saham *startup* kompetitornya baik dalam *short-run* maupun *long-run*. Kinerja bisnis para kompetitor memiliki pengaruh yang sedikit terhadap harga saham *startup* yang diinvestasikan. Selain itu, perbedaan klasifikasi saham pada tahap *funding* atau pendanaan juga memberikan hak yang berbeda antara para pemodal sehingga bentuk *one "single" valuation* sulit diterapkan bahkan tidak ada dalam valuasi *startup*.

Kwon et al. (2020) menemukan bahwa terdapat peningkatan investasi yang dilakukan pada *startup* oleh modal ventura dalam 20 tahun terakhir. Hal tersebut disebabkan oleh dua faktor. Faktor pertama dilihat dari sisi *startup*. Mereka dapat mempertahankan status privat perusahaannya lebih lama lagi sehingga mereka dapat berkembang lebih matang sebelum akhirnya mereka melakukan IPO dan memenuhi kewajiban pengungkapan informasi perusahaan. Faktor kedua dilihat dari sisi modal ventura selaku investor di mana investor dapat memperoleh *return* yang tinggi atas investasi yang dilakukan dibandingkan dengan *return* yang diperoleh dari pasar modal publik.

Beberapa penelitian tersebut memfokuskan pada faktor-faktor yang mempengaruhi valuasi secara umum dan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor, khususnya modal ventura, pada *startup*. Indikasi kecurangan valuasi yang ditunjukkan dengan penggunaan *GMV* sebagai dasar penilaian *startup* yang mengarah kepada Skema Ponzi masih belum dibahas pada studi atau riset sebelumnya sehingga hal ini membedakan studi yang dilakukan dengan studi sebelumnya. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi literatur yang relevan terkait dengan topik valuasi pada *startup* khususnya di Indonesia dan dapat menjadi dasar untuk penelitian dalam topik seputar valuasi *startup* di masa mendatang. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat bagi *stakeholders* dalam melakukan valuasi perusahaan, investor dalam keputusan investasi, dan regulator untuk memberikan panduan dan pedoman valuasi perusahaan khususnya *startup* baik bagi para calon investor maupun *startup* itu sendiri.

Masalah keagenan telah menjadi isu terkait dengan pemisahan kepemilikan dan pengendalian atas aset perusahaan sejak abad ke-18 (Agarwal et al., 2014). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian ini menjadi karakteristik atas eksistensi suatu perusahaan. Pada perusahaan, *shareholders* atau pemegang saham dikatakan sebagai *principals* dan pihak manajemen sebagai *agents* yang bekerja demi kepentingan para pemegang saham atau *principals*. Pada teori agensi sendiri, terdapat *market failures* atas ketiadaan dari pengendalian perusahaan yang benar-benar baik sehingga menyebabkan munculnya masalah-masalah keagenan seperti *moral hazards*, asimetri informasi, serta kontrak antara *principals* dan *agents* yang kurang baik (Bonazzi & Islam, 2007).

Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai kontrak antara satu atau lebih pihak (*principals*) dengan pihak lain (*agents*) agar *agents* dapat melaksanakan kepentingan dari *principals* dengan mendelegasikan sebagian otoritas atas pengambilan keputusan kepada *agents*. Namun dalam penerapannya, pihak *agents* tidak selalu bertindak atau mengambil keputusan demi mendahulukan kepentingan para *principals*, sehingga timbul permasalahan agensi. Permasalahan yang timbul tersebut menyebabkan penurunan pada kesejahteraan pihak *principals* atau dapat disebut sebagai *residual loss*. Selain itu, terdapat juga biaya tambahan yang dikeluarkan oleh *principals* untuk membayar *agents* demi memastikan bahwa tindakan mereka tidak merugikan *principals*. *Principals* juga dapat mengeluarkan *monitoring costs* untuk membatasi aktivitas dari *agents* yang dapat merugikan mereka. Ketiga *costs* ini disebut sebagai *agency costs*.

Menurut Eisenhardt (1989), teori agensi meliputi dua permasalahan yaitu (a) kesulitan *principals* untuk mengetahui apakah *agents* telah bertindak demi kepentingan mereka dan (b) preferensi risiko yang berbeda antara *principals* dan *agents* dalam menyikapi suatu permasalahan yang ada pada perusahaan. teori keagenan dibagi menjadi dua yaitu teori keagenan positif (*positivist agency theory*) dan *principal-agent research*. Secara umum, kedua teori keagenan tersebut memiliki asumsi-asumsi yang sama terkait dengan

orang, organisasi, dan informasi namun terdapat perbedaan dalam variabel dependen yang digunakan, keketatan dalam penggunaan persamaan matematis, serta gaya penyajiannya. Pada teori agensi positif, riset yang dilakukan tidak begitu matematis, tidak seperti yang dilakukan oleh peneliti *principal-agent research*. Riset yang dilakukan lebih berfokus kepada pengindentifikasian permasalahan terkait dengan konflik kepentingan yang dihadapi antara *principals* dan *agents* dan langkah pengendalian yang dilakukan untuk meminimalisasi konflik tersebut. Sedangkan pada *principal-agent research*, riset yang dilakukan ditekankan kepada penerapan logika deduktif dan bukti-bukti matematis atas teori keagenan secara umum dengan menggunakan asumsi-asumsi yang telah ditentukan sebelumnya dengan hati-hati.

Panda & Leepsa (2017) membagi masalah keagenan ini menjadi tiga tipe yaitu (a) tipe-I yang mana masalah keagenan muncul antara *principals* atau pemegang saham dengan *agents* atau pihak manajemen, (b) tipe-II antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas, dan (c) tipe-III antara pemilik perusahaan dengan kreditor. Pada asumsi organisasi yang telah disebutkan sebelumnya serta pada permasalahan agensi tipe-I, asimetri informasi menjadi isu penting yang menjadi alasan atas terjadinya permasalahan agensi. Pihak manajemen merupakan pihak yang paling mengetahui atas seluruh informasi terkait dengan kegiatan bisnis yang dilakukan perusahaan, sedangkan para pemegang saham memiliki keterbatasan atas akses informasi tersebut. Kebergantungan pemegang saham terhadap pihak manajemen dalam proses pertukaran informasi dapat menyebabkan ketidaksamaan antara informasi yang diperoleh para pemegang saham dengan yang diperoleh pihak manajemen (Panda & Leepsa, 2017).

Menurut Armstrong et al. (2010), asimetri informasi terjadi ketika terdapat beberapa pihak yang mengetahui, memiliki, dan mengendalikan informasi penting pada perusahaan lebih dahulu dibandingkan pihak lainnya. Hal tersebut menyebabkan atau memperparah terjadinya konflik keagenan. Secara hirarki, pengetahuan terkait informasi tersebut dapat disusun sebagaimana berikut: pihak manajemen sebagai pihak yang paling mengetahui informasi pada perusahaan, diikuti dengan direktur independen, lalu yang terakhir para pemegang saham. Dalam jangka pendek, masalah asimetri informasi lebih dominan terjadi dibandingkan dalam jangka panjang. Hal ini diakibatkan pada jangka panjang, pihak *principals* telah mengenal perilaku dari *agents* akibat dari interaksi dalam waktu yang lama antara mereka (Eisenhardt, 1989).

Penilaian atau valuasi atas perusahaan merupakan sekumpulan dari proses yang rumit yang disebabkan oleh beberapa faktor (Brealey et al., 2018). Proses penilaian ini pun tidak terbatas hanya pada faktor finansial saja seperti neraca, laporan laba rugi, dan proyeksi keuangan perusahaan. Faktor-faktor yang disebutkan sebelumnya merupakan faktor kualitatif yang secara substansial mempengaruhi penilaian sebuah perusahaan seperti karakteristik industri yang terdiri dari jumlah kompetitor, halangan untuk masuk atau keluar dari pasar, dan kinerja industri, serta karakteristik dari perusahaan itu sendiri seperti seberapa kompetitif perusahaan, inovasi perusahaan, fase pertumbuhan perusahaan (Brealey et al., 2018).

Proses valuasi bisnis ini merupakan suatu proses yang kompleks dan membutuhkan tidak hanya satu disiplin ilmu saja namun banyak disiplin serta praktik yang berkembang saat ini (Miciuła et al., 2020). Selain itu, dalam proses penilaian atau valuasi bisnis tidak terdapat aturan yang baku. Ketidaksamaan aturan atau metode penilaian disebabkan oleh sulitnya untuk mengkodifikasikan seluruh proses valuasi perusahaan yang memiliki berbagai macam jenis dan kondisi yang berbeda, seperti bentuk badan hukumnya, struktur kepemilikan, dan spesialisasi usaha atau bisnis yang dilakukan (Ngo & O'Cass, 2013).

Model dari valuasi perusahaan seharusnya tidak hanya menggambarkan nilai keseluruhan dari perusahaan tersebut, namun harus dapat menunjukkan bagaimana nilai tersebut diperoleh (Miciuła et al., 2020). Oleh karena itu, dalam proses penilaian atau valuasi bisnis, harus dapat mencakup seluruh faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan tersebut (Miciuła et al., 2020). Dengan pemanfaatan informasi dan

penggunaan metode penilaian yang berkualitas, dapat membuat para pemangku kepentingan mengambil keputusan yang rasional dan lebih akurat (Miciuła et al., 2020). Menurut Garcia et al. (2017), dalam melakukan penilaian, diperlukan implementasi atas standar atau peraturan yang sesuai dengan memperhatikan praktik bisnis yang diterima pada umumnya. Hal ini menjadi perhatian karena penilaian yang dilakukan dapat bersifat subjektif dan sangat berpengaruh terhadap kualitas hasil penilaian.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kualitatif dengan pendekatan *scoping review* yang bertujuan untuk mengidentifikasi serta menganalisis literatur yang memiliki keterkaitan dengan topik penelitian. Literatur yang digunakan mayoritas merupakan artikel penelitian dari beberapa jurnal internasional karena masih sedikitnya artikel penelitian dari jurnal nasional yang membahas terkait topik potensi kecurangan bisnis *startup*. Literatur yang dikaji membahas teori keagenan, valuasi bisnis, skema ponzi, dan proses terjadinya kecurangan dalam bisnis *startup*. Rumrill et al. (2010) dan Brien et al. (2010) mendefinisikan *scoping review* merupakan metode yang merangkum dan menganalisa berbagai macam studi yang tersedia untuk memperoleh pengetahuan atas suatu hal. Penelitian ini menghimpun referensi literatur, kajian, dan laporan terkait fenomena adanya kecurangan dalam model bisnis *startup* yang dilakukan oleh peneliti, institusi, maupun lembaga pemerintahan baik dalam maupun luar negeri. Dari masalah utama adanya kecurangan tersebut, penelitian ini memfokuskan pada alur pembahasan perkembangan model bisnis yang dilakukan oleh *startup* yang dapat berpotensi untuk bertransformasi menjadi skema ponzi. Referensi-referensi yang berhasil dikumpulkan sebagai dasar bahan dianalisis skema ponzi yang dapat berkembang dalam *startup*.

Penelitian ini telah melakukan pencarian pada *database* jurnal yang tersedia di internet dengan menggunakan beberapa kata kunci dan memperoleh hasil sebagaimana berikut:

Tabel 1. Hasil Pencarian Penelitian Terdahulu Berdasarkan Kata Kunci

No.	Kata Kunci	SCOPUS	JSTOR	Research Gate
1	<i>Agency Theory and Problem</i>	1.605	1.740	6.870
2	<i>Asymmetric Information</i>	789	3.920	7.810
3	<i>Business Valuation</i>	295	102	455
Total		2.489	5.762	15.135

Sumber: data diolah

Berdasarkan *mapping* penelitian terdahulu, terdapat 23.586 penelitian terdahulu sesuai kata kunci pencarian yang telah ditetapkan. Setelah itu, dilakukan penyortiran hasil pencarian menjadi 23.307 untuk mengecualikan penelitian dengan isi yang sama sehingga mengurangi redudansi data dan memperkecil *scope* penelitian terdahulu yang akan dijadikan dasar dalam penelitian ini. Selanjutnya, skrining dan penelaahan lebih lanjut dilakukan dengan tujuan untuk mempersempit kriteria pencarian sampel yang memenuhi kriteria inklusi: (1) tahun publikasi dimulai dari 2011 hingga 2021; (2) subjek penelitian berada pada lingkup *accounting* dan *business finance*; (3). jenis dokumen merupakan artikel yang sudah terbit pada jurnal nasional/internasional dan buku; dan (4) penambahan kriteria penyortiran dengan kata kunci *fraud* atau kecurangan dan *startup*, sehingga diperoleh hasil sebanyak 522 penelitian.

Pada tahap terakhir, dilakukan skrining ke tingkat berikutnya untuk mengeluarkan penelitian-penelitian yang tidak sesuai dengan topik yang dibahas dan diperoleh angka sampel terakhir berjumlah 10 artikel sebagaimana tertera pada tabel 2.

Tabel 2. Sampel Penelitian Terdahulu sebagai Bahan Rujukan

No.	Judul Artikel	Penulis	Metode Penelitian	Tahun Publikasi
1	<i>Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives</i>	Panda & Leepsa	Studi literatur	2017
2	<i>Fraud in startups: what stakeholders need to know</i>	Gleason et al.	Studi empiris	2021

3	<i>How do venture capitalists make decisions?</i>	Gompers et al.	Kuantitatif	2020
4	<i>Squaring venture capital valuations with reality</i>	Gornall & Strebulae	Kuantitatif	2020
5	<i>The pricing of private assets: mutual fund investments in 'unicorn' companies.</i>	Imbierowicz & Rauch	Studi empiris	2020
6	<i>Mutual fund investments in private firms</i>	Kwon et al.	Studi empiris	2020
7	<i>Modern methods of business valuation-case study and new concepts</i>	Miciuła et al.	Studi literatur	2020
8	<i>Asimetri informasi dan mandatory disclosure konvergensi internasional financial reporting standard: efek terhadap relevansi nilai informasi laba dan nilai buku</i>	Putri et al.	Kuantitatif	2018
9	<i>Startup valuation by venture capitalists: An empirical study Indonesia firms</i>	Suwarni et al.	Studi empiris	2020
10	<i>Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance startup valuation by venture capitalists: an empirical study</i>	Miloud et al.	Studi empiris	2012

Sumber: data diolah

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perkembangan *startup* di Indonesia

Indonesia merupakan salah satu negara dengan pertumbuhan *startup* yang meningkat dari tahun ke tahun. Berdasarkan data yang diperoleh dari *Startup Ranking*, sejak 2017 hingga awal tahun 2022 saja jumlah *startup* di Indonesia sudah tumbuh dari semula sebanyak 1.400 perusahaan menjadi 2.327 (Aeni, 2021). Salah satu faktor yang mempengaruhi pertumbuhan *startup* di Indonesia adalah digitalisasi perekonomian Indonesia yang didukung dengan meningkatnya penetrasi internet pada masyarakat Indonesia (Aeni, 2021). Dari 266,91 juta jiwa penduduk Indonesia, sekitar 196,71 juta jiwa atau sebesar 73,7% merupakan pengguna internet (APJII, 2020). Angka tersebut juga mengalami peningkatan dari tahun 2018 yang mana tingkat penetrasi internetnya sebesar 64,8% atau tumbuh sebesar 8,9%. Sebanyak 95,4% dari total masyarakat Indonesia yang merupakan pengguna internet mengakses internet melalui *smartphone/handphone* (APJII, 2020). Seiring dengan berkembangnya teknologi, pola perilaku masyarakat Indonesia pun ikut berubah. Saat ini setiap orang dapat dengan mudah memperoleh barang dan/atau jasa dengan hanya mengakses internet. Hal ini turut mendukung bertumbuhnya ekonomi digital di Indonesia (Adiwijaya, 2020).

Menurut hasil studi yang dilakukan oleh Google, Temasek, dan Bain & Co., ekonomi digital di wilayah Asia Tenggara mencapai kurang lebih US\$170 miliar GMV pada 2021 atau tumbuh sebesar 70% dibandingkan periode sebelumnya yang hanya mencapai US\$100 miliar GMV saja (Economysea, 2022). Untuk Indonesia, total GMV yang dicapai pada tahun 2021 sebesar US\$70 miliar atau tumbuh sebesar 49% dibandingkan tahun sebelumnya (Economysea, 2022). Sektor *e-commerce* masih menjadi pendorong pertumbuhan ekonomi digital, hingga mencapai US\$120 miliar, di Asia Tenggara—termasuk Indonesia, diikuti oleh media *online*, makanan dan minuman, dan *travel online* (Economysea, 2022).

Selain itu, Pemerintah Indonesia melalui Kementerian Komunikasi dan Informasi (Kemkominfo) memberikan dukungannya dengan meluncurkan Gerakan Nasional 1.000 *Startup* Digital pada tahun 2016 dan Nexticorn pada tahun 2017 (Eka, 2021b). Hingga tahun 2020, sudah kurang lebih 1.160 *startup digital* dirintis pada 17 daerah pelaksanaan di Indonesia dengan bantuan program Gerakan Nasional 1.000 *Startup* Digital (1000StartupDigital, 2021).

Bertumbuhnya jumlah *startup* di Indonesia diikuti dengan pertumbuhan jumlah pendanaan yang dikucurkan oleh pemilik modal salah satunya dari modal ventura.

Berdasarkan studi yang dilakukan oleh DS Innovate (2020), *trend* pendanaan pada *startup* di Indonesia meningkat dari tahun 2017 hingga 2020 (Eka, 2021b). Walaupun pada tahun 2018 mengalami penurunan, namun pada 2019 dan 2020 terus meningkat.

Tabel 3. Nilai Pendanaan *Startup* di Indonesia

No.	Keterangan	2017 (dalam jutaan USD)	2018 (dalam jutaan USD)	2019 (dalam jutaan USD)	2020 (dalam jutaan USD)
1	Pendanaan pada <i>startup unicorn</i>	2.800	1.140	2.050	2.430
2	Pendanaan pada <i>startup non-unicorn</i>	160	330	910	880
	Total	2.960	1.470	2.960	3.320

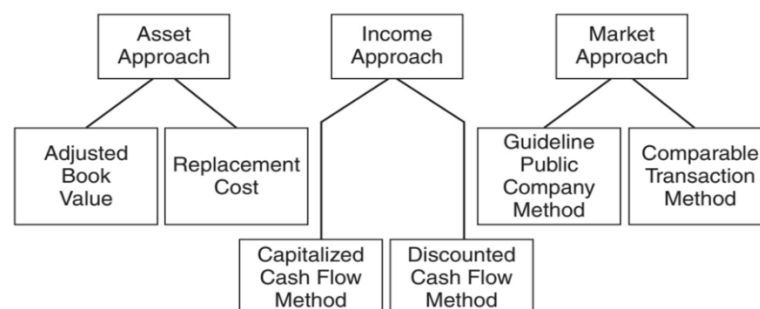
Sumber: (Eka, 2021b)

Proses pendanaan yang dilakukan oleh para pemilik modal tidak terlepas dari valuasi bisnis yang dilakukan kepada perusahaan atau *startup*. Penggunaan atas beberapa metode valuasi perusahaan dengan sangat signifikan dapat menurunkan tingkat kegagalan dalam kontrak yang berisi kesepakatan terkait dengan pendanaan yang akan dilakukan oleh pemodal ke dalam perusahaan. Dengan menggunakan beberapa kriteria valuasi, baik perusahaan maupun pemodal dapat melihat prospek bisnis dalam jangka panjang (Dittmann, 2004). Namun, dalam melakukan valuasi terutama pada perusahaan dalam sektor yang sedang berkembang, sangat sulit dilakukan oleh para investor. Mereka dihadapkan dengan permasalahan asimetri informasi. Pihak manajemen perusahaan memiliki diskresi besar atas sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan dan para investor tidak atau kurang memiliki pengetahuan atas hal tersebut (Sanders, 2004). Hal ini tentunya akan menjadi tantangan bagi para investor untuk menentukan besaran valuasi yang sesuai dengan kondisi serta prospek bisnis perusahaan.

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Perkembangan Valuasi *startup*

Valuasi perusahaan merupakan suatu hal yang rumit dilakukan dikarenakan terdapat subjektivitas dalam konsep “*value*” atau nilai itu sendiri. Terdapat beberapa variabel yang dapat menentukan atau mempengaruhi valuasi suatu perusahaan seperti kondisi perekonomian suatu negara, strategi pengembangan bisnis perusahaan, sifat dan penggunaan aset perusahaan, sumber daya manusia, serta kondisi pasar pada bisnis yang dijalani perusahaan (Miciuła et al., 2020). Menurut Feldman (2005) proses penilaian atau valuasi pada perusahaan *startup*, yang merupakan perusahaan privat, tidak berbeda dengan valuasi terhadap perusahaan terbuka. Terdapat tiga model yang dapat digunakan untuk valuasi perusahaan privat. Pertama, *the asset-based method*, nilai perusahaan ditentukan dari nilai wajar atas aset berwujud maupun tidak berwujud dikurangi dengan nilai wajar atas kewajiban lancar. Kedua, *the income method*, nilai perusahaan ditentukan dari nilai diskonto atas arus kas bersih masa depan (proyeksi arus kas keluar masa depan - proyeksi arus kas masuk masa depan). Ketiga, *market method*, nilai perusahaan diperoleh dengan membandingkan dengan perusahaan sejenis pada industri sejenis.

Ratner et al. (2009) membagi model penilaian atau valuasi perusahaan menjadi tiga pendekatan seperti apa yang disampaikan oleh Feldman (2005), namun dengan lebih rinci.



Sumber: Ratner et al. (2009)

Bagan 1. Model Valuasi Perusahaan

Selain dari model yang disampaikan baik oleh Feldman (2005) dan Ratner et al. (2009), Fernández (2007) mengklasifikasikan model valuasi perusahaan menjadi enam bagian. Secara konsep pembagian tersebut masih sama dengan model-model sebelumnya, namun pada model ini, metode *cash flow discounting* dianggap sebagai metode yang terpisah dari pendekatan pendapatan. Fernández (2007) juga menambahkan dua pendekatan lainnya berupa *value creation* dan *options* yang mana kedua model sebelumnya belum mempertimbangkan pendekatan hal tersebut.

Tabel 4. Metode Valuasi Perusahaan

MAIN VALUATION METHODS					
BALANCE SHEET	INCOME STATEMENT	MIXED (GOODWILL)	CASH FLOW DISCOUNTING	VALUE CREATION	OPTIONS
Book value Adjusted book value Liquidation value Substantial value	Multiples PER Sales P/EBITDA Other multiples	Classic Union of European Accounting Experts Abbreviated income Others	Equity cash flow Dividends Free cash flow Capital cash flow APV	EVA Economic profit Cash value added CFROI	Black and Scholes Investment option Expand the project Delay the investment Alternative uses

Sumber: Fernández (2007)

Para investor memiliki beberapa alternatif model yang dapat digunakan dalam proses valuasi perusahaan. Komponen-komponen pada model valuasi yang digunakan oleh investor dapat memberikan pengaruh terhadap valuasi perusahaan. Sebagai contoh, jika terdapat dua investor berbeda yang menggunakan model *discounted cash flow* atau *DCF* untuk menilai suatu *startup* yang sama, kemungkinan besar hasil dari valuasinya akan berbeda dikarenakan *internal rate of return* atau *IRR* dari masing-masing investor berbeda. Hal ini nantinya akan mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan investasi atau pendanaan pada *startup* tersebut.

Selain dari model valuasi, Miloud et al. (2012) menyampaikan jika terdapat faktor lainnya yang dapat mempengaruhi valuasi investor, terutama *venture capitalist* atau modal ventura, pada *startup*. Struktur industri dan karakteristik dari pendiri serta tim manajemen *startup* memberikan efek terhadap valuasi *startup* (Miloud et al., 2012). Karakteristik pada struktur industri, yang diukur dengan *R&D intensity ratio* dan *advertising intensity*, berpengaruh signifikan kepada valuasi *startup* (Miloud et al., 2012). Semakin terdiferensiasinya industri bisnis yang diciptakan *startup*, semakin tinggi nilai valuasi yang diperolehnya dari modal ventura. Kualitas dari pendiri serta tim manajemen *startup* juga memiliki korelasi yang positif dengan valuasi *startup* itu sendiri.

Modal ventura selaku investor memberikan valuasi yang lebih tinggi jika pendiri *startup* memiliki pengalaman dalam industri yang sejenis atau relevan, pengalaman manajerial yang relevan; dan pengalaman mendirikan *startup* sebelumnya (Miloud et al., 2012). Kualitas tim manajemen yang ditunjukkan dengan pengalaman pada tingkat individu, kualifikasi dari anggota tim, serta kelengkapan dan solidaritas yang tinggi antar anggota tim mempengaruhi valuasi yang dilakukan oleh modal ventura (Miloud et al., 2012). *Startup* yang memiliki tim manajemen dengan karakteristik sebagaimana dimaksud memiliki valuasi yang lebih tinggi dimata modal ventura dibandingkan dengan yang tidak (Miloud et al., 2012).

Seiring dengan berkembangnya perekonomian digital dan maraknya *startup* digital yang bermunculan, terdapat salah satu indikator yang digunakan oleh banyak pihak sebagai indikator dalam valuasi *startup* yaitu GMV. Penelitian Google, Temasek, & Bain Co. (2020) menempatkan GMV sebagai indikator utama untuk melihat kinerja perekonomian digital di negara-negara Asia Tenggara termasuk Indonesia (Economysea, 2022). Momentum Works (2020), dan Resdeer (2020) juga menyajikan GMV sebagai indikator dalam mengukur potensi bisnis *startup* digital di Indonesia (Eka, 2021a).

Penggunaan GMV sebagai salah satu indikator valuasi *startup* digital ini bukan tanpa sebab. GMV dihitung dengan memperhatikan besaran dari jumlah barang yang dijual pada *e-commerce* dalam jangka waktu tertentu secara C2C (*Customer-to-Customer*) (Hayes, 2021). Dengan melihat nilai GMV, investor sudah memiliki gambaran terkait dengan bisnis yang dijalankan oleh perusahaan karena nilai tersebut merepresentasikan jumlah transaksi yang terjadi dalam rentang waktu tertentu (Hayes, 2021).

Secara sederhana faktor-faktor yang dapat mempengaruhi valuasi yang dilakukan oleh investor kepada perusahaan secara umum tidak hanya seputar dengan penilaian teknikal saja melalui *modeling* menggunakan beberapa pendekatan valuasi yang secara umum terdiri dari tiga pendekatan utama, yaitu pendekatan aset, pendapatan, dan pasar. Namun, faktor-faktor kualitatif juga turut mempengaruhi valuasi yang dilakukan oleh pemilik modal. Strategi bisnis, pengalaman pendiri *startup*, sumber daya manusia dan manajerial, kondisi perekonomian, serta kondisi dan jenis pasar memberikan dampak kepada besaran valuasi yang dilakukan oleh pemilik modal. Selain itu, khusus untuk perusahaan *startup* digital, GMV menjadi salah satu faktor tambahan yang mempengaruhi besaran valuasi perusahaan.

Selain itu, valuasi yang dilakukan oleh modal ventura bersifat sangat subjektif. Subjektivitas tersebut ditandai dengan tidak digunakannya model valuasi bisnis yang seperti yang direkomendasikan oleh para akademisi seperti NPV atau *discounted cash flows* (Gompers et al., 2020). Selain itu, para akademisi juga dapat menentukan faktor-faktor apa saja yang diperhatikan dalam melakukan valuasi *startup* yang mana faktor-faktor tersebut tidak merepresentasikan secara tepat nilai dari perusahaan yang sesungguhnya (Gompers et al., 2020). Pada akademisi mementingkan peranan tim manajemen yang dianggap memiliki visi bisnis yang baik sehingga *startup* dianggap memiliki prospek bisnis yang baik, dibandingkan dengan kinerja *startup* saat waktu dilakukannya valuasi (Imbierowicz & Rauch, 2020). Kinerja dari kompetitor pun dijadikan dasar penetapan harga saham *startup* (Imbierowicz & Rauch, 2020).

Keterbatasan informasi yang disajikan oleh *startup* memegang peranan penting dalam terjadinya subjektivitas dan kesewenang-wenangan dalam valuasi *startup* (Panda & Leepsa, 2017). Informasi yang tidak disajikan atau diungkapkan secara lengkap kepada *stakeholders* dapat memberikan ruang untuk melakukan kecurangan. Pihak manajemen dan modal ventura yang memiliki modal besar pada *startup* dapat memanfaatkan permasalahan asimetri informasi ini untuk menguntungkan kepentingan mereka. Mereka memanfaatkan secara eksekutif keuntungan yang mereka miliki dengan melakukan valuasi *startup* sesuai dengan kemauan dan kepentingan mereka.

Potensi Kecurangan Akibat Asimetri Informasi pada Valuasi Startup

Secara umum, perusahaan *startup* yang saat ini berkembang di Indonesia adalah perusahaan yang lini operasi dan produksinya bergantung erat pada teknologi dan perkembangannya yang membuat prediksi atas pendapatan perusahaan di masa mendatang cukup tidak menentu. Hal ini semakin membuat investor dan akademisi kesulitan untuk mengevaluasi valuasi perusahaan apabila menggunakan pemodelan valuasi tradisional yang membutuhkan data yang tepat sebagai dasar analisisnya. Selain itu, sebagian besar perusahaan masih bersifat privat mengakibatkan data tata kelola perusahaan yang tersedia cukup terbatas sehingga sulit untuk dievaluasi. Walaupun dibayangi dengan berbagai risiko, aliran dana yang masuk ke startup Indonesia cukup besar sehingga mampu membuat nilai valuasi beberapa *startup* di Indonesia masuk ke kategori *unicorn*.

Kategori *unicorn* merupakan hasil dari fenomena besarnya aliran dana di pasaran sehingga startup bisa mencapai valuasi \$1 miliar sebelum pelaksanaan IPO ataupun akuisisi (Lee, 2013). *Startup* yang mendapatkan kategori status unicorn ini umumnya akan semakin disorot media sehingga kegiatan bisnis perusahaan akan semakin diperhatikan sehingga nilai kapitalisasi pasar mereka akan meningkat karena menarik perhatian investor dan publik (Gleason et al., 2021).

Kombinasi risiko bisnis, pengawasan yang cenderung sulit dilakukan, dan tekanan atas perhatian publik kepada startup, terutama yang telah berstatus unicorn tersebut memicu munculnya suatu kemungkinan terjadinya fraud dalam perkembangan bisnis startup tersebut. Salah satu fraud yang mungkin terjadi adalah perkembangan model bisnis menjadi bentuk skema Ponzi. Berdasarkan pernyataan Chatib Basri, mantan Menteri Keuangan Indonesia, bahwa saat ini model bisnis yang dilakukan oleh startup berpotensi untuk bertransformasi menjadi skema ponzi (Adiwijaya, 2020). Hal ini terjadi karena para investor menanamkan modalnya terutama pada startup demi pertumbuhan nilai transaksi brutonya (GMV). Hasil dari pertumbuhan nilai transaksi bruto selanjutnya digunakan oleh para investor sebagai prospektus penawaran usaha guna dijual kembali kepada investor selanjutnya (Adiwijaya, 2020). Dana yang didapatkan startup dari pemodal awalnya sepenuhnya dihabiskan untuk pengembangan teknologi, produk, bisnis, dan oleh karena itu, meskipun pertumbuhannya secara substantif sangat besar, startup jarang menguntungkan pada akhir fase pengembangan dan sebelum dijual (Kaplan et al., 2009).

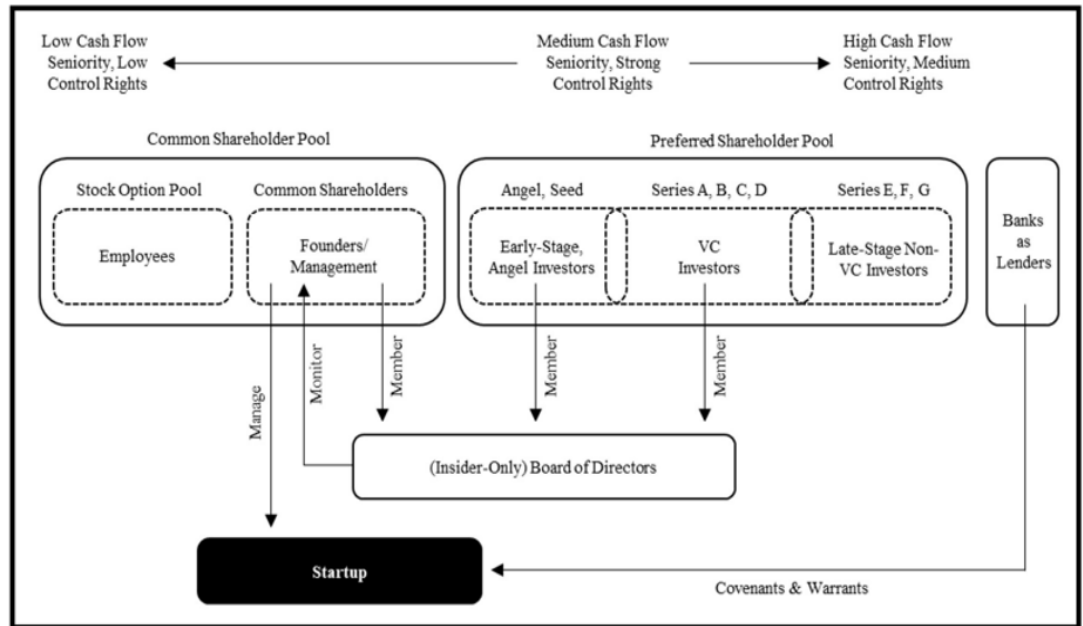
Untuk memastikan setiap tahapan bisnis dapat dilalui dengan baik *startup* membutuhkan kepastian pendanaan. Pendanaan yang terjamin akan memastikan perusahaan mampu mengembangkan produk ataupun jasa yang ditawarkan sekaligus bersaing di ekosistem bisnisnya dengan menambah jumlah konsumen. Investor memberikan dana dengan harapan startup yang didanai dapat semakin berkembang dengan mampu mengembangkan produk atau jasanya, baik dengan bukti konsep usaha yang matang, keunggulan startup di antara pesaingnya, dan perkembangan transaksi brutonya. Siklus ini terus berulang dengan jumlah modal yang terkumpul dan jumlah investor yang berkepentingan semakin bertambah. Target untuk terus mengembangkan bisnis dan menambah jumlah pendanaan yang ada untuk dipergunakan memberikan tekanan kepada manajemen pengelola startup dan investor yang telah berkecimpung. Kegagalan mempertahankan kelangsungan penambahan dana ini akan berakibat dengan berhentinya siklus yang sudah berjalan yang artinya kegagalan bisnis. Hal ini dengan sukses menghidupkan ekosistem yang mendukung terjadinya permasalahan agensi seperti informasi asimetri yang berdampak negatif kepada calon investor baru. Oleh karena itu, pihak akhir yang dalam hal ini investor retail atau masyarakat umum akan menanggung risiko terbesar dari proses bisnis yang berkembang.

Pemodal secara umum menghadapi empat tipe dari masalah agensi: (1) tidak dapat memantau manajemen dengan baik sehingga membuat manajemen tidak berusaha maksimal untuk mencapai tujuan, (2) keterampilan/kualitas manajemen yang tidak dapat diamati sehingga menimbulkan potensi manajemen tidak memaksimalkan keterampilan/kualitas yang mereka miliki, (3) masalah penangguhan jika pengusaha mengancam untuk meninggalkan startup, dan (4) ketidaksepakatan antara pemodal dengan manajemen di masa-masa tidak terduga sehingga ada kemungkinan pengambilan keputusan tidak diatur sebelumnya di dalam kontrak (Kaplan & Stomberg, 2004).

Informasi asimetri yang berkembang akibat dari kerja sama antara *startup* dan pemodal awalnya untuk terus mengembangkan perusahaan dengan cepat secara agresif dapat berimplikasi pada munculnya kecurangan/fraud dalam startup. Alih-alih mengeliminasi informasi asimetri dan menerapkan good corporate governance, pemodal startup akan menekan startup untuk terus mengembangkan bisnisnya dan merebut pangsa pasar dengan beragam metode sehingga calon pemodal baru tertarik untuk memberikan pendanaan baru. Hal ini membuat system *check and balance* tidak terlaksana karena pemodal-pemodal yang sudah memberikan dana akan saling bahu membahu manajemen startup untuk menunjukkan bahwa perusahaan telah berkembang dan pantas untuk mendapatkan investasi tambahan.

Menurut Gleason et al. (2021), struktur tata kelola *startup* yang memperlihatkan bagaimana penguasaan yang cukup besar berada di pemodal besar dan kekuatan ini hanya dibagikan sebagian dengan manajemen. Pihak lain seperti direktur independen belum tergabung dalam struktur. Bahkan bank investasi sebagai investor akhir tidak menjalankan peran khas mereka dalam memantau startup seperti yang mereka lakukan

dengan perusahaan lain karena terdapat keinginan untuk mendapatkan bisnis melalui mekanisme IPO dan/atau M&A dan kesepakatan utang di masa depan, sehingga menciptakan insentif untuk memuaskan pendiri dan investor lain (Hellmann et al., 2008).



Sumber: Gleason et al. (2021)

Bagan 2. Struktur Tata Kelola *Unicorn*

Permasalahan keagenan utama yang terjadi tidak muncul dalam hubungan antara manajemen dengan pemodal awal namun dalam hubungan antara startup (gabungan manajemen dan pemodal awal) dengan investo tahap akhir yang membeli startup dari pemodal awal ketika startup melaksanakan *exit strategy*. Kepentingan dan tujuan dari pemodal dan startup sejalan untuk membangun jalan memperoleh pendanaan. Apabila perusahaan modal ventura dan startup telah menyatukan tujuan untuk membangun dan keluar dari perusahaan secepat mungkin dengan keadaan tata Kelola yang tidak pernah diperiksa, mereka dapat melakukan kolusi baik secara implisit maupun eksplisit untuk melaksanakan tindakan *fraud* demi mencapai tujuan tersebut (Gleason et al., 2021).

Indikasi Skema Ponzi pada Startup

Perkembangan teknologi dan maraknya kegiatan literasi keuangan telah meningkatkan kesadaran masyarakat untuk berinvestasi. Namun, hal tersebut tidak diimbangi dengan kecermatan, ketelitian dan kehati-hatian dalam memilih jenis serta perusahaan investasi. Banyak masyarakat yang tergiur janji tingkat pengembalian investasi yang tinggi dan langsung berinvestasi tanpa menganalisis apakah perusahaan tersebut bonafid. Oleh karena itu, masyarakat menghadapi risiko kerugian finansial akibat kecurangan, salah satunya akibat menjadi korban skema ponzi. Praktik investasi skema ponzi yang pernah terjadi di Indonesia adalah MeMiles, First Travel, Q-Net, dan Pandawa Group (Rachman, 2020).

Skema ponzi merupakan salah satu bentuk kecurangan dalam investasi. Pada skema ini, para investor dijanjikan dengan jumlah pengembalian atau return yang tinggi dari perusahaan, namun para pihak-pihak yang melakukan kecurangan ini menyalahgunakan dana yang sudah disetor investor ke dalam perusahaan. Selain itu, mereka juga menggunakan dana tersebut untuk membayar para investor awal untuk memenuhi janji yang telah mereka buat sebelumnya kepada para investor bahwa investasi yang mereka lakukan akan menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi (Crain, 2015).

US Securities and Exchange Commission mendefinisikan skema Ponzi sebagai salah satu bentuk fraud dalam bidang investasi yang meliputi pembayaran atas keuntungan yang seolah-olah diperoleh dari kegiatan usahanya kepada investor lama yang sebenarnya menggunakan dana yang diperoleh dari investor baru (US Security and Exchange

Commission, 2013). Salah satu instrumen yang dapat digunakan perusahaan modal ventura dan startup untuk menarik investor baru adalah dengan menyampaikan betapa berkembangnya nilai-nilai transaksi brutonya (GMV) perusahaan kepada calon investor baru. GMV yang merepresentasikan jumlah transaksi yang terjadi dalam rentang waktu tertentu dapat dijadikan dasar, perusahaan akan berargumen bahwa mereka telah menguasai pangsa pasar dibandingkan pesaing mereka mereka layak untuk mendapatkan dana karena memiliki potensi cukup besar untuk memberikan keuntungan bagi pemilik mereka.

Pembatasan pengungkapan informasi keuangan yang dilakukan oleh manajemen juga dapat menciptakan ilusi kinerja *startup* yang baik yang semata-mata diukur hanya dengan *GMV*. Akses sebagian kecil modal ventura terhadap informasi keuangan *startup* pun semakin memperlebar masalah asimetri informasi yang terjadi dalam proses valuasi *startup* (Gleason et al., 2021). Mereka memiliki kuasa yang lebih untuk melakukan valuasi *startup* secara subjektif dan pada akhirnya akan menyebabkan terjadinya overvaluasi pada *startup*. Selain terjadi overvaluasi, nilai yang tersedia pun tidak merepresentasikan kondisi ekonomi *startup* yang sesungguhnya. Mereka berpotensi untuk menutupi kinerja keuangan mereka yang sesungguhnya dengan indikator penilaian yang terlihat positif atau baik (Gornall & Strebulaev, 2020; Panda & Leepsa, 2017). Subjektivitas tersebut juga dapat dilihat dari kecenderungan modal ventura untuk memulai atau memberikan valuasi *startup* dengan melihat susunan manajemen perusahaan. Mereka tidak menggunakan model penilaian bisnis yang telah disarankan oleh para akademisi seperti *discounted cash flows* atau *net present value*. Mereka menganggap jika susunan manajemen perusahaan dianggap dapat mengelola perusahaan dengan baik, maka bisnis yang dijalankan dianggap memiliki prospek yang baik (Gompers, 2019).

Nilai yang ‘dipercantik’ ini tentunya akan merugikan bagi para investor baru. Dengan keterbatasan informasi yang mereka miliki, mereka dapat beranggapan bahwa nilai *startup* yang tersedia sudah benar dan representatif. Para investor baru tersebut memiliki kecenderungan untuk percaya atau *propensity to trust* yang tinggi. Terlebih jika investor tersebut memiliki keterbatasan pengetahuan finansial. Menurut (Carey & Webb, 2018) keterbatasan pengetahuan finansial ini menjadi salah satu karakteristik yang dicari oleh para investor lama atau para pelaku dalam Skema Ponzi pada investor baru.

Selain itu, perkembangan *startup* di Indonesia yang cukup cepat memberikan sedikit waktu kepada calon investor akhir untuk dapat memahami dengan baik konsep bisnis yang akan mereka dani. Investor yang berinvestasi dengan pemahaman valuasi yang berlebihan dan dasar asumsi yang salah terkait kinerja ekonomi startup akan menjadi korban dan mengalami kerugian cukup besar. Risiko ini akan semakin membesar pada proses IPO, dimana investor ritel dan masyarakat umum memiliki waktu yang sangat singkat untuk memahami dan menganalisa bisnis yang sedang ditawarkan startup dan perusahaan modal ventura awalnya. Sebagian besar terjebak euphoria sehingga terjun langsung dengan optimisme tinggi tanpa memperhitungkan besaran risiko yang akan dan sanggup mereka terima.

Investor ritel dan masyarakat umum berpotensi untuk melakukan pembelian saham *startup* dengan nilai yang tidak representatif atau overvaluasi (Gornall & Strebulaev, 2020). Seiring dengan tuntutan dari regulator untuk melakukan pengungkapan informasi yang penting ketika *startup* telah melakukan IPO, nilai dari perusahaan akan kembali ke nilai yang sebenarnya. Nilai tersebut tentunya akan lebih rendah daripada nilai saat ini dan investor ritel yang melakukan pembelian saham *startup* akan mengalami kerugian. Investor awal atau para modal ventura juga mendapatkan keuntungan dari pola bisnis seperti ini (Kwon et al., 2020). Mereka mendapatkan keuntungan dari dana yang mereka peroleh dari masuknya investor baru ke *startup*, bukan dari keuntungan usaha atau bisnis *startup* itu sendiri. Skema ponzi terjadi ketika investor awal menerima pembayaran dari dana yang diinvestasikan oleh investor baru bukan dari hasil usaha perusahaan (Carey & Webb, 2018).

PENUTUP

Perkembangan *startup* yang tinggi dan cepat di Indonesia menunjukkan bahwa Indonesia menjadi sasaran baru penanaman modal dari perusahaan modal ventura. Namun, terdapat isu dalam proses valuasi yang dilakukan oleh modal ventura. Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi valuasi *startup*. Subjektivitas para modal ventura dalam melakukan valuasi, keterbatasan pengungkapan informasi penting pada *startup*, tidak digunakannya model valuasi bisnis pada umumnya seperti NPV dan DCF. Pengungkapan kinerja perusahaan yang hanya disampaikan dengan nilai GMV dapat menimbulkan potensi kecurangan baru dalam valuasi. Nilai valuasi *startup* cenderung overvaluasi atau berlebihan. Nilai tersebut pun menutupi kinerja ekonomi sesungguhnya dari *startup* yang mana sebenarnya GMV hanya menunjukkan besaran dari nilai transaksi bruto *startup* pada periode waktu tertentu.

Hal tersebut menyebabkan terbukanya celah *fraud* yang dapat dilakukan baik oleh investor awal maupun manajemen, salah satunya adalah skema ponzi. Rendahnya literasi keuangan pada investor baru dapat dimanfaatkan oleh investor lama dan *startup* untuk membuat seakan-akan kinerja perusahaan mereka berkinerja baik dengan menggunakan GMV sebagai indikator penilaian perusahaan. Pada akhirnya investor baru lama dapat melakukan exit strategy dengan nilai valuasi yang berlebihan dan menyebabkan investor selanjutnya akan membeli saham perusahaan dengan nilai yang kurang tepat mencerminkan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Investor selanjutnya akan mengalami kerugian ketika nilai *startup* mulai menuju ke nilai sesungguhnya seiring dengan *startup* mendapat tekanan dari regulator untuk mengungkapkan seluruh informasi penting perusahaan, tidak terbatas pada GMV saja. Berbeda dengan investor awal, mereka akan mendapatkan keuntungan dari dana yang mereka peroleh saat investor baru menanamkan modalnya ke *startup*, bukan dari keuntungan usaha atau bisnis *startup*.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] 1000StartupDigital. (2021). *Bagaimana cerita di balik Gerakan Nasional 1000 Startup Digital?* <https://1000startupdigital.id/tentang/>
- [2] Adiwijaya, S. (2020). *Startup bakar uang berpotensi jadi ponzi, kok bisa?* <https://www.tagar.id/startup-bakar-uang-berpotensi-jadi-ponzi-kok-bisa>
- [3] Aeni, S. N. (2021). *10 Startup Indonesia yang melebarkan sayap ke pasar Asia Tenggara*. *10 startup Indonesia yang melebarkan sayap ke pasar Asia Tenggara*. *Nuevos Sistemas de Comunicación e Información*. <https://katadata.co.id/safrezi/digital/61f219bc7613b/10-startup-indonesia-yang-melebarkan-sayap-ke-pasar-asia-tenggara>
- [4] Agarwal, V., Gay, G. D., & Ling, L. (2014). Window dressing in mutual funds. *Review of Financial Studies*, 27(11), 3133–3170. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu045>
- [5] APJII. (2020). Laporan survei internet APJII 2019-2020 (Q2). In *Asosiasi Penyelenggara Jasa Internet Indonesia* (Vol. 2020). <https://apjii.or.id/survei2019x>
- [6] Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 179–234. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.001>
- [7] Bonazzi, L., & Islam, S. M. N. (2007). Agency theory and corporate governance: A study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO. *Journal of Modelling in Management*, 2(1), 7–23. <https://doi.org/10.1108/17465660710733022>
- [8] Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2018). *Principles of corporate finance 12 e*. McGraw-Hill Education.
- [9] Brien, S. E., Lorenzetti, D. L., Lewis, S., Kennedy, J., & Ghali, W. A. (2010). Overview of a formal scoping review on health system report cards. *Implementation Science*, 5(1), 1–12. <https://doi.org/10.1186/1748-5908-5-2>
- [10] Carey, C., & Webb, J. K. (2018). Ponzi schemes and the roles of trust creation and maintenance. *Journal of Financial Crime*, 24(4), 589–600. <https://doi.org/10.1108/>

- JFC-06-2016-0042
- [11] Crain, W. (2015). *Theories of development: concepts and applications*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315662473>
 - [12] Damodaran, A., & Stern. (2009). *Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>
 - [13] Dittmann, I. (2004). Error correction models for fractionally cointegrated time series. *Journal of Time Series Analysis*, 25(1), 27–32. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9892.2004.00335.x>
 - [14] Economysea. (2022). *Roaring 20s; The SEA digital decade*. <https://economysea.withgoogle.com/>
 - [15] Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assesment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
 - [16] Eka, R. (2019). *Membahas terminologi “fundraising”, “convertible note”, hingga valuasi*. <https://dailysocial.id/post/istilah-pendanaan-startup>
 - [17] Eka, R. (2021a). *Didominasi grab dan gojek, gmv layanan pesan-antar makanan di indonesia capai 52 triliun rupiah*. <https://dailysocial.id/post/didominasi-grab-dan-gojek-gmv-layanan-pesan-antar-makanan-di-indonesia-capai-52-triliun-rupiah>
 - [18] Eka, R. (2021b). *Startup report 2020: business resiliency during the pandemic*. <https://dailysocial.id/post/laporan-dsinnovate-startup-report-2020>
 - [19] Feldman, S. J. (2005). *Principles of private firm valuation*. John Wiley & Sons, Inc.
 - [20] Fernández, P. (2007). Company valuation methods: the most common errors in valuations. In *SSRN Electronic Journal* (Vol. 3, Issue 449). <https://doi.org/10.2139/ssrn.274973>
 - [21] Garcia, M. D. P. R., Alejandro, K. A. C., Saenz, A. B. M., & Sanchez, H. H. G. (2017). Does an IFRS adoption increase value relevance and earnings timeliness in Latin America? *Emerging Markets Review*, 30, 155–168. [10.1016/j.ememar.2016.11.001](https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.11.001)
 - [22] Gleason, K., Kannan, Y., & Rauch, C. (2021). *Fraud in startups: what stakeholders need to know*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3978552>
 - [23] Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
 - [24] Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2020). Squaring venture capital valuations with reality. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 120–143. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.015>
 - [25] Hayes, A. (2021). *Gross merchandise value (GMV)*. <https://www.investopedia.com/terms/g/gross-merchandise-value.asp>
 - [26] Hellmann, T., Lindsey, L., & Puri, M. (2008). Building relationships early: Banks in venture capital. *Review of Financial Studies*, 21(2), 513–541. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm080>
 - [27] Imbierowicz, B., & Rauch, C. (2020). The pricing of private assets: mutual fund investments in ‘unicorn’ companies. *SSRN Electronic Journal*, 1–76. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3684722>
 - [28] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
 - [29] Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., & Strömberg, P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *Journal of Finance*, 64(1), 75–115. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01429.x>
 - [30] Kaplan, S. N., & Stomberg, P. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capital analyses. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177–2210.
 - [31] Kwon, S., Lowry, M., & Qian, Y. (2020). Mutual fund investments in private firms.

- Journal of Financial Economics*, 136(2), 407–443.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.003>
- [32] Lee, A. (2013). *Welcome to the unicorn club: learning from billion-dollar startups*. <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>
- [33] Miciuła, I., Kadłubek, M., & Stepień, P. (2020). Modern methods of business valuation-case study and new concepts. *Sustainability (Switzerland)*, 12(7). <https://doi.org/10.3390/su12072699>
- [34] Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 14(10), 2–3. <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.667907>
- [35] Ngo, L. V., & O'Cass, A. (2013). Innovation and business success: The mediating role of customer participation. *Journal of Business Research*, 66(8), 1134–1142. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.03.009>
- [36] Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- [37] Putri, D. A. R., Rahmawati, E., & Sofyani, H. (2018). Asimetri informasi dan mandatory disclosure konvergensi internasional financial reporting standard: efek terhadap relevansi nilai informasi laba dan nilai buku. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 18(1), 1. <https://doi.org/10.25105/mraai.v18i1.2807>
- [38] Putri, F. I. (2021). *Apa itu perusahaan unicorn? ini daftarnya di Indonesia*. <https://www.qoala.app/id/blog/bisnis/perusahaan-unicorn/>
- [39] Rachman, F. F. (2020). *Ini deretan investasi bodong yang pakai skema ponzi*. <https://finance.detik.com/moneter/d-4864536/ini-deretan-investasi-bodong-yang-pakai-skema-ponzi>
- [40] Ratner, I., Stein, G. T., & Weitnauer, J. C. (2009). *Business valuation and bankruptcy*. John Wiley & Sons, Inc.
- [41] Rumrill, P. D., Fitzgerald, S. M., & Merchant, W. R. (2010). Using scoping literature reviews as a means of understanding and interpreting existing literature. *Work*, 35(3), 399–404. <https://doi.org/10.3233/WOR-2010-0998>
- [42] Sanders, T. (2004). A continuum of risk? The management of health, physical and emotional risks by female sex workers. *Sociology of Health and Illness*, 26(5), 557–574. <https://doi.org/10.1111/j.0141-9889.2004.00405.x>
- [43] Scott, W. R. (2015). *Financial accounting theory seventh edition*. Prentice-Hall, Inc.
- [44] Setyowati, D. (2021). *Indonesia masuk 5 besar dengan startup terbanyak di dunia*. <https://katadata.co.id/desysetyowati/digital/617e5acc75b9/indonesia-masuk-5-besar-dengan-startup-terbanyak-di-dunia>
- [45] Srinivasan, S., & Hanssens, D. M. (2009). Marketing and firm value: Metrics, methods, findings, and future directions. *Journal of Marketing Research*, 46(3), 293–312. <https://doi.org/10.1509/jmkr.46.3.293>
- [46] Suwarni, Noviantoro, R., Fahlevi, M., & Abdi, M. N. (2020). Startup valuation by venture capitalists: An empirical study Indonesia firms. *International Journal of Control and Automation*, 13(2), 785–796. https://www.researchgate.net/publication/341061141_Startup_Valuation_by_Venture_Capitalists_An_Empirical_Study_Indonesia_Firms
- [47] US Security and Exchange Commission. (2013). Ponzi schemes using virtual currencies. In *Investor Alerts and Bulletins*. https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.html