

**ANALISIS BACKDOOR LISTING DI INDONESIA PADA PERIODE 2009 HINGGA 2021****Oleh :****Bastanta Prawira Tarigan,**

Bursa Efek Indonesia

Email : [bastantaprawira@gmail.com](mailto:bastantaprawira@gmail.com)**Pandu Adi Cakranegara,**

Fakultas Bisnis/Program Studi Manajemen, Universitas Presiden

Email : [pandu.cakranegara@president.ac.id](mailto:pandu.cakranegara@president.ac.id)

---

**Articel Info***Article History :**Received 24 February - 2022**Accepted 24 March - 2022**Available Online 30 March - 2022*

---

**Abstract**

*Backdoor Listing is a process for companies to enter the stock exchange. This process is still a rare practice in Indonesia. However, with the increasing number of technology companies that want to proliferate, the number of companies carrying out backdoor listings may increase in the future. This study aims to see the impact of the backdoor listing process, especially on investors. One indicator of the success of the backdoor listing is the increase in the company's value after the backdoor listing process. The method used in this study is mixed, namely qualitative methods and quantitative methods. Qualitative method using literature study. The existing literature, especially those that study backdoor listing that occurs in various countries. The quantitative method is seen by looking at the financial performance of companies that carry out backdoor listings. This study shows that companies that carry out backdoor listings experience an increase in value. In general, backdoor listings can create value for the company*

---

**Keywords :***backdoor listing, company performance, stock exchange*

---

**1. PENDAHULUAN**

Di Indonesia terdapat beberapa perusahaan yang memilih untuk melakukan backdoor listing. Antara lain perusahaan yang melakukan backdoor listing tersebut antara lain adalah Indoritel Makmur Internasional yang mengakuisi PT. Dvyiacom Intrabumi Tbk. Indoritel merupakan induk dari perusahaan Indomarco yang memiliki Indomaret, Superindo dan Indogrosir. Contoh back door listing lainnya adalah PT. Supra Boga Lestari Tbk yang dibeli oleh Blibli. Dilihat dari sudut pandang ekonomi, backdoor listing merupakan alternatif bagi perusahaan untuk dapat melantai ke bursa selain dengan menggunakan Initial Public Offering.

Salah satu strategi rute keluar investor atau cara untuk merealisasikan sebagian dari asetnya adalah dengan melalui Initial Public Offering. Terdapat alternatif seperti Manajemen Buyout atau menjual aset ke investor privat lainnya, namun Initial Public Offering yang memberikan kemungkinan nilai realisasi yang paling tinggi. Manajemen buyout adalah ketika pendiri perusahaan menawarkan kepemilikan saham kepada manajemen. Tujuannya adalah untuk menciptakan goal congruence antara manajemen dengan pendiri perusahaan. Manajemen sebagai pengelola mengetahui nilai perusahaan dan mengetahui perannya dalam mewujudkan nilai perusahaan di masa depan. Oleh karena itu manajemen akan

meminta diskonto dalam membeli nilai perusahaan agar ada sebagian nilai yang masuk ke tangan manajemen.

Pembeli privat memiliki perhitungan tersendiri terkait nilai yang ditawarkan. Penjualan pada pembeli privat memiliki diskon marketability dan diskon likuiditas karena biasanya jumlahnya terbatas. Sedangkan melalui penawaran public maka harapannya akan menghilangkan diskon marketability karena ekuitas kini diperdagangkan di pasar modal di mana terdapat banyak investor dan arena investor bisa membeli baik dalam jumlah besar maupun kecil maka akan memberikan likuiditas yang lebih baik. Dengan hilangnya diskon marketability dan diskon likuiditas maka seharusnya menjual ekuitas di pasar modal akan memberikan imbal balik yang paling tinggi.

### **Perbedaan Pendanaan Melalui Bank dan Melalui Pasar Modal**

Pendanaan dapat dilihat dari dua sisi yaitu dari pemberi pinjaman dan dari pihak yang meminjam. Pihak ketiga seperti bank memberikan keamanan kepada nasabah dan tingkat pengembalian yang pasti. Bank memiliki kemampuan untuk melakukan analisa risiko, diversifikasi risiko dan penyerapan kerugian terhadap pinjaman yang gagal. Sebagai gantinya bank mendapatkan premi dan nasabah mendapatkan imbalan pasti tanpa risiko.

Pendanaan pasar modal menghilangkan perantara. Perusahaan dapat bertindak sebagai peminjam dana atau menjual ekuitasnya. Dengan memiliki langsung perusahaan maka investor akan mendapatkan keuntungan langsung baik dari dividen yang diberikan perusahaan atau dari kenaikan nilai investasinya. Namun investor perlu melakukan analisa risiko, diversifikasi dan memiliki kemampuan untuk menyerap kerugian.

Kedua alternatif pendanaan ini sesuai dengan prinsip akuntansi di mana risiko yang lebih tinggi akan menuntut imbal balik yang lebih tinggi. Bila dilihat dari sisi perusahaan, maka pendanaan pasar modal akan memberikan alternatif yang lebih menguntungkan karena dengan semakin rendahnya cost of capital maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

### **Tantangan Melantai di Pasar Modal**

Pasar modal memberikan nilai pengembalian yang paling tinggi. Tetapi tingkat pengembalian ini tidak datang tanpa risiko. Ada beberapa hal yang perlu dipertimbangkan perusahaan sebelum memutuskan untuk melantai di bursa. Pertama untuk melantai di bursa memerlukan biaya yang disebut flotation cost. Biaya untuk menerbitkan saham perdana tidaklah murah. Namun bagi perusahaan besar biaya ini menjadi relatif kecil karena besarnya modal yang dikumpulkan.

Kedua, terdapat peraturan yang mengharuskan perusahaan untuk memiliki karakteristik tertentu sebelum dapat melantai. Karakteristik tersebut antara lain adalah lamanya sebuah perusahaan berdiri dan tingkat profitabilitas. Secara tradisional perusahaan yang akan melantai diharapkan adalah perusahaan yang sudah memasuki fase yang sudah matang dan telah memiliki profitabilitas yang baik. Saat ini dengan munculnya perusahaan start up teknologi yang tumbuh dengan cepat, dengan terbatasnya aset fisik dan profitabilitas yang masih negative maka akan menjadi halangan untuk mencapai karakteristik yang diinginkan oleh regulator.

Ketiga, terserapnya suatu penawaran perdana bergantung pada kondisi pasar dan kondisi makroekonomi pada saat penawaran. Ketika pemerintah mengeluarkan kebijakan uang ketat yang menyebabkan kenaikan suku bunga di pasar maka premi risiko yang diminta investor di pasar modal pun akan turut meningkat. Selain itu pengaruh yang lain adalah likuiditas yang terjadi pada saat pemerintah berusaha menyerap uang yang ada misalnya melalui penjualan obligasi pemerintah.

Keempat, kondisi psikologis investor memiliki pengaruh terhadap kesuksesan penawaran perdana. Contohnya adalah pada saat investor memiliki kecenderungan untuk tertarik pada saham di suatu sector maka sector tersebut akan mudah menarik dana investor. Sedangkan untuk saham lain yang berada di luar industri tersebut akan menjadi relative kurang menarik dan menerima alokasi dana yang lebih sedikit meski memiliki performa yang sama atau bahkan lebih bagus.

## **2. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Fenomena Backdoor Listing di Berbagai Negara**

Brown et al (2013) menyatakan bahwa backdoor listing adalah fenomena yang terjadi di banyak bursa efek di seluruh dunia. Pemilihan ini backdoor listing dibandingkan dengan melantai secara biasa adalah karena back door listing dapat membuat perusahaan masuk ke bursa efek secara lebih cepat dan lebih murah, namun hal ini bergantung pada regulasi yang ada di masing-masing negara (Brown et al, 2013). Derrien & Kecske (2007) menyebutkan bahwa terdapat risiko ketidak pastian bagi investor pada saat perusahaan melantai di bursa. Konsekuensinya adalah investor akan memberikan tingkat diskonto bagi saham yang baru terdaftar sehingga menurunkan nilai valuasi dari saham tersebut.

Chapple et al (2018) menunjukkan bahwa di Australia terdapat fluktuasi jumlah perusahaan yang memilih untuk melakukan backdoor listing, mulai dari 8 persen hingga 46 persen sejak tahun 1994. Pihak otoritas Bursa Efek Australia menyebutkan bahwa back door listing adalah proses mengumpulkan dana di pasar modal dengan menginjeksi modal pada perusahaan yang sudah terdaftar di bursa efek. Konsekuensi dari tindakan ini adalah terdapat actor-aktor yang terlibat dalam proses Back door listing. Aktor-aktor ini adalah operator pasar, perusahaan pembeli, regulator dan investor public.

#### **Backdoor Listing dari Sisi Legal**

Partamayasa (2020) menyebutkan bahwa terdapat risiko dalam backdoor listing. Risiko tersebut terdiri dari beberapa hal. Pertama adalah risiko regulasi yaitu apakah tindakan bisnis ini sesuai dengan undang-undang yang berlaku di Indonesia. Kedua adalah risiko bagi investor public. Pada proses listing perusahaan melalui proses panjang di mana berbagai profesi penunjang pasar modal ikut memastikan berbagai informasi terkait perusahaan dilaporkan secara wajar dan tidak ada salah informasi yang material.

Partamayasa (2020) menyebutkan bahwa tindakan Back door listing berada di bawah Undang-Undang Perseroan Terbatas. Secara khusus Pasal 26 Undang-Undang Perseroan

Terbatas menyatakan bahwa pengambil alihan control atas suatu perusahaan perlu mendapatkan persetujuan dari Menteri Hukum dan Ham dan yang mengambil alih adalah juga perusahaan yang berbadan hukum. Meskipun di Indonesia tidak terdapat sebuah peraturan yang mendefinisikan back door listing tetapi sebenarnya telah terdapat sebuah payung hukum untuk melaksanakan back door listing. Raharjo (2016) menyatakan bahwa fenomena selalu terjadi lebih awal dari hukum yang mengurnya atau dengan kata lain bahwa hukum berjalan tertatih-tatih di belakang fakta.

Rachmawati (2018) menyatakan bahwa perlu adanya perlindungan hukum bagi konsumen terutama konsumen ritel. Konsumen ritel sebagai pemilik suara yang minoritas tidak memiliki kemampuan yang cukup untuk memberikan penolakan ketika back door listing dilakukan dengan persetujuan pemegang saham mayoritas. Vermeulen (2015) menunjukkan beberapa fenomena di mana backdoor listing digunakan oleh perusahaan yang tidak memiliki kinerja terlalu baik untuk masuk ke dalam pasar modal. Salah satu contoh yang diberikan dalam penelitiannya adalah tentang perusahaan properti di Hong Kong. Contoh produk yang dapat dijadikan contoh adalah junk bond. Obligasi idealnya adalah aset yang lebih aman bagi investor karena aset ini memiliki kewajiban membayar bunga secara rutin dan seringkali memiliki jaminan. Buck (2020) menyatakan di dalam dunia keuangan banyak teknik-teknik keuangan yang digunakan yang sering dikategorikan sebagai high finance. Istilah ini sebenarnya adalah upaya untuk melakukan euphimisme terhadap suatu aset yang berisiko tinggi. Obligasi dari perusahaan yang berisiko daripada ekuitas perusahaan berisiko tetapi tidak lebih aman dari ekuitas perusahaan yang aman karena itu walaupun bond maka tetaplah ia termasuk junk.

#### **Backdoor Listing sebagai Reverse Merger**

Merger merupakan sarana perusahaan untuk bertumbuh secara non organik. Perusahaan mengejar pertumbuhan non organik untuk mempercepat pertumbuhannya. Ketika perusahaan sudah dalam fase matang maka ia akan memiliki banyak arus kas namun pertumbuhannya menjadi melambat. Salah satu cara untuk meningkatkan pertumbuhannya adalah dengan membeli

perusahaan lain. Pertumbuhan yang diperoleh dari membeli perusahaan lain berasal dari sinergi yang terjadi antara perusahaan pembeli dan target.

Sinergi yang ingin dicapai salah satunya adalah efisiensi dari perusahaan tertutup yang membeli perusahaan yang terbuka di pasar modal. Ojha et al (2013) menyebut reverse merger adalah salah satu cara bagi perusahaan tertutup agar dapat maju dengan cepat. Perusahaan tertutup yang melakukan reverse merger kini dapat mengumpulkan dana di pasar modal dan dalam waktu yang singkat. Di dalam dunia bisnis waktu memiliki nilai karena siapa yang terlebih dahulu dapat menyediakan barang dan jasa yang dibutuhkan konsumen akan menjadi pemimpin pangsa pasar. Hal ini yang disebut juga sebagai first mover advantage (Porter & Magretta, 2014). Varadan et al (2008), menyebutkan bahwa di era internet penguasaan teknologi dan investasi terhadap teknologi menjadi sebuah keunggulan kompetitif. Semakin unggul sebuah perusahaan dengan teknologi maka perusahaan akan memiliki sedikit pesaing. Namun untuk dapat berinvestasi di dalam teknologi perusahaan memerlukan pendanaan. Di sinilah manfaat dari reverse merger untuk membantu perusahaan tertutup meraih dana dari pasar modal dengan lebih cepat.

### Proses Backdoor Listing

Ketika perusahaan memilih untuk melakukan backdoor listing maka ada langkah-langkah yang perlu dilakukan. Berbeda dengan penawaran publik yang memerlukan seorang perantara maka backdoor listing tidak memerlukan perantara. Hal yang perlu dilakukan adalah mencari perusahaan public yang menjadi target dari backdoor listing. Perusahaan yang akan dibeli perlu dikenali karakteristik dan kompatibilitasnya dengan perusahaan pembeli.

Langkah kedua adalah melakukan proses pembelian. Proses pembelian terdiri dari rapat dengan pemegang saham perusahaan terbuka. Setelah terdapat persetujuan dari pemegang saham secara mayoritas maka proses merger dapat dilakukan. Sama seperti merger secara umum maka reverse merger atau backdoor listing perlu dilakukan tahap-tahap penyatuhan baik secara sistem dan organisasi.

Langkah ketiga adalah pengambil alihan control perusahaan yang dibeli oleh

perusahaan pembeli. Secara umum perusahaan pembeli akan meletakkan pegawai eksekutif di perusahaan yang dibeli. Selanjutnya perusahaan pembeli akan menggunakan perusahaan yang dibeli untuk melakukan tindakan korporasi atas nama perusahaan pembeli. Ketika sudah dibeli maka tidak ada lagi hubungan antara pembeli dan yang dibeli melainkan satu perusahaan.

### Manfaat Backdoor Listing

Salah satu untuk melihat apakah backdoor listing merupakan hal yang menguntungkan bagi investor adalah dengan melihat performa dari perusahaan. Ma Xinyue melihat performa perusahaan yang melakukan backdoor listing di Cina pada tahun 2010 hingga 2017 dan tidak menemukan efek yang signifikan. Sedangkan Yuhong (2020) yang melakukan sebuah studi kasus pada SF Holding di Cina menemukan peningkatan jangka pendek yang signifikan. Perlu diingat bahwa kedua penelitian di atas melihat perbedaan performa dengan menggunakan tingkat signifikansi tertentu, namun secara nominal terdapat kenaikan nilai perusahaan yang melakukan backdoor listing.

Greene (2016) menyebutkan bahwa pemilik perusahaan privat yang melakukan backdoor listing dalam jangka panjang meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan privat. Ini bukan berarti pemegang saham perusahaan terbuka dirugikan. Namun demikian pemegang saham kendali yang baru dapat mengambil keputusan yang belum tentu memberikan manfaat yang terbaik bagi pemegang saham ritel. Bagi pemegang saham kendali yang lama, backdoor listing dapat digunakan sebagai sarana untuk merealisakan nilai perusahaan. Di sisi lain jika pemegang saham lama tetap memiliki saham sebagian dan dalam jangka panjang pemilik baru dapat meningkatkan nilai perusahaan maka pemilik lama juga akan turut diuntungkan.

### 3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan sebuah penelitian deskriptif yaitu sebuah penelitian yang berusaha untuk menjelaskan sebuah fenomena yang ada. Langkah yang dilakukan dalam menjelaskan sebuah fenomena adalah dengan melihat latar belakang terjadinya dan kemudian melihat bagaimana fenomena tersebut berkembang seiring waktu.

Fenomena yang coba dijelaskan dalam penelitian ini adalah fenomena back door

listing yang terjadi di Indonesia. Subjek penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang terindikasi melakukan back door listing. Penelitian terhadap subjek dilakukan dengan melihat bagaimana performa saham perusahaan terbuka setelah dibeli sebagian kepemilikannya oleh sebuah perusahaan tertutup.

Penelitian ini menggunakan pendekatan campuran yaitu pendekatan kualitatif dan kuantitatif. Pendekatan kualitatif yaitu dengan menggunakan studi literature yaitu dengan melihat hasil dari peneliti-peneliti terdahulu yang telah meneliti mengenai fenomena ini. Literatur yang dibahas adalah literature baik dari dalam maupun luar negeri yang terkait dengan fenomena back door listing. Fenomena back door listing adalah fenomena yang masih baru dan masih jarang terjadi di Indonesia. Karena itu dengan melihat hasil penelitian dari luar negeri akan membantu memberikan penjelasan mengenai fenomena tersebut di Indonesia.

Pendekatan kuantitatif adalah pendekatan menggunakan analisa kuantitatif. Secara khusus alat yang digunakan adalah dengan menggunakan statistik. Salah satu metode yang digunakan untuk mendeskripsikan suatu fenomena adalah statistic deskriptif. Di dalam statistik deskriptif parameter yang dilihat adalah persebaran data dengan menggunakan mean, median dan mode.

Pendekatan kuantitatif lainnya adalah dengan melihat tren. Tren dapat dilihat secara nominal atau secara statistik. Secara nominal adalah dengan melihat apakah terdapat perbedaan performa perusahaan setelah backdoor listing. Sedangkan secara statistic dapat dengan membandingkan performa perusahaan berdasarkan tingkat signifikansi tertentu dengan menggunakan uji beda. Penelitian ini tidak menggunakan uji beda karena melihat performa perusahaan secara nominal. Pemilihan tingkat signifikansi akan membuat perusahaan yang tidak memiliki kenaikan performa secara signifikan dianggap tidak memiliki kenaikan performa padahal mungkin terdapat kenaikan performa secara nominal.

Ruang lingkup penelitian adalah backdoor listing yang terjadi pada perusahaan terbuka di Indonesia pada periode sepuluh tahun terakhir. Pembatasan waktu ini digunakan agar dapat melihat tren yang relatif dekat di mana di

dalam periode sepuluh tahun ke belakang yaitu mulai tahun 2009 hingga 2021 kondisi perekonomian stabil yang didukung oleh kondisi politik yang kondusif.

Pembahasan akan dibagi menjadi beberapa bagian yaitu bagian pertama adalah melihat konteks dari backdoor listing di Indonesia. Pada bagian ini pembahasan akan dilakukan dengan melihat bagaimana konteks pasar modal di Indonesia, konteks regulasi dan kondisi ekonomi Indonesia secara umum. Bagian kedua adalah melihat karakteristik backdoor listing yang terjadi di Indonesia. Karakteristik ini dilihat dengan melihat perusahaan apa saja yang melakukan backdoor listing dan apa yang memotivasi perusahaan tersebut untuk melakukan backdoor listing. Konteks ketiga adalah studi kasus yaitu dengan melihat secara lebih mendetail bagaimana performa perusahaan yang melakukan backdoor listing di Indonesia. Bagian keempat adalah membandingkan performa perusahaan yang melakukan backdoor listing dengan perusahaan yang tidak melakukan backdoor listing.

#### **4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

##### **Konteks Backdoor Listings**

Backdoor listing adalah fenomena yang terjadi di berbagai bursa namun terdapat perbedaan kondisi pasar modal di mana backdoor listing terjadi. Salah satu contohnya adalah di Bursa Efek Australia di mana sebelum era teknologi informasi bursa tersebut didominasi oleh perusahaan tambang. Baurens (2010) menyebutkan bahwa untuk menilai aset eksplorasi metode yang digunakan adalah analisa cost. Dengan melihat berapa banyak barang yang dapat diekstrasi dari dalam bumi. Terdapat metode lain untuk melihat nilai perusahaan tambang seperti dengan menggunakan analisa diskonto arus kas yaitu dengan menggunakan nilai jual dari aset yang diekstrak di masa depan (Baurens, 2010). Meskipun pendekatan aset dan diskonto arus kas merupakan pendekatan yang berbeda namun keduanya memiliki kesamaan yaitu nilai perusahaan tambang dipengaruhi oleh nilai barang tambang yang bisa diekstrasi dari bumi. Dengan demikian apabila sebuah perusahaan tambang telah menghabiskan persediaan barang tambangnya maka baik nilai aset dan potensi arus kas di masa depannya pun

akan turun. Kubacki & Kustra (2009) mengatakan bahwa perusahaan tambang yang masih baru lebih menarik karena memiliki nilai yang lebih besar walaupun lebih menantang dalam menentukan nilai asetnya.

Perusahaan teknologi di Australia memilih untuk melakukan backdoor listing terhadap perusahaan tambang karena beberapa hal. Pertama tindakan ini akan lebih efisien karena tidak perlu melalui proses penawaran perdana yang kompleks. Kedua tindakan ini akan lebih murah karena nilai perusahaan tambang yang sudah mature juga akan turun sehingga relatif murah untuk melakukan akuisisi (Vermeulen, 2015). Pada tahun 2011 harga komoditas turun. Penurunan ini mempengaruhi pasar penawaran perdana di Australia. Untuk menghindari tidak terserapnya penawaran perdana atau penawaran perdana yang rendah maka backdoor listing menjadi sebuah alternatif (Bell, 2013).

Vermeulen (2014) dalam penelitian sebelumnya telah memberikan berbagai tren backdoor listing di berbagai negara terutama negara-negara Asia dan Australia. Tren-tren ini datang dalam gelombang-gelombang. Salah satu contoh yang ada dalam penelitiannya adalah tentang periode backdoor di Filipina dan di China. Barboza & Ahmed (2011) menyatakan bahwa terdapat lebih dari serratus perusahaan Cina yang melakukan backdoor listing di Amerika dengan membeli perusahaan Amerika yang telah terdaftar di salah satu bursa efek di Amerika. Pasar modal Amerika adalah pasar modal yang memiliki investor dengan nilai tinggi. Karena itu wajar jika perusahaan China ingin menghimpund dana dari pasar modal di Amerika.

Namun yang menjadi pertanyaan adalah apakah yang mendorong sebuah tren kenaikan backdoor listing di suatu negara? Backdoor listing di Australia terjadi karena kurang menariknya pasar penawaran perdana di bursa efek Australia pada periode tahun 2011. Sementara perusahaan China di periode yang sama melakukan backdoor listing di Amerika Serikat karena potensi investasi dari pasar modal di Amerika Serikat.

Feldman (2006) menyebut backdoor listing sebagai reverse merger. Artinya backdoor listing ini adalah bagian dari cara-cara perusahaan untuk menciptakan pertumbuhan inorganic. Igor et al (2011) menceritakan bahwa pada tahun 1980 an

perusahaan cangkang melakukan penawaran perdana untuk menarik dana konsumen. Selanjutnya perusahaan non publk yang masih berelasi dengan pemegang saham utama dari perusahaan cangkang melakukan reverse merger. Harapannya adalah tindakan ini memberikan sinyal positif bagi investor sehingga harga saham perusahaan cangkang kembali naik dan pemegang saham utama dari perusahaan cangkang diuntungkan. Namun tindakan ini rawan merugikan investor terutama investor ritel.

### **Kondisi Makroekonomi dan Pasar Modal di Indonesia**

Krisis moneter tahun 1998 banyak merubah lanskap perbankan di Indonesia. Salah satunya adalah era bunga tinggi telah berakhir. Bank-bank besar kini diatur dengan peraturan yang lebih ketat. Bank milik perusahaan konglomerasi tidak boleh berperan sebagai perusahaan pengumpul dana untuk konglomerasi. Terdapat kewajiban. Natarsyah (2000) menunjukkan bahwa terdapat pergeseran alokasi modal. Pada awal 1990-an bank menghimpun hampir 90 persen dana dari masyarakat. Pada menjelang tahun 2000-an peran bank menurun menjadi sekitar 60-an persen. Faktor lain yang mendorong turunnya peran bank adalah semakin meningkatnya regulasi perbankan. Bank-bank yang menjadi anggota Lembaga Penjaminan Simpanan harus menjaga suku bunga yang diberikan kepada nasabah. Jika suku bunga yang diberikan kepada nasabah terlalu tinggi maka otomatis dana nasabah tersebut tidak akan mendapat penjaminan dari Lembaga Perlindungan Simpanan.

Pada periode yang sama pemerintah Indonesia secara politik semakin terbuka terhadap modal asing yang masuk pasar modal. Didorong dengan berkembangnya teknologi dan globalisasi maka modal asing mengalokasikan dananya ke Indonesia. Pada periode tersebut terdapat beberapa hal yang mendorong pertumbuhan pasar modal. Pertama, terdapat kestabilan politik yang berpengaruh kepada kestabilan ekonomi. Kedua, meningkatnya daya beli kelas menengah di Indonesia yang mengakibatkan tingkat alokasi dana masyarakat meningkat salah satunya ke pasar modal. Ketiga, dengan semakin tersedianya informasi tentang pasar modal maka minta masyarakat untuk masuk

pasar modal meningkat. Ketiga faktor ini mendorong pasar modal di Indoensia menjadi salah satu pasar modal berperforma terbaik di dunia (Abi, 2016).

### Karakteristik Backdoor Listing di Indonesia

Di dalam penelitian Vermulen (2014) disebutkan bahwa pada periode tahun 2009 hingga tahun 2014 terjadi enam backdoor listing. Jumlah ini jauh lebih kecil daripada perusahaan yang melakukan jalur penawaran perdana pada periode yang bersamaan. Jadi dalam kasus Indonesia belum terjadi boom backdoor listing seperti yang terjadi di Amerika (Igor et al, 2011).

Tabel 1. Backdoor listing di periode 2009 hingga 2012

Tahun	Pembeli	Target	Perusahaan akhir	Industri
2009	PT Ratu Prabu	PT Arnoa Binasejati Tbk	PT Ratu Prabu Energi Tbk	Pertambangan (regulated)
2011	Amstelco Plc Ltd	PT Indo Citra Finance Tbk	Amstelco Indonesia Tbk	Keuangan (regulated)
2011	PT Smart Telecom Tbk	PT Mobile-8 Telecom Tbk	Smartfren Telecom Tbk	Telekomunikasi (regulated)
2012	J&Partners Asia Ltd	PT Pelita Sejahtera Abadi Tbk	J Resources Asia Pasifik Tbk	Pertambangan (regulated)

Sumber: Penulis, 2022

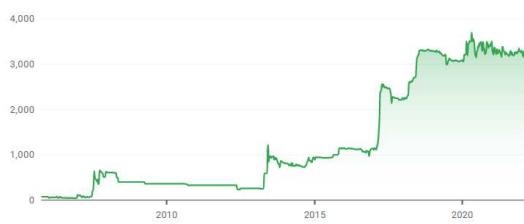
Pada tabel 1 terlihat bahwa semua perusahaan yang melakukan backdoor listing merupakan perusahaan-perusahaan yang berada dalam industry yang diatur dengan regulasi yang ketat. Keempat perusahaan di atas merupakan perusahaan-perusahaan yang berada di dalam industri yang termasuk strategis bagi negara Indonesia yaitu di bidang pertambangan, keuangan dan telekomunikasi.

Perusahaan yang melakukan backdoor listing di Indonesia terdiri dari perusahaan Indonesia dan anak usaha dari perusahaan asing di Indonesia. Terdapat industry-industri tertentu di mana ijin usaha dibatasi oleh regulator seperti dalam bidang perbankan dan pertambangan. Jadi jika tidak ada ijin baru yang dikeluarkan oleh regulator maka salah satu cara yang bisa dilakukan oleh pemain baru adalah dengan membeli perusahaan yang telah memiliki ijin. Ketika perusahaan yang memiliki ijin ini adalah perusahaan terbuka

sedangkan perusahaan yang membeli ijin adalah perusahaan tertutup maka terjadilah backdoor listing. Melihat tren ini maka pada periode 2009 hingga 2012 backdoor listing di Indonesia memiliki motif lebih ke arah bagaimana pemain baru dapat memasuki pasar yang sudah mapan.

Selanjutnya setelah 2013 terjadi beberapa perubahan terhadap aktivitas backdoor listing. Salah satu indikator yang dapat dengan jelas dilihat adalah kenaikan harga saham perusahaan yang dibeli setelah mengalami backdoor listing.

Diagram 1. Harga Saham PT. Dyviacom Intrabumi Tbk



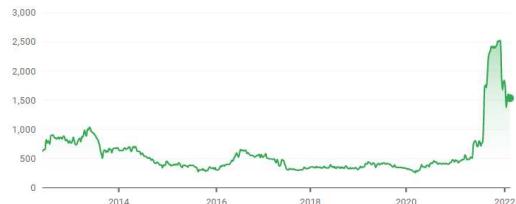
Sumber: Google Finance, 2022

Diagram 1 menunjukkan bagaimana pergerakan harga saham PT. Dyviacom Intrabumi. Terlihat dari diagram bahwa setelah melakukan penawaran perdana harga saham cenderung rata mulai sebelum tahun 2010 hingga tahun 2013. Pada tahun 2013 perusahaan dibeli oleh Grup Salim dan kemudian diganti nama menjadi PT. Indoritel Makmur Internasional Tbk. Bila dianalisa maka dua perusahaan ini adalah dua perusahaan yang berbeda. Satu bergerak di bidang teknologi dan satu bergerak di bidang penjualan ritel. Pada kasus perusahaan di Australia, motif dalam memilih perusahaan target adalah valuasi yang murah. Karena itu perusahaan teknologi cenderung membeli perusahaan tambang yang telah mature yang harganya cenderung murah. Sehingga dengan demikian proses backdoor listing dapat digunakan dengan biaya yang lebih murah dari penawaran perdana.

Pada PT. Dyviacom Intrabumi yang bergerak di teknologi dapat memberikan keahlian teknologi yang dapat digunakan oleh sebuah perusahaan ritel. Perusahaan ritel adalah perusahaan yang memiliki banyak aktivitas dan sebagai konsekuensinya adakah banyaknya informasi yang perlu dikelola. Keberadaan perusahaan teknologi informasi yang mengelola informasi dapat memberikan sinergi di bidang teknologi. Terlepas dari apa

yang terjadi dari diagram 1 terlihat bahwa harga saham perusahaan naik hingga hampir empat kali lipat dari kisaran 800 hingga menjadi kisaran 3.000 rupiah.

Diagram 2. Harga Saham PT. Supra Boga Lestari



Sumber: Google Finance, 2022

Salah satu kasus lainnya adalah pada PT. Supra Boga Lestari yang dibeli oleh Blibli yang merupakan sebuah perusahaan di bidang ecommerce. Blibli merupakan perusahaan yang dimiliki oleh grup Djarum yang juga memiliki Bank Central Asia yang merupakan perusahaan terbuka. Sementara PT. Supra Boga Lestari adalah perusahaan yang bergerak di bidang penyediaan bahan pangan secara ritel. PT. Supra Boga Lestari mengoperasikan supermarket kelas menengah yang terdiri dari Farmer Market yang banyak berisi produk dari Indonesia, sementara Ranch Market untuk supermarket yang banyak memiliki produk impor.

Pada kejadian di atas perusahaan yang membeli dan dibeli memiliki ruang lingkup yang berbeda. Ada beberapa sinergi yang dapat terjadi di masa depan. Sinergi tersebut dapat berasal dari jangkauan. Blibli memiliki jangkauan ke pasar daring yang luas yang tidak banyak dijangkau oleh PT. Supra Boga Lestari. Dengan bergabungnya Blibli maka RANC dapat menjangkau daring tanpa perlu banyak melakukan investasi baik investasi dalam rupa modal, sumber daya manusia maupun pemasaran. Bentuk sinergi lain yang dapat terealisasi adalah sinergi pendanaan. Perusahaan ritel yang menjual barang sehari-hari memiliki margin yang tinggi dan memiliki modal kerja yang tinggi. Semakin murah dan banyak pendanaan jangka pendek yang dapat dikumpulkan oleh perusahaan ritel maka akan semakin menguntungkan perusahaan tersebut. Sementara itu Bank Central Asia yang juga merupakan perusahaan yang terafiliasi dengan Blibli dapat mengalokasikan dana ke PT. Supra Boga Lestari.

## Analisa Keuangan terhadap Backdoor Listing

Berdasarkan data pada tabel 1 maka terlihat data mengenai harga saham dari dua perusahaan yang melakukan backdoor listing. Perusahaan yang pertama adalah PT. Supraboga lestari dengan kode RANC dan yang kedua adalah PT. Dvyiacom Intrabumi dengan kode DNET. Harga saham dianggap mewakili nilai pasar dari perusahaan. Pada pasar yang efisien harga tersebut juga seharusnya harga yang wajar.

Dari data saham yang dilihat adalah perubahan harga saham dan pertumbuhan tahunan. Untuk menghitung kenaikan nilai tahunan pertama perlu dibandingkan antara harga pra merger dengan harga saat ini. Jika dilihat harga saat ini maka harga DNET naik hampir 1400 persen dari saat sebelum merger. Sedangkan harga saham RANC naik tiga kali lipat. Namun RANC belum mencapai satu tahun sehingga tidak dapat terlihat pertumbuhan jangka panjangnya. Salah satu yang mendekati adalah rasio Price per Earning dari kedua perusahaan tersebut. Bahkan dengan kenaikan per tahun yang lebih tinggi, harga RANC sebenarnya secara rasio PE lebih rendah daripada nilai DNET.

Tabel 2. Analisa Kenaikan Harga dari RANC dan DNET

	RANC	DNET
Harga Pra Merger	755	240
Harga saat ini	1510	3210
Perbedaan nilai	200%	1338%
Kurun waktu	8 bulan	8 tahun
Apresiasi harga tahunan	300%	138%
Rasio PE	64.81	68.91

Sumber: Penulis, 2022

Feranda (2014) melakukan analisa nilai harga saham DNET dengan menggunakan beberapa pendekatan antara lain Diskonto Arus Kas dan menggunakan pengali pasar. Dari hasil analisa tersebut maka pada saat itu nilai wajar dari perusahaan adalah antara Rp. 944 hingga Rp. 1097. Bahkan dengan tingkat inflasi dan pertumbuhan yang sama maka harga saham saat ini jauh melebihi perkiraan harga saham saat itu. Ini berarti ada kenaikan nilai yang lain. Salah satu sumber kenaikan nilai yang mungkin adalah nilai sinergi. Gaol (2021) melakukan analisa terhadap bagaimana

modal kerja perusahaan mempengaruhi arus kas operasionalnya. Berdasarkan tren yang sama maka seharusnya valuasi perusahaan tidak akan setinggi saat ini. Dan valuasi perusahaan meningkat tinggi secara cepat setelah tahun 2019 setelah terjadi backdoor listing.

## 5. KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa harga saham setelah backdoor listing tidak mudah ditebak terutama karena mengakibatkan sinergi. Penggunaan pendekatan metode diskonto arus kas terutama adalah dengan menggunakan ekstrapolasi dari arus kas masa lalu. Dengan melihat ekstrapolasi ini maka tren yang terjadi cenderung berasal dari masa lalu atau dari asumsi pertumbuhan analis atau peneliti.

Nilai sinergi perlu dilihat dari berbagai segi. Seperti dalam kasus DNET. Ketika melihat menggunakan analisa diskonto arus kas maka arus kas berasal dari penjualan yang bisa dihasilkan. Sedangkan penjualan yang dihasilkan berasal dari jumlah toko. Setelah terjadi merger jumlah toko Indomaret meningkat berkali lipat. Yapply (2017) yang merupakan analis dari BCA Sekuritas menyatakan bahwa jika Indomaret bisa membuka berbagai gerai di luar Jawa maka pertumbuhannya akan meningkat. Hal ini tampaknya salah satu faktor yang mendorong pertumbuhan dari DNET, saat ini Indomaret bahkan telah merambah kepulauan seperti ibukota kepulauan Maluku yaitu Ambon.

Diskonto arus kas memiliki keterbatasan dalam melihat jauh ke depan. Namun pergerakan nilai yang terjadi tetap sesuai dengan asumsi dari analisa diskonto arus kas yaitu pertumbuhan berasal dari jumlah toko yang dapat dibuka. Hanya saja memang analis dan peneliti sebelumnya tidak mengasumsikan bahwa pembukaan toko bisa sebanyak saat ini.

## Rekomendasi

Penelitian tentang backdoor listing masih terbatas di Indonesia. Penelitian tersebut juga berasal dari bidang yang berbeda seperti bidang hukum dan bidang keuangan. Peneliti bidang hukum tertarik terutama tentang legalitas dari backdoor listing sedangkan peneliti dari bidang keuangan tertarik dengan nilai atau valuasi dari perusahaan. Nilai diskonto arus kas terlihat sulit untuk menangkap sinergi yang terjadi. Karena itu ke

depannya perlu dilihat dengan menggunakan metode lain seperti perbandingan dengan transaksi serupa yang terjadi sebelum-sebelumnya.

Data yang tersedia untuk meneliti backdoor listing tidak banyak tersedia. Karena itu dengan semakin menggunakan banyak data maka peristiwa backdoor listing ini dapat diperiksa lebih mendalam. Sampai saat ini pasar menghargai nilai dari RANC dua kali lipat dari nilai sebelum merger. Namun tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari operasional sebelum backdoor listing. Bisa jadi harga dari RANC overvalued namun jika dibandingkan dengan perbandingan nilai pasar dengan DNET maka secara rasio nilai dari RANC wajar.

## 6. REFERENSI

- Abi, F. P. P. (2016). Semakin Dekat dengan Pasar Modal Indonesia. Deepublish.
- Baurens, S. (2010). Valuation of metals and mining companies. Zürich.
- Brown, P., Ferguson, A., & Lam, P. (2013). Choice between alternative routes to go public: Backdoor listing versus IPO. Handbook of Research on IPOs.
- Bruck, C. (2020). The Predators' Ball: the inside story of Drexel Burnham and the rise of the junk bond raiders. Simon & Schuster.
- Chapple, E., Clout, V., Perry, A., & Truong, T. P. (2018). Sliding doors: Comparing backdoor listing and frontdoor listing for Australian start-ups. Australian Journal of Corporate Law, 33(3), 340-363.
- David Barboza and Azam Ahmed, China to Wall Street: The Side-Door Shuffle, The New York Times, 23 July 2011.
- David N. Feldman, Reverse Mergers, Taking a Company Public Without an IPO, Bloomberg Press, New York, 2006.
- Derrien, F., and A. Kecskes, 2007, The initial public offering of listed firms, Journal of Finance 62: 447-479.
- FERANDA, R. (2014). ANALISIS NILAI PASAR WAJAR SAHAM PT INDORITEL MAKMUR INTERNATIONAL TBK PASCA AKUISISI PT FAST FOOD INDONESIA TBK, PT NIPPON INDOSARI CORPORINDO TBK DAN PT INDOMARCO PRISMATAMA (Doctoral dissertation, Universitas Gadjah Mada).

- Ferguson, A., & Lam, P. (2015). Backdoor listings in Australia. *JASSA*, (1), 24-32.
- Greene, D. (2016). The wealth of private firm owners following reverse mergers. *Journal of Corporate Finance*, 37, 56-75.
- Igor, Semenenko, Reverse Merger Waves, Market Timing and Managerial Behaviour, *International Research Journal of Applied Finance*, Vol. 2, 2011
- Kubacki, K., & Kustra, A. (2009). Valuation of mineral deposits in junior mining companies. *Deep Mining Challenges*, 199-206.
- Lumban Gaol, D. T. (2021). Analisis Modal Kerja dan Profitabilitas pada PT. Supra Boga Lestari Tbk Periode 2017–2019.
- Ma Xinyue.(2018) Performance comparison of backdoor listing and IPO companies based on multiple linear regression [J]. *Science & Technology Economics Guide*, 2018,26 (34): 177-179.
- Natarsyah, S. (2000). Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematik Terhadap Harga Saham Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia. *Journal of Indonesian Economy and Business (JIEB)*, 15(3), 294-312.
- Ojha, S., Maherhwari, R., & Jain, S. (2013). Reverse Mergers: The Way Forward. *IOSR Journal of Business and Management*, 10.
- Partamayasa, Y. (2020). Back Door Listing: Kewenangan Badan Usaha dan UMKM Untuk Melakukan Initial Public Offering Tanpa Melewati Proses IPO. *Media Iuris*, 3(3), 383-394.
- Porter, M., & Magretta, J. (2014). *Strategy and Competition: The Porter Collection (3 Items)*. Harvard Business Review Press.
- Rachmawati, T. (2018). Perlindungan Hukum Bagi Investor Terkait Tindakan Backdoor Listing Di Indonesia (Doctoral dissertation, Universitas Brawijaya).
- Raharjo, S. (2016). Reformasi Menuju Hukum Progresif. *Unisia*, (53), 238-241.
- Stephen Bell, 'Back Door' May Be Closing for Miners, *Wall Street Journal (Deal Journal Australia)*, 31 January 2013
- Varadarajan, R., Yadav, M. S., & Shankar, V. (2008). First-mover advantage in an Internet-enabled market environment: conceptual framework and propositions. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 36(3), 293-308.
- Vermeulen, E. P. (2014). Rules on backdoor listings: a global survey. *Indonesia-OECD Corporate Governance Policy Dialogue*, 2015-2.
- Vermeulen, E. P. (2015). High-tech Companies and the Decision to go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings. *Penn St. JL & Int'l Aff.*, 4, 421.
- Yuhong, H. (2020). Financial Performance Analysis of Backdoor Listed Companies. In *E3S Web of Conferences* (Vol. 214, p. 02032). EDP Sciences.