

Pengendalian Konflik Agensi dalam Tahapan Investasi pada *Startup* dengan Pendanaan Modal Ventura

Ratih Mustikoningsih¹

Budi Frensidy²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia, Indonesia

*Correspondences : ratih.mustikoningsih21@ui.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengendalikan konflik agensi berupa asimetri informasi dan *moral hazard* yang terjadi selama pre-investasi hingga pasca-investasi *Startup* dengan pendanaan Modal Ventura. Selama proses investasi, Modal Ventura bertindak sebagai prinsipal, sedangkan *Startup* bertindak sebagai Agen. Metode penelitian ini adalah kualitatif dengan pendekatan studi kasus. Subjek penelitian ini terdiri dari 1 (satu) *Startup* pada sektor *financial technology* (*fintech*), serta 2 (dua) Modal Ventura, yaitu milik BUMN dan non-BUMN. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengendalian konflik agensi antara Modal Ventura dan *Startup* perlu dilakukan dengan penilaian pre-investasi secara menyeluruh mulai dari seleksi awal yang mencakup aspek keuangan dan non-keuangan, kontrak perjanjian dengan proses *due diligence*. Sementara, pasca-investasi dilakukan melalui pemantauan kinerja, pendanaan bertahap, dan membentuk Sindikat Modal Ventura.

Kata Kunci: konflik agensi, *moral hazard*, asimetri informasi, modal ventura, *startup*.

Agency Conflict Management in Investment Stages of Startups with Venture Capital Funding

ABSTRACT

This research aims to manage agency conflicts such as information asymmetry and moral hazard that occur during the pre-investment to post-investment phases. During the investment process, Venture Capital acts as the principal, while Startups act as the agents. This study employs a qualitative method with a case study approach. The research subjects consist of one (1) Startup in the financial technology (*fintech*) sector and two (2) Venture Capital firms, one owned by a State-Owned Enterprise (SOE) and the other privately owned. The findings indicate that managing agency conflicts between Venture Capital and Startups requires comprehensive pre-investment assessments, including initial selection that covers financial and non-financial aspects, as well as contractual agreements involving a due diligence process. Meanwhile, post-investment management is carried out through performance monitoring, staged funding, and forming a Venture Capital Syndicate.

Keywords: agency conflict, moral hazard, information asymmetry, venture capital, startup.



e-ISSN 2302-8556

Vol. 35 No. 2

Denpasar, 28 Februari 2025

Hal. 581-595

DOI:

10.24843/EJA.2025.v35.i02.p19

PENGUTIPAN:

Mustikoningsih, R., &

Frensidy, B. (2025).

Pengendalian Konflik Agensi dalam Tahapan Investasi pada *Startup* dengan Pendanaan Modal Ventura.

E-Jurnal Akuntansi,

35(2), 581-595

RIWAYAT ARTIKEL:

Artikel Masuk:

16 Desember 2024

Artikel Diterima:

12 Januari 2025

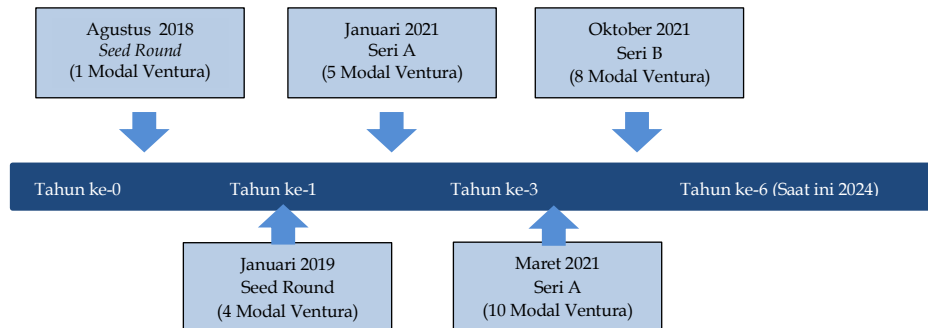
PENDAHULUAN

Indonesia menempati posisi ke-6 jumlah *Startup* terbanyak di dunia, yaitu sebesar 2.566 pada Januari 2024 (Startup Ranking, 2024). Jumlah tersebut menempati urutan pertama di Asia Tenggara dan posisi kedua di Asia. Permata Bachtiar et al. (2023) mengungkapkan bahwa peningkatan jumlah *Startup* di Indonesia seiring dengan semakin baiknya ekosistem dan infrastruktur digital.

Peranan Modal Ventura dibutuhkan sebagai pemberian modal kepada perusahaan rintisan (*Startup*) untuk mengembangkan skala bisnis. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan POJK Nomor 25/2023 mendefinisikan Modal Ventura sebagai kegiatan pembiayaan melalui penyertaan modal dan/atau pembiayaan untuk jangka waktu tertentu dalam pengembangan usaha pada pasangan usaha atau debitur. Modal Ventura mengutamakan pemberian modal kepada bisnis yang memiliki pertumbuhan tinggi dan cepat, sehingga investasi lebih banyak pada sektor teknologi (OJK, 2023). Setelah *Startup* berhasil mengembangkan pasar dengan skala yang lebih luas, Modal Ventura menggunakan skema akuisisi dan penawaran umum (IPO) sebagai strategi keluar (*Exit Strategy*) untuk mendapatkan likuiditas (Levis, 2011). Terdapat pertimbangan bagi Modal Ventura untuk berinvestasi pada *Startup* di Indonesia di antaranya, bisnis berkelanjutan, evaluasi risiko, sektoral, kepemimpinan, rekam jejak, pertumbuhan pasar, penerimaan pasar terhadap produk, dan pengembangan produk (Widyanto et al., 2019).

Pada tahun 2022, pendanaan Modal Ventura di tingkat global secara tahunan turun sebesar 20% hingga 40% (Bain and Company, 2023). Penurunan tersebut berlanjut dan terjadi di Indonesia. Jumlah *Startup* yang tumbuh signifikan di Indonesia tidak sejalan dengan jumlah pendanaan yang cenderung menurun. Hasil penelitian Semi (2024) menunjukkan bahwa pendanaan *Startup* pada Semester 1-2024, turun 79% jika dibandingkan pada Semester 2-2023 sebesar USD 191 juta. Sementara, total pendanaan *Startup* mencapai puncaknya pada Semester 2-2021 sebesar USD 5,7 miliar. Pada tahun 2022, pendanaan *Startup* mengalami penurunan yang diakibatkan oleh beberapa faktor, di antaranya kenaikan suku bunga, konflik geopolitik, serta manajemen *Startup* yang tidak efisien (PWC, 2023).

Landainya pendanaan *Startup* oleh Modal Ventura juga tercermin pada PT XYZ. Pendanaan terakhir yang didapatkan PT XYZ di tahun 2021, yaitu Seri B sebesar USD 153 juta. Tren jumlah pendanaan oleh Modal Ventura mengalami penurunan sejalan dengan belum adanya putaran lanjutan yang diterbitkan oleh PT XYZ. Berdasarkan hasil interview awal dengan Modal Ventura, penurunan pendanaan terjadi akibat Modal Ventura lebih selektif dalam berinvestasi pada *Startup* (XYZ, 2023).



Gambar 1.1 Putaran Pendanaan PT XYZ

Sumber: Data Penelitian, 2024

Setelah pendanaan terakhir yaitu Seri B pada tahun 2021, pertumbuhan kinerja PT XYZ mengalami fluktuasi (XYZ, 2023). Pada tahun 2023, pendapatan turun 3% *yoy* menjadi Rp88,57 miliar dan laba usaha terkoreksi 72% *yoy* menjadi Rp2,5 miliar.

Tabel 1. 1 Laporan Laba Rugi PT XYZ

Laba Rugi (Rp dalam juta)	2019	2020	2021	2022	2023
Pendapatan	407	5.186	75.847	90.911	88.579
%	-	1174%	1363%	20%	-3%
Laba Usaha	(3.289)	(105)	1.341	8.891	2.512
%	-	-	-	563%	-72%
Laba sebelum pajak	(1.813)	989	4.636	4.495	4.940
%	-	-	369%	-3%	10%
laba bersih	(1.813)	989	3.834	4.093	4.456
%	-	-	288%	7%	9%

Sumber: Data Penelitian, 2024

Kaplan & Strömberg (2004) mengungkapkan bahwa konflik agensi dalam proses investasi *Startup* oleh Modal Ventura dihadapkan pada kondisi asimetri informasi dan *moral hazard*. Konflik tersebut berdampak pada turunnya kinerja *Startup* sehingga mengurangi pengembalian investasi pada Modal Ventura. Konflik agensi dalam investasi Modal Ventura pada *Startup* terjadi karena masing-masing berperan sebagai agen dan prinsipal yang memiliki konflik kepentingan. Konflik agensi antara Modal Ventura sebagai prinsipal dan *Startup* sebagai agen terjadi karena perbedaan tujuan (Turcan, 2008). Modal Ventura menginginkan pertumbuhan cepat dengan keuntungan maksimum, namun dengan strategi keluar (*exit*) yang singkat. Sementara, *Startup* menginginkan kinerja perusahaan tumbuh berkelanjutan dalam jangka panjang.

Upaya mengendalikan asimetri informasi dan ketidakpastian dapat dilakukan melalui proses pengambilan keputusan pra-investasi hingga pengawasan aktif pasca-investasi. Sementara, konflik agensi berupa *moral hazard* dilakukan dengan aktivitas pemantauan pasca-investasi melalui pendanaan bertahap (Guo, 2010). Kaplan & Strömberg (2004) menemukan bahwa kontrak

awal investasi berdampak pada hubungan antara Modal Ventura dengan *Startup* (*Investee*) pasca-investasi. Penyusunan kontrak pada awal investasi berfungsi sebagai alat pemantau intervensi Modal Ventura pada kegiatan bisnis *Investee*.

PT XYZ dihadapkan pada menurunnya pertumbuhan kinerja yang tercermin dari pendapatan hingga laba. Penurunan kinerja juga sejalan dengan tidak adanya putaran pendanaan baru. Putaran pendanaan utama terakhir yang didapatkan PT XYZ, yaitu Seri B pada tahun 2021 sebesar USD 153 juta. Landainya pendanaan diakibatkan oleh Modal Ventura yang lebih selektif di tengah masifnya pertumbuhan *Startup* di Indonesia. Kaplan & Strömberg (2004) mengungkapkan bahwa investasi Modal Ventura pada *Startup* dihadapkan pada konflik agensi selama proses investasi. Ketidakpastian investasi pada perusahaan rintisan (*Startup*) memiliki hubungan dengan konflik keagenan berupa asimetri informasi dan *moral hazard*. Oleh karena itu, penelitian ini akan menganalisis konflik agensi berupa asimetri informasi dan *moral hazard* dalam proses investasi Modal Ventura kepada *Startup* mulai dari proses pre-investasi hingga pasca-investasi.

Hubungan keagenan adalah kontrak oleh satu orang atau lebih (prinsipal) yang melibatkan orang lain (agen) untuk pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan (Jensen & Meckling, 2019). Investasi Modal Ventura kepada *Startup* berkaitan dengan konflik agensi akibat adanya asimetri informasi dan tingkat ketidakpastian yang tinggi (Guo, 2010). Gornall & Strebulaev (2022) menjelaskan bahwa hubungan multi-prinsipal terjadi pada Modal Ventura yang berperan sebagai agen dan prinsipal secara bersamaan. Modal Ventura menjadi agen bagi Mitra yang menginginkan keuntungan dari investasinya. Di sisi lain, Modal Ventura juga berperan sebagai prinsipal bagi *Startup*.

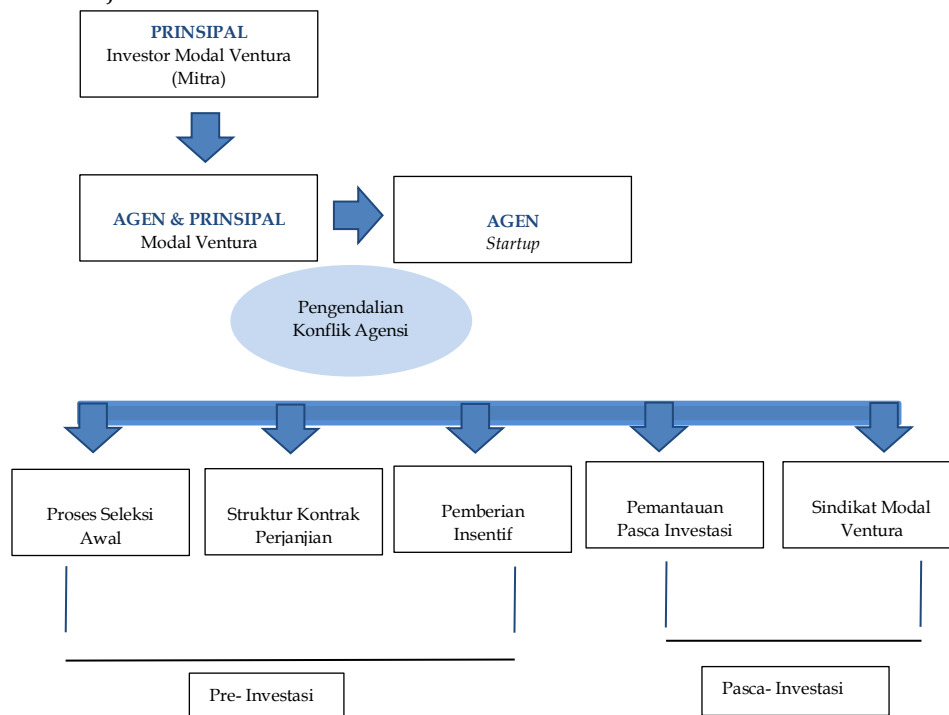
Hubungan multi-prinsipal memberikan tuntutan bagi masing-masing peran untuk menyelaraskan tujuan. Perbedaan pandangan tersebut pada akhirnya menimbulkan konflik agensi, seperti asimetri informasi dan *moral hazard* (Gornall & Strebulaev, 2022). Christensen et al. (2009) mengidentifikasi strategi untuk mengurangi konflik agensi mulai dari tahap awal hingga mencapai strategi keluar untuk menyeimbangkan kepentingan antara Modal Ventura dan *Investee*. *Startup* dengan pertumbuhan yang tinggi menimbulkan konflik agensi dengan Modal Ventura akibat adanya asimetri informasi dan *moral hazard*. Upaya mengurangi asimetri informasi dan *moral hazard* dilakukan Modal Ventura dengan memperhatikan proses investasi mulai dari pre-investasi hingga pasca-investasi (Guo, 2010).

Upaya meminimalkan konflik agensi pre-investasi dilakukan melalui seleksi awal, penyusunan kontrak perjanjian, serta skema pemberian insentif. Seleksi awal meliputi penilaian keuangan dan non-keuangan, seperti model bisnis, pangsa pasar, teknologi, tim manajemen dan risiko lain yang melekat. Sievers et al. (2013) dalam penelitiannya menemukan bahwa informasi non-keuangan dan keuangan sama kuatnya dalam valuasi pre-uang (*pre-money*). Valuasi *pre-money* menunjukkan nilai *Startup* sebelum investor memberikan pendanaan, sedangkan nilai *post-money* merupakan valuasi setelah perusahaan mendapatkan pendanaan (William R. Kerr, 2014).

Kontrak perjanjian berperan penting dalam mengurangi perilaku oportunistik. Modal Ventura dalam proses negosiasi perjanjian kontrak berusaha

mempertimbangkan hak arus kas, hak ekuitas, hak, hak suara, hak manajemen, hak likuidasi, hingga hak kontijensi (Kaplan & Strömberg, 2003) . Modal Ventura biasanya memilih kepemilikan ekuitas yang bisa dikonversi, seperti saham preferen konversi (*convertible preferred stock*) (Arcot, 2014). (Mason, 2006) mengungkapkan kelebihan lain dari *convertible preferred stock* adalah memberikan risiko minimum ketika perusahaan dilikuidasi. Sementara, pemberian insentif berfungsi untuk mengurangi konflik agensi antara Modal Ventura dan *Startup* dengan memberikan *vesting* pada capaian tertentu (Gornall & Strebulaev, 2022).

Pengendalian konflik agensi pasca-investasi dilakukan dengan pemantauan, pendanaan bertahap, serta membentuk Sindikat Modal Ventura (Guo, 2010) Pemberian dana secara bertahap memudahkan Modal Ventura untuk mengevaluasi proyek secara berkala. Sedangkan (Nguyen & Vu, 2021) menemukan bahwa melalui sindikat, Modal Ventura mencapai penjualan *multiple* yang optimal karena *Investee* lebih siap dan menunjukkan pertumbuhan berkelanjutan.



Gambar 1.2 Kerangka Penelitian

Sumber: Data Penelitian, 2024

METODE PENELITIAN

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah kualitatif. Tenny et al. (2022) menjelaskan penelitian kualitatif sebagai jenis penelitian yang mengeksplorasi dan memberikan wawasan lebih terhadap suatu permasalahan. Penelitian ini akan membahas fenomena konflik agensi yang terjadi dalam proses investasi Modal Ventura pada *Startup* mulai dari investasi pada tahap awal hingga Modal Ventura melakukan *exit*. Pemilihan sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* dipilih oleh peneliti untuk menentukan subjek

penelitian yang memiliki pengetahuan tentang fenomena yang sedang dipelajari. Metode ini efisien karena dapat menghemat waktu dan biaya (Gill, 2020).

Industri yang dijadikan subjek penelitian yaitu *Startup* dan Modal Ventura. Penelitian ini membahas fenomena konflik agensi selama proses investasi pada 3 (tiga) perusahaan berbeda, yaitu 1 (satu) *Startup* (PT XYZ) dan 2 (dua) perusahaan Modal Ventura, sehingga penelitian ini merupakan studi kasus dengan beberapa unit analisis (*multiple units of analysis*). Penelitian ini akan membandingkan konflik agensi yang dialami oleh masing-masing subjek penelitian untuk mendapatkan solusi dalam meminimalkan konflik agensi pada pre-investasi hingga pasca-investasi.

Sumber data yang digunakan pada penelitian ini adalah data primer dan sekunder. Data primer didapatkan secara langsung dari wawancara PT XYZ dan Modal Ventura. Sementara, data sekunder didapatkan melalui informasi yang dipublikasi melalui *website* perusahaan. Proses wawancara menggunakan skema *open-ended question*. Tenny et al. (2022) mengungkapkan penelitian kualitatif pada dasarnya merupakan pertanyaan *open-ended question*. Metode wawancara dilakukan secara semi-struktur dengan minimal jabatan kepala divisi dari pihak PT XYZ dan Modal Ventura. Sementara, jangka waktu penelitian secara keseluruhan dilakukan dalam waktu 6 (enam) bulan.

Tabel 1.2 Daftar Informan

No	Kode	Jumlah Informan	Posisi	Alasan Pemilihan Narasumber
1	Modal Ventura A" MVA"	1	Direktur Keuangan / <i>Chief Financial Officer</i> (CFO)	Direktur Keuangan pada Modal Ventura berfungsi sebagai pemegang tertinggi keputusan dalam menetapkan strategi investasi pada <i>Startup</i> hingga ke tahap <i>exit</i> . Direktur Keuangan juga menjalin hubungan dengan Mitra dan <i>Investee</i> , serta memimpin pelaporan portofolio investasi.
2	Modal Ventura B "MVB"	1	<i>Investment Manager</i>	Jabatan <i>Investment Manager</i> pada Modal Ventura melakukan perencanaan pada tahap seleksi awal <i>Startup</i> hingga menentukan strategi <i>exit</i> yang tepat. <i>Investment team</i> juga berfungsi dalam melakukan valuasi, pemantauan portofolio, serta membangun relasi dengan Mitra dan <i>Startup</i> .
3	PT XYZ	1	Direktur Investasi/ <i>Investment Director</i>	Direktur Investasi bertanggung jawab dalam mencapai visi, misi, dan strategi jangka panjang perusahaan. Direktur Investasi berpengaruh dalam pengambilan keputusan yang melibatkan seluruh pemangku kepentingan.

Sumber: Data Penelitian, 2024

Proses analisis data dilakukan menggunakan aplikasi NVivo 15. Tujuan dilakukan *content analysis* untuk mendeskripsikan karakteristik isi dokumen. Sementara itu, *thematic analysis* merupakan metode untuk mengidentifikasi dan melaporkan pola dalam suatu data (Vaismoradi et al., 2013). Analisis tematik melibatkan identifikasi benang merah yang tersebar di seluruh rangkaian wawancara. Pada metode ini peneliti dapat memaknai informasi dari narasumber yang menjelaskan suatu fenomena tertentu.

HASIL DAN PEMBAHASAN

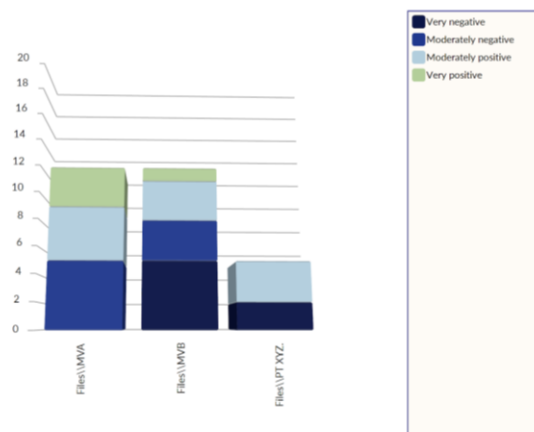
PT XYZ merupakan *Startup* yang bergerak pada sektor *financial technology (fintech)*. PT XYZ didirikan pada tahun 2018. Pendanaan pertama PT XYZ pada fase *Seed* terjadi di tahun 2018 dan 2019 meliputi 4 investor dengan dana senilai USD 2,1 juta. Putaran selanjutnya, pada Seri A di bulan Januari 2021, terdiri dari 5 investor dengan pendanaan senilai USD 25 juta. Putaran Seri A kedua diikuti oleh 10 investor dengan pendanaan USD 65 juta. Kemudian, pendanaan terakhir pada Oktober 2021 untuk Seri B, akumulasi dana yang terhimpun senilai USD 153 juta diikuti oleh 8 investor. Informan selanjutnya, Modal Ventura A (MVA) dimiliki oleh BUMN dengan diversifikasi portofolio di berbagai sektor namun memiliki fokus pada *fintech*. Sementara, informan Modal Ventura B (MVB) dimiliki oleh swasta dengan spesialisasi investasi pada pendanaan *early stage*. MVB menargetkan industri tertentu dengan pasar potensial yang memiliki *strategic buyer*, seperti sektor *consumer*, *fintech*, dan *business to business (B2B)*.

Tabel 1.3 Karakteristik Modal Ventura

Karakteristik Modal Ventura	MVA	MVB
Struktur	Modal Ventura Korporasi (BUMN)	Modal Ventura Institusi (Non-BUMN)
Segmen Portofolio	<i>Financial technology (fintech)</i>	<i>Consumer, financial technology (fintech), dan business to business (B2B)</i>
Dominasi Putaran Pendanaan	Seri B	<i>Early-stage (Seed dan Seri A)</i>
<i>Exit strategy</i>	Seri C, Seri D, dan IPO	Seri B
Jangka Waktu Investasi	3-6 tahun	8-10 tahun

Sumber: Data Penelitian, 2024

Berdasarkan hasil tematik analisis, didapatkan tema yang berkaitan dalam konflik agensi selama proses investasi *Startup* dan Modal Ventura selama proses Investasi. Berdasarkan hasil analisis tematik dengan identifikasi sentimen wawancara pada Gambar 1.3, informan memiliki respon yang *moderate negative* dan *very negative*. Hasil tersebut mendukung adanya konflik agensi, seperti asimetri informasi dan *moral hazard* selama proses investasi Modal Ventura kepada *Startup*.



Gambar 1.3 Hasil Analisis Sentimen Seluruh Informan

Sumber : Data Penelitian, 2024

Pengendalian konflik agensi pre-investasi sebelum adanya pendanaan oleh Modal Ventura kepada *Startup* dilakukan untuk meminimalkan asimetri informasi. Pengendalian konflik agensi pre-investasi dilakukan melalui tahapan seleksi awal, penyusunan kontrak perjanjian, serta pemberian insentif. Pada tahap seleksi awal Modal Ventura memilih *Startup* dengan penilaian faktor internal dan eksternal. Pada proses penilaian *Startup* secara internal, identifikasi dilakukan menggunakan aspek keuangan dan non-keuangan. Analisis non-keuangan meliputi penilaian terhadap model bisnis, kualitas dan rekam jejak pendiri, serta visi dan misi *Startup*. Aspek non-keuangan lebih dipertimbangkan dalam seleksi tahap awal karena *Startup* belum memiliki kinerja keuangan yang baik dengan skala bisnis terbatas.

Pengendalian konflik agensi pre-investasi selanjutnya adalah penyusunan struktur kontrak perjanjian antara *Startup* dengan Modal Ventura. Penyusunan kontrak perjanjian mempertimbangkan hak ekuitas, hak suara, hak manajemen, hak likuidasi, dan hak anti-dilusi. Upaya meminimalkan konflik dapat dilakukan dengan kontrak perjanjian yang telah disepakati untuk melindungi kepentingan kedua pihak.

MVA dan MVB memilih hak ekuitas berupa *convertible preferred stock* sebagai bentuk kepemilikan pada *Startup*. *Convertible preferred stock* digunakan karena memiliki hak yang lebih istimewa dibanding dengan saham biasa, serta lebih didahulukan ketika terjadi likuidasi. Likuidasi tidak hanya berupa IPO namun risiko *write off* juga dapat terjadi.

"Kami memilih convertible preferred stock untuk mendapatkan prioritas ketika saham dilikuidasi. Investasi pada Startup tidak mudah seperti yang dibayangkan. Pada tahap awal sebagian besar belum ada kinerja positif, sehingga sebagai penyedia modal kami harus mempertimbangkan risiko-risiko tersebut di awal, misalnya ketika kinerja tidak baik, maka kami akan kehilangan uang akibat perusahaan mengalami likuidasi akibat kinerja yang buruk" (MVA, 2024).

Convertible preferred stock memiliki hak suara terbatas, namun MVA dan MVB dapat bernegosiasi untuk mendapatkan hak suara yang sama dengan saham biasa, misalnya dalam memilih direksi.

MVA menggunakan hak likuidasi *convertible non-participating preferred stock* dan *convertible participating preferred stock*. Meskipun memiliki fleksibilitas yang sama, yaitu dapat dikonversi menjadi saham biasa dan didahulukan saat adanya likuidasi. Namun, *convertible participating preferred stock* memperoleh sisa keuntungan tambahan yang didapatkan pemegang saham biasa. Sementara, MVB hanya menggunakan hak likuidasi *convertible preferred stock* dengan tipe *convertible non-participating preferred stock* karena investasi lebih banyak pada *Startup* dalam tahapan *early stage*.

“Tipe saham yang kami gunakan dalam kepemilikan pada *Investee* adalah *convertible non-participating preferred stock*. Negosiasi cukup sulit jika kami menginginkan saham *convertible participating preferred stock* untuk mendapatkan sisa keuntungan tambahan” (MVB, 2024)

MVA tidak memiliki kontrol berupa hak manajemen dengan menetapkan pengurus dalam *Startup*. MVA fokus pada berbagai investasi portofolio yang dimiliki. Sementara, MVB memiliki hak manajemen berupa *board-seat* karena MVB lebih banyak berinvestasi pada fase *early stage* yang memungkinkan kepemilikan pada kisaran 10–30%. Asimetri informasi yang tinggi pada fase *early stage* mengurangi *agency cost* dalam proses pemantauan kinerja *Startup*.

MVA dan MVB mempertimbangkan perhitungan *Weighted Average-Dilution* jika terdapat putaran pendanaan baru. Strategi tersebut dilakukan untuk mengurangi efek dilusi akibat penerbitan saham baru yang berada di bawah harga penerbitan sebelumnya.

Tabel 1.4 Kontrak Perjanjian oleh MVA dan MVB

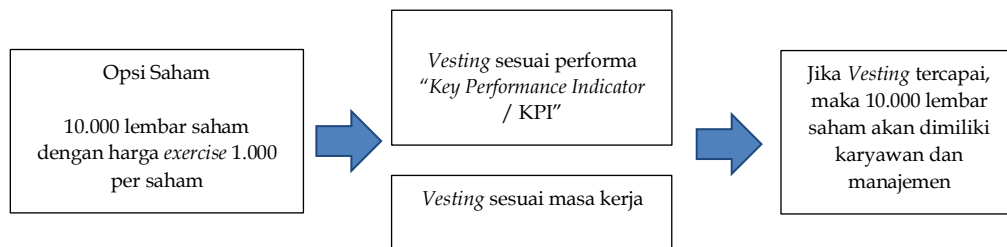
Term Perjanjian	MVA	MVB
Hak Ekuitas	<i>Convertible preferred stock</i>	<i>Convertible preferred stock</i>
Hak Suara	Hak suara tambahan sebagai kontrol	Hak suara tambahan sebagai kontrol
Hak Manajemen	<i>Tidak meminta board-seat</i>	<i>Board-seat</i>
Hak Likuidasi	<i>Convertible non-participating preferred stock dan Convertible participating preferred stock</i>	<i>Convertible non-participating preferred stock</i>
Hak Anti-Dilusi	<i>Weighted average-dilution</i>	<i>Weighted average-dilution</i>

Sumber: Data Penelitian, 2024

Upaya meminimalkan konflik agensi pada MVA, MVB, dan PT XYZ hanya berfokus terhadap hak yang melekat dalam Modal Ventura. Di sisi lain, hak yang diberikan kepada manajemen dan karyawan *Startup* berupa insentif untuk mengurangi konflik agensi belum dilakukan. PT XYZ pernah berencana menerapkan skema insentif pada tahun 2022 dengan memberikan opsi saham kepada manajemen dan karyawan. Namun, akibat efisiensi berupa pemangkasan jumlah karyawan sebagai upaya mengurangi beban operasional membuat PT XYZ tidak melanjutkan skema insentif tersebut.

“Kami pernah berencana memberikan insentif berupa opsi saham sesuai dengan masa kerja, namun sepertinya tidak efektif karena yang terjadi di tahun 2022 dan 2023 *turnover* karyawan cukup tinggi akibat kami melakukan efisiensi ” (XYZ, 2004).

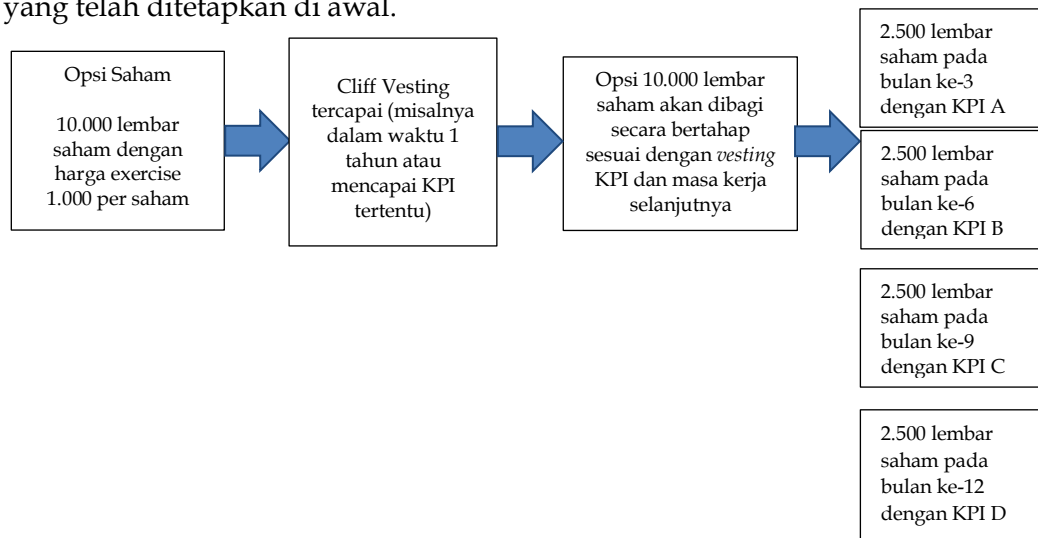
Terdapat dua mekanisme perjanjian *vesting* yang dapat dilakukan, yaitu *cliff vesting* dan *incremental vesting*. Pada masa *cliff vesting*, opsi saham yang dimiliki oleh manajemen dan karyawan PT XYZ tidak dapat diperoleh manfaatnya hingga periode atau capaian kinerja tertentu.



Gambar 1.4 Skema Insentif *Cliff vesting*

Sumber: Data Penelitian, 2024

Sementara, *incremental vesting* terjadi ketika periode *cliff* berakhir, kemudian opsi saham akan diterima secara bertahap sesuai dengan perjanjian yang telah ditetapkan di awal.



Gambar 1.5 Skema Insentif *Incremental vesting*

Sumber: Data Penelitian, 2024

Pengendalian konflik agensi pasca-investasi, dilakukan dengan dengan pemantauan (*monitoring*), pendanaan bertahap (*stage financing*), dan Sindikat Modal Ventura. Pasca-investasi, MVA tidak ikut serta dalam operasional *Startup*. MVA hanya fokus memberikan dana untuk penskalaan *Startup* ke depan. MVA memberikan dana kepada *Startup* untuk kebutuhannya sebagai belanja modal (*capital expenditure/capex*). Asimetri informasi yang terjadi antara pihak *Startup* dan Modal Ventura pasca-investasi diminimalkan dengan memperketat pemilihan hak-hak yang dilakukan pada proses *due diligence*.

"Kami tidak melakukan kontrol yang begitu ketat pada Startup meskipun hal itu dapat kami negosiasikan di awal perjanjian. Hal tersebut dilatarbelakangi bahwa kami bukan sebagai Pemegang Saham Pengendali (PSP). Kepemilikan kami pada Startup sering kali di bawah 15%. Sementara, kontrol yang terlalu tinggi juga bukan merupakan bisnis ideal bagi Modal Ventura. Pemberian kontrol jika memang bukan bagian dari perusahaan holding, biasanya hanya menempatkan komisaris" (MVA, 2024).

Di sisi lain, MVB yang fokus pada putaran pendanaan *early stage* termasuk pada fase *Seed* dan Seri A memiliki kontrol untuk mengatur tim manajemen *Startup*. Keterlibatan MVB lebih besar karena pada fase *early stage Startup* membutuhkan kapasitas dan kompetensi yang unggul untuk tumbuh dengan cepat. MVB menargetkan pertumbuhan *EV/Revenue* 5x pada saat *exit* melalui akuisisi.

"Hak atas informasi dan kontrol yang kami dapatkan dari Startup seperti, agenda pertemuan manajemen, RUPS, dan board-seat. Kami memberi ruang Mitra potensial kami untuk ikut serta dalam pengambilan keputusan pada Startup. Tim manajemen tergantung kondisi Investee dalam kisaran 1-3 orang. Jika Startup membutuhkan ahli atau koneksi yang dibutuhkan untuk mengembangkan bisnis, kami dapat memberikan value tersebut" (MVB, 2024).

Alokasi dana oleh MVA, MVB, dan PT XYZ dilakukan secara keseluruhan di awal putaran pendanaan. Sementara, asimetri informasi dapat diminimalkan dengan pendanaan secara bertahap pada fase pasca-investasi. Selain itu, pendanaan yang langsung diberikan secara keseluruhan di tahap awal berpotensi menimbulkan *moral hazard*, sehingga menyebabkan turunnya efisiensi dan profitabilitas *Startup*.

"Kami memberikan dana secara keseluruhan pada putaran pendanaan utama. Hal ini dilakukan untuk menjaga Startup melakukan mark-up valuasi ketika tujuannya terpenuhi" (MVB, 2024).

Penurunan kinerja PT XYZ secara tahunan tercermin pada landainya pertumbuhan pendapatan, laba usaha, dan laba bersih. Selain itu, rasio efektivitas penggunaan modal (*Return on Capital Employed /ROCE*) juga mengalami penurunan dari tahun ke tahun (*year on year/joy*).

"Pendanaan seluruhnya kami terima di awal, kemudian dananya digunakan untuk pemasaran dalam upaya meningkatkan brand awareness, membeli aset untuk pengembangan infrastruktur teknologi, serta investasi pada instrumen keuangan untuk mendapatkan return dari dividen, kupon, dan capital gain" (XYZ, 2024).

Kinerja keuangan PT XYZ setelah akhir pendanaan Seri B di tahun 2021 mengalami fluktuasi. Pada tahun 2023, pendapatan PT XYZ turun 3% *yoy* menjadi Rp88,57 miliar dan laba usaha terkoreksi 72% *yoy* menjadi Rp2,5 miliar. *Return on Capital Employed* (ROCE) yang menggambarkan efektivitas dan profitabilitas atas penggunaan modal juga mengalami penurunan.

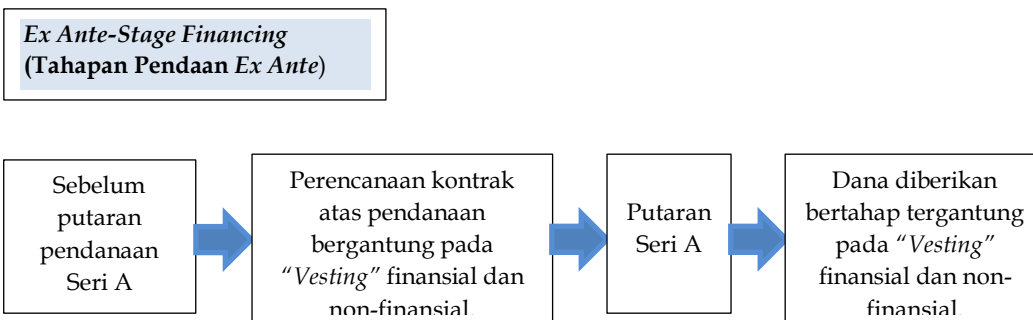
Tabel 1.5 Rasio Keuangan PT XYZ

Rasio Keuangan	2019	2020	2021	2022	2023
Imbal hasil atas dana pemegang saham/ <i>return on shareholder funds</i> (ROSF)	-	3,24%	13,49%	11,81%	11,62%
Imbal hasil atas modal yang digunakan/ <i>return on capital employed</i> (ROCE)	-	3,29%	13,42%	11,73%	11,39%
Imbal hasil atas total aset/ <i>return on assets</i> (ROA)	-	0,22%	0,40%	0,46%	0,40%
Rasio saat ini/ <i>current ratio</i>	1971%	107%	102%	103%	103%
Rasio utang terhadap ekuitas/ <i>debt to equity</i> (DER)	6,2%	12,8%	28,0%	81,5%	85,1%

Sumber : Data Penelitian, 2024

Fluktuasi pertumbuhan *Startup* memberikan cerminan bahwa perlu adanya kontrol bagi manajemen dapat menjalankan bisnis yang efisien. Jika pendanaan dilakukan secara bertahap dapat memberikan motivasi lebih kepada manajemen untuk mencapai target pertumbuhan yang berkelanjutan.

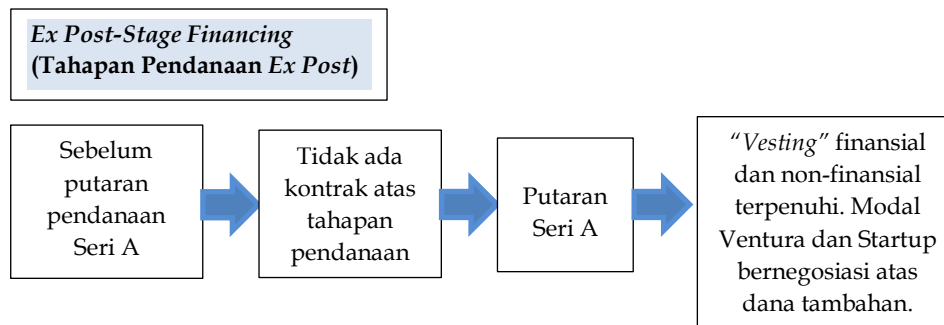
Terdapat skema pendanaan bertahap yang dapat dilakukan oleh Modal Ventura, yaitu pendanaan bertahap *ex ante* dan *ex post*. Skema *ex ante* mengharuskan Modal Ventura membahas kontrak perjanjian pendanaan bertahap di awal sebelum putaran utama.



Gambar 1.6 Pendanaan Bertahap *Ex Ante*

Sumber : Data Penelitian, 2024

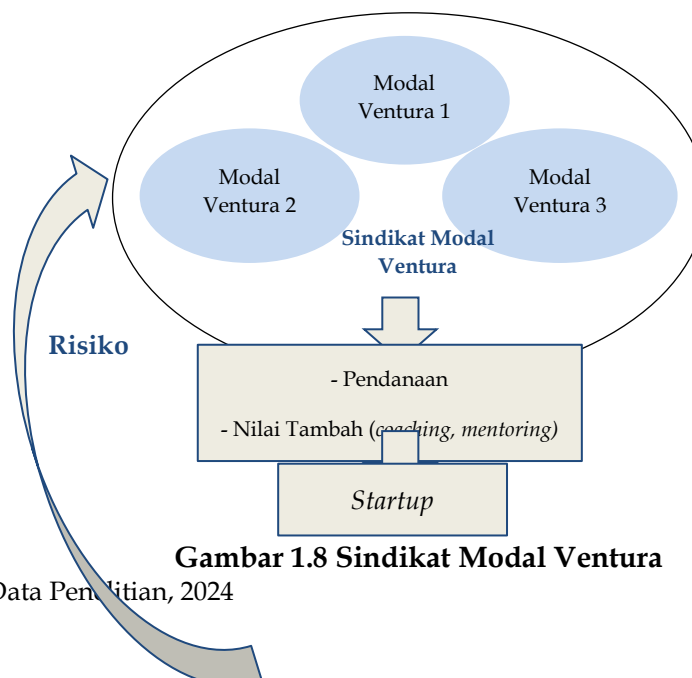
Di sisi lain, skema pendanaan bertahap *ex post* tidak membutuhkan perjanjian di awal sebelum putaran utama. Modal Ventura dapat menegosiasikan ulang tambahan pendanaan setelah *Startup* berhasil mencapai target keuangan dan non-keuangan tertentu.



Gambar 1.7 Pendanaan Bertahap Ex Post

Sumber: Data Penelitian, 2024

Selain pendanaan bertahap, pasca-investasi MVA tidak melakukan kontrol atas aktivitas *Startup* melalui sindikat modal ventura. Modal Ventura yang saling terhubung mengurangi *agency cost* pada proses pemantauan. Jaringan Modal Ventura juga membantu menghimpun dana yang lebih besar untuk meningkatkan skala bisnis *Startup*. Pasca-investasi, pengawasan kolektif yang dilakukan oleh Modal Ventura dengan keahlian manajemen keuangan dapat membantu *Startup* meningkatkan nilai perusahaan. MVB yang fokus pada pendanaan *Startup* pada fase early stage, yaitu *Seed* dan seri A menggunakan Sindikat Modal Ventura untuk membagi risiko yang terdesentralisasi. *Startup* dengan pada fase *early stage* memiliki risiko yang lebih besar menghadapi *write off*.



Gambar 1.8 Sindikat Modal Ventura

Sumber: Data Penelitian, 2024

SIMPULAN

Pengendalian konflik agensi berupa asimetri informasi dan *moral hazard* antara Modal Ventura dan *Startup* perlu dilakukan dengan penilaian pre-investasi secara menyeluruh mulai dari seleksi awal yang mencakup aspek keuangan dan non-keuangan, kontrak perjanjian dengan proses *due diligence*. Selanjutnya, upaya

pengendalian konflik agensi pasca-investasi dapat dilakukan melalui pemantauan (*monitoring*), pendanaan bertahap (*stage financing*), dan membentuk Sindikat Modal Ventura. Jika proses pengendalian konflik agensi berjalan dengan baik, maka Modal Ventura akan mendapatkan pengembalian maksimal atas nilai *Startup* yang terus meningkat.

Keterbatasan penelitian yang dapat dilengkapi oleh penelitian selanjutnya, yaitu penelitian ini hanya mengamati Modal Ventura yang dimiliki BUMN dan korporasi non-BUMN, sehingga belum mencerminkan seluruh sudut pandang dari Modal Ventura dengan tipe lainnya. Sementara, *Startup* yang dijadikan subjek penelitian berfokus pada sektor *fintech*. Modal Ventura sebagai subjek dalam penelitian ini juga tidak memiliki investasi langsung pada PT XYZ karena selain untuk mengurangi konflik kepentingan, sebagian besar Modal Ventura PT XYZ merupakan investor asing.

REFERENSI

- Arcot, S. (2014). Participating convertible preferred stock in venture capital exits. *Journal of Business Venturing*, 29(1).
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.001>.
- Bain and Company. (2023). *Indonesia Venture Capital Report 2023*.
- Christensen, E., Wuebker, R., & Wüstenhagen, R. (2009). Of acting principals and principal agents: goal incongruence in the venture capitalist-entrepreneur relationship. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 7(3).
<https://doi.org/10.1504/IJESB.2009.023025>.
- Gill, S. L. (2020). Qualitative sampling methods. *Journal of Human Lactation*, 579-581.
- Gornall, W., & Strebulae, I. A. (2022). The Contracting and Valuation of Venture Capital-Backed Companies. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4038538>.
- Guo, D. (2010). *era.ed.ac.uk*. Venture Capital Institutions and Venture Capitalists' Investment Activities: An Empirical Study on China:
<https://era.ed.ac.uk/handle/1842/3277>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1919). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*. <https://doi.org/10.4159/9780674274051-006>.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2). <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *Journal of Finance*, 59(5).
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00696>.
- Levis, M. (2011). The Performance Private Equity Backed Ipos. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1108343>.
- Mason, C. C.-E. (2006). Venture Capital and the Small Firm. In *Enterprise and Small Business: Principles, Practice and Policy 2nd Edition*, 357-384.
- Nguyen, G., & Vu, L. (2021). Does venture capital syndication affect mergers and acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 67.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101851>.

- OJK, (2023). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 25/POJK.01/2023 tentang Penyelenggaraan Usaha Perusahaan Modal Ventura dan Perusahaan Modal Ventura Syariah*.
- XYZ, (2023). *Laporan Keuangan Perusahaan*.
- Permata Bachtiar, P., Sawiji, H. W., Angelica, A., Yahya, F., & Vandenberg, P. (2023). *Indonesia's Technology Startups: Voices from the Ecosystems*.
- PWC. (2023). *Telecommunication, Media & Technology Update 2023 in Indonesia*. Diambil kembali dari www.pwc.com:
<https://www.pwc.com/id/en/publications/TMT/tmt-update-2023.pdf>.
- Semi, G. (2024). *INDONESIA TECH-H1 2024*.
- Sievers, S., Mokwa, C. F., & Keienburg, G. (2013). The Relevance of Financial versus Non-Financial Information for the Valuation of Venture Capital-Backed Firms. *European Accounting Review*, 22(3).
<https://doi.org/10.1080/09638180.2012.741051>.
- Startup Ranking. (2024). *Jumlah Startup di Indonesia*. Diambil kembali dari <https://www.startupranking.com/>.
- Tenny, S., Brannan, G. D., Brannan, J. M., & Sharts-Hopko, N. C. (2022). Qualitative Study - PubMed. *National Center for Biotechnology Information*.
- Turcan, R. V. (2008). Entrepreneur-venture capitalist relationships: Mitigating post-investment dyadic tensions. *Venture Capital*, 10(3).
<https://doi.org/10.1080/13691060802151960>.
- Vaismoradi, M., Turunen, H., & Bondas, T. (2013). Content analysis and thematic analysis: Implications for conducting a qualitative descriptive study. In *Nursing and Health Sciences* (Vol. 15, Issue 3).
<https://doi.org/10.1111/nhs.12048>.
- Widyanto, H. A., Dalimunthe, Z., & Triono, R. A. (2019). How venture capital firms evaluate Indonesian start-ups for financing. *Proceedings of the 33rd International Business Information Management Association Conference, IBIMA 2019: Education Excellence and Innovation Management through Vision 2020*.

Untuk memastikan artikel telah sesuai template jurnal, gunakan check list berikut: