

Ketika *Startup* Gagal: Analisis *Red flags* untuk Membedakan *Business Failure*, *Governance Failure*, dan *Fraud Risk* pada *TaniHub*, *Investree*, dan *eFishery*

Ari Utomo Saputra¹, Ari Ayu², Anisatun Humayrah Rais³, Hasma⁴, La Ode Abdul Rakhman⁵

¹Kewirausahaan, Institut Teknologi Sains dan Bisnis Muhammadiyah Selayar, Kepulauan Selayar, Indonesia

²Akuntansi, Universitas Ichsan Sidenreng Rappang, Sidenreng Rappang, Indonesia

³Akuntansi, Universitas Negeri Makassar, Makassar, Indonesia

⁴Akuntansi, Universitas Patria Artha, Makassar, Indonesia

⁵Akuntansi, Universitas Muhammadiyah Buton, Indonesia

Email: ¹arieutomosaputra@gmail.com, ²ariayulennarii@gmail.com,

³anisatun.humayrah.rais@unm.ac.id, ⁴hasma.akt@patria-artha.ac.id,

⁵laode.rakhman@gmail.com

Abstract

This study analyzes red flags in failed Indonesian startups and maps the characteristics of business failure, governance failure, and fraud risk in the context of venture capital funding. Using a multi-case study (Yin, 2018), the study examines TaniHub, Investree, and eFishery to identify their respective failure patterns. The results indicate that TaniHub experienced business failure due to premature expansion, excessive growth ambition, high burn rate, and cash flow anomalies. Investree experienced governance failure due to weak board oversight, internal controls, and post-investment monitoring. Meanwhile, eFishery indicated fraud risk triggered by founder dominance, founder-friendly governance, revenue quality issues, data inconsistencies, and failed investor verification. The cross-case analysis revealed systemic weaknesses in the form of ineffective monitoring, inadequate due diligence, and delayed response. Based on these findings, a Startup Failure Framework was developed that integrates Agency Theory, information asymmetry, red flags, and due diligence. This framework demonstrates that agency conflicts do not always lead to fraud but instead produce three different outcomes depending on the configuration of red flags and the effectiveness of oversight. This research contributes to expanding the venture capital governance literature across a single risk spectrum.

Keywords: Business Failure, Governance Failure, Fraud Risk, TaniHub, Investree, eFishery.

Abstrak

Penelitian ini menganalisis *red flags* pada startup Indonesia yang gagal serta memetakan karakteristik *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk* dalam konteks pendanaan *venture capital*. Menggunakan studi multi kasus (Yin, 2018), penelitian mengkaji TaniHub, Investree, dan eFishery untuk mengidentifikasi pola kegagalan masing-masing. Hasil menunjukkan TaniHub mengalami *business failure* akibat ekspansi prematur, *excessive growth ambition*, *high burn rate*, dan *cash flow anomaly*. Investree mengalami *governance failure* karena lemahnya *board oversight*, pengendalian internal, dan *monitoring* pasca-investasi. Sementara itu, eFishery mengindikasikan *fraud risk* yang dipicu oleh *founder dominance*, *founder-friendly governance*, masalah kualitas pendapatan, inkonsistensi data, serta kegagalan verifikasi investor. Analisis lintas kasus mengungkap adanya kelemahan sistemik berupa *ineffective monitoring*, *inadequate due diligence*, dan *delayed response*. Berdasarkan temuan ini, dikembangkan Startup Failure Framework yang mengintegrasikan *Agency Theory*, *information asymmetry*, *red flags*, dan *due diligence*. Kerangka ini membuktikan bahwa konflik keagenan

tidak selalu berujung pada *fraud*, melainkan menghasilkan tiga *outcome* berbeda tergantung konfigurasi *red flags* dan efektivitas pengawasan. Penelitian ini berkontribusi memperluas literatur tata kelola *venture capital* dalam satu spektrum risiko.

Kata Kunci: *Business Failure, Governance Failure, Fraud Risk, TaniHub, Investree, eFishery.*

1. PENDAHULUAN

Perkembangan ekosistem *startup* dalam satu dekade terakhir telah mendorong pertumbuhan investasi modal ventura (*venture capital*) di berbagai negara, termasuk Indonesia. Pendanaan yang besar memungkinkan *startup* bertumbuh dengan cepat melalui ekspansi pasar, pengembangan teknologi, dan peningkatan kapasitas operasional. Dalam praktiknya, *venture capital* tidak hanya berfungsi sebagai penyedia dana, tetapi juga berperan dalam memberikan pengawasan, pendampingan strategis, serta mekanisme tata kelola yang bertujuan mengurangi risiko kegagalan usaha dan konflik keagenan antara investor dan pendiri perusahaan [1,4,5].

Meskipun demikian, tingginya aliran investasi ke sektor *startup* tidak selalu diikuti dengan keberhasilan bisnis. Dalam beberapa tahun terakhir, sejumlah *startup* yang sebelumnya memperoleh pendanaan besar justru mengalami permasalahan serius. Kasus *TaniHub* menunjukkan bagaimana *startup* yang sempat memperoleh dukungan investor menghadapi kesulitan operasional, restrukturisasi bisnis, hingga penghentian beberapa lini usaha [24, 6, 18]. Di sisi lain, kasus *Investree* memperlihatkan kegagalan tata kelola yang berujung pada meningkatnya kredit bermasalah dan berbagai permasalahan kepatuhan [2, 20]. Sementara itu, kasus *eFishery* memunculkan dugaan manipulasi informasi dan pelaporan yang menimbulkan pertanyaan mengenai efektivitas pengawasan investor terhadap perusahaan yang telah memperoleh pendanaan dalam jumlah besar [16, 22, 8].

Berbagai kasus tersebut menunjukkan bahwa kegagalan *startup* tidak selalu memiliki karakteristik yang sama. Sebagian *startup* mengalami kegagalan akibat ketidakmampuan model bisnis menghasilkan nilai ekonomi yang berkelanjutan (*business failure*). Sebagian lainnya menghadapi masalah karena lemahnya mekanisme pengawasan dan tata kelola perusahaan (*governance failure*). Pada tingkat yang lebih serius, kegagalan tersebut dapat berkembang menjadi risiko kecurangan (*fraud risk*) ketika terdapat indikasi penyembunyian informasi, manipulasi data, atau penyajian informasi yang menyesatkan kepada investor dan pemangku kepentingan lainnya [11, 9].

Dari sudut pandang akuntansi dan keuangan, ketiga bentuk kegagalan tersebut pada dasarnya bersumber dari persoalan yang sama, yaitu asimetri informasi antara manajemen selaku agen dan investor selaku prinsipal [15]. Manajemen memiliki akses informasi keuangan dan operasional yang jauh lebih lengkap dibandingkan investor, sehingga kualitas pelaporan keuangan dan efektivitas fungsi audit internal menjadi penentu utama apakah asimetri tersebut dapat dikelola atau justru berkembang menjadi indikasi kecurangan. Standar audit internasional menegaskan bahwa auditor bertanggung jawab melakukan *fraud risk assessment* untuk mengidentifikasi kemungkinan salah saji material akibat kecurangan, termasuk menilai insentif, peluang, dan rasionalisasi yang mendorong manipulasi pelaporan [7, 21]. Pada *startup* bertumbuh cepat, tanggung jawab tersebut menjadi lebih kompleks karena tekanan pertumbuhan, minimnya pengendalian internal yang matang, dan terbatasnya kewajiban pelaporan dibandingkan perusahaan publik—kondisi yang membuat *red flags* akuntansi sering kali baru terdeteksi setelah kerugian terjadi.

Literatur mengenai kegagalan *startup* selama ini umumnya berfokus pada faktor-faktor operasional seperti *product-market fit*, *premature scaling*, keterbatasan sumber daya, dan strategi pertumbuhan yang tidak tepat. [3] menjelaskan bahwa *startup* merupakan organisasi yang dirancang untuk mencari model bisnis yang dapat diulang (*repeatable*) dan dapat ditingkatkan skalanya (*scalable*) dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi. Penelitian [11] menunjukkan bahwa banyak *startup* gagal karena melakukan ekspansi sebelum memperoleh validasi pasar yang memadai. Perspektif ini menjelaskan penyebab kegagalan bisnis, tetapi belum mampu menjelaskan mengapa sebagian *startup* yang mengalami tekanan bisnis kemudian berkembang menjadi masalah tata kelola atau bahkan indikasi kecurangan.

Selain itu, penelitian mengenai *fraud* pada *startup* masih relatif terbatas dibandingkan penelitian *fraud* pada perusahaan publik. Literatur *fraud* mengidentifikasi berbagai *red flags* seperti perilaku manajemen yang dominan, lemahnya pengendalian internal, anomali laporan keuangan, serta indikasi manipulasi informasi [21]. Dalam konteks *startup* [9] menemukan bahwa struktur tata

kelola yang terlalu berorientasi pada pendiri (*founder-friendly governance*) dapat meningkatkan peluang terjadinya *fraud* karena melemahkan fungsi *monitoring* investor.

Berdasarkan telaah literatur tersebut, terdapat setidaknya tiga kesenjangan penelitian. Pertama, penelitian *startup* failure menjelaskan penyebab kegagalan bisnis, tetapi belum menjelaskan bagaimana kegagalan bisnis dapat berkembang menjadi kegagalan tata kelola atau risiko kecurangan. Kedua, penelitian *venture capital governance* menjelaskan peran *monitoring* dan *due diligence*, tetapi belum menjelaskan bagaimana mekanisme tersebut dapat digunakan untuk membedakan *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk*. Ketiga, penelitian *fraud* lebih banyak berfokus pada identifikasi kecurangan setelah peristiwa terjadi (*ex post*), sehingga masih terbatas dalam menjelaskan *red flags* yang dapat digunakan sebagai sistem peringatan dini (*early warning system*) bagi investor *startup*.

Selain itu, berdasarkan penelusuran literatur yang dilakukan peneliti, masih sangat terbatas penelitian yang secara simultan membandingkan *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk* dalam satu desain multi kasus *startup*. Sebagian besar penelitian sebelumnya berfokus pada salah satu *outcome* secara terpisah sehingga belum mampu menjelaskan bagaimana kombinasi *red flags* menghasilkan *outcome* yang berbeda pada perusahaan yang sama-sama memperoleh pendanaan *venture capital*.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis *red flags* yang muncul pada kasus *TaniHub*, *Investree*, dan *eFishery* serta mengembangkan pemahaman mengenai perbedaan karakteristik *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk* pada *startup* yang memperoleh pendanaan *venture capital*. Melalui pendekatan studi multi kasus [23], penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis dalam mengintegrasikan literatur *startup* failure, *venture capital governance*, dan *fraud risk*, sekaligus memberikan implikasi praktis bagi investor, regulator, dan pelaku *startup* dalam mengidentifikasi risiko secara lebih dini.

Berdasarkan tujuan tersebut, pertanyaan penelitian yang diajukan adalah:

1. Bagaimana karakteristik risiko yang muncul pada kasus *TaniHub*, *Investree*, dan *eFishery*?
2. *Red flags* apa saja yang muncul sebelum terungkapnya permasalahan pada masing-masing *startup*?
3. Apakah *red flags* tersebut seharusnya dapat diidentifikasi melalui proses *due diligence* dan *monitoring* investasi?
4. Bagaimana *red flags* dapat digunakan untuk membedakan *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk* pada *startup* yang memperoleh pendanaan *venture capital*?

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Agency Theory dan Asimetri Informasi

Agency Theory menjelaskan hubungan kontraktual antara prinsipal (investor) dan agen (pendiri/manajemen), di mana perbedaan kepentingan dan informasi memunculkan *agency cost* [15]. Dalam konteks *venture capital*, konflik ini diperparah oleh tahap pertumbuhan perusahaan yang tinggi ketidakpastian dan minimnya track record keuangan, sehingga investor sangat bergantung pada representasi manajemen mengenai kinerja Perusahaan.

2.2. Tata Kelola Venture Capital dan Mekanisme Pengawasan

Di sisi lain, literatur *venture capital governance* menekankan pentingnya mekanisme pengawasan investor melalui proses *due diligence*, *monitoring*, struktur dewan, serta pengaturan hak kontrol. Penelitian [1] menunjukkan bahwa tingkat *monitoring venture capital* ditentukan oleh tingkat risiko bisnis dan risiko keagenan yang dihadapi perusahaan. [5] menemukan bahwa perusahaan yang didukung *venture capital* memiliki tingkat *monitoring* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lain, sedangkan [19] menunjukkan bahwa konflik keagenan pada *startup* dapat dikurangi melalui *due diligence* yang komprehensif, *monitoring* berkelanjutan, dan pendanaan bertahap. Literatur corporate governance dalam konteks VC menekankan bahwa struktur dewan, hak kontrol, dan covenant pendanaan berfungsi sebagai mekanisme substitusi bagi pengawasan eksternal yang biasanya berlaku pada perusahaan publik [4]. Ketika mekanisme ini lemah, kemampuan investor mendeteksi penyimpangan menjadi sangat terbatas.

2.3. Fraud Triangle/Fraud Pentagon dan Red flags Akuntansi

Fraud Triangle menjelaskan bahwa kecurangan muncul dari interaksi tiga elemen: tekanan (*pressure*), peluang (*opportunity*), dan rasionalisasi (*rationalization*) [7]. Perkembangan lebih lanjut melalui Fraud Pentagon menambahkan elemen kompetensi (*competence*) dan arogansi

(arrogance) sebagai faktor pendorong tambahan, yang relevan menjelaskan dominasi pendiri (founder dominance) pada startup bertata kelola lemah. Literatur red flags mengidentifikasi indikator perilaku, tata kelola, dan keuangan yang dapat menjadi sinyal peringatan dini kecurangan [21], sementara studi venture fraud menunjukkan bahwa struktur tata kelola yang terlalu berorientasi pada pendiri (founder-friendly governance) meningkatkan peluang terjadinya fraud dengan melemahkan fungsi monitoring investor [9].

3. METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan dan Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain studi multi-kasus (*multiple case study*). Metode ini dipilih untuk menjawab pertanyaan "how" dan "why" terkait fenomena kontemporer dalam konteks riil [23], khususnya guna mendalami karakteristik risiko, *red flags*, dan tata kelola *startup* didanai *venture capital* (VC). Strategi riset mengandalkan *theoretical replication* [23], di mana tiga objek dipilih sengaja untuk menunjukkan variasi *outcome* yang kontras: *TaniHub* (*Business failure* akibat problem operasional dan restrukturisasi), *Investree* (*Governance failure* akibat kegagalan pengawasan penyaluran pinjaman), dan *eFishery* (*Fraud risk* akibat dugaan manipulasi data dan misrepresentasi informasi). Perbandingan lintas kasus (*cross-case analysis*) dilakukan untuk mengevaluasi kemampuan pola *red flags* dalam membedakan ketiga *outcome* tersebut.

3.2. Unit Analisis, Sumber, dan Teknik Pengumpulan Data

Unit analisis penelitian ini adalah *red flags* indikator peringatan dini berbasis aspek perilaku, tata kelola, dan keuangan yang muncul sebelum krisis *startup* terungkap. Data yang digunakan adalah data sekunder bersumber dari berita/laporan investigasi [17] dokumen regulator [20], kementerian, dokumen pengadilan publik), siaran pers resmi perusahaan, serta literatur akademik relevan. Pengumpulan data dilakukan melalui studi dokumentasi yang dieksekusi dalam empat tahap: identifikasi dokumen kasus, seleksi kredibilitas sumber, ekstraksi informasi risiko/tata kelola, dan klasifikasi data sesuai kategori analisis.

3.3. Teknik Analisis Data dan Coding Framework

Analisis data menerapkan *thematic analysis* berbasis deductive coding menggunakan kerangka konseptual yang diturunkan dari literatur: *Behavioral Red flags* (BRF): *Founder dominance* (BRF1), *Overconfidence* (BRF2), *Excessive growth ambition* (BRF3), *Resistance to oversight* (BRF4). *Governance Red flags* (GRF): *Weak board oversight* (GRF1), *Weak internal control* (GRF2), *Ineffective monitoring* (GRF3), *Founder-friendly governance* (GRF4). *Financial Red flags* (FRF): *High burn rate* (FRF1), *Cash flow anomaly* (FRF2), *Revenue quality issue* (FRF3), *Data inconsistency* (FRF5). (Catatan: FRF4/*Problematic Receivables* dikeluarkan dari analisis lintas kasus karena ketiadaan bukti yang memadai). *Due diligence & Monitoring* (DDM): *Inadequate due diligence* (DDM1), *Weak post-investment monitoring* (DDM2), *Failure to verify information* (DDM3), *Delayed response to warning signs* (DDM4). Intensitas setiap *red flag* dinilai secara kualitatif menjadi tiga tingkat: Kuat (eksplisit dan didukung $>1\$$ sumber data), Sedang (muncul parsial atau bukti terbatas), dan Lemah (tidak jelas/kurang bukti). Analisis dijalankan dalam dua tahap: *within-case analysis* (evaluasi individual per kasus) mendahului *cross-case analysis* (sintesis komparatif antarkasus untuk membedakan *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk*).

Secara khusus untuk kategori Financial Red flags, operasionalisasi variabel ditetapkan sebagai berikut. High burn rate (FRF1) dinilai "Kuat" apabila sumber data secara eksplisit melaporkan bahwa laju pengeluaran operasional/ekspansi melebihi kemampuan pendapatan perusahaan dalam periode yang berkelanjutan, ditandai dengan tindakan korektif nyata seperti penutupan unit usaha atau PHK massal akibat tekanan kas; dinilai "Sedang" jika hanya disebut sebagai indikasi umum tanpa tindakan korektif yang terdokumentasi; dan "Lemah" jika tidak disinggung sama sekali. Cash flow anomaly (FRF2) dinilai "Kuat" apabila terdapat indikasi operating cash flow negatif yang persisten sehingga operasional perusahaan diduga dibiayai dari aktivitas pendanaan (financing activities)—tercermin dari kebutuhan pendanaan berulang dan restrukturisasi akibat tekanan likuiditas; dinilai "Sedang" jika hanya terindikasi tekanan likuiditas parsial (misalnya penurunan kualitas portofolio pembiayaan); dan "Lemah" jika tidak ada indikasi anomali arus kas. Revenue quality issue (FRF3) dinilai "Kuat" apabila ditemukan perbedaan material dan terdokumentasi antara data pendapatan internal dan data yang dilaporkan kepada investor/publik, mengindikasikan potensi revenue recognition yang tidak sesuai prinsip akuntansi; dinilai "Sedang" jika hanya ada indikasi kualitas pendapatan yang menurun tanpa bukti

perbedaan data ganda; dan "Lemah" jika tidak ditemukan indikasi. Klasifikasi ini konsisten dengan prinsip triangulasi sebagaimana dijelaskan pada bagian 3.4.

3.4. Keabsahan Data dan Alur Penelitian

Keabsahan data dan validitas temuan dijaga melalui teknik triangulasi sumber data serta *cross-case comparison* untuk memverifikasi konsistensi fakta dan variasi dampak dari *red flags* yang sama. Secara sistematis, alur penelitian ini bergerak melalui delapan tahapan: (1) identifikasi fenomena dan rumusan masalah; (2) kajian literatur dan penyusunan kerangka konseptual; (3) pengumpulan data sekunder tiga kasus; (4) proses penyusunan kode (*Coding Framework*); (5) analisis dalam kasus (*within-case*); (6) analisis lintas kasus (*cross-case*); (7) penyusunan pembahasan; hingga diakhiri dengan (8) penarikan kesimpulan teoretis dan praktis.

Untuk mengatasi keterbatasan data berita yang berpotensi mengandung bias jurnalistik dan kurang presisi secara akuntansi/hukum, validitas data diuji melalui triangulasi sumber tiga lapis. Pertama, setiap klaim faktual dari portal berita (misalnya nilai pendanaan, nominal dugaan kerugian, atau kronologi kejadian) diverifikasi silang dengan dokumen resmi apabila tersedia, seperti siaran pers regulator [20], putusan atau proses hukum yang dipublikasikan [17], dan rilis resmi perusahaan. Kedua, informasi yang hanya didukung satu sumber berita tanpa padanan dokumen resmi diberi status bukti "terbatas" dan tidak dijadikan dasar tunggal pengkodean *red flags* berintensitas "Kuat". Ketiga, dilakukan pengecekan konsistensi kronologis antar-sumber untuk memastikan urutan peristiwa (munculnya sinyal risiko menjadi tindakan korektif/regulator) tidak saling bertentangan. Sumber yang teridentifikasi memiliki konflik kepentingan langsung (misalnya rilis pers perusahaan terkait) tidak digunakan sebagai bukti tunggal untuk mendukung klasifikasi *red flags*, melainkan hanya sebagai pembanding narasi resmi versus temuan investigatif.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Kasus

4.1.1. TaniHub

TaniHub merupakan *startup* agritech Indonesia yang didirikan untuk menghubungkan petani dengan pasar melalui platform digital, yang dalam perkembangannya berhasil meraih pendanaan Seri B sebesar US\$65,5 juta pada tahun 2021 dari investor seperti MDI Ventures dan BRI Ventures [16]. Suntikan modal besar ini dialokasikan untuk melakukan ekspansi operasional agresif serta membangun infrastruktur berskala besar, termasuk perluasan lini usaha ke sektor logistik, pergudangan, dan pembiayaan melalui TaniFund. Namun sejak tahun 2022, perusahaan mulai menghadapi tekanan keuangan serius yang ditandai dengan perubahan strategi signifikan, restrukturisasi organisasi, pengurangan karyawan, hingga penghentian beberapa aktivitas bisnis utama. Meskipun perkembangan berikutnya memunculkan dugaan pengelolaan dana investasi yang melibatkan aparat penegak hukum, bukti yang tersedia menunjukkan bahwa permasalahan dominan perusahaan tetap berakar pada tekanan operasional, ekspansi yang tidak berkelanjutan, dan kegagalan model bisnis; sehingga *TaniHub* diklasifikasikan sebagai *business failure* dengan isu hukum sebagai faktor penyerta.

4.1.2. Investree

Investree merupakan *startup* peer-to-peer lending terkemuka di Indonesia yang berhasil menghimpun pendanaan besar dari investor domestik dan internasional. Namun, perusahaan ini mengalami krisis setelah ditemukannya dugaan pelanggaran tata kelola dan penyalahgunaan kewenangan oleh manajemen puncak, yang berujung pada pengunduran diri Adrian Gunadi selaku CEO atas tuduhan pemindahan dana ilegal ke rekening pribadi [10]. Situasi ini memicu tindakan pengawasan ketat dari regulator hingga Otoritas Jasa Keuangan [20] resmi mencabut izin usaha *Investree* dan menetapkan langkah penegakan hukum bagi pihak yang terlibat. Rangkaian peristiwa tersebut menjadikan *Investree* sebagai studi kasus penting bagi fenomena kegagalan tata kelola (*governance failure*) dalam ekosistem *startup* nasional [13].

4.1.3. eFishery

eFishery merupakan *startup aquaculture technology* sekaligus unicorn Indonesia yang meraih pendanaan besar dari berbagai investor internasional atas keberhasilannya mendigitalisasi sektor perikanan. Namun memasuki akhir 2024 hingga 2025, rangkaian laporan investigatif mengungkap dugaan manipulasi laporan keuangan sistematis jangka panjang, yang ditunjukkan oleh perbedaan ekstrem antara data internal riil dengan informasi pendapatan serta profitabilitas

yang disampaikan kepada investor [12]. Krisis misrepresentasi informasi ini berujung pada proses hukum terhadap pendiri beserta jajaran eksekutif perusahaan akibat timbulnya kerugian finansial yang signifikan bagi para pemangku kepentingan [14]. Alhasil, *eFishery* menjadi studi kasus yang sangat relevan untuk merepresentasikan kategori risiko kecurangan (*fraud risk*) dalam penelitian ini.

Tabel 4.1 Gambaran Kasus Penelitian

Kasus	Sektor	Tahun Berdiri	Outcome Dominan	Permasalahan Utama
<i>TaniHub</i>	<i>Agritech</i>	2016	<i>Business failure</i>	Ekspansi agresif, burn rate tinggi, tekanan arus kas
<i>Investree</i>	<i>Fintech P2P Lending</i>	2015	<i>Governance failure</i>	Kelemahan tata kelola, pengawasan dan pengendalian internal
<i>eFishery</i>	<i>Aquaculture Technology</i>	2013	<i>Fraud risk</i>	Manipulasi informasi keuangan dan data operasional

4.2. Analisis *Within-case*

Tabel 4.2 Ringkasan *Evidence* Utama per Kasus

Kasus	Evidence Utama	Sumber
<i>TaniHub</i>	Penutupan layanan B2C, restrukturisasi, PHK, ekspansi gudang	[16]
<i>Investree</i>	Dugaan pemindahan dana, pengunduran diri CEO, pencabutan izin OJK	[13]
<i>eFishery</i>	Manipulasi laporan keuangan, perbedaan data internal dan eksternal	[12, 14]

Tabel 4.3 *Evidence-Based Coding Matrix*

Kasus	Evidence	Kode
<i>TaniHub</i>	Ekspansi B2C, B2B, logistik dan TaniFund secara simultan	BRF3
<i>TaniHub</i>	Penutupan gudang Bandung dan Bali, PHK massal	FRF1
<i>Investree</i>	SPV PT RPU dan PT PRI digunakan menghimpun dana	BRF4
<i>Investree</i>	TWP90 16,44% dan ekuitas negatif	GRF2
<i>eFishery</i>	Pendapatan eksternal Rp12,3 T vs internal Rp2,6 T	FRF3
<i>eFishery</i>	Dua set laporan keuangan berbeda	FRF5
<i>eFishery</i>	<i>Fraud</i> baru terungkap setelah whistleblower	DDM3

4.2.1. Analisis *Red flags* pada *TaniHub*

Berdasarkan evidence matrix, *TaniHub* menunjukkan indikasi kuat *excessive growth ambition* (BRF3). Perusahaan melakukan ekspansi secara simultan ke berbagai lini bisnis, termasuk distribusi hasil pertanian (B2B), layanan konsumen (B2C), logistik, pergudangan, dan pembiayaan melalui TaniFund. Strategi pertumbuhan tersebut didukung oleh pendanaan Seri B sebesar US\$65,5 juta pada tahun 2021. Namun, dalam perkembangan berikutnya perusahaan melakukan restrukturisasi, menutup sejumlah fasilitas operasional, dan mengubah fokus bisnis setelah menghadapi tekanan keuangan yang signifikan. Berdasarkan *Coding Framework* penelitian, pola tersebut dikategorikan sebagai *excessive growth ambition* karena menunjukkan karakteristik premature scaling, yaitu ekspansi yang berlangsung lebih cepat dibandingkan kemampuan organisasi untuk membangun model bisnis yang berkelanjutan [11].

Dari aspek tata kelola, penelitian menemukan adanya indikasi *ineffective monitoring* (GRF3) yang relatif kuat. Meskipun perusahaan memperoleh pendanaan dari berbagai investor *venture capital*, sejumlah indikator penurunan kinerja berkembang dalam periode yang cukup panjang sebelum tindakan korektif dilakukan. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme *monitoring* pasca-investasi belum berjalan secara optimal dalam mendeteksi peningkatan risiko bisnis secara dini.

Pada dimensi financial *red flags*, penelitian menemukan indikasi kuat *High burn rate* (FRF1) dan *Cash flow anomaly* (FRF2). Berbagai sumber menunjukkan bahwa strategi ekspansi perusahaan membutuhkan investasi besar pada infrastruktur logistik, gudang, dan pengembangan berbagai unit bisnis secara bersamaan. Setelah periode pertumbuhan tersebut, perusahaan melakukan penutupan gudang, pengurangan karyawan, dan restrukturisasi operasional sebagai respons terhadap tekanan likuiditas dan keterbatasan pendanaan. Evidence tersebut menunjukkan bahwa tekanan arus kas dan tingginya konsumsi modal telah muncul sebelum krisis perusahaan menjadi perhatian publik. Sebaliknya, penelitian tidak menemukan bukti yang cukup kuat mengenai *Revenue quality issues* maupun data inconsistency yang mengarah pada dugaan manipulasi informasi secara sistematis.

Dilihat lebih rinci dari lensa akuntansi, pola tersebut konsisten dengan karakteristik operating cash flow yang negatif secara persisten, di mana kebutuhan kas untuk operasional dan ekspansi (pergudangan, logistik, dan pembiayaan melalui TaniFund) tidak tertutupi oleh arus kas dari aktivitas operasi, sehingga keberlangsungan usaha bergantung pada aliran dana dari aktivitas pendanaan (financing activities) yaitu putaran pendanaan berikutnya. Ketika akses pendanaan baru melambat, perusahaan tidak memiliki bantalan arus kas operasional yang memadai, yang pada akhirnya memicu restrukturisasi dan penutupan lini usaha. Pola ini berbeda dengan indikasi manipulasi pelaporan; anomali arus kas pada TaniHub lebih mencerminkan ketidakseimbangan struktur pendanaan (financing-dependent cash flow) dibandingkan rekayasa akuntansi.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa pola *red flags* pada TaniHub lebih banyak berkaitan dengan kelemahan model bisnis dan strategi pertumbuhan dibandingkan tindakan manipulatif yang disengaja. Oleh karena itu, berdasarkan konfigurasi *red flags* yang muncul, kasus TaniHub lebih tepat dikategorikan sebagai *business failure* dibandingkan *governance failure* maupun *fraud risk*.

4.2.2. Analisis *Red flags* pada Investree

Pada dimensi *Behavioral red flags*, penelitian menemukan indikasi *Resistance to oversight* (BRF4). Evidence yang ditemukan menunjukkan adanya tindakan manajemen yang diduga bertentangan dengan prinsip tata kelola perusahaan, termasuk pengakuan mengenai pemindahan dana perusahaan yang tidak sesuai dengan kebijakan internal. Selain itu, berbagai perkembangan kasus menunjukkan bahwa mekanisme pengawasan internal tidak mampu mencegah ataupun mendeteksi permasalahan tersebut secara dini. Berdasarkan *Coding Framework* penelitian, kondisi tersebut dikategorikan sebagai *Resistance to oversight* karena menunjukkan kecenderungan manajemen untuk bertindak di luar mekanisme kontrol yang seharusnya berlaku.

Namun demikian, penelitian tidak menemukan bukti yang cukup kuat mengenai *founder dominance* (BRF1). Berbeda dengan *eFishery* yang menunjukkan dominasi pendiri dalam proses pengambilan keputusan strategis, kasus Investree lebih banyak menunjukkan kegagalan sistem pengawasan organisasi secara keseluruhan dibandingkan dominasi individu tertentu. Oleh karena itu, indikator *founder dominance* dikategorikan lemah dalam matriks lintas kasus.

Pada dimensi *governance red flags*, tiga indikator muncul secara dominan, yaitu *weak board oversight* (GRF1), *Weak internal control* (GRF2), dan *ineffective monitoring* (GRF3). Berbagai perkembangan kasus menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola perusahaan gagal mengidentifikasi maupun mencegah tindakan manajemen yang berpotensi merugikan perusahaan dan investor. Pengunduran diri CEO pada tahun 2024 serta tindakan regulator berikutnya menunjukkan bahwa permasalahan tata kelola telah berkembang menjadi risiko yang material bagi keberlangsungan perusahaan [13]

Selain itu, pencabutan izin usaha oleh Otoritas Jasa Keuangan merupakan indikator kuat bahwa permasalahan yang terjadi tidak hanya bersifat operasional, tetapi juga berkaitan dengan kegagalan tata kelola yang mendasar. Dalam perspektif *Agency Theory*, kondisi tersebut menunjukkan bahwa mekanisme pengawasan yang dirancang untuk mengurangi konflik keagenan tidak mampu menjalankan fungsinya secara efektif.

Dari sudut pandang tata kelola keuangan, kegagalan internal control (GRF2) pada kasus ini tercermin dari lemahnya segregasi kewenangan otorisasi transaksi. Pemindahan dana perusahaan ke rekening pribadi yang diakui oleh mantan CEO [10] mengindikasikan bahwa otorisasi transfer dana tidak melalui mekanisme dual control atau maker-checker yang independen antara pihak yang mengajukan dan pihak yang menyetujui pencairan dana. Penggunaan struktur special purpose vehicle untuk menghimpun dana turut menunjukkan bahwa jalur pengendalian atas aliran dana investor menjadi lebih kompleks dan lebih sulit diawasi oleh dewan maupun fungsi audit internal. Kombinasi lemahnya segregation of duties dan minimnya verifikasi independen atas otorisasi dana inilah yang memungkinkan penyimpangan tersebut berlangsung tanpa terdeteksi lebih awal oleh mekanisme pengendalian internal perusahaan.

Pada aspek financial *red flags*, penelitian menemukan adanya indikasi *Revenue quality issues* (FRF3) dan *Cash flow anomaly* (FRF2) pada tingkat moderat. Berbagai laporan menunjukkan adanya permasalahan dalam kualitas portofolio pembiayaan dan meningkatnya risiko kredit yang pada akhirnya memengaruhi kinerja perusahaan. Namun demikian, bukti yang tersedia tidak menunjukkan adanya pola manipulasi laporan keuangan yang sistematis sebagaimana ditemukan pada kasus *eFishery*.

Dari perspektif *due diligence* dan *monitoring*, seluruh indikator dalam kategori DDM menunjukkan tingkat risiko yang tinggi. Temuan penelitian mengindikasikan bahwa investor maupun pihak pengawas gagal mengidentifikasi berbagai sinyal peringatan secara tepat waktu. *Inadequate due diligence* (DDM1), *weak post-investment monitoring* (DDM2), serta *delayed response to warning signs* (DDM4) terlihat dari lamanya periode antara munculnya berbagai permasalahan internal dengan tindakan korektif yang dilakukan oleh pemangku kepentingan perusahaan.

Berdasarkan konfigurasi *red flags* tersebut, *Investree* lebih tepat dikategorikan sebagai *governance failure*. Walaupun terdapat unsur pelanggaran dan penyalahgunaan kewenangan, pola dominan yang muncul dalam kasus ini adalah kegagalan mekanisme tata kelola perusahaan dalam menjalankan fungsi pengawasan dan pengendalian secara efektif.

4.2.3. Analisis *Red flags* pada *eFishery*

Kasus *eFishery* menunjukkan pola *red flags* yang paling kompleks dibandingkan dua kasus lainnya. Evidence yang ditemukan menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara informasi yang digunakan untuk kebutuhan internal perusahaan dan informasi yang disampaikan kepada investor. Beberapa laporan investigatif mengungkap adanya perbedaan material terkait pendapatan, profitabilitas, dan kinerja operasional perusahaan. Selain itu, proses pengambilan keputusan perusahaan terlihat sangat terpusat pada pendiri dan kelompok manajemen inti. Berdasarkan *Coding Framework* penelitian, kombinasi evidence tersebut dikategorikan sebagai *founder dominance* (BRF1), *Revenue quality issues* (FRF3), dan *data inconsistency* (FRF5), yang secara kolektif mengindikasikan peningkatan *fraud risk*.

Pada dimensi *Behavioral red flags*, indikator *founder dominance* (BRF1) muncul secara dominan. Berbagai laporan investigatif menunjukkan bahwa pengambilan keputusan strategis perusahaan sangat terpusat pada pendiri dan kelompok manajemen inti. Kondisi tersebut menciptakan ketergantungan organisasi terhadap sejumlah individu tertentu serta mengurangi efektivitas mekanisme *check and balance* dalam Perusahaan.

Selain itu, penelitian juga menemukan adanya *Resistance to oversight* (BRF4) yang kuat. Beberapa laporan menunjukkan bahwa informasi yang diterima investor tidak selalu mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Praktik tersebut menunjukkan adanya kecenderungan manajemen untuk mengendalikan arus informasi dan membatasi kemampuan pihak eksternal dalam melakukan verifikasi independen [12].

Dari perspektif tata kelola, *eFishery* memperlihatkan kombinasi *weak board oversight* (GRF1), *Weak internal control* (GRF2), *ineffective monitoring* (GRF3), serta *founder-friendly governance* (GRF4). Struktur tata kelola yang terlalu bergantung pada kepercayaan investor terhadap pendiri menyebabkan mekanisme pengawasan tidak berjalan secara efektif. Temuan ini sejalan dengan argumentasi [9] yang menjelaskan bahwa struktur tata kelola yang terlalu ramah terhadap pendiri dapat mengurangi efektivitas *monitoring* dan meningkatkan risiko *fraud*.

Financial *red flags* merupakan indikator yang paling kuat dalam kasus *eFishery*. Penelitian menemukan adanya *Revenue quality issues* (FRF3) dan *data inconsistency* (FRF5) yang secara eksplisit dilaporkan dalam berbagai sumber. Investigasi internal maupun eksternal menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara data yang digunakan untuk kebutuhan internal perusahaan dengan data yang disampaikan kepada investor. Selain itu, terdapat laporan mengenai manipulasi informasi pendapatan dan profitabilitas yang berlangsung dalam periode yang cukup panjang [12, 14].

Dikaji dari perspektif standar akuntansi, pola perbedaan ekstrem antara data pendapatan internal dan pendapatan yang dilaporkan kepada investor mengindikasikan potensi pelanggaran prinsip pengakuan pendapatan sebagaimana diatur dalam PSAK 72 tentang Pendapatan dari Kontrak dengan Pelanggan, yang mensyaratkan pengakuan pendapatan hanya ketika kewajiban kinerja (*performance obligation*) telah benar-benar terpenuhi. Berdasarkan pola bukti yang tersedia, terdapat dua kemungkinan mekanisme manipulasi: (1) pengakuan pendapatan fiktif (*fictitious revenue*), yaitu pencatatan transaksi penjualan yang tidak memiliki substansi ekonomi riil, tercermin dari kesenjangan besar antara volume transaksi yang dilaporkan dan kapasitas operasional aktual yang dapat diverifikasi; atau (2) perbedaan waktu pengakuan (*timing differences*), yaitu pengakuan pendapatan dipercepat sebelum kewajiban kinerja terpenuhi. Ada dua set laporan keuangan yang berbeda, satu untuk kebutuhan internal dan satu untuk pelaporan kepada investor lebih konsisten dengan pola pertama, karena menunjukkan kesengajaan sistematis dan bukan sekadar perbedaan estimasi akuntansi.

Temuan tersebut menunjukkan karakteristik yang sesuai dengan konsep financial *red flags* dalam literatur *fraud*. Anomali kualitas informasi keuangan dan ketidakkonsistenan data merupakan indikator penting yang sering muncul pada perusahaan yang melakukan manipulasi pelaporan.

Pada kategori *due diligence* dan *monitoring*, indikator failure to verify information (DDM3) muncul sebagai pembeda utama antara *eFishery* dan dua kasus lainnya. Berbagai laporan menunjukkan bahwa investor memperoleh akses terhadap informasi yang ternyata tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi aktual perusahaan. Dengan demikian, permasalahan utama tidak hanya terletak pada kualitas informasi yang diberikan oleh perusahaan, tetapi juga pada kegagalan investor dalam melakukan verifikasi independen terhadap informasi tersebut.

Secara keseluruhan, konfigurasi *red flags* pada *eFishery* menunjukkan kombinasi *founder dominance*, *founder-friendly governance*, *Revenue quality issues*, data inconsistency, serta failure to verify information. Kombinasi tersebut membedakan *eFishery* dari *TaniHub* dan *Investree* serta mengarah pada kategori *fraud risk*. Dengan kata lain, permasalahan utama *eFishery* tidak lagi terbatas pada kelemahan model bisnis atau tata kelola, melainkan telah berkembang menjadi dugaan manipulasi informasi yang sistematis dan berpotensi merugikan investor secara signifikan.

4.3. Analisis Lintas Kasus (Cross-case Analysis)

Tabel 4.4 Cross-case Pattern Matrix

Red Flag (Kode)	TaniHub	Investree	eFishery	Pembeda Outcome
A. Behavioral Red flags				
<i>Founder dominance</i> (BRF1)	Lemah	Lemah	Kuat	<i>Fraud risk</i>
<i>Excessive growth ambition</i> (BRF3)	Kuat	Sedang	Sedang	<i>Business failure</i>
<i>Resistance to oversight</i> (BRF4)	Lemah	Kuat	Kuat	<i>Governance failure / Fraud risk</i>
B. Governance Red flags				
<i>Weak Board oversight</i> (GRF1)	Sedang	Kuat	Kuat	<i>Governance failure</i>
<i>Weak internal control</i> (GRF2)	Sedang	Kuat	Kuat	<i>Governance failure</i>
<i>Ineffective monitoring</i> (GRF3)	Kuat	Kuat	Kuat	Lintas Kasus
<i>Founder-friendly Governance</i> (GRF4)	Lemah	Sedang	Kuat	<i>Fraud risk</i>
C. Financial Red flags				
<i>High burn rate</i> (FRF1)	Kuat	Lemah	Lemah	<i>Business failure</i>
<i>Cash flow anomaly</i> (FRF2)	Kuat	Sedang	Lemah	<i>Business failure</i>
<i>Revenue quality issue</i> (FRF3)	Lemah	Sedang	Kuat	<i>Fraud risk</i>
<i>Data Inconsistency</i> (FRF5)	Lemah	Sedang	Kuat	<i>Fraud risk</i>
D. Due diligence & Monitoring				
<i>Inadequate due diligence</i> (DDM1)	Kuat	Kuat	Kuat	Lintas Kasus
<i>Weak Post-Investment Monitoring</i> (DDM2)	Kuat	Kuat	Kuat	Lintas Kasus
<i>Failure to Verify Information</i> (DDM3)	Sedang	Sedang	Kuat	<i>Fraud risk</i>
<i>Delayed response to Warning Signs</i> (DDM4)	Kuat	Kuat	Kuat	Lintas Kasus
Outcome Dominan	<i>Business failure</i>	<i>Governance failure</i>	<i>Fraud risk</i>	

Analisis lintas kasus dilakukan untuk mengidentifikasi pola *red flags* yang membedakan *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk* pada *startup*. Berbeda dengan analisis *within-case* yang berfokus pada karakteristik masing-masing perusahaan, analisis ini bertujuan menemukan konfigurasi *red flags* yang secara konsisten muncul pada setiap kategori kegagalan. Hasil analisis didasarkan pada Cross-case Pattern Matrix yang telah disusun menggunakan Coding Framework BRF, GRF, FRF, dan DDM.

Temuan pertama menunjukkan bahwa *business failure* pada *TaniHub* didominasi oleh kombinasi *excessive growth ambition* (BRF3), *High burn rate* (FRF1), dan *Cash flow anomaly* (FRF2). Pola tersebut tercermin dari ekspansi bisnis yang agresif, pembangunan infrastruktur operasional yang membutuhkan modal besar, serta restrukturisasi dan penghentian beberapa unit bisnis ketika

perusahaan mengalami tekanan likuiditas [16]. Dalam kasus ini, *red flags* yang muncul lebih mencerminkan kelemahan strategi bisnis dibandingkan indikasi manipulasi informasi yang sistematis. Temuan ini sejalan dengan konsep premature scaling yang menjelaskan bahwa pertumbuhan yang terlalu cepat dapat menciptakan ketidakseimbangan antara kapasitas organisasi dan kebutuhan sumber daya perusahaan [11]

Temuan kedua menunjukkan bahwa *governance failure* pada *Investree* ditandai oleh dominasi indikator tata kelola, yaitu *weak board oversight* (GRF1), *Weak internal control* (GRF2), dan *ineffective monitoring* (GRF3). Berbagai laporan mengungkap adanya dugaan penyalahgunaan kewenangan oleh manajemen puncak, termasuk pengakuan mengenai pemindahan dana perusahaan yang tidak sesuai dengan kebijakan internal perusahaan [10]. Permasalahan tersebut berkembang menjadi krisis tata kelola yang lebih luas hingga berujung pada tindakan regulator berupa pencabutan izin usaha perusahaan [13]. Berbeda dengan *TaniHub* yang didominasi persoalan model bisnis, kasus *Investree* menunjukkan kegagalan mekanisme pengawasan dalam mendeteksi dan mengendalikan perilaku oportunistik manajemen. Temuan ini mendukung *Agency Theory* yang menyatakan bahwa konflik keagenan akan meningkat ketika sistem pengendalian dan pengawasan tidak mampu menjalankan fungsinya secara efektif [15].

Temuan ketiga menunjukkan bahwa *fraud risk* pada *eFishery* memiliki karakteristik yang berbeda secara fundamental dibandingkan dua kasus lainnya. Selain menunjukkan kelemahan tata kelola, berbagai laporan investigatif menemukan adanya perbedaan signifikan antara data internal perusahaan dan informasi yang disampaikan kepada investor, khususnya terkait pendapatan, profitabilitas, dan kinerja operasional perusahaan [12]. Situasi tersebut didukung oleh munculnya kombinasi *founder dominance* (BRF1), *founder-friendly governance* (GRF4), *Revenue quality issues* (FRF3), data inconsistency (FRF5), dan *failure to verify information* (DDM3). Temuan ini menunjukkan bahwa struktur tata kelola yang terlalu berorientasi pada kepercayaan terhadap pendiri dapat mengurangi efektivitas mekanisme pengawasan. Dalam kondisi tersebut, investor cenderung lebih mengandalkan reputasi dan narasi pertumbuhan dibandingkan proses verifikasi independen terhadap informasi yang disampaikan perusahaan. Pola ini konsisten dengan konsep *founder-friendly governance* yang dijelaskan oleh [9] sebagai salah satu kondisi yang meningkatkan peluang terjadinya *venture fraud*.

Beberapa laporan bahkan menyebutkan bahwa praktik penyampaian informasi yang tidak akurat berlangsung dalam periode yang cukup panjang sebelum akhirnya terungkap kepada investor dan publik [14]. Temuan ini menunjukkan bahwa risiko kecurangan muncul ketika kelemahan tata kelola berinteraksi dengan manipulasi informasi yang sistematis sehingga menciptakan asimetri informasi yang ekstrem antara pendiri dan investor.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa tidak semua *red flags* memiliki kemampuan yang sama dalam membedakan *outcome*. Beberapa indikator muncul pada seluruh kasus sehingga lebih tepat dipandang sebagai indikator umum risiko *startup*. Misalnya, *ineffective monitoring* (GRF3), *inadequate due diligence* (DDM1), *weak post-investment monitoring* (DDM2), dan *delayed response to warning signs* (DDM4) ditemukan pada ketiga kasus. Temuan ini menunjukkan bahwa keterbatasan *due diligence* dan *monitoring* merupakan masalah yang bersifat sistemik dalam ekosistem *startup* Indonesia. Dengan demikian, keberadaan indikator tersebut tidak cukup untuk membedakan jenis kegagalan, tetapi dapat berfungsi sebagai sinyal awal meningkatnya risiko perusahaan.

Sebaliknya, beberapa indikator terbukti memiliki kemampuan diskriminatif yang lebih tinggi. *High burn rate* dan *Cash flow anomaly* lebih dominan pada *business failure*. *Weak board oversight* dan *Weak internal control* lebih dominan pada *governance failure*. Sementara itu, *founder dominance*, data inconsistency, *Revenue quality issues*, dan *failure to verify information* muncul secara kuat pada *fraud risk*. Temuan ini menunjukkan bahwa proses identifikasi risiko *startup* tidak cukup hanya mengamati satu indikator secara terpisah, melainkan harus memperhatikan pola kombinasi *red flags* yang muncul secara bersamaan.

Berdasarkan hasil tersebut, penelitian ini mengusulkan bahwa hubungan antara ketiga kategori *outcome* bersifat bertingkat. *Business failure* dapat berkembang menjadi *governance failure* apabila tekanan operasional tidak diimbangi dengan penguatan sistem pengawasan. Selanjutnya, *governance failure* dapat berkembang menjadi *fraud risk* apabila kelemahan pengawasan menciptakan peluang bagi manajemen untuk menyembunyikan informasi atau melakukan manipulasi. Temuan ini sejalan dengan *Fraud Triangle* yang menjelaskan bahwa peluang (*opportunity*) merupakan salah satu faktor utama yang memungkinkan terjadinya kecurangan [7].

4.4. Peran *Due diligence* dan *Monitoring* dalam Identifikasi *Red flags*

Tabel 4.5 *Due diligence* Assessment Matrix

Kasus	<i>Red flags</i> yang Seharusnya Dapat Diidentifikasi	Tahap Deteksi Utama
TaniHub	<i>Excessive growth ambition</i> (BRF3), <i>High burn rate</i> (FRF1), <i>Cash flow anomaly</i> (FRF2)	<i>Due diligence</i> dan <i>monitoring</i>
Investree	<i>Weak Board oversight</i> (GRF1), <i>Weak internal control</i> (GRF2), <i>Resistance to oversight</i> (BRF4)	<i>Monitoring</i> pasca-investasi
eFishery	<i>Revenue quality issues</i> (FRF3), Data Inconsistency (FRF5), <i>Failure to Verify Information</i> (DDM3)	<i>Due diligence</i> forensik dan <i>monitoring</i>

Tabel 3.5 menunjukkan bahwa sebagian besar *red flags* sebenarnya telah muncul sebelum krisis pada masing-masing perusahaan terungkap kepada publik. Pada *TaniHub*, indikator yang dominan berupa ekspansi agresif, tingginya konsumsi kas, dan tekanan arus kas merupakan informasi yang relatif mudah diidentifikasi melalui evaluasi model bisnis dan laporan perkembangan perusahaan. Pada *Investree*, indikator utama lebih berkaitan dengan tata kelola sehingga efektivitas *monitoring* pasca-investasi menjadi faktor yang lebih penting dibandingkan proses *due diligence* awal [10]. Sementara itu, pada *eFishery*, tantangan utama bukan hanya memperoleh informasi, tetapi juga memverifikasi keandalan informasi yang disampaikan oleh manajemen perusahaan [12]. Temuan ini menunjukkan bahwa efektivitas *due diligence* tidak hanya ditentukan oleh ketersediaan informasi, tetapi juga oleh kemampuan investor untuk melakukan verifikasi independen terhadap informasi tersebut.

Salah satu tujuan utama penelitian ini adalah mengevaluasi apakah *red flags* yang muncul pada *TaniHub*, *Investree*, dan *eFishery* seharusnya dapat diidentifikasi melalui proses *due diligence* dan *monitoring*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar *red flags* sebenarnya telah muncul sebelum krisis perusahaan terungkap ke publik, tetapi tidak memperoleh respons yang memadai dari investor maupun mekanisme tata kelola internal.

Pada kasus *TaniHub*, berbagai indikator seperti ekspansi agresif, tingginya *burn rate*, dan tekanan arus kas telah muncul sebelum perusahaan melakukan restrukturisasi besar-besaran. Informasi mengenai ekspansi bisnis, pendanaan, dan perubahan strategi perusahaan tersedia secara luas melalui laporan media dan komunikasi korporasi. Kondisi ini menunjukkan bahwa tantangan utama bukanlah ketiadaan informasi, melainkan kegagalan investor dalam mengevaluasi keberlanjutan model bisnis secara kritis.

Pada *Investree*, masalah yang muncul lebih berkaitan dengan lemahnya *monitoring* pasca-investasi. Meskipun perusahaan beroperasi dalam sektor yang sangat diatur, berbagai permasalahan tata kelola berkembang dalam periode yang cukup panjang sebelum tindakan regulator dilakukan. Temuan ini menunjukkan bahwa *due diligence* yang baik pada tahap awal investasi tidak akan efektif apabila tidak diikuti dengan *monitoring* yang berkelanjutan setelah investasi dilakukan.

Kasus *eFishery* memberikan pelajaran yang berbeda. Berbagai informasi yang diterima investor ternyata tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya. Oleh karena itu, permasalahan utama bukan hanya *due diligence* yang kurang mendalam, tetapi juga kegagalan melakukan verifikasi independen terhadap informasi yang disampaikan oleh manajemen. Temuan ini mendukung argumentasi bahwa efektivitas *due diligence* tidak hanya ditentukan oleh jumlah informasi yang dikumpulkan, tetapi juga oleh kualitas proses verifikasi yang dilakukan investor.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa *due diligence* dan *monitoring* harus dipandang sebagai satu kesatuan mekanisme pengendalian risiko. *Due diligence* berfungsi mengurangi *Information Asymmetry* pada tahap pra-investasi, sedangkan *monitoring* berfungsi mengendalikan *agency conflict* pada tahap pasca-investasi. Kegagalan salah satu mekanisme tersebut akan meningkatkan kemungkinan munculnya *red flags* yang tidak terdeteksi hingga berkembang menjadi *business failure*, *governance failure*, atau *fraud risk*.

4.5. *Startup Failure Framework*

Berdasarkan hasil analisis, penelitian ini mengembangkan *Startup Failure Framework* yang mengintegrasikan *Agency Theory*, *Information Asymmetry*, *red flags*, dan *due diligence* dalam menjelaskan kegagalan *startup*.

Framework ini menunjukkan bahwa hubungan antara investor dan pendiri *startup* pada dasarnya dibentuk oleh *Information Asymmetry*. Pendiri memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan investor sehingga menciptakan potensi konflik keagenan. Dalam kondisi tersebut, berbagai *red flags* mulai muncul dalam bentuk perilaku manajemen, kelemahan tata kelola, maupun anomali keuangan.

Apabila *red flags* tersebut tidak terdeteksi atau tidak ditindaklanjuti secara memadai, perusahaan dapat berkembang menuju tiga *outcome* yang berbeda. *Outcome* pertama adalah *business failure*, yang ditandai oleh dominasi *red flags* operasional dan keuangan seperti *excessive growth ambition*, *High burn rate*, dan *Cash flow anomaly*. *Outcome* kedua adalah *governance failure*, yang ditandai oleh dominasi kelemahan tata kelola seperti *weak board oversight*, *Weak internal control*, dan *ineffective monitoring*. *Outcome* ketiga adalah *fraud risk*, yang muncul ketika kelemahan tata kelola berinteraksi dengan manipulasi informasi, sehingga menghasilkan kombinasi *founder dominance*, data inconsistency, *Revenue quality issues*, dan *failure to verify information*.

Dalam *Framework* ini, *due diligence* dan *monitoring* berfungsi sebagai mekanisme deteksi dan mitigasi risiko. Kedua mekanisme tersebut berperan mengurangi *Information Asymmetry*, memperkuat pengawasan, dan meningkatkan kemampuan investor dalam mengidentifikasi *red flags* sebelum berkembang menjadi kegagalan yang lebih serius.

Dengan demikian, kontribusi utama penelitian ini adalah menunjukkan bahwa kegagalan *startup* tidak dapat dijelaskan hanya melalui faktor bisnis, tata kelola, atau kecurangan secara terpisah. Ketiga kategori tersebut berada dalam satu spektrum risiko yang saling berhubungan dan dapat dipahami melalui pola kombinasi *red flags* yang muncul sepanjang siklus perkembangan *startup*.

Tabel 4.6 *Startup Failure Framework*

Tahap	Komponen	Penjelasan
1	<i>Agency Theory</i>	Hubungan <i>principal-agent</i> antara investor dan founder
2	<i>Information Asymmetry</i>	Founder memiliki informasi lebih banyak dibanding investor
3	Agency Conflict	Perbedaan kepentingan memunculkan potensi perilaku oportunistik
4	<i>Red flags</i>	<i>Behavioral</i> , <i>Governance</i> , dan <i>Financial Red flags</i>
5	<i>Due diligence</i> & <i>Monitoring</i>	Mekanisme deteksi dan mitigasi risiko
6	<i>Outcome</i>	<i>Business failure</i> , <i>Governance failure</i> , atau <i>Fraud risk</i>

Temuan penelitian menunjukkan bahwa *Agency Theory* dalam konteks *venture capital* tidak selalu berujung pada *fraud*. Konflik keagenan dapat menghasilkan tiga *outcome* yang berbeda, yaitu *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk*. Perbedaan *outcome* tersebut ditentukan oleh konfigurasi *red flags* yang muncul serta efektivitas *due diligence* dan *monitoring* yang dilakukan investor. Dengan demikian, penelitian ini memperluas pemahaman mengenai hubungan antara *Information Asymmetry*, *red flags*, dan kegagalan *startup* pada konteks pasar berkembang.

4.6. Perbandingan dengan Penelitian Terdahulu

Startup Failure Framework yang dihasilkan penelitian ini memperluas literatur akuntansi forensik dan audit tata kelola dalam beberapa hal. Pertama, dibandingkan studi fraud konvensional yang umumnya menguji Fraud Triangle/Pentagon pada perusahaan publik dengan data laporan keuangan teraudit [7, 21], penelitian ini menunjukkan bahwa pada startup non publik, elemen "peluang" (opportunity) dalam segitiga kecurangan justru diperbesar oleh ketiadaan kewajiban audit eksternal reguler dan lemahnya disclosure requirement, bukan semata oleh kelemahan pengendalian internal seperti pada perusahaan publik. Kedua, dibandingkan literatur tata kelola *venture capital* yang menekankan monitoring dan hak kontrol sebagai mekanisme substitusi pengawasan [1, 4, 5], temuan tiga kasus ini memperlihatkan bahwa mekanisme tersebut pada praktiknya sering berhenti pada tahap *due diligence* awal dan tidak berlanjut menjadi monitoring pasca investasi yang memadai konsisten dengan gagasan [19] namun memperluasnya dengan menunjukkan variasi *outcome* tergantung tahap kegagalan mekanisme tersebut. Ketiga, berbeda dengan studi *venture fraud* yang memandang founder-friendly governance sebagai prediktor tunggal risiko kecurangan [9], penelitian ini menunjukkan bahwa faktor tersebut baru berkembang menjadi *fraud risk* apabila berinteraksi dengan manipulasi informasi keuangan (*revenue quality issues*), bukan berdiri sendiri. Dengan demikian, kontribusi state of the art penelitian ini terletak pada penempatan *business failure*, *governance failure*, dan *fraud risk* dalam satu spektrum bertingkat, alih-alih memperlakukannya sebagai kategori yang berdiri sendiri sebagaimana lazim pada penelitian-penelitian sebelumnya.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan *multiple case study* pada *TaniHub*, *Investree*, dan *eFishery* untuk mengidentifikasi *red flags*, menganalisis perbedaannya terhadap *outcome* kegagalan, serta mengevaluasi peran *due diligence* dan *monitoring* investor. Hasil riset menunjukkan bahwa setiap kategori kegagalan memiliki konfigurasi *red flags* yang unik: *TaniHub* diklasifikasikan sebagai *business failure* karena didominasi oleh tekanan operasional-finansial seperti *excessive growth ambition*, *High burn rate*, dan *Cash flow anomaly*; *Investree* sebagai *governance failure* akibat lumpuhnya sistem pengawasan yang ditandai oleh *weak board oversight*, *Weak internal control*, *ineffective monitoring*, dan *Resistance to oversight*; sedangkan *eFishery* tergolong *fraud risk* karena adanya interaksi destruktif antara kelemahan tata kelola (*founder dominance* dan *founder-friendly governance*) dengan manipulasi informasi (*Revenue quality issues* dan *data inconsistency*). Analisis lintas kasus membuktikan bahwa mayoritas indikator peringatan ini sebenarnya telah muncul sebelum krisis meledak, namun gagal ditindaklanjuti akibat lemahnya verifikasi independen dan pemantauan pasca-investasi oleh investor.

Berdasarkan temuan tersebut, penelitian ini mengintegrasikan Agency Theory dan asimetri informasi untuk mengembangkan Startup Failure Framework, sebuah model yang menjelaskan bagaimana konflik keagenan menghasilkan tiga outcome berbeda tergantung pada kombinasi risiko dan efektivitas pengawasan investor. Kontribusi utama riset ini terletak pada pengenalan pendekatan pattern-based assessment, yang memperluas literatur startup failure dan venture capital governance dengan menempatkan ketiga jenis kegagalan ke dalam satu spektrum risiko yang saling berhubungan berdasarkan konfigurasi *red flags* yang muncul secara simultan.

Temuan ini memberikan implikasi praktis bagi tiga pemangku kepentingan. Bagi pembuat kebijakan/regulator, pola *red flags* yang baru terdeteksi setelah krisis meledak pada ketiga kasus menunjukkan perlunya kewajiban audit eksternal reguler bagi startup yang telah mencapai ambang pendanaan atau valuasi tertentu (misalnya sejak pendanaan Seri B ke atas atau status unicorn), disertai standar pelaporan keuangan minimum dan kewajiban pengungkapan (*disclosure*) berkala kepada regulator sektor terkait (OJK untuk fintech, kementerian teknis untuk sektor lain), sehingga sinyal peringatan dini tidak hanya bergantung pada inisiatif investor swasta. Bagi Kantor Akuntan Publik (KAP) yang melakukan *due diligence* atau audit atas startup berbasis teknologi, hasil analisis FRF pada *eFishery* dan *Investree* menegaskan perlunya prosedur audit yang secara khusus menguji rekonsiliasi antara data operasional internal (misalnya data transaksi, volume produksi, atau log sistem) dengan angka pendapatan yang dilaporkan, verifikasi independen terhadap otorisasi dan segregasi kewenangan pencairan dana, serta uji substantif atas pengakuan pendapatan sesuai PSAK 72, bukan hanya mengandalkan representasi manajemen dan dokumen yang disediakan perusahaan. Prosedur forensic *due diligence* semacam ini penting terutama karena startup pra-IPO umumnya belum diwajibkan menjalani audit eksternal yang setara dengan perusahaan publik.

Untuk pengembangan ke depan, penelitian selanjutnya disarankan memperluas sampel dengan membandingkan startup gagal dan sukses untuk menguji daya beda (*discriminant validity*) kerangka ini secara lebih ketat, mengembangkan instrumen kuantitatif berbasis pola *red flags* sebagai *early warning system* yang dapat diuji pada data laporan keuangan riil, serta memperluas konteks geografis melalui studi komparatif di Asia Tenggara guna menguji pengaruh lingkungan institusional dan kerangka regulasi terhadap risiko kegagalan startup.

REFERENCES

- [1] Barney, J. B. (1989). The structure of *venture capital governance*: An organizational economic analysis of relations between *venture capital* firms and new ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13(4), 19–30. <https://drive.google.com/file/d/1AzVXZoEnrK1G0bPfN8n8mwwwveGNDRv7X/view?usp=sharing>
- [2] Bisnis.com. (2024, Oktober 24). *Profil Adrian Gunadi, CEO Investree yang diburu OJK*. <https://entrepreneur.bisnis.com/read/20241024/265/1810149/profil-adrian-gunadi-ceo-Investree-yang-diburu-ojk>.
- [3] Blank, S. (2013). Why the lean start-up changes everything. *Harvard Business Review*, 91(5), 63–72. <https://drive.google.com/file/d/1sJOKyXNWrtE8ZVzyW2b0bQtvK3aXETri/view?usp=sharing>

- [4] Bonnet, C., & Wirtz, P. (2012). Investor type, cognitive *governance* and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual *Framework*. *Venture capital*, 14(2–3), 167–187. <https://drive.google.com/file/d/1LeN0yf3gA567x6JSZ1j0cALkj5695UMI/view?usp=sharing>
- [5] Campbell, T. L., & Frye, M. B. (2009). *Venture capitalist monitoring: Evidence from governance structures*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(1), 265–282. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.001>.
- [6] CNN Indonesia. (2022, Oktober 14). *Daftar startup bangkrut, PHK dan tutup layanan di RI pada 2022*. <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20221014204529-92-860815/daftar-startup-bangkrut-phk-dan-tutup-layanan-di-ri-pada-2022>.
- [7] Cressey, D. R. (1953). *Other people's money: A study in the social psychology of embezzlement*. Free Press. <https://drive.google.com/file/d/1yITPg2rsew-cBh73AoTXUSATosjDrD7T/view?usp=sharing>
- [8] DealStreetAsia. (2024, Desember 15). Laporan dugaan *fraud eFishery* pertama kali dipublikasikan. Dikutip dalam: Tempo.co. *Perjalanan kasus penipuan dan penggelapan dana e-Fishery*. <https://www.tempo.co/ekonomi/perjalanan-kasus-penipuan-dan-penggelapan-dana-eFishery-2055281>
- [9] Dyck, A., Morse, A., Shive, S., & Zingales, L. (2026). *Venture fraud* (NBER Working Paper No. 34868). National Bureau of Economic Research. https://drive.google.com/file/d/1eme5D-aTkO2xlqXu0MX8sl_tfjYnlhCn/view?usp=sharing
- [10] Fintech News Singapore. (2024). Artikel terkait pengunduran diri CEO *Investree* dan isu tata kelola. Diakses dari <https://fintechnews.sg>.
- [11] Giardino, C., Wang, X., Abrahamsson, P., & Unterkalmsteiner, M. (2017). Why early-stage software startups fail: A *Behavioral Framework*. *Empirical Software Engineering*, 22(1), 177–215. <https://doi.org/10.1007/s10664-016-9457-3>
- [12] Indonesia Business Post. (2025). Artikel terkait dugaan manipulasi data *eFishery*. Diakses dari <https://indonesiabusinesspost.com>
- [13] Jakarta Globe. (2024). Artikel terkait tindakan regulator terhadap *Investree*. Diakses dari <https://jakartaglobe.id>
- [14] Jakarta Globe. (2025). Artikel terkait perkembangan kasus *eFishery*. Diakses dari <https://jakartaglobe.id>
- [15] 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://drive.google.com/file/d/1DJOu7p-r4NEimxbXXvi7iXvj8yUCR5BX/view?usp=sharing>
- [16] Kompas.com. (2025, Januari 26). *eFishery terlibat skandal keuangan Rp9,74 triliun: Apa yang terjadi?* <https://www.kompas.com/jawa-barat/read/2025/01/26/060000588/eFishery-terlibat-skandal-keuangan-rp-9-74-triliun--apa-yang-terjadi->
- [17] CNBC Indonesia. (2026, April 29). *Gibran divonis penjara 9 tahun, manipulasi laporan keuangan eFishery*. <https://www.cnbcindonesia.com/tech/20260429163411-37-731012/gibran-divonis-penjara-9-tahun-manipulasi-laporan-keuangan-eFishery>
- [18] Monitor Indonesia. (2025, Mei 3). *Di balik tampilan luar yang sehat, TaniHub banyak utang-salah urus dana investor*. <https://monitorindonesia.com/ekonomi/read/2025/05/607156/di-balik-tampilan-luar-yang-sehat-tani-hub-banyak-utang-salah-urus-dana-investor-entah-siapa-yang-salah>
- [19] Mustikoningsih, R., & Frensidy, B. (2025). Pengendalian konflik agensi dalam tahapan investasi pada startup dengan pendanaan modal ventura. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(2), 581–595. <https://ejournal1.unud.ac.id/index.php/akuntansi/article/download/4696/2713>
- [20] OJK. (2024, Oktober 21). *Siaran pers: OJK cabut izin usaha PT Investree Radhika Jaya (KEP-53/D.06/2024)*. <https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/OJK-Cabut-Izin-Usaha-PT-Investree-Radhika-Jaya.aspx>
- [21] Sandhu, N. (2019). Behavioural *red flags of fraud*: An ex post assessment of types and frequencies. *Global Business Review*, 1–19. doi: 10.1177/0972150919850410. <https://drive.google.com/file/d/14e65BI9AsDG9zpyMgJ4Tthrm1OS0cGwu/view?usp=sharing>

- [22] Strategi Manajemen. (2025, Maret 24). *Skandal keuangan e-Fishery dan kehancuran unicorn Indonesia*. <https://strategimanajemen.net/2025/03/24/skandal-keuangan-e-fishery-dan-kehancuran-unicorn-indonesia/>
- [23] Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6th ed.). Sage Publications.
https://opac.atmaluhur.ac.id/uploaded_files/temporary/DigitalCollection/YTE3NDImYTY0ZjE2MDA5ODE4NGI1Y2FhMjdkMjRmYW5kMDA2MTVhOQ==.pdf
- [24] Youngster.id. (2026, April 10). *TaniHub: Kejatuhan startup yang dikalahkan oleh ambisi, utang, dan kekacauan manajemen*. <https://youngster.id/headline/features-headline/TaniHub-kejatuhan-startup-yang-dikalahkan-oleh-ambisi-utang-dan-kekacauan-manajemen/>