

Analisis Moderasi Kategori Fintech: Faktor 3P dan Diversifikasi dalam Keputusan Investasi Startup

Kaningar Odie Nugrahanto¹, Luky Patricia Widianingsih^{2*}, Wiliam Santoso³

Universitas Ciputra, Indonesia^{1,2,3}

Email: luky.patricia@ciputra.ac.id

Abstrak

Keputusan investasi merupakan aspek krusial dalam dunia bisnis, terutama bagi startup yang memiliki tingkat ketidakpastian tinggi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *people* (tim manajemen), *performance* (kinerja startup), *potential upside* (potensi pertumbuhan), dan *diversification* (diversifikasi portofolio) terhadap keputusan investasi, dengan mempertimbangkan peran moderasi kategori startup (*fintech* vs *non-fintech*). Metode penelitian menggunakan pendekatan *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan *SmartPLS* untuk menganalisis hubungan antar variabel tersebut berdasarkan data yang dikumpulkan melalui survei terhadap investor startup. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *people* dan *performance* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, terutama dalam startup *fintech* yang membutuhkan manajemen yang kompeten dalam menghadapi regulasi ketat. *Potential upside* lebih menarik bagi investor di startup *fintech* karena pertumbuhan eksponensial yang dapat dicapai melalui teknologi, sedangkan *diversification* lebih berdampak pada startup *non-fintech* dalam mengurangi risiko bisnis. Selain itu, kategori startup berperan sebagai variabel moderasi, di mana dampak keempat faktor tersebut terhadap keputusan investasi berbeda antara *fintech* dan *non-fintech*. Implikasi penelitian ini memberikan wawasan bagi investor dalam mengevaluasi startup sebelum mengambil keputusan investasi serta membantu pendiri startup dalam meningkatkan daya tarik bisnis mereka. Studi ini juga berkontribusi terhadap literatur akademik terkait faktor-faktor kunci dalam keputusan investasi startup, khususnya dengan mempertimbangkan perbedaan antara *fintech* dan *non-fintech*.

Kata kunci: investor, private equity, keputusan investasi, *people*, kinerja, diversifikasi portofolio

Abstract

Investment decisions are a crucial aspect of the business world, especially for startups that operate under high levels of uncertainty. This study aims to analyze the influence of people (management team), performance (startup performance), potential upside (growth potential), and diversification (portfolio diversification) on investment decisions, considering the moderating role of the startup category (fintech vs. non-fintech). The research employs a Structural Equation Modeling (SEM) approach using SmartPLS to analyze the relationships between these variables based on data collected through a survey of startup investors. The findings indicate that people and performance significantly influence investment decisions, particularly in fintech startups, which require competent management to navigate strict regulations. Potential upside is more attractive to investors in fintech startups due to the exponential growth achievable through technology, whereas diversification has a greater impact on non-fintech startups in mitigating business risks. Furthermore, the startup category serves as a moderating variable, where the effects of these four factors on investment decisions differ between fintech and non-fintech startups. The implications of this study provide insights for investors in evaluating startups before making investment decisions and assist startup founders in enhancing their business appeal. This study also contributes to the academic literature on key factors in startup investment decisions, particularly by considering the differences between fintech and non-fintech startups.

Keywords: investor, private equity, investment decisions, *people*, performance, portfolio diversification

Corresponding: Luky Patricia Widianingsih

E-mail: luky.patricia@ciputra.ac.id



PENDAHULUAN

Dalam beberapa dekade terakhir, ekosistem startup telah mengalami pertumbuhan secara global, termasuk di negara-negara berkembang seperti Indonesia (Amelia et al. 2021)

Perkembangan teknologi dan digitalisasi, serta akses yang lebih luas terhadap modal, telah memicu lahirnya berbagai inovasi di sektor finansial teknologi (fintech), e-commerce, dan logistik (Any et al., 2024). Berdasarkan data dari Kementerian Perindustrian yang dikutip oleh Kompas.com (2024), jumlah startup di Indonesia telah mencapai 2.566 yang menjadikan Indonesia berada di posisi keenam sebagai negara dengan jumlah startup terbanyak di dunia. Tingginya angka tersebut menunjukkan besarnya potensi investasi, meskipun tetap disertai risiko yang signifikan, terutama karena pada sektor teknologi di Indonesia masih dalam tahap pengembangan dan sangat dipengaruhi oleh ketidakpastian regulasi dan kondisi ekonomi yang fluktuatif.

Investor adalah sumber utama pendanaan untuk perusahaan rintisan (Carvajal, 2019). Meskipun investasi di sektor ini berisiko tinggi, potensi imbal hasil yang besar menjadi daya tarik. Keputusan investasi dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti potensi pasar, kekuatan tim pendiri, inovasi teknologi, dan model bisnis (Corina, 2023). Selain itu, investor juga mempertimbangkan faktor-faktor kualitatif seperti visi perusahaan, budaya perusahaan, dan kemampuan tim eksekutif dalam menjalankan bisnis (Darmawan et al., 2023). Namun, karena sifatnya yang sangat spekulatif, keputusan investasi pada startup seringkali melibatkan tingkat ketidakpastian yang tinggi.

Keputusan investasi sangat penting dalam menentukan keberhasilan startup. Menurut (Startup Genome Report 2022) 90% startup gagal, sering kali karena keputusan investasi yang tidak tepat, seperti salah menilai pasar atau kelemahan tim pendiri, atau ketidaksesuaian model bisnis. Selain itu, laporan (CBInsights 2016) mengungkapkan bahwa 42% startup gagal karena tidak adanya kebutuhan pasar, yang menyoroti pentingnya penilaian awal investor terhadap potensi pasar dan inovasi produk.

Dalam ranah investasi pada startup, terdapat berbagai aspek yang perlu dianalisis karena berpotensi mempengaruhi cara investor membuat keputusan. Meskipun kinerja historis dan strategi diversifikasi portofolio merupakan dua elemen yang kerap menjadi fokus utama, meskipun demikian, terdapat pula faktor-faktor independen lain yang perlu dicermati guna memperoleh pemahaman yang lebih menyeluruh (Madaan, 2019). Pertama, kualitas dan pengalaman tim manajemen (people) sangat berpengaruh terhadap keberhasilan startup. Tim yang kompeten dan memiliki rekam jejak yang baik dalam industri dapat meningkatkan kepercayaan investor. Hal menunjukkan bahwa tim manajemen yang kuat sering kali menjadi indikator keberhasilan jangka panjang perusahaan (Corina, 2023). Kedua, Investor cenderung mencari startup yang memiliki potensi pertumbuhan (potential upside) yang signifikan. Ini mencakup analisis pasar, inovasi produk, dan kemampuan perusahaan untuk bersaing di pasar yang semakin ketat. Potensi kenaikan nilai yang signifikan dapat menarik perhatian investor meskipun terdapat risiko yang menyertainya, sementara kinerja historis yang stabil sering kali menjadi indikator penting dalam pengambilan keputusan investasi. Kinerja historis (performance) yang stabil dapat menjadi indikator penting bagi investor. Namun, penting untuk diingat bahwa kinerja masa lalu tidak selalu mencerminkan kinerja masa depan, terutama dalam industri yang cepat berubah seperti di sektor teknologi.

Diversifikasi portofolio merupakan strategi penting untuk mengurangi risiko, namun harus diimbangi dengan pemahaman yang mendalam tentang sektor yang diinvestasikan.

Diversifikasi yang tidak tepat dapat mengakibatkan penyebaran sumber daya yang tidak efisien (Gompers et al. 2020). Meskipun kinerja historis dan diversifikasi portofolio adalah faktor penting, investor di negara berkembang seperti Indonesia juga harus mempertimbangkan konteks lokal, termasuk regulasi, kondisi ekonomi, dan karakteristik pasar. Oleh karena itu, eksplorasi lebih lanjut mengenai variabel-variabel ini sangat relevan untuk memahami bagaimana investor mengambil keputusan di pasar yang berisiko tinggi namun memiliki potensi besar.

Penelitian sebelumnya mengenai berbagai unsur yang memengaruhi keputusan investasi pada startup telah menghasilkan sejumlah beberapa temuan penting seperti rekam jejak, strategi, kemajuan bisnis (traction), namun juga menghadirkan pro dan kontra dalam penerapannya (Sevilla, 2022). Meskipun telah teridentifikasi faktor-faktor kunci yang mempengaruhi keputusan investasi, seperti kinerja historis perusahaan, strategi diversifikasi portofolio, dan kualitas tim manajemen. Penekanan pada faktor-faktor ini memberikan landasan yang kuat untuk memahami dinamika investasi di sektor startup. Selanjutnya penelitian (Lotfalia, 2022) telah mengembangkan model prediktif yang dapat membantu investor dalam memprediksi keberhasilan investasi di perusahaan startup. Model-model ini dapat mempertimbangkan berbagai faktor serta menyajikan pemahaman yang lebih menyeluruh terkait peluang maupun ancaman dari sisi risiko dan profitabilitas.

Sebagian besar penelitian sebelumnya cenderung berfokus pada pasar startup di negara maju, sehingga kurang memperhatikan faktor-faktor lokal seperti regulasi, budaya bisnis, dan kondisi ekonomi di negara berkembang (Ararat, 2011). Selain itu, keterbatasan akses terhadap data yang komprehensif dan akurat mengenai startup di negara berkembang seringkali menjadi hambatan dalam menguji hipotesis dan mengembangkan model yang tepat. Akibatnya, penelitian terdahulu mungkin belum sepenuhnya mencakup variabel-variabel relevan dalam keputusan investasi, seperti inovasi produk, model bisnis, dan peluang pasar, yang tidak selalu menjadi prioritas utama (Niyawanont 2023). Meskipun telah memberikan wawasan penting tentang keputusan investasi pada perusahaan startup, penelitian sebelumnya masih memiliki kelemahan yang perlu diperbaiki. Untuk itu, diperlukan penelitian lanjutan yang lebih menyeluruh dan berorientasi pada konteks lokal, sehingga dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai dinamika investasi di negara berkembang, termasuk Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investor dalam menanamkan modal di startup. Analisis akan difokuskan pada variabel seperti tim pendiri, kinerja perusahaan, potensi pertumbuhan, dan strategi diversifikasi portofolio. Selain itu, penelitian ini juga akan mengeksplorasi bagaimana kategori startup, baik fintech maupun non-fintech, mempengaruhi keputusan investasi. Data akan dianalisis menggunakan metode *Structural Equation Modeling* (SEM), yang memungkinkan studi mendalam terhadap hubungan kompleks antara variabel (Hair et al. 2019), sehingga diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan strategi investasi yang lebih efektif dan pemahaman mendalam tentang perilaku investor dalam ekosistem startup.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik pengumpulan data melalui survei terstruktur. Instrumen utama yang digunakan adalah kuesioner yang disebarakan kepada para investor startup di Indonesia, baik dari kalangan individu maupun institusi. Untuk menganalisis hubungan antar variabel yang bersifat kompleks, penelitian ini menggunakan metode *Structural Equation Modeling* (SEM), yaitu teknik statistik multivariat yang digunakan untuk menguji hubungan kausal antar konstruk. Data yang diperoleh dari hasil pengisian kuesioner kemudian dianalisis untuk menguji validitas dan reliabilitas instrumen, dilanjutkan dengan analisis deskriptif serta pengujian model struktural guna mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung antar variabel.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh investor di Indonesia yang terlibat dalam pengembangan bisnis startup, baik perorangan maupun institusi bisnis. Sampel penelitian ditentukan berdasarkan teknik nonprobability sampling dengan pendekatan accidental sampling, yaitu pemilihan responden berdasarkan siapa saja yang secara kebetulan tersedia dan bersedia mengisi kuesioner yang disediakan melalui tautan Google Form. Jumlah sampel ditetapkan sebanyak 300 responden, mengikuti aturan jumlah minimal 10 responden untuk setiap item pernyataan yang diteliti. Dengan jumlah pernyataan dalam kuesioner sebanyak 30 butir, maka 300 responden dianggap memadai untuk mewakili populasi secara proporsional. Setelah data terkumpul, dilakukan proses pengolahan dan analisis menggunakan perangkat lunak seperti SPSS dan SmartPLS untuk memperoleh gambaran struktural hubungan antar variabel yang diteliti, khususnya dalam konteks kualitas layanan digital terhadap kepuasan dan loyalitas investor startup di Indonesia.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan data primer dari hasil kuesioner yang kemudian diolah menggunakan aplikasi SMART PLS. Dari teknik *Accidental* sampling yang dilakukan, diperoleh sampel penelitian sebanyak 302 sampel.

Analisis Statistik Deskriptif

Demografi Profil

Tabel 1. Kategori Investor atas Sampel

Kategori Investor	Frekuensi	Persentase
Investor Individu (Angel, Retail, dll.)	134	44.4
Investor Institusi (Venture Capital, Private Equity, Corporate, dll.)	168	55.6
Total	302	100.0

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Dalam kategori investor, mayoritas berasal dari investor institusi, seperti Venture Capital, Private Equity, dan Corporate, dengan jumlah 168 investor (55,6%). Sementara itu,

investor individu, seperti Angel Investor dan Retail Investor, berjumlah 134 orang (44,4%). Dengan demikian, investor institusi memiliki proporsi yang lebih besar dibandingkan investor individu dalam penelitian ini.

Tabel 2. Lama Pengalaman Investor

Lama Pengalaman	Frekuensi	Persentase
1-3 th	137	45.4
4-6 th	150	49.7
> 6 th	15	5.0
Total	302	100.0

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Berdasarkan distribusi umur, sebagian besar investor memiliki pengalaman investasi 4-6 tahun, sebanyak 150 orang (49,7%), diikuti oleh investor dengan pengalaman 1-3 tahun yang berjumlah 137 orang (45,4%). Sementara itu, jumlah investor yang memiliki pengalaman lebih dari 6 tahun hanya 15 orang (5,0%), yang merupakan kelompok paling sedikit. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar investor masih berada dalam rentang pengalaman 1 hingga 6 tahun, dengan investor berpengalaman lebih dari 6 tahun sebagai kelompok sedikit.

Tabel 3. Data Jenis Start-Up

Jenis Start - Up	Frekuensi	Persentase
Fintech (digital payments, online lending, insurtech, investment, blockchain)	126	41.7
Non-Fintech (F&B, fashion, logistics, manufacturing, property, transportation)	176	58.3
Total	302	100.0

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Dari sisi jenis investasi, mayoritas investor lebih banyak berinvestasi di sektor Non-Fintech, seperti food & beverage, fashion, logistics, manufacturing, property, dan transportation, dengan jumlah 176 investor (58,3%). Sementara itu, investor yang berfokus pada sektor Fintech, seperti digital payments, online lending, insurtech, investment, dan blockchain, berjumlah 126 orang (41,7%). Dengan demikian, sektor Non-Fintech lebih diminati dibandingkan sektor Fintech dalam populasi investor yang diteliti.

Statistik Deskriptif

Tabel 4. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Standard deviation	Excess kurtosis	Skewness
People	4.068	4.400	0,990	0,271	-1.143
Performane	4.009	4.400	0,731	0,276	-1.103
Potential Upside	3.980	4.000	0,903	0,257	-1.070
Diversifikasi	4.050	4.600	0,723	0,218	-1.035

Variabel	Mean	Median	Standard deviation	Excess kurtosis	Skewness
Keputusan Investasi	4.001	4.600	1,037	0,207	-1.034
Kategori Startup	3.936	4.000	0,834	0,252	-1.034

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Berdasarkan hasil perhitungan, diketahui bahwa seluruh variabel memiliki nilai mean yang berada pada rentang 3,93 hingga 4,07, yang mengindikasikan bahwa secara umum, responden cenderung setuju terhadap pernyataan yang diajukan. Hal ini mencerminkan penilaian yang positif terhadap dimensi-dimensi yang menjadi fokus penelitian. Nilai standar deviasi berkisar antara 0,723 hingga 1,037, menunjukkan bahwa penyebaran jawaban responden relatif rendah, dengan tingkat konsistensi yang cukup baik di antara mereka. Selanjutnya, nilai skewness pada seluruh variabel menunjukkan angka negatif, berkisar antara -1,143 hingga -1,034, yang berarti data memiliki distribusi condong ke kiri. Meskipun demikian, nilai skewness tersebut masih berada dalam ambang toleransi normal (± 2), sebagaimana dikemukakan oleh (Hair et al. 2017), sehingga data dapat dikategorikan cukup normal. Hal ini diperkuat oleh nilai excess kurtosis yang berkisar antara 0,207 hingga 0,276, yang menunjukkan bahwa distribusi data mendekati bentuk kurva normal.

Evaluasi Model Pengukuran (Outer Model)

Hasil Pengujian Factor Loading

Secara keseluruhan, hasil faktor loading menunjukkan bahwa seluruh indikator dalam enam variabel memiliki validitas yang baik, karena nilai faktor loading semuanya berada di atas 0.50, yang merupakan batas minimal yang umum digunakan dalam penelitian kuantitatif.

Tabel 5. Hasil Analisis Factor Loading

Indikator	Factor Loading	Keterangan
X1_1	0,910	Valid
X1_2	0,849	Valid
X1_3	0,879	Valid
X1_4	0,844	Valid
X1_5	0,849	Valid
X2_1	0,818	Valid
X2_2	0,845	Valid
X2_3	0,884	Valid
X2_4	0,876	Valid
X2_5	0,835	Valid
X3_1	0,886	Valid
X3_2	0,854	Valid
X3_3	0,888	Valid
X3_4	0,857	Valid
X3_5	0,812	Valid

Indikator	Factor Loading	Keterangan
X4_1	0,830	Valid
X4_2	0,896	Valid
X4_3	0,888	Valid
X4_4	0,836	Valid
X4_5	0,866	Valid
Y1	0,860	Valid
Y2	0,849	Valid
Y3	0,856	Valid
Y4	0,845	Valid
Y5	0,853	Valid
Z1	0,881	Valid
Z2	0,862	Valid
Z3	0,903	Valid
Z4	0,850	Valid
Z5	0,836	Valid

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Berdasarkan hasil pengujian validitas konvergen menggunakan nilai factor loading, seluruh indikator dalam model penelitian ini menunjukkan nilai di atas 0,80, yang mengindikasikan bahwa setiap indikator memiliki kontribusi yang kuat dalam menjelaskan konstruksya masing-masing. Pada variabel People (X1), indikator X1_1 hingga X1_5 menunjukkan nilai loading antara 0,844 hingga 0,910. Indikator tertinggi adalah X1_1 (0,910) yang menunjukkan bahwa aspek ini merupakan representasi paling kuat dari persepsi investor terhadap tim manajemen. Demikian pula, variabel Performance (X2) yang diukur melalui lima indikator menunjukkan nilai loading antara 0,818 (X2_1) hingga 0,884 (X2_3), yang mengindikasikan bahwa seluruh indikator valid dan dapat diandalkan dalam mengukur kinerja startup.

Selanjutnya, variabel Potential Upside (X3) juga menunjukkan konsistensi validitas yang baik, dengan nilai loading berkisar dari 0,812 hingga 0,888. Indikator X3_3 menjadi yang paling tinggi (0,888), sementara X3_5 menjadi yang terendah (0,812), namun keduanya tetap berada dalam batas yang disarankan menurut (Hair et al. 2019). Untuk variabel Diversifikasi Instrumen Investasi (X4), kelima indikator memiliki nilai loading antara 0,830 (X4_1) hingga 0,896 (X4_2), yang menunjukkan bahwa seluruh butir pertanyaan merepresentasikan aspek diversifikasi dengan baik.

Variabel Keputusan Investasi (Y) yang terdiri dari lima indikator, semuanya menunjukkan nilai loading di atas 0,84, yaitu antara 0,845 hingga 0,860, yang berarti semua pertanyaan dalam konstruk ini dapat merepresentasikan cara investor dalam membuat keputusan investasi secara sah. Terakhir, pada variabel Kategori Startup (Z) yang merepresentasikan perbedaan persepsi terhadap fintech dan non-fintech, nilai loading berkisar dari 0,836 (Z5) hingga 0,903 (Z3). Ini menunjukkan bahwa indikator-indikator pada variabel Z sangat valid dan efektif dalam membedakan karakteristik sektor startup yang diamati oleh investor.

Secara keseluruhan, seluruh indikator dalam penelitian ini memenuhi kriteria validitas konvergen dengan nilai factor loading di atas 0,80, sehingga dapat disimpulkan bahwa kuesioner yang digunakan telah sah dalam mengukur konstruk masing-masing variabel laten.

Tabel 6. Outer Loading, Composite Reliability dan Average Variance Extracted

Variabel	Cronbach's alpha	Composite reliability	Average variance extracted (AVE)
X1_People	0,917	0,938	0,751
X2_Performance	0,906	0,930	0,726
X3_Potensial Upside	0,912	0,934	0,740
X4_Diversifikasi	0,915	0,936	0,746
Y_Keputusan Investasi	0,906	0,930	0,727
Z_Kategori Startup Fintech & Non Fintech	0,917	0,938	0,751

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Hasil Pengujian Average Variance Extracted (AVE)

Berdasarkan hasil analisis yang disajikan dalam Tabel 20, evaluasi validitas konvergen melalui Average Variance Extracted (AVE) menunjukkan bahwa seluruh konstruk dalam model penelitian memenuhi kriteria minimum yang dipersyaratkan. (Fornell and Larcker, 1981) menetapkan nilai ambang batas AVE sebesar 0,50, yang mengindikasikan bahwa konstruk laten mampu menjelaskan lebih dari 50% varians dari indikator-indikatornya. Konstruk People (X1) memiliki nilai AVE tertinggi sebesar 0,751, yang menunjukkan bahwa 75,1% varians indikator-indikatornya dapat dijelaskan oleh konstruk laten. Konstruk Kategori Startup Fintech & Non-Fintech (Z) memiliki nilai AVE yang sama yaitu 0,751, mengindikasikan kualitas pengukuran yang baik untuk variabel moderator ini.

Konstruk Diversifikasi (X4) menunjukkan nilai AVE sebesar 0,746, yang bermakna bahwa 74,6% varians indikator-indikatornya berhasil ditangkap oleh konstruk latennya. Konstruk Potensi Upside (X3) memperoleh nilai AVE sebesar 0,740, mengkonfirmasi bahwa indikator-indikator yang digunakan memiliki konsistensi tinggi dalam merepresentasikan konstruk teoritis. Konstruk Keputusan Investasi (Y) sebagai variabel endogen utama menunjukkan nilai AVE sebesar 0,727, mengindikasikan validitas konvergen yang baik untuk variabel outcome penelitian. Konstruk Performance (X2) memiliki nilai AVE sebesar 0,726, yang meskipun terendah namun masih berada jauh di atas ambang batas minimum dan menunjukkan validitas konvergen yang memadai.

Secara keseluruhan, nilai AVE semua konstruk berkisar antara 0,726 hingga 0,751, yang semuanya berada jauh di atas kriteria minimum 0,50. Hasil ini menunjukkan bahwa operasionalisasi konsep-konsep teoritis melalui indikator-indikator yang dikembangkan telah tepat dan memberikan foundation yang solid untuk analisis model struktural selanjutnya.

Hasil Pengujian Fornell dan Lacker

Tabel 7. Hasil Pengujian Fornell dan Lacker

	People	Perfor mance	Potensial Upside	Diversifi kasi	Keputusan Investasi	Kategori Startup
People	0,866					
Performance	0,331	0,852				
Potensial Upside	0,459	0,366	0,860			
Diversifikasi	0,509	0,362	0,514	0,864		
Keputusan Investasi	0,632	0,683	0,650	0,630	0,853	
Kategori Startup	0,481	0,413	0,448	0,504	0,661	0,866

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Pengujian validitas diskriminan dilakukan menggunakan kriteria Fornell dan Larcker, yaitu dengan membandingkan nilai akar AVE (terletak pada diagonal tabel) terhadap korelasi antar konstruk lainnya. Sebuah konstruk dianggap memenuhi validitas diskriminan apabila nilai akar AVE lebih besar dari korelasinya dengan konstruk lain dalam model. Hasil analisis menunjukkan bahwa seluruh konstruk dalam model ini People, Performance, Potensial Upside, Diversifikasi, Keputusan Investasi, dan Kategori Startup memenuhi kriteria tersebut.

Sebagai contoh, konstruk People memiliki akar AVE sebesar 0,866, lebih tinggi dibanding korelasinya dengan Performance (0,331), Potensial Upside (0,459), Diversifikasi (0,509), Keputusan Investasi (0,632), dan Kategori Startup (0,481). Demikian pula konstruk Performance memiliki akar AVE 0,852, lebih besar dari korelasinya dengan People (0,331), Potensial Upside (0,366), Diversifikasi (0,362), Keputusan Investasi (0,683), dan Kategori Startup (0,413). Hal serupa terjadi pada semua konstruk lainnya, di mana nilai akar AVE selalu lebih besar dibanding seluruh nilai korelasinya dengan konstruk lain. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel dalam model ini telah memenuhi validitas diskriminan, yang menunjukkan bahwa masing-masing konstruk bersifat unik dan tidak tumpang tindih secara empiris.

Hasil Pengujian Heterotrait Monotrait Ratio (HTMT)

Tabel 8. Hasil Pengujian Heterotrait Monotrait Ratio (HTMT)

Variabel	Nilai HTMT
Performance <-> People	0,352
Potensial Upside <-> People	0,497
Potensial Upside <-> Performance	0,386
Diversifikasi <-> People	0,560
Diversifikasi <-> Performance	0,385
Diversifikasi <-> Potensial Upside	0,560
Keputusan Investasi <-> People	0,686
Keputusan Investasi <-> Performance	0,746
Keputusan Investasi <-> Potensial Upside	0,699

Variabel	Nilai HTMT
Keputusan Investasi <-> Diversifikasi	0,680
Kategori Startup Fintech & Non Fintech <-> People	0,506
Kategori Startup Fintech & Non Fintech <-> Performance	0,436
Kategori Startup Fintech & Non Fintech <-> Potensial Upside	0,463
Kategori Startup Fintech & Non Fintech <-> Diversifikasi	0,537
Kategori Startup Fintech & Non Fintech <-> Keputusan Investasi	0,709

Sumber: Data Primer yang diolah 2025

Validitas diskriminan juga diuji menggunakan metode *Heterotrait-Monotrait Ratio* (HTMT) yang dinilai lebih sensitif dalam mendeteksi potensi masalah pada konstruk yang memiliki korelasi tinggi. Menurut (Hair et al. 2019), nilai HTMT yang baik adalah di bawah 0,90, yang mengindikasikan bahwa konstruk-konstruk dalam model benar-benar mengukur hal yang berbeda dan tidak tumpang tindih secara empiris.

Berdasarkan hasil pengujian HTMT, seluruh nilai antar pasangan konstruk berada di bawah ambang batas 0,90, mulai dari nilai terendah yaitu 0,352 (antara Performance dan People) hingga nilai tertinggi yaitu 0,746 (antara Keputusan Investasi dan Performance). Dari hasil keseluruhannya menunjukkan nilai di bawah batas kritis. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa semua variabel dalam model telah memenuhi syarat validitas diskriminan, karena setiap konstruk mampu membedakan diri dengan konstruk lainnya secara empiris.

Pengaruh Kualitas tim manajemen (people) secara positif mempengaruhi keputusan investasi investor

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *people* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi ($\beta = 0.219$; $p < 0.000$). Temuan ini mempertegas pentingnya kualitas tim manajemen sebagai faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Dalam perspektif pengambilan keputusan rasional, investor secara aktif berupaya mengurangi ketidakpastian dengan mengevaluasi aspek yang lebih terukur, seperti pengalaman industri, kompetensi teknis, dan kredibilitas personal dari tim pengelola startup.

Dalam kerangka *Rational Decision-Making Theory* (Kahneman 2011), investor berusaha meminimalkan ketidakpastian dan membuat keputusan berbasis informasi yang tersedia secara objektif dan logis. Salah satu komponen utama yang dapat dievaluasi secara langsung oleh investor adalah kompetensi dan pengalaman tim manajemen. Tim yang memiliki rekam jejak industri yang baik, keahlian teknis, serta kepemimpinan yang kredibel dianggap mampu meningkatkan probabilitas kesuksesan startup, sehingga menjadi dasar rasional bagi investor untuk menanamkan modal.

Lebih lanjut, pendekatan rasional ini sejalan dengan argumen (Kahneman 2011) bahwa dalam lingkungan yang kompleks dan penuh risiko seperti ekosistem startup, pengambilan keputusan tetap dapat dilakukan secara sistematis melalui evaluasi indikator yang konkret, salah satunya adalah kualitas tim. (Gigerenzer et al, 2009) juga menunjukkan bahwa dalam kondisi informasi terbatas, pengambilan keputusan berbasis heuristic rationality tetap

mengandalkan elemen-elemen yang dapat dipercaya dan teruji, seperti kapabilitas tim pendiri. Oleh karena itu, investor melihat kualitas tim bukan hanya sebagai pengelola operasional, tetapi juga sebagai representasi kapasitas manajerial yang dapat membawa startup bertahan dan tumbuh di tengah ketidakpastian.

Pengaruh Kinerja historis perusahaan (*performance*) secara positif mempengaruhi keputusan investasi investor

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel *performance* memiliki pengaruh signifikan yang cukup kuat terhadap keputusan investasi ($\beta = 0.368$; $p < 0.000$). Temuan ini mempertegas bahwa kinerja finansial historis startup tetap menjadi salah satu tolok ukur utama yang digunakan investor dalam menilai potensi kelangsungan bisnis di masa depan. Dari perspektif Rational Decision-Making Theory, kinerja historis seperti pertumbuhan pendapatan, profitabilitas, serta efisiensi operasional berperan penting sebagai indikator objektif yang membantu investor mereduksi risiko keputusan yang didasarkan pada spekulasi atau informasi terbatas.

Analisis ini didukung oleh temuan (Doidge et al, 2007) serta (Kaplan and Strömberg 2004) yang menyatakan bahwa startup dengan rekam jejak kinerja positif cenderung lebih berhasil menarik investor, khususnya pada tahap pendanaan lanjutan, karena dinilai memiliki daya tahan yang baik di tengah persaingan pasar dan mampu beradaptasi terhadap perubahan eksternal. Lebih lanjut, performa keuangan yang kuat juga mencerminkan bahwa startup tersebut memiliki model bisnis yang sudah teruji dan mampu memberikan hasil nyata, sehingga mengurangi ketidakpastian investor mengenai potensi kegagalan operasional maupun strategis.

Secara praktis, kinerja historis yang baik tidak hanya memperkuat persepsi investor terhadap kelangsungan bisnis startup tetapi juga berimplikasi pada peningkatan kredibilitas dalam negosiasi valuasi serta memperkuat posisi tawar startup dalam memperoleh pendanaan baru atau sumber daya tambahan. Oleh karena itu, startup yang konsisten mempertahankan kinerja positif memiliki peluang lebih besar untuk memperoleh kepercayaan dari investor.

Pengaruh Potensi kenaikan nilai (*potential upside*) secara positif mempengaruhi minat investor untuk berinvestasi oleh investor

Variabel *potential upside* menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi ($\beta = 0.224$; $p < 0.000$). Temuan ini mempertegas bahwa prospek pertumbuhan yang tinggi di masa depan menjadi pertimbangan paling krusial bagi investor dalam memutuskan investasi pada startup. Potensi kenaikan nilai ini mencerminkan kapasitas startup dalam melakukan ekspansi pasar secara agresif, meningkatkan valuasi perusahaan secara signifikan, serta menghasilkan keuntungan modal (*capital gain*) yang tinggi dalam jangka panjang, sejalan dengan hasil studi (Somaya et al, 2024)

Analisis ini juga didukung oleh literatur investasi modern yang menyatakan bahwa investor lebih bersedia mengambil risiko tinggi jika potensi keuntungan yang dijanjikan jauh lebih besar dibandingkan risiko yang diambil (Chemmanur et al, 2012). Terutama dalam ekosistem startup berbasis digital, karakteristik *scalability* yang tinggi dan biaya marginal

yang rendah memungkinkan startup mencapai pertumbuhan eksponensial dalam waktu relatif singkat. Hal ini memberikan sinyal kuat kepada investor bahwa imbal hasil investasi mereka berpotensi melampaui investasi konvensional lainnya.

Secara praktis, di Indonesia yang sedang berada dalam fase percepatan transformasi digital, faktor potential upside menjadi semakin krusial. Investor Indonesia saat ini menilai startup berdasarkan prospek untuk mencapai status unicorn, exit melalui *Initial Public Offering* (IPO), atau diakuisisi oleh perusahaan besar, baik domestik maupun global. Oleh karena itu, evaluasi investor tidak sekadar didasarkan pada performa startup saat ini, melainkan lebih berorientasi ke depan untuk melihat potensi perusahaan dalam mendominasi pasar dan memberikan nilai tambah jangka panjang.

Dengan demikian, temuan ini menegaskan bahwa investor berperilaku rasional dengan menimbang potensi pertumbuhan masa depan sebagai indikator utama kelayakan investasi, khususnya dalam startup digital yang mampu menunjukkan kemampuan tumbuh secara cepat dan menjadi pemimpin pasar. Bagi startup, implikasinya jelas, yakni perlunya menonjolkan potensi pertumbuhan yang signifikan, inovasi model bisnis, serta keunggulan kompetitif yang sulit ditiru oleh pesaing, agar lebih menarik minat investor.

Pengaruh Diversifikasi portofolio (*diversification*) secara positif mempengaruhi keputusan investasi investor

Variabel diversifikasi memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap keputusan investasi ($\beta = 0.143$; $p = 0.001$), meskipun efeknya tercatat sebagai yang paling kecil dibandingkan variabel independen lainnya. Temuan ini menunjukkan bahwa strategi diversifikasi tetap diperhatikan oleh investor, tetapi bukan merupakan prioritas utama dalam proses pengambilan keputusan.

Menurut Rational Decision Theory, investor bertindak secara logis dengan mengevaluasi berbagai alternatif investasi berdasarkan informasi yang tersedia, potensi risiko, dan ekspektasi return. Dalam konteks ini, diversifikasi portofolio dianggap sebagai keputusan rasional yang dilakukan untuk meminimalkan risiko tanpa harus mengorbankan peluang imbal hasil yang optimal. Investor akan menyusun kombinasi investasi secara sadar untuk menyesuaikan dengan preferensi risiko dan strategi jangka panjang mereka.

Namun demikian, efektivitas diversifikasi sangat tergantung pada kemampuan operasional startup dalam mengelola kompleksitas yang muncul. Diversifikasi yang tidak diiringi oleh sistem tata kelola, SDM, dan proses internal yang memadai justru dapat memicu risiko tambahan berupa hilangnya fokus strategi, inefisiensi, dan meningkatnya biaya koordinasi. (Buchner et al, 2017) menegaskan bahwa diversifikasi dalam portofolio venture capital memengaruhi risiko downside dan upside secara tidak simetris. Mereka juga mencatat bahwa deviasi dari strategi diversifikasi yang telah terbukti sebelumnya dapat berdampak negatif terhadap performa investasi.

Selain itu, studi oleh (Huang et al, 2024) menunjukkan bahwa efektivitas strategi diversifikasi sangat bervariasi tergantung pada konteks pasar dan pendekatan seleksi portofolio. Mereka menekankan bahwa tidak semua bentuk diversifikasi menghasilkan

peningkatan kinerja investasi—beberapa strategi justru menurunkan efisiensi jika tidak disesuaikan dengan kondisi pasar dan kapasitas analitis investor.

Pengaruh kategori startup memoderasi pengaruh *people* terhadap keputusan investasi investor

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kategori startup (fintech vs non-fintech) secara signifikan memoderasi hubungan antara variabel *People* (kualitas tim manajemen) dengan Keputusan Investasi. Hal ini dibuktikan dengan nilai path coefficient sebesar 0,078, t-statistik sebesar 1,984, dan p-value sebesar 0,047 ($< 0,05$). Dengan demikian, hipotesis moderasi ini diterima, yang berarti pengaruh kualitas tim terhadap keputusan investasi berbeda signifikan antara startup fintech dan non-fintech.

Temuan ini menunjukkan bahwa investor memberikan bobot yang lebih besar terhadap kualitas tim manajemen terutama dalam konteks startup fintech. Startup di sektor ini memiliki karakteristik yang kompleks seperti ketatnya regulasi, risiko teknologi, serta kebutuhan akan inovasi dan kepatuhan terhadap otoritas (seperti OJK dan BI). Oleh karena itu, keberadaan tim manajemen yang berpengalaman, adaptif, dan memiliki pemahaman mendalam tentang industri keuangan digital akan meningkatkan keyakinan investor dalam mengambil keputusan investasi.

Dalam kerangka *Rational Decision-Making Theory* (Simon 1955), investor cenderung membuat keputusan berdasarkan informasi yang dapat diukur dan dinilai secara logis. Ketika menghadapi sektor dengan ketidakpastian tinggi seperti fintech, atribut tim manajemen menjadi representasi rasional dari kemampuan startup dalam menavigasi tantangan strategis dan operasional. Maka tidak mengherankan bila kualitas tim lebih dipertimbangkan dalam konteks fintech dibandingkan non-fintech.

Sebaliknya, pada sektor non-fintech yang relatif lebih stabil dan memiliki regulasi yang lebih longgar, investor mungkin lebih fokus pada aspek seperti keunikan produk, potensi pasar, atau model bisnis. Oleh karena itu, pengaruh kualitas tim terhadap keputusan investasi di sektor ini tidak sekuat pada fintech. Efek moderasi yang ditemukan dalam penelitian ini mencerminkan respons investor yang adaptif terhadap konteks sektoral dari startup yang dianalisis.

Pengaruh kategori Startup memoderasi pengaruh *performance* terhadap keputusan investasi investor

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kategori startup (fintech vs non-fintech) secara signifikan memoderasi pengaruh variabel *Performance* (kinerja startup) terhadap Keputusan Investasi. Nilai path coefficient sebesar -0,177, dengan p-value sebesar 0,000 ($< 0,05$), menandakan bahwa pengaruh kinerja terhadap keputusan investasi menjadi lebih lemah pada salah satu kategori startup, khususnya pada fintech. Dengan demikian, hipotesis moderasi ini diterima.

Temuan ini memperlihatkan bahwa dalam konteks startup fintech, investor cenderung tidak terlalu mengandalkan kinerja historis sebagai dasar utama pengambilan keputusan. Hal ini disebabkan oleh karakteristik sektor fintech yang sangat dinamis, disruptif, dan seringkali

berada pada fase awal pengembangan, di mana laporan kinerja keuangan belum stabil dan informasi historis tidak sepenuhnya mencerminkan potensi masa depan. Investor pada sektor ini lebih tertarik pada pertumbuhan eksponensial, inovasi model bisnis, serta potensi skalabilitas yang lebih tinggi dibanding startup pada sektor konvensional.

Sebaliknya, pada startup non-fintech, yang biasanya beroperasi dalam sektor dengan pertumbuhan lebih linear dan struktur pasar lebih mapan, kinerja historis tetap menjadi sinyal penting untuk menilai keberlanjutan bisnis dan efisiensi manajerial. Oleh karena itu, pengaruh performance terhadap keputusan investasi cenderung lebih kuat dalam konteks non-fintech.

Dalam perspektif *Rational Decision-Making Theory* (Simon 1955), investor fintech memilih untuk lebih mengedepankan faktor yang berkaitan dengan future upside daripada sekadar performa masa lalu, karena logika keputusan mereka disesuaikan dengan ekspektasi risiko dan peluang dari masing-masing sektor. Ini menunjukkan bahwa proses pengambilan keputusan oleh investor bersifat adaptif dan kontekstual, tergantung pada tipe industri startup yang dianalisis.

Pengaruh Kategori Startup memoderasi pengaruh potential upside terhadap keputusan investasi investor

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kategori startup (fintech vs non-fintech) tidak memoderasi secara signifikan pengaruh potential upside terhadap keputusan investasi. Hal ini ditunjukkan oleh nilai path coefficient sebesar -0,062 dengan p-value sebesar 0,102 ($> 0,05$). Dengan demikian, hipotesis moderasi ini ditolak, karena tidak terdapat bukti statistik yang cukup untuk menyatakan bahwa pengaruh potential upside terhadap keputusan investasi berbeda secara signifikan antara sektor fintech dan non-fintech.

Namun demikian, arah koefisien yang negatif dapat diinterpretasikan sebagai indikasi awal bahwa dalam konteks fintech, pengaruh potential upside cenderung sedikit lebih lemah dibandingkan pada non-fintech. Hal ini mungkin disebabkan oleh investor fintech yang sudah mengasumsikan potensi pertumbuhan tinggi sebagai karakteristik dasar sektor tersebut, sehingga nilai tambah dari ekspektasi kenaikan nilai tidak lagi menjadi faktor pembeda utama.

Dalam kerangka *Rational Decision-Making Theory* (Simon 1955), investor secara rasional mengevaluasi potensi pertumbuhan berdasarkan konteks sektoral. Untuk sektor fintech, ekspektasi pertumbuhan eksponensial sering kali dianggap sebagai asumsi dasar, bukan keunggulan kompetitif yang unik. Sebaliknya, di sektor non-fintech, potential upside mungkin menjadi faktor diferensiasi yang lebih kuat, karena pertumbuhan di luar ekspektasi normal dianggap lebih langka. opsi pertumbuhan dan ekspansi yang dimiliki, bukan oleh hasil keuangan saat ini.

Pengaruh Kategori Startup memoderasi pengaruh *diversification* terhadap keputusan investasi investor

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kategori startup (fintech vs non-fintech) tidak secara signifikan memoderasi hubungan antara diversifikasi portofolio dan keputusan

investasi investor, sebagaimana tercermin dari nilai path coefficient sebesar 0,007 dan p-value sebesar 0,875 ($> 0,05$). Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh diversifikasi terhadap keputusan investasi tidak berbeda secara signifikan antara startup fintech dan non-fintech, sehingga hipotesis moderasi dalam konteks ini ditolak.

Secara konseptual, temuan ini menekankan bahwa diversifikasi dianggap sebagai strategi manajemen risiko yang bersifat universal. Investor cenderung menilai pentingnya diversifikasi secara seragam tanpa membedakan sektor startup yang dianalisis. Baik pada startup fintech yang bersifat disruptif maupun startup non-fintech yang lebih konvensional, praktik diversifikasi tetap dianggap sebagai bagian dari prinsip dasar dalam menyusun portofolio investasi.

Pendekatan ini selaras dengan Rational Decision-Making Theory (Simon 1955), yang menyatakan bahwa keputusan investor dibuat berdasarkan penilaian rasional dan logis atas informasi yang tersedia. Diversifikasi, sebagai mekanisme untuk meminimalkan risiko tidak sistematis, bersifat teknis dan tidak terlalu bergantung pada sektor industri. Investor lebih fokus pada cara mengurangi volatilitas portofolio secara keseluruhan daripada merespons sifat spesifik dari masing-masing kategori startup.

Penelitian oleh (Joenväärä and Scherer 2019) dalam *Journal of Empirical Finance* mendukung temuan ini. Dalam studinya, mereka menunjukkan bahwa meskipun terdapat biaya diversifikasi (*frictional diversification costs*), investor tetap mempertahankan portofolio yang terdiversifikasi. Hal ini menunjukkan bahwa diversifikasi dipandang sebagai strategi yang penting dan tidak mudah dikompromikan, bahkan dalam kondisi biaya atau hambatan transaksi sekalipun. Temuan ini memperkuat bahwa keputusan untuk melakukan diversifikasi tidak secara langsung ditentukan oleh sektor industri, melainkan merupakan keputusan strategis jangka panjang yang melekat pada prinsip-prinsip pengelolaan risiko.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kategori startup tidak memoderasi hubungan antara diversifikasi dan keputusan investasi, karena investor secara konsisten menggunakan diversifikasi sebagai pendekatan rasional untuk mengelola risiko, tanpa dipengaruhi oleh klasifikasi sektor startup.

Implikasi

Berdapat beberapa saran yang dapat diberikan kepada pelaku startup, dan pemerintah, guna meningkatkan pemahaman dan efektivitas keputusan investasi di sektor startup fintech dan non-fintech.

1) Bagi Pelaku Startup

Startup fintech perlu menonjolkan kekuatan tim manajemen dan menyampaikan proyeksi pertumbuhan yang realistis. Sedangkan startup non-fintech sebaiknya fokus pada penguatan kinerja keuangan dan strategi operasional yang stabil. Keduanya perlu membangun kepercayaan investor melalui narasi pertumbuhan yang terukur.

2) Bagi Investor

Investor sebaiknya menyesuaikan pendekatan evaluasi berdasarkan kategori startup. Pada fintech, fokus pada potential upside dan kualitas tim lebih relevan daripada kinerja

historis. Di sisi lain, pada non-fintech, performance dan diversifikasi lebih menentukan. Pendekatan ini mencerminkan pengambilan keputusan yang rasional dan kontekstual.

3) Bagi Pemerintah

Penelitian ini memberikan sinyal bagi regulator dan pengembang ekosistem startup untuk merancang program penguatan kapasitas tim manajemen, transparansi informasi kinerja, serta mekanisme penyampaian proyeksi pertumbuhan yang kredibel. Kebijakan sektoral yang mendukung perkembangan fintech maupun non-fintech harus disesuaikan dengan kebutuhan investasi berbasis profil risiko dan potensi bisnis.

4) Penelitian di Masa Depan

Penelitian ke depan dapat memperluas ruang lingkup dengan menambahkan variabel mediasi atau moderator lain seperti iklim regulasi, model pendanaan, dan faktor teknologi. Selain itu, menarik juga untuk melakukan analisis berdasarkan tahapan startup (*early stage, growth stage, late stage*), menggunakan data longitudinal agar dapat menangkap dinamika jangka panjang, dan memperluas sampel ke berbagai wilayah geografis untuk memperkaya generalisasi hasil.

KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa keempat variabel independen—people, performance, potential upside, dan diversification—berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi pada startup. Di antara keempatnya, performance merupakan faktor paling dominan, diikuti oleh potential upside, yang mencerminkan pentingnya rekam jejak kinerja dan proyeksi pertumbuhan masa depan dalam evaluasi investor. Variabel people juga berperan signifikan, menegaskan bahwa kualitas tim manajemen tetap menjadi fondasi kepercayaan investor. Sementara itu, meskipun kontribusinya relatif lebih kecil, diversification tetap dipertimbangkan sebagai strategi mitigasi risiko yang rasional.

Pengujian moderasi terhadap kategori startup (fintech vs non-fintech) menghasilkan temuan yang beragam. Kategori startup secara signifikan memoderasi pengaruh people dan performance terhadap keputusan investasi. Pengaruh people lebih kuat dalam konteks fintech, karena sektor ini menuntut adaptabilitas tinggi, kapabilitas teknologi, dan kepatuhan terhadap regulasi. Sebaliknya, pengaruh performance melemah dalam konteks fintech, menunjukkan bahwa investor di sektor ini cenderung fokus pada potensi pertumbuhan ketimbang rekam jejak keuangan masa lalu.

Untuk potential upside dan diversifikasi, tidak ditemukan efek moderasi yang signifikan dari kategori startup. Artinya, investor cenderung menilai potensi pertumbuhan dan strategi diversifikasi secara universal, tidak tergantung pada sektor fintech atau non-fintech. Temuan ini mengindikasikan bahwa kedua faktor tersebut telah menjadi standar pertimbangan rasional lintas sektor. Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa investor menggunakan pendekatan rasional dan kontekstual dalam mengevaluasi startup. Faktor internal seperti kinerja, tim, dan prospek pertumbuhan tetap menjadi fondasi pengambilan keputusan, namun konteks sektoral startup turut membentuk bobot dan persepsi investor terhadap masing-masing faktor. Oleh karena itu, strategi evaluasi dan komunikasi dari pihak startup, maupun pendekatan penilaian dari investor, perlu disesuaikan dengan dinamika karakteristik industri tempat startup tersebut beroperasi.

REFERENSI

- Amelia, Tifa Noer, Armanu Thoyib, Gugus Irianto, and Ainur Rofiq. 2021. "Tech Start-up Incubation Program: Business Model Evaluation on Government Based Incubator in Indonesia." *TEM Journal* 10(1): 283–91. doi:10.18421/TEM101-35.
- Any, Berlin, Sweet Four, and Chloe Tariazela. 2024. "Technology Integration in Tourism Management: Enhancing the Visitor Experience." *Startuppreneur Business Digital (SABDA Journal)* 3(1): 81–88. doi:10.33050/sabda.v3i1.508.
- Ararat, Melsa, and George S. Dallas. 2011. "Corporate Governance in Emerging Markets: Why It Matters to Investors - and What They Can Do About It." *Private Sector Opinion* (22).
- Buchner, Axel, Abdulkadir Mohamed, and Armin Schwienbacher. 2017. "Diversification, Risk, and Returns in Venture Capital." *Journal of Business Venturing* 32(5): 519–35. doi:10.1016/j.jbusvent.2017.05.005.
- Carvajal, Jimmy, William Sarache, and Yasel Costa. 2019. "Addressing a Robust Decision in the Sugarcane Supply Chain: Introduction of a New Agricultural Investment Project in Colombia." *Computers and Electronics in Agriculture* 157(April 2018): 77–89. doi:10.1016/j.compag.2018.12.030.
- CBInsights. 2016. "The Top 20 Reasons Startups Fail. From Lack of Product-Market Fit to Disharmony on the Team, We Break Down the Top 20 Reasons for Startup Failure by Analyzing 101 Startup Failure Post-Mortem." : 1–26. <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>.
- Chemmanur, Thomas, Elena Loutskina, and Xuan Tian. 2012. "Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation." *Review of Financial Studies* 27. doi:10.2139/ssrn.1364213.
- Corina, Serban, Negruțiu Cristian, and Bichel Andreea-Nicoleta. 2023. "To Invest or Not to Invest: The Start-Up Investment Decision-Making Process." *Management and Economics Review* 8(2): 170–79. doi:10.24818/mer/2023.06-04.
- Darmawan, Aulia, Unggul Purwihedi, and Rd. Tuty Sariwulan. 2023. "Pengaruh Intellectual Capital Disclosure, Keputusan Investasi, Struktur Modal, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan." *Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing* 4(1): 266–82. doi:10.21009/japa.0401.14.
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz. 2007. "Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?" *Journal of Financial Economics* 86(1): 1–39. doi:10.1016/j.jfineco.2006.09.002.

- Fornell, Claes, and David Larcker. 1981. "Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error." *Journal of Marketing Research* 18(1): 39–50.
- Gigerenzer, Gerd, and Henry Brighton. 2009. "Homo Heuristicus: Why Biased Minds Make Better Inferences." *Topics in Cognitive Science* 1: 107–43. doi:10.1111/j.1756-8765.2008.01006.x.
- Gompers, Paul A., Will Gornall, Steven N. Kaplan, and Ilya A. Strebulaev. 2020. "How Do Venture Capitalists Make Decisions?" *Journal of Financial Economics* 135(1): 169–90. doi:10.1016/j.jfineco.2019.06.011.
- Hair, Joseph F., G. Tomas Hult, Christian Ringle, and Marko Sarstedt. 2017. *Sage A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)* - Joseph F. Hair, Jr., G. Tomas M. Hult, Christian Ringle, Marko Sarstedt.
- Hair, Joseph F., Jeffrey J. Risher, Marko Sarstedt, and Christian M. Ringle. 2019. "When to Use and How to Report the Results of PLS-SEM." *European Business Review* 31(1): 2–24. doi:10.1108/EBR-11-2018-0203.
- Huang, Hung-Hsi, Ting-Hao Chang, and Ching-Ping Wang. 2024. "Investment Performance Comparison among Various Portfolio Selection Strategies in Taiwan Stock Market." *Asia Pacific Management Review* 29(2): 195–214. doi:https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2024.03.001.
- Joenväärä, Juha, and Bernd Scherer. 2019. "Frictional Diversification Costs: Evidence from a Panel of Fund of Hedge Fund Holdings." *Journal of Empirical Finance* 52: 92–111. doi:https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.01.011.
- Kahneman, D. 2011. "Thinking, Fast and Slow." *Statistical Papers* 55. doi:10.1007/s00362-013-0533-y.
- Kaplan, Steven N., and Per Strömberg. 2004. "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses." *Journal of Finance* 59(5): 2177–2210. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x.
- Lotfalia, Mahsa Haj, Seyed Mohammadreza Hashemian, and Mohammad Akbari. 2022. "Predicting the Success of Startups Using Machine Learning." *Journal of Innovation and Entrepreneurship*. doi:10.1186/s13731-024-00436-x.
- Madaan, Geetika, and Sanjeet Singh. 2019. "An Analysis of Behavioral Biases in Investment Decision-Making." *International Journal of Financial Research* 10(4): 55–67. doi:10.5430/ijfr.v10n4p55.

- Niyawanont, Napatsaporn. 2023. "The Influence of Start-up Entrepreneurship and Disruptive Business Model on Firm Performance." *Entrepreneurial Business and Economics Review* 11(1): 57–76. doi:10.15678/EBER.2023.110103.
- Sevilla-Bernardo, Javier, Blanca Sanchez-Robles, and Teresa C. Herrador-Alcaide. 2022. "Success Factors of Startups in Research Literature within the Entrepreneurial Ecosystem." *Administrative Sciences* 12(3). doi:10.3390/admsci12030102.
- Simon, By Herbert A. 1955. "A Behavioral Model of Rational Choice Traditional Economic Theory Postulates." : 99–118.
- Somaya, Deepak, and Jingya You. 2024. "Scalability, Venture Capital Availability, and Unicorns: Evidence from the Valuation and Timing of IPOs." *Journal of Business Venturing* 39(1): 106345. doi:https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2023.106345.
- Startup Genome Report. 2022. "Global Startup Ecosystem Report GSER 2022." *Startup Genome Report*: 381. <https://startupgenome.com/report/gser2022>.