

URUN DANA EKUITAS SEBAGAI ALTERNATIF PENDANAAN DAN INSTRUMEN INVESTASI: PENDEKATAN PEMANGKU KEPENTINGAN

Mhd. Ricky Karunia Lubis^{1)*}; Muhammad Rizky²⁾; Galih Satriya Praptama³⁾

¹⁾ *mhdrikykarunia@gmail.com, Politeknik Keuangan Negara STAN*

²⁾ *muhrizky456@gmail.com, Politeknik Keuangan Negara STAN*

³⁾ *gspraptama@gmail.com, Politeknik Keuangan Negara STAN*

**penulis korespondensi*

Abstract

Equity crowdfunding (ECF) is an emerging novel phenomenon in the financial landscape, including in Indonesia, as an alternative source of funding for start-up enterprises and alternative investment for investors. Equity crowdfunding provides an opportunity for start-up enterprises without a viable track record, sophisticated management, and high-quality collaterals to collect funds from a group of investors. This study aims at identifying factors of successful equity crowdfunding and the challenges it might face in order to support alternative funding for start-up enterprises and investment instrument for individual investors. This study employs a scoping review method to identify literature thoroughly and comprehensively through a number of sources with linkages to our main topic. Successful equity crowdfunding lies heavily in determinants comprising the roles of both entrepreneurs and investors. Considering its comparative advantages and challenges, equity crowdfunding has an opportunity to jumpstart its development and exist as a well-recognized investment option unless the stakeholders fail to fulfill what it needs to unleash its potential. This study concludes that equity crowdfunding practice can find its path to success only if the participating enterprises offer such a decent quality as a requisite for investors to provide funding.

Keyword: equity crowdfunding, start-up enterprises, individual investors, alternative funding, investment instrument.

Abstrak

Urun dana ekuitas merupakan fenomena baru di dunia keuangan, termasuk di Indonesia, yang muncul sebagai alternatif pendanaan bagi usaha rintisan dan instrumen investasi alternatif bagi investor. Urun dana ekuitas menyediakan kesempatan bagi usaha rintisan yang tidak memiliki rekam jejak, pengalaman manajemen, dan jaminan aset yang berkualitas untuk memperoleh pendanaan dari sekelompok investor. Studi ini bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi keberhasilan urun dana ekuitas dan tantangan yang dihadapi agar urun dana ekuitas dapat berkembang dan menjadi alternatif utama bagi usaha rintisan dan instrumen investasi alternatif bagi investor ritel. Studi ini menggunakan metode *scoping review* yang mengidentifikasi literatur secara mendalam dan menyeluruh melalui berbagai sumber dengan berbagai metode penelitian serta memiliki keterkaitan dengan topik penelitian. Urun dana ekuitas memiliki keunggulan komparatif, tetapi menghadapi tantangan yang jika dikelola dengan baik oleh pemangku kepentingan akan mempercepat pertumbuhannya sebagai alternatif pendanaan dan instrumen investasi. Penelitian ini menyimpulkan bahwa praktik urun dana ekuitas dapat berhasil hanya jika usaha rintisan yang berpartisipasi di dalamnya memiliki kualitas yang baik, sehingga akan semakin banyak investor yang berminat menyediakan pendanaan kepada mereka.

Kata kunci: urun dana ekuitas, usaha rintisan, investor ritel, alternatif pendanaan, instrumen investasi.

PENDAHULUAN

Urun dana ekuitas (*equity crowdfunding*) adalah metode baru yang digunakan untuk mendanai berbagai usaha baru dan memungkinkan penerbit, baik dalam bentuk proyek, usaha rintisan, maupun UMKM, yang sifatnya sosial, kultural, atau berorientasi pada laba, untuk menghimpun pendanaan dari para investor dengan imbalan berupa produk di masa depan atau kepemilikan saham (Mollick, 2014). Usaha baru membutuhkan sumber daya untuk berkembang dan salah satu yang paling penting adalah pendanaan. Kemunculan urun dana dilatarbelakangi oleh sulitnya akses permodalan bagi penerbit. Pendanaan alternatif selain perbankan bagi usaha rintisan adalah modal ventura dan *angel investor*. Namun, seiring semakin pesatnya perkembangan usaha

rintisan, terutama di sektor teknologi, persaingan memperebutkan pendanaan dari modal ventura menjadi sangat ketat.

Fenomena inilah yang memicu lahir dan berkembangnya urun dana ekuitas. Sama seperti jenis urun dana lainnya, urun dana ekuitas adalah pasar dua sisi yang bertujuan menghubungkan antara pengusaha dan investor ritel (Schwienbacher, 2019). Urun dana ekuitas menjadi alternatif bagi usaha rintisan yang belum memiliki rekam jejak (*track record*) dan sering kali masih berupa ide atau inisiatif. Sejauh ini, bank mementingkan kelayakan kredit (*creditworthiness*) debitur, sehingga lebih memilih menyalurkan kredit kepada usaha dengan rekam jejak yang baik, arus kas yang stabil, dan agunan berkualitas tinggi (Berger & Udell, 1998).

Dalam kasus Indonesia, UMKM masih menghadapi kendala dan keterbatasan pendanaan, sehingga menghambat laju pertumbuhannya. Menurut data Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF, 2019), sejumlah 62% pengakses layanan *financial technology* (*fintech*) di Indonesia berasal dari kalangan yang belum tersentuh layanan perbankan. Selain itu, berdasarkan jenis pelanggan, sebagian besar pengakses layanan *fintech* adalah debitur individu (47%) dan debitur UMKM (38%).

Terdapat delapan alasan mengapa akses UMKM, termasuk usaha rintisan, terhadap pendanaan dari perbankan masih sangat rendah (Nurhidayat, 2011), yaitu: (1) perbankan tidak menyediakan produk sesuai kebutuhan dan kondisi UMKM, (2) pemberian kredit kepada UMKM dianggap berisiko tinggi, (3) biaya transaksi kredit UMKM relatif tinggi, (4) UMKM kesulitan memenuhi teknis persyaratan kredit seperti agunan dan proposal, (5) akses pembiayaan ekuitas yang terbatas, (6) pengawasan dan penagihan kredit UMKM yang tidak efisien, (7) biaya pelayanan UMKM relatif mahal; dan (8) perbankan belum terbiasa memberikan pembiayaan bagi UMKM.

Realitas tersebut tecermin pada data sumber pendanaan Industri Kecil dan Menengah Kementerian Perindustrian (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2020). Pendanaan UMKM berturut-turut terdiri atas 85% modal sendiri, 7% modal dari bank, 5% modal dari perorangan/kerabat, dan sisanya berasal dari koperasi, modal ventura, serta lembaga keuangan nonbank. Fakta ini menyediakan ruang potensial untuk diisi oleh para penyedia pembiayaan. Terlebih, saat ini penyedia layanan jasa keuangan *fintech* sedang berkembang cukup pesat. Berdasarkan hasil survei Asosiasi Penyelenggara Jasa Internet Indonesia (APJII, 2020), dalam lima tahun ke depan, potensi tersebut tentu akan semakin meningkat dengan sokongan pengguna internet di Indonesia yang amat besar, yaitu mencapai 196,7 juta jiwa atau setara 73,7% dari jumlah penduduk di Indonesia.

Potensi pengembangan *fintech* di Indonesia juga tergambar dari perkembangan nilai transaksinya. Nilai transaksi perusahaan *fintech* di Indonesia meningkat dari Rp210 triliun pada tahun 2017 dan diperkirakan mencapai Rp783 triliun pada akhir tahun 2021. Rata-rata nilai transaksi per pengguna segmen pembiayaan alternatif pun diproyeksikan mencapai nilai yang cukup besar, yaitu sebesar Rp59,2 juta (Statista, 2021).

Potensi ini perlu dimanfaatkan melalui penyelenggaraan layanan *fintech* yang langsung menasar usaha rintisan dan UMKM, salah satunya adalah urun dana ekuitas. Urun dana ekuitas merupakan suatu bentuk pendanaan yang mana penerbit – yang dalam hal ini dapat berupa proyek, usaha rintisan dan UMKM – melakukan penawaran kepada pasar untuk menjual ekuitas melalui platform daring yang menyediakan jasa untuk memfasilitasi dan menyelesaikan transaksi tersebut (Ahlers, Cumming, Günther, & Schweizer, 2015).

Hingga akhir 2021, urun dana ekuitas di Indonesia belum terlalu berkembang mengingat umurnya yang masih muda. Idealnya, bagi negara yang perekonomiannya bertumpu pada UMKM seperti Indonesia, keberadaan model pendanaan ini seharusnya dapat dioptimalkan untuk

mempercepat pertumbuhan usaha dan menjadi alternatif investasi bagi investor. Model pendanaan ini telah berkembang di negara maju, sementara di negara berkembang seperti Tiongkok, urun dana ekuitas berkontribusi sangat signifikan terhadap pendanaan usaha kecil di sana, yaitu mencapai 98% (Jing, 2016).

Studi yang membahas tentang urun dana ekuitas di Indonesia masih sangat terbatas. Penelitian ini berbeda dari penelitian yang pernah dibuat sebelumnya yang hanya membahas fenomena urun dana ekuitas di Indonesia. Penelitian terdahulu menemukan bahwa rendahnya literasi masyarakat menjadi faktor yang memengaruhi kurang berkembangnya urun dana di Indonesia. Penelitian ini mengulas dari perspektif pemangku kepentingan dan membahas faktor-faktor yang memengaruhi keberhasilan urun dana ekuitas dan tantangan yang harus diatasi. Harapannya, penelitian ini dapat bermanfaat bagi pemangku kepentingan dalam pengambilan keputusan, baik dari sisi penerbit dalam hal penawaran ekuitas, investor dalam hal keputusan investasi, platform dalam hal pengembangan teknologi, serta regulator dalam hal kepastian hukum dan praktik pasar urun dana ekuitas yang efektif dan efisien (Jing, 2016).

KAJIAN PUSTAKA

Urun Dana Ekuitas

Urun dana (*crowdfunding*) merupakan metode pendanaan berbasis daring atau memanfaatkan internet yang diselenggarakan guna mendukung berkembangnya usaha rintisan dengan cara menghimpun dana dari banyak orang dalam jangka waktu tertentu (Hossain & Oparaocha, 2017). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 57/POJK.04/2020 tentang Penawaran Efek melalui Layanan Urun Dana Berbasis Teknologi Informasi menyebutkan bahwa layanan urun dana adalah penyelenggaraan layanan penawaran efek yang dilakukan oleh penerbit untuk menjual efek secara langsung kepada pemodal melalui jaringan sistem elektronik yang bersifat terbuka. Sementara itu, urun dana ekuitas (*equity crowdfunding*) dapat juga didefinisikan sebagai layanan urun dana berbasis ekuitas yang menawarkan sejumlah saham perusahaan kepada pemodal melalui sistem elektronik (Pribadi, Sendrawan, & Salam, 2020).

Urun dana ekuitas lahir sebagai alternatif metode pendanaan bagi usaha rintisan. Usaha rintisan kerap kali mengalami kendala saat hendak mengakses pendanaan dari institusi keuangan tradisional seperti bank. Hal ini disebabkan oleh kesulitan pemenuhan persyaratan kelayakan kredit (*creditworthiness*) oleh usaha rintisan. Di samping itu, bank cenderung memilih untuk menyalurkan kredit kepada usaha yang memiliki rekam jejak (*track record*) yang baik, arus kas yang stabil, dan agunan yang berkualitas tinggi (Berger & Udell, 1998).

Asimetri Informasi

Asimetri informasi terjadi karena adanya perbedaan informasi dan pengetahuan yang diperoleh antara satu pihak dengan pihak lain dalam kegiatan ekonomi. Biasanya, asimetri informasi timbul ketika manajer selaku pihak internal perusahaan mengetahui informasi dan prospek perusahaan lebih baik daripada *stakeholder* lainnya seperti investor. Di sisi lain, investor seyogianya mengetahui informasi dan prospek perusahaan secara memadai guna menghasilkan keputusan investasi yang baik (Prasetya, 2012).

Akan tetapi, investor terkadang mengalami kesulitan dalam memperoleh informasi yang komprehensif mengenai perusahaan terkait. Minimnya informasi perusahaan yang tersedia di pasar disebabkan oleh restriksi pengungkapan informasi perusahaan oleh manajer selaku agen. Pembatasan tersebut dilakukan karena terdapat beberapa informasi perusahaan yang bersifat rahasia (Lahaya, 2016). Bagi perusahaan, asimetri informasi berdampak pada besaran biaya modal ekuitas (*cost of capital*) yang ditanggung oleh perusahaan.

Terbatasnya informasi yang diungkapkan turut meningkatkan risiko investasi, sehingga investor membebankannya pada tingkat pengembalian yang disyaratkan. Terdapat pengaruh yang signifikan asimetri informasi terhadap *cost of capital* (Khomsiyah & Susanti, 2013). Diperoleh informasi bahwa semakin banyak informasi yang disembunyikan oleh agen, semakin tinggi risiko yang harus ditanggung oleh pemilik modal. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Kazemi & Rahmani, 2013). Lebih lanjut, informasi asimetris lebih banyak terjadi pada usaha kecil dan menengah (*small medium enterprise*) daripada perusahaan besar (Degryse, de Goeij, & Kappert, 2012).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode *scoping review* yang bertujuan mengidentifikasi literatur secara mendalam dan menyeluruh melalui berbagai sumber dengan berbagai metode penelitian serta memiliki keterkaitan dengan topik penelitian. Dari literatur yang digunakan, yakni artikel pada jurnal nasional dan internasional, mayoritas membahas faktor-faktor yang memengaruhi keberhasilan penghimpunan dana oleh penerbit, motivasi investor dalam berinvestasi di instrumen investasi urun dana ekuitas, dan fenomena urun dana ekuitas di negara-negara maju.

Penelitian ini menyoroti referensi-referensi terkait fenomena urun dana ekuitas di Indonesia dan hasil kajian dan laporan yang dilakukan oleh berbagai institusi dan lembaga pemerintahan, baik dalam maupun luar negeri. Data dan informasi yang dikumpulkan kemudian disandingkan dan dikaitkan dengan perkembangan yang ada di Indonesia. Penelitian ini menggunakan triangulasi teori di mana informasi yang dihimpun kemudian dibandingkan dengan perspektif teori yang relevan guna memperoleh pemahaman yang mendalam terkait isu yang diangkat.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Faktor-faktor yang Memengaruhi Keberhasilan Penghimpunan Dana

Faktor-faktor yang memengaruhi keberhasilan urun dana ekuitas dapat bervariasi, baik dari sisi penerbit maupun investor. Peraih nobel di bidang ekonomi, Michael Spence, menyebutkan bahwa investasi dipenuhi ketidakpastian dan asimetri informasi sehingga investor kerap kali bertindak atas dasar informasi yang parsial dan tersebar serta data yang kurang kredibel tentang suatu bisnis (Spence, 1978). Untuk itu, proses seleksi investasi di suatu usaha rintisan harus memperhatikan sinyal kualitas (*quality signal*).

Modal sosial (Mollick, 2014) dan kesiapan (Kuppuswamy & Bayus, 2017) yang dimiliki usaha rintisan merupakan dua hal utama yang mampu memberikan sinyal kualitas di kalangan investor. Elemen penting dalam urun dana mencakup peran internet dan media sosial serta komunikasi visual (Valančienė & Jegelevičiūtė, 2014). Pertama, internet dan media sosial dapat berperan memengaruhi sinyal kualitas dari penerbit. Jaringan sosial dapat memengaruhi keberhasilan atau kegagalan suatu usaha rintisan dalam menghimpun dana melalui tiga cara: (1) jaringan sosial dari pemilik proyek atau usaha rintisan, (2) herd mentality dari para investor, (3) pembentukan komunitas di antara para investor. Kedua, penggunaan media komunikasi visual seperti video, fotografi, dan forum percakapan interaktif sangat populer dalam kampanye atau promosi usaha rintisan pada urun dana ekuitas. Komunikasi visual yang efektif akan mampu menarik minat investor dalam mendanai suatu usaha rintisan.

Lebih lanjut, keberhasilan penghimpunan dana juga dipengaruhi oleh kualitas proyek atau usaha rintisan itu sendiri. Penerbit dengan kualitas baik akan mendapatkan respons positif dari

investor. Menurut (Gorman & Sahlman, 1989), investor berpikir dan berperilaku seperti pemodal ventura atau angel investor dalam mengevaluasi kualitas produk yang dihasilkan dan bisnis yang dijalankan, manajemen, serta peluang kesuksesannya. Kualitas yang baik ini turut berimplikasi pada penciptaan sinyal kepada investor. Pada akhirnya, investor akan berminat menginvestasikan dana dan mempromosikannya kepada investor lain, sehingga kebutuhan pendanaan oleh penerbit dapat terpenuhi, bahkan mengalami kelebihan pendanaan (*overfunding*). Selain itu, lokasi geografis menjadi faktor penentu keberhasilan penghimpunan dana lainnya. Investor cenderung akan lebih memilih proyek atau usaha rintisan yang dekat dengan lokasi investor karena investor dapat memantau perkembangan proyek atau usaha yang mereka danai secara langsung.

Di sisi lain, terdapat argumen yang mengkritisi bahwa skema “*all-or-nothing*” yang diterapkan dalam praktik urun dana ekuitas akan memaksa penerbit untuk menutupi selisih antara nominal dana yang ditargetkan dengan nominal dana yang berhasil dihimpun. Jika penerbit tidak mampu mencapai target pendanaan, pendanaan yang diajukan akan dibatalkan oleh platform urun dana. Dengan begitu, penerbit perlu menyuntikkan dana melalui modal sendiri (*self-funding*) untuk memenuhi ketentuan jumlah minimum dana apabila penerbit tetap ingin melanjutkan pendanaannya.

Motivasi Investor

Motivasi untuk berinvestasi pada urun dana tidak selalu dipengaruhi oleh motif ekonomi. Menurut Mollick (Mollick, 2014), meskipun investasi pada layanan urun dana dapat saja bersifat altruisme atau berorientasi pada kepentingan sosial (Langbein & Posner, 1980), minat investor sangat dipengaruhi oleh kualitas dari proyek atau usaha yang akan dijalankan. Keputusan ini bahkan tidak dipengaruhi oleh harapan tingkat pengembalian atas proyek atau usaha tersebut di masa depan. Sebagai contoh, statistik pada platform Kickstarter pada periode 2009 - 2012 mendapati bahwa 26.017 proyek atau usaha dianggap sukses, tetapi 33.098 proyek atau usaha lainnya dianggap gagal. Secara persentase, tingkat kesuksesan dari proyek atau usaha tersebut lebih rendah daripada tingkat kegagalannya (44,7%).

Selain itu, studi lain juga menyatakan bahwa motivasi investor pada urun dana sangat beragam. Harms di dalam Cordova (Cordova, Dolci, & Gianfrate, 2015) menyebutkan bahwa selain dipengaruhi oleh ekspresi diri dan kebahagiaan dari tingkat pengembalian atas investasi mereka, keputusan investor juga dipengaruhi oleh output nyata yang dihasilkan oleh proyek atau usaha yang dibiayai dan manfaatnya bagi konsumen. Van Wingerden dan Ryan (Wingerden & Ryan, 2011) juga memisahkan unsur motivasi intrinsik seperti kontrol penggunaan inovasi, perbaikan atas keadaan, kebahagiaan, dan rasa keterlibatan, dari unsur motivasi keuangan. Terakhir, Ordanini et. al (Ordanini, Miceli, Pizzetti, & Parasuraman, 2011) menambahkan jika keputusan investor juga dapat ditentukan oleh pengakuan publik dan patronasi (keterlibatan pada kepentingan umum).

Sementara itu, Leimester et al dalam Ordanini, et al (2011) mengatakan bahwa investor yang berpartisipasi dalam urun dana ekuitas dimotivasi faktor-faktor seperti keinginan untuk belajar, kompensasi langsung, promosi diri, dan manfaat sosial. Melalui urun dana, investor tidak hanya menyumbang pengetahuan dan upayanya, tetapi juga memainkan peran sebagai penanam modal dan mempromosikan proyek atau usaha yang didanai kepada orang lain.

Sementara itu, hasil studi menunjukkan bahwa interaksi sosial antar investor berkontribusi pada keberhasilan urun dana ekuitas (Hervé & Manthé, 2019). Investor awal menyebarkan informasi tentang sebuah usaha rintisan kepada investor lain yang kemudian tertarik dan ikut berpartisipasi membenamkan modalnya.

Urun dana ekuitas berbeda dari model urun dana lainnya, khususnya urun dana berbasis *reward* jika ditinjau dari tiga aspek utama (Vismara, 2016). Pertama, motivasi dasar yang berbeda, investor urun dana ekuitas cenderung mengejar imbal hasil finansial yang lebih besar daripada alternatif urun dana lainnya. Kedua, jumlah saham yang dijual melalui urun dana ekuitas terbatas, sehingga penguasaan pemilik atas bisnisnya relatif terjaga. Ketiga, nilai rata-rata dana yang dihimpun relatif kecil, serta urun dana ekuitas cenderung menjangkau investor ritel.

Urun Dana Ekuitas di Negara Lain

Praktik urun dana ekuitas di kawasan Eropa dimulai pada tahun 2009 ketika platform urun dana ekuitas terbesar di Perancis, WiSEED, pertama kali diluncurkan. Pada tahun tersebut, platform ini mengampanyekan strategi keluar (*exit strategy*) bagi investor untuk mendapatkan imbal hasil abnormal dari kenaikan harga ekuitas yang mereka miliki. Sebagai contoh, perusahaan bioteknologi asal Perancis, Antabio, memberikan imbal hasil abnormal bagi investor melalui platform urun dana ekuitas dengan tingkat imbal hasil 1,74 kali (setara IRR 43%).

BrewDog dan Revolut yang berasal dari Inggris Raya (UK) adalah dua contoh lain dari keberhasilan urun dana ekuitas. Kedua perusahaan ini berhasil mencetak valuasi di atas US\$1 miliar (berstatus *unicorn*) setelah sukses menghimpun dana dari investor urun dana di platform Crowdcube. Pada tahun 2016, selang satu tahun setelah pendiriannya, Revolut sukses menghimpun dana sebesar £1 juta lewat platform Crowdcube yang berasal dari 430 investor. Lalu, Revolut memperoleh status *unicorn* pertama kali pada tahun 2018. Bahkan, BrewDog berhasil menyanggah status yang sama lebih cepat, yaitu pada tahun 2017.

Fenomena urun dana juga menjadi sorotan di Amerika Serikat (AS) melalui pemberlakuan Undang-Undang “Jumpstart Our Business Startups” (JOBS) Act pada tahun 2012. UU ini memudahkan persyaratan bagi usaha kecil dalam memperoleh pendanaan di pasar modal, salah satunya melalui platform urun dana. Kemudahan yang diberikan oleh Pemerintah AS antara lain berupa hak bagi usaha rintisan untuk menggalang dana hingga US\$1 juta dari kegiatan urun dana dan perizinan bagi perusahaan untuk menawarkan saham tanpa melalui proses pendaftaran pada Securities and Exchange Commission (SEC).

Sementara itu di Tiongkok, praktik urun dana ekuitas juga sudah cukup mapan. Setiap penerbit mampu meraup dana investasi hingga lebih dari US\$50.000 (Li, 2016). Urun dana ekuitas mampu menopang keberlangsungan usaha bagi hampir 98,64% perusahaan di Tiongkok yang berbentuk usaha kecil. Usaha kecil di Tiongkok bahkan mampu memperoleh dana hingga 167,5 miliar Yuan dari bursa saham UMKM Shenzhen dan 60,4 miliar Yuan dari National Equities Exchange and Quotations (NEEQ). Pendanaan dari modal ventura, pinjaman digital, dan urun dana ekuitas adalah sumber utama bagi UMKM di Tiongkok (OECD., 2021).

Urun Dana di Indonesia

Di Indonesia, praktik urun dana ekuitas diselenggarakan berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 57/POJK.04/2020 tentang Penawaran Efek melalui Layanan Urun Dana Berbasis Teknologi Informasi. Kehadiran POJK tersebut memiliki peran penting dalam mengatur dan mengoordinasikan praktik urun dana di Indonesia, sehingga memberikan kepastian dan perlindungan hukum bagi para pihak yang terlibat. Berdasarkan POJK tersebut, transaksi urun dana ekuitas melibatkan tiga pihak, yakni penyelenggara (platform) dan pengguna yang terdiri dari penerbit dan pemodal (investor). Pihak-pihak tersebut membentuk hubungan hukum tiga pihak (*triangular relationship*). POJK tersebut mengatur perjanjian antara platform dan penerbit serta platform dan investor. Adapun, hubungan hukum antara penerbit dan investor tercipta dari transaksi urun dana ekuitas secara tidak langsung, melalui hubungan jual beli.

Saat ini, ada tujuh platform urun dana ekuitas yang terdaftar di OJK, yaitu Santara, Bizhare, CrowdDana, Danasaham, LandX, FundEx, dan Shafiq. Hingga Juli 2021, jumlah penerbit yang mengakses pendanaan melalui layanan urun dana ekuitas meningkat menjadi 164 penerbit atau bertumbuh 27,1% (ytd). Peningkatan juga terjadi pada jumlah dana yang dihimpun dengan pertumbuhan sebesar 64% (ytd) atau menjadi Rp313,55 miliar. Dari sisi pemodal, jumlah investor bertumbuh sebesar 54,53% (ytd), yakni 34.525 investor (OJK, 2016).

Yang perlu menjadi perhatian khusus adalah dari sisi permintaan, yaitu keberadaan investor ritel. Investor ritel akan lebih memilih instrumen investasi saham dengan berbagai pertimbangan yang tidak dimiliki oleh urun dana ekuitas seperti likuiditas, pilihan emiten yang lengkap, dan perdagangan di pasar sekunder. Platform urun dana ekuitas memang telah menyediakan fasilitas perdagangan di pasar sekunder sebagai exit strategy bagi investor yang ingin merealisasikan keuntungannya. Namun, fasilitas ini masih terbatas, umumnya setahun hanya dua kali, dan permintaan dari investor lain relatif terbatas.

Berdasarkan Laporan Kajian: Peran Equity Crowdfunding (ECF) terhadap Perekonomian Nasional yang dirilis oleh Institute for Development of Economics and Finance dan Fintech Indonesia (Indef dan Asosiasi Fintech, 2020), pada tahun 2020, aktivitas ekonomi yang bersumber dari urun dana ekuitas, baik dalam bentuk investasi maupun urun dana, mencapai Rp851 miliar dari total output nasional. Pada tahun 2021, nilai ini diproyeksikan meningkat menjadi Rp3,8 triliun dan pada 2025 diprediksi meningkat menjadi Rp17,7 triliun.

Selain dari aktivitas ekonomi, kontribusi urun dana ekuitas juga dapat diukur melalui tingkat penyerapan tenaga kerja di sepanjang mata rantainya. Pada tahun 2020, kegiatan ekonomi yang disumbang oleh urun dana ekuitas berhasil menyerap 2.447 tenaga kerja. Pada tahun 2025, jumlah ini diproyeksi meningkat menjadi 49.523 tenaga kerja dengan estimasi pendapatan marginal bagi tenaga kerja sebesar Rp2,9 triliun. Urun dana ekuitas juga berkontribusi secara langsung terhadap perkembangan UMKM yang merupakan tulang punggung perekonomian nasional, yaitu sebesar 61,1% dari PDB (Pemerintah Republik Indonesia, 2021). Untuk itu, perlu disiapkan alternatif bagi UMKM untuk mengakses permodalan di luar institusi keuangan tradisional dan urun dana ekuitas menjadi salah satu solusinya.

Keunggulan Urun Dana Ekuitas

Keunggulan komparatif urun dana ekuitas adalah basis investornya yang didominasi oleh investor ritel. Meskipun nilai dana yang dihimpun dari investor ritel relatif lebih kecil dibandingkan dengan investor institusi, dana yang dihimpun tetap dapat memberikan manfaat signifikan bagi penerbit yang ingin mengembangkan usahanya.

Basis investor ritel yang kuat mengingatkan kita pada Vox Populi karya Francis Galton (1907) yang mengatakan bahwa sering kali sekelompok orang mungkin lebih baik dalam mengevaluasi suatu proyek daripada hanya satu orang, bahkan jika satu orang tersebut adalah seorang ahli. Fenomena ini terakhir kali dipopulerkan oleh jurnalis Amerika Serikat, James Surowiecki (Surowiecki, 2005), lewat bukunya yang berjudul "*The Wisdom of Crowds*" pada tahun 2004.

Berangkat dari konsep ini, urun dana ekuitas dengan basis investor ritel akan menjadi keunggulan komparatif yang tidak dimiliki oleh model urun dana lainnya, yang umumnya didominasi oleh investor institusi. Meskipun demikian, hipotesis ini masih perlu diteliti secara empiris dan diuji untuk mengetahui sejauh mana penilaian sekelompok orang – dalam hal ini terhadap penerbit – lebih baik daripada segelintir orang. Jika hipotesis ini absah, berinvestasi melalui urun dana ekuitas dapat menjadi pilihan rasional dan bijak karena benar-benar berorientasi pada kualitas.

Urun dana ekuitas berpotensi lebih unggul dibandingkan dengan pendanaan konvensional setidaknya karena adanya dua hal berikut, yakni *wisdom of the crowd* dan manfaat nonkeuangan yang diperoleh, seperti altruisme dan rasa bahagia (Walthoff-Borm, Schwienbacher, & Vanacker, 2018). Sementara itu, keunggulan dan kesempatan urun dana ekuitas terutama meliputi kemampuan mengurangi kesenjangan ekuitas pada usaha rintisan dan perlindungan terhadap kendali atas bisnis yang dijalankan (Collins L., 2012).

Pertama, urun dana ekuitas dapat mengurangi kesenjangan ekuitas. Sering kali, pemilik usaha rintisan tidak bisa mengakses pendanaan melalui utang, baik ke perbankan maupun lembaga keuangan lainnya karena minimnya jaminan aset yang diberikan dan tingginya risiko usaha tersebut. Alhasil, mereka cenderung bergantung pada pendanaan dari teman, keluarga, dan sumber eksternal lainnya untuk mendanai fase awal dari usaha mereka. Dalam banyak hal, pendanaan yang bersumber dari teman dan keluarga sering kali tidak mencukupi kebutuhan usaha rintisan untuk mencapai target penjualan, melakukan ekspansi, dan mengalahkan kompetitor.

Kedua, urun dana ekuitas berperan melindungi kepentingan pengendalian bisnis oleh pemilik usaha. Pemilik usaha rintisan sebenarnya dapat mencari sumber pendanaan modal tradisional, seperti modal ventura atau angel investor. Namun, perolehan sumber pendanaan ini sering kali tidak realistis bagi pemilik pada umumnya. Modal ventura dan *angel investor* lebih tertarik pada usaha rintisan yang memiliki ambisi pertumbuhan yang besar dan kriteria yang ditentukan sangat ketat.

Tantangan bagi Urun Dana Ekuitas

Terdapat banyak tantangan yang masih dihadapi urun dana ekuitas. Menurut Collins dan Pierrakis (Collins L., 2012), secara umum, urun dana ekuitas menghadapi tiga situasi tantangan, yaitu asimetri informasi, penetapan valuasi, dan deteksi terhadap kecurangan. Urun dana ekuitas menghadapi tantangan asimetri informasi. Leland dan Pyle (Leland & Pyle, 1977) menyatakan bahwa ketika asimetri informasi terjadi dan proyek yang ditawarkan mayoritas berkualitas buruk, pasar urun dana ekuitas kemungkinan besar akan gagal. Healy dan Palepu (Healy & Palepu, 2001) menawarkan solusi atas asimetri informasi yang terjadi di pasar. Pertama, regulator mewajibkan penerbit untuk mengungkapkan sepenuhnya informasi yang ada. Kedua, peran perantara informasi (*information intermediaries*), seperti analis keuangan dan lembaga pemeringkat, perlu didorong untuk menciptakan pasar urun dana ekuitas yang efisien.

Tantangan berikutnya adalah sulitnya melakukan valuasi terhadap bisnis usaha rintisan. Usaha rintisan perlu mengetahui valuasi atau nilai usahanya untuk menentukan berapa jumlah dan nilai modal wajar yang ditawarkan kepada investor. Hal ini juga untuk memastikan terjadinya ekuilibrium antara penerbit dan investor. Aset yang dimiliki usaha rintisan di sektor teknologi umumnya berupa aset tidak berwujud seperti perangkat lunak atau properti intelektual, sehingga valuasi hanya dapat didasarkan pada prediksi yang riskan tentang ukuran pasar, kompetisi, pendapatan, dan variabel lainnya.

Kemudian, kekhawatiran tentang urun dana ekuitas adalah modal yang diambil oleh penerbit, yang sejak awal tidak berniat untuk mengembangkan bisnis, dari investor yang kurang berpengalaman. Namun, potensi kecurangan ini dapat diminimalisasi dengan skema "*all-or-nothing*" yang mana penerbit hanya dapat memperoleh dana jika target urun dana yang mereka tetapkan diserap seluruhnya oleh investor. Secara teori, melalui skema ini akan tercipta "*wisdom of the crowd*", yaitu semakin banyak orang yang akan berinvestasi pada suatu usaha rintisan, semakin besar kemungkinan mereka akan meninjau proposal atau prospektus yang diajukan, sehingga semakin kecil peluang kecurangan yang dapat dilakukan oleh penerbit.

Tidak terbatas pada itu, informasi yang tersedia pada layanan urun dana terkait penerbit lebih terbatas jika dibandingkan pasar saham. Tidak ada ketentuan khusus soal standar penyajian informasi. Ketentuan penyajian dan pengungkapan informasi penerbit pada layanan urun dana dibuat lebih sederhana. Sementara itu, informasi tentang penerbit efek hanya diperoleh melalui laporan tahunan yang menjadi kewajiban perseroan terbatas sebagaimana diatur UU tentang Perseroan Terbatas (Bangun, 2021).

Terakhir, aktivitas operasi penerbit kurang diawasi akibat penerapan aturan yang tidak ketat. Hal tersebut dapat menimbulkan masalah seleksi yang merugikan (*adverse selection*). Ketiadaan penyajian informasi atau pengawasan yang memadai mungkin membuat investor dihadapkan pada pilihan efek yang kurang menguntungkan. Ketika penerbit dengan prospek usaha yang baik tidak mampu memberikan informasi terkait kualitas dengan baik, investor mungkin tidak memberikan valuasi yang wajar dan sesuai. Alhasil, penerbit tersebut mungkin memutuskan untuk keluar dari pasar layanan urun dana dan yang tersisa hanyalah penerbit dengan prospek yang kurang baik (Emma & Stiernblad, 2013)).

PENUTUP

Simpulan

Praktik urun dana ekuitas hanya dapat berhasil ketika para pemangku kepentingan yang terlibat di dalamnya memaksimalkan peran masing-masing. Ketika hal tersebut terealisasi, urun dana ekuitas akan menjadi alternatif pendanaan yang mumpuni bagi usaha rintisan dan alternatif investasi bagi investor, sehingga investor dapat melakukan diversifikasi dan optimalisasi imbal hasil portofolionya. Sementara itu, dari sisi regulator, kepastian hukum yang disediakan akan memberikan rasa aman dan nyaman bagi investor dalam menginvestasikan dananya.

Terdapat berbagai faktor yang memengaruhi keberhasilan praktik urun dana ekuitas di Indonesia, baik dari sisi penerbit maupun investor. Keberhasilan penghimpunan dana oleh penerbit dipengaruhi oleh kesiapan penerbit, modal sosial pendiri, kualitas proyek atau usaha yang ditawarkan, serta lokasi geografis. Dari sisi investor, keputusan berinvestasi dipengaruhi oleh motif ekonomi, kualitas proyek, kebahagiaan, perbaikan atas keadaan, rasa keterlibatan, serta patronase (altruisme).

Adapun, terdapat beberapa keunggulan dari metode penghimpunan dana melalui layanan urun dana, seperti konsep *wisdom of the crowds*. Fenomena tersebut menjelaskan bahwa apabila suatu proyek dinilai oleh banyak investor, harga yang terbentuk akan lebih efisien. Selain itu, praktik urun dana dapat mengurangi kesenjangan akses permodalan di antara para pelaku usaha dan menghindarkan pemilik dari kehilangan kendali atas bisnisnya. Di sisi lain, praktik urun dana ekuitas menghadapi beberapa tantangan, yakni asimetri informasi, penetapan valuasi, risiko kecurangan, penyajian dan pengungkapan informasi penerbit, serta *adverse selection*.

Saran

Platform urun dana ekuitas setidaknya harus mampu bekerja seperti perantara saham atau obligasi dalam memfasilitasi perdagangan efek bagi para investor. Apresiasi harga (*capital gain*) dan dividen merupakan perpaduan sempurna bagi investor, dengan asumsi pajak dan biaya transaksi diabaikan (Shefrin & Statman, 1984). Perpaduan ini terbentuk karena pembayaran dividen kas sebesar US\$1 berarti penurunan harga saham perusahaan sebesar US\$1.

Berpijak pada teori ini, investor akan punya selera (*appetite*) yang lebih besar pada urun dana ekuitas jika kedua sumber imbal hasil tersebut dimungkinkan untuk diperoleh. Jika platform penyelenggara mampu memfasilitasi perdagangan saham urun dana ekuitas di pasar sekunder agar

investor dapat memperoleh imbal hasil dari apresiasi harga, urun dana ekuitas dapat menjadi alternatif investasi utama bagi investor.

Dengan fasilitas perdagangan saham di pasar sekunder, investor dapat lebih menoleransi risiko penerbit dalam hal imbal hasil yang dijanjikan. Artinya, penerbit tidak perlu lagi menawarkan janji imbal hasil yang terlalu optimis dan justru kontraproduktif terhadap perkembangan usaha mereka. Investor justru akan senang jika penerbit tidak memberikan imbal hasil berupa dividen atau bagi hasil sepanjang penerbit mampu menginvestasikan kembali laba yang ia peroleh untuk pengembangan bisnis yang berujung pada apresiasi nilai saham bagi investor.

Regulator, dalam hal ini OJK, perlu memastikan bahwa asimetri informasi dapat diredam sedemikian rupa agar tidak terjadi *zero-sum game* antara penerbit dan investor. Ketika asimetri informasi terjadi dan proyek atau usaha yang tersedia berkualitas buruk, pasar urun dana ekuitas tidak akan mampu bekerja secara efektif dan efisien. Solusi atas asimetri informasi yang terjadi ini, sebagaimana disarankan oleh Healy dan Palepu, adalah mewajibkan pengungkapan seluruh informasi privat oleh penerbit dan peningkatan peran perantara informasi seperti analis keuangan dan lembaga pemeringkat guna menciptakan pasar urun dana ekuitas yang efisien.

Mengingat usia urun dana ekuitas di Indonesia yang masih belia, data yang tersedia masih sangat minim, sehingga penelitian terkait perkembangan urun dana ekuitas masih terbatas. Oleh sebab itu, seiring perkembangan praktik urun dana ekuitas yang akan semakin masif, diharapkan penelitian selanjutnya dapat menguji efektivitas urun dana ekuitas terhadap perkembangan usaha rintisan di Indonesia, sehingga bermanfaat bagi para pemangku kepentingan dalam mengambil keputusan, baik bagi penerbit, platform, investor, maupun regulator.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahlers, K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding.
- Alpert, G. (2021). *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/j/jumpstart-our-business-startups-act-jobs.asp>.
- APJII. (2020). *Laporan Survei Internet APJII 2019-2020 (Q2)*. Jakarta, Indonesia.
- Asosiasi Fintech Indonesia. (2020). *Laporan Annual Member Survey 2019/2020*. Jakarta, Indonesia.
- Bangun, E. R. (2021). Regulasi Penawaran Saham Berbasis Equity Crowdfunding (ECF) serta Perbandingan terhadap Initial Public Offering (IPO). *Tanjungpura Law Journal*, 149-173.
- Bayus, L. B., & Kuppuswamy, V. (2018). A Review of Crowdfunding Research and Findings. *SSRN Electronic Journal*, 361-373.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in The Financial Growth Cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673.
- CCAF, A. F. (2019). *ASEAN FinTech Ecosystem Benchmarking Study*. Cambridge, UK.
- Collins L., P. Y. (2012). The Venture Crowd: Crowdfunding Equity Investment into Business. *NESTA*, 36.
- Cordova, A., Dolci, J., & Gianfrate, G. (2015). The Determinants of Crowdfunding Success: Evidence from Technology Projects. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 181, 115-124.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firms' Capital Structure. *Small Bus Econ*, 431-447.

- Emma, S., & Stiernblad, M. (2013). The Future of Equity Crowdfunding - Is "The Crowd" Capable of Good Investment?
- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What Do Venture Capitalists Do. *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248.
- Healy, M. P., & Palepu, G. K. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets: A Review of The Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hervé, F., & Manthé, E. (2019). Determinants of individual investment decisions in investment-based crowdfunding. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46, 762-783.
- Hossain, M., & Oparaocha, G. O. (2017). Crowdfunding: Motives, Definitions, Typology and Ethical Challenges. *Entrepreneurship Research Journal*.
- Indef dan Asosiasi Fintech. (2020). *Laporan Kajian: Peran ECF terhadap Perekonomian*. Jakarta.
- Jing, L. (2016). Equity Crowdfunding in China: Current Practice and Important Legal Issues. Netherlands China Law Association (NCLA) Workshop for Selected Issues on Investments in China and International Investment Law. *Erasmus University Rotterdam*.
- Kazemi, H., & Rahmani, F. (2013). Relationship Between Information Asymmetry and Cost of Capital Management. *Science Letters* 3, 321-328.
- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2020). *Statistik Industri Kecil dan Menengah*. Jakarta, Indonesia.
- Khomsiyah, & Susanti. (2013). Pengungkapan, Asimetri Informasi, dan Cost of Capital. . *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 5 No. 3, 237-257.
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2017). Does My Contribution to Your Crowdfunding Project Matter? *Journal of Business Venturing*, 32, 72-89.
- Lahaya, I. A. (2016). Kualitas Laba, Asimetri Informasi dan Biaya Modal Ekuitas (Tinjauan Literatur dan Empiris). *Journals of Economic and Business Mulawarman (JEBM)*.
- Langbein, H. J., & Posner, A. R. (1980). Social Investing and the Law of Trusts. *Michigan Law Review*, 79, 72-112.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Li, J. (2016). Equity Crowdfunding in China: Current Practice and Important Legal Issues. Netherlands China Law Association (NCLA) Workshop for Selected Issues on Investments in China and International Investment Law. Erasmus University Rotterdam.
- Majluf, N. S., & Myers, S. C. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Mollick, E. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Nurhidayat, R. (2011). Analisis Permasalahan Pembiayaan UMKM di Indonesia. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, 15.
- OECD. (2021, November 4). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard*. Retrieved from <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/31f5c0a1-en/index.html?itemId=/content/component/31f5c0a1-en#wrapper>.
- OJK. (2016). *Siaran Pers Sinergi Pasar Modal bagi Pemulihan Ekonomi Peringatan 44 Tahun Diaktifkannya Kembali Pasar Modal Indonesia*. Retrieved from <http://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/Siaran-Pers-Sinergi-Pasar->

- Modal-bagi-Pemulihan-Ekonomi.-Peringatan-44-Tahun-Diaktifkannya-Kembali-Pasar-Modal-Indonesia.aspx.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowdfunding: Transforming Customers into Investors Through Innovative Service Platforms. *Journal of Service Management*, 22(4).
- Pemerintah Republik Indonesia. (2021). *Nota Keuangan APBN 2022*. Jakarta, Indonesia.
- Prasetya, F. (2012). *Modul Ekonomi Publik Bagian III: Teori Informasi Asimetris*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya.
- Pribadi, C., Sendrawan, T., & Salam, A. (2020). Implementasi Equity Crowdfunding Berbasis Teknologi Informasi Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 37/POJK.04/2018. *Indonesian Notary*.
- Schwiebacher, A. (2019). Equity Crowdfunding: Anything to Celebrate? *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 21(1), 65-74.
- Shefrin, M. H., & Statman, M. (1984). Explaining Investor Preference for Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
- Spence, M. (1978). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87, 283-306.
- Statista. (2021). *Fintech: Indonesia*. Retrieved from <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/indonesia>.
- Surowiecki, J. (2005). *The Wisdom of The Crowds*. Anchor.
- Valančienė, L., & Jegelevičiūtė, S. (2014). Crowdfunding for Creating Value Stakeholder Approach. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156, 599-604.
- Vismara, S. (2016). *Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding*. SAGE Publications.
- Walthoff-Borm, X., Collewaert, V., & Vanacker, T. (2018). Equity Crowdfunding, Shareholder Structures, and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 26(5), 314-330.
- Walthoff-Borm, X., Schwiebacher, A., & Vanacker, T. (2018). Equity Crowdfunding: First Resort or Last Resort? *Journal of Business Venturing*, 33(4), 513-533.
- Wingerden, R. V., & Ryan, J. (2011). Fighting for Funds: An Exploratory Study Into The Field of Crowdfunding. *Spring*.