

**PENERAPAN HUKUM PASAR MODAL DALAM KEGIATAN PENAWARAN SAHAM
MENGUNAKAN LAYANAN *EQUITY-BASED CROWDFUNDING*
(STUDI KOMPARATIF DENGAN NEGARA MALAYSIA)**

Naomi Norita dan Deborah Harahap¹

ABSTRAK

Perkembangan teknologi yang meningkat memperkenalkan dunia terhadap *crowdfunding*. *Crowdfunding* merupakan suatu kegiatan penggalangan dana dengan memanfaatkan internet atau media lainnya untuk membiayai usaha orang-perseorangan, perusahaan atau donasi. Salah satu jenis *crowdfunding* adalah *equity-based crowdfunding*, kegiatan yang menawarkan saham kepada pemberi modal melalui sistem penyelenggaraan elektronik. Kegiatan *equity-based crowdfunding* di Indonesia yang dilandaskan berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan 37/POJK.04/2018 tentang Layanan Urut Dana melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi memberikan pemahaman baru terkait konsep pasar modal. Pada dasarnya, Pasar modal merupakan pasar tempat orang membeli dan menjual surat efek. Namun, konteks pasar modal dalam ketentuan Undang – Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal memperlihatkan bahwa kegiatan pasar modal hanya berbentuk penawaran umum. Konsep pasar modal dan kegiatan *equity-based crowdfunding* di Malaysia diharapkan dapat memberikan perbandingan untuk menemukan solusi terhadap pelaksanaan kegiatan *equity-based crowdfunding* di Indonesia.

Kata kunci : *crowdfunding, equity-based crowdfunding, pasar modal.*

ABSTRACT

The developments of technology introduce the world to crowdfunding. Crowdfunding is a fundraising activity using the internet or other media to finance the business of individuals or companies or for a donation. One of the type of crowdfunding is equity-based crowdfunding, services on the offering of shares by issuers to sell shares to investors through an open electronic system network. The equity-based crowdfunding activity in Indonesia, which is based on the Financial Services Authority Regulation 37 / POJK.04 / 2018 on Equity-based Crowdfunding, provides a new understanding of the concept of capital markets. Basically, the Capital Market is a market where people buy and sell securities. However, the context of the capital market in the provisions of the Law No. 8 of 1995 concerning Capital Market shows that capital market activities are only in the form of Initial Public Offerings (IPO). The concept of capital markets and equity-

¹ Mahasiswa Fakultas Hukum Universitas Indonesia.

based crowdfunding activities in Malaysia is expected to provide a comparison to find solutions to the implementation of equity-based crowdfunding activities in Indonesia.

Keywords: *crowdfunding, equity-based crowdfunding, capital market.*

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Dewasa ini, perkembangan dalam dunia usaha telah berkembang pesat. Salah satu bentuk kegiatan usaha yang telah hidup di masyarakat dan telah berkembang adalah *crowdfunding*. *Crowdfunding* merupakan salah satu alternatif pendanaan dimana sekelompok orang berkontribusi untuk mendanai suatu proyek, hutang, atau donasi.² *Crowdfunding* diyakini mampu mendanai berbagai aktivitas yang sulit dilakukan oleh akses pendanaan konvensional, seperti bank dan pemodal yang prosesnya memerlukan berbagai persyaratan dan melalui birokrasi yang panjang.³

Salah satu bentuk *crowdfunding* yang baru berkembang di Indonesia adalah kegiatan *equity-based crowdfunding* (“ECF”). Pihak Otoritas Jasa Keuangan (“OJK”) baru saja menerbitkan peraturan terkait layanan urun dana melalui penawaran saham berbasis teknologi informasi atau ECF yang diatur dalam POJK Nomor 37/POJK.04/2018 tentang Layanan Urut Dana melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi (“POJK 37/2018”). Pada peraturan ini dijelaskan bahwa kegiatan ECF merupakan penyelenggaraan layanan penawaran saham yang dilakukan oleh penerbit untuk menjual saham secara langsung kepada pemodal melalui jaringan sistem elektronik yang bersifat terbuka.⁴ ECF merupakan kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal.⁵

² Vishal Tulsian, “Crowdfunding: Pendorong Efisiensi yang Belum Pernah Ada di Pasar Keuangan Sebelumnya” <https://fintech.id/Idea%20PDF/Fintech%20Talk%20-%20Opini%20Editorial%2036%20-%20Crowdfunding-%20Pendorong%20Efisiensi%20yang%20Belum%20Pernah%20Ada%20-%20Vishal%20Tulsian%20-%208%20Agustus%202017.pdf>, diakses 10 Februari 2019.

³ Gita Widi Bhawika, “Risiko Dehumanisasi pada Crowdfunding sebagai Akses Pendanaan Berbasis Teknologi di Indonesia” <http://oaji.net/articles/2017/5501-1507007119.pdf>, diakses 10 Februari 2019.

⁴ Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, *Peraturan tentang Layanan Urut Dana melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi*, POJK No. 37 Tahun 2018, Ps. 1 angka 1.

⁵ *Ibid.*, Ps. 4 ayat 1.

Undang – Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UU Pasar Modal”) menjelaskan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.⁶ Konteks pasar modal dalam ketentuan undang-undang ini memperlihatkan bahwa kegiatan pasar modal berbentuk penawaran umum. Dalam Undang - Undang No. 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan (“UU OJK”) menyatakan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek sebagaimana dimaksud dalam undang-undang mengenai pasar modal.⁷

Dapat dilihat bahwa ketentuan mengenai pasar modal di dalam kedua undang-undang tersebut merupakan kegiatan pasar modal yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Hal ini menjadi sebuah pertanyaan mengenai keberadaan kegiatan ECF yang dinyatakan sebagai bentuk penawaran saham yang bukan penawaran umum.⁸ Terlebih lagi kegiatan ini juga disebut sebagai kegiatan sektor jasa keuangan dalam pasar modal sebagaimana dituang dalam POJK 37/2018.⁹

Dengan adanya ketidakjelasan akan posisi kegiatan ECF dalam ranah pasar modal di Indonesia, penulis mencoba membandingkan pengaturan ECF di Indonesia dengan negara Malaysia. Hal ini karena negara Malaysia meregulasi kegiatan ECF dengan mengamandemen *Capital Markets and Service Act*. Penulis akan menganalisis bagaimana penerapan hukum pasar modal dalam kegiatan ECF di Indonesia dan Malaysia. Oleh karena itu, dalam hal ini penulis akan meneliti mengenai penerapan hukum pasar modal dalam penawaran saham pada kegiatan ECF di Indonesia.

⁶ Indonesia, Undang-undang tentang Pasar Modal, *UU No. 8 Tahun 1995*, LN. No. 64 Tahun 1995, TN. No. 3608, Ps. 1 angka 13.

⁷ Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, *Undang-undang tentang Otoritas Jasa Keuangan*, UU No. 21 Tahun 2011, LN. No. 111 Tahun 2011, TN. No. 5253, Ps. 1 angka 6.

⁸ Indonesia, POJK No. 37 Tahun 2018, Ps. 5.

⁹ *Ibid.*, Ps. 4.

B. Rumusan Masalah

Adapun rumusan masalah dari tulisan ini adalah :

- a. Bagaimana penerapan hukum pasar modal dalam kegiatan *equity-based crowdfunding* di Indonesia?
- b. Bagaimana penerapan hukum pasar modal dalam kegiatan *equity-based crowdfunding* di Malaysia?

II. LANDASAN TEORI

A. Hakikat Hukum Pasar Modal

Pasar merupakan sarana yang mempertemukan pembeli dan penjual untuk suatu komoditas atau jasa¹⁰ dan pasar modal sama seperti pasar lainnya, tetapi berbeda dalam hal produk yang diperdagangkan dan organisasinya. Pasar modal berurusan dengan perdagangan efek. Pasar modal menyediakan jalan di mana perusahaan dapat mengumpulkan dana untuk memperluas bisnis mereka atau membangun yang baru dengan menerbitkan efek yang dimiliki oleh perusahaan.¹¹

Munir Fuady mendefinisikan pasar modal sebagai suatu tempat atau sistem bagaimana caranya dipenuhinya kebutuhan-kebutuhan dana untuk kapital suatu perusahaan, merupakan pasar tempat orang membeli dan menjual surat efek yang baru dikeluarkan.¹² Sedangkan, menurut Victor Purba, pasar modal adalah suatu lembaga di mana dana-dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan.¹³ Dana-dana jangka panjang merupakan hutang biasanya berbentuk obligasi, sedangkan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri biasanya berbentuk saham.¹⁴

¹⁰ Irsan Nasarudin, *et al.*, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet. 5 (Jakarta: Prenada Media Group, 2008), hlm. 10.

¹¹ *Bank of Sierra Leone*, "What are capital markets?" <http://www.bsl.gov.sl/pdf/capital%20marketspromotion.pdf>, diakses 12 Februari 2019.

¹² Munir Fuady, *Pasar Modal Modern*, (Jakarta : Citra Aditya Bakti, 1996), hlm. 10.

¹³ Victor Purba, *Perkembangan dan Struktur Pasar Modal Indonesia Menuju Era Afta*, (Jakarta: Penerbit FHUI, 2000), hlm. 3.

¹⁴ Hendy M. Fakhruddin, *Istilah Pasar Modal A-Z*, (Jakarta: Elex Media Komputindo), hlm. 33.

Pasar modal mempertemukan pemilik dana¹⁵ dengan pengguna dana¹⁶ untuk tujuan investasi. Kedua pihak melakukan jual beli modal yang berwujud efek. Modal atau dana yang diperdagangkan dalam pasar modal diwujudkan dalam bentuk surat berharga atau efek yang berupa saham, obligasi atau sertifikat atas saham atau dalam bentuk surat berharga lainnya atau surat berharga yang merupakan derivatif¹⁷ yang diperjualbelikan di pasar modal tersebut.¹⁸

Pasar modal dapat berfungsi sebagai:¹⁹

1. Sarana untuk menghimpun dana-dana masyarakat untuk disalurkan ke dalam kegiatan-kegiatan yang produktif;
2. Sumber pembiayaan yang mudah, murah, dan cepat bagi dunia usaha dan pembangunan nasional;
3. Mendorong terciptanya kesempatan berusaha dan sekaligus menciptakan kesempatan kerja;
4. Mempertinggi efisiensi alokasi sumber produksi;
5. Menekan tingginya tingkat bunga menuju suatu angka yang layak;
6. Alternatif investasi bagi para pemodal.

Di dalam menjalankan fungsinya, setiap pelaku pasar modal dituntut untuk memahami sistem hukum yang menjadi landasan bergeraknya industri pasar modal Indonesia. Sumber hukum yang menjadi landasan dan ruang lingkup dari kegiatan pasar modal di Indonesia adalah UU Pasar Modal.

¹⁵ Pemilik dana adalah perorangan, kelembagaan atau badan usaha yang menyisihkan kelebihan dananya diinvestasikan dengan harapan akan memberikan nilai tambah atas dana yang diinvestasikan dalam pasar modal. Lihat Nasarudin, *et al.*, *Aspek Hukum Pasar Modal*, hlm. 11.

¹⁶ Pengguna dana adalah suatu perusahaan yang memerlukan dana atau tambahan modal untuk keperluan usaha agar lebih berkembang dan kompetitif. Lihat *ibid.*

¹⁷ Derivatif (dari Efek) adalah efek instrumen pasar modal yang merupakan turunan atau kelanjutan dari efek yang terlebih dahulu dipasarkan. Efek-efek derivatif di pasar modal antara lain adalah *right*, *warrant*, *option*. Lihat Nasarudin, *et al.*, *Aspek Hukum Pasar Modal*, hlm. 203.

¹⁸ Nasarudin, *et al.*, *Aspek Hukum Pasar Modal*, hlm. 11.

¹⁹ *Ibid.*, hlm. 11.

B. *Equity-Based Crowdfunding*

Crowdfunding adalah suatu kegiatan dimana orang-perorangan, organisasi, maupun perusahaan, dapat menggalang dana dengan memanfaatkan internet (atau media lainnya yang memfasilitasi jumlah massa yang sangat luas) untuk membiayai usaha mereka masing-masing.²⁰

Kegiatan *crowdfunding* memiliki berbagai macam jenis. Hingga saat ini, setidaknya model *crowdfunding* dapat dibagi ke dalam empat jenis²¹, antara lain adalah *donation-based crowdfunding*²², *reward-based crowdfunding*²³, *lending-based crowd*²⁴, dan *equity-based crowdfunding*.

ECF adalah penawaran dan penjualan saham yang bersifat ekuitas untuk semua pemodal. Ekuitas berarti kepemilikan, dan seorang pemodal yang membeli saham bersifat ekuitas menjadi pemilik bagian dalam perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Penawaran semacam itu hanya dapat dilakukan melalui perantara atau penyelenggara.²⁵

b. Penawaran Saham pada Kegiatan *Equity-based Crowdfunding* di Indonesia

Sejak Desember 2018, OJK menerbitkan peraturan terkait ECF, yakni POJK 37/2018. Berdasarkan Pasal 1 angka 1 POJK 37/2018, ECF didefinisikan sebagai penyelenggaraan layanan penawaran saham yang dilakukan oleh penerbit untuk menjual

²⁰ United Kingdom Financial Conduct Authority, "A Review of the Regulatory Regime for Crowdfunding and the Promotion of non-readily Realisable Securities by Other Media", <http://www.fca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf>, diakses 5 Februari 2019.

²¹ *European Commission Joint Research Centre Science and Policy Report, Understanding Crowdfunding and its Regulations, How can Crowdfunding help ICT Innovation*, (Sevilla: European Union, 2015), hlm. 3.

²² Pada jenis ini, kontributor dalam suatu penggalangan dana tidak mendapatkan imbalan apapun atas donasi yang mereka berikan. Lihat *ibid.*, hlm. 9.

²³ Pada jenis ini, kontributor menerima barang atau jasa ditukar dengan kontribusi mereka, kontributor akan mendapatkan imbalan dari pihak yang menggalang dana. Lihat *ibid.*, hlm. 10.

²⁴ Pada jenis ini, para peminjam/debitor meminjam/berhutang (pada umumnya dengan menggunakan instrumen surat sanggup) uang kepada para pemberi pinjaman yang di kemudian hari akan dikembalikan dengan insentif berupa bunga. Lihat *ibid.*, hlm. 10.

²⁵ David M. Freedman dan Matthew R. Nutting, *Equity Crowdfunding for Investors, A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2015), xxv.)

saham secara langsung kepada pemodal melalui jaringan sistem elektronik yang bersifat terbuka.²⁶

1. Para Pihak

Pengguna ECF adalah penerbit dan pemodal.²⁷ Penerbit adalah badan hukum Indonesia berbentuk Perseroan Terbatas yang menawarkan saham melalui Penyelenggara.²⁸ Syarat sebagai penerbit adalah penerbit bukan merupakan perusahaan yang dikendalikan baik langsung maupun tidak langsung oleh suatu kelompok usaha atau konglomerasi, bukan merupakan perusahaan terbuka atau anak perusahaan terbuka; dan bukan merupakan perusahaan dengan kekayaan lebih dari Rp10.000.000.000,- tidak termasuk tanah dan bangunan.²⁹

Pemodal adalah pihak yang melakukan pembelian saham Penerbit melalui Penyelenggara.³⁰ Pemodal merupakan badan hukum atau pihak yang mempunyai pengalaman berinvestasi di pasar modal yang dibuktikan dengan kepemilikan rekening Efek paling sedikit dua tahun sebelum penawaran saham. Pemodal dengan penghasilan hingga Rp500.000.000,- per tahun hanya dapat memiliki saham hingga 5% per tahun, sedangkan penghasilan lebih dari Rp500.000.000, per tahun, pemodal dapat memiliki saham hingga 10% per tahun.³¹

Sedangkan penyelenggara ECF adalah badan hukum Indonesia yang menyediakan, mengelola, dan mengoperasikan ECF yang terdaftar pada OJK³²serta terdaftar sebagai penyelenggara sistem elektronik pada kementerian yang menyelenggarakan urusan pemerintahan di bidang komunikasi dan informatika.³³

²⁶ Indonesia, POJK No. 37 Tahun 2018, Ps. 1 Angka 1.

²⁷ *Ibid.*, Ps. 1 angka 5.

²⁸ *Ibid.*, Ps. 1 angka 6.

²⁹ *Ibid.*, Ps. 34.

³⁰ *Ibid.*, Ps. 1 angka 7.

³¹ *Ibid.*, Ps. 42.

³² *Ibid.*, Ps. 7.

³³ *Ibid.*, Ps. 8.

2. Konsep Penawaran Saham

Penawaran saham pada ECF dilakukan melalui Penyelenggara dengan total dana yang dihimpun melalui penawaran saham paling banyak Rp10.000.000.000,-³⁴ Perjanjian kegiatan ECF dilakukan antara penyelenggara dengan penerbit³⁵ dan perjanjian antara penyelenggara dan pemodal.³⁶

III. ANALISIS

A. Penerapan Hukum Pasar Modal dalam Kegiatan *Equity-based Crowdfunding* di Indonesia

UU Pasar Modal dan dipertegas kembali pada UU OJK memberikan batasan pengertian pasar modal yaitu kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta Lembaga dan Profesi yang berkaitan dengan efek. Dapat dikatakan bahwa UU Pasar Modal dalam memberi arti kepada pasar modal tidak memberi suatu definisi secara menyeluruh melainkan menitikberatkan kepada kegiatan dan para pelaku dari suatu pasar modal.³⁷

Mencermati kembali pada definisi pasar modal menurut UU Pasar Modal, maka pasar modal adalah kegiatan yang berkaitan dengan :

1. Penawaran Umum

Berdasarkan pasal 1 angka 15 UU Pasar Modal, penawaran umum didefinisikan sebagai kegiatan penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten untuk menjual Efek kepada masyarakat. Emiten adalah Pihak yang melakukan Penawaran Umum, di mana Emiten wajib menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada otoritas pasar modal untuk melakukan penawaran umum.³⁸

³⁴*Ibid.*, Ps. 5.

³⁵*Ibid.*, Ps. 44.

³⁶*Ibid.*, Ps. 55.

³⁷ Fuady, *Pasar Modal Modern*, hlm. 11.

³⁸ Indonesia, UU No. 8 Tahun 1995, Ps. 70 jo. 73.

2. Perdagangan Efek

Berdasarkan Penjelasan Pasal 90 UU Pasar Modal, kegiatan perdagangan efek adalah kegiatan yang meliputi kegiatan penawaran, pembelian, dan atau penjualan Efek yang terjadi dalam rangka Penawaran Umum, atau terjadi di Bursa Efek, maupun kegiatan penawaran, pembelian dan atau penjualan Efek di luar Bursa Efek atas Efek Emiten atau Perusahaan Publik.³⁹

3. Perusahaan Publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya

Perusahaan Publik adalah Perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp3.000.000.000,- atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah.⁴⁰

4. Lembaga dan Profesi yang berkaitan dengan Efek

Lembaga yang berkaitan dengan efek adalah Lembaga Penunjang Pasar Modal⁴¹, Lembaga Kliring dan Penjaminan,⁴² serta lembaga lain yang berkaitan dengan efek. Sedangkan untuk profesi yang berkaitan dengan efek merupakan pihak-pihak yang tugasnya melakukan pekerjaan membantu emiten mewujudkan penerapan prinsip-prinsip keterbukaan di pasar modal. Profesi Penunjang Pasar Modal terdiri dari Akuntan, Konsultan Hukum, Penilai, Notaris, dan Profesi lain yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah.⁴³

³⁹ *Ibid.*, Penjelasan Ps. 90.

⁴⁰ *Ibid.*, Ps. 1 angka 22.

⁴¹ Lembaga Penunjang ini terdiri dari Bank Kustodian, Biro Administrasi Efek, Wali Amanat, dan Perneringkat Efek. Lihat Otoritas Jasa Keuangan, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/Pages/Lembaga-dan-Profesi-Penunjang.aspx>, diakses 15 Februari 2019.

⁴² Lembaga Kliring dan Penjaminan adalah Pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian Transaksi Bursa. Saat ini oleh PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI). Lihat Indonesia, UU No. 8 Tahun 1995, Ps. 1 angka 9.

⁴³ *Ibid.*, Ps. 64.

Bahwa berdasarkan definisi pasar modal dalam UU Pasar Modal, terlihat bahwa UU Pasar Modal hanya memberikan definisi yang sempit terhadap pasar modal. Kegiatan Penawaran Umum seakan menjadi fokus utama dalam UU Pasar Modal. Apabila dilihat kembali pengertian pasar modal menurut Munir Fuady, pasar modal adalah suatu tempat atau sistem dipenuhinya kebutuhan-kebutuhan dana untuk kapital suatu perusahaan, merupakan pasar tempat orang membeli dan menjual surat efek yang baru dikeluarkan.⁴⁴ Sedangkan, menurut Victor Purba, pasar modal adalah suatu lembaga di mana dana-dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan. Oleh karena itu, tempat dilakukannya perdagangan efek seharusnya tidak bisa hanya mengacu kepada kegiatan penawaran umum, sebagaimana yang diatur dalam UU Pasar Modal.

Lebih lanjut, bahwa Pasal 6 UU OJK menyatakan bahwa pengaturan dan pengawasan oleh OJK salah satunya adalah dalam kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal.⁴⁵ Definisi pasar modal berdasarkan UU OJK juga diatur secara sempit dan mengacu pada ketentuan dalam UU Pasar Modal.⁴⁶ Namun, berdasarkan Pasal 4 POJK 37/2018, kegiatan ECF dimasukkan sebagai kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal. Hal ini menimbulkan pertanyaan lebih lanjut terkait pengaturan kegiatan ECF, yang seharusnya tidak masuk dalam definisi pasar modal menurut UU Pasar Modal dan UU OJK, namun dimasukkan sebagai kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal.

ECF berurusan dengan perdagangan efek yang dalam hal ini adalah saham. ECF menggunakan sistem elektronik untuk mencocokkan pemodal dan pengusaha. Pihak penyelenggara menyediakan jalan di mana perusahaan penerbit saham dapat mengumpulkan dana dari pemodal untuk memperluas bisnis mereka. Pemodal menerima ekuitas sebagai imbalan dari dana mereka, dan ketika mereka membeli

⁴⁴ Fuady, *Pasar Modal Modern*, hlm. 10.

⁴⁵ OJK melaksanakan tugas pengaturan dan pengawasan terhadap kegiatan jasa keuangan di sektor perbankan ; sektor pasar modal ; sektor perasuransian, pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya. Lihat Indonesia, UU OJK, Ps. 6.

⁴⁶ *Ibid.*, Ps. 1 angka 6.

ekuitas atau saham yang ada, hukum efek atau pasar modal mengatur transaksi tersebut.⁴⁷

Pada esensinya kegiatan ECF ini merupakan bentuk *Mini Initial Public Offering* (“Mini IPO”).⁴⁸ Mini IPO ini berfungsi agar usaha kecil dan menengah maupun *startup* tidak perlu memperoleh perizinan untuk dapat memperoleh dana dari masyarakat. Opsi finansial ini telah membuka pintu bagi para perusahaan pemula untuk mengumpulkan dana tidak hanya dari pemodal yang terakreditasi tetapi juga dari pemodal yang tertarik untuk mendanai perusahaan baru yang mereka dukung. Dengan adanya konsep penawaran dengan yang bukan berbentuk penawaran umum ini dan telah berkembang menjadi adanya bentuk penawaran saham dengan bentuk mini IPO atau ECF tentu menjadi pertanyaan akan eksistensinya dalam ketentuan yang ada pada konteks pasar modal dalam UU Pasar Modal.

POJK 37/2018 memberikan syarat jumlah total dana yang dihimpun melalui penawaran saham paling banyak Rp10.000.000.000,- . Penerbit juga tidak diperbolehkan berbentuk perusahaan terbuka atau merupakan anak perusahaan terbuka dan penerbit tidak boleh memiliki aset lebih dari Rp10.000.000.000,-.⁴⁹ Berbeda dengan penawaran umum di pasar modal, contohnya untuk melakukan pencatatan di pasar utama, laporan keuangan auditan perusahaan terakhir harus memiliki aset berwujud bersih paling kurang Rp100.000.000.000,- dan sudah melakukan kegiatan operasional minimal 36 bulan.⁵⁰

Dari adanya penyelenggaraan ECF diharapkan dapat mendorong peningkatan industri tersebut sebagai layanan penyediaan modal usaha bagi usaha

⁴⁷ Darian M. Ibrahim, “Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?” http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2016/01/Ibrahim_4fmt.pdf , diakses 14 Februari 2019.

⁴⁸ *Economic Times*, “What Is Mini-ipo And Why It Costs A Bomb To Lose This Opportunity?” <https://economictimes.indiatimes.com/tech/software/what-is-mini-ipo-and-why-it-costs-a-bomb-to-lose-this-opportunity/articleshow/65037586.cms> , diakses 14 Februari 2019.

⁴⁹ Tidak termasuk tanah dan bangunan.

⁵⁰ Indonesia, Lampiran I Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia tentang Perubahan Peraturan No. I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas selain Saham yang diterbitkan oleh Perusahaan Terdaftar, *Lampiran I Keputusan Direksi PT BEI No. KEP-00183/BEI/12-2018*.

kecil dan menengah maupun *startup*. ECF memberikan konsep baru terkait kegiatan penawaran saham dan secara filosofi merupakan bagian dari pasar modal. Maka dari itu, kegiatan ECF mempunyai hakikat dari pasar modal itu sendiri.

Sehingga, pada intinya bahwa ECF berurusan dengan perdagangan efek yang dalam hal ini adalah saham. OJK juga memasukkan ECF sebagai kegiatan jasa keuangan dalam sektor pasar modal dalam POJK 37/2018. Namun, sangat disayangkan dan menjadi pertanyaan apabila definisi pasar modal pada UU Pasar Modal sebagaimana ditegaskan kembali pada UU OJK, yang seharusnya menjadi acuan POJK 37/2018 terkesan hanya mencakup kegiatan penawaran umum dan perdagangan efek sebagaimana yang diatur dalam UU Pasar Modal. UU Pasar Modal Pengertian akan konsep dari pasar modal ini sendiri haruslah dapat menyesuaikan dengan perkembangan zaman yang ada. Hal ini guna memberikan kepastian hukum terhadap setiap perkembangan yang terjadi di masyarakat.

B. Penerapan Hukum Pasar Modal dalam Kegiatan *Equity-based Crowdfunding* di Malaysia

Malaysia adalah negara pertama di ASEAN yang memperkenalkan regulasi untuk memfasilitasi ECF pada tahun 2015, dengan enam sistem elektronik terdaftar sepenuhnya dioperasionalkan pada tahun 2016.⁵¹ Berangkat dari adanya revolusi teknologi, pemerintah sangat mendukung kegiatan ini sebagai kendaraan penting untuk agenda pembangunan. Ketua Komisi Sekuritas Malaysia pun mengungkapkan Revolusi Digital sebagai “mesin pertumbuhan” untuk pasar modal.⁵²

Bentuk rangkulan Komisi Sekuritas Malaysia terhadap adanya revolusi digital dengan membuat regulasi ECF sebagai alternatif konsumen untuk mengisi

⁵¹ *Capital Market Malaysia*, “Equity Crowdfunding in Malaysia,” <http://www.capitalmarketsmalaysia.com/wp-content/uploads/2017/04/Market-Based-Financing-March-2017-1.pdf>, diakses 14 Februari 2015.

⁵² *Asian Institute of Finance*, “Crowdfunding Malaysia’s Sharing Economy Alternative Financing For Micro, Small And Medium Enterprises,” https://www.aif.org.my/clients/aif_d01/assets/multimediaMS/publication/AIF_ResearchReport_Crowdfunding.pdf, diakses 15 Februari 2018

kesenjangan pembiayaan yang telah lama diabaikan oleh penyedia layanan keuangan tradisional.⁵³ Dengan adanya regulasi bagi ECF, didasari terlebih dahulu dengan adanya perubahan pada *Capital Markets and Services Act* Malaysia.

Malaysia melakukan amandemen *Capital Markets and Services Act* guna memperkenalkan adanya kerangka pasar baru untuk memfasilitasi pembentukan sistem elektronik perdagangan alternatif, termasuk sistem elektronik ECF.⁵⁴ Pembaruan ini meletakkan dasar peraturan untuk pengenalan sistem elektronik perdagangan alternatif, termasuk ECF, sambil memastikan bahwa Komisi Sekuritas Malaysia⁵⁵ mampu memastikan stabilitas kegiatan ini dan melindungi pemodal dari risiko yang tidak masuk akal.⁵⁶ Kegiatan ECF Malaysia telah diatur dalam *Guidelines on Regulation of Market under Section 34 of Capital Markets and Services Act 2015* (“Guideline 34”).

Melihat pada Pasal 2 *Capital Markets and Services Act* Malaysia, pasar modal didefinisikan secara luas, yaitu sebagai pasar sekuritas atau efek dan derivatif. Produk pasar modal adalah sekuritas atau efek; turunan; skema pensiun pribadi; skema *trust*; produk atau pengaturan yang didasarkan pada sekuritas atau efek atau derivatif, atau kombinasinya; dan produk lain yang diakui oleh Menteri sebagai produk pasar modal.⁵⁷ Lebih lanjut, bahwa berdasarkan *Capital Markets and Services Act* Malaysia, dikenal pasar saham sebagai bagian dari pasar modal. Pasar saham adalah pasar atau sarana untuk melakukan penawaran, penjualan,

⁵³ *Ibid.*

⁵⁴ Danial Idraki, “Amendments to laws enhance SC’s powers,” <http://www.theedgemarkets.com/article/amendments-laws-enhance-sc%E2%80%99s-powers> diakses 13 Februari 2019.

⁵⁵ Badan hukum yang dipercayakan dengan tanggung jawab untuk mengatur dan mengembangkan pasar modal Malaysia. Lihat *Securities Commission Malaysia*, “About The SC” <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>

⁵⁶ *Oxford Business Group*, “Malaysia Capital Markets Expand In Many Areas” <https://oxfordbusinessgroup.com/overview/strong-prospects-markets-expand-many-areas-despite-global-and-regional-uncertainties>, diakses 13 Februari 2019.

⁵⁷ Malaysia, *Capital Markets and Services Act*, Ps. 2. “Capital market means the securities and derivatives markets”

pembelian sekuritas atau efek dalam jangka waktu tertentu.⁵⁸ ECF merupakan salah satu bagian dari pasar saham, di mana ECF masuk sebagai *recognized market*, yaitu pasar saham atau pasar derivatif yang dikelola oleh suatu operator atau penyelenggara.⁵⁹

Seperti di Indonesia, para pihak pada kegiatan ECF di Malaysia terdiri dari penerbit, pemodal, dan penyelenggara. Penerbit adalah seseorang yang menawarkan saham melalui ECF. *Guideline* 34 memberikan larangan bagi entitas tertentu untuk menjadi penerbit, yang meliputi badan yang secara komersial atau finansial tergolong kompleks (seperti perusahaan investasi atau institusi keuangan); perusahaan terbuka dan anak perusahaannya; Perusahaan tanpa rencana bisnis (yang dikenal sebagai “*blind pools*”); perusahaan yang bertujuan untuk menggunakan dana yang digalangan sebagai pinjaman kepada masyarakat atau untuk investasi di entitas lain ; perusahaan dengan modal disetor lebih dari RM 500.000.000,- ; dan jenis entitas lain yang akan ditentukan oleh Komisi Sekuritas.

Kemudian, dengan merujuk pada ketentuan pada Pasal 11 ayat 21 *Guideline* 34 Pemodal dapat dikategorikan menjadi: *sophisticated investor*;⁶⁰ *angel investor*⁶¹; dan *retail investor*⁶². Bagi *sophisticated investor*, tidak ada batasan investasi; bagi *angel investor*, maksimum investasi adalah RM 500.000,- dalam jangka waktu 12 bulan; dan bagi *retail investor*, maksimum RM 5.000,- per

⁵⁸ *Ibid.*, Ps. 2. “*Stock market means a market or other place at which, or a facility to....offers to sell, purchases or exchanges of securities...*”

⁵⁹ *Ibid.*, Ps. 2. “*Recognized market means a stock market or a derivatives market operated or maintained by an operator...*”

⁶⁰ *Sophisticated investor* adalah klasifikasi pemodal yang menunjukkan seseorang yang memiliki modal, pengalaman, dan kekayaan bersih yang cukup untuk terlibat dalam jenis peluang investasi yang lebih maju. Lihat *Investopedia*, “*Sophisticated Investor*”, <https://www.investopedia.com/terms/s/sophisticatedinvestor.asp>, diakses 14 Februari 2019.

⁶¹ Untuk dapat dikatakan sebagai *angel investor*, maka calon oemodal harus mempunyai net penpatan diatas RM 3 juta dan terdaftar di Malaysian Business Angel Network, atau pendapatan minimal RM 180, 000 per tahun atau RM 250, 000 per tahun digabungkan dengan istri dan terdaftar di Malaysian Business Angel Network. Lihat *Malaysian Businesss Angel Network*, <http://www.mban.com.my/>, diakses 15 Februari 2019.

⁶² *Retail Investor* adalah investor non-profesional yang membeli dan menjual sekuritas atau efek melalui reksa dana atau melalui broker tradisional atau rekening tabungan. Lihat *Investopedia*, “*Retail Investor*”, <https://www.investopedia.com/terms/r/retailinvestor.asp> , diakses 15 Februari 2019.

penerbit dengan jumlah total investasi tidak lebih dari RM 50.000,- dalam jangka waktu 12 bulan. Lalu, untuk penyelenggara adalah operator yang mengoperasikan sistem elektronik dalam kegiatan ECF⁶³ dan harus merupakan badan hukum.⁶⁴

Pengaturan kegiatan ECF di Malaysia sebetulnya memiliki banyak kesamaan dengan Indonesia, terlihat dari pengaturan para pihak yang diperbolehkan masuk dalam kegiatan ECF serta bagaimana kegiatan tersebut mendorong layanan penyediaan modal usaha bagi usaha kecil dan menengah maupun *startup*. Namun, perbedaan terlihat di mana berdasarkan *Capital Market and Services Act* Malaysia, kegiatan ECF di Malaysia dapat masuk sebagai bagian dari pasar modal. Pasar modal didefinisikan secara luas sebagai sebagai suatu pasar sekuritas atau efek dan derivatif. Amandemen terakhir pada *Capital Market and Services Act* Malaysia memasukkan kegiatan ECF sebagai “*recognized market*” atau pasar saham atau pasar derivatif yang dikelola oleh suatu operator atau penyelenggara. Pemahaman negara Malaysia tersebut tentu menegaskan kembali terkait hakikat dari pasar modal itu sendiri, bagaimana pengertian pasar modal bukan hanya Penawaran Umum, melainkan sebagai pasar tempat membeli dan menjual sekuritas atau efek.

IV. KESIMPULAN DAN SARAN

Dengan berkembangnya kegiatan ECF di masyarakat tentu perlu adanya kepastian hukum yang jelas dalam pelaksanaan kegiatan ini. OJK memasukkan ECF sebagai kegiatan jasa keuangan dalam sektor pasar modal dalam POJK 37/2018, namun perlu diperhatikan mengenai ketentuan peraturan perundang-undangan lainnya yang dapat mengakomodir ECF. Dalam hal ini, kegiatan ECF perlu diakui dalam ketentuan dalam UU Pasar Modal.

UU Pasar Modal perlu mengakui keberadaan kegiatan ECF. ECF mempunyai hakikat kegiatan pasar modal terutama dengan disebutnya kegiatan ini sebagai bentuk mini IPO bagi usaha kecil dan menengah maupun *startup*. ECF menjadi bukti adanya perkembangan dari konsep kegiatan pasar modal.

⁶³Malaysia, *Guidelines on Regulation of Market under Section 34 of Capital Markets and Services Act 2015, Guidelines 34*, Ps. 11 ayat 1. “*ECF Operator means an operator who operates a REF that is an ECF platform.*”

⁶⁴*Ibid.*, Ps. 1 ayat 4. “*The operator shall be a body corporate or a limited liability partnership.*”

Dengan membandingkan dengan negara Malaysia, dapat terlihat negara ini telah mendefinisikan kegiatan pasar modal secara luas, sebagai suatu pasar sekuritas atau efek dan derivatif. Hal ini tentu menjadi acuan bagi negara Indonesia untuk melihat kegiatan ECF menjadi pertumbuhan pasar modal dari adanya revolusi teknologi yang ada di Indonesia.

Penulis berkesimpulan bahwa UU Pasar Modal perlu disesuaikan dengan perkembangan zaman yang ada. Pengertian pasar modal dalam undang - undang ini perlu mengakui adanya bentuk kegiatan lainnya dalam ranah pasar modal. Bentuk kegiatan lainnya salah satunya merupakan kegiatan ECF. Dengan demikian, dari adanya perluasan konsep pasar modal dalam UU Pasar Modal, dapat memperlihatkan kejelasan hukum bagi eksistensi kegiatan ECF sebagai bentuk kegiatan sektor jasa keuangan yang bergerak dalam sektor pasar modal.

IV. DAFTAR PUSTAKA

BUKU

European Commission Joint Research Centre Science and Policy Report. Understanding Crowdfunding and its Regulations, How can Crowdfunding help ICT Innovation. Sevilla: European Union, 2015.

Fakhruddin, Hendy. *Istilah Pasar Modal A-Z.* Jakarta: Elex Media Komputindo, 2008.

Freedman, David dan Matthew R. Nutting. *Equity Crowdfunding for Investors, A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms.* New Jersey: John Wiley & Sons, 2015.

Fuady, Munir. *Pasar Modal Modern.* Jakarta : Citra Aditya Bakti, 1996.

Nasarudin, Irsan. *et al. Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia.* Jakarta: Prenada Media Group, 2008.

Purba, Victor. *Perkembangan dan Struktur Pasar Modal Indonesia Menuju Era Afta.* Jakarta: FHUI, 2000.

PERATURAN PERUNDANG-UNDANGAN

Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan. *Peraturan tentang Layanan Urun Dana melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi,* POJK No. 37 Tahun 2018.

Indonesia. Bursa Efek Indonesia. *Lampiran I Keputusan Direksi Bursa Efek Indonesia tentang Perubahan Peraturan No. I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas selain Saham yang diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat.* Lampiran I Keputusan Direksi PT BEI No. KEP-00183/BEI/12-2018.

Indonesia. Otoritas Jasa Keuangan. *Peraturan tentang Layanan Urun Dana melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi*. POJK No. 37 Tahun 2018.

Indonesia. *Undang-undang tentang Pasar Modal*. UU No. 8 Tahun 1995.

Malaysia. *Capital Markets and Services Act*.

Malaysia. *Guidelines on Regulation of Market under Section 34 of Capital Markets and Services Act 2015. Guideline 34*.

INTERNET

Asian Institute of Finance. "Crowdfunding Malaysia's Sharing Economy Alternative Financing For Micro, Small And Medium Enterprises." https://www.aif.org.my/clients/aif_d01/assets/multimediaMS/publication/AIF_ResearchReport_Crowdfunding.pdf. Diakses pada 15 Februari 2018.

Bank of Sierra Leone. "What are capital markets?" <http://www.bsl.gov.sl/pdf/capital%20marketspromotion.pdf>. Diakses 12 Februari 2019.

Bhawika, Gita Widi. "Risiko Dehumanisasi pada Crowdfunding sebagai Akses Pendanaan Berbasis Teknologi di Indonesia." <http://oaji.net/articles/2017/5501-1507007119.pdf>. Diakses pada 10 Februari 2019.

Capital Market Malaysia. "Equity Crowdfunding in Malaysia." <http://www.capitalmarketsmalaysia.com/wp-content/uploads/2017/04/Market-Based-Financing-March-2017-1.pdf>. Diakses pada 14 Februari 2015.

ET Spotlight. "What Is Mini-ipo And Why It Costs A Bomb To Lose This Opportunity?" <https://economictimes.indiatimes.com/tech/software/what-is-mini-ipo-and-why-it-costs-a-bomb-to-lose-this-opportunity/articleshow/65037586.cms>. Diakses pada 14 Februari 2019.

Ibrahim, Darian. "Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?" http://www.minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2016/01/Ibrahim_4fmt.pdf. Diakses pada 14 Februari 2019.

Idraki, Danial. "Amendments to laws enhance SC's powers." <http://www.theedgemarkets.com/article/amendments-laws-enhance-sc%E2%80%99s-powers>. Diakses pada 13 Februari 2019.

Investopedia. "Retail Investor". <https://www.investopedia.com/terms/r/retailinvestor.asp>. Diakses 15 Februari 2019.

Investopedia. "Sophisticated Investor." <https://www.investopedia.com/terms/s/sophisticatedinvestor.asp>. Diakses 14 Februari 2019.

Malaysian Business Angel Network. <http://www.mban.com.my/>. Diakses pada tanggal 15 Februari 2019.

Otoritas Jasa Keuangan. <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/Pages/Lembaga-dan-Profesi-Penunjang.aspx>. Diakses 15 Februari 2019.

Oxford Business Group. "Malaysia Capital Markets Expand In Many Areas." <https://oxfordbusinessgroup.com/overview/strong-prospects-markets-expand-many-areas-despite-global-and-regional-uncertainties>. Diakses pada 13 Februari 2019.

Securities Commission Malaysia. "About The SC." <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>. Diakses 13 Februari 2019.

Tulsian, Vishal. "Crowdfunding: Pendorong Efisiensi yang Belum Pernah Ada di Pasar Keuangan Sebelumnya." <https://fintech.id/Idea%20PDF/Fintech%20Talk%20-%20Opini%20Editorial%2036%20-%20Crowdfunding-%20Pendorong%20Efisiensi%20yang%20Belum%20Pernah%20Ada%20%20->

[%20Vishal%20Tulsian%20-%208%20Agustus%202017.pdf](#). Diakses pada 10 Februari 2019.

United Kingdom Financial Conduct Authority. “A Review of the Regulatory Regime for Crowdfunding and the Promotion of non-readily Realisable Securities by Other Media”, <http://www.fca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf>. Diakses 5 Februari 2019.