

Layanan Urun Dana Syariah (*Sharia Equity Crowdfunding*) Bagi UMKM Mana Yang Harus Jadi Prioritas?

Atika Rukminastiti Masrifah^{1*}, Fitriyati Sukma Novitasari²
^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Universitas Darussalam Gontor
*Email korespondensi: atikamasrifah@unida.gontor.ac.id

Abstract

Equity crowdfunding has emerged as one of many alternative financing options chosen by start-ups that cannot be financed by banks. There have been numerous studies conducted on equity crowdfunding. However, there have been few studies on Sharia equity crowdfunding. This research is expected to provide start-ups with the priorities they need to pursue in the use of Sharia equity crowdfunding, analyze their problems, and develop authority strategies to develop Sharia equity crowdfunding in Indonesia using the Interpretative Structural Modeling (ISM) approach. According to the findings of the study, information disclosure is still regarded as a critical issue in the development of Sharia equity crowdfunding. The main strategy for developing Sharia equity crowdfunding is the existence of regulations as a foundation for community protection and security, as well as Sharia aspects such as Sharia declarations, contractual aspects, Sharia issuers, Sharia stock instruments, Sharia banks as transaction intermediaries, and the Sharia Supervisory Board, which thoroughly oversees and evaluates them. Furthermore, Sharia equity crowdfunding is highly recommended as a financing solution for start-ups. As a result, it was deemed critical for this study to create a Sharia equity crowdfunding model as a form of advanced acceleration to provide new budgeting for a start-up, which then graduates to a sustainable business.

Keywords: *Start-up Business, Sharia Equity Crowdfunding, Information Disclosure, Interpretive Structural Modelling.*

Saran sitasi: Masrifah, A. R., & Novitasari, F. S. (2021). Layanan Urun Dana Syariah (*Sharia Equity Crowdfunding*) Bagi UMKM Mana Yang Harus Jadi Prioritas?. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 7(03), 1234-1246. doi:<http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v7i3.2854>

DOI: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v7i3.2854>

1. PENDAHULUAN

Seiring dengan pertumbuhan kemajuan teknologi dan pengguna internet di Indonesia, masyarakat terdorong untuk memunculkan banyak perusahaan rintisan (*start-up*) teknologi yang memudahkan mobilitas masyarakat. Di tahun 2018, merujuk kepada Mapping dan Database Startup Indonesia 2018 yang disusun oleh Indonesia Digital Creative Industry Society, jumlah perusahaan rintisan teknologi di Indonesia telah mencapai 992 startup. Sebagian besar startup berada di wilayah Jabodetabek dengan jumlah total 522 startup berkembang. Kemudian wilayah terbanyak kedua adalah wilayah Sumatera dengan jumlah 115 startup dan wilayah Jawa Timur dengan jumlah 113 startup. Bertumbuhnya startup teknologi menimbulkan adanya multiplier effect pada sebagian besar Usaha Mikro Kecil dan Menengah (UMKM) dan memberikan banyak dampak positif pada

pertumbuhan ekonomi domestik dengan munculnya perusahaan-perusahaan *e-commerce* maupun transportasi online (MIKTI *Indonesia Digital Creative Industry Society*, 2018).

Telah disebutkan bahwa UMKM dan startup digital bertumbuh dengan pesat di Indonesia. Namun beberapa masalah yang masih banyak dihadapi oleh para pelaku UMKM dan startup adalah kurangnya akses permodalan dan sumber daya manusia. Berdasarkan pada hasil survei 992 startup oleh Badan Ekonomi Kreatif Indonesia (BEKRAF) dengan Masyarakat Industri Kreatif Teknologi Informasi dan Komunikasi Indonesia (MIKTI) dalam Laporan Mapping dan Database Startup Indonesia 2018 menunjukkan bahwa akses permodalan masih menjadi kendala terbesar bagi startup di tanah air, yaitu sebesar 38,83%. Sedangkan permasalahan sumber daya manusia pada angka 29,41%, fasilitas sebesar 15%,

peraturan pemerintah sebesar 8,82% dan kendala pasar sebesar 7,95% (MIKTI *Indonesia Digital Creative Industry Society*, 2018).



Gambar 1. Permasalahan *Start-Up* di Indonesia

Sumber: <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2019/03/25/permodalan-masih-menjadi-masalah-utama-bagi-startup-indonesia>, dimodifikasi oleh penulis.

Salah satu inovasi layanan keuangan berbasis teknologi yang dapat dipergunakan masyarakat untuk mengakses layanan keuangan secara lebih cepat, murah serta efisien adalah *Financial Technology (fintech)*. *Fintech* memiliki potensi yang besar karena dapat memberikan solusi yang tidak dapat diberikan oleh lembaga keuangan tradisional. Telah dikemukakan bahwa sebagian besar permasalahan pelaku usaha UMKM dan startup adalah adanya kendala pada permodalan. Dapat dikatakan bahwa para pelaku usaha UMKM dan startup belum memenuhi syarat jika menginginkan permodalan dari lembaga keuangan tradisional karena belum memiliki jaminan kestabilan pendapatan dan kecukupan asset sebagai jaminan pengembalian. Perkembangan *fintech* di Indonesia juga didasari oleh adanya kebutuhan konsumen, nasabah, dan merchant, terlebih dengan adanya penetrasi internet dan teknologi, maka lahan untuk peningkatan industry ini semakin besar (Rusydia, 2018b).

Adanya krisis keuangan global pada tahun 2008 menunjukkan bahwa sistem keuangan perbankan tradisional yang menyebabkan krisis adalah salah satu alasan utama munculnya perusahaan *fintech* (Prawirasasra, 2018), disusul adanya teknologi baru yang muncul dan mempermudah mobilitas, kemudahan akses serta rendahnya biaya penggunaan (Saksonova & Kuzmina-Merlino, 2017). Dalam hal ini tugas *fintech* adalah membantu untuk mendorong inklusi keuangan dengan memberikan akses kepada masyarakat yang belum tersentuh oleh lembaga keuangan (Barata, 2019). Kemudian dengan segala kemudahan yang ditawarkan di era digital ini, efisiensi

akan mudah untuk ditingkatkan dan masyarakat akan dengan mudah menyesuaikan diri.

Crowdfunding muncul sebagai salah satu alternatif pembiayaan tahap awal yang banyak dipilih oleh pelaku usaha start up. Sesuai dengan namanya, *crowdfunding* berarti pengumpulan dana oleh sekelompok orang untuk diambil manfaatnya. Banyak dari pelaku usaha kreatif yang tidak bisa mendapatkan pendanaan dari bank karena tingginya resiko pelaku usaha start up terhadap bank karena tidak terjaminnya tingkat pengembalian modal usaha serta kecukupan assetnya (Hornuf & Schmitt, 2016). *Crowdfunding* memiliki beberapa macam jenis yaitu, donation-based crowdfunding, sponsoring crowdfunding, pre-selling crowdfunding, loan-based *crowdfunding* dan equity-based crowdfunding. Masing-masing dari jenis tersebut memiliki pengertian dan tujuan yang berbeda (Piliyanti, 2018).

Salah satu platform *crowdfunding* yang menggunakan sistem pembelian saham adalah Equity-based Crowdfunding. Platform ini sangat cocok untuk digunakan oleh start up company untuk memperoleh akses pendanaan di pasar modal. Sistem pendanaan ini membantu para pelaku usaha start up tetap bertahan dalam mengembangkan bisnisnya dengan tetap tercukupinya modal (Hornuf & Schmitt, 2016). Beberapa contoh platform equity *crowdfunding* yang terdapat di Indonesia dan telah mendapatkan izin dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) adalah Santara sebagai platform equity *crowdfunding* yang bergerak di bidang pendanaan UMKM, Bizhare sebagai platform yang bergerak pada pendanaan bisnis franchise dan Crowddana sebagai platform yang bergerak pada pendanaan asset property.

Dengan adanya sistem pendanaan ini para pengusaha start up bisa tetap bertahan dalam mengembangkan bisnisnya karena masalah utama yang sering terjadi adalah permasalahan sumber pendanaan atau modal (Mokhtarrudin *et al.*, 2017). Dalam skema ini pengusaha start up maupun pelaku usaha tidak berkewajiban untuk memberikan agunan demi mendapatkan pendanaan (Waltho *et al.*, 2018). Perusahaan penggalang dana akan menawarkan beberapa bagian saham dalam perusahaannya kepada para investor sebagai kompensasi atas investasi yang diberikan (Tomczak & Brem, 2013). Dengan begitu para investor akan mendapatkan sebagian kepemilikan perusahaan dan menerima hasil keuntungan sesuai dengan besaran saham yang mereka miliki (Busenits *et al.*, 2017).

Sebagaimana perusahaan penyelenggara Sharia equity crowdfunding, pelaku usaha yang akan menerbitkan efek syariah kepada pemodal harus menjamin usahanya sesuai dengan prinsip syariah dan prinsip-prinsip keadilan dalam Islam. Maka tidak diperbolehkan bagi pemilik usaha untuk melakukan penipuan, serta praktik-praktik yang merugikan para investor (Othman, 2010). Penerapan ini mempunyai peran yang sangat penting sebagai proses untuk menjaga keseimbangan usaha antara ekonomi, sosial dan antar individu masyarakat dalam perusahaan yang mengutamakan kepentingan para investor dan stakeholders (Jummaini *et al.*, 2019).

Sesuai dengan prinsip Al-Qur'an dan sunnah, dalam menjalankan suatu kegiatan ekonomi secara syariah harus menghindari adanya kegiatan yang mengandung riba, gharar, maysir, tadhlis, dan menjalankan kegiatannya dengan amanah dan

berbasis dengan keuntungan yang halal (Abidin, 2019). Dalam hal ini konsep good corporate governance dianggap memenuhi kriteria dalam persyaratan syariah yang diterapkan di dalam mekanisme sharia equity crowdfunding yaitu keadilan, tawazun (keseimbangan), mas'uliyah (akuntabilitas), akhlak (moralitas), amanah (kepercayaan), fathanah (kecerdasan), tabligh (transparency) (Hamdani *et al.*, 2019), hurriyah (independensi yang bertanggungjawab), ihsan (professional), wasathan (kewajaran), ghirah (militansi syariah), idarah (tata kelola), khilafah (kepemimpinan), aqidah (keimanan), ijabiyah (berfikir positif), raqabah (pengawasan), qira'ah (terus belajar) dan islah (selalu melakukan perbaikan) (Juliardi, 2017). Berikut rangkuman variable yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 1. Ringkasan Literatur Sub-Elemen

<i>Research Focus</i>	<i>Authors</i>
<i>Sharia Equity Crowdfunding Regulation</i>	(Moritz <i>et al.</i> , 2015); (Muneeza <i>et al.</i> , 2018); (Biancone & Secinaro, 2016)
<i>Human Resources of Sharia Equity Crowdfunding Platform</i>	(Ahlers <i>et al.</i> , 2015); (Piva & Rossi-lamastra, 2017)
<i>Administration and accounting system</i>	(Ahlers <i>et al.</i> , 2015); (Andaleeb & Mishra, 2016)
<i>Information protection</i>	(Beaulieu <i>et al.</i> , 2016); (Belleflamme & Lambert, 2014)
<i>Stakeholder interest and experience</i>	(Ralcheva & Roosenboom, 2016); (Vismara, 2016b)
<i>Education and outreach</i>	(Moritz <i>et al.</i> , 2015); (Piva & Rossi-lamastra, 2017)
<i>Protection of intellectual property rights</i>	(Ralcheva & Roosenboom, 2016); (Finance, 2017)
<i>Islamic banks intermediaries channeling funds</i>	(Wahjono <i>et al.</i> , 2015)
<i>Internet network for promotion & transaction</i>	(Piliyanti, 2018); (Vismara, 2016a)
<i>Platform in accordance with sharia</i>	(Wahjono <i>et al.</i> , 2015); (Biancone & Secinaro, 2016); (Biancone <i>et al.</i> , 2019)

Selain penerapan *good corporate governance*, penggunaan teknologi digital lebih memberikan dukungan atas transparansi dengan adanya system teknologi informasi yang lebih efektif dan efisien. Kemudian didukung dengan adanya pengawasan dari pihak DPS secara langsung, maka pelaku teknologi digital akan lebih berhati-hati dan memperhatikan lebih jauh mengenai batasan-batasan yang harus dipatuhi. Dengan adanya dukungan teknologi digital dan pengawasan DPS, maka unsur ketidakpastian (gharar), maysir maupun tadhlis dapat dihindari.

Biancone & Secinaro (2016) dengan judul *The Equity Crowdfunding Italy: A Model Sharia Compliant*, melakukan kajian untuk mengetahui prospek instrument keuangan Islam kaitannya dengan

equity crowdfunding di Italia. Metode yang digunakan adalah metode analisis deduktif induktif dengan dua kriteria kualitatif dan kuantitatif. Model syari'ah ini memperkenalkan beberapa aspek-aspek syariah dengan tujuan untuk bisa beralih kepada keuangan Islam. Diantaranya dengan adanya keberadaan dewan syariah sebagai pemantau investasi serta pendidikan investor secara Islami sebagai elemen paling utama dalam pengembangan pasar yang sehat.

Abdullah & Oseni (2017) dengan judul *Towards Shari'ah Compliant Equity-Based Crowdfunding for the Halal Industry in Malaysia* menyimpulkan bahwa kebutuhan UKM terhadap platform pembiayaan dapat membantu UKM dalam mengembangkan bisnis halal.

Kajian ini membahas terkait kesesuaian *crowdfunding* dalam pembiayaan UKM, menganalisis kerangka hukum untuk equity-based *crowdfunding* dan mengusulkan model equity *crowdfunding* berdasarkan metode pembiayaan yang biasa digunakan dalam industry jasa keuangan Islam.

Thaker (2018) dengan judul *Modelling SMEs' Behavioral Intention to Adopt Islamic Crowdfunding – Small and Medium Enterprises (ICSMEs) Model as a Source of Financing in Malaysia*, meneliti tentang kemungkinan pengajuan model Islamic *Crowdfunding* untuk pembiayaan usaha kecil dan menengah dengan mekanisme akad dalam pembiayaan syariah. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan model ini dirasakan dapat dipergunakan dengan mudah serta mempunyai pengaruh yang positif bagi para pelaku usaha kecil dan menengah, dan kemudian akan mengarahkan kepada kemudahan dalam mendapatkan pembiayaan bagi para pengusaha kecil dan menengah di Malaysia.

Diantara perkembangan platform-platform pendanaan ini, muncul adanya pertanyaan oleh para pemilik dana (investor) Muslim dan para pelaku usaha syariah yang mempunyai keinginan untuk memberikan pendanaan pada sektor usaha yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Maka tidak menutup kemungkinan bahwa platform *Equity Crowdfunding* Syari'ah juga dapat dikembangkan dengan basis penerbitan saham syari'ah tentunya dengan objek kegiatan usaha berprinsip syariah dan memiliki dewan pengawas syari'ah. Dengan peluang ini, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui masalah dan strategi dalam pengembangan sharia equity *crowdfunding* di Indonesia menggunakan pendekatan *Interpretative Structural Modelling* (ISM).

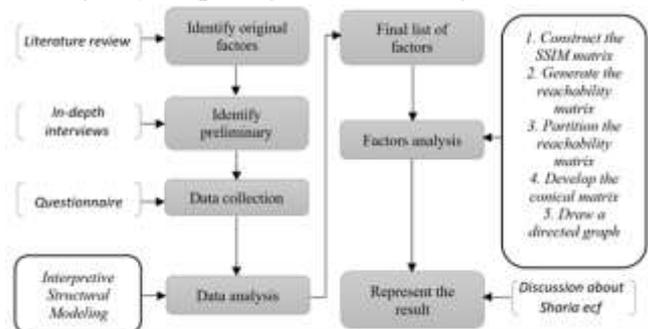
2. METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan metode kualitatif, dengan pendekatan Interpretive Structural Modelling (ISM) sebagai metode deskripsi masalah, keterkaitan, evaluasi, dampak serta mengidentifikasi hubungan antar sektor kebijakan (Jena *et al.*, 2017). ISM adalah alat strukturasi untuk membuat teknik permodelan deskriptif dalam sebuah hubungan langsung. Dasar pengambilan keputusannya menggunakan teknik kelompok. Model struktural yang dihasilkan akan menunjukkan masalah kompleks dari suatu system melalui pola yang dirancang secara seksama dengan menggunakan bagan kelompok serta kalimat (Sianipar, 2012). Dengan teknik ini, decision maker

akan lebih mudah untuk menyederhanakan proses dan mendapatkan lebih banyak sinergi guna meningkatkan efisiensi dan efektivitas dalam memecahkan suatu permasalahan.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data primer yang diperoleh dari sumbernya dan dicatat secara langsung. Peneliti mengumpulkan data primer dengan beberapa cara seperti observasi lapangan, brainstorming dan wawancara dengan berbagai responden. Responden adalah pakar yang sangat memahami mengenai permasalahan yang diangkat. Wawancara dilakukan untuk mendapatkan informasi secara mendalam yang berkaitan dengan permasalahan yang akan diteliti. Dalam hal ini, wawancara dibantu dengan adanya kuesioner yang telah disusun sesuai dengan metode Interpretive Structural Modelling dengan tujuan untuk memperoleh pendapat para pakar mengenai keterkaitan permasalahan pada setiap elemen (Attri *et al.*, 2013). Selanjutnya akan dilakukan perbandingan pendapat dari para responden tersebut (Ascarya *et al.*, 2012). Jumlah responden pada penelitian ini berjumlah 9 orang yang terdiri dari Regulator, Praktisi dan Akademisi.

Secara keseluruhan elemen system dan alur hubungannya dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Langkah – Langkah Penelitian Pendekatan ISM

Sumber: Liu (2018) dimodifikasi oleh penulis

Tahapan awal dalam merumuskan metode Interpretive Structural Modelling adalah dengan mengidentifikasi elemen dan sub-elemen melalui penelitian atau diskusi. Kemudian merumuskan hubungan kontekstual antara unsur-unsur berdasarkan tujuan. Atas dasar hal tersebut maka dikembangkan hubungan kontekstual antar beberapa faktor yang diidentifikasi. Kemudian dalam menunjukkan hubungan kontekstual antar variabel atau faktor (i dan j) (Liu *et al.*, 2018), terdapat empat symbol yang dapat

dipergunakan. Berikut ini empat simbol yang digunakan:

- a. V : Sub-elemen i mempengaruhi sub-elemen j, tapi tidak sebaliknya.
- b. A : Sub-elemen j mempengaruhi sub-elemen i, tapi tidak sebaliknya.

c. X : Sub-elemen i dan sub-elemen j saling mempengaruhi.

d. O : Sub-elemen i dan sub-elemen j tidak saling mempengaruhi.

Tabel 2. Structural Self-Interaction Matrix (SSIM)

Enabler	Enabler Descriptors	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
E1	Sharia Equity Crowdfunding Regulation	V	V	V	V	V	V	V	V	V	O
E2	Human Resources of Sharia Equity Crowdfunding Platform	X	O	O	V	V	V	V	X		
E3	Administration and accounting system	X	V	O	V	O	V	V			
E4	Information protection	V	O	O	X	V	V				
E5	Stakeholder interest and experience	A	O	O	O	A					
E6	Education and outreach	O	O	O	O						
E7	Protection of intellectual property rights	V	O	O							
E8	Islamic banks intermediaries channeling funds	O	O								
E9	Internet network for promotion and transaction	O									
E10	Platform in accordance with sharia										

Notes: V baris mempengaruhi kolom, A kolom mempengaruhi baris, X baris dan kolom saling mempengaruhi dan O tidak ada hubungan diantara baris dan kolom.

Langkah selanjutnya adalah mengembangkan reachability matrix dari hasil structural self-interaction matrix (SSIM) (Attri *et al.*, 2013) dengan mengubah empat simbol (V, A, X, atau O) dari hasil SSIM dengan angka 1 atau 0 sebagai berikut:

- a. V : $e_{ij} = 1$; $e_{ji} = 0$

- b. A : $e_{ij} = 0$; $e_{ji} = 1$

- c. X : $e_{ij} = 1$; $e_{ji} = 1$

- d. O : $e_{ij} = 0$; $e_{ji} = 0$

Kemudian setelah menyertakan konsep transitivitas diatas, maka akan diperoleh final *Reachability Matrix*.

Tabel 3. Final Reachability Matrix (RM)

Enabler	Enabler Descriptors	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Drv
E1	Sharia Equity Crowdfunding Regulation	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
E2	Human Resources of Sharia Equity Crowdfunding Platform	1	1	1	1	1	1	0	1	1	8
E3	Administration and accounting system	1	1	1	1	1	1	0	1	1	8
E4	Information protection	1	1	1	1	1	1	0	1	1	8
E5	Stakeholder interest and experience	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
E6	Education and outreach	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2
E7	Protection of intellectual property rights	1	1	1	1	1	1	0	1	1	8
E8	Islamic banks intermediaries channeling funds	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
E9	Internet network for promotion and transaction	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
E10	Platform in accordance with sharia	1	1	1	1	1	1	0	1	1	8
	Dependence Power	6	6	6	8	7	9	2	7	6	

Dari final *Reachability Matrix* untuk setiap faktor, diperoleh set reachability dan set anteseden. Set reachability terdiri atas faktor itu sendiri dan faktor lain yang mungkin mempengaruhi, sedangkan set anteseden terdiri atas faktor itu sendiri dan faktor lain yang dapat mempengaruhinya (Rusydia, 2018a). Selanjutnya, diperoleh interseksi set untuk semua faktor dan ditentukan level faktor yang berbeda. Faktor-faktor dengan reachability dan interseksi set yang sama menempati top level dalam hirarki ISM

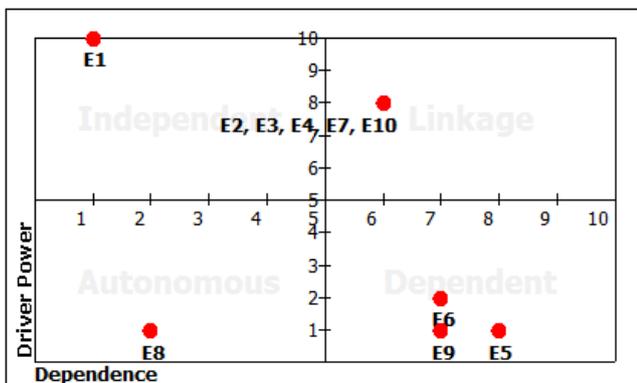
(Jena *et al.*, 2017). Faktor top-level adalah faktor-faktor yang tidak akan menggerakkan faktor-faktor lain di atas level faktor top-level itu sendiri. Setelah faktor top-level teridentifikasi, maka akan dihapus dari pertimbangan. Kemudian, proses yang sama diulang untuk mengetahui faktor-faktor pada level berikutnya. Proses ini berlanjut sampai level masing-masing faktor ditemukan. Level tersebut membantu membangun diagram dan model ISM (Jabeen & Faisal, 2018).

Level 1:	<u>E5, E8, E9</u>	↑
Level 2:	<u>E6</u>	↑
Level 3:	<u>E2, E3, E4, E7, E10</u>	↑
Level 4:	<u>E1</u>	↑

Gambar 3. Level Interpretive Structural Modelling
Sumber: data diproses oleh penulis

Conical Matrix dikembangkan dengan cara clustering faktor pada tingkat yang sama lintas baris dan kolom dari final Reachability Matrix (Thakkar *et al.*, 2008). Berdasarkan *driving power* dan *dependence power*, sub-elemen dalam penelitian ini diklasifikasikan menjadi empat kelompok (Rusydia, 2018b), seperti yang dijelaskan di bawah ini:

- Autonomous Variable* (Weak driver-weak dependent): Variabel ini tidak memiliki pengaruh atau ketergantungan yang tinggi terhadap variabel lain. Variabel ini memiliki dampak sistem yang rendah.
- Dependent Variable* (Weak driver-strong dependent): Variabel ini memiliki pengaruh rendah tetapi sangat tergantung pada variabel lain.
- Linkage Variable* (Strong driver-strong dependent): Variabel ini memiliki pengaruh tinggi dan sangat tergantung pada variabel lain.
- Independent variable* (Strong driver-weak dependent): Variabel ini memiliki pengaruh tinggi tetapi memiliki ketergantungan yang rendah. Variabel ini adalah variabel yang paling kuat dan merupakan kunci variabel.



Gambar 4. Driver Power-Dependence Matrix
Sumber: data diproses oleh penulis

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Equity Crowdfunding sangat cocok untuk digunakan oleh *start-up company* untuk memperoleh

akses pendanaan di pasar modal. Dengan adanya sistem pendanaan ini para pengusaha *start up* bisa tetap bertahan dalam mengembangkan bisnisnya (Mokhtarrudin *et al.*, 2017). Dalam skema ini pengusaha *start up* maupun pelaku usaha tidak berkewajiban untuk memberikan agunan demi mendapatkan pendanaan (Waltho *et al.*, 2018). Perusahaan penggalang dana akan menawarkan beberapa bagian saham dalam perusahaannya kepada para investor sebagai kompensasi atas investasi yang diberikan (Tomczak & Brem, 2013). Dengan begitu para investor akan mendapatkan sebagian kepemilikan perusahaan dan menerima hasil keuntungan sesuai dengan besaran saham yang mereka miliki (Busenits *et al.*, 2017).

Dalam pengembangan *equity crowdfunding* di Indonesia, otoritas jasa keuangan telah mengeluarkan peraturan pada POJK No. 37/POJK.04/2018 yang mengatur tentang layanan urun dana melalui penawaran saham berbasis teknologi informasi (*equity crowdfunding*) (Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, 2018). Peraturan tersebut telah dikeluarkan dengan adanya beberapa pertimbangan seperti adanya pertumbuhan teknologi informasi yang sekarang ini dipergunakan untuk mengembangkan industry keuangan sebagai pendorong alternative pembiayaan bagi masyarakat (Barata, 2019) dan perlunya dukungan otoritas jasa keuangan dalam mendorong *start-up company* atau pelaku usaha untuk berkontribusi terhadap perekonomian nasional melalui penyediaan alternative sumber pendanaan berbasis teknologi informasi (Lin, 2017).

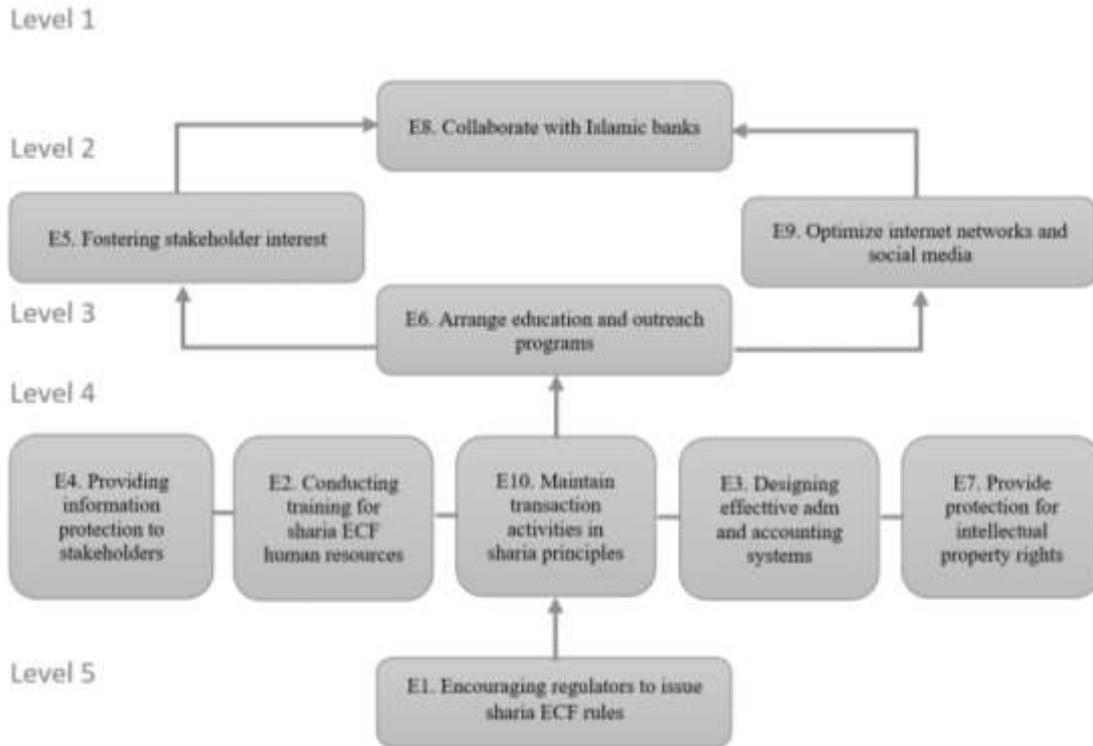
Fungsi peraturan adalah sebagai perangkat yang melindungi masyarakat dari resiko-resiko yang akan terjadi terkait dengan kegiatan platform (Miglietta *et al.*, 2018). Dalam kaitannya dengan pengembangan platform sharia *equity crowdfunding* dikatakan bahwa secara umum peraturan *equity crowdfunding* dapat dikatakan syariah, karena konsepnya adalah *equity* dengan prinsip bagi hasil (Wijaya, 2020). Dalam peraturan otoritas jasa keuangan disebutkan jika emiten akan menawarkan efek syariah berupa saham maka diharuskan untuk menyatakan dalam anggaran dasar, kegiatan, jenis usaha dan cara pengelolaannya sesuai dengan prinsip syariah di Pasar Modal dan memiliki dewan pengawas syariah (Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, 2018).

Dinyatakan oleh Otoritas Jasa Keuangan dalam kaitannya dengan pasar modal syariah terdapat 2 macam emiten, yaitu emiten aktif dan emiten pasif.

Emiten aktif adalah emiten yang anggaran dasarnya menyatakan diri sebagai emiten syariah dan benar-benar menjalankan kegiatannya secara syariah. Emiten pasif adalah emiten yang tidak menyatakan diri sebagai emiten syariah tetapi jika ditelaah oleh dewan pengawas syariah ternyata memenuhi kriteria syariah (Rahman, 2020). Sama halnya dengan platform equity crowdfunding, jika memang mendeklarasikan diri sebagai platform syariah, maka harus benar-benar membuktikan bahwa platform tersebut telah menjalankan kegiatan usahanya secara syariah melalui anggaran dasarnya hingga adanya dewan pengawas syariah.

Menurut Rahman (2020) Otoritas Jasa Keuangan menyatakan bahwa peraturan *equity crowdfunding* yang sudah ada sebelumnya dapat dikatakan sebagai

peraturan yang netral. Jika dikaji kembali, peraturan *equity crowdfunding* dianggap sudah mengadopsi nilai-nilai syariah seperti konsep *good corporate governance* dan dalam bertransaksi harus dengan informasi yang jelas dan tidak menyesatkan, handal, adil, tidak boleh menggunakan harga palsu dan tidak ada manipulasi. Menurut mereka, peraturan sharia *equity crowdfunding* ini dianggap masih belum dibutuhkan dengan adanya peraturan *equity crowdfunding* yang telah dikeluarkan sebelumnya karena masih dibutuhkan banyak kajian dan praktek dengan pelaku *equity crowdfunding* syariah masih sedikit. Hal ini dimaksudkan karena otoritas jasa keuangan dalam menyusun regulasi melalui serangkaian kajian dan pertimbangan banyak aspek (Rahman, 2020).



Gambar 5. Model Struktural
Sumber: data diproses oleh penulis

Tetapi hal ini belum cukup, karena aspek syariah yang harus diatur dalam platform *sharia equity crowdfunding* harus mencakup keseluruhan kegiatan dan pelaku yang terdapat didalamnya. Aspek syariah yang harus ditekankan pada peraturan *sharia equity crowdfunding* adalah deklarasi sebagai penyelenggara *equity crowdfunding* berbasis syariah pada anggaran dasar usaha, aspek akad yang dipergunakan, emiten dengan kegiatan usaha yang tidak melanggar prinsip syariah sebagai penerbit, adanya bank syariah sebagai perantara transaksi dan adanya dewan pengawas

syariah yang mengawasi dan mengevaluasi secara menyeluruh dan tidak hanya sebagai formalitas demi mendapatkan opini atau surat pernyataan syariah.

Jika peraturan sharia *equity crowdfunding* diatur secara jelas, maka tidak akan ada keragu-raguan yang terjadi diantara para stakeholders. Investor muslim menginginkan dananya disalurkan secara jelas dan membutuhkan transparansi laporan atas dana yang telah disalurkan. Kebutuhan penyelenggara sharia *equity crowdfunding* terhadap emiten yang melakukan usahanya sesuai dengan prinsip syariah dan timbal

balik diantara keduanya. Penggunaan bank syariah dan adanya dewan pengawas syariah menjadi aspek pendukung utama yang erat kaitannya dengan platform sharia equity crowdfunding pada pelaksanaan kegiatan bisnisnya. Disamping itu komitmen platform pada kesesuaian syariah dalam akad, instrument saham, pelaku usaha maupun para stakeholder dengan pengawasan Dewan Pengawas Syariah erat kaitannya dengan aturan ini.

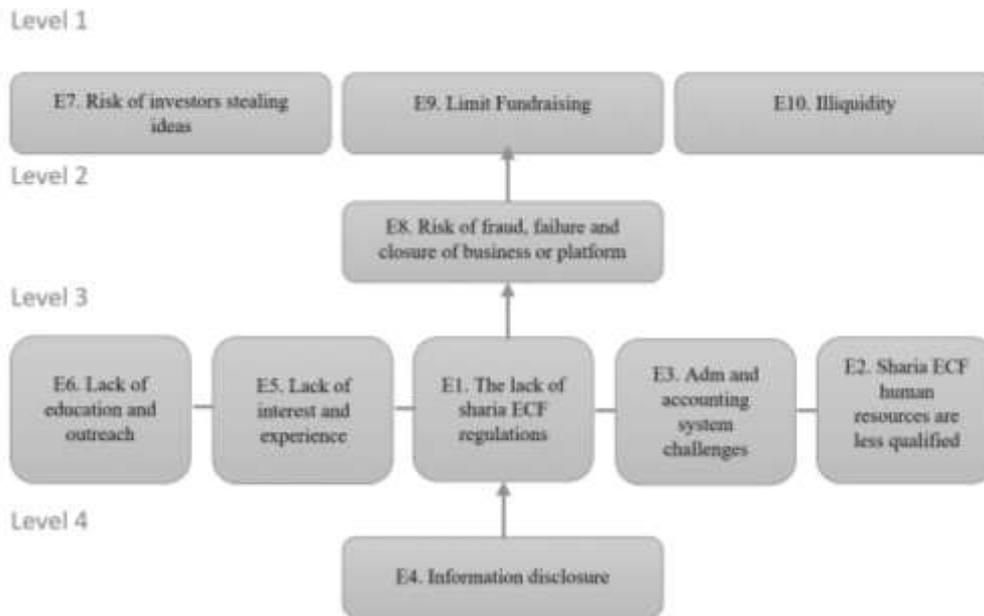
Dalam mekanisme equity crowdfunding syariah, saham syariah sebagai sertifikat bukti kepemilikan sebagian modal suatu perusahaan dengan pengelolaan yang sesuai dengan prinsip syariah pada akad, cara pengelolaan dan kegiatan usahanya (Aloui *et al.*, 2015). Asset yang menjadi landasan akad dan asset lainnya tidak bertentangan dengan prinsip syariah, tidak melakukan kegiatan yang memiliki unsur perjudian, riba dan hal-hal yang diharamkan (Komisioner & Indonesia, 2015). Penyertaan modal ini dapat dilakukan dengan akad *musyarakah* maupun *mudharabah* (Awaludin, 2016). Bank syariah berperan penting sebagai perantara dalam transaksi yang dilakukan antara investor dengan emiten yang di danai (Touriq, 2020), mendukung segala aspek syariah, melengkapi skema sharia equity crowdfunding dan membantu adanya pelaksanaan mekanisme *mudharabah* dan *musyarakah* yang digunakan dalam transaksi (Wijaya, 2020).

Dewan Pengawas Syariah berperan dalam pengawasan lembaga keuangan syariah. Tugas dan tanggungjawab Dewan Pengawas Syariah adalah menilai dan memastikan kemurnian pemenuhan rukun, syarat akad, pelaksanaan prinsip syariah, pengawasan terhadap pengembangan produk, melakukan review atas pelaksanaan prinsip syariah dalam kegiatan usaha dan meminta data dan informasi yang berhubungan dengan aspek syariah pada pelaku usaha dan penyelenggara (Injas *et al.*, 2016). Optimalnya peran DPS sangat penting untuk memastikan bahwa setiap transaksi yang dilakukan oleh setiap stakeholders sesuai dengan prinsip syariah yang berlandaskan Al-Qur'an dan sunnah (Prabowo & Jamal, 2017) dalam prinsip keterbukaan (transparency), akuntabilitas (accountability), pertanggungjawaban (responsibility), professional (professional) dan kewajaran (fairness).

Sharia equity crowdfunding juga dapat menjadi solusi untuk muslim yang menganggap pasar modal syariah masih belum memenuhi prinsip syariah dalam beberapa aspek dan dengan adanya pengecualian sebesar 45%. Mekanisme syariah dalam sharia equity crowdfunding dianggap lebih murni (Wijaya, 2020). Disamping itu, sharia equity crowdfunding tidak hanya diperuntukkan kepada stakeholders muslim, tetapi setiap lapisan masyarakat bisa ikut berkontribusi. Bahkan platform sharia equity crowdfunding dapat menunjukkan bahwa syariah lebih baik dari segala aspek. Meskipun peraturan equity crowdfunding sebelumnya telah bisa dipergunakan, tetapi beberapa aspek syariah belum disebutkan didalamnya. Dengan adanya peraturan sharia equity crowdfunding maka peraturan akan lebih lengkap meskipun diantara *stake-holders* yang berkontribusi bukanlah dari masyarakat muslim. Bahkan peraturan ini akan memberikan keuntungan dan tidak akan memberikan kerugian kepada siapapun.

Kemudian system administrasi dan akuntansi yang fleksibel, dengan penggunaan teknologi digital yang telah diuji dan divalidasi oleh otoritas jasa keuangan, dewan pengawas syariah dan sumberdaya manusia yang kompeten, maka akan memberikan dukungan transparansi, efektifitas dan efisiensi yang dapat mempermudah akses transaksi melalui system (Touriq, 2020). Selain itu, pelaku teknologi digital akan lebih berhati-hati dan memperhatikan lebih jauh mengenai batasan-batasan yang harus dipatuhi (Biancone & Secinaro, 2016). Dengan adanya dukungan teknologi digital dan pengawasan DPS, maka unsur ketidakpastian (*gharar*), *maysir* maupun *taqlis* dapat dihindari.

Tetapi dalam pengembangan equity crowdfunding syariah, sebagian masyarakat menilai keterbukaan informasi masih dianggap sebagai kendala utama, karena kurangnya pemahaman masyarakat sejauh mana hal-hal yang dianggap rahasia dan hal-hal yang memang selayaknya untuk dipublikasikan. Maka, dengan adanya proteksi informasi dan keamanan database yang terdaftar dalam ISO27001, keamanan data dan informasi dapat dijamin dengan baik dan masyarakat tidak perlu khawatir mengenai permasalahan tersebut (Wijaya, 2020).



Gambar 6. Model Struktural
Source: data diproses oleh penulis

Perihal perlindungan hak kekayaan intelektual oleh platform kepada para pelaku usaha adalah dengan membatasi kepemilikan saham. Investor dengan penghasilan mencapai Rp 500 juta pertahun hanya dapat membeli saham maksimal sebesar 5% dari penghasilannya pertahun. Sedangkan investor dengan penghasilan diatas Rp 500 juta pertahun hanya dapat membeli saham maksimal sebanyak 10% dari penghasilannya pertahun (Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, 2018). Seluruh aktivitas investor dan emiten hanya melalui platform, investor tidak boleh ikut campur tangan dengan kegiatan usaha yang dilakukan oleh emiten.

Adanya sosialisasi dan edukasi terhadap masyarakat mengenai platform *sharia equity crowdfunding* melalui social media, forum-forum pertemuan, seminar-seminar dan lain sebagainya dengan berkolaborasi dengan otoritas jasa keuangan maupun dewan syariah nasional dapat mempengaruhi adanya minat para stakeholders untuk berkontribusi kedalam platform secara menyeluruh. Pemahaman terhadap komitmen syariah adalah *rahmatan lil-alamin* dan bertujuan untuk mencapai *maslahah* pada setiap aspek kehidupan. Karena pendekatan setiap masyarakat berbeda maka harus diberikan contoh kebbaikannya kepada masyarakat agar mudah diterima dan dirasakan manfaatnya.

Maka dalam hal ini semua sector mencakup regulator, sharia equity *crowdfunding* platform, bank syariah, Investor, strat-up atau pelaku usaha, penyedia jaringan internet dan Dewan Pengawas Syariah

memiliki peran yang sangat penting dalam pengembangan platform ini. Otoritas Jasa keuangan sebagai regulator memiliki pengaruh besar dalam kaitannya pemberian perizinan dan perlindungan keamanan terhadap para stakeholders. Keberadaan platform *sharia equity crowdfunding* membantu para investor dalam menginvestasikan dananya secara prinsip syariah dan membantu start-up dan pelaku usaha untuk mendapatkan pendanaan yang selama ini menjadi kendala utama dalam pengembangan usaha.

Bank syariah sebagai perantara transaksi menunjang adanya transaksi syariah yang dibutuhkan oleh platform dan para stakeholders. Sebagai platform digital, maka tugas *sharia equity crowdfunding* sebagai rekan bank syariah dalam melakukan edukasi dan memberikan dorongan kepada masyarakat yang sebelumnya belum tersentuh oleh lembaga keuangan dan memberikan akses kepada para masyarakat muslim untuk bertransaksi dengan cara yang syariah.

Keberadaan investor, pelaku usaha dan penyedia jaringan internet sebagai sector utama pelaku dalam pengembangan platform, tanpa adanya investor dan pelaku usaha, maka platform tidak akan berkembang. Jaringan internet sebagai proof sistem adalah wadah promosi dan transaksi bagi para stakeholders sebagai sarana untuk mendorong pertumbuhan ekonomi syariah secara bersama-sama. Dengan adanya teknologi maka pelaksanaan dakwah ekonomi akan lebih efektif dan efisien mengingat tingginya mobilitas digital masyarakat saat ini.

Bagi Dewan Pengawas Syariah, platform ini juga mendukung misi dalam mendorong industry keuangan syariah era teknologi digital dengan pemahaman dan pelaksanaan syariah yang mendalam. Keberadaan Dewan Pengawas Syariah sebagai perangkat yang bertanggungjawab untuk memberikan nasihat, saran, dan pengawasan terhadap pelaksanaan prinsip syariah dalam kegiatan usaha serta memberikan pernyataan kesesuaian syariah atas jasa maupun produknya menjadi sangat penting, mengingat platform ini adalah platform yang mendeklarasikan diri sebagai platform syariah.

4. KESIMPULAN

Hasil penelitian terhadap strategi pengembangan sharia equity *crowdfunding* menggunakan metode Interpretive Structural Modelling terdapat beberapa beberapa hal yang menjadi pengaruh utama. Keterbukaan informasi menjadi kendala utama dalam pengembangan sharia equity *crowdfunding* karena kurangnya pemahaman masyarakat sejauh mana hal-hal yang dianggap rahasia dan hal-hal yang memang seleyaknya untuk dipublikasikan. Dan strategi yang dapat dilakukan dalam pengembangan sharia equity *crowdfunding* adalah dengan mendorong otoritas jasa keuangan untuk mengeluarkan peraturan mengenai sharia equity crowdfunding, deklarasi sebagai penyelenggara equity *crowdfunding* berbasis syariah pada anggaran dasar usaha, aspek akad, emiten syariah, instrument saham syariah, adanya bank syariah sebagai perantara transaksi dan adanya dewan pengawas syariah yang mengawasi dan mengevaluasi secara menyeluruh, adanya system administrasi dan akuntansi yang fleksibel dan adanya sumberdaya manusia yang kompeten sesuai dengan prinsip good corporate governance, perlindungan hak kekayaan intelektual oleh platform kepada para pelaku usaha serta adanya sosialisasi dan edukasi terhadap masyarakat.

Selain itu, sharia equity *crowdfunding* juga dapat menjadi solusi untuk muslim yang menganggap pasar modal syariah masih belum memenuhi prinsip syariah dalam beberapa aspek. Sharia equity *crowdfunding* tidak hanya diperuntukkan kepada stakeholders muslim, bahkan dapat menunjukkan bahwa syariah lebih baik dengan adanya kemudahan akses transaksi melalui system tanpa adanya praktek gharar, maysir dan tadbis dan memberikan keuntungan tanpa memberikan kerugian kepada siapapun. Maka dalam hal ini semua sector mencakup regulator, sharia equity

crowdfunding platform, bank syariah, Investor, strat-up atau pelaku usaha, penyedia jaringan internet dan Dewan Pengawas Syariah memiliki peran yang sangat penting dalam pengembangan platform ini.

Sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh penulis, maka terdapat beberapa saran yang mungkin dapat diterapkan dalam pengembangan sharia equity *crowdfunding* di Indonesia, diantaranya pertama, melakukan proteksi informasi dengan mendaftarkan keamanan database platform sharia equity *crowdfunding* untuk menghindari adanya keragu-raguan masyarakat terhadap platform sharia equity *crowdfunding* dan keamanan data dan informasi dapat dijamin dengan baik. Kedua, adanya peraturan yang mengatur secara jelas mengenai sharia equity *crowdfunding* untuk platform yang ingin mendeklarasikan diri sebagai platform yang sesuai dengan syariah untuk memberikan perlindungan dan mengurangi keragu-raguan masyarakat muslim terhadap platform, dan menjadi pegangan utama platform syariah untuk menjalankan usahanya sesuai dengan peraturan yang ada dengan. Adanya dewan pengawas syariah yang memahami secara menyeluruh mengenai fatwa, aspek fiqh muamalah dan kompetensi terkait platform sharia equity *crowdfunding* dan melakukan pengawasan secara menyeluruh didukung dengan konsistensi dan transparansi dari pihak dewan pengawas syariah dan pihak penyelenggara sharia equity crowdfunding, serta adanya dukungan infrastruktur terkait sharia equity crowdfunding, seperti dukungan akad transaksi, bank syariah sebagai sarana penyalur dana dan emiten dengan bisnis syariah.

5. REFERENSI

- Abdullah, S., & Oseni, U. A. (2017). Towards a Shari'Ah Compliant Equity -Based *Crowdfunding* For The Halal Industry In Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 18(1).
- Abidin, Z. (2019). Analisis Penerapan Islamic Good Corporate Governance (IGCG) pada Bank Pembiayaan Rakyat Syariah Hikmah Wakilah Banda Aceh. *Tadabbur: Jurnal Peradaban Islam*, 1(2).
- Achsien, I. H., & Purnamasari, D. L. (2016). Islamic Crowd-funding as the Next Financial Innovation in Islamic Finance : Potential and Anticipated Regulation in Indonesia. *European Journal of Islamic Finance*, 5.

- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*.
- Aloui, C., Hammoudeh, S., & Hamida, H. ben. (2015). North American Journal of Economics and Finance Global factors driving structural changes in the co-movement between sharia stocks and sukuk in the Gulf Cooperation Council countries. *North American Journal of Economics and Finance*, 31.
- Amuna, Y. M. A. (2019). Entrepreneurship , Crowdfunding Platforms and Sponsors Interaction. *International Journal of Academic Management Science Research (IJAMSR)*, 3(1).
- Andaleeb, U., & Mishra, A. K. (2016). Equity Crowdfunding in Shariah Compliant Nations : an outlook in the middle-east. *Global Journal of Finance and Management*, 8(1).
- Ascarya, Gunadi, W., Cahyono, W., Anwar, E., & Syarifuddin, F. (2012). Strategi Meningkatkan Preferensi Perbankan Syariah Indonesia dalam Menggunakan Pembiayaan Bagi Hasil. *Central Banking Education and Studies Department, Bank Indonesia*.
- Attri, R., Dev, N., & Sharma, V. (2013). Interpretive Structural Modelling (ISM) approach : An Overview. *Research Journal of Management Sciences*, 2(2).
- Awaluddin. (2016). Pasar Modal Syariah : Analisis Penawaran Efek Syariah di Bursa Efek Indonesia. *Maqdis: Jurnal Kajian Ekonomi Islam*, 1(2).
- Barata, A. (2019). Strengthening National Economic Growth and Equitable Income through Sharia Digital. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 5(1).
- Beaulieu, T., Sarker, S., & Sarker, S. (2016). A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding a Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding. *Communications of the Association for Information Systems*, 37(8).
- Belleflamme, P., & Lambert, T. (2014). Crowdfunding : Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings. *Revue Bancaire et Financière*.
- Bhattacharya, S., & Momaya, K. S. (2009). Interpretive Structural Modeling of Growth Enablers in Construction Companies. *Singapore Management Review*, 31(1).
- Biancone, P. Pietro, & Secinaro, S. (2016). The Equity Crowdfunding Italy: a Model Sharia Compliant. *European Journal of Islamic Finance IV*, 5.
- Biancone, P. Pietro, Secinaro, S., & Kamal, M. (2019). Crowdfunding and Fintech : Business Model Sharia Compliant. *European Journal of Islamic Finance*, 12.
- Busenits, W. D. L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research : Venture Capital , Corporate Venture Capital , Angel Investment , Crowdfunding , and Accelerators. *Journal of Management*, XX(X).
- Đurđenić, K., & Li, M. (2016). Crowdfunding – Croatian Legal Perspective and Comparison to Other Sources of Financing.
- Finance, A. I. of. (2017). Crowdfunding Malaysia's Sharing Economy : Alternative Financing for Micro, Small and Medium Enterprises.
- Hamdani, Basri, Y. Z., Khomsiyah, & Surbakti, S. (2019). Implementation of Islamic Work Values in Realizing Sharia Good Corporate Governance and Its Implications in Stakeholders Oriented Values (SOV) and Financial Performance of Islamic Banking in Indonesia. *Journal of Economics and Business*, 2(2).
- Hamzah, L. M., & Agustien, D. (2019). Pengaruh Perkembangan Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah Terhadap Pendapatan Nasional pada Sektor UMKM Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, 8(2).
- Hornuf, L., & Schmitt, M. (2016). Success and Failure in Equity Crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2).
- Indonesia, G. B. (2009). *Peraturan Bank Indonesia No. 11/33/PBI/2009 Tentang Pelaksanaan Good Corporate Governance Bagi Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah*.
- Injas, M. M. yousef, Haron, M. S., Ramli, R., & Injas, R. A. (2016). The Importance of the Shari'ah Supervisory Boards (SSBS) in the Islamic Banking System. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 9(2).
- Ivashchenko, A., Britchenko, I., Dyba, M., Polishchuk, Y., Sybirianska, Y., & Vasylyshen, Y. (2018). Fintech Platforms in SME's Financing : Eu Experience and Ways of Their Application in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(3).

- Jabeen, F., & Faisal, M. N. (2018). Imperatives For Improving Entrepreneurial Behavior among Females in the UAE. *Gender in Management: An International Journal Emerald Publishing Limited*.
- Jena, J., Sidharth, S., Thakur, L. S., Pathak, D. K., & Pandey, V. C. (2017). Total Interpretive Structural Modeling (TISM): Approach and Application. *Journal of Advances in Management Research*, 14(2).
- Juliardi, D. (2017). Model Good Corporate Governance dari Perspektif Syariah untuk Mengatasi Permasalahan Penerapan Corporate Governance di Indonesia. *Indonesia Sebagai Kiblat Ekonomi Syariah*.
- Jummaini, Azis, N., Faisal, & Basri, H. (2019). Intellectual Capital and Financial Performance : The Role of Good Corporate Governance (Study on Islamic Banking in Indonesia). *Social Sciences on Sustainable Development for World Challenge*.
- Komisioner, D., & Indonesia, O. J. K. (2015). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 15/POJK.04/2015 Tentang Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal*.
- Lin, L. (2017). Managing the Risks of Equity Crowdfunding : Lessons from China. *Journal of Corporate Law Studies*, 17(2).
- Liu, P., Li, Q., Bian, J., Song, L., & Xiahou, X. (2018). Using Interpretative Structural Modeling to Identify Critical Success Factors for Safety Management in Subway Construction : A China Study. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 15.
- Lubis, P., & Zulam, S. Bin. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Permintaan Investasi di Indonesia. *Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam*, 2(2).
- Miglietta, N., Battisti, E., & Graziano, E. A. (2018). *Equity Crowdfunding and Risk Management : The Attitude of Italian Platforms: Springer International Publishing*.
- MIKTI Indonesia Digital Creative Industry Society. (2018). Mapping dan Database Startup Indonesia 2018. In *Badan Ekonomi Kreatif Indonesia*.
- Mokhtarrudin, A., Masrurah, I. M. K., & Muhamad, S. C. R. (2017). *Crowdfunding as a Funding Opportunity for Youth Start-Ups in Malaysia. Pertanika Journals Social Sciences & Humanities*, 25.
- Moritz, A., Block, J., & Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(3).
- Muneeza, A., Arshad, N. A., & Arifin, A. T. (2018). The Application of Blockchain Technology in Crowdfunding : Towards Financial Inclusion via Technology. *International Journal of Management and Applied Research*, 5(2).
- Othman, R. (2010). Islamic Social Reporting of Listed Companies in Malaysia. *International Business & Economics Research Journal*, 9(4).
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia. (2018). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia Nomor 37/POJK.04/2018. Tentang Layanan Urun Dana Melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi (Equity Crowdfunding). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan*.
- Pardiansyah, E. (2017). Investasi dalam Perspektif Ekonomi Islam: Pendekatan Teoritis dan Empiris. *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, 8(2).
- Piliyanti, I. (2018). *Fintech Achieving Sustainable Development the Side Perspective of Crowdfunding Platform. Shirkah Journal of Economics and Business*, 3(2).
- Piva, E., & Rossi-lamastra, C. (2017). Human Capital Signals and Entrepreneurs' Success in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*.
- Prabowo, B. A., & Jamal, J. bin. (2017). Peranan Dewan Pengawas Syariah terhadap Praktik Kepatuhan Syariah dalam Perbankan Syariah di Indonesia. *Jurnal Hukum Ius Quia Iustum Faculty of Law*, 24(1).
- Prawirasasra, K. P. (2018). Financial Technology in Indonesia : Disruptive or Collaborative ? *Reports on Economics and Finance*, 4(2).
- Ralcheva, A., & Roosenboom, P. (2016). On the Road to Success in Equity Crowdfunding. *Presented at the 33rd International Conference of the French Finance Association in Liege, Belgium, at the 2016 ENTFIN Conference in Lyon, France, and the 14th Corporate Finance Day in Antwerp, Belgium*.
- Rusyadiana, A. S. (2018a). Aplikasi Interpretive Structural Modeling untuk Strategi Pengembangan Wakaf Tunai di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 4(1).

- Rusydia, A. S. (2018b). Developing Islamic Financial Technology in Indonesia. *Hasanuddin Economics and Business Review*, 2(2).
- Saksonova, S., & Kuzmina-Merlino, I. (2017). *Fintech* as Financial Innovation-the Possibilities and Problems of Implementation. *European Research Studies Journal*, XX(3).
- Sianipar, M. (2012). Penerapan Intepretative Structural Modeling (ISM) dalam Penentuan Elemen Pelaku dalam Pengembangan Kelembagaan Sistem Bagi Hasil Petani Kopi Dan Agroindustri Kopi. *Agrointek*, 6(1).
- Stasik, A. (2018). How do We Study Crowdfunding? An Overview of Methods and Introduction to New Research Agenda. *Journal of Management and Business Administration. Central Europe*, 26(1).
- Thaker, M. A. bin M. T. (2018). Modelling SMES' Behavioral Intention to Adopt Islamic Crowdfunding-Small And Medium Enterprises (ICMES) Model as a Source of Financing in Malaysia. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 4(2).
- Thakkar, J., Kanda, A., & Deshmukh, S. G. (2008). Interpretive Structural Modeling (ISM) of IT-enablers for Indian Manufacturing SMEs. *Information Management & Computer Security*, 16(2).
- Tomczak, A., & Brem, A. (2013). Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance a Conceptualized Investment Model of Crowdfunding. *Venture Capital*, 15(4).
- Vismara, S. (2016a). Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4).
- Vismara, S. (2016b). Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*.
- Vulkan, N., Åstebro, T., & Fernandez, M. (2016). Equity Crowdfunding: A New Phenomena. *Journal of Business Venturing Insights*, 5.
- Wahjono, S. I., Marina, A., & Widayat. (2015). Islamic Crowdfunding: Alternative Funding Solution. *1st World Islamic Social Science Congress*.
- Waltho, X., Schwienbacher, A., & Vanacker, T. (2018). Equity crowdfunding: First Resort or Last Resort? *Journal of Business Venturing*, 33.
- Watson, R. H. (1978). Interpretive Structural Modeling-a Tool for Technology Assessment? *Technological Forecasting and Social Change*, 11.
- Wilson, K. E., & Testoni, M. (2014). Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets. *Bruegel Policy Contribution*, 9.