

Pelaburan secara Pengumpulan Dana Masyarakat (crowdfunding) di Malaysia:
Cadangan Penambahbaikan dalam Aspek Pengawalseliaan dan Penglibatan
(Community Fundraising Investment (crowdfunding) in Malaysia:
Proposal for Improvement in Regulatory and Participative Aspects)

WAN AMIR AZLAN WAN HANIFF
ASMA HAKIMAH AB HALIM
RAHMAH ISMAIL

ABSTRAK

Pelaburan secara pengumpulan dana masyarakat atau Crowdfunding Ekuiti (ECF) telah muncul sebagai suatu alternatif untuk Pasaran Kecil dan Sederhana (IKS) dan start-up (penerbit) bagi mengumpul dana dengan cara menjual sekuriti kepada masyarakat awam menggunakan platform berasaskan portal dalam talian (Platform ECF). Malaysia menjadi negara pertama di Asia Pasifik yang memperkenalkan rangka kerja pengawalseliaan untuk ECF pada tahun 2015. Walaupun pelbagai usaha telah dijalankan oleh Suruhanjaya Sekuriti dan pengendali-pengendali Platform ECF berdaftar untuk mendidik orang ramai dan usahawan terhadap pembiayaan alternatif perusahaan ini, namun pasaran ini tidak menjadi pilihan masyarakat selain berlaku penurunan dari aspek jumlah kutipan dana pada tahun 2018. Kajian ini bertujuan untuk memberi cadangan penambahbaikan dalam aspek pengawalseliaan serta penglibatan masyarakat terhadap pasaran ECF di Malaysia. Penambahbaikan ini bukan bertujuan untuk mencari mekanisme urus tadbir terbaik bagi mengembangkan pasaran ECF semata-mata, tetapi turut bertujuan untuk mengurangkan risiko pemilihan buruk (adverse selection) dan bahaya moral (moral hazard) yang dibuat oleh para pelabur selain memudahkan akses pembiayaan demi mengurangkan kekangan kewangan kepada penerbit. Penyelidikan kualitatif ini menggunakan data primer dan sekunder yang diperolehi daripada pangkalan data saintifik dan penyelidikan kepustakaan seperti garis panduan, buku-buku, artikel-artikel dan laporan mengenai ECF. Kesemua data ini dianalisis secara interpretasi undang-undang, penilaian perbandingan, sejarah dan kajian kes. Kajian ini mendapati bahawa kelonggaran pengawalseliaan sekuriti, insentif cukai, usahasama antara Pengendali Platform ECF dengan pelabur angel dan sofistikated serta kempen adalah langkah terbaik bagi menarik masyarakat negara menyertai pasaran ECF ini. Di akhir perbincangan, artikel ini menawarkan pelan tindakan masa hadapan demi memastikan pasaran ECF terus mampan.

Kata Kunci: ECF; pengawalseliaan; cukai; usahasama; kempen; pelan tindakan

ABSTRACT

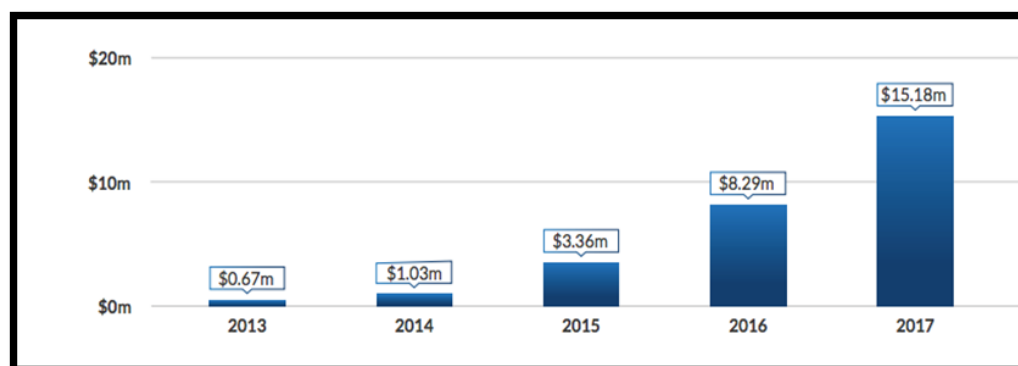
Community fundraising investment or Equity Crowdfunding (ECF) emerged as an alternative for Small and Medium Enterprises (SMEs) as well as start-ups (Issuer) to raise funds by selling securities to the public by using online portal-based platform (ECF Platform). Malaysia has become the first country in Asia-Pacific to introduce regulatory framework of ECF in 2015. Despite various efforts taken by Securities Commission and ECF Platform operators to educate the public and entrepreneurs on this alternative financing, the market has not been fully utilised by the public and there was a significant decline in terms of funds raised in 2018. The study aims to propose improvements in the regulatory and participative aspects of ECF market in Malaysia. These improvements are not only aimed at finding the best governance mechanism to grow ECF market alone, but to reduce the risk of adverse selection and moral hazard made by investors as well, and at the same time facilitating access to financing that can reduce financial constraint on issuer. This qualitative research utilizes primary and secondary data gained from scientific database analysis and library research including guidelines, books, articles, reports on ECF. These data were analysed by using legal interpretation, comparative assessment, history and case study. The study found that the relaxation in securities regulation, tax incentives, joint ventures between ECF Platform Operators and angel and sophisticated investors as well as campaigns are the best steps to attract society to participate in ECF market. This article concludes by offering future action plans to ensure sustainability of ECF market.

Keywords: CF; regulatory rules; tax; joint venture; campaign; action plan

PENGENALAN

Pasaran kewangan alternatif di Malaysia mencatatkan peningkatan pendanaan konsisten setiap tahun. Ini boleh dilihat menerusi Rajah 1.1 di bawah yang menunjukkan jumlah pendanaan yang berjaya diraih dari tahun 2013 hingga 2017. Sebanyak USD15.8 juta berjaya diraih pada tahun 2017 dan jumlah ini meningkat hampir sekali

ganda dari tahun 2016 iaitu sebanyak USD8.29 juta (University of Cambridge, 2018). Daripada jumlah keseluruhan ini, pelaburan melalui pengumpulan dana masyarakat atau *Crowdfunding* Ekuiti (ECF) mendominasi pasaran kewangan alternatif di Malaysia dengan jumlah kutipan dana yang diraih setinggi USD7.96 juta pada tahun 2017 (University of Cambridge, 2018).



RAJAH 4.1 Jumlah Pendanaan Pasaran Kewangan Alternatif di Malaysia pada tahun 2013-2017
 Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge

ECF adalah satu bentuk pengumpulan dana masyarakat yang memberi peluang kepada *start-up* atau syarikat-syarikat kecil (penerbit), untuk memperoleh dana melalui pelaburan ekuiti kecil daripada jumlah pelabur yang besar dengan menggunakan platform berasaskan portal dalam talian yang mempunyai kemudahan publisiti dan akses yang tersedia (Securities Commission Public Consultation Paper No 2/2014). Ahlers, et al (2015) menambah bahawa, melalui pelaburan ECF, pelabur menerima saham syarikat dalam projek yang dibiayainya seterusnya menjadikan mereka sebahagian daripada perjanjian perkongsian keuntungan-dan-kerugian bersama penerbit yang dibiayai. Pelabur pula bukan hanya dalam kalangan individu yang dikenali, tetapi juga turut meliputi orang yang tidak dikenali yang boleh dilakukan menerusi Internet.

PERATURAN PENGAWALSELIAAN ECF DI MALAYSIA DAN PERANANNYA DALAM MENGURANGKAN MASALAH PEMILIHAN BURUK (*ADVERSE SELECTION*) DAN BAHAYA MORAL (*MORAL HAZARD*)

Malaysia turut tidak terkecuali dalam usahanya untuk mengawal selia pasaran ECF. Walaupun

begitu, tidak ada sebarang akta khas yang diperkenalkan, sebaliknya rujukan perlu dibuat dengan melihat ‘Garis Panduan Pasaran yang Diiktiraf’ (GPPD) atau *Guidelines on Recognized Markets* yang dikeluarkan menurut Seksyen 377 Akta Pasaran Modal dan Perkhidmatan 2007 (CMSA) dibaca bersama Subdivisi 4, Divisi 2 Bahagian II CMSA.

GPPD ini menggantikan ‘Garis Panduan Peraturan Pasaran’ di bawah Seksyen 34 CMSA yang dikeluarkan oleh Suruhanjaya Sekuriti dan perlu dibaca bersama dengan garis panduan relevan Suruhanjaya Sekuriti yang lain (Perkara 1.04 GPPD). Perundangan dan garis panduan mengenai ECF diperkenalkan pada tahun 2016 melalui pindaan kepada CMSA dan ‘Peraturan Tambahan Berkaitan Pasaran Yang Diiktiraf’ iaitu Platform *Crowdfunding* boleh dilihat menerusi Bahagian F, Bab 13 GPPD. Segala peraturan dan undang-undang dalam mengawal selia ECF mempunyai manfaat dan cabarannya tersendiri. Antara cabaran umum terbesar untuk pertumbuhan ECF termasuklah undang-undang pengumpulan dana yang menyekat atau menghadkan pembangunan bentuk kewangan ini. Hal ini terjadi kerana undang-undang ini condong untuk melindungi pelabur.

Memandangkan ECF di Malaysia masih di peringkat awal, maka adalah penting untuk memberikan pengecualian perundangan yang terlalu ketat untuk aktiviti ECF (Syed Salleh Alhabshi, 2017). Walaupun begitu, perlindungan terhadap pelabur tetap perlu dilaksanakan untuk melindungi kepentingan pelabur. Dalam perkataan lain, tidak mempunyai undang-undang yang ketat bagi mengurangkan kawal selia untuk tujuan mempromosikan persaingan antara platform, berupaya untuk meningkatkan aktiviti keusahawanan, tetapi boleh menjejaskan perlindungan terhadap pelabur dan itu akan membawa kepada kesan negatif ke atas kestabilan sistem kewangan apabila berlakunya risiko *adverse selection* dan *moral hazard* sehingga kegagalan perusahaan mungkin akan lebih menonjol. Hal ini terjadi disebabkan masalah asimetri, apabila satu pihak lebih bermaklumat berbanding yang lain. Perbincangan lanjut mengenai *adverse selection* dan *moral hazard* boleh dilihat menerusi perenggan 2.0.

Sebaliknya, kawal selia yang terlalu memberi perlindungan kepada pelabur pula boleh menyebabkan kegagalan untuk mempromosikan perusahaan dan matlamat untuk menjadikan ECF lebih berkembang akan terbantut. Oleh itu, Suruhanjaya Sekuriti perlu mencari keseimbangan supaya kepentingan pelabur dapat dijaga dan dalam masa yang sama promosi persaingan antara platform-platform yang membawa kepada peningkatan aktiviti keusahawanan dapat terus berkembang mekar.

Terdapat tiga (3) peranan penting dalam transaksi ECF iaitu penerbit, pelabur dan pengendali platform. Ketiga-tiga pihak ini perlu mematuhi peraturan-peraturan yang terkandung dalam GPPD seperti yang dibincangkan di bawah:

PENERBIT

Penerbit juga dikenali sebagai usahawan yang mempunyai idea untuk menjalankan sesuatu projek kreatif dan berinovasi tinggi. Rosna Mohamad dan Norasmah (2018) percaya bahawa mereka ini dianggap penting sebagai pemacu kepada perkembangan ekonomi negara dan tentunya memerlukan modal tertentu bagi mengembangkan perusahaannya. Selain pinjaman bank yang sering dijadikan sumber untuk meraih dana, kini penerbit boleh menggunakan platform ECF dengan syarat penerbit terlebih dahulu perlu

memastikan bahawa syarikat mereka merupakan syarikat persendirian yang diperbadankan di peringkat tempatan atau perkongsian liabiliti terhadap (perkara 13.14 GPPD).

Seperti yang dijelaskan menerusi perenggan 1.1, maklumat asimetri merupakan isu signifikan yang boleh terjadi dalam pasaran ECF apabila penerbit dengan sengajanya tidak memaklumkan dengan tepat dan jujur mengenai perusahaannya kepada orang awam yang berpotensi menjadi pelabur. Sekiranya tidak diatasi atau dikurangkan dengan segera, sudah tentunya masalah tersebut menyebabkan berlakunya *adverse selection* dan *moral hazard* yang berpotensi menjatuhkan pasaran ECF.

Menyedari hakikat ini GPPD mengkehendaki penerbit untuk tertakluk dengan keperluan pendedahan dengan mendedahkan kepada calon pelabur mana-mana maklumat material yang mereka perlu tahu secara munasabah bagi membolehkan mereka membuat keputusan yang bermaklumat mengenai sama ada perlunya untuk melabur di dalam syarikat tersebut atau tidak. Penerbit seterusnya perlu, sebelum menyerahkan maklumat yang berkaitan kepada pengendali ECF, memastikan bahawa semua maklumat yang dikemukakan atau didedahkan kepada pengendali ECF adalah benar dan tepat serta tidak mengandungi sebarang maklumat atau pernyataan yang salah atau mengelirukan atau terdapat maklumat material yang tertinggal (perkara 13.22(d) GPPD). Malah penerbit juga perlu menanggung kos-kos yang terlibat seperti yuran permohonan, bayaran kejayaan, *legal and financial due diligence*, video korporat dan amanah. Antara maklumat yang perlu didedahkan termasuklah:

1. maklumat yang menerangkan ciri-ciri utama syarikat;
2. maklumat yang menerangkan tujuan penajaan dana dan jumlah penawaran yang disasarkan;
3. maklumat berkaitan dengan pelan perusahaan syarikat; dan
4. maklumat kewangan yang berkaitan dengan syarikat. (perkara 13.21(a)-(d) GPPD).

PELABUR

Terdapat 3 jenis pelabur layak untuk melabur dalam pasaran ECF. Mereka adalah pelabur

awam atau turut dikenali sebagai pelabur individu, pelabur *angel* dan pelabur sofistikated. Pelabur *angel* merujuk kepada:

1. individu yang bermastautin dan membayar cukai di Malaysia dan jumlah aset peribadi bersihnya melebihi MYR3 juta atau bersamaan dengan mata wang asing; atau
2. jumlah pendapatan tahunan kasarnya tidak kurang daripada MYR180,000 atau yang setaraf dengannya dalam mata wang asing dalam tempoh dua belas bulan sebelumnya; atau
3. bersama dengan suami / isterinya, mempunyai pendapatan tahunan kasar melebihi MYR250,000 atau yang setaraf dengannya dalam mata wang asing sewaktu 12 bulan terdahulu (perkara 13.01 GPPD).

Pelabur sofistikated pula bermakna orang yang termasuk dalam mana-mana kategori pelabur yang dinyatakan dalam Bahagian 1, Jadual 6 dan 7 Akta Pasaran Modal dan Perkhidmatan 2007. Ini termasuklah Perbadanan Modal Venture, Perbadanan Pengurusan Modal Teroka, Perbadanan Ekuiti Persendirian dan Perbadanan Pengurusan Ekuiti Persendirian yang berdaftar dengan Suruhanjaya Sekuriti (Perkara 1.17 GPPD).

Had pelaburan turut dikenakan ke atas pelabur di Malaysia. Pelabur awam boleh melabur ke atas pengendali platform ECF dengan jumlah maksimum sebanyak MYR5,000.00 bagi setiap penerbit dan MYR50,000.00 dalam tempoh 12 bulan. Pelabur Angel yang diiktiraf pula boleh melabur dengan jumlah maksimum MYR500,000.00 bagi tempoh 12 bulan, manakala tiada sekatan dikenakan kepada pelabur sofistikated (Perkara 13.24 (a)-(c) GPPD). Had pelaburan yang dinyatakan turut terpakai kepada pelabur tempatan dan asing (Perkara 13.25 GPPD).

Selain mengurangkan risiko kegagalan besar dalam pelaburan yang berpotensi untuk dihadapi oleh pelabur awam, pengenalan had pelaburan juga berpunca daripada teori '*the nudge*'. Teori ini bertujuan untuk meningkatkan pemahaman dan pengurusan pengaruh heuristik terhadap tingkah laku manusia yang mempengaruhi keputusan individu (Marina Nehme, 2017). Jika dibiarkan tanpa batasan, pelabur akan melabur

wang mereka sesuka hati dan akan membuat keputusan yang lemah. Keadaan ini adalah tidak baik untuk pelabur kerana hanya apabila mereka berhadapan dengan pilihan yang sedikit barulah mereka boleh menilai pilihan terbaik berdasarkan kelebihan dan kekurangan dari pilihan yang ada (Thaler & Sunstein 2008).

PENGENDALI PLATFORM ECF

Platform ECF berperanan menyatukan penerbit dan pelabur melalui portal yang boleh diakses melalui kemudahan Internet. Menerusi portal yang disediakan oleh pengendali platform ECF ini, para pelabur boleh berhubung dengan penerbit dengan mudah bagi tujuan menilai dan mengemaskini prestasi terkini penerbit dalam perusahaannya. Sehingga Julai 2020, terdapat sepuluh Platform ECF berdaftar di Malaysia iaitu PitchIn, AtaPlus, Eureeca, CrowdPlus, Crowdo, FundedByMe, Fundnel, 1337 Ventures, Ethis Ventures dan MyStartr (Suruhanjaya Sekuriti 2020).

Bagi memastikan masalah maklumat asimetri tidak terjadi, pengendali platform ECF di Malaysia perlu memberi keyakinan kepada para pelabur bahawa dana yang disumbangkan mereka dalam bentuk ekuiti akan dimanfaatkan sebaik mungkin tanpa ada elemen penipuan dan penyalahgunaan. Oleh itu, sebagai pembekal perkhidmatan kewangan dan pasaran pengendali yang diiktiraf, Suruhanjaya Sekuriti menggariskan beberapa peraturan kepada pengendali platform ECF untuk melindungi kepentingan para pelabur dalam mengurangkan risiko maklumat asimetri, antaranya termasuklah:

1. menjalankan '*due diligence*' terhadap calon penerbit yang ingin menggunakan platform ECF ini;
2. mengesahkan ketepatan dokumen penerbit dan menjadikannya mudah untuk diakses oleh pelabur;
3. memaklumkan kepada pelabur apa-apa kesilapan atau ketinggalan yang ditemui kemudiannya dan sebarang perubahan atau perkembangan material berhubung dengan tawaran penerbit;
4. memastikan had jumlah penajaan kewangan dan pelaburan dipatuhi oleh penerbit dan pelabur (Perkara 13.04 GPPD)

PERNYATAAN MASALAH

Merujuk Laporan Tahunan PitchIn (2018), pasaran ECF mengalami keadaan yang mencabar dengan jumlah kempen yang berjaya meraih sasaran pelaburan menurun daripada 22 pada tahun 2017 kepada 14 pada tahun 2018. Jumlah yang diraih juga menjunam daripada RM23.3 juta pada tahun 2017 kepada RM18 juta pada tahun 2018. Laporan tersebut juga mendapati bahawa 75% dana yang berjaya diraih pada tahun 2018 adalah menerusi platform PitchIn, manakala dua (2) platform lagi masing-masing sebanyak 23% dan 2%. Lebih memburukkan keadaan apabila dari jumlah 14 perusahaan yang berjaya mencapai sasaran dana ini, 57% daripadanya adalah dari platform PitchIN dan selebihnya daripada dua (2) platform lain. Dalam perkataan lain, empat (4) platform ECF yang lain gagal dalam kempen untuk meraih dana daripada pelabur seperti yang disasarkan. Perkara ini tidak berlaku pada tahun 2017 apabila hampir kesemua platform menyumbang dalam kejayaan pasaran ECF walaupun jumlah peratus kejayaan kempen dan perolehan dana daripada pelabur tidak setinggi platform PitchIn.

Masalah ini sedikit sebanyak terjadi disebabkan terdapat kelompongan atau ketidakjelasan dalam peraturan pengawalseliaan ECF sedia ada sehingga terjadinya maklumat asimetri yang membawa kepada berlakunya *adverse selection* dan *moral hazard* (Renwick & Mossialos 2017). *Moral hazard* menggambarkan situasi di mana penerbit bertindak mengikut kepentingan diri dan gagal untuk mencapai matlamat perusahaan dengan sengaja. (Agrawal, Catalini & Goldfarb 2014). Manakala *adverse selection* pula berlaku apabila penerbit dengan projek berkualiti tinggi memilih untuk mendapatkan akses pembiayaan dengan cara tradisional seperti bank sehingga meninggalkan perusahaan yang rendah kualitinya dalam pasaran ECF (Agrawal, Catalini & Goldfarb 2014). Akibatnya, pelabur-pelabur berpengetahuan tinggi tidak akan melabur dalam pasaran ECF. Kedua-dua masalah ini berlaku disebabkan maklumat asimetri yang mana satu pihak lebih bermaklumat dari pihak yang lainnya sehingga menggunakan pengetahuan mereka untuk kepentingan mereka sendiri. Kedua-dua isu *moral hazard* dan *adverse selection* ini berupaya menjatuhkan pasaran ECF.

Dalam pasaran ECF, kedua-dua isu *adverse selection* dan *moral hazard* boleh terjadi disebabkan ketidakpastian, jarak geografi, dan lebih utama, maklumat asimetri antara pelabur dan penerbit itu sendiri sehingga menjadikan perkara-perkara berkaitan akauntabiliti, ketelusan, dan *due diligence* ke atas semua projek ECF terutamanya *venture* peringkat awal menjadi satu cabaran besar (Renwick & Mossialos 2017). Ini membawa kepada masalah-masalah seperti ketidakcekapan, penipuan, risiko projek yang memberi kesan-kesan negatif kepada pelabur (Agrawal, Catalini & Goldfarb 2014). Kebanyakan tanggungjawab ini terletak pada bahu penerbit untuk memberikan maklumat yang diperlukan kepada penyumbang dan memenuhi objektif yang ditetapkan oleh projek. Bagaimanapun, penerbit berpotensi untuk mengelak tanggungjawab mereka sehingga pelabur berdepan risiko kerugian pelaburan.

Meskipun terdapat peraturan pengawalseliaan sedia ada yang mengkehendaki penerbit untuk menyediakan keperluan pendedahan bagi projek perusahaan yang dijalankan, namun Renwick dan Mossialos (2017) percaya bahawa matlamat projek boleh jadi samar-samar atau mempunyai metrik yang tidak jelas mengenai ukuran yang boleh dibuat oleh pelabur bagi mengukur kemajuan atau kejayaan projek. Ditambah pula dengan nilai pelaburan yang seringkali rendah, insentif pelabur individu untuk memastikan penerbit bertanggungjawab menjadi semakin sukar. Disebabkan masalah ini, pengendali platform ECF semakin diharap menyediakan beberapa pemeriksaan, penetapan peraturan, dan maklumat untuk melindungi pelabur dari penerbit yang tidak cekap dan membantu bakal pelabur membuat keputusan yang tepat serta mengelakkan terjadinya maklumat asimetri (Belleflamme, Omrani, & Peitz 2015).

Cabaran utama bagi Suruhanjaya Sekuriti dalam pasaran *crowdfunding* adalah untuk mencari keseimbangan yang tepat antara melindungi pelabur dan memudahkan akses kepada pembiayaan yang dapat mengurangkan kekangan kewangan usahawan. Kedua-dua matlamat ini boleh dicapai melalui keberkesanan peraturan pengawalseliaan yang disediakan. Walaupun matlamat pertama itu memerlukan peraturan yang lebih ketat (yang membawa kepada kos yang lebih tinggi untuk usahawan), matlamat kedua pula memerlukan peraturan yang

kurang supaya kos transaksi yang perlu ditanggung penerbit dapat dikurangkan. Implikasi kegagalan mencapai matlamat pertama boleh mengakibatkan pelabur berpotensi kehilangan pelaburan mereka disebabkan kelemahan peraturan pengawalseliaan. Manakala, kegagalan mencapai matlamat kedua pula boleh menyebabkan usahawan tidak mahu memanfaatkan ECF untuk memperoleh dana. Tidak diragukan lagi, kegagalan memperoleh keseimbangan ini akan menjatuhkan pasaran ECF.

Tambahan lagi, Suruhanjaya Sekuriti dan pengendali platform ECF dilihat kurang berjaya dalam kempenya untuk memperkenalkan pasaran ECF kepada masyarakat negara. Ini boleh dilihat menerusi satu kajian untuk mengukur kesedaran dan pemahaman usahawan dalam Industri Kecil dan Sederhana (IKS) dan *start-up* Malaysia mengenai kewujudan Teknologi Kewangan atau *FinTech* melalui pinjaman *Peer-to-Peer* dan *crowdfunding*. Kajian ini mendapati, pada masa ini, tahap kesedaran kebanyakan responden masih tidak mencukupi untuk pinjaman *Peer-to-Peer* dan *crowdfunding* sebagai instrumen pembiayaan alternatif. Bagaimanapun, berdasarkan hasil kajian persepsi, majoriti mereka mempunyai respon atau persepsi yang sedikit positif terhadap pembangunan *FinTech* (Nasrul Hakim & Takashi Yasuok, 2018). Keputusan ini mencadangkan bahawa masih terdapat keperluan dan peluang yang boleh diambil oleh badan berkaitan kerajaan yang diberi kuasa dan juga pengendali platform ECF untuk meningkatkan kesedaran usahawan IKS dan *start-up* mengenai pembiayaan alternatif ini.

Dalam keadaan di mana institusi kewangan negara mula tidak menunjukkan komitmennya untuk membantu usahawan IKS, para usahawan perlu memanfaatkan peluang lain untuk mendapatkan pembiayaan bagi memperkenalkan produk mereka kepada masyarakat terutamanya produk yang berinovasi (Raja Teh Maimunah, 2017). Kesukaran usahawan IKS untuk mendapat pembiayaan berpotensi untuk melebarkan jurang antara masyarakat kaya dan miskin selain menjejaskan aktiviti ekonomi sebenar dalam kalangan masyarakat negara di peringkat awal. Lebih memburukkan keadaan, populasi masyarakat miskin yang besar, ditambah pula dengan kadar peratusan pengangguran yang tinggi boleh menimbulkan rasa tidak puas hati kepada kerajaan (Kartina 2016). Oleh itu, pasaran

ECF perlu berkembang lebih rancak selari dengan pembangunan amalan *FinTech* dan kemasukan digital (*digital adoption*) yang mana negara Malaysia mencatatkan angka tertinggi di ASEAN selepas Singapura pada tahun 2016 (World Bank Group 2018).

PERSOALAN KAJIAN

Secara umumnya, kajian ini dibuat dalam usaha untuk mengisi kelompongan dan kelemahan peraturan pengawalseliaan ECF sedia ada di Malaysia supaya risiko *adverse selection* dan *moral hazard* dapat dikurangkan sekaligus merancakkan pasaran ECF di Malaysia. Oleh itu, terlahirlah beberapa soalan terhadap kajian ini iaitu:

Apakah peraturan-peraturan pengawalseliaan ECF yang boleh dicontohi daripada negara-negara seperti United Kingdom, Itali dan Jerman bagi mengurangkan masalah *adverse selection* dan *moral hazard*? dan

Apakah cadangan-cadangan penambahbaikan bagi mengurangkan masalah *adverse selection* dan *moral hazard* dalam aspek pengawalseliaan dan penglibatan ECF.

TUJUAN KAJIAN

Artikel ini menonjolkan beberapa cadangan penambahbaikan dalam aspek pengawalseliaan dan penglibatan masyarakat terhadap ECF di Malaysia. Penambahbaikan ini bukan bertujuan untuk mencari mekanisme urus tadbir terbaik semata-mata, tetapi turut untuk mengurangkan risiko *adverse selection* dan *moral hazard* yang mungkin berlaku lebih-lebih lagi dalam persekitaran ECF yang melibatkan pihak perantara (pengendali platform ECF) sehingga menjejaskan para pelabur dari aspek pulangan pelaburan. Selain itu, penambahbaikan ini turut berpotensi memudahkan akses pembiayaan demi mengurangkan kekangan kewangan kepada penerbit.

METODOLOGI PENYELIDIKAN

Penyelidikan kualitatif ini menggunakan data primer dan sekunder yang diperolehi daripada pangkalan data saintifik dan penyelidikan kepustakaan seperti garis panduan, buku-buku, artikel-artikel dan laporan mengenai ECF.

Perbandingan turut dibuat untuk melihat apakah usaha-usaha yang dilakukan oleh negara-negara lain seperti United Kingdom, Itali dan Jerman bagi merencanakan kembali pasaran ECF sambil memastikan perlindungan ke atas pelabur dapat diterus atau diperkukuhkan. Kesemua data ini dianalisis secara interpretasi undang-undang, penilaian perbandingan, sejarah dan kajian kes.

DAPATAN KAJIAN

Antara cadangan penambahbaikan dalam aspek pengawalseliaan yang boleh diambil bagi merencanakan pasaran ECF di Malaysia termasuklah melonggarkan pengawalseliaan sekuriti dan menawarkan insentif cukai kepada pelabur awam. Manakala, dalam aspek penglibatan masyarakat pula adalah dengan menggalakkan usahasama antara pengendali platform ECF dengan pelabur *angel* dan sofistikated serta kempen yang berkesan.

MELONGGARKAN PENGAWALSELIAAN SEKURITI

Negara-negara di serata dunia telah menyedari potensi pasaran ECF ke atas ekonomi masing-masing serta peluang pekerjaan yang ditawarkan bersamanya. Disebabkan itu, majoriti kerajaan di seluruh dunia mula melonggarkan peraturan pengawalseliaan supaya ia lebih berkembang dan menggalakkan lebih ramai untuk turut terlibat sama tidak kiralah sebagai pengendali platform ECF, penerbit atau pun pelabur (Hornuf & Schwienbacher 2017). Sehingga Januari 2019, sekurang-kurangnya tujuh (7) negara telah memperbaharui peraturan sekuriti mereka untuk memenuhi keperluan ECF yang lebih berkesan, sementara melindungi pelabur daripada penipuan (Hornuf & Schwienbacher 2017).

Sebagai contoh, negara United Kingdom (UK) melalui *Prospectus Regulation* menyediakan beberapa pengecualian dengan menjadikannya lebih murah dan mudah bagi syarikat-syarikat yang lebih kecil untuk mengakses modal sambil mengekalkan tujuannya untuk melindungi pelabur. Walaupun tawaran awam yang dibuat melalui ECF mestilah disertai oleh prospektus¹ yang diluluskan badan pengawalselia (Financial Conduct Authority) untuk memastikan ia mematuhi undang-undang, akta tersebut tetap memberikan pengecualian

sekiranya tawaran tersebut kurang dari GBP8 juta (atau jumlah setara) bagi tempoh 12 bulan. Sebelum pindaan dibuat, jumlah pengecualian adalah kurang dari GBP5 juta yang mana kesannya, melembabkan pelaburan dalam platform ECF (Artikel 3(2) *Prospectus Regulation* (EU) 2017/1129). Selain itu, penambahan modal kecil sehingga GBP1 juta (dalam tempoh selama 12 bulan) dikecualikan dan tiada prospektus diperlukan. Jumlah ini meningkat dari GBP100,000 di bawah rejim yang sedia ada dan ini meningkatkan peluang untuk penawaran yang kecil dan projek *crowdfunding* untuk terus berkembang (Artikel 1(3) *Prospectus Regulation* (EU) 2017/1129).

Itali turut melakukan perkara yang sama apabila undang-undang sekuriti sedia ada (*TUF, Testo Unico della Finanza*) dipinda dan menerima pakai undang-undang ECF khusus pertama di Eropah (*Decreto Legge no. 179/2012—Decreto Crescita Bis*) yang berkuatkuasa pada 20 Oktober 2012. Pengecualian kini terpakai kepada *start-up* inovatif dan IKS (melalui pelaksanaan *Decreto Legge n. 33/2015* pada tahun 2015) yang menawarkan saham ekuiti biasa melalui portal dalam talian. *Start-up* inovatif dan IKS kini boleh membuat tawaran sehingga EUR5,000,000 tanpa kewajipan untuk mendaftarkan prospektus (Hornuf & Schwienbacher 2017).

Walaupun begitu, Luis Aguilar yang merupakan Pesuruhjaya *Securities and Exchange Commission* (SEC) (badan pengawalseliaan yang memantau pasaran ECF di Amerika Syarikat) tidak bersetuju dengan kelonggaran ini. Beliau percaya bahawa sesuatu undang-undang itu bergantung kepada premis yang salah apabila mempercayai bahawa pengurangan beban pengawalseliaan untuk meraih modal akan membawa kepada pembentukan modal yang lebih baik (Martin 2012). Namun begitu, kajian empirikal yang dijalankan oleh Hornuf dan Schwienbacher (2017) membawa keputusan yang berbeza. Model teori yang digunakan mereka membawa kepada ramalan bahawa perlindungan yang banyak kepada pelabur membawa kepada berlakunya kekurangan kempen ECF. Hal ini berlaku kerana sebahagian besar (jika tidak semua) kempen-kempen ini terjadi di bawah pengecualian peraturan sekuriti. Ini boleh membuatkan pasaran ECF menjadi lebih kecil, kerana banyak penerbit akan mendapati bahawa

adalah sesuatu yang tidak berbaloi secara ekonomi untuk mendapatkan kelulusan prospektus dari pengawalselia.

Kajian tersebut turut meramalkan bahawa penerbit mungkin menetapkan sasaran had yang ditentukan mengikut pengecualian had tawaran itu. Ini sekaligus menggambarkan bahawa peraturan ini mencipta jurang pembiayaan. Jerman sebagai contohnya menetapkan had pengecualian prospektus pada EUR100,000 seperti yang tertakluk menerusi Seksyen 3 *Abs. 2 Satz 1 Nr. 5 WpPG Investment Act*. Kajian yang dibuat ke atas platform Seedmatch yang merupakan salah satu platform ECF di Jerman mendapati, pada peringkat awal, kesemua 26 penerbit ECF yang ditawarkan oleh Seedmatch menggunakan pengecualian prospektus sedia ada. Namun, sejumlah 24 penerbit terpaksa ditamatkan pada had pengecualian itu kerana penerbit mempunyai keperluan modal yang lebih tinggi. Realitinya, terdapat kempen-kempen tertentu yang dibiayai dengan cepat menerusi platform ini, tetapi terhalang kerana kewujudan had tawaran di bawah *Investment Act* ini.

Hal ini telah menyebabkan platform Seedmatch dan portal lain mengelakkan undang-undang sekuriti yang sedia ada. Pada 29 November 2012, Seedmatch menawarkan untuk pertama kalinya pinjaman *subordinated profit-participating*. Sehingga 10 Julai 2015, ianya tidak diklasifikasikan sebagai pelaburan di bawah *Germany Investment Act*, oleh itu tidak memerlukan pendaftaran prospektus. Walaupun terdapat beberapa ketidakpastian undang-undang berkaitan perkara ini, pinjaman yang dibuat membolehkan para penerbit untuk meraih jumlah tanpa had tanpa perlu untuk merangka dan mendaftarkan prospektus. Hasilnya, selepas pelaksanaan kontrak pelaburan baru ini, jumlah pendanaan setiap kempen meningkat hampir empat kali ganda (Hornuf & Schwienbacher 2017).

Malaysia bagaimanapun tidak mempunyai sebarang pengecualian prospektus atau dalam konteks negara, 'keperluan pendedahan' yang ditawarkan kepada mana-mana penerbit yang memanfaatkan ECF. Dalam perkataan lain, mana-mana penerbit tetap perlu mematuhi peraturan keperluan pendedahan menurut perkara 13.21 Garis Panduan Pasaran yang Diiktiraf (GPPD) seperti maklumat yang menerangkan ciri-ciri utama syarikat, pelan perniagaan dan maklumat

kewangan syarikat walaupun jumlah yang ingin diraih sangat rendah.

ECF adalah pendanaan alternatif utama di negara ini, oleh itu, penyelidik percaya bahawa walaupun polisi keperluan pendedahan ini penting, namun ketidaksediaan kelonggaran peraturan pengawalseliaan sedikit sebanyak membantutkan aktiviti ECF kerana penerbit enggan bersusah payah mematuhi pengawalseliaan yang ketat hanya kerana ingin memperoleh dana rendah yang boleh diperolehnya menerusi cara lain. Mungkin di masa hadapan, pengawalselia boleh meletakkan had tertentu yang membolehkan penerbit mendapat pengecualian ke atas keperluan pendedahan bagi memastikan pasaran ECF terus berkembang mekar. Sekiranya langkah ini berjaya, had yang lebih tinggi mungkin boleh dilaksana di masa hadapan. Mungkin ada yang berpendapat bahawa kelonggaran ini berpotensi terjadinya *moral hazard* dalam kalangan penerbit sehingga menjejaskan pulangan pelaburan pelabur. Hal ini terjadi kerana pelabur bertanggungjawab bahawa sekiranya penerbit mengambil mudah peraturan 'keperluan pendedahan,' maka terdapat juga potensi untuk mereka tidak serius dalam perusahaan yang mereka jalankan. Sungguhpun begitu, kajian yang dibuat oleh Michael Dorff (2014) mendapati, bukan isu sejauh mana keperluan pendedahan oleh penerbit yang perlu diambil perhatian. Menurutnya lagi, kekurangan maklumat mengenai syarikat yang pelabur laburkan adalah kebimbangan yang salah, sebaliknya, isu yang perlu diambil perhatian adalah penerbit-penerbit yang terlibat itu dari awalnya lagi adalah prospek yang buruk. Dalam perkataan lain, usahawan dengan projek yang berkualiti tinggi tidak menjadikan pasaran ECF sebagai pilihan utama dalam memperoleh pembiayaan, sehingga akhirnya pasaran ECF dipenuhi perusahaan berkualiti rendah. Ini adalah satu bentuk *adverse selection*.

INSENTIF CUKAI KEPADA PELABUR AWAM

Kerajaan, melalui nasihat Suruhanjaya Sekuriti turut boleh menyediakan insentif pengurangan cukai kepada pelabur awam yang melabur dalam perusahaan IKS melalui ECF. Cumming et al. (2019) mewajarkan langkah ini kerana ia mungkin mengaktifkan jumlah simpanan yang

signifikan dari hanya disimpan dalam akaun simpanan kerajaan. Dalam perkataan lain, wang yang dimasukkan ke dalam ekonomi menerusi langkah ini boleh menjadi perangsang yang berkesan untuk projek keusahawanan dan pertumbuhan ekonomi.

Insentif cukai ini sebenarnya pun telah diamalkan di Malaysia untuk pelabur *angel* dan sofistikated bagi pelaburan modal teroka dalam sektor keutamaan terpilih yang diselaras oleh Suruhanjaya Sekuriti. Sungguhpun insentif cukai ini mengurangkan beban tanggungan cukai kepada mereka, namun ia tidak tersedia untuk pelabur awam yang mewakili 56 peratus penyumbang ECF sehingga Mac 2019 (Suruhanjaya Sekuriti 2019).

Insentif cukai ini pernah diumumkan oleh Perdana Menteri negara ketika itu, Datuk Seri Najib Tun Razak melalui Belanjawan 2018 apabila tawaran pengecualian cukai pendapatan yang bersamaan jumlah pelaburan oleh pelabur *angel* dalam syarikat teroka dilanjutkan sehingga 31 Disember 2020 (Belanjawan Negara 2018). Bagi pelabur sofistikated pula, RM1 bilion disediakan dan ini termasuklah pengecualian cukai pendapatan yang meliputi fi pengurusan dan fi prestasi yang diterima oleh syarikat pengurus modal teroka mulai tahun taksiran 2018 hingga 2022 (Belanjawan Negara 2018). Oleh yang demikian, bagi memberi kemudahan kepada syarikat modal teroka untuk melabur di dalam syarikat teroka, had minimum pelaburan dalam syarikat teroka dikurangkan daripada 70 peratus kepada 50 peratus, mulai tahun taksiran 2018 hingga 2022. Manakala, syarikat atau individu yang melabur dalam syarikat modal teroka pula akan diberi potongan cukai bersamaan amaun pelaburan yang dibuat dalam syarikat teroka, terhad kepada maksimum RM20 juta setahun (Belanjawan Negara 2018). Insentif cukai ini adalah untuk menggalakkan lebih banyak pelaburan peringkat awal oleh sektor persendirian dan diharap dapat mengurangkan risiko yang biasanya dikaitkan dengan pelaburan peringkat awal dengan memberikan pengecualian cukai kepada pelabur (Malaysia Business Angel Network, nd). Sungguhpun begitu, seperti yang dinyatakan di atas, insentif cukai khusus untuk pelabur awam atau individu ECF di Malaysia masih belum tersedia.

Insentif pelepasan cukai ini sudah pun diamalkan di UK. Dua program insentif cukai

yang dinamakan *Enterprise Investment Scheme* (EIS) dan *Seed Enterprise Investment Scheme* (SEIS) ini sebenarnya bertindih dan khusus untuk pelabur ECF. EIS menyediakan potongan cukai sebanyak 30 peratus daripada kos saham (sehingga GBP1,000,000 dalam satu tahun tasiran cukai) yang dibeli di syarikat persendirian yang berkelayakan, dengan faedah cukai maksimum GBP300,000 (Andrea & Silvio, nd). SEIS pula menyediakan insentif tambahan dengan mengecualikan saham bernilai GBP150,000 daripada cukai keuntungan modal. Jumlah ini ditetapkan sebagai terbitan maksimum standard yang dicari oleh platform *crowdfunding* UK seperti Seedrs dan Crowdcube, serta pengecualian hanya boleh diberikan kepada penerbit yang mengemukakan “cadangan menarik” tertakluk kepada kelulusan platform.

Elaun EIS diperuntukkan secara individu, oleh itu pasangan suami isteri boleh melabur sehingga GBP2 juta pada setiap tahun taksiran cukai dan layak mendapat pelepasan cukai pendapatan. Selain itu, EIS dan SEIS adalah tertakluk kepada tempoh pemegangan minimum tiga tahun, dengan pelepasan ditarik balik jika saham dilupuskan lebih awal. Ini boleh menjadi salah satu cara untuk menunda pelabur dari keluar dari platform ECF (Crowdcube, nd). Berkenaan dengan implikasi polisi, data menyerlahkan fakta bahawa penerbit yang mendapat manfaat daripada insentif cukai menghadapi kebarangkalian 2.9 kali lebih tinggi untuk meraih modal tambahan dalam *Seasoned Equity Offerings*,² sementara peratus kegagalan pula 76% lebih rendah (Andrea & Silvio, nd). Oleh itu, penyelidik percaya bahawa penyelidikan perlu dilakukan bagi mengenal pasti sama ada insentif pelepasan cukai untuk menyokong pembangunan pasaran ECF di Malaysia adalah wajar, memandangkan manfaat-manfaat yang yang mampu ditawarkannya.

USAHASAMA PENGENDALI PLATFORM ECF DENGAN PELABUR SOFISTIKATED DAN ANGEL

Laporan Suruhanjaya Sekuriti (2019) menunjukkan sehingga Mac 2019, sebanyak RM49.98 juta ringgit berjaya diraih melalui ECF sejak ECF dikawalselia pada tahun 2015. Daripada jumlah tersebut, 56% pelabur adalah

dalam kalangan pelabur awam, 26% pelabur sofistikated dan selebihnya ialah pelabur *angel*. Statistik ini menunjukkan bahawa sokongan pelabur sofistikated dan *angel* masih di tahap rendah. Tambahan pula, jumlah dana yang diraih setakat Mac 2019 ini sebenarnya sedikit jika dibandingkan dengan negara ASEAN lain seperti Singapura. Singapura telah memperkenalkan ECF sejak 2013 lagi dan setelah *Monetary Authority of Singapore* (badan pengawalselia sekuriti Singapura) meminda peraturan sedia ada untuk memudahkan syarikat *start-up* dan IKS untuk mengakses ECF pada tahun 2016, jumlah kutipan dana yang berjaya diraih meningkat lebih tinggi dan konsisten dari USD47.01 juta pada tahun 2016 ke USD49.51 juta pada tahun 2017. Sebelum dikawalselia oleh

Monetary Authority of Singapore, jumlah yang berjaya diraih tetap meningkat dari USD3.67 juta pada tahun 2014 ke USD7.47 juta pada tahun 2015 (University of Cambridge, 2018). Sokongan kapitalis teroka menjadi antara faktor utama kejayaan meraih dana ECF yang tinggi.

Jabatan Perangkaan Malaysia menjalankan banci ekonomi pada tahun 2016 untuk melihat bilangan pertubuhan IKS di Malaysia mengikut sektor dan saiz. Seperti yang tertakluk menerusi Rajah 1.2 di bawah yang menunjukkan bilangan IKS pada tahun 2016 adalah sebanyak 907,605 dan daripada jumlah tersebut, Rajah 1.3 menunjukkan Selangor mencatatkan jumlah IKS tertinggi dengan jumlah 179,271 atau bersamaan dengan 19.8% IKS secara keseluruhan di Malaysia (Laporan Tahunan IKS 2017/2018, 2017).

Sektor	Bilangan Pertubuhan PKS				Bahagian PKS (%)	Bil. Firma Besar	Jumlah Pertubuhan
	Mikro	Kecil	Sederhana	Jumlah PKS			
Perkhidmatan	649,186	148,078	11,862	809,126	89.2	9,185	818,311
Pembuatan	22,083	23,096	2,519	47,698	5.3	1,403	49,101
Pembinaan	17,321	17,008	4,829	39,158	4.3	1,400	40,558
Pertanian	4,863	4,143	1,212	10,218	1.1	1,410	11,628
Perlombongan & Pengkuarian	217	458	190	865	0.1	161	1,026
Jumlah	693,670	192,783	20,612	907,065	100.0	13,559	920,624

RAJAH 4.2 Bilangan Pertubuhan IKS 2015

Sumber: Banci Ekonomi 2016: Profil Perusahaan Kecil dan Sederhana (tahun rujukan 2015), Jabatan Perangkaan Malaysia

Negeri	Jumlah PKS	%
Selangor	179,271	19.8
WP Kuala Lumpur	133,703	14.7
Johor	98,190	10.8
Perak	75,140	8.3
Pulau Pinang	66,921	7.4
Sarawak	61,036	6.7
Sabah	55,702	6.2
Kedah	48,894	5.4
Kelantan	46,618	5.1
Pahang	37,573	4.1

Negeri	Jumlah PKS	%
Negeri Sembilan	32,721	3.6
Melaka	31,361	3.5
Terengganu	29,324	3.2
Perlis	6,808	0.8
WP Labuan	2,567	0.3
WP Putrajaya	1,236	0.1
Jumlah PKS	907,065	100.0

RAJAH 4.3 Bilangan pertubuhan IKS mengikut Negeri

Sumber: Banci Ekonomi 2016: Profil Perusahaan Kecil dan Sederhana (tahun rujukan 2015), Jabatan Perangkaan Malaysia

Bilangan pertubuhan IKS yang tinggi ini sepatutnya mencerminkan peningkatan jumlah dana yang diraih menerusi ECF, namun perkara tersebut tidak berlaku. Hal ini disebabkan jumlah institusi-institusi yang menawarkan pelbagai kemudahan pembiayaan dan latihan untuk IKS sangat tinggi di Malaysia. SME Corp, Tekun, Teraju, Majlis Amanah Raya (MARA), Amanah Ikhtiar Malaysia, Cradle merupakan antara institusi-institusi yang menawarkan pembiayaan serendah MYR10,000 sehingga MYR5 juta bagi membolehkan IKS berkembang sekaligus meningkatkan Keluaran Dalam Negara Kasar (KDNK) negara selain menyediakan peluang pekerjaan (SME Corp, 2018). Tambahan pula, menerusi belanjawan 2019 negara, Kerajaan membantu IKS dengan memperuntukkan dana pembiayaan IKS melalui institusi kewangan komersial sebanyak MYR4.5 billion dan ini termasuklah MYR1 billion untuk IKS Bumiputera. Selain itu, MYR100 juta diperuntukkan kepada TEKUN untuk membiayai usahawan kecil (Belanjawan Negara, 2019).

Tidak dinafikan bahawa ECF dan pinjaman pembiayaan ini adalah dua mekanisme pembiayaan yang berbeza. Bagi pembiayaan atau pinjaman menerusi institusi-institusi ini, usahawan dikehendaki membayar semula pinjaman tersebut beserta faedah selepas tempoh tertentu seperti yang ditetapkan dalam perjanjian. Manakala ECF pula menggunakan modal daripada pelabur yang percaya kepada perusahaan tersebut tanpa usahawan perlu membayar semula kepada pelabur-pelabur ini walaupun perusahaan tersebut gagal. Hanya keuntungan dalam bentuk dividen dan keuntungan modal yang perlu dikongsi mengikut jumlah pegangan saham yang dipegang beserta nilai saham yang boleh didagangkan menerusi pasaran sekunder.

Masalah timbul apabila peluang pinjaman dan pembiayaan yang disediakan oleh pihak institusi ini terbuka luas sehingga ia yang menjadi pilihan utama usahawan sekiranya memerlukan dana bagi tujuan pembangunan perusahaan mereka. Ditambah pula dengan kekurangan kefahaman dan pengetahuan masyarakat mengenai pasaran ECF, sudah tentunya pasaran ECF tidak menjadi pilihan pertama para usahawan. Ini bukanlah bermakna sekatan perlu dilakukan ke atas para usahawan untuk mendapat pembiayaan melalui pihak institusi ini, sebaliknya usahasama mungkin

boleh dijalankan antara institusi-institusi dengan pengendali-pengendali platform ECF untuk mendapat situasi menang-menang. Oleh yang demikian, galakan kepada pihak institusi untuk melabur di ECF perlu dibuat. Perkara baik yang boleh diperolehi menerusi langkah ini ialah pihak institusi boleh menilai sendiri *pitch* penerbit-penerbit selain tidak perlu risau mengenai *due diligence* ke atas penerbit-penerbit tersebut kerana ianya telah pun diselesaikan oleh pengendali platform ECF itu sendiri di samping dikawalselia oleh Suruhanjaya Sekuriti. Peraturan pengawalseliaan yang mengkehendaki penerbit untuk menjalankan keperluan pendedahan membolehkan pihak institusi memantau prestasi penerbit itu sendiri sewaktu pasca-pelaburan yang kebiasaannya boleh dilihat menerusi portal yang telah disediakan oleh pengendali platform ECF.

Lehner (2013) percaya bahawa *crowdfunding* boleh berfungsi dalam mempromosikan penglibatan orang awam dan persendirian, yang mana asasnya merangsang bukan sahaja hubungan konstruktif sesama mereka, tetapi juga perkongsian dengan warga komuniti dan kerajaan. Satu bentuk kerjasama baru boleh muncul untuk masing-masing memainkan peranan tertentu dalam merancang sistem *crowdfunding* dengan mengenal pasti peluang perniagaan dan memudahkan proses perkongsian (Chang et al, 2016). Dalam perkataan lain, *crowdfunding* menggalakkan interaksi dan kolaborasi yang timbul dalam kalangan individu, entiti awam dan persendirian yang akhirnya membawa kepada perkongsian berkesan antara mereka.

Di samping itu, *crowdfunding* turut boleh memudahkan proses mencari rakan kongsi yang relevan daripada sektor persendirian dan awam serta membantu membentuk kumpulan yang mempunyai minat yang sama untuk projek-projek baru. Ia telah diiktiraf sebagai alat pembiayaan teroka, yang bukan hanya memberi tumpuan kepada peningkatan persaingan dalam kalangan usahawan, tetapi juga telah berkembang untuk meningkatkan kolaborasi atau perkongsian awam-persendirian, terutama di kalangan sektor awam. Kajian menunjukkan bahawa pemula *crowdfunding* ini boleh menjadi mana-mana individu atau entiti dan tidak terhad kepada sektor awam atau agensi kerajaan selagi produk atau perkhidmatan akhir akan digunakan oleh orang ramai (Chang et al, 2016).

Konsep sebegini sebenarnya sudah pun diamalkan menerusi beberapa platform seperti Spacehive yang berpusat di London. Platform ini ditubuhkan pada tahun 2012 dan menyokong projek-projek yang bertujuan untuk meningkatkan taraf hidup komuniti tempatan seperti pembinaan taman permainan dan landasan kapal terbang. Selain mengumpul sumbangan daripada individu, Spacehive juga mempunyai inisiatif untuk menghubungkan sumber-sumber pembiayaan lain seperti majlis bandar, syarikat dan pemberi geran. Walau bagaimanapun, platform Spacehive tidak mempromosikan projek ECF.

Bagi melihat sama ada kerjasama antara individu dan pihak institusi ini mampu membuahkan kejayaan atau sebaliknya, satu kajian telah dibuat oleh Andrea dan Silvio (nd) yang mengukur dengan menggunakan data dari platform-platform ECF yang terpilih dari tahun 2011-2015 seperti Crowdcube, Crunchbase dan Companies House ke atas 212 penerbit yang telah berjaya meraih dana melalui ECF. Hasilnya, kemasukan institusi-institusi tertentu sebagai pelabur ke dalam perusahaan berupaya untuk meningkatkan kejayaan dan pulangan pelaburan. Kajian tersebut turut mendapati bahawa tidak ada syarikat yang pada mulanya disokong oleh pelabur profesional telah gagal.

Sebagai antara negara yang berjaya mencatatkan jumlah kutipan dana ECF yang tertinggi di dunia, adalah menjadi satu kebiasaan bagi institusi-institusi di UK untuk mengamalkan langkah sedemikian. Sebagai contoh, menurut laporan yang dikeluarkan oleh Crowdcube, 9 modal teroka telah melabur dalam kempen yang diusahakan oleh platformnya dan begitu juga dengan kerajaan UK yang turut telah melabur sebanyak GBP1.25 juta dalam 9 penawaran melalui *London Co-Investment Fund*. Malah, Nesta (2014) juga melaporkan bahawa sudah menjadi satu kebiasaan bagi pasaran di UK yang mana pelabur institusi menggunakan kewangan alternatif.

Langkah ini turut membolehkan penerbit bersaing sesama mereka untuk membuat yang terbaik dalam pitchnya bagi menarik pelabur-pelabur penting dari pihak institusi ini kerana keupayaannya untuk melabur dengan sejumlah dana yang lebih tinggi berbanding individu-individu. Malah, dengan penglibatan pihak institusi ini sebagai pelabur, maka pelabur dalam kalangan individu akan terdorong untuk turut

melabur bersama kerana kepercayaan mereka terhadap penilaian pihak institusi ini ke atas perusahaan tersebut. Hal ini disebabkan pelabur-pelabur profesional ini mempunyai sumber dan kemahirannya yang tersendiri untuk menilai kualiti sesebuah perusahaan itu berbanding pelabur awam. Perkara ini turut dipersetujui oleh Agrawal, Catalini & Goldfarb (2016) yang percaya bahawa pelabur awam dalam *crowdfunding* mempunyai peluang yang terhad untuk melakukan *due diligence* kerana kehadiran kos tetap. Selain itu, mereka dilaporkan kekurangan pengalaman dan keupayaan untuk menilai peluang pelaburan yang pelbagai (Ahlers, et al, 2015). Sungguhpun begitu, ini tidak berlaku dalam kes pelabur profesional yang lebih berpeluang untuk mempunyai satu set maklumat yang lebih tepat bagi membolehkan mereka memilih perusahaan yang berkualiti tinggi.

Andrea & Silvio (nd) menambah bahawa kehadiran pelabur profesional bukan memberi manfaat dari aspek kewangan semata-mata, malah ia boleh membantu untuk membangunkan strategi yang lebih baik dan mendapatkan saham dengan lebih cepat daripada orang awam. Penyediaan aktiviti nilai-tambah syarikat seperti bimbingan dan akses ke rangkaian boleh diharapkan dari *Business Angels* dan *Venture Capitalists*. Kajian Valente (1995) turut mendapati bahawa sokongan individu berpengaruh mempercepat penyebaran produk dan inovasi. Oleh itu, penerbit yang disokong oleh pelabur profesional dijangka mengatasi prestasi penerbit lain kerana layanan istimewa yang diterimanya.

Salah satu manfaat yang paling dicari daripada kempen *crowdfunding* yang berjaya adalah bukti permintaan pasaran untuk produk atau perkhidmatan yang ingin disampaikan (Nesta, 2014). Oleh yang demikian, sokongan institusi-institusi yang berpengaruh juga boleh dikaitkan dengan keterlihatan sebagai satu bentuk kejayaan. Kempen yang berjaya sememangnya diliputi oleh media, khususnya apabila bilangan pelabur sangat tinggi atau sejumlah wang besar cepat diraih. Sebagai contoh, akhbar kewangan utama melaporkan berita bahawa Crowdcube berjaya meraih GBP1.2 juta dalam masa hanya 16 minit pada tahun 2014, atau Pressery mencapai sasaran modal dalam masa kurang daripada 2 jam melalui penawaran pada tahun 2015 (Crowdcube 2014).

Oleh yang demikian, sokongan daripada pihak institusi, agensi, bank mahupun kerajaan ke atas tawaran-tawaran dari penerbit ini berpotensi tinggi untuk membolehkan perusahaan tersebut berjaya dan kurangnya keberangkalian kegagalan. Kesimpulannya, melalui ECF, pelbagai pihak boleh bersama-sama membantu penerbit membangunkan projek-projek tertentu yang mana hasilnya boleh dinikmati menerusi pulangan yang tinggi selain produk inovasi yang dicipta itu memberi manfaat kepada masyarakat.

KEMPEN YANG BERKESAN

Sokongan kerajaan Malaysia adalah medium terbaik untuk mempromosikan kempen ECF dengan berkesan. Ini boleh dilihat menerusi dua jenis *crowdfunding* yang mendapat perhatian kerajaan iaitu *crowdfunding* derma dan hartanah. Bagi *crowdfunding* jenis derma, Kerajaan negara pernah membuka satu tabung yang dinamakan Tabung Harapan Malaysia sejurus selepas PRU 14. Kempen tersebut telah berjaya meraih RM202,716,775.10 dalam tempoh beberapa bulan sehingga tabung tersebut ditutup pada 14 Januari 2019 (Azura 2019).

Crowdfunding Hartanah juga turut mendapat perhatian meluas oleh Kerajaan apabila dibentangkan sewaktu belanjawan 2019 meskipun mendapat kritikan pelbagai pihak. Skim ini bertujuan untuk membantu pembeli rumah pertama membeli rumah dengan harga 20% daripada harga jualan disamping menyelesaikan isu lambakan rumah tidak terjual (Belanjawan Negara, 2019). Namun begitu, kempen yang dijalankan oleh Kerajaan, Suruhanjaya Sekuriti dan pengendali platform ECF bagi mempromosikan ECF masih belum cukup untuk benar-benar memperkenalkan serta mendidik masyarakat negara terutamanya golongan muda mengenai kemudahan ECF ini. Lebih memburukkan keadaan apabila kempen untuk menggalakkan *crowdfunding* ini tidak setanding dengan kecekapan kempen penipuan skim yang dijalankan oleh penjenayah. Masyarakat yang kurang berpengetahuan akan terdorong dengan skim penipuan ini kerana terpengaruh dengan pulangan pelaburan yang tidak wujud seperti yang dijanjikan. Malah terdapat pula skim pelaburan yang dibenar untuk diiklan di media arus perdana tanpa sekatan dan halangan. Akibatnya, jumlah mangsa yang tertipu

meningkat saban tahun sehingga mencecah hampir sejuta individu dengan kerugian sejumlah MYR3.8 billion (Laporan Kestabilan Kewangan dan Sistem Pembayaran 2017; Sinar Harian 2019).

Dalam masa yang sama, media di Malaysia lebih mengutamakan laporan mengenai kerugian disebabkan penipuan dalam pelaburan-pelaburan yang tidak diiktiraf seperti skim emas dan wang digital sebagai tajuk utama sehingga menakutkan ramai pihak yang tidak berpengalaman untuk terlibat dalam aktiviti pelaburan sah yang dikawalselia oleh Suruhanjaya Sekuriti (Sinar Harian 2019). Kempen yang dijalankan Suruhanjaya Sekuriti pula lebih berfokuskan untuk menggalakkan rakyat Malaysia melabur dengan bijak dan bukannya secara spesifik memperkenalkan ECF itu sendiri. Oleh yang demikian, media seharusnya telus dalam membuat laporan dengan turut melaporkan mengenai kejayaan dalam pelaburan ECF di Malaysia untuk merangsang dan memberi keyakinan kepada pelabur-pelabur baru untuk terlibat dalam aktiviti ini. Tidak dinafikan bahawa tindakan kerajaan dan Suruhanjaya Sekuriti yang menjadikan isu penipuan dalam skim pelaburan yang tidak sah sebagai tajuk utama adalah disebabkan keperluan untuk melindungi masyarakat daripada tertipu, tetapi sekiranya ia berlebihan atau tidak diseimbangkan dengan baik, maka hasrat utama Kerajaan dan Suruhanjaya Sekuriti untuk menjadikan pasaran ECF itu mekar akan terbantut.

KESIMPULAN DAN PELAN TINDAKAN UNTUK PENYELIDIKAN MASA HADAPAN

Pasaran ECF di Malaysia semakin rancak sejak pengenalannya pada tahun 2015. Walaupun tidak sebaik negara-negara seperti US dan UK, namun jumlah dana yang berjaya diraih adalah kedua tertinggi di Asia Tenggara selepas Singapura. Masalah-masalah ekonomi yang timbul sedikit sebanyak menjejaskan pasaran ini pada tahun 2018 sehingga menyebabkan pasaran ECF buat pertama kalinya menunjukkan penurunan dalam aspek kutipan dana yang diraih. Sungguhpun penting bagi kerajaan dan pengendali platform ECF menjalankan kempen atau apa sahaja insentif bagi memperkenalkan ECF kepada masyarakat negara serta menarik masyarakat negara supaya melabur ke dalam perusahaan yang dihoskan oleh mereka, namun terdapat perkara

yang lebih penting daripada itu. Ianya adalah bagaimana penerbit mencipta perusahaan yang berdaya maju dengan menggunakan modal yang ada sehingga mampu memberi pulangan lumayan yang memberi manfaat kepada banyak pihak kerana itulah promosi paling berkesan untuk menjadikan pasaran ECF ini semakin diterima oleh masyarakat negara. Dalam perkataan lain, kejayaan seharusnya diukur berdasarkan pulangan tertinggi yang mampu diberikan kepada pelabur dan bukannya kejayaan mengumpul dana menerusi ECF.

Penemuan hasil kajian ini telah menimbulkan beberapa soalan tambahan untuk penyelidikan masa hadapan. Bagi mengenalpasti potensi sebenar pasaran ECF di Malaysia, kajian boleh dibuat untuk mengira buat pertama kalinya pulangan pelaburan dalam ECF. Dengan menggunakan set data yang diperolehi daripada beberapa pengendali platform aktif seperti PitchIn, AtaPlus, Crowdplus dan sebagainya, sebilangan penerbit yang telah berjaya meraih dana dijadikan bahan kajian untuk melihat prestasi syarikat-syarikat tersebut selepas kempen selesai. Ini sepatutnya tidak lagi menjadi masalah memandangkan empat (4) tahun telah berlalu sejak pengenalan peraturan pengawalseliaan ECF di Malaysia dan berdozen penerbit telah menjalankan perusahaan mereka selepas kempen berjaya. Namun, perlu difahami bahawa kejayaan mengumpul dana tidak menjamin kejayaan perusahaan tersebut. Hasil kajian tersebut akan merungkai faktor-faktor kejayaan penerbit tersebut sehingga mendapat sokongan pelabur di peringkat kempen dan pasca pelaburan yang mana sangat berguna untuk memastikan pasaran ECF berdaya maju atau mampan dan lebih penting lagi, demi mengelakkan pemilihan buruk daripada kalangan pelabur pada masa akan datang.

NOTA

- ¹ Art. 5(1) Prospectus Directive: Prospektus ini hendaklah mengandungi semua maklumat berkaitan penerbit dan sekuriti yang ditawarkan, yang membolehkan para pelabur membuat penilaian maklumat mengenai aset dan liabiliti, kedudukan kewangan, keuntungan dan kerugian, dan prospek penerbit dan mana-mana penjamin, dan hak-hak yang terlampir dalam sekuriti itu.
- ² Satu terbitan sekuriti tambahan dari sebuah syarikat yang mana sekuriti tersebut sudah didagangkan di pasaran sekunder.

RUJUKAN

- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. 2016. Are syndicates the killer app of equity crowdfunding? *California Management Review* 58(2): 111-124.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. 2014. Some simple economics of crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy* 14: 63-97.
- Ahlers G., Cumming D., Günther C & Schweizer, D. 2015. Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(4): 955-980.
- Andrea Signori & Silvio Vismara. nd. Returns on Investments in Equity Crowdfunding. file:///Users/User/Downloads/Signori,%20Vismara%20-%20Returns%20Equity%20Crowdfunding%20(1).pdf (10 August 2018).
- Anon. 2019. Ketahui empat cara untuk kenal pasti penipuan pelaburan. *Sinar Harian*. 8 April: <https://www.sinarharian.com.my/article/22346/BISNES/Ketahui-empat-cara-untuk-kenal-pasti-penipuan-pelaburan> [1 Julai 2020].
- Azura Abas. 2019. Tabung Harapan Account Closes with Over RM202 Million. *New Straits Times*, 7 February. <https://www.nst.com.my/news/nation/2019/02/458025/tabung-harapan-account-closes-over-rm202-million> [9 February 2019].
- Belanjawan Negara 2018. <http://www.treasury.gov.my/pdf/bajet/ucapan/ub18.pdf> [10 February 2019].
- Belanjawan Negara 2019. <http://www.treasury.gov.my/pdf/bajet/ucapan/ub19.pdf> [10 February 2019].
- Belleflamme, P., Omrani, N., Peitz, M. 2015. The economics of crowdfunding platforms. *Information Economics and Policy*, 33(c):11-28.
- Capital Market Services Act 2007. (Malaysia)
- Chang Heon Lee, J. Leon Zhao & Ghazwan Hassna. 2016. Government-incentivized crowdfunding for one-belt, one-road enterprises: Design and research issues. *Financial Innovation* 2(2).
- Crowdcube. nd. Enterprise Investment Scheme (EIS) Overview. <https://www.crowdcube.com/pg/eis-tax-relief-for-investors-44> [10 April 2019]
- Crowdcube. 2014. Crowdcube sets World Record raising £1.2 million in 16 minutes. <https://www.crowdcube.com/explore/crowdcube/crowdcube-sets-world-record-raising-1-2-million-in-16-minutes> [5 December 2018]
- Crowdcube. 2014. Crowdcube sets World Record raising £1.2 million in 16 minutes. <https://www.crowdcube.com/explore/crowdcube/crowdcube-sets-world-record-raising-1-2-million-in-16-minutes> [5 December 2018]
- Cumming, D., Vanacker, T. & Zahra, S. 2019. Equity crowdfunding and governance: Toward an

- integrative model and research agenda. *Academy of Management Perspectives*.
- Guidelines on Recognized Markets 2016. (Malaysia)
- Hornuf, L. & Schwienbacher, A. 2017. Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Bus Econ*. 49:579-593.
- Kartina Aboo Talib. 2016. Dilema Kemiskinan: Falsafah, Budaya dan Strategi. *Akademika* 86(2).
- Laporan Kestabilan Kewangan dan Sistem Pembayaran. 2017. http://www.bnm.gov.my/files/publication/fpsps/bm/2017/fs2017_buku.pdf [15 Februari 2019].
- Laporan Tahunan IKS 2017/2018. 2018. http://www.smecorp.gov.my/index.php/my/?option=com_content&view=article&layout=edit&id=3325 [10 Februari 2019].
- Lehner, O. M. 2013. Crowdfunding social ventures: a model and research agenda. *Venture Capital*, 15(4): 289-311.
- Marine Nehme. 2017. The rise of crowd equity funding: where to now? *International Journal of Law in Context* 13(3): 253-276.
- Martin, T. 2012. The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd.
- Michael Dorff. 2014. The siren call of equity crowdfunding, *Journal of Corporation Law* 39(3).
- Nasrul Hakim & Takashi Yasuok. 2018. Awareness and perception analysis of small medium enterprise and start-up towards fintech instruments: Crowdfunding and peer-to-peer lending in Malaysia. *International Journal of Finance and Banking Research* 4(1): 13-24.
- Nesta. 2014. Understanding alternative finance: The UK alternative finance industry report 2014. PitchIN Equity Crowdfunding Report 2018. https://res.cloudinary.com/watchtowerandfriends/image/upload/v1547560967/pitchin-ecf/miscs/2018_PITCHIN_EQUITY_CROWDFUNDING_REPORT.pdf [18 December 2018]
- Prospectus Regulation (EU) 2017/1129
- Raja Teh Maimunah. 2017. Islamic Capital Market Programme: Promoting Social Enterprise and Responsible Finance. Kuala Lumpur. Interview. 10 October.
- Renwick, M, J., Mossialos, E. 2017. Crowdfunding our health: Economic risks and benefits. *Social Science & Medicine* 191(C): 48-56.
- Rosna Mohamad & Norasmah. 2018. Korelasi efikasi sendiri keusahawanan dan kecenderungan keusahawanan pelajar pra-universiti. *Akademika* 88(2).
- Suruhanjaya Sekuriti. 2019. ECF/P2P Statistics as at March 2019 <https://www.sc.com.my/analytics/ecfp2p> [21 April 2019].
- Securities Commission Public Consultation Paper. 2014. No 2/2014 Proposed Regulatory Framework for Equity Crowdfunding. 21 Ogos.
- SME Corp. 2018. A guidebook on SME initiatives. file:///Users/User/Downloads/A%20GUIDEBOOK%20ON%20SME%20INITIATIVES%202018.pdf [10 January 2019].
- Suruhanjaya Sekuriti. 2020. List of Registered Recognized Market Operators. <https://www.sc.com.my/development/digital/list-of-registered-recognized-market-operators> [15 Jun 2020].
- Syed Salleh Alhabshi, 2017. Equity Crowdfunding. Kuala Lumpur. Temu Bual. 26 October.
- Thaler, R. & Sunstein, C. 2018. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. New Haven: Yale University Press.
- University of Cambridge. 2018. The 3rd Asia Pacific Region Alternative Finance Industry Report. https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-3rd-asia-pacific-alternative-finance-industry-report.pdf [10 January 2019].
- Valente, T. W. 1995. Network Models of the Diffusion of Innovations. *Computational and Mathematical Organization Theory* 2(2): 163-164.
- Wan Mohamad Zaifurin & Ibrahim Mamat. 2019. Faktor-faktor penentu kecenderungan keusahawanan dalam kalangan pelajar sekolah menengah. *Akademika* 89(2).
- World Bank Group. 2018. Malaysia's Digital Economy: A New Driver of Development. file:///Users/User/Desktop/digital%20economy%20report%20malaysia.pdf [13 January 2019].
- Wan Amir Azlan Wan Haniff
Fakulti Undang-undang
Universiti Kebangsaan Malaysia
Bangi, Selangor
Emel: ameerazlan@yahoo.com
- Asma Hakimah Ab Halim
Fakulti Undang-undang
Universiti Kebangsaan Malaysia
Bangi, Selangor
Emel: hakimah@ukm.edu.my
- Rahmah Ismail
Fakulti Undang-undang
Universiti Kebangsaan Malaysia
Bangi, Selangor
Emel: irahmah@ukm.edu.my