

---

**Perlindungan Hukum Pemegang Saham Publik Akibat Dilusi Kepemilikan Saham  
Pasca Pelaksanaan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu**

**\*Zefanya Angellin Chen<sup>1</sup>, Richard C. Adam<sup>2</sup>**

<sup>1,2</sup>Universitas Tarumanagara, Jl. Letjen S. Parman No.1, Jakarta Barat, Jakarta, Indonesia

\*zefanya.205220067@stu.untar.ac.id

**ABSTRACT**

*Capital Increase Without Preemptive Rights (PMTHMETD) is a measure taken by the Company to increase capital without offering new shares to existing shareholders in order to implement a settlement plan. Legally, PMTHMETD is regulated in the 2007 Company Law and POJK 14./2019. However, the implementation of PMTHMETD results in share dilution for shareholders, especially for public shareholders who are not involved in the voting process. This mechanism often causes dilution of share ownership, especially for public shares owned by the public, who have relatively lower voting rights compared to Majority Shareholders, and especially in the General Meeting of Shareholders (GMS) as a form of approval of the settlement plan. The 2007 UUPT and POJK 14./2019 regulate the mechanism for issuing new shares, but these provisions do not provide substantive protection for public shareholders because public shareholders are in a position to accept without being given the right to make decisions, while majority/controlling shareholders are involved in the decision-making process to approve the settlement plan and are aware of the risks of share ownership dilution. As a result, public shareholders are often in a passive position, accepting policies without the right to make decisions. This study aims to analyze the form of legal protection for public shareholders whose shares are diluted after the implementation of capital increases without preemptive rights. Considering that the settlement plan is a legal product, public shareholders are in a dilemma of not accepting the Company's actions. The type of research used is normative juridical with a literature study using primary, secondary, and tertiary materials and qualitative data. The results of the study will describe the obstacles and forms of legal protection for public shareholders to obtain equality and legal protection.*

Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek (PMTHMETD) merupakan tindakan yang diambil Perseroan untuk melakukan penambahan modal tanpa perlu menawarkan kepada pemegang saham existing atas saham baru Perseroan dalam rangka pelaksanaan rencana perdamaian. Secara yuridis, PMTHMETD pelaksanaannya diatur secara sah dalam UUPT 2007 dan POJK 14./2019. Namun, pelaksanaan PMTHMETD memberikan akibat dilusi saham kepada pemegang saham terutama bagi pemegang saham publik yang tidak terlibat dalam proses pengambilan suara. Mekanisme ini seringkali menimbulkan dilusi kepemilikan saham terutama bagi saham publik yang dimiliki oleh Masyarakat dengan hak suara relatif lebih rendah dibandingkan Pemegang Saham Mayoritas dan terutama dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sebagai bentuk persetujuan rencana perdamaian. UUPT 2007 dan POJK 14./2019 mengatur mekanisme penerbitan saham baru tetapi ketentuan tersebut tidak memberikan perlindungan substantif bagi pemegang

saham publik karena kedudukan pemegang saham publik berada dalam posisi menerima tanpa diberikan hak untuk mengambil keputusan sementara pemegang saham mayoritas/pengendali terlibat dalam pengambilan keputusan untuk menyetujui rencana perdamaian dan mengetahui resiko dilusi kepemilikan saham. Akibatnya pemegang saham publik sering kali berada dalam posisi pasif, menerima kebijakan tanpa hak menentukan keputusan. Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis bentuk perlindungan hukum bagi pemegang saham publik yang sahamnya terdilusi pasca pelaksanaan penambahan modal tanpa hak memesan efek terlebih dahulu. Mengingat rencana perdamaian merupakan produk hukum sehingga pemegang saham publik berada dalam posisi dilema untuk tidak menerima tindakan Perseroan. Jenis penelitian yang digunakan yuridis normatif dengan studi kepustakaan menggunakan bahan primer, sekunder dan tersier dan menggunakan data kualitatif. Hasil penelitian akan menggambarkan hambatan serta bentuk perlindungan hukum bagi pemegang saham publik untuk mendapatkan kesamaan dan perlindungan hukum.

**Kata Kunci:** *Saham Publik, Dilusi Kepemilikan Saham, Penambahan Modal.*

## A. PENDAHULUAN

Perkembangan model kegiatan usaha dalam era modern telah memberikan berbagai perkembangan khususnya dalam badan usaha Perseroan Terbatas. Perseroan Terbatas memiliki 2 (dua) sifat, yaitu terbuka dan tertutup. Perseroan Terbatas dengan status Terbuka merupakan Perseroan yang telah melakukan *go public* dengan penawaran pertama kali melalui pasar modal yang dimana Perseroan telah memenuhi persyaratan jumlah saham dan modal dan dalam prosesnya saham yang dimiliki Perseroan ditujukan kepada masyarakat/publik sehingga saham dengan besaran tertentu dimiliki oleh publik. Perubahan status Perseroan menjadi terbuka selain memberikan kesempatan bagi publik untuk membeli saham Perseroan, juga memberikan dampak perubahan struktur pemegang saham menjadi mayoritas dan publik. Pemegang saham mayoritas atau pengendali merupakan pemegang saham dengan kepemilikan saham lebih dari 50% (lima puluh persen) saham sedangkan Pemegang Saham Publik memiliki persentase saham jauh dibawah kepemilikan saham mayoritas.

Secara yuridis, rezim UUPT 2007 tidak memberikan perbedaan maupun pengaturan tentang pemegang saham tetapi UUPT 2007 memberikan hak kepada pemegang saham dan kategori yang menjadi perbedaan dari pemegang saham, diantaranya: (Rastuti, 2015)

1. Struktur nominal kepemilikan saham termasuk hak.

Kategori ini memberikan penjelasan untuk membedakan saham kepemilikan mayoritas dan publik. Pemegang saham mayoritas adalah pemilik saham dengan komposisi kepemilikan terbesar sehingga yang menjadi titik perbedaan adalah jumlah persentase kepemilikan saham.

## 2. Kemampuan untuk mengendalikan Perseroan.

Kategori ini memberikan penjelasan untuk kemampuan Pemegang Saham dalam mengendalikan jalannya Perseroan dengan memegang kendali atau kontrol atas jalannya Perseroan.

Umumnya, penambahan modal Perseroan dilakukan dengan memberikan Hak Menawarkan Terlebih Dahulu (HMETD) atau *Pre-Emptive Right* kepada pemegang saham existing untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan oleh Perseroan sebelum ditawarkan kepada pihak lain sehingga pemegang saham dapat mempertahankan kepemilikan sahamnya dan terhindar dari resiko dilusi. Akibat dilusi merupakan akibat yang secara tidak langsung melekat pada saham sehingga Perseroan memiliki *Right of First Refusal*, yaitu pemberian hak pertama kepada pemegang saham existing untuk menggunakan haknya untuk menerima/atau menolak pembelian saham baru Perseroan dengan kepemilikan dan klasifikasi yang sama untuk menambahkan modal sebagaimana diatur dalam Pasal 43 ayat (1) UUPT 2007. Meskipun *Right of First Refusal* bukan tindakan yang wajib dilakukan oleh Perseroan namun *Right of First Refusal* bertujuan untuk memberitahukan kepada Pemegang Saham existing bahwa Perseroan akan menerbitkan saham baru dan menjadi bentuk pemberitahuan preventif kepada pemegang saham atas resiko dilusi.

Penawaran saham baru kepada pemegang saham dapat dikesampingkan apabila Perseroan menerbitkan saham untuk restrukturisasi utang sebagai bentuk pelaksanaan rencana perdamaian sebagaimana dimaktub dalam Pasal 43 ayat (3) huruf C UUPT 2007 *juncto* Pasal 3 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14 tahun 2019 tentang HMETD (“POJK 14/2019) mengatur bahwa penambahan modal untuk memperbaiki posisi keuangan Perseroan tidak memberikan HMETD kepada pemegang saham. Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (“PMTHMETD”) merupakan penambahan modal dengan mengeluarkan saham baru tanpa melakukan HMETD. PMTHMETD dilakukan ketika Perseroan tidak mampu melakukan kewajiban pembayaran utang dengan melakukan konversi utang menjadi saham kepada kreditor tidak terafiliasi sepanjang kreditor menyetujui.

Pelaksanaan PMTHMETD dilakukan berdasarkan keputusan RUPS dengan memperhatikan kuorum kehadiran pemegang saham. Dalam pengambilan suara RUPS, suara mayoritas merupakan suara yang terpilih sehingga yang menjadi permasalahan adalah kedudukan pemegang saham publik yang dapat dipastikan menjadi *outvoted*. Saham merupakan tanda kekayaan dan saham memberikan hak kepada pemegang saham. Selain itu, jumlah dan klasifikasi saham memberikan kedudukan bagi pemegangnya. Perbedaan kepemilikan saham mayoritas dan publik digambarkan dengan analogi pemegang saham mayoritas memegang 95% (sembilan puluh lima persen) dan pemegang saham publik memegang 5% (lima persen) saham pemegang saham publik merupakan pemegang sebagian kecil dari persentase saham (Sudaryat, 2020). Permasalahan perbedaan kepemilikan saham akan muncul ketika Perseroan

mengambil keputusan, mengingat Perseroan Terbatas menganut prinsip *one shares one vote*.

Rezim UUPT 2007 tidak mengatur keterlibatan pemegang saham mayoritas dalam keberhasilan rencana perdamaian tetapi pemegang saham mayoritas pasti “terlibat” dalam keberhasilan rencana perdamaian. Terlebih dengan jumlah kepemilikan saham yang besar dan kendali dalam Perseroan, pemegang saham mayoritas dapat dipastikan terlibat dalam penyusunan rencana perdamaian sehingga rencana perdamaian dapat berjalan tanpa hambatan. Mengingat bahwa jika rencana perdamaian tidak tercapai maka resikonya Perseroan akan pailit.

Kedudukan pemegang saham publik berada dalam posisi menerima keputusan tanpa memberikan suara dan tidak dapat dipastikan bahwa pemegang saham Publik menyetujui rencana perdamaian dengan instrumen konversi utang menjadi saham yang memberikan kerugian bagi kepentingan hukumnya. Perseroan yang melaksanakan PMTHMETD dengan konversi utang menjadi saham memberikan 2 (dua) pilihan kepada pemegang saham, yaitu : Dilusi saham yang dimana pengurangan persentase kepemilikan saham yang menjadi lebih kecil daripada kepemilikan awal dan Perseroan Pailit yang lebih memberikan kerugian bagi Pemegang saham. Problematika inilah yang membuat pemegang saham publik berada dalam posisi yang sulit. Pemegang saham Publik berada dalam posisi menerima keputusan tanpa memberikan suara atau keputusan, ditambah resiko Dilusi saham tanpa perlindungan yang substantif.

Pemegang saham Mayoritas dalam kedudukannya sudah mengetahui resiko Dilusi saham sebagai dampak restrukturisasi utang tetapi pemegang saham publik tanpa mengetahui sebab-akibat dan tidak terlibat dalam proses rencana perdamaian hanya diberitahu bahwa Perseroan telah mengeluarkan saham baru sebagai bentuk pelaksanaan rencana perdamaian dan sehubungan dengan hal tersebut maka persentase saham akan dikurangi. Permasalahan inilah yang menggambarkan bahwa hukum positif di Indonesia tidak memberikan jaminan dan perlindungan hukum yang substantif bagi Pemegang Saham terutama pemegang saham publik yang hanya memiliki sebagian kecil nilai nominal saham.

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang membahas terkait perlindungan hukum bagi pemegang saham publik, yaitu Pertama Perlindungan Hukum bagi Pemegang Saham yang terdilusi antara lain ditulis oleh Ade Hari Siswanto dengan judul “Rights Issue Sebagai Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham Terhadap Dilusi Saham Perusahaan Terbuka” pada tahun 2021 di Universitas Esa Unggul. Kedua “Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas Perusahaan Terbuka Akibat Putusan Pailit” pada tahun 2018 dalam Jurnal Hukum dan Pembangunan Ekonomi. Perbedaan antara penelitian sebelumnya dengan penelitian yang penulis angkat adalah penulis melakukan kajian penelitian yang membahas dilusi saham akibat penambahan modal tanpa hak memesan efek terlebih dahulu khususnya bagi pemegang saham publik dengan fokus penelitian ditujukan kepada, pertama penelitian ini akan membahas

hambatan Perlindungan Hukum Pemegang Saham Publik Akibat Dilusi Kepemilikan Saham Pasca Pelaksanaan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Kedua Penelitian ini akan membahas bentuk Perlindungan Hukum Pemegang Saham Publik Akibat Dilusi Kepemilikan Saham Pasca Pelaksanaan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Dalam Rangka Kepastian Hukum dan Kemanfaatan Hukum.

## B. METODE

Penelitian ini dilakukan dengan metode Yuridis Normatif yang menggunakan Data Sekunder yang mencakup Data Primer, Sekunder dan Tersier berdasarkan undang-undang, prinsip, maupun doktrin hukum yang memiliki relevansi dengan teori hukum. Jenis dan teknik pengumpulan data adalah Data Sekunder yang didapatkan dari sumber hukum, dokumen-dokumen pendukung yang memberikan jawaban atas permasalahan yang diangkat dengan menganalisa dan mempelajari bahan-bahan hukum yang didapatkan melalui buku atau ensiklopedia, literatur hukum dan pendapat ahli. Berdasarkan pendekatan penelitian Undang-Undang (*statue approach*) dan pendekatan konseptual (*conceptual approach*) dengan teknik analisis data Kualitatif dan mengacu pada norma hukum. Sumber bahan hukum penelitian ini adalah: Bahan Hukum Primer yakni Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia tahun 1945, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1985 Tentang Pasar Modal, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Untuk Memesan Terlebih Dahulu, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Untuk Memesan Terlebih Dahulu, dan Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUHP) dan Putusan Nomor 149/Pdt.Sus-PKPU/2024/PN.Niaga. Jkt. Pst Juncto Nomor 150/Pdt.Sus-PKPU/2024/PN.Niaga. Jkt. Pst. Bahan hukum Sekunder yang digunakan adalah publikasi hukum tidak resmi dan meliputi buku, jurnal, kamus hukum, pendapat ahli atas putusan pengadilan yang membicarakan suatu isu hukum dan menjadi petunjuk atas penjelasan atas bahan hukum primer maupun sekunder. Bahan Tersier yang digunakan adalah kamus, ensiklopedia, indeks kumulatif dan lain sebagainya sebagai petunjuk atas penjelasan bahan hukum primer maupun bahan hukum sekunder.

## C. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 1. Hambatan Perlindungan Hukum Pemegang Saham Publik Akibat Dilusi Kepemilikan Saham Pasca Pelaksanaan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu

PMTHMED merupakan tindakan penambahan modal yang dilakukan Perseroan untuk memperbaiki kondisi keuangannya khususnya dalam proses restrukturisasi utang sebagai bentuk pelaksanaan rencana perdamaian. Secara yuridis, UUPT 2007 mengatur bahwa jumlah saham memberikan jumlah suara kepada pemegangnya. Hal ini yang dinamakan, *one vote one shares*. Perbedaan komposisi jumlah saham mengakibatkan perbedaan posisi dan kedudukan yang dimiliki oleh pemegang saham. *Pre-emptive Right* pada Perseroan Terbatas melekat pada proses HMETD. Pasal 1 angka 1 POJK 14/2019 mengatur bahwa HMETD adalah pemberian kesempatan kepada pemegang saham untuk menggunakan haknya terlebih dahulu untuk membeli saham yang dapat dikonversikan menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham sebelum ditawarkan kepada pihak lain (Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Untuk Memesan Terlebih Dahulu, 2015). HMETD dilakukan untuk mencegah resiko dilusi kepemilikan saham sehingga pemegang saham dapat menggunakan hak *privilege* untuk membeli terlebih dahulu saham baru perseroan sebelum ditawarkan kepada pihak lain dan jika pemegang saham menolak atau tidak menggunakan haknya maka pemegang saham mengetahui resikonya.

Sebagaimana diketahui bahwa dalam rezim UUPT 2007, Perseroan yang hendak mengeluarkan saham baru dapat melakukan penawaran kepada pemegang saham untuk membeli saham dan pemegang saham dapat menggunakan haknya atau tidak, tindakan ini merupakan *Right of First Refusal*. Namun, dalam beberapa kondisi Perseroan dapat melakukan penambahan modal tanpa melakukan penawaran terlebih dahulu kepada pemegang saham *existing* atau PMTHMETD. Pasal 43 huruf C UUPT 2007 mengatur bahwa Penawaran tidak berlaku dalam hal pengeluaran saham untuk restrukturisasi utang yang disetujui RUPS. UUPT 2007 mengatur bahwa Perseroan yang melakukan penambahan modal wajib mendapatkan persetujuan RUPS dan penambahan modal dilakukan untuk modal dasar, modal ditempatkan, dan modal disetor (Permana et al., 2025).

Penambahan modal Perseroan tidak semata-mata dilakukan tanpa pertimbangan yang matang terutama bagi Perseroan yang berada dalam kondisi PKPU. Undang-Undang Nomor 37 tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (“UUK-PKPU”), mengatur bahwa Debitor dapat mengajukan rencana perdamaian kepada Kreditor sebagai bentuk baru penyelesaian utang. Rencana perdamaian yang diajukan Debitor selanjutnya dilakukan rapat-rapat

Kreditor untuk mencocokkan piutang sehingga rencana perdamaian disepakati oleh Kreditor dan Debitor selanjutnya akan dilakukan homologasi oleh Pengadilan Niaga dan melahirkan Perjanjian Perdamaian. Rencana perdamaian merupakan jalan alternatif yang diberikan oleh Undang-Undang untuk menghindari resiko pailit bagi Perseroan sehingga dilakukan restrukturisasi utang dengan penjadwalan dan skema pembayaran yang baru. Rencana perdamaian merupakan *product by design* yang diberikan oleh Undang-Undang sehingga dalam proses pelaksanaannya dilakukan secara yuridis (Zahra et al., 2024).

POJK 14/2019 mengatur bahwa penambahan modal melalui PMTHMETD dilakukan melalui persetujuan RUPS. Namun, permasalahannya adalah kedudukan pemegang saham publik yang dilibatkan dalam pengambilan keputusan dan akibat dilusi saham yang dialami sebagai bentuk penerbitan saham baru tanpa HMETD. Dalam Perseroan berlaku satu lembar saham satu suara (*one share one vote*) dan dalam Pasal 53 UUPT 2007 mengatur bahwa klasifikasi saham yang sama memberikan hak sama juga. Analoginya, pemilik saham publik dengan jumlah saham <5% (kurang dari lima persen) saham akan didominasi dengan pemegang saham mayoritas dengan kepemilikan diatas 50% (lima puluh persen). Kondisi PKPU membuat pemegang saham mayoritas akan terlibat dalam rencana perdamaian untuk menghindari akibat pailit Perseroan (Diar Triaji & Elvaretta Khansa, 2025).

PKPU yang dialami oleh Perseroan menimbulkan 2 (dua) kondisi bagi pemegang saham publik, yaitu pemegang saham publik mau tidak mau wajib menyetujui rencana perdamaian dan resiko dilusi atau resiko pailit Perseroan yang lebih memberikan kerugian bagi pemegang saham publik sehingga meskipun pemegang saham publik tidak menyetujui rencana perdamaian tersebut, suara atau pendapat pemegang saham publik tidak akan didengar karena mayoritas pemegang saham mayoritas menyetujui rencana perdamaian tersebut. Merujuk pada kondisi dilusi saham, pemegang saham publik berada dalam kondisi yang lebih dirugikan dibandingkan pemegang saham mayoritas, dikarenakan pemegang saham mayoritas yang “ikut andil” dalam persetujuan rencana perdamaian telah mengetahui resiko dilusi tersebut sehingga meskipun tidak dilakukan *Pre-emptive Right*, pemegang saham mayoritas sudah terlebih dahulu mengetahui resiko dilusi (Catharina Junita, n.d.).

Perseroan yang berada dalam kondisi PKPU berada dalam rezim hukum yang berbeda dengan kondisi Perseroan harus segera mengambil keputusan untuk menghindari resiko pailit Perseroan. Dengan jangka waktu yang ditentukan oleh undang-undang, Perseroan harus mengambil keputusan untuk mencapai keberhasilan rencana perdamaian sehingga salah satu instrumen yang digunakan adalah konversi utang menjadi saham dengan persetujuan RUPS. Keterlibatan pemegang saham mayoritas dalam proses rencana perdamaian merupakan tindakan yang mencapai keberhasilan dan pelaksanaan dari rencana perdamaian. Posisi Pemegang saham

mayoritas yang terlibat dalam rencana perdamaian mengakibatkan pemegang saham mayoritas mengetahui resiko dilusi saham sedangkan bagi pemegang saham publik yang tidak tahu akan isi rencana perdamaian secara tiba-tiba harus menyetujui rencana perdamaian tersebut (Johan, 2021).

Pemegang saham mayoritas kepentingan hukumnya sudah terjamin dalam RUPS yang dilaksanakan oleh Perseroan yang dimana dalam hal Perseroan mengambil keputusan maka keputusan suara terbesar atau mayoritas suara yang akan terpilih sehingga perbedaan inilah yang mencerminkan bagaimana kedudukan pemegang saham publik dalam Perseroan. Ketidakseimbangan kepentingan dan perbedaan kedudukan serta prioritas dalam Perseroan membuat pemegang saham publik tidak mendapatkan perlindungan sebagaimana mestinya.

Pemegang saham publik dalam Perseroan berada dalam posisi pasif, diabaikan, dan dirugikan dan ditambah dengan dominasi dari Pemegang Saham Mayoritas, pemegang saham publik sebagai pemegang saham dengan kepemilikan saham yang relatif kecil dapat dipastikan tidak memiliki hak suara sebesar pemegang saham mayoritas dan tidak terlibat dalam pengambilan keputusan RUPS terutama untuk menyetujui rencana perdamaian. UUPT 2007 memberikan hak kepada pemegang saham publik berupa hak mendapatkan perlakuan yang sama, hak suara dalam RUPS dan hak appraisal tetapi ketentuan yang diberikan UUPT 2007 belum cukup untuk melindungi pemegang saham publik dari dominasi pemegang saham mayoritas (Rastuti, 2015). Adapun juga Hak bagi pemegang saham publik, yang terdiri atas : hak perseorangan (*Personal Right*); Hak Membela Kepentingannya (*Appraisal Right*); Hak untuk Didahulukan (*Pre-Emptive Right*); Hak Menggugat (*Derivative Action*); dan Hak Angket (*Enquete Right*) (Rastuti, 2015). UUPT 2007 memberikan hak kepada pemegang saham publik berupa hak mendapatkan perlakuan yang sama, hak suara dalam RUPS dan hak appraisal tetapi ketentuan yang diberikan UUPT 2007 belum cukup untuk melindungi pemegang saham publik dari dominasi pemegang saham mayoritas (Siswanto, 2021).

Hambatan signifikan yang dirasakan oleh pemegang saham publik adalah posisi pasif dan dominasi dari pemegang saham mayoritas. Jumlah kepemilikan saham dan jumlah suara yang relatif kecil memberikan hambatan kepada pemegang saham publik. UUPT 2007 dan POJK 14/2019 tidak memberikan perlindungan dan penjelasan yang lebih lanjut sebagai akibat dari dilusi pasca PMTHMETD melainkan hanya memberikan ketentuan bagi Perseroan untuk menjalankan ketentuan sebagaimana diatur oleh peraturan perundang-undangan. Kondisi ini yang mengakibatkan kekosongan hukum positif bagi pemegang saham. *Pre-emptive Right* termaktub dalam tindakan preventif untuk mencegah resiko dilusi tetapi tidak terdapat regulasi lebih lanjut bentuk perlindungan hukum atas dilusi akibat PMTHMETD. Peraturan perundang-undangan memberikan aturan bahwa pemegang saham mempunyai kesamaan hak dan memiliki hak suara tetapi hal tersebut tidak

sepenuhnya terjadi dan berlaku bagi pemegang saham publik. Pemegang saham mayoritas dengan kedudukan sebagai pengendali Perseroan memiliki dominasi dalam pengambilan Keputusan (Nawardan et al., n.d.).

Kondisi ini yang membedakan antara dilusi yang terjadi akibat HMETD dan dilusi yang terjadi akibat PMTHMETD. HMETD memberikan hak terlebih dahulu kepada pemegang saham untuk menggunakan haknya untuk saham baru sedangkan PMTHMETD tidak memberikan hak kepada pemegang saham untuk membeli saham baru Perseroan. Meskipun pemegang saham publik diberikan hak untuk bersuara atau mengambil keputusan tetapi secara jelas pemegang saham publik akan kurang suara dengan pemegang saham mayoritas. Tekanan, dominasi, perbedaan komposisi persentase saham dan kemampuan untuk mengendalikan menjadi hambatan yang signifikan bagi pemegang saham publik. Penambahan modal tidak hanya dilakukan untuk meningkatkan kondisi keuangan Perseroan melainkan sebagai bentuk restrukturisasi utang.

Perlindungan pemegang saham publik masih dalam tarif standar dan tidak memiliki kepastian hukum. UUPT 2007 memberikan hak kepada pemegang saham publik untuk mengajukan gugatan atas tindakan Perseroan yang merugikan pemegang saham tetapi apabila alasan Perseroan melakukan PMTHMETD untuk membayar utang maka Perseroan dapat dikatakan dalam kondisi kesulitan ekonomi. Pemegang saham publik berada dalam posisi tidak bisa memilih dan hanya bisa menerima karena tindakan yang dilakukan Perseroan untuk menghindari resiko pailit dan apabila resiko pailit terjadi maka pemegang saham publik kehilangan hak atas sahamnya.

## **2. Perlindungan Hukum Pemegang Saham Publik Akibat Dilusi Kepemilikan Saham Pasca Pelaksanaan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Dalam Rangka Kepastian Hukum dan Kemanfaatan Hukum**

Penambahan modal Perseroan tidak dapat dipungkiri tidak memberikan resiko dilusi kepada pemegang saham. Dilusi saham merupakan akibat yang timbul jika pemegang saham tidak membeli saham baru. UUPT 2007 memberikan hak kepada Pemegang saham untuk melindungi kepentingan hukumnya, yaitu (Al Ghany & Purwanto, 2024):

- a. Mengajukan gugatan ke Perseroan apabila pemegang saham dirugikan oleh tindakan Perseroan yang tidak adil dan tanpa alasan wajar sebagai akibat keputusan RUPS, Direksi dan/atau Komisaris.
- b. Saham dibeli dengan harga wajar apabila pemegang saham tidak menyetujui tindakan Perseroan yang merugikan pemegang saham.
- c. Mendapatkan deviden.
- d. Menghadiri dan mengeluarkan suara dalam RUPS.

- e. Meminta diadakan RUPS tahunan.
- f. Mengambil keputusan diluar forum RUPS.
- g. Mengajukan gugatan terhadap anggota Direksi karena kesalahan atau kelalaian yang menimbulkan kerugian pada Perseroan.
- h. Mengajukan gugatan terhadap anggota Dewan Komisaris karena kesalahan atau kelalaian yang menimbulkan kerugian pada Perseroan.
- i. Mengajukan permohonan pemeriksaan kepada Perseroan.
- j. Mengajukan unsur pembubaran Perseroan.
- k. Mendapatkan pembayaran sisa kekayaan hasil likuidasi.

Sebagaimana dalam rezim UUPT 2007, salah satu hak pemegang saham adalah mengajukan gugatan ke pengadilan atas tindakan yang merugikan pemegang saham. Perlindungan hukum memiliki 2 (dua) sifat, yaitu perlindungan hukum represif yang bersifat untuk menegakan hukum dan memberikan sanksi akibat pelanggaran dan perlindungan hukum preventif merupakan perlindungan hukum yang bersifat mencegah terjadinya pelanggaran hukum. Pemegang saham memiliki hak sebagaimana ditentukan dalam UUPT 2007. Dominasi pemegang saham mayoritas tidak mencerminkan prinsip persamaan dimata hukum (*equality before the law*). Kesamaan hak merupakan bentuk cerminan dari penegakan hukum dan menjadi dasar dari tercapainya kepastian hkum. Kepastian hukum merupakan cita-cita dan tujuan yang diimpikan oleh setiap masyarakat, yaitu jaminan atas pelaksanaan dan pemenuhan hak yang sama bagi setiap masyarakat.

Resiko dilusi yang dialami oleh pemegang saham publik seharusnya dapat ditanggulangi oleh Perseroan. Perseroan tetap melibatkan pemegang saham publik untuk memastikan hak nya terpenuhi dalam proses persetujuan rencana perdamaian sehingga pemegang saham publik tidak merasa haknya dihilangkan. Ketika Perseroan melakukan penawaran saham baru sebagai bentuk restrukturisasi utang Perseroan maka pemegang saham akan memikirkan resiko dilusi yang terjadi karena Perseroan tidak mampu mendapatkan laba yang cukup dan jika pemegang saham menolak untuk membeli saham baru maka akan terjadi dilusi saham. Kedudukan pemegang saham publik bukan semata-mata sebagai pemegang saham dengan persentase yang relatif kecil tetapi pemegang saham publik memiliki hak dalam Perseroan (Rahmawati et al., 2021).

Pemberitahuan tindakan PMTHMETD kepada pemegang saham publik merupakan tindakan substantif sebagaimana diatur dalam POJK 14/2019. Pemberitahuan hanya dilakukan sebatas informasi resiko dilusi tanpa dilibatkan dalam proses pengambilan keputusan. Meskipun kedudukan pemegang saham publik berada dalam kondisi pasif tetapi tidak mengesampingkan hak yang seharusnya didapatkan oleh pemegang saham publik. Pasal 97 ayat (6) UUPT 2007 mengatur

bahwa, atas nama Perseroan, pemegang saham yang mewakili paling sedikit 1/10 (satu persepuluh) bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara dapat mengajukan gugatan melalui pengadilan negeri terhadap tindakan Direksi yang karena kesalahan dan kelalaian menimbulkan kerugian bagi Perseroan.

RUPS seharusnya memberikan ruang bagi pemegang saham publik untuk memberikan suaranya dan bukan memberikan posisi outvoted bagi pemegang saham publik. Saham merupakan hak yang melekat bagi pemegang saham dan memberikan hak kebendaan dan hak kepemilikan bagi pemegangnya. Pasal 511 ayat (4) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (“KUHP”) mengatur bahwa saham dipandang sebagai benda bergerak dan pemegang saham memiliki hak kebendaan atas saham tersebut (I.G.Rai, 2006). Saham memberikan manfaat untuk mendapatkan keuntungan bagi pemegang saham dan tujuan pemegang saham adalah mendapatkan keuntungan. Kondisi inilah yang seharusnya dipertimbangkan bagi Perseroan dalam mengambil tindakan yang berhubungan dengan saham. Meskipun secara yuridis Perseroan tidak perlu memberikan *Pre-emptive Right* dalam rangka konvensi utang menjadi saham tetapi seharusnya Perseroan mengutamakan hak pemegang saham existing terlebih dahulu sehingga pemegang saham mendapatkan pemenuhan atas haknya karena undang-undang hanya memberikan pengecualian dan undang-undang juga yang memberikan *Pre-emptive Right* kepada pemegang saham untuk ditawarkan terlebih dahulu.

Kondisi ini yang menggambarkan bentuk dari kepastian hukum itu sendiri. Gustav Radbruch menjelaskan 4 (empat) pokok nilai Kepastian Hukum, yaitu Hukum merupakan hal positif; Hukum harus berdasarkan fakta; Fakta undang-undang wajib dirumuskan dengan jelas; Hukum positif tidak boleh mudah diubah (Suparno, 2024). Kepastian hukum merefleksikan bahwa hukum positif mengatur secara jelas dan logis. Kepastian hukum memberikan aturan dan regulasi yang jelas dalam pelaksanaan undang-undang sehingga hukum dapat ditegakan dengan merata tanpa ada perbedaan antara masing-masing pihak. Perseroan dalam menjalankan kegiatan usahanya wajib menerapkan prinsip *Good Corporate Governance (GCG)*, yaitu *Transparency, Accountability, Responsibility, Independency, dan Fairness*. Prinsip GCG menjadi landasan Perseroan untuk menjalankan tugas dan fungsinya.

Menurut Aritoteles, tujuan hukum adalah mencapai keadilan dengan memberikan kepada setiap orang atas apa yang sudah menjadi haknya (*ius suum cuique tribuere*) (Suparno, 2024). Bentuk keadilan yang tidak dapat dipungkiri eksistensinya adalah bentuk kepastian hukum atas pelaksanaan harmonisasi undang-undang dan dari peraturan perundang-undangan tersebut memberikan pemenuhan hak yang sama sehingga kepastian hukum atas peraturan perundang-undangan terpenuhi.

Perlindungan hukum atas dilusi saham pemegang saham publik diberikan dalam bentuk substantif tanpa adanya regulasi yang mengatur dengan jelas. Secara yuridis,

PMTHMETD yang dilakukan Perseroan memenuhi persyaratan yang diatur oleh peraturan perundang-undangan tetapi kepastian hukum hanya sebatas teks tertulis sedangkan hukum memiliki tujuan untuk mengatur dan memberikan perlindungan bagi setiap individu dan tujuan dari hukum merupakan kemanfaatan bagi setiap individu. Pemenuhan hak dan kesamaan kedudukan menjadi tujuan dari hukum sehingga bentuk perlindungan hukum tidak hanya berorientasi atas pelaksanaan kepastian hukum namun perlindungan hukum wajib berorientasi atas kemanfaatan hukum dengan memberikan jaminan hak bagi pemegang saham publik untuk mencapai kepastian, keadilan dan kemanfaatan hukum.

#### D. SIMPULAN

Dalam praktiknya, Perseroan Terbatas dapat melakukan penambahan modal Perseroan dengan memberikan hak kepada pemegang saham untuk ditawarkan terlebih dahulu (HMETD) dan tanpa memberikan hak (PMTHMETD). *Right of First Refusal* yang diberikan oleh Perseroan merupakan bentuk pemberitahuan kepada pemegang saham bahwa akan ada saham baru yang akan diterbitkan Perseroan sehingga pemegang saham dapat menggunakan haknya untuk membeli atau tidak membeli dan apabila pemegang saham menolak untuk membeli maka pemegang saham mengetahui resiko dilusi yang terjadi. PMTHMETD merupakan tindakan yang diambil Perseroan sebagai bentuk restrukturisasi utang dengan instrumen konversi utang menjadi saham tanpa melakukan penawaran terlebih dahulu Secara yuridis, PMTHMETD wajib melalui persetujuan RUPS. Untuk memastikan rencana perdamaian berjalan dengan lancar tanpa adanya hambatan maka pemegang saham mayoritas secara tidak langsung terlibat dalam proses persetujuan rencana perdamaian.

Mekanisme RUPS tentu saja memperhatikan kuorum kehadiran dan kuorum keputusan namun pemegang saham publik dengan kepemilikan saham yang relatif kecil pasti akan kalah suara dengan pemegang saham mayoritas. Posisi pasif yang diterima oleh pemegang saham publik akibat dominasi pemegang saham mayoritas membuat pemegang saham publik cenderung kesulitan dalam memberikan suara. Selain itu, pemegang saham publik tidak dapat dipastikan menyetujui rencana perdamaian yang merugikan kepentingan hukumnya. Persentase kepemilikan saham yang sedari awal sudah kecil ketika terjadi dilusi membuat kepemilikan saham menjadi lebih kecil dan mengakibatkan hak deviden atau keuntungan menjadi semakin kecil.

HMETD merupakan bentuk perlindungan atau preventif dengan memberikan hak kepada pemegang saham untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan Perseroan dan mengetahui resiko yang dialami apabila menolak melakukan pembelian saham baru sedangkan PMTHMETD tidak melakukan penawaran terlebih dahulu melainkan langsung memberitahukan kepada pemegang saham atas resiko dilusi. Perseroan menganut *one share one vote* dan dalam RUPS pemegang saham mayoritas mengetahui atas resiko dilusi saham sebab pemegang saham mayoritas ikut andil dalam penyusunan

rencana perdamaian sedangkan pemegang saham publik hanya berada dalam posisi dominasi pemegang saham mayoritas. Hal ini yang menggambarkan bahwa masih terdapat kekosongan hukum bagi pemegang saham publik atas perlindungan saham yang dimilikinya. Hukum positif memberikan aturan yang jelas dan kompleks bagi saham sedangkan perlindungan hukum bagi pemegang saham terutama pemegang saham minoritas tidak diakomodir.

Penambahan modal Perseroan sebagai restrukturisasi utang tidak masalah jika dilakukan penawaran terlebih dahulu kepada pemegang saham terutama pemegang saham publik. Hal ini untuk menunjukkan bahwa pemegang saham publik mengetahui tindakan Perseroan yang mengeluarkan saham baru untuk membayar utang sehingga pemegang saham publik mengetahui resiko yang terjadi. Pemegang saham publik merupakan bagian dari Perseroan dan memiliki hak untuk bersuara dan mengeluarkan keputusan sehingga hak pemegang saham publik tidak dapat dikesampingkan dan harus dikedepankan. Regulasi perlindungan atas dilusi saham wajib diakomodir dalam hukum positif di Indonesia terutama bagi saham publik. Perlindungan atas kepemilikan saham dan bentuk kompensasi sebagai pengurangan nilai saham tanpa persetujuan wajib diatur secara jelas dan eksplisit sehingga tercapai kesamaan dimata hukum dan dalam kedudukan pemegang saham.

## E. DAFTAR RUJUKAN

- Al Ghany, G. S., & Purwanto, A. M. D. C. (2024). Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Akibat Dilusi Saham pada Perseroan Tertutup. *Wajah Hukum*, 8(2), 615. <https://doi.org/10.33087/wjh.v8i2.1526>
- Catharina Junita, C. (n.d.). Konversi Utang Menjadi Saham Sebagai Kompensasi Tagihan Yang Mengakibatkan Dilusi Saham (Studi Kasus: Putusan Mahkamah Agung Republik Indonesia Nomor 118 PK/Pdt/2017). <https://scholarhub.ui.ac.id/notary>
- Diar Triaji, E., & Elvaretta Khansa, R. (2025). Implikasi Hukum Private Placement Terhadap Kepastian Hukum Dan Perlindungan Saham Minoritas Pasar Modal Di Indonesia. *Jurnal Hukum Dan Kewarganegaraan*, 10. <https://doi.org/10.3783/causa.v2i9.2461>
- Rahmawati, D., Nasution, B., & Siregar, M. (2021). Hukum Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas. *Juris Studia: Jurnal Kajian Hukum*, 2(1), 34–48. <http://jurnal.bundamedia grup.co.id/index.php/iuris>
- I.G.Rai. (2006). *Hukum Perusahaan*. Ksaint Blanc.
- Johan, S. (2021). Definisi Perseroan Terbuka atau Publik Menurut Peraturan Perundang-undangan Indonesia. *Jurnal Mercatoria*, 14(1), 38–45. <https://doi.org/10.31289/mercatoria.v14i1.4429>
- Nawardan, T. N. A., Polontoh, H. M., Prihatin, L., Tuhumury, H., & Na'afi, S. (n.d.). Perlindungan Hak Pemegang Saham Minoritas dalam Perseroan Terbatas:

- Analisis Terhadap Implementasi Ketentuan UU Perseroan Terbatas dalam Keadilan dan Kepastian Hukum di Lingkungan Bisnis Modern. <https://doi.org/10.38035/jihhp.v5i4>
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Untuk Memesan Terlebih Dahulu (2015).
- Permana, K. K., Eprianto, I., Fauzi, A., Minarny, T., Widyarora, S., & Fajriansyah, D. N. (2025). Pengaruh Keamanan Data Pribadi Terhadap Kepercayaan Pengguna di Era Transformasi Digital: Studi Kasus pada Aplikasi Mobile Banking. *Orbit : Jurnal Ilmu Multidisiplin Nusantara*, 1(2), 51–60. <https://doi.org/10.63217/orbit.v1i2.84>
- Rastuti, T. (2015). *Seluk Beluk Perusahaan & Hukum Perusahaan*. PT Refika Aditama.
- Siswanto, A. H. (2021). Rights Issue Sebagai Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham Terhadap Dilusi Saham Perusahaan Terbuka (Vol. 18).
- Sudaryat, S. (2020). Tanggungjawab Pemegang Saham Mayoritas Yang Merangkap Sebagai Direksi Terhadap Kerugian Pihak Ketiga Akibat Perbuatan Melawan Hukum Perseroan. *Jurnal Bina Mulia Hukum*, 4(2), 313. <https://doi.org/10.23920/jbmh.v4i2.293>
- Suparno, S. (2024). Urgensi Penalaran Hukum dalam Pendidikan Hukum dan Implikasinya Terhadap Pemahaman Hukum. *Law, Development & Justice Review*, 7(2), 90–103.
- Zahra, H., Krisna Putri, A., & Tambunan, H. M. (2024). Media Hukum Indonesia (MHI) Published by Yayasan Daarul Huda Krueng Mane Perlindungan Hukum bagi Pemegang Saham: Menggali Hak dan Risiko dalam Perseroan Terbatas. 2(4), 216. <https://doi.org/10.5281/zenodo.14068902>