Mandub: Jurnal Politik, Sosial, Hukum dan Humaniora
Volume. 4, Nomor. 1, Maret 2026
e-ISSN :2988-2273 ; p-ISSN :2988-2281, Hal. 305-325
DOI: https://doi.org/10.59059/mandub.v4i1.3544
Tersedia: https://journal.staiypiqbaubau.ac.id/index.php/Mandub

Perlindungan Hukum Investor terhadap Risiko *Share Dilution* dalam Investasi pada Perusahaan Rintisan

Muhammad Zaidan Firdaus[1*], Patricia Helena Elsa Siburian[2], Rafalina Oktatia[3], I Ketut Astawa[4]
[1,2,3,4]Program Studi Ilmu Hukum, Universitas, Singaperbangsa Karawang
Email: zaidanfirdaus01@gmail.com[1], patriciahelenaelsa@gmail.com[2], rafalina211005@gmail.com[3], ketut.astawa@fh.unsika.ac.id[4]
**Penulis Korespondensi: zaidanfirdaus01@gmail.com*

Abstract. *Equity financing through the issuance of new shares is a common method used by start-up companies to obtain capital for business growth and development. However, new share issuance may create share dilution, referring to a decrease in the ownership percentage of existing investors that may affect their voting rights, bargaining position, and economic interests. This study aims to analyze the risks and legal implications of share dilution for investors in start-up companies and examine available legal protection under Indonesian legislation and shareholders' agreements. This research employs a normative juridical method using statutory and conceptual approaches. Legal materials are collected through library research and analyzed qualitatively and prescriptively by examining company law provisions and legal concepts concerning investor protection. The findings indicate that dilution risks may arise during successive funding rounds, particularly when existing investors do not participate in new share issuances or when financing occurs at a lower company valuation, known as a down round. Law Number 40 of 2007 concerning Limited Liability Companies provides protection through capital increase procedures, General Meeting of Shareholders approval, and pre-emptive rights. Shareholders' Agreements may complement statutory protection through anti-dilution provisions, including full ratchet and weighted average mechanisms, and participation rights. Effective protection requires statutory safeguards and clear contractual arrangements aligned with the company's articles of association.*

Keywords*: Anti-Dilution Provision; Investor Protection; Share Dilution; Shareholders' Agreement; Start-Up Companies.*

Abstrak. Pembiayaan ekuitas melalui penerbitan saham baru merupakan salah satu metode yang umum digunakan oleh perusahaan rintisan untuk memperoleh modal bagi pertumbuhan dan pengembangan usaha. Namun, penerbitan saham baru dapat menimbulkan dilusi saham, yaitu penurunan persentase kepemilikan investor yang sudah ada, yang dapat memengaruhi hak suara, posisi tawar, dan kepentingan ekonomi mereka dalam perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis risiko dan implikasi hukum dilusi saham bagi investor pada perusahaan rintisan serta mengkaji perlindungan hukum yang tersedia berdasarkan peraturan perundang-undangan Indonesia dan perjanjian pemegang saham. Penelitian ini menggunakan metode yuridis normatif dengan pendekatan perundang-undangan dan konseptual. Bahan hukum dikumpulkan melalui studi kepustakaan dan dianalisis secara kualitatif serta preskriptif dengan mengkaji ketentuan hukum perusahaan dan konsep hukum terkait perlindungan investor. Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko dilusi dapat terjadi dalam putaran pendanaan berturut-turut, khususnya ketika investor yang sudah ada tidak berpartisipasi dalam penerbitan saham baru atau ketika pendanaan dilakukan pada valuasi perusahaan yang lebih rendah, yang dikenal sebagai *down round*. Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas memberikan perlindungan melalui prosedur peningkatan modal, persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham, dan hak memesan efek terlebih dahulu. Perjanjian Pemegang Saham dapat melengkapi perlindungan tersebut melalui ketentuan anti-dilusi, termasuk mekanisme *full ratchet* dan *weighted average*, serta hak untuk berpartisipasi dalam pendanaan berikutnya. Perlindungan yang efektif memerlukan penerapan perlindungan berdasarkan peraturan perundang-undangan dan pengaturan kontraktual yang jelas serta selaras dengan anggaran dasar perusahaan.

Kata kunci: Dilusi Saham; Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu; Investor; Ketentuan Anti-Dilusi; Perusahaan Rintisan.

Naskah Masuk: 27 Januari 2026; Revisi: 23 Februari 2026; Diterima: 24 Maret 2026; Terbit: 31 Maret 2026

1. LATAR BELAKANG

Perusahaan rintisan (*start-up*) yang sedang berada pada tahap pertumbuhan membutuhkan sumber pendanaan untuk mengembangkan kegiatan usaha, memperluas pasar, meningkatkan kapasitas operasional, dan mengembangkan produk. Salah satu sumber pendanaan yang banyak digunakan adalah modal ventura, yang dapat diberikan melalui penyertaan modal atau bentuk investasi lainnya. Pendanaan tersebut umumnya dilakukan secara bertahap sesuai dengan perkembangan dan kebutuhan perusahaan, mulai dari tahap awal hingga tahap ekspansi (Nugroho, 2025). Model pendanaan bertahap memberikan peluang bagi perusahaan untuk memperoleh modal tambahan, tetapi pada saat yang sama dapat menimbulkan konsekuensi terhadap struktur kepemilikan saham.

Salah satu konsekuensi yang dapat timbul dari penambahan modal melalui penerbitan saham baru adalah *Share Dilution* atau dilusi saham. Dilusi terjadi ketika jumlah saham yang beredar bertambah akibat penerbitan saham baru sehingga persentase kepemilikan pemegang saham sebelumnya berkurang apabila pemegang saham tersebut tidak mengambil bagian secara proporsional dalam penerbitan saham baru (Siswanto, 2021). Penurunan persentase kepemilikan tersebut tidak hanya berkaitan dengan aspek ekonomi, tetapi juga dapat memengaruhi hak suara dan posisi pemegang saham dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dalam perseroan tertutup, dilusi juga dapat memberikan dampak terhadap kepentingan ekonomi pemegang saham, termasuk terhadap bagian keuntungan dan tingkat pengembalian investasi (Al Ghany & Purwanto, 2024).

Risiko dilusi menjadi semakin relevan dalam pendanaan perusahaan rintisan karena kebutuhan modal dapat muncul dalam beberapa tahapan perkembangan perusahaan. Pendanaan pre-seed dan seed umumnya berkaitan dengan tahap awal pembentukan dan pengembangan usaha, sedangkan Series A digunakan untuk mendukung pengembangan usaha pada tahap berikutnya. Pendanaan Series B dan Series C dapat digunakan untuk mendukung ekspansi dan pertumbuhan perusahaan dalam skala yang lebih besar. Setiap putaran pendanaan yang dilakukan melalui penerbitan saham baru berpotensi mengubah struktur kepemilikan perusahaan apabila pemegang saham sebelumnya tidak berpartisipasi secara proporsional dalam penambahan modal (Nugroho, 2025). Dengan demikian, semakin banyak putaran pendanaan yang dilakukan, semakin penting pengaturan mengenai perlindungan kepentingan pemegang saham dan investor.

Dalam perspektif hukum perseroan di Indonesia, perlindungan terhadap pemegang saham dalam penambahan modal antara lain diberikan melalui mekanisme persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan hak pemegang saham untuk mengambil bagian atas

saham baru secara proporsional. Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas mengatur bahwa penambahan modal perseroan pada prinsipnya dilakukan berdasarkan keputusan RUPS, sedangkan saham yang dikeluarkan untuk penambahan modal harus terlebih dahulu ditawarkan kepada setiap pemegang saham secara proporsional dengan kepemilikannya, dengan memperhatikan ketentuan pengecualian yang diatur dalam undang-undang. Mekanisme tersebut merupakan bentuk perlindungan hukum terhadap pemegang saham agar tetap memiliki kesempatan untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya.

Hak untuk memperoleh saham baru secara proporsional tersebut dikenal sebagai pre-emptive right atau hak memesan terlebih dahulu. Dalam konteks perusahaan terbuka, mekanisme tersebut dikenal sebagai Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD), sedangkan dalam konteks perseroan pada umumnya hak pemegang saham untuk mengambil bagian dalam penerbitan saham baru diatur dalam rezim hukum perseroan. Penggunaan hak tersebut memberikan kesempatan kepada pemegang saham untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya ketika perusahaan melakukan penambahan modal. Sebaliknya, apabila pemegang saham tidak menggunakan haknya, persentase kepemilikannya dapat mengalami penurunan akibat bertambahnya jumlah saham yang beredar (Siswanto, 2021).

Meskipun demikian, keberadaan hak partisipasi tersebut belum sepenuhnya menghilangkan risiko dilusi bagi investor. Pemegang saham yang ingin mempertahankan persentase kepemilikannya harus memiliki kemampuan dan kemauan untuk menyediakan dana tambahan dalam setiap putaran penerbitan saham baru. Dengan demikian, perlindungan formal berupa hak untuk mengambil bagian dalam penerbitan saham belum tentu memberikan perlindungan yang efektif bagi seluruh pemegang saham, terutama investor yang memiliki keterbatasan kemampuan untuk mengikuti pendanaan lanjutan. Siswanto (2021) menjelaskan bahwa pemegang saham yang tidak menggunakan haknya dalam penerbitan saham baru dapat mengalami penurunan persentase kepemilikan, sedangkan penggunaan hak tersebut mensyaratkan adanya kemampuan untuk menyediakan tambahan modal.

Selain perlindungan yang bersumber dari hukum perseroan, kepentingan investor dapat diperkuat melalui pengaturan kontraktual dalam *Shareholders' Agreement* (SHA). SHA merupakan perjanjian yang mengatur hubungan, hak, kewajiban, serta kepentingan para pemegang saham dalam suatu perusahaan. Dalam konteks investasi pada perusahaan rintisan, SHA dapat mengatur berbagai hal, antara lain hak suara, pengalihan saham, pembagian keuntungan, mekanisme keluar dari investasi (*exit strategy*), serta ketentuan perlindungan terhadap investor. Pengaturan tersebut dapat disesuaikan dengan kebutuhan dan kesepakatan

para pihak sepanjang tidak bertentangan dengan ketentuan hukum yang berlaku (Nugroho, 2025).

Salah satu bentuk perlindungan kontraktual yang relevan adalah *anti-dilution provision*. Ketentuan ini dirancang untuk memberikan perlindungan kepada investor apabila perusahaan menerbitkan saham baru, terutama dalam kondisi penerbitan saham pada valuasi yang lebih rendah dibandingkan investasi sebelumnya. Melalui pengaturan kontraktual tersebut, para pihak dapat menentukan mekanisme penyesuaian tertentu untuk mengurangi dampak ekonomi yang mungkin timbul akibat dilusi. Oleh karena itu, SHA dapat menjadi instrumen pelengkap terhadap perlindungan yang diberikan oleh hukum perseroan, khususnya dalam hubungan investasi pada perusahaan rintisan yang memiliki karakter pendanaan bertahap (Nugroho, 2025).

Kajian mengenai perlindungan pemegang saham dan dilusi saham telah dilakukan dari berbagai perspektif. Siswanto (2021) membahas rights issue sebagai mekanisme perlindungan hukum bagi pemegang saham terhadap dilusi saham dan menunjukkan hubungan antara penerbitan saham baru dengan perubahan persentase kepemilikan serta hak suara pemegang saham. Al Ghany dan Purwanto (2024) mengkaji perlindungan hukum terhadap pemegang saham akibat dilusi saham pada perseroan tertutup, termasuk konsekuensi ekonomi dan upaya hukum yang dapat ditempuh oleh pemegang saham. Zulvacar dan Gunadi (2025) membahas perubahan anggaran dasar yang dapat menyebabkan *Share Dilution* serta implikasinya terhadap hak pemegang saham minoritas. Sementara itu, Nugroho (2025) mengkaji perlindungan hukum dan tantangan pendanaan perusahaan rintisan melalui modal ventura, termasuk persoalan hubungan kontraktual antara investor dan perusahaan.

Kajian mengenai perjanjian pemegang saham juga menunjukkan bahwa SHA dapat digunakan sebagai instrumen untuk mengatur dan memberikan perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham. Trika (2023) membahas perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas melalui perjanjian pemegang saham di Indonesia. Sementara itu, Alya dan Wahyuni (2026) mengkaji perlindungan pemegang saham melalui *Shareholders' Agreement* dengan membandingkan pengaturannya dalam hukum Indonesia dan Kanada. Kajian-kajian tersebut menunjukkan pentingnya pengaturan kontraktual dalam membangun kepastian mengenai hak dan kewajiban pemegang saham, terutama ketika terdapat kepentingan yang berbeda antara pemegang saham lama, investor baru, dan perseroan.

Meskipun penelitian terdahulu telah membahas dilusi saham, perlindungan pemegang saham, pendanaan perusahaan rintisan, serta penggunaan *Shareholders' Agreement*, masih terdapat ruang kajian mengenai hubungan antara mekanisme perlindungan berdasarkan hukum

perseroan dengan perlindungan kontraktual dalam menghadapi risiko dilusi pada pendanaan bertahap perusahaan rintisan. Persoalan tersebut menjadi penting karena perlindungan melalui hak pemegang saham untuk mengambil bagian dalam penerbitan saham baru memiliki karakter yang berbeda dengan perlindungan yang secara khusus dinegosiasikan melalui SHA. Hak partisipasi memberikan kesempatan kepada pemegang saham untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya, sedangkan *anti-dilution provision* dapat dirancang untuk mengatur konsekuensi tertentu dari penerbitan saham baru berdasarkan kesepakatan para pihak.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini memusatkan perhatian pada risiko *Share Dilution* dalam pendanaan bertahap perusahaan rintisan serta perlindungan hukum terhadap investor berdasarkan hukum perseroan di Indonesia dan pengaturan kontraktual melalui *Shareholders' Agreement*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis risiko dan implikasi hukum *Share Dilution* terhadap investor pada perusahaan rintisan serta menganalisis bentuk perlindungan hukum yang dapat digunakan melalui mekanisme hak pemegang saham dan *anti-dilution provision* dalam *Shareholders' Agreement*. Dengan demikian, penelitian diharapkan dapat memberikan pemahaman mengenai hubungan antara perlindungan hukum berdasarkan peraturan perundang-undangan dan perlindungan kontraktual dalam menjaga kepentingan investor pada pendanaan perusahaan rintisan.

2. KAJIAN TEORITIS

Teori Perlindungan Hukum

Perlindungan hukum merupakan konsep yang menempatkan hukum sebagai instrumen untuk melindungi kepentingan dan hak subjek hukum. Satjipto Rahardjo memandang perlindungan hukum sebagai upaya memberikan pengayoman terhadap kepentingan seseorang dengan memberikan kewenangan kepadanya untuk bertindak dalam rangka melindungi kepentingannya. Konsep ini menempatkan keberadaan hukum tidak hanya sebagai kumpulan aturan, tetapi juga sebagai sarana untuk memberikan perlindungan terhadap kepentingan yang diakui oleh hukum.

Philipus M. Hadjon membedakan perlindungan hukum ke dalam dua bentuk, yaitu perlindungan hukum preventif dan perlindungan hukum represif. Perlindungan preventif memberikan kesempatan kepada subjek hukum untuk mencegah terjadinya sengketa atau kerugian sebelum tindakan yang merugikan terjadi. Perlindungan represif diberikan setelah terjadi pelanggaran atau sengketa melalui mekanisme penyelesaian dan penegakan hukum. Pembedaan tersebut relevan untuk menganalisis perlindungan investor dalam menghadapi

risiko *Share Dilution*, karena perlindungan investor dapat diberikan sebelum penerbitan saham baru maupun setelah terjadi kerugian akibat tindakan perseroan.

Dalam hubungan investasi pada perusahaan rintisan, perlindungan preventif dapat diwujudkan melalui pengaturan hak investor sebelum dan ketika perusahaan melakukan penambahan modal. Hak pemegang saham untuk memperoleh kesempatan mengambil bagian dalam penerbitan saham baru merupakan salah satu bentuk perlindungan preventif dalam hukum perseroan. Pasal 43 ayat (1) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas memberikan hak kepada pemegang saham untuk mengambil bagian terlebih dahulu atas saham yang dikeluarkan untuk penambahan modal sesuai dengan proporsi kepemilikannya. Ketentuan ini memungkinkan pemegang saham mempertahankan proporsi kepemilikan apabila memiliki kemampuan dan memilih untuk mengambil bagian dalam penambahan modal.

Perlindungan preventif juga dapat dibentuk melalui kesepakatan para pihak dalam hubungan investasi. Dalam pendanaan *start-up, Shareholders' Agreement* dapat digunakan untuk mengatur hak dan kewajiban pemegang saham, termasuk pengaturan mengenai hak suara, dividen, ketentuan *anti-dilution*, dan mekanisme exit. Pengaturan kontraktual memberikan ruang bagi investor untuk menentukan bentuk perlindungan yang disesuaikan dengan karakter dan risiko investasi sejak awal hubungan hukum.

Sementara itu, perlindungan represif berkaitan dengan upaya hukum setelah terjadi tindakan atau keputusan perseroan yang merugikan pemegang saham. Undang-Undang Perseroan Terbatas memberikan hak kepada pemegang saham untuk mengajukan gugatan terhadap perseroan apabila mengalami kerugian sebagai akibat tindakan perseroan yang dianggap tidak adil dan tanpa alasan yang wajar sebagai akibat keputusan RUPS, Direksi, dan/atau Dewan Komisaris. Mekanisme tersebut menunjukkan bahwa perlindungan investor tidak berhenti pada pemberian hak sebelum tindakan korporasi dilakukan, tetapi juga mencakup sarana hukum ketika hak atau kepentingannya telah dirugikan.

Teori perlindungan hukum digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis kecukupan instrumen hukum yang tersedia bagi investor ketika terjadi *Share Dilution*. Perlindungan preventif dianalisis melalui HMETD dan pengaturan kontraktual dalam *Shareholders' Agreement*, sedangkan perlindungan represif dianalisis melalui mekanisme hukum yang dapat digunakan pemegang saham ketika penerbitan saham atau tindakan perseroan menimbulkan kerugian. Kerangka tersebut digunakan untuk melihat apakah instrumen hukum yang tersedia mampu memberikan perlindungan terhadap kepentingan

kepemilikan, hak suara, dan kepentingan ekonomi investor dalam pendanaan bertahap perusahaan rintisan.

Hak Pemegang Saham dan Perlindungan Pemegang Saham Minoritas

Pemegang saham memiliki kedudukan sebagai pemilik bagian modal dalam perseroan yang menimbulkan hak-hak tertentu berdasarkan jumlah dan klasifikasi saham yang dimilikinya. Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas memberikan hak kepada pemegang saham untuk menghadiri dan mengeluarkan suara dalam RUPS, menerima pembayaran dividen dan pembagian kekayaan hasil likuidasi, serta menjalankan hak lain berdasarkan undang-undang. Hak tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham tidak hanya memberikan kepentingan ekonomi, tetapi juga memberikan posisi hukum dalam penyelenggaraan perseroan.

Hak suara menjadi salah satu aspek penting karena keputusan strategis perseroan pada prinsipnya ditentukan melalui mekanisme RUPS. Besarnya pengaruh pemegang saham dalam RUPS berkaitan dengan jumlah saham yang dimiliki dan hak suara yang melekat pada saham tersebut. Perubahan persentase kepemilikan akibat penerbitan saham baru dapat mengurangi proporsi suara investor lama, terutama ketika investor tidak mengambil bagian dalam penambahan modal. Kondisi ini menjadikan perubahan struktur kepemilikan sebagai persoalan yang tidak hanya bersifat ekonomis, tetapi juga berkaitan dengan posisi hukum investor dalam perseroan.

Pemegang saham dengan jumlah kepemilikan yang lebih kecil menghadapi keterbatasan dalam memengaruhi keputusan perseroan ketika keputusan ditentukan berdasarkan suara mayoritas. Perlindungan terhadap pemegang saham minoritas diperlukan untuk menjaga agar penggunaan kekuasaan mayoritas tidak menghilangkan hak yang melekat pada kepemilikan saham. Kajian mengenai pemegang saham minoritas menunjukkan bahwa UUPT menyediakan sejumlah instrumen perlindungan, termasuk hak suara dalam RUPS, hak mengajukan gugatan, serta mekanisme tertentu yang dapat digunakan ketika kepentingan pemegang saham dirugikan.

Perlindungan terhadap pemegang saham minoritas juga berkaitan dengan hak untuk mempertahankan kepentingannya ketika perseroan melakukan tindakan korporasi. Dalam konteks restrukturisasi, misalnya, UUPT memberikan perlindungan melalui hak pemegang saham yang tidak menyetujui tindakan restrukturisasi untuk meminta agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar sebagaimana diatur dalam Pasal 62 UUPT. Instrumen ini memperlihatkan bahwa perlindungan pemegang saham tidak hanya diarahkan pada pemberian

hak untuk berpartisipasi dalam pengambilan keputusan, tetapi juga menyediakan mekanisme ketika keputusan perseroan berdampak terhadap kepentingan pemegang saham.

Dalam konteks *Share Dilution*, kepentingan pemegang saham minoritas berkaitan erat dengan perubahan proporsi kepemilikan setelah penerbitan saham baru. Investor yang sebelumnya memiliki persentase tertentu dapat mengalami penurunan proporsi kepemilikan apabila jumlah saham bertambah dan investor tidak memperoleh atau tidak menggunakan kesempatan untuk mengambil bagian dalam penerbitan saham baru. Penurunan proporsi tersebut dapat memengaruhi kemampuan investor dalam menggunakan hak suara sekaligus mengubah posisi relatifnya terhadap pemegang saham lainnya.

Perlindungan terhadap investor dalam situasi dilusi tidak cukup dilihat hanya dari besarnya jumlah saham yang masih dimiliki. Analisis juga perlu memperhatikan hak-hak yang melekat pada saham, kemampuan memengaruhi keputusan RUPS, serta kepentingan ekonomi yang berkaitan dengan kepemilikan saham. Dalam perusahaan rintisan yang memperoleh pendanaan secara bertahap, perubahan komposisi pemegang saham dapat berlangsung beberapa kali sehingga posisi investor awal perlu dianalisis sejak penerbitan saham baru sampai dengan putaran pendanaan berikutnya.

Kerangka hak pemegang saham dan perlindungan pemegang saham minoritas digunakan dalam penelitian ini untuk menilai akibat hukum dari *Share Dilution* terhadap investor. Fokus analisis diarahkan pada perubahan proporsi kepemilikan, hak suara, dan kepentingan ekonomi investor setelah penerbitan saham baru. Kerangka tersebut selanjutnya digunakan untuk menilai apakah mekanisme yang tersedia dalam UUPT dan pengaturan kontraktual melalui *Shareholders' Agreement* mampu memberikan perlindungan terhadap posisi investor dalam pendanaan bertahap perusahaan rintisan.

Konsep *Share Dilution* dalam Pendanaan *Start-up*

Share Dilution merupakan kondisi ketika persentase kepemilikan pemegang saham mengalami penurunan akibat bertambahnya jumlah saham yang beredar. Kondisi ini umumnya muncul ketika perseroan menerbitkan saham baru dan pemegang saham lama tidak mengambil bagian secara proporsional dalam penerbitan tersebut. Dilusi tidak berarti jumlah saham yang telah dimiliki investor berkurang secara nominal, melainkan persentase kepemilikannya terhadap keseluruhan saham perseroan menjadi lebih kecil.

Secara sederhana, dilusi dapat dilihat melalui perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki investor dengan jumlah seluruh saham setelah penerbitan saham baru. Apabila seorang investor sebelumnya memiliki 1.000 saham dari total 10.000 saham, kepemilikannya adalah 10%. Ketika perseroan menerbitkan 5.000 saham baru dan investor tidak mengambil bagian,

investor tetap memiliki 1.000 saham, tetapi jumlah seluruh saham menjadi 15.000. Persentase kepemilikannya turun menjadi sekitar 6,67%. Perubahan ini memperlihatkan bahwa dilusi terutama berkaitan dengan perubahan proporsi kepemilikan setelah terjadi penambahan jumlah saham.

Dilusi dapat menimbulkan konsekuensi terhadap hak suara pemegang saham. UUPT menentukan bahwa setiap saham memberikan hak kepada pemiliknya untuk menghadiri dan mengeluarkan suara dalam RUPS, kecuali ditentukan lain oleh undang-undang dan Anggaran Dasar. Ketika persentase kepemilikan investor menurun, proporsi suara yang dimilikinya terhadap keseluruhan suara perseroan juga dapat mengalami penurunan. Bagi investor yang memiliki posisi minoritas, perubahan proporsi tersebut dapat semakin memperkecil kemampuan untuk memengaruhi keputusan yang ditentukan melalui mekanisme RUPS.

Selain aspek hak suara, dilusi memiliki dimensi ekonomi. Persentase kepemilikan merupakan salah satu dasar untuk melihat bagian relatif pemegang saham terhadap manfaat ekonomi perusahaan. Penelitian mengenai dilusi pada perseroan tertutup menunjukkan bahwa penerbitan saham baru dapat berdampak terhadap kepentingan ekonomi pemegang saham, termasuk perubahan return on investment dan dividend per share. Artinya, analisis dilusi tidak cukup hanya melihat jumlah saham yang tetap dimiliki investor, tetapi juga perlu melihat perubahan posisi saham tersebut terhadap keseluruhan modal perseroan.

Dalam pendanaan *start-up*, risiko dilusi dapat muncul berulang karena perusahaan dapat memperoleh modal melalui beberapa putaran pendanaan. Pendanaan tahap awal dapat diikuti oleh Series A, Series B, Series C, dan putaran berikutnya sesuai dengan kebutuhan pertumbuhan perusahaan. Setiap penerbitan saham baru berpotensi mengubah komposisi kepemilikan apabila investor yang telah ada tidak ikut serta dalam putaran pendanaan berikutnya.

Persoalan menjadi lebih kompleks ketika penerbitan saham baru dilakukan pada valuasi perusahaan yang lebih rendah dibandingkan putaran investasi sebelumnya (*down round*). Investor awal dalam kondisi ini dapat menghadapi penurunan persentase kepemilikan sekaligus perubahan nilai ekonomis investasinya. Risiko tersebut menjelaskan mengapa hubungan hukum antara investor dan perusahaan rintisan tidak hanya membutuhkan pengaturan mengenai jumlah saham yang diperoleh pada saat investasi awal, tetapi juga perlu mempertimbangkan konsekuensi penerbitan saham pada putaran pendanaan berikutnya.

Dalam hukum perseroan Indonesia, risiko dilusi berkaitan dengan mekanisme penambahan modal dan hak pemegang saham untuk mengambil bagian dalam saham baru. Pasal 43 ayat (1) UUPT memberikan kesempatan kepada pemegang saham untuk mengambil

bagian terlebih dahulu secara proporsional. Mekanisme ini menjadi salah satu instrumen untuk mempertahankan persentase kepemilikan. Namun, kemampuan investor untuk mempertahankan persentase tersebut tetap bergantung pada kesediaan dan kemampuan investor menyediakan modal tambahan.

Konsep *Share Dilution* dalam penelitian ini digunakan untuk melihat perubahan posisi hukum dan ekonomi investor akibat penerbitan saham baru dalam pendanaan *start-up*. Analisis tidak hanya diarahkan pada penurunan persentase kepemilikan, tetapi juga pada konsekuensinya terhadap hak suara, posisi investor dalam struktur perseroan, serta kepentingan ekonomi yang melekat pada saham. Kerangka ini menjadi dasar untuk membahas kebutuhan terhadap perlindungan melalui HMETD dan pengaturan kontraktual berupa *anti-dilution provision*.

Shareholders' Agreement **sebagai Instrumen Perlindungan Investor**

Shareholders' Agreement (SHA) merupakan perjanjian yang dibuat antara para pemegang saham untuk mengatur hubungan hukum, hak, dan kewajiban yang berkaitan dengan kepemilikan serta pengelolaan perseroan. Dalam praktik perusahaan rintisan, SHA dapat digunakan untuk mengatur berbagai hal yang berkaitan dengan hubungan antara pendiri dan investor, termasuk hak suara, pembagian dividen, pengalihan saham, serta ketentuan lain yang disepakati para pemegang saham.

Pada sistem hukum Indonesia, SHA pada dasarnya merupakan perjanjian yang tunduk pada ketentuan hukum perjanjian. Keberlakuannya berkaitan dengan asas kebebasan berkontrak sebagaimana tercermin dalam Pasal 1338 ayat (1) KUHPerdata, sepanjang perjanjian dibuat secara sah dan tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan, ketertiban umum, maupun kesusilaan. Kedudukan kontraktual ini memberikan ruang bagi investor dan pemegang saham lainnya untuk menyusun pengaturan yang lebih spesifik sesuai dengan kebutuhan hubungan investasi.

SHA memiliki fungsi yang berbeda dari Anggaran Dasar perseroan. Anggaran Dasar merupakan bagian dari dokumen pendirian dan tata kelola perseroan yang tunduk pada ketentuan UUPT, sedangkan SHA merupakan kesepakatan kontraktual di antara pihak-pihak yang menandatanganinya. Penelitian mengenai SHA dalam hukum Indonesia menunjukkan bahwa SHA dapat digunakan sebagai instrumen perlindungan pemegang saham, tetapi pengaturannya tetap perlu diselaraskan dengan UUPT dan Anggaran Dasar agar tidak menimbulkan pertentangan dalam pelaksanaannya.

Kebutuhan terhadap SHA menjadi semakin relevan dalam pendanaan *start-up* karena hubungan antara pendiri dan investor dapat berkembang seiring bertambahnya putaran pendanaan. Investor tidak hanya berkepentingan terhadap jumlah saham yang diperoleh pada saat investasi, tetapi juga terhadap hak yang dapat digunakan ketika terjadi perubahan struktur kepemilikan, penerbitan saham baru, pengambilan keputusan strategis, atau perubahan kepemilikan perusahaan. Pengaturan sejak awal dapat memberikan batas yang lebih jelas mengenai hak dan kewajiban masing-masing pihak dalam menghadapi perubahan tersebut.

Dalam konteks perlindungan terhadap risiko *Share Dilution*, SHA dapat memuat ketentuan yang memberikan perlindungan kepada investor ketika perusahaan melakukan pendanaan lanjutan. Nugroho mengidentifikasi ketentuan *anti-dilution* sebagai salah satu substansi yang dapat dimuat dalam SHA pada hubungan pendanaan *start-up*. Pengaturan tersebut memungkinkan para pihak menentukan terlebih dahulu mekanisme yang akan digunakan apabila penerbitan saham baru memengaruhi posisi kepemilikan investor.

Penggunaan SHA sebagai instrumen perlindungan investor juga berkaitan dengan kebutuhan untuk mengantisipasi keterbatasan perlindungan yang bersifat umum dalam UUPT. HMETD memberikan kesempatan kepada pemegang saham lama untuk mengambil bagian dalam penerbitan saham baru secara proporsional, tetapi mekanisme itu tidak selalu menyelesaikan seluruh persoalan yang muncul dalam pendanaan *start-up*. Investor yang tidak mengikuti putaran pendanaan berikutnya tetap dapat mengalami penurunan persentase kepemilikan. SHA dapat digunakan untuk mengatur hak tambahan yang disepakati para pihak guna mengantisipasi kondisi tersebut.

Dalam penelitian ini, SHA ditempatkan sebagai instrumen perlindungan kontraktual yang melengkapi perlindungan berdasarkan UUPT. Analisis terhadap SHA tidak diarahkan untuk menggantikan ketentuan hukum perseroan, tetapi untuk melihat sejauh mana kesepakatan antara investor dan pemegang saham dapat digunakan untuk mengatur risiko *Share Dilution*. Salah satu bentuk pengaturan yang menjadi fokus adalah *anti-dilution provision*, yang selanjutnya perlu dianalisis berdasarkan karakter, mekanisme, serta akibat hukumnya terhadap investor dan pemegang saham lainnya.

Anti-dilution Provision

Anti-dilution provision merupakan ketentuan kontraktual yang memberikan perlindungan kepada investor ketika perusahaan menerbitkan saham baru pada harga yang lebih rendah daripada harga investasi sebelumnya. Kondisi tersebut dikenal sebagai *down round*. Perlindungan diberikan melalui penyesuaian harga atau rasio konversi sesuai dengan mekanisme yang telah disepakati para pihak.

Anti-dilution provision memiliki fungsi yang berbeda dari hak pemegang saham untuk mengambil bagian dalam penerbitan saham baru. Hak tersebut memberikan kesempatan kepada pemegang saham untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya melalui partisipasi dalam penerbitan saham baru. *Anti-dilution provision* memberikan perlindungan melalui penyesuaian posisi investasi ketika penerbitan saham baru dilakukan pada harga yang lebih rendah.

Dua mekanisme yang umum digunakan dalam *anti-dilution provision* ialah *full ratchet* dan *weighted average*. *Full ratchet* menyesuaikan harga konversi investor lama dengan harga penerbitan baru yang lebih rendah tanpa memperhitungkan jumlah saham yang diterbitkan. Sementara itu, *weighted average* mempertimbangkan jumlah saham yang telah beredar, jumlah saham baru, serta harga penerbitan sebelumnya dan harga penerbitan baru dalam menentukan harga penyesuaian. Pendekatan *weighted average* dapat menggunakan basis broad-based yang memperhitungkan jumlah saham secara lebih luas sebagai dasar perhitungan.

Perbedaan kedua mekanisme tersebut berpengaruh terhadap pembagian risiko antara investor lama dan pemegang saham lainnya. *Full ratchet* memberikan perlindungan yang lebih besar kepada investor karena penyesuaian harga dilakukan secara penuh mengikuti harga penerbitan baru. Sementara itu, *weighted average* menghasilkan penyesuaian yang mempertimbangkan ukuran penerbitan baru serta jumlah saham yang telah beredar sehingga dampaknya terhadap pemegang saham lainnya lebih terbatas.

Pada pendanaan *start-up*, klausul *anti-dilution* perlu dirumuskan secara jelas mengenai keadaan yang memicu perlindungan, jenis penerbitan yang tercakup, metode penyesuaian yang digunakan, serta kondisi yang dikecualikan. Kejelasan tersebut diperlukan karena pelaksanaan klausul dapat memengaruhi hak ekonomi investor dan komposisi kepemilikan setelah putaran pendanaan berikutnya.

Dalam hukum perseroan Indonesia, perlindungan kontraktual melalui *anti-dilution provision* perlu ditempatkan berdampingan dengan mekanisme perlindungan pemegang saham berdasarkan Undang-Undang Perseroan Terbatas. Pasal 43 ayat (1) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas memberikan hak kepada pemegang saham untuk mengambil bagian terlebih dahulu atas saham yang dikeluarkan untuk penambahan modal sesuai dengan proporsi kepemilikannya. *Anti-dilution provision* memiliki fungsi berbeda karena perlindungannya bersumber dari kesepakatan kontraktual para pihak.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum yuridis normatif dengan pendekatan perundang-undangan (*statute approach*) dan pendekatan konseptual (*conceptual approach*). Pendekatan perundang-undangan digunakan untuk menelaah ketentuan hukum yang berkaitan dengan perseroan terbatas, penambahan modal, hak pemegang saham, dan perlindungan investor, khususnya Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas beserta peraturan yang berkaitan. Pendekatan konseptual digunakan untuk menganalisis konsep *Share Dilution*, *Shareholders' Agreement*, *anti-dilution provision*, *full ratchet*, dan *weighted average* dalam hubungan investasi pada perusahaan rintisan.

Bahan hukum yang digunakan terdiri atas bahan hukum primer dan bahan hukum sekunder. Bahan hukum primer berupa peraturan perundang-undangan yang berkaitan dengan perseroan terbatas, penambahan modal, dan hubungan kontraktual. Bahan hukum sekunder berupa buku hukum, jurnal ilmiah, dan hasil penelitian yang relevan dengan hukum perusahaan, perlindungan pemegang saham, pendanaan *start-up*, serta *anti-dilution provision*. Pengumpulan bahan hukum dilakukan melalui studi kepustakaan dengan menelusuri dan menginventarisasi bahan hukum yang berkaitan dengan permasalahan penelitian. Bahan hukum yang diperoleh kemudian dianalisis secara kualitatif-preskriptif dengan menghubungkan ketentuan hukum positif dengan konsep dan doktrin hukum untuk menjawab permasalahan mengenai risiko *Share Dilution* dan bentuk perlindungan kontraktual investor melalui *anti-dilution provision*.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Risiko dan Implikasi Hukum *Share Dilution*

Mekanisme Penerbitan Saham Baru dalam Funding Round

Penerbitan saham baru dalam funding round merupakan mekanisme perusahaan *start-up* untuk memperoleh tambahan modal dari investor. Namun, penerbitan tersebut dapat menyebabkan *Share Dilution*, yaitu penurunan persentase kepemilikan investor lama akibat bertambahnya jumlah saham beredar. Pelaksanaannya harus memperhatikan ketentuan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) beserta perubahannya.

Perubahan Jumlah Saham dan Persentase Kepemilikan

Share Dilution terjadi ketika jumlah saham perusahaan bertambah, sedangkan jumlah saham investor lama tetap. Akibatnya, persentase kepemilikan investor menurun meskipun jumlah saham yang dimilikinya tidak berubah. Kondisi ini dapat memengaruhi hak suara dan bagian investor atas manfaat ekonomi perusahaan.

Penurunan Hak Suara Investor

Penurunan persentase kepemilikan dapat mengurangi proporsi suara investor dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Hal ini berpotensi membatasi pengaruh investor terhadap keputusan strategis perusahaan, tetapi tidak secara otomatis menghapus hak suara yang masih melekat pada sahamnya.

Dampak terhadap Posisi Investor dalam RUPS

Dilusi dapat mengubah posisi tawar investor dalam RUPS, terutama ketika persentase kepemilikannya menurun sehingga lebih sulit memengaruhi keputusan perusahaan. Namun, hak khusus seperti hak veto tetap bergantung pada ketentuan anggaran dasar, perjanjian investasi, dan hukum yang berlaku.

Dampak terhadap Hak Ekonomi Investor

Dilusi dapat mengurangi proporsi investor dalam pembagian dividen dan hasil likuidasi apabila hak ekonomi dibagikan berdasarkan persentase kepemilikan. Meskipun demikian, kerugian ekonomi tidak terjadi secara otomatis karena turut ditentukan oleh valuasi perusahaan, kinerja usaha, dan klasifikasi saham.

Risiko Down Round

Down round terjadi ketika perusahaan memperoleh pendanaan baru dengan valuasi lebih rendah daripada putaran sebelumnya. Kondisi ini dapat merugikan investor lama melalui penurunan nilai investasinya dan peningkatan risiko dilusi. Klausul *anti-dilution* dapat memberikan perlindungan tertentu, tetapi penerapannya bergantung pada perjanjian dan ketentuan hukum yang berlaku.

Potensi Konflik antara Investor Lama, Investor Baru, dan Founder

Dilusi dapat menimbulkan konflik karena investor lama ingin mempertahankan kepemilikan, investor baru menginginkan hak yang sebanding dengan investasinya, sedangkan founder berusaha mempertahankan kendali perusahaan. Konflik dapat muncul akibat perbedaan valuasi, pembagian hak, transparansi pendanaan, dan pengambilan keputusan.

Implikasi Hukum terhadap Kedudukan Investor

Share Dilution tidak secara otomatis menghilangkan status investor sebagai pemegang saham, tetapi dapat memengaruhi hak suara, hak ekonomi, dan posisi tawarnya. Pasal 43 UUPT mengatur hak pemegang saham untuk mengambil bagian terlebih dahulu atas saham baru dalam kondisi yang ditentukan undang-undang. Oleh karena itu, perlindungan investor perlu didukung kepatuhan hukum, transparansi penerbitan saham, dan perjanjian investasi yang jelas.

Perlindungan Hukum Investor Berdasarkan UU Perseroan Terbatas

Perlindungan hukum investor terhadap *Share Dilution* diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT). Pasal 41–43 mengatur penambahan modal, persetujuan RUPS, dan hak pemegang saham atas saham baru. Ketentuan ini memastikan penerbitan saham dilakukan sesuai prosedur hukum.

Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) memberikan kesempatan kepada pemegang saham lama untuk mengambil bagian atas saham baru sesuai proporsi kepemilikannya. Hak ini membantu investor mempertahankan persentase kepemilikan, meskipun dilusi tetap dapat terjadi apabila hak tersebut tidak digunakan atau berlaku pengecualian hukum.

Perlindungan investor juga mencakup pemegang saham minoritas. Pasal 61 UUPT mengatur hak menggugat perseroan apabila dirugikan oleh tindakan yang tidak adil, sedangkan Pasal 62 mengatur hak meminta pembelian saham dengan harga wajar dalam kondisi tertentu Meskipun UUPT relevan bagi *start-up* berbentuk perseroan terbatas, pengaturan khusus mengenai *down round* dan klausul *anti-dilution* masih perlu diperhatikan melalui perjanjian investasi dan anggaran dasar yang sesuai dengan hukum Indonesia.

Perlindungan Kontraktual melalui *Shareholders' Agreement*

Shareholders' Agreement (SHA) merupakan perjanjian antarpemegang saham yang mengatur hak dan kewajiban para pihak, termasuk perlindungan investor terhadap *Share Dilution*. SHA dapat mengatur hak suara, pendanaan lanjutan, pengalihan saham, serta persetujuan atas keputusan strategis perusahaan.

Penyusunan SHA didasarkan pada asas kebebasan berkontrak dalam Pasal 1338 KUHPerdata, dengan tetap memenuhi syarat sah perjanjian dan tidak bertentangan dengan hukum yang berlaku. Oleh karena itu, isi SHA perlu disesuaikan dengan UUPT dan anggaran dasar perseroan.

Perlindungan terhadap dilusi dapat dilakukan melalui klausul *anti-dilution*, yang mencakup mekanisme *full ratchet* dan *weighted average*. *Full ratchet* menyesuaikan harga konversi berdasarkan harga saham baru yang lebih rendah, sedangkan *weighted average* mempertimbangkan harga dan jumlah saham yang diterbitkan.

SHA juga dapat memuat Right of First Refusal (ROFR), yaitu hak untuk membeli saham yang akan dialihkan kepada pihak lain, serta Pay-to-Play Clause, yang mengatur konsekuensi bagi investor yang tidak berpartisipasi dalam pendanaan berikutnya. Selain itu, pro-rata right memberikan kesempatan kepada investor untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya melalui partisipasi dalam funding round selanjutnya.

Selanjutnya, klausul reserved matters dapat mensyaratkan persetujuan investor atas keputusan penting, seperti penerbitan saham baru, perubahan anggaran dasar, merger, dan likuidasi. Efektivitas seluruh perlindungan tersebut bergantung pada kejelasan rumusan SHA serta kesesuaiannya dengan anggaran dasar dan ketentuan hukum perseroan.

Analisis Perlindungan Investor Sesuai dengan UU PT dan Perjanjian Pemegang Saham

Perlindungan Menurut UU PT

Pada Pasal 43 ayat (1) UU PT, dinyatakan bahwa saham baru harus ditawarkan terlebih dahulu kepada pemegang saham yang memiliki porsi yang sama. Sementara itu, Pasal 61 dan 62 memberikan hak untuk menggugat perusahaan jika ada tindakan yang tidak adil dan hak untuk meminta perusahaan membeli saham dengan harga yang wajar. Selain itu, Pasal 53 juga membahas tentang jenis saham yang memiliki hak yang berbeda. Untuk perusahaan yang terdaftar, aturan ini telah diatur dalam POJK tentang HMETD.

Perlindungan SHA

Perjanjian pemegang saham (SHA) legal dan mengikat menurut Pasal 1320 dan 1338 KUHPerdata walaupun UU PT tidak menentukannya, dan biasanya mencakup hak suara tertentu, hak untuk mendapatkan informasi, hak untuk membeli saham lebih dulu, hak ikut menjual, hak untuk menarik diri, dan hak untuk menawarkan beli. Dalam investasi pada perusahaan baru, investor bergantung pada bagian tentang hak suara, strategi keluar, dan perlindungan dari pengurangan kepemilikan.

Perbedaan antara UU dan Kontrak.

Aturan hukum untuk Perseroan Terbatas (PT) berlaku untuk semua pemegang saham secara umum. Di sisi lain, Perjanjian Pemegang Saham (SHA) berlaku hanya untuk orang-orang yang menandatanganinya. Perubahan pada perjanjian ini hanya bisa dilakukan jika semua pemegang saham setuju. Hak-hak seperti tag-along dan drag-along tidak diatur dalam UU PT, jadi hak tersebut hanya bisa berlaku jika sudah disepakati dalam perjanjian

HMETD

Kelebihan dari hal ini adalah semua pemegang saham lama mendapatkan kesempatan yang sama untuk menjaga bagian kepemilikan mereka, sebagai bentuk keadilan dalam pembagian. Namun, ada juga keterbatasannya, yaitu dilusi tetap akan terjadi jika hak tersebut tidak diambil, HMETD tidak berlaku untuk penempatan privat, dan ini tidak bisa menghindari pengurangan nilai.

Klausul Anti-Dilusi

Klausul ini dirancang berdasarkan risiko investasi dan menjadi perhatian bagi investor. Akan tetapi, sering kali tidak tertulis secara jelas sehingga investor dapat dirugikan saat terjadi sengketa kepemilikan, dan beberapa pendiri menganggap bahwa hal ini menghalangi fleksibilitas usaha.

Full Ratchet dan Weighted Average

Full ratchet menyesuaikan harga konversi bagi investor menjadi harga terendah dari putaran terbaru sehingga memberikan perlindungan ekstensif bagi investor tetapi dapat menjadi beban bagi pendiri. Di sisi lain, *weighted average* menghitung harga dan jumlah saham baru secara proporsional sehingga menghasilkan lebih banyak keseimbangan. Penyusunan klausul harus detail sebab convertible note rawan terhadap ketidakjelasan jika klausul konversi dan valuasi tidak dinyatakan dengan jelas.

Pendekatan Preventif dan Kontraktual

Perlindungan yang sifatnya preventif bertujuan untuk menghindari sengketa dengan adanya kontrak yang jelas, sedangkan perlindungan represif baru mengambil tindakan setelah muncul sengketa melalui jalur pengadilan atau arbitrase. HMETD dan klausul dalam SHA merupakan langkah preventif, sedangkan Pasal 61 dan 62 UU PT bersifat represif, keduanya saling melengkapi satu sama lain.

Kecukupan bagi Investor Start-Up

Perlindungan yang tersedia saat ini masih belum mencukupi karena regulasi belum terintegrasi, OJK baru mengatur mengenai ekuitas crowdfunding, pemahaman hukum dari pendiri tergolong rendah, dan arbitrase internasional bisa memperburuk ketimpangan kekuatan hukum. Dengan demikian, perlindungan bagi investor *start-up* sangat tergantung pada kualitas kontrak yang dibuat.

Konstruksi Perlindungan Hukum Investor terhadap Risiko Dilusi Saham

Perjanjian dari Awal

Hak suara, strategi keluar, dan klausul anti-dilusi sebaiknya sudah disetujui pada tahap awal karena sering kali tidak tertulis, disertai dengan pendampingan hukum dari awal negosiasi.

Klausul dalam SHA

SHA dapat memuat hal-hal seperti hak suara yang khusus, hak atas informasi, hak pre-emptive, tag-along, drag-along, ROFO, ROFR, dan mekanisme deadlock, serta dapat mencakup ketentuan yang lebih rinci dibandingkan dengan yang ada di anggaran dasar.

Mekanisme Anti-Dilusi

Klausul tersebut perlu mendefinisikan jenis penyesuaian yang diterapkan (*full ratchet* atau *weighted average*), pemicu dilusi, dan pengecualian seperti ESOP atau konversi obligasi yang biasanya menyebabkan dilusi.

Hak dalam Penerbitan Saham Baru

SHA perlu menjelaskan hak untuk mendapatkan tawaran saham baru terlebih dahulu (merujuk pada Pasal 43 ayat (1) UU PT) dan hak untuk menyetujui tindakan-tindakan tertentu dalam perusahaan, khususnya untuk penerbitan yang ditujukan langsung kepada individu tertentu.

Putaran Penurunan

Dilusi nilai muncul ketika penerbitan saham baru tidak disertai dengan kenaikan nilai perusahaan, yang dapat ditafsirkan oleh pasar sebagai tanda negatif, sehingga mekanisme anti-dilusi menjadi sangat penting dalam situasi ini.

Keterbukaan dalam Putaran Pendanaan

Keterbukaan dalam laporan keuangan menjadi perhatian utama bagi investor, sehingga diperlukan hak atas informasi dalam Perjanjian Pemegang Saham dan prinsip-prinsip tata kelola yang baik.

Penyesuaian antara SHA dan Anggaran Dasar

Anggaran dasar bersifat publik dan mengikat pihak ketiga, sementara SHA bersifat privat; kedua dokumen tersebut perlu diselaraskan, dan pemegang saham yang baru harus diikat melalui akta akses.

Penguatan Ekosistem Perusahaan Rintisan

Diperlukan adanya regulasi khusus, bantuan hukum, serta peningkatan pengetahuan hukum bagi pelaku bisnis, dengan menggunakan mekanisme seperti HMETD yang sejalan dengan asas keadilan dan pengelolaan kekayaan secara baik.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Share Dilution merupakan risiko yang dihadapi investor dalam investasi pada perusahaan rintisan (startup) akibat penerbitan saham baru yang dapat mengurangi persentase kepemilikan saham investor sebelumnya. Kondisi ini tidak hanya berdampak pada kepemilikan modal, tetapi juga dapat memengaruhi hak suara, posisi tawar dalam pengambilan keputusan perusahaan, serta potensi keuntungan ekonomi yang diperoleh investor. Risiko tersebut semakin relevan ketika perusahaan melakukan pendanaan lanjutan atau mengalami penurunan valuasi (*down round*).

Perlindungan hukum terhadap investor telah didukung oleh ketentuan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, termasuk ketentuan mengenai penambahan modal dan hak pemegang saham untuk mengambil bagian atas saham baru. Namun, perlindungan tersebut belum tentu sepenuhnya mengatasi risiko dilusi karena pelaksanaannya bergantung pada ketentuan yang berlaku serta kemampuan investor untuk menambah modal. Oleh karena itu, perlindungan melalui *Shareholders' Agreement* (SHA) menjadi penting untuk mengatur hak dan kewajiban para pihak secara lebih terperinci.

Melalui SHA, investor dapat memperoleh perlindungan tambahan berupa klausul *anti-dilution*, pro-rata right, Right of First Refusal (ROFR), Pay-to-Play Clause, dan pengaturan reserved matters. Klausul tersebut dapat membantu menjaga kepentingan investor ketika terjadi penerbitan saham baru atau pendanaan lanjutan. Meskipun demikian, efektivitasnya bergantung pada kejelasan isi perjanjian, kesepakatan para pihak, serta kesesuaiannya dengan peraturan perundang-undangan dan anggaran dasar perseroan. Dengan demikian, perlindungan investor terhadap risiko *Share Dilution* perlu dilakukan melalui kombinasi perlindungan hukum, perjanjian kontraktual yang jelas, dan transparansi perusahaan.

Investor disarankan untuk melakukan pemeriksaan hukum (legal due diligence) sebelum menanamkan modal pada perusahaan rintisan. Investor juga perlu memahami struktur kepemilikan saham, potensi pendanaan lanjutan, serta kemungkinan terjadinya dilusi. Selain itu, investor sebaiknya memastikan bahwa *Shareholders' Agreement* memuat klausul perlindungan yang sesuai, seperti *anti-dilution*, pro-rata right, hak memperoleh informasi, dan mekanisme penyelesaian sengketa. Langkah tersebut penting agar hak dan kepentingan investor dapat terlindungi apabila terjadi perubahan struktur permodalan perusahaan.

Bagi pendiri dan pengelola perusahaan rintisan, penyusunan SHA perlu dilakukan secara jelas, transparan, dan memperhatikan keseimbangan kepentingan antara pendiri dengan investor. Setiap rencana penerbitan saham baru sebaiknya disertai penyampaian informasi yang memadai mengenai tujuan pendanaan dan dampaknya terhadap kepemilikan saham yang telah

ada. Perusahaan juga perlu memastikan bahwa ketentuan dalam SHA selaras dengan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Pemerintah dan pihak terkait diharapkan dapat meningkatkan edukasi serta pemahaman hukum mengenai perlindungan investor dalam investasi perusahaan rintisan. Sementara itu, penelitian selanjutnya dapat mengkaji penerapan klausul *anti-dilution*, khususnya perbandingan mekanisme *full ratchet* dan *weighted average*, serta hubungan antara SHA, anggaran dasar perseroan, dan ketentuan hukum perusahaan di Indonesia. Dengan demikian, penelitian tersebut diharapkan dapat memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai efektivitas perlindungan hukum bagi investor terhadap risiko *Share Dilution*.

DAFTAR REFERENSI

Alya, F., & Wahyuni, R. (2026). Protection of shareholders through shareholders agreement (Study: Comparison of Indonesian and Canadian laws). *Pakuan Law Review, 12*(1).

Bator, R. J., Bryan, A. D., & Schultz, P. W. (2011). Who gives a hoot?: Intercept surveys of litterers and disposers. *Environment and Behavior, 43*(3), 295–315. https://doi.org/10.1177/0013916509356884

Chen, Z. A., & Adam, R. C. (n.d.). Perlindungan hukum pemegang saham publik akibat dilusi kepemilikan saham pasca pelaksanaan penambahan modal tanpa hak memesan efek terlebih dahulu. *Legal Standing: Jurnal Ilmu Hukum*.

Ferdinandus Zulvacar, N. E., & Gunadi, A. (2025). Legal analysis of articles of association amendments that cause share dilution: Implications for minority shareholders' rights. *Jurnal USM Law Review, 8*(2), 741–753. https://doi.org/10.26623/julr.v8i2.12069

Hidayati, S. N. (2016). Pengaruh pendekatan keras dan lunak pemimpin organisasi terhadap kepuasan kerja dan potensi mogok kerja karyawan. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, dan Entrepreneurship, 5*(2), 57–66. http://dx.doi.org/10.30588/SOSHUMDIK.v5i2.164

Kitab Undang-Undang Hukum Perdata. (n.d.). Pasal 1320 dan Pasal 1338.

Pasaribu, N. R., Maysarah, A., & Sopang, F. I. (2026). Perlindungan hukum untuk investor dalam perjanjian investasi *start-up*: Pandangan dari manajemen dan hukum bisnis. *Jurnal Warta Dharmawangsa, 20*(1), 20–27.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 tentang penambahan modal perusahaan terbuka dengan memberikan hak memesan efek terlebih dahulu. (2019).

Rasyid, D. E. S., & Ela, D. (2026). Analisis risiko dilusi saham terhadap kepemilikan investor di pasar modal Indonesia: Pandangan teoritis mengenai keadilan dalam pelindungan pemegang saham minoritas. *Ash-Shidqu: Journal of Sharia Economic, 2*(1), 134–149.

Risdwiyanto, A., & Kurniyati, Y. (2015). Strategi pemasaran perguruan tinggi swasta di Kabupaten Sleman Yogyakarta berbasis rangsangan pemasaran. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, dan Entrepreneurship, 5*(1), 1–23. http://dx.doi.org/10.30588/SOSHUMDIK.v5i1.142

Rosida, H. (2023). Legal reformulation of derivative action regulations for protection of minority shareholders in Indonesia: Comparative study of Indonesia and Australia. *Journal of Law and Legal Reform, 4*(3). https://doi.org/10.15294/jllr.v4i3.68087

Trika A., I. L. (2023). Perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam perjanjian pemegang saham di Indonesia. *UNES Law Review*, *6*(2), 5144–5156.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, yang terakhir diubah oleh Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2020 tentang Cipta Kerja. (2020).

Ventoruzzo, M. (2023). The corporate design of investments in startups: A European experience. *European Business Organization Law Review*.

Wroldsen, J. S. (2013). The Social Network and the CROWDFUND Act: Zuckerberg, Saverin, and venture capitalists' dilution of the crowd. *Vanderbilt Journal of Entertainment & Technology Law, 15*(3).