

PERLINDUNGAN HUKUM PEMEGANG SAHAM MINORITAS DALAM PEMBAGIAN HARTA PAILIT PERUSAHAAN TERBUKA: ANALISIS PROBLEMATIKA DAN MODEL REGULASI IDEAL DI INDONESIA

M. Sudirman¹, Yulianto Guritno², Andri Jatnika Sungkawa Putra³, Abdurahman⁴

^{1,2,3,4}Magister Kenotariatan, Program Pascasarjana Universitas Jayabaya

Email: m.sudirman@gmail.com, yulianto@smartaxsolution.com, jatnikaandri589@gmail.com, abdurahmannotaryppat@gmail.com

Abstrak

Perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam kepailitan perusahaan terbuka di Indonesia menghadapi tantangan signifikan akibat keterbatasan regulasi yang ada. Penelitian ini bertujuan menganalisis problematika perlindungan pemegang saham minoritas dalam pembagian harta pailit berdasarkan Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang serta Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, sekaligus merumuskan model regulasi dan mekanisme ideal untuk memperkuat perlindungan tersebut. Menggunakan metode penelitian hukum normatif dengan pendekatan analisis konseptual dan komparatif, studi ini menemukan bahwa pemegang saham minoritas berada pada urutan terakhir dalam prioritas pembayaran harta pailit, menyebabkan *capital loss* dan ketidakpastian hukum yang tinggi karena status mereka sebagai pemilik modal dan bukan kreditor. Ketiadaan pengaturan spesifik dalam UU PKPU dan keterbatasan UU PT memperparah kerentanan ini. Oleh karena itu, model regulasi ideal mengusulkan reformasi hierarki pembayaran melalui pengenalan status quasi-kreditor bagi pemegang saham publik, penguatan tata kelola perusahaan dan hak informasi minoritas, serta perluasan peran Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam pengawasan dini dan fasilitasi restrukturisasi. Implikasi dari penelitian ini adalah urgensi reformasi legislasi untuk menciptakan kerangka hukum yang lebih adil dan komprehensif guna menjaga kepercayaan pemegang saham minoritas di pasar modal Indonesia.

Kata Kunci: Perlindungan Hukum, Pemegang Saham Minoritas, Kepailitan, Perusahaan Terbuka, Reformasi Regulasi.

Abstract

Legal protection for minority shareholders in the bankruptcy of public companies in Indonesia faces significant challenges due to existing regulatory limitations. This research aims to analyze the problematic aspects of minority shareholder protection in the distribution of bankrupt assets under Law No. 37 of 2004 concerning Bankruptcy and Suspension of Debt Payment Obligations and Law No. 40 of 2007 concerning Limited Liability Companies, while simultaneously formulating an ideal regulatory model and mechanisms to strengthen such protection. Employing a normative legal research method with a conceptual and comparative analytical approach, this study finds that minority shareholders are at the lowest priority in the distribution of bankrupt assets, leading to substantial capital loss and high legal uncertainty due given their status as capital owners rather than creditors. The absence of specific provisions in the Bankruptcy Law and the limitations of the Company Law exacerbate this vulnerability. Therefore, the ideal regulatory model proposes reforming the payment hierarchy by introducing a quasi-creditor status for public shareholders, strengthening corporate governance and minority information rights, and expanding the role of the Financial Services Authority (OJK) in early oversight and restructuring facilitation. The implication of this research is the urgency of legislative reform to create a more equitable and comprehensive legal framework to maintain minority shareholders confidence in the Indonesian capital market.

Keywords: Legal Protection, Minority Shareholders, Bankruptcy, Public Company, Regulatory Reform.

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana penting dalam mendukung pertumbuhan ekonomi nasional melalui pertemuan antara pemilik modal (investor) dan pengguna modal (emiten). Interaksi ini memungkinkan terjadinya perputaran dana secara efisien yang mendorong aktivitas perekonomian (Fuady, 2001). Pasar modal memiliki peran yang lebih kompleks dibandingkan dengan pasar tradisional karena melibatkan berbagai regulasi dan pengawasan dari otoritas seperti OJK dan profesi penunjang lainnya (Tjiptono & Fachruddin, 2006).

Pasar modal mencakup seluruh kegiatan yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik, serta lembaga dan profesi yang mendukung kegiatan tersebut (Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan Dan Penguatan Sektor Keuangan, 2023, Pasal 1 Angka 12; Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, 1995, Pasal 1 Angka 13). Efek sendiri meliputi surat pengakuan utang, saham, obligasi, kontrak investasi kolektif, dan instrumen derivatif lainnya. Pemegang saham minoritas merupakan pihak penting dalam dinamika pasar modal, baik melalui pembelian efek di pasar perdana maupun di pasar sekunder (Fuady, 2001).

Meskipun pasar modal menawarkan peluang investasi yang menjanjikan, perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas masih menghadapi berbagai persoalan, baik dari sisi normatif maupun implementatif. Banyak peraturan yang belum secara efektif melindungi hak-hak pemegang saham minoritas, terutama terkait dengan keterbukaan informasi dan pertanggungjawaban pengurus perusahaan publik. Dalam praktiknya, pemegang saham minoritas sering kali harus membuktikan sendiri adanya kelalaian atau penipuan yang merugikan mereka, yang tentu menjadi hambatan besar.

Pasar modal secara normatif diatur untuk memfasilitasi perputaran dana yang efisien dan melindungi investor, dalam praktik, perspektif sosiologi hukum, sebagaimana digagas oleh Roscoe Pound, menunjukkan adanya kesenjangan antara '*law in books*' dan '*law in action*'. Regulasi yang ada belum secara efektif menjawab tantangan riil perlindungan pemegang saham, terutama saat perusahaan publik mengalami kepailitan, menimbulkan konsekuensi sosial ekonomi berupa kerugian pemegang saham minoritas dan potensi menurunnya kepercayaan terhadap sistem hukum dan pasar modal.

Kondisi ini semakin kompleks ketika perusahaan publik dinyatakan pailit. Dalam hal ini, pemegang saham berada dalam posisi paling lemah karena hanya berhak atas sisa hasil likuidasi setelah seluruh kreditor, baik separatis, preferen, maupun konkuren, mendapatkan haknya terlebih dahulu (Yani & Widjaja, 2004). Berdasarkan Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (UU KPKPU), posisi pemegang saham tidak diatur secara eksplisit sebagai pihak yang memiliki hak klaim atas aset perusahaan pasca-pailit, kecuali apabila masih terdapat sisa harta setelah semua kewajiban kepada kreditor terpenuhi (Anisah, 2008).

Dalam praktiknya, pemegang saham publik sering kali tidak memiliki keterlibatan langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan, terutama bagi mereka yang memperoleh saham melalui pasar perdana maupun pasar sekunder. Saham yang beredar di pasar publik biasanya hanya sebagian kecil dari total saham yang dimiliki pengendali perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham publik sering kali tidak memiliki informasi yang memadai terkait kebijakan perusahaan, termasuk keputusan strategis yang berdampak pada kondisi keuangan perusahaan (Tjiptono & Fachruddin, 2006).

Risiko investasi di pasar modal memang tidak dapat dihindari, namun regulasi yang ada seharusnya dapat meminimalisir kerugian akibat informasi yang menyesatkan atau manipulatif. Informasi dalam prospektus atau laporan keuangan yang tidak sesuai dengan kondisi sebenarnya berpotensi menimbulkan kerugian besar bagi investor, baik dari dalam negeri maupun asing. Kelemahan pengawasan terhadap praktik fraud, termasuk insider trading, juga menjadi masalah yang krusial (Fachruddin, 2001).

Penerapan aturan Strategi *Anti-Fraud* oleh OJK (Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 12 Tahun 2024 Tentang Penerapan Strategi Anti Fraud Bagi Lembaga Jasa Keuangan, 2024), kenyataannya pelaksanaan di lapangan masih menghadapi banyak kendala, mulai dari adaptasi teknologi hingga celah hukum yang masih dapat dimanfaatkan oleh pelaku usaha yang tidak bertanggung jawab.

Dalam konteks perlindungan pemegang saham minoritas ketika perusahaan publik mengalami pailit, Otoritas Jasa Keuangan memang memiliki kewenangan untuk mengawasi, namun belum ada regulasi yang secara spesifik mengatur perlindungan bagi pemegang saham minoritas dalam proses kepailitan. Hal ini menimbulkan perdebatan, apakah

pemegang saham dapat dikategorikan sebagai kreditur dalam proses pailit. Posisi pemegang saham sebagai *residual claimant* menyebabkan mereka berada pada posisi terakhir dalam prioritas pembagian harta pailit (Yani & Widjaja, 2004).

Penelitian ini tidak hanya berhenti pada analisis yuridis normatif terhadap peraturan yang ada, tetapi juga merujuk pada *spirit* Teori Hukum Progresif, sebagaimana dicanangkan oleh Prof. Satjipto Rahardjo. Teori ini memandang hukum sebagai sarana untuk mencapai keadilan substantif bagi manusia, mendorong hukum untuk 'memihak' pada kelompok yang rentan, yaitu pemegang saham minoritas, yang saat ini dirugikan oleh sistem kepailitan.

Pembahasan mengenai perlindungan hukum secara fundamental tidak dapat dilepaskan dari Teori Keadilan, khususnya keadilan distributif. Menurut filosof John Rawls, prinsip keadilan harus menjadi landasan bagi struktur dasar masyarakat, termasuk bagaimana hak-hak dan keuntungan didistribusikan secara adil. Dalam konteks hukum kepailitan, 'perlindungan hukum' merujuk pada upaya sistem hukum untuk memastikan bahwa hak dan kepentingan semua pihak yang terlibat, kreditur dan juga pemilik modal seperti pemegang saham, diperlakukan secara adil dalam pembagian harta perusahaan yang pailit. Prinsip keadilan distributif menuntut agar alokasi risiko dan kerugian tidak hanya didasarkan pada formalitas hukum semata, melainkan juga mempertimbangkan kontribusi, posisi, dan kerentanan masing-masing pihak. Ketika sebuah perusahaan pailit, aset yang terbatas harus didistribusikan. Pertanyaan mendasar adalah apakah hierarki pembayaran yang ada (mendahulukan kreditur secara mutlak) telah merefleksikan keadilan distributif yang memadai bagi pemegang saham minoritas yang juga telah menyetorkan modal dan menanggung risiko. Kondisi di mana pemegang saham minoritas tidak mendapatkan apa-apa, bahkan jika ada sisa aset, dapat dipandang sebagai ketidakadilan distributif karena sistem hukum gagal mengalokasikan kerugian secara proporsional atau mengakui kontribusi mereka secara setimpal dalam situasi ekstrem.

Rumusan masalah yang hendak diangkat dalam tulisan ini adalah bagaimana perlindungan hukum bagi pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas, dalam proses pembagian harta perusahaan terbuka yang dinyatakan pailit di Indonesia, dilihat dari mekanisme kepailitan (UU No. 37/2004) dan ketentuan Perseroan Terbatas (UU No. 40/2007)? dan bagaimana model regulasi dan mekanisme ideal yang seharusnya diatur

untuk memperkuat perlindungan hukum bagi pemegang saham khususnya pemegang saham minoritas dalam proses pembagian harta pailit, sehingga mengurangi ketidakpastian hukum dan meminimalisir kerugian para pemegang saham minoritas?

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian Yuridis Normatif. Menurut Soetandyo Wignjosoebroto dalam penelitian hukum dan hakikatnya sebagai penelitian ilmiah, dalam arti harafiahnya metode berarti “cara” (Irianto & Shidarta, 2009). Penelitian hukum normatif meliputi pengkajian asas-asas hukum, sistematika hukum, taraf sinkronisasi hukum, perbandingan hukum dan sejarah hukum. Salah satu contoh adalah seperti yang dikemukakan oleh Sumitro penelitian hukum normatif adalah penelitian hukum berupa inventarisasi perundang-undangan yang berlaku, berupaya mencari asas-asas atau dasar falsafah dari perundang-undangan tersebut, atau penelitian yang berupa usaha penemuan hukum yang sesuai dengan dengan suatu kasus tertentu (Nasution, 2022).

Teori yang dipergunakan adalah Teori Hukum Normatif, atau sering juga disebut sebagai dogmatik hukum, berfokus pada hukum sebagai suatu sistem norma atau aturan yang berlaku. Pendekatan ini menganalisis isi hukum positif (peraturan perundang-undangan yang ada) untuk menemukan asas-asas, konsep, dan norma-norma yang terkandung di dalamnya. Selain itu, penelitian ini juga mempergunakan teori-teori hukum yang relevan yaitu: Teori Keadilan (Keadilan Distributif) John Rawls (Rawls, 1973), yang relevansinya terkait perlindungan hukum pada dasarnya adalah upaya untuk mewujudkan keadilan, terutama keadilan distributif, yaitu keadilan dalam pembagian sumber daya, hak, dan kewajiban di antara anggota masyarakat. Dalam konteks kepailitan, masalah perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas secara langsung merupakan pertanyaan tentang keadilan distributif: apakah pembagian harta pailit yang mendahulukan kreditur sepenuhnya di atas pemegang saham (yang juga berkontribusi modal) itu adil? Teori keadilan membantu menganalisis apakah sistem hukum yang ada memberikan alokasi risiko dan manfaat secara proporsional dan *fair* kepada semua pihak. Jika sistem hukum menghasilkan ketidakadilan yang sistemik bagi satu kelompok (misalnya, pemegang saham minoritas), maka itu menunjukkan kegagalan dalam mewujudkan keadilan distributif.

Teori Sosiologi Hukum (*Sociological Jurisprudence / Sociology of Law*) sebagaimana dipopulerkan oleh Roscoe Pound, Eugen Ehrlich dan Max Weber. Relevansi teori ini adalah seperti yang diungkapkan oleh Roscoe Pound, berfokus pada hubungan timbal balik antara hukum dan masyarakat. Teori ini menekankan bahwa hukum tidak hanya sekumpulan norma dalam teks perundang-undangan (*law in books*), tetapi juga bagaimana hukum itu bekerja dalam kenyataan sosial (*law in action*) dan dampaknya terhadap masyarakat. Pendekatan ini menjadi relevan karena membahas bagaimana hukum kepailitan yang ada (UU PKPU dan UU PT) *tidak efektif* dalam melindungi pemegang saham minoritas di pasar modal, yang berdampak pada kerugian pemegang saham minoritas dan potensi hilangnya kepercayaan publik. Ini menunjukkan adanya kesenjangan antara apa yang tertulis dalam hukum dan bagaimana hukum diterapkan serta dirasakan dampaknya di masyarakat.

Teori Hukum Progresif (Prof. Satjipto Rahardjo), memandang hukum sebagai instrumen untuk mencapai keadilan dan kesejahteraan manusia. Teori ini bersifat kritis terhadap formalisme hukum dan memandang hukum sebagai sesuatu yang tidak statis, melainkan harus terus bergerak dan beradaptasi demi kepentingan masyarakat. Hukum harus membebaskan dan memihak pada keadilan, bukan semata-mata pada teks atau prosedur. Hal ini menjadi relevan karena mengusulkan *reformasi* dan *model ideal* yang melampaui kerangka hukum yang ada untuk mencari solusi yang lebih adil bagi pemegang saham minoritas, menunjukkan semangat untuk "membongkar" kemandekan hukum demi keadilan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas Dalam Pembagian Harta Pailit Perusahaan Terbuka Menurut UU No. 37/2004 dan UU No. 40/2007.

Perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam pembagian harta perusahaan terbuka yang pailit di Indonesia merupakan isu krusial yang menghadapi berbagai tantangan. Meskipun kedua undang-undang ini (Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 Tentang Kepailitan Dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, 2004; Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, 2007) menjadi pilar utama

dalam regulasi korporasi dan insolvensi di Indonesia, kerangka perlindungan bagi pemegang saham minoritas, khususnya dalam situasi kepailitan, dinilai belum memadai.

Kepailitan merujuk pada kondisi di mana debitur memiliki dua atau lebih kreditur dan tidak mampu membayar lunas sedikitnya satu utang yang telah jatuh tempo dan dapat ditagih, yang kemudian dinyatakan pailit berdasarkan putusan pengadilan (Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 Tentang Kepailitan Dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, 2004, Pasal 1 Angka 1). Ketika suatu perusahaan dinyatakan pailit, konsekuensi hukumnya sangat signifikan. Seluruh harta kekayaan debitur disita, dan debitur kehilangan haknya untuk mengelola serta menguasai harta bendanya sejak putusan pailit diucapkan. Pengurusan dan pemberesan harta pailit selanjutnya akan dilakukan oleh kurator di bawah pengawasan Hakim Pengawas (Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 Tentang Kepailitan Dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, 2004, Pasal 24 Ayat 1).

Poin sentral yang menjadi akar kerentanan pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas, dalam situasi kepailitan adalah status hukum mereka. Dalam kerangka hukum kepailitan di Indonesia, pemegang saham tidak dikategorikan sebagai kreditur, melainkan sebagai pemilik modal atau investor. Perbedaan status ini memiliki implikasi besar terhadap hierarki prioritas pembayaran dalam proses likuidasi aset perusahaan yang pailit. Prinsip *pari passu proportionalis* diterapkan, yang berarti pembagian harta pailit dilakukan secara proporsional kepada para kreditur sesuai dengan kelas dan hak mereka (Tryadi & Ananingsih, 2024).

Urutan pembayaran kewajiban perusahaan yang pailit secara umum diatur sebagai berikut: Kreditur Separatis: Ini adalah kreditur yang memiliki jaminan kebendaan (misalnya, hak tanggungan, fidusia, atau hipotek) atas aset debitur. Mereka memiliki hak untuk didahulukan dalam pelunasan utang dari hasil penjualan objek jaminan yang dibebani hak jaminan tersebut. Kreditur Preferen: Kreditur ini memiliki hak istimewa (*privilege*) berdasarkan ketentuan undang-undang, seperti tagihan pajak negara atau upah karyawan yang belum terbayarkan. Kreditur Konkuren: Kelompok ini mencakup kreditur yang tidak memiliki jaminan kebendaan atau hak istimewa. Mereka akan menerima pembayaran dari sisa harta pailit setelah kreditur separatis dan preferen dilunasi, secara proporsional (Saputra, 2025; Tryadi & Ananingsih, 2024).

Pemegang saham, sebagai pemilik ekuitas, berada di posisi terakhir dalam hierarki pembayaran ini. Mereka baru akan menerima bagian dari sisa harta perusahaan, jika ada, setelah semua kewajiban kepada ketiga jenis kreditur di atas terpenuhi (Saputra, 2025; Tryadi & Ananingsih, 2024). Dalam banyak kasus kepailitan, aset perusahaan seringkali tidak mencukupi untuk melunasi seluruh utang kepada para kreditur, yang berarti tidak ada sisa harta yang dapat dibagikan kepada pemegang saham, sehingga investasi mereka berisiko hilang sepenuhnya.

Ketiadaan pengaturan yang spesifik bagi pemegang saham dalam UU PKPU dan posisi mereka di urutan pembayaran terakhir menimbulkan pertanyaan serius dari perspektif keadilan distributif. Mengutip gagasan John Rawls, sistem hukum seharusnya dirancang untuk memastikan bahwa distribusi beban dan manfaat bersifat adil, terutama bagi pihak yang paling rentan. Namun, dalam kasus kepailitan perusahaan, pemegang saham minoritas seringkali menanggung seluruh kerugian investasi, sementara aset yang ada habis untuk kreditur. Ini dapat diperdebatkan sebagai suatu ketidakadilan dalam alokasi risiko dan kerugian, mengingat pemegang saham juga merupakan penyedia modal bagi perusahaan.

UU PKPU fokus pada pemberesan utang kepada kreditur dan tidak secara eksplisit mengatur perlindungan atau mekanisme pembagian hasil likuidasi yang spesifik untuk pemegang saham. Ketiadaan regulasi yang jelas ini menciptakan kekosongan hukum yang merugikan pemegang saham, khususnya minoritas, yang telah menanamkan modal dengan harapan keuntungan. "*Ketiadaan pengaturan yang jelas dalam UU PKPU mengenai pembagian hasil likuidasi kepada pemegang saham merupakan kerugian besar bagi investor*" (Tryadi & Ananingsih, 2024). Hal ini semakin diperparah karena pemegang saham atau investor, meskipun menyumbang modal, tidak dianggap sebagai kreditur melainkan sebagai pemilik.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UU PT) adalah landasan hukum yang mengatur keberadaan dan operasional perseroan terbatas di Indonesia. UU PT mengakui bahwa pemegang saham adalah pemilik modal dalam suatu Perseroan (Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, 2007, Pasal 52). Undang-undang ini juga menjamin hak-hak dasar pemegang saham, seperti hak untuk

mendapatkan dividen, hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan hak untuk mengakses informasi perusahaan.

Perlindungan yang diberikan oleh UU PT terbatas ketika perusahaan memasuki fase kepailitan. Prinsip tanggung jawab terbatas (*limited liability*) yang dianut oleh UU PT menyatakan bahwa pemegang saham hanya bertanggung jawab sebatas modal yang disetornya (Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, 2007, Pasal 3 Ayat (1)). Meskipun prinsip ini melindungi harta pribadi pemegang saham dari sitaan untuk melunasi utang perusahaan, ia tidak memberikan jaminan pengembalian modal yang telah disetorkan dalam kasus kepailitan. Sebaliknya, prinsip ini menegaskan bahwa risiko kehilangan modal investasi sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham jika perusahaan tidak mampu melunasi kewajibannya kepada pihak ketiga. Oleh karena itu, dalam kondisi pailit, UU PT tidak mengubah status pemegang saham menjadi kreditur atau memberikan prioritas yang lebih tinggi dalam pembagian harta pailit.

Pemegang saham minoritas berada dalam posisi yang sangat rentan karena dua alasan utama, (i) kurangnya kontrol: mereka seringkali tidak memiliki suara yang cukup signifikan dalam pengambilan keputusan perusahaan, termasuk keputusan strategis yang dapat mencegah kepailitan atau memitigasi dampaknya. Mereka bergantung pada manajemen dan pemegang saham mayoritas, (ii) prioritas pembayaran rendah: dalam likuidasi, posisi mereka sebagai pihak terakhir dalam hierarki pembayaran berarti peluang mereka untuk mendapatkan kembali modal investasi sangat kecil jika tidak ada sisa aset setelah kreditur dilunasi (Saputra, 2025; Tryadi & Ananingsih, 2024).

Dampak kepailitan perusahaan terbuka terhadap pemegang saham minoritas di pasar modal sangat merugikan. Pemegang saham minoritas akan mengalami kerugian modal (*capital loss*) yang substansial. Selain itu, saham perusahaan yang dinyatakan pailit akan mengalami penghentian perdagangan (*lock-up*) dan sangat mungkin untuk dihapus pencatatannya (*delisting*) dari bursa efek (Isnawati & Mahmudah, 2023; Tryadi & Ananingsih, 2024). *Delisting* berarti saham tidak lagi diperdagangkan secara publik, sehingga pemegang saham minoritas kehilangan kemampuan untuk menjual saham mereka dan merealisasikan sisa nilai apa pun yang mungkin masih ada, mengunci kerugian mereka. "Akibat pailitnya perusahaan terbuka berdampak pada kepemilikan saham Pemegang Saham Minoritasdi

sebuah perusahaan terbuka, yaitu menimbulkan risiko kerugian dalam bentuk capital loss, yang disebabkan oleh adanya lock-up dan delisting" (Sujatmiko & Suryanti, 2017). Investasi saham tidak hanya memberikan peluang keuntungan, tetapi juga memiliki risiko, di antaranya adalah kepailitan perusahaan (Isnawati & Mahmudah, 2023).

Dari perspektif sosiologi hukum, kondisi ini mencerminkan inefektivitas norma hukum dalam merespons dinamika sosial dan ekonomi di pasar modal. Eugen Ehrlich, melalui konsep '*living law*'-nya, mungkin akan berargumen bahwa hukum formal belum sejalan dengan kebutuhan perlindungan yang hidup di tengah masyarakat sebagai pemegang saham atau investor. Meskipun UU PKPU dan UU PT secara formal mengatur hak dan kewajiban, realitasnya menunjukkan bahwa kerugian pemegang saham minoritas yang signifikan ini adalah bukti bahwa hukum belum berfungsi secara optimal sebagai alat rekayasa sosial untuk menciptakan keadilan dan kepastian bagi semua pihak yang terlibat dalam aktivitas ekonomi.

Mengingat kerentanan ini, upaya perlindungan hukum yang dapat ditempuh oleh investor, termasuk pemegang saham minoritas, terbatas namun penting. Perlindungan ini dapat berupa tindakan pencegahan atau tindakan hukum. Tindakan hukum meliputi pengajuan gugatan perdata, baik melalui mediasi dan fasilitasi oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) maupun diajukan secara langsung kepada pengadilan (Sujatmiko & Suryanti, 2017). Meskipun demikian, efektivitas gugatan perdata seringkali terbatas karena status hukum pemegang saham sebagai pemilik modal dan bukan kreditur dalam hierarki kepailitan.

Untuk mengatasi kelemahan ini, beberapa ahli hukum dan akademisi telah mengemukakan perlunya reformasi hukum untuk memberikan perlindungan yang lebih substansial kepada pemegang saham minoritas di pasar modal dalam skenario kepailitan. Salah satu gagasan yang signifikan adalah mempertimbangkan untuk memberikan status kreditur kepada pemegang saham di pasar modal jika perusahaan publik mengalami kepailitan (Tryadi & Ananingsih, 2024). Argumen di balik proposal ini adalah bahwa pemegang Saham minoritas di pasar modal, meskipun secara formal adalah pemilik, seringkali menanggung risiko finansial yang tinggi dan seringkali tidak memiliki kontrol atau pengaruh signifikan terhadap manajemen perusahaan. Dengan mendapatkan status kreditur, mereka diharapkan dapat memiliki posisi yang lebih baik dalam hierarki

pembayaran dan meningkatkan peluang mereka untuk memulihkan sebagian dari investasi yang hilang.

Namun, perlu dicatat bahwa gagasan untuk mengubah status pemegang saham menjadi kreditur akan memerlukan perubahan filosofis fundamental dalam hukum kepailitan dan hukum perseroan di Indonesia. Hal ini juga dapat menimbulkan implikasi yang luas dan kompleks, termasuk potensi ketidakpastian bagi kreditur tradisional, serta perlu dipertimbangkan bagaimana hal tersebut akan memengaruhi insentif investasi dan struktur permodalan perusahaan di masa mendatang.

Secara keseluruhan, perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam pembagian harta perusahaan terbuka yang pailit di Indonesia, berdasarkan UU No. 37/2004 dan UU No. 40/2007, masih menghadapi tantangan besar. Status mereka sebagai pemilik modal menempatkan mereka pada urutan terakhir dalam prioritas pembayaran, seringkali tanpa sisa aset untuk dikembalikan setelah kreditur dilunasi. Dampak kepailitan, berupa *capital loss*, *lock-up* saham, dan *delisting*, semakin memperparah kerugian mereka.

Meskipun upaya hukum seperti gugatan perdata tersedia, efektivitasnya terbatas. Proposal untuk memberikan status kreditur kepada pemegang saham minoritas di pasar modal menunjukkan adanya kebutuhan untuk reformasi hukum yang lebih mendalam guna memberikan perlindungan yang lebih adil dan efektif. Ke depannya, diperlukan tinjauan komprehensif terhadap kerangka hukum yang ada untuk mengidentifikasi dan menerapkan solusi yang lebih efektif, tidak hanya untuk keadilan Pemegang Saham Minoritas individu tetapi juga untuk menjaga kepercayaan dan stabilitas pasar modal Indonesia secara keseluruhan.

B. Regulasi Dan Mekanisme Ideal Untuk Melindungi Pemegang Saham Saat Pembagian Harta Pailit

Model regulasi dan mekanisme ideal untuk memperkuat perlindungan hukum bagi pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas, dalam proses pembagian harta pailit merupakan pembahasan krusial untuk mengurangi ketidakpastian hukum dan meminimalisir kerugian para pemegang saham atau investor. Mengingat bahwa kerangka hukum saat ini, yakni UU No. 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban

Pembayaran Utang (UU PKPU) dan UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UU PT), dinilai belum memberikan perlindungan yang memadai bagi pemegang saham (Saputra, 2025; Tryadi & Ananingsih, 2024), diperlukan pendekatan yang lebih komprehensif.

Salah satu model regulasi yang paling mendesak adalah reformasi hierarki pembayaran dalam UU PKPU. Seperti yang telah dibahas sebelumnya, pemegang saham saat ini berada di urutan paling akhir dalam prioritas pembayaran setelah semua kreditur (separatis, preferen, dan konkuren) dilunasi (Saputra, 2025; Tryadi & Ananingsih, 2024). Hal ini menyebabkan pemegang saham minoritas hampir tidak memiliki peluang untuk mendapatkan kembali investasinya dalam kasus kepailitan perusahaan.

Selain itu, penting untuk mempertimbangkan pengenalan kategori baru atau sub-kelas dalam hierarki kreditur yang mengakui investasi pemegang saham, setidaknya pada tahap tertentu. Perlunya mempertimbangkan untuk "*memberikan status kreditor kepada investor pasar modal jika terjadi kebangkrutan pada perusahaan publik*" (Tryadi & Ananingsih, 2024). Gagasan ini, meskipun menantang secara filosofis karena secara tradisional membedakan pemilik dan kreditur, dapat diimplementasikan dengan menciptakan kategori "klaim quasi-kreditur" atau "kreditur subordinasi khusus" bagi pemegang saham yang memenuhi kriteria tertentu. Kriteria ini dapat mencakup: (i) investasi melalui pasar modal: hanya pemegang saham yang berinvestasi melalui pasar modal yang diakui dan terdaftar, untuk membedakan dari pemilik pribadi perusahaan tertutup. (ii) adanya indikasi malpraktik manajemen: jika kepailitan terbukti disebabkan oleh tindakan melawan hukum atau kelalaian berat dari direksi atau komisaris, klaim pemegang saham dapat dinaikkan prioritasnya di atas kreditur konkuren yang tidak terjamin. Hal ini sejalan dengan perlindungan hukum yang memungkinkan pemegang saham minoritas menggugat direksi atau komisaris yang menyebabkan kerugian (Roesadi et al., 2017).

Usulan pengenalan status 'quasi-kreditur' bagi pemegang saham minoritas di pasar modal dalam kepailitan, meskipun menantang doktrin hukum tradisional yang membedakan pemilik dan kreditur, merupakan manifestasi dari semangat hukum progresif yang diusung oleh Satjipto Rahardjo. Ini adalah upaya untuk 'membongkar' sekat-sekat formalistik demi memastikan hukum tidak menjadi alat yang kaku, melainkan responsif terhadap tuntutan

keadilan dan perlindungan investasi di era modern. Prinsip bahwa 'hukum untuk manusia' menjadi landasan bagi pemikiran ulang hierarki pembayaran yang ada.

Meskipun pemegang saham pada umumnya berada di posisi terakhir, UU PT memang mengatur bahwa jika harta hasil likuidasi telah diserahkan kepada pemegang saham namun masih terdapat kreditur yang belum menerima baginya, pengadilan tinggi dapat memerintahkan likuidator untuk menarik kembali sisa kekayaan hasil likuidasi tersebut untuk dibayarkan kepada kreditur (Saputra, 2025; Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, 2007, Pasal 150 Ayat (4)). Ini menunjukkan fleksibilitas dalam penarikan kembali dana. Model ideal dapat mengintroduksi ketentuan yang lebih fleksibel, di mana sebagian kecil dari sisa aset dapat dialokasikan untuk pemegang saham sebagai bentuk pengakuan atas modal yang disetor, bahkan jika tidak semua kreditur konkuren terbayar penuh, selama ada kesepakatan atau ketentuan yang jelas. Namun, ini harus seimbang dengan hak-hak kreditur yang juga membutuhkan kepastian.

Usulan reformasi hierarki pembayaran, termasuk gagasan status 'quasi-kreditur' bagi pemegang saham publik, merupakan langkah fundamental menuju keadilan distributif yang lebih baik dalam proses kepailitan. Ini adalah upaya untuk merekonseptualisasi alokasi risiko dan kerugian secara lebih adil, mengakui kontribusi modal pemegang saham, dan memastikan bahwa sistem hukum tidak hanya melindungi pihak yang berpiutang, tetapi juga pihak yang berinvestasi secara proporsional sesuai dengan prinsip-prinsip keadilan.

Perlindungan pemegang saham minoritas tidak hanya berlaku saat kepailitan, tetapi juga harus diperkuat melalui mekanisme pra-kepailitan yang mendorong tata kelola perusahaan yang baik (GCG) dan transparansi (Haposan, 2010; SIP Law Firm, 2024). Pemegang saham minoritas harus diberikan akses yang lebih mudah dan komprehensif terhadap informasi keuangan dan operasional perusahaan, termasuk laporan keuangan mendalam dan keputusan strategis yang berpotensi berdampak pada kelangsungan usaha (Haposan, 2010; Setiawan & Mina, 2019). Transparansi yang lebih tinggi memungkinkan mereka untuk mendeteksi tanda-tanda masalah keuangan lebih awal dan mengambil tindakan yang diperlukan. Meskipun UU PT sudah mengatur hak suara, model ideal perlu memastikan bahwa mekanisme Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) memberikan ruang yang lebih efektif bagi pemegang saham minoritas untuk menyuarakan keberatan atau

mengajukan usulan penting terkait keberlanjutan perusahaan, bukan hanya kuorum dan persentase yang mutlak (Haposan, 2010).

Mekanisme ideal harus mempertegas tanggung jawab direksi dan komisaris dalam mengelola perusahaan dengan itikad baik dan hati-hati. Jika terbukti ada kesalahan atau kelalaian yang menyebabkan kepailitan, direksi dan komisaris dapat dimintai pertanggungjawaban pribadi (Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, 2007, Pasal 97). Penegasan dan implementasi yang lebih ketat dari pasal ini dapat menjadi disincentif bagi praktik manajemen yang merugikan. Hak *derivative action* yang memungkinkan pemegang saham menggugat atas nama perseroan terhadap anggota direksi atau dewan komisaris yang menyebabkan kerugian juga perlu diperkuat dan lebih mudah diakses (Haposan, 2010).

Lembaga seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) memiliki peran vital dalam perlindungan para pemegang saham atau investor. OJK sudah memiliki wewenang untuk melakukan tindakan pencegahan kerugian konsumen dan masyarakat, termasuk memberikan informasi dan edukasi (Saputra, 2025). Namun, dalam konteks kepailitan, peran OJK dapat diperluas untuk: (i) Intervensi Lebih Awal: Mengembangkan mekanisme yang memungkinkan OJK untuk lebih dini mengidentifikasi perusahaan terbuka yang menunjukkan tanda-tanda kesulitan keuangan serius dan mengambil tindakan korektif, seperti memaksa restrukturisasi atau memfasilitasi dialog antara perusahaan, kreditur, dan pemegang saham, sebelum mencapai titik kepailitan. (ii) Pendampingan Mediasi: OJK dapat memainkan peran yang lebih aktif dalam memediasi penyelesaian sengketa antara pemegang saham dan perusahaan atau manajemen, terutama jika ada indikasi salah kelola yang berpotensi merugikan pemegang saham atau investor (Sujatmiko & Suryanti, 2017).

Langkah-langkah penguatan tata kelola perusahaan, transparansi, dan perluasan kewenangan OJK untuk intervensi dini juga selaras dengan pendekatan hukum progresif. Ini bukan hanya tentang penegakan aturan, melainkan tentang membangun sistem hukum yang proaktif dalam mencegah kerugian dan memihak pada kepentingan masyarakat luas, termasuk pemegang saham minoritas yang rentan, sehingga hukum tidak hanya teks melainkan 'bekerja' untuk keadilan.

Peningkatan kapasitas dan spesialisasi pengadilan niaga serta kurator dalam menangani kasus kepailitan perusahaan terbuka yang kompleks sangat penting. Hal ini akan memastikan proses kepailitan berjalan lebih efisien, transparan, dan akuntabel, sehingga meminimalkan *moral hazard* atau praktik yang merugikan pemegang saham minoritas.

Kepailitan seharusnya menjadi *ultimum remedium* (jalan terakhir) (Nainggolan, 2011). Sebelum mencapai tahap likuidasi total, mekanisme restrukturisasi harus dioptimalkan. UU PKPU mengenal Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU) sebagai upaya restrukturisasi. Model ideal dapat mendorong opsi restrukturisasi yang lebih kreatif, seperti: (i) *Debt-Equity Swaps* (Konversi Utang Menjadi Saham): Dalam beberapa kasus, kreditur dapat diizinkan atau didorong untuk mengkonversi sebagian utang mereka menjadi saham. Meskipun ini dapat mendilusi kepemilikan pemegang saham yang ada, ini juga dapat membantu perusahaan menghindari likuidasi total, sehingga ada potensi nilai sisa bagi pemegang saham (Admin, 2025; ICLG's International Panel of Experts, 2025). (ii) Rencana Restrukturisasi yang Melibatkan Kompensasi Minoritas: Mendorong penyusunan rencana restrukturisasi yang secara eksplisit memasukkan mekanisme kompensasi atau insentif bagi pemegang saham minoritas, bahkan jika dalam bentuk klaim subordinasi.

Meskipun keputusan PKPU sebagian besar berada di tangan kreditur, peran RUPS dalam menyetujui rencana perdamaian (jika ada) yang melibatkan perubahan modal atau struktur perusahaan perlu diperkuat. Ini memberikan suara kolektif kepada pemegang saham dalam upaya penyelamatan perusahaan.

Model regulasi dan mekanisme ideal untuk memperkuat perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas dalam kepailitan perusahaan terbuka harus bersifat multidimensional. Ini mencakup reformasi fundamental dalam hierarki pembayaran kepailitan untuk memberikan posisi yang lebih diakui kepada pemegang saham, penguatan tata kelola perusahaan dan transparansi sebelum kepailitan, serta peningkatan peran lembaga regulator dan penegak hukum. Selain itu, pengembangan mekanisme restrukturisasi yang lebih inklusif juga esensial. Dengan adanya regulasi yang lebih jelas dan implementasi yang lebih kuat, diharapkan ketidakpastian hukum dapat dikurangi, dan kerugian pemegang saham minoritas dapat diminimalisir, yang pada akhirnya akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap pasar modal Indonesia.

PENUTUP

Perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas dalam pembagian harta perusahaan terbuka yang dinyatakan pailit di Indonesia masih sangat terbatas: berdasarkan UU No. 37/2004 tentang Kepailitan dan PKPU serta UU No. 40/2007 tentang Perseroan Terbatas, pemegang saham, sebagai pemilik modal, bukan kreditur, ditempatkan pada urutan terakhir setelah kreditur separatis, preferen, dan konkuren, sehingga sisa aset yang ada hampir tidak pernah mencukupi untuk mengembalikan investasi mereka. Akibatnya, pemegang saham minoritas menanggung kerugian langsung berupa capital loss, saham terkunci (lock-up), dan risiko delisting dari bursa efek, yang semakin diperparah oleh ketidakmampuan mereka mengendalikan kebijakan perusahaan dan ketiadaan mekanisme perlindungan spesifik dalam UU PKPU untuk mengakui hak-hak mereka selama proses likuidasi, sehingga menciptakan ketidakpastian hukum dan potensi kerugian substansial bagi investor.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dari sudut sosiologi hukum, hukum kepailitan dan perseroan di Indonesia belum mampu mewujudkan keadilan substantif bagi pemegang saham minoritas di pasar modal, sehingga kesenjangan antara norma dan praktik menuntut penyesuaian regulasi sebagai sarana perlindungan sosial yang responsif terhadap dinamika investasi dan risiko; oleh karena itu, diperlukan reformasi komprehensif berupa (i) amandemen UU PKPU dengan menambahkan status “quasi kreditur” atau “kreditur subordinasi khusus” bagi pemegang saham publik beserta mekanisme kompensasi minimal atas risiko modal mereka, (ii) penguatan GCG dan transparansi melalui kewajiban keterbukaan informasi *real time*, sanksi pribadi bagi direksi/komisaris yang lalai atau beritikad buruk, serta kemudahan *derivative action* sebagai alat gugat kolektif, (iii) pemberian wewenang intervensi dini dan pengawasan proaktif kepada OJK serta peningkatan edukasi pemegang saham minoritas tentang risiko kepailitan dan hak-hak hukum mereka, dan (iv) optimalisasi mekanisme restrukturisasi dengan menjadikan kepentingan pemegang saham eksplisit dalam rencana PKPU, misalnya lewat opsi *debt-equity swap*, demi menjaga nilai sisa investasi; dengan model regulasi yang lebih progresif dan inklusif ini, ekosistem investasi pasar modal Indonesia diharapkan menjadi lebih adil, menarik, dan memberikan perlindungan kuat bagi pemegang saham minoritas.

Sebagai penutup, penelitian ini menyerukan perlunya transformasi hukum kepailitan di Indonesia menuju arah yang lebih progresif. Dengan mengedepankan keadilan substantif bagi pemegang saham minoritas melalui reformasi hierarki pembayaran dan mekanisme perlindungan yang adaptif, hukum dapat menegaskan kembali perannya sebagai alat yang melayani kemanusiaan dan menjaga integritas serta kepercayaan di pasar modal, sejalan dengan visi Satjipto Rahardjo tentang hukum yang membebaskan.

DAFTAR PUSTAKA

- Admin. (2025, July 13). *Corporate Restructuring in Indonesia: Strategies and Legal Considerations*. Kusuma & Partners Law Firm. <https://kusumalawfirm.com/article/corporate-restructuring-in-indonesia-strategies-and-legal-considerations/>
- Anisah, S. (2008). *Perlindungan Kepentingan Kreditor dan Debitor Dalam Hukum Kepailitan di Indonesia: Studi Putusan-Putusan Pengadilan*. Total Media.
- Fachruddin, M. (2001). *Hukum Pasar Modal*. Citra Adiya Bakti.
- Fuady, M. (2001). *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)*. PT. Citra Aditiya Bhakti.
- Haposan, D. S. (2010). *Perlindungan Hukum Terhadap Hak-Hak Pemegang Saham Minoritas Yang Berupa Derivative Action Pada Perseroan Terbatas Dalam Kaitannya Dengan Implementasi Good Corporate Governance "Suatu Kajian Dari Sudut Pandang Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas* [Universitas Indonesia]. <https://lib.ui.ac.id/file?file=digital/2016-11/20369965-T37674-Delano%20Sumurung%20Haposan.pdf>
- ICLG's International Panel of Experts. (2025, April 30). *Restructuring & Insolvency Laws and Regulations Report 2025 Indonesia*. Iclg.Com. <https://iclg.com/practice-areas/restructuring-and-insolvency-laws-and-regulations/indonesia>
- Irianto, S., & Shidarta. (2009). *Metode Penelitian Hukum Konstelasi dan Refleksi*. Yayasan Pustaka Obor Indonesia.
- Isnawati, F. A. T., & Mahmudah, S. (2023). Perlindungan Hukum Hak Pemegang Saham Pada Pebubaran Perusahaan di Karenakan Pailit. *Unes Law Review*, 6(2), 7097–7104. <https://doi.org/10.31933/unesrev.v6i2>
- Nainggolan, B. (2011). *Perlindungan Hukum Seimbang, Debitor, Kreditor dan Pihak-pihak Berkepentingan dalam Kepailitan* (1st ed.). Penerbit P.T. Alumni. <http://repository.uki.ac.id/1552/1/Buku%20Perlindungan%20Hukum%20Seimbang.pdf>
- Nasution, B. J. (2022). *Metode Penelitian Ilmu Hukum*. Mandar Maju.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 12 Tahun 2024 Tentang Penerapan Strategi Anti Fraud Bagi Lembaga Jasa Keuangan, Pub. L. No. 12 (2024).
- Rawls, J. (1973). *A Theory of Justice*. Oxford University Press.
- Roesadi, L. A., Budiharto, & Njatrijani, R. (2017). Perlindungan Pemegang Saham Minoritas Dalam Terjadi Pengambilalihan Saham Pada Anak Perusahaan (Kasus PT. Sumalindo Lestari Jaya, Tbk). *DIPONEGORO LAW JOURNAL*, 6(2), 1–13. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/dlr/article/viewFile/17382/16637>

- Saputra, A. (2025). *Implikasi Kepailitan Suatu Perusahaan terhadap Perlindungan Hukum Bagi Investor di Pasar Modal*. 2(6), 374–383. <https://doi.org/10.5281/zenodo.15540066>
- Setiawan, R., & Mina, R. (2019). Perlindungan Hukum Terhadap Pemegang Saham Minoritas Dikaitkan Dengan Penerapan Good Corporate Governance (GCG). *Jurnal Yustisiabel*, 3(2), 135–155. <https://doi.org/10.32529/yustisiabel.v3i2.388>
- SIP Law Firm. (2024, September 11). *Perlindungan Hukum bagi Pemegang Saham Minoritas*. SIP Law Firm. <https://siplawfirm.id/pemegang-saham-minoritas/?lang=id>
- Sujatmiko, B., & Suryanti, N. (2017). Perlindungan Hukum Bagi Investor Pada Perusahaan Terbuka Yang Pailit Ditinjau Dari Hukum Kepailitan. *Jurnal Bina Mulia Hukum*, Vol. 2(1), 15–25. <https://doi.org/10.23920/jbmh.v2n1.2>
- Tjiptono, D., & Fachruddin, H. M. (2006). *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Salemba Empat.
- Tryadi, L., & Ananingsih, S. W. (2024). Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Saham dalam Pemberesan Harta Perseoran Terbatas Terbuka yang Pailit. *Jurnal Ilmu Hukum, Humaniora dan Politik (JIHHP)*, Vol. 5(2), 1046–1056. <https://doi.org/10.38035/jihhp.v5i2>
- Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan Dan Penguatan Sektor Keuangan, Pub. L. No. 4 (2023).
- Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pub. L. No. 8 (1995).
- Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 Tentang Kepailitan Dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, Pub. L. No. 37 (2004).
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas, Pub. L. No. 40 (2007).
- Yani, A., & Widjaja, G. (2004). *Kepailitan*. PT. Raja Grafindo Persada.