ASH-SHIDQU: JOURNAL OF SHARIA ECONOMIC
Volume 2, No 1(2026)
ISSN : 3109 –5216 (PRINT) -ISSN: 3109 –5216 (ONLINE)
Page : 134 - 149

ANALISIS RISIKO DILUSI SAHAM TERHADAP KEPEMILIKAN INVESTOR DI PASAR MODAL INDONESIA: PENDEKATAN TEORI KEADILAN DALAM PERLINDUNGAN PEMEGANG SAHAM MINORITAS

Dede Epul Syaepuloh Rasyid[1] Dede Ela[2]
[12]Universitas Islam Negeri Sunan Gunung Djati
Bandung, Indonesia
*Email : dedeepulsr92@gmail.com dedeela89@gmail.com

ABSTRAK

Risiko dilusi saham merupakan salah satu konsekuensi yang dapat timbul akibat kebijakan pendanaan perusahaan melalui penerbitan saham baru. Fenomena ini berpotensi menurunkan persentase kepemilikan, hak suara, serta manfaat ekonomi yang diperoleh pemegang saham eksisting. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis konsep dilusi saham, faktor-faktor penyebabnya, dampaknya terhadap kepemilikan investor, perlindungan hukum yang tersedia, serta relevansinya dengan prinsip keadilan dan Maqasid Syariah dalam pasar modal Indonesia. Penelitian menggunakan metode kualitatif normatif dengan pendekatan konseptual dan pendekatan perundang-undangan melalui studi kepustakaan terhadap berbagai literatur, regulasi, dan penelitian terdahulu yang relevan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dilusi saham umumnya terjadi melalui aksi korporasi seperti right issue, private placement, konversi obligasi, dan Employee Stock Ownership Program (ESOP). Dampak dilusi tidak hanya berupa penurunan persentase kepemilikan dan hak suara pemegang saham, tetapi juga dapat memengaruhi earnings per share (EPS), dividen per saham (DPS), serta persepsi pasar terhadap perusahaan. Namun demikian, dampak tersebut dapat diminimalkan melalui mekanisme perlindungan hukum berupa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD), penerapan tata kelola perusahaan yang baik, serta peningkatan literasi investor. Dalam perspektif Maqasid Syariah, HMETD merupakan instrumen yang sejalan dengan prinsip hifz al-mal (perlindungan harta) dan keadilan (al-'adl) karena memberikan kesempatan yang setara bagi pemegang saham untuk mempertahankan hak

Article Info:
Submitted:
01/06/2026
Revised:
10/06/2026
Published:
15/06/2026

ekonominya. Oleh karena itu, pemahaman yang komprehensif mengenai risiko dilusi saham menjadi penting guna menciptakan pasar modal yang transparan, efisien, berkeadilan, dan memberikan perlindungan optimal bagi investor..

Kata kunci: *dilusi saham, investor, pasar modal, right issue, kepemilikan saham*

ABSTRACT

Share dilution risk is one of the potential consequences of corporate financing policies involving the issuance of new shares. This phenomenon may reduce the ownership percentage, voting rights, and economic benefits enjoyed by existing shareholders. This study aims to analyze the concept of share dilution, the factors contributing to its occurrence, its impact on investors' ownership, the available legal protections, and its relevance to the principles of justice and Maqasid al-Shariah within the Indonesian capital market. This research employs a normative qualitative method using both conceptual and statutory approaches through an extensive literature review of relevant regulations, scholarly publications, and previous studies. The findings indicate that share dilution generally arises from corporate actions such as rights issues, private placements, convertible bond conversions, and Employee Stock Ownership Programs (ESOPs). The effects of share dilution extend beyond a reduction in shareholders' ownership percentages and voting rights, as they may also influence earnings per share (EPS), dividend per share (DPS), and market perceptions of the company. Nevertheless, these adverse effects can be mitigated through legal protection mechanisms, particularly Pre-Emptive Rights (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu—HMETD), the implementation of good corporate governance, and the enhancement of investor literacy. From the perspective of Maqasid al-Shariah, HMETD is consistent with the principle of hifz al-mal (protection of wealth) and the principle of justice (al-'adl), as it provides shareholders with equal opportunities to preserve their ownership interests and economic rights. Therefore, a comprehensive understanding of share dilution risk is essential for fostering a transparent, efficient, equitable, and well-regulated capital market that provides optimal protection for investors.

***Keywords**: share dilution, investors, capital market, rights issue, share ownership.*

A. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana dan tempat penyaluran dari investor ke perusahaan. Dengan adanya pasar modal, perusahaan dapat memperoleh sumber dana dari investor. Pasar modal memberikan kesempatan bagi investor untuk melakukan investasi atas sumber dana yang dikeluarkan untuk mendapatkan keuntungan atas sumber dana yang dikeluarkan. Sumber dana eksternal tersebut berupa penawaran saham oleh perusahaan terbuka atau *Initial Public Offering* (IPO). Penawaran saham oleh perusahaan dalam pasar modal adalah untuk melakukan perluasan usaha tetapi perusahaan tidak ingin menambah hutang dan mengganti sebagian hutang dengan ekuitas yang diperoleh dari penerbitan saham (Ade Hari Siswanto 2021).

Pasar modal memiliki peran strategis dalam perekonomian modern, khususnya sebagai sarana penghimpunan dana bagi perusahaan serta sebagai wadah investasi bagi masyarakat. Di Indonesia (Pandji Anoraga 2013), perkembangan pasar modal menunjukkan tren yang semakin meningkat seiring dengan bertambahnya jumlah investor, terutama dari kalangan investor ritel (OJK 2021). Saham menjadi salah satu instrumen yang paling diminati karena memberikan potensi keuntungan berupa capital gain dan dividen (Eduardus Tandelilin 2017).

Namun demikian, di balik potensi keuntungan tersebut, investasi saham juga mengandung berbagai risiko yang perlu dipahami secara komprehensif. Salah satu risiko yang sering kali kurang mendapatkan perhatian adalah risiko dilusi saham. Risiko ini muncul ketika perusahaan melakukan aksi korporasi yang menyebabkan bertambahnya jumlah saham yang beredar, sehingga persentase kepemilikan investor lama mengalami penurunan (Suad Husnan 2015).

Dalam praktiknya, dilusi saham dapat terjadi melalui berbagai mekanisme, seperti right issue, konversi obligasi menjadi saham, serta program kepemilikan saham bagi karyawan (Employee Stock Ownership Program/ESOP) (Jakarta: BEI, 2022). Meskipun langkah-langkah tersebut umumnya dilakukan untuk memperkuat struktur permodalan perusahaan, namun di sisi lain dapat menimbulkan konsekuensi negatif bagi investor, terutama terkait dengan penurunan hak suara, penurunan dividen per saham, serta potensi penurunan harga saham di pasar.

Fenomena ini menjadi semakin penting untuk dikaji mengingat masih banyak investor, khususnya investor pemula, yang belum memiliki pemahaman yang memadai terkait dampak aksi korporasi terhadap kepemilikan saham mereka. Kurangnya literasi keuangan dapat menyebabkan investor mengambil keputusan yang kurang tepat, seperti tidak berpartisipasi dalam right issue sehingga mengalami dilusi kepemilikan secara signifikan.

Di sisi lain, dalam perspektif teori keuangan, dilusi saham tidak selalu berdampak negatif. Jika dana yang diperoleh dari penerbitan saham baru digunakan secara efektif untuk ekspansi usaha atau peningkatan kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan justru dapat meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa dampak dilusi sangat bergantung pada kebijakan manajemen serta persepsi pasar terhadap aksi korporasi yang dilakukan.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini menjadi penting untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai risiko dilusi saham. Penelitian ini tidak hanya membahas konsep dan penyebab dilusi, tetapi juga menganalisis dampaknya terhadap investor serta strategi yang dapat dilakukan untuk memitigasi risiko tersebut.

Selain sebagai sarana investasi, pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia. Pasar modal berfungsi sebagai sumber pembiayaan jangka panjang bagi perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha, meningkatkan kapasitas produksi (Eduardus Tandelilin 2017), serta menciptakan lapangan kerja baru. Di sisi lain, pasar modal juga menjadi alternatif investasi bagi masyarakat untuk mengalokasikan dana secara produktif. Dengan demikian, keberadaan pasar modal tidak hanya berkontribusi terhadap pertumbuhan perusahaan, tetapi juga mendukung pertumbuhan ekonomi nasional melalui peningkatan investasi dan aktivitas bisnis.

Seiring berkembangnya aktivitas pasar modal, berbagai aksi korporasi yang dilakukan emiten semakin beragam. Salah satu fenomena yang sering terjadi adalah dilusi saham akibat penerbitan saham baru. Fenomena ini banyak ditemukan pada perusahaan yang melakukan right issue, konversi obligasi menjadi saham (Irham Fahmi 2018), penerbitan waran, maupun program Employee Stock Ownership Program (ESOP). Meskipun bertujuan untuk memperkuat struktur permodalan perusahaan, aksi korporasi tersebut dapat menyebabkan berkurangnya persentase kepemilikan pemegang saham lama yang tidak ikut berpartisipasi dalam penerbitan saham baru. Akibatnya, investor dapat mengalami penurunan hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), berkurangnya bagian atas dividen, serta menurunnya pengaruh terhadap kebijakan perusahaan (Jogiyanto Hartono 2011).

Dari perspektif hukum, fenomena dilusi saham menimbulkan berbagai permasalahan yang berkaitan dengan perlindungan hak pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas. Meskipun peraturan pasar modal di Indonesia telah mengatur mekanisme penerbitan saham baru dan kewajiban keterbukaan informasi oleh emiten, dalam praktiknya masih terdapat potensi ketidakseimbangan antara kepentingan perusahaan dan perlindungan investor (Zubir 2011). Pemegang saham minoritas sering kali berada pada posisi yang lebih lemah dibandingkan pemegang saham pengendali, terutama ketika keputusan aksi korporasi dilakukan melalui mekanisme yang

secara formal sah, namun berpotensi mengurangi proporsi kepemilikan dan hak-hak ekonomis mereka. Kondisi ini menimbulkan pertanyaan mengenai sejauh mana prinsip keadilan telah diterapkan dalam perlindungan pemegang saham minoritas di pasar modal Indonesia.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Penelitian mengenai dilusi saham sebelumnya umumnya berfokus pada aspek keuangan dan dampaknya terhadap harga saham, struktur modal perusahaan, serta respons pasar terhadap aksi korporasi. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa penerbitan saham baru dapat meningkatkan kemampuan perusahaan memperoleh pendanaan untuk ekspansi usaha, namun di sisi lain berpotensi menurunkan nilai kepemilikan investor yang tidak mengikuti aksi korporasi tersebut. Penelitian lain lebih banyak membahas efektivitas right issue dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan pasca penerbitan saham baru. Namun demikian, kajian yang menghubungkan risiko dilusi saham dengan teori keadilan dalam konteks perlindungan pemegang saham minoritas masih relatif terbatas.

Berdasarkan telaah terhadap penelitian terdahulu, terdapat kesenjangan penelitian (research gap) yang perlu dikaji lebih lanjut (Hendra Gunawan 2020). Sebagian besar penelitian lebih menitikberatkan pada aspek ekonomi dan keuangan, sedangkan aspek hukum yang berkaitan dengan keadilan serta perlindungan hak pemegang saham minoritas belum mendapatkan perhatian yang memadai. Selain itu, belum banyak penelitian yang secara khusus menganalisis risiko dilusi saham di pasar modal Indonesia dengan menggunakan pendekatan teori keadilan sebagai kerangka analisis utama.

Oleh karena itu, penelitian ini memiliki kontribusi yang berbeda dibandingkan penelitian sebelumnya. Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian hukum pasar modal, khususnya mengenai perlindungan pemegang saham minoritas melalui pendekatan teori keadilan. Secara praktis, penelitian ini dapat memberikan pemahaman kepada investor mengenai risiko dilusi saham serta menjadi masukan bagi regulator, emiten, dan pelaku pasar modal dalam merumuskan kebijakan yang lebih berkeadilan dan mampu memberikan perlindungan hukum yang optimal bagi seluruh pemegang saham.

Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi baik secara teoritis maupun praktis, khususnya dalam meningkatkan literasi investor serta menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

C. METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan jenis penelitian normatif (doctrinal research) yang bertujuan untuk mengkaji

konsep risiko dilusi saham berdasarkan teori dan literatur yang relevan. Pendekatan ini dipilih karena penelitian tidak menggunakan data lapangan secara langsung, melainkan menitikberatkan pada analisis konsep, teori, dan hasil penelitian terdahulu. Jenis penelitian ini adalah penelitian kepustakaan (library research) dengan pendekatan konseptual (conceptual approach) dan pendekatan perundang-undangan (statute approach), khususnya terkait regulasi pasar modal di Indonesia.

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Teori Dilusi Saham

Menurut Darmadji dan Fakhrudin saham merupakan bukti kepemilikan perseorangan atau kelompok dalam suatu perusahaan dan saham berbentuk kertas menjadi bukti penerbit surat saham yang menjelaskan bahwa pemilik saham adalah perusahaan. Dilusi saham merupakan fenomena penurunan persentase kepemilikan pemegang saham akibat meningkatnya jumlah saham yang beredar di pasar. Penurunan presentase kepemilikan saham karena adanya penambahan modal namun pemegang saham tidak berpartisipasi di dalamnya. Dalam perspektif keuangan korporasi, dilusi berkaitan erat dengan kebijakan struktur modal perusahaan, khususnya dalam keputusan pendanaan melalui ekuitas. Dilusi tidak mengurangi jumlah lembar saham yang dimiliki investor, tetapi mengurangi proporsi kepemilikannya terhadap total saham perusahaan.

Secara teoritis, dilusi dapat dibedakan menjadi dua, yaitu dilusi kepemilikan (ownership dilution) dan dilusi nilai (value dilution). Dilusi kepemilikan berkaitan dengan penurunan persentase kepemilikan pemegang saham lama turun karena jumlah saham beredar bertambah. Keuntungan bagi investor yaitu terhadap hak kepemilikan saham diantaranya: berhak mendapatkan dividen dan dapat mengganti kepengurusan. Hal ini menyebabkan hak suara (dalam Rapat Umum Pemegang Saham RUPS) dan pengaruh dalam perusahaan mengecil meskipun jumlah saham yang dipegang tidak berubah. Sedangkan dilusi nilai terjadi ketika penerbitan saham baru tidak diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan. Terdapat teori-teori berkaitan dengan saham baru bisa memengaruhi pemegang saham lama, dan untuk mengambil keputusan pendanaan yang rasional, transparan, dan tetap menjaga kepentingan pemilik (pemegang saham), diantaraya:

1. Teori Struktur Modal: Menurut teori struktur modal, perusahaan memiliki pilihan dalam menentukan sumber pendanaan, yaitu melalui utang atau ekuitas (Brigham & Houston, 2019). Penerbitan saham baru merupakan salah satu bentuk pendanaan ekuitas yang dapat menyebabkan dilusi. Dalam konteks ini, keputusan penerbitan saham harus mempertimbangkan biaya modal (cost of capital) serta dampaknya terhadap pemegang saham lama.

2. Teori Sinyal (Signaling Theory): Teori sinyal menyatakan bahwa keputusan manajemen perusahaan dalam melakukan aksi korporasi, termasuk penerbitan saham baru, memberikan sinyal kepada pasar mengenai kondisi dan prospek perusahaan (Ross, 1977). Jika pasar menilai penerbitan saham sebagai sinyal negatif, misalnya karena perusahaan mengalami kesulitan keuangan, maka harga saham cenderung turun. Sebaliknya, jika dianggap sebagai langkah ekspansi yang positif, maka pasar dapat merespons secara positif.
3. Teori Agency (Agency Theory): Dalam perspektif agency theory, terdapat potensi konflik kepentingan antara manajemen (agent) dan pemegang saham (principal). Penerbitan saham baru dapat menimbulkan masalah keagenan apabila keputusan tersebut lebih menguntungkan manajemen dibandingkan pemegang saham lama (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu, transparansi dan tata kelola perusahaan yang baik menjadi penting dalam meminimalkan konflik tersebut.

Hubungan kausal antara kebijakan perusahaan, mekanisme terjadinya dilusi saham, serta dampaknya terhadap investor. Secara konseptual, titik awal analisis terletak pada keputusan pendanaan perusahaan dalam kerangka teori struktur modal, khususnya ketika perusahaan memilih pendanaan berbasis ekuitas melalui penerbitan saham baru. Keputusan tersebut kemudian diterjemahkan dalam bentuk aksi korporasi seperti right issue, konversi obligasi, dan program ESOP. Aksi korporasi ini menjadi variabel utama yang memicu peningkatan jumlah saham beredar, yang selanjutnya menyebabkan dilusi kepemilikan.

Selanjutnya, dilusi kepemilikan akan berdampak pada beberapa aspek utama bagi investor, yaitu:

1. Penurunan persentase kepemilikan
2. Berkurangnya hak suara (voting rights)
3. Penurunan potensi dividen per saham
4. Perubahan persepsi pasar yang dapat mempengaruhi harga saham

Namun demikian, hubungan tersebut tidak bersifat linier sederhana. Dalam kerangka ini, terdapat beberapa variabel intervening (perantara) yang mempengaruhi besar kecilnya dampak dilusi, yaitu:

1. Kinerja fundamental perusahaan (profitabilitas, pertumbuhan)
2. Tujuan penggunaan dana hasil penerbitan saham
3. Transparansi dan tata kelola perusahaan (good corporate governance)

Selain itu, terdapat pula variabel moderasi, yaitu:

1. Persepsi pasar (market perception) berdasarkan teori sinyal
2. Tingkat literasi investor, khususnya dalam memahami aksi korporasi

Dalam perspektif agency theory, hubungan antara manajemen dan pemegang saham (Michael C. Jensen dan William H 1976) juga menjadi faktor penting. Konflik kepentingan dapat memperbesar dampak negatif

dilusi apabila keputusan penerbitan saham tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham lama. Berdasarkan uraian tersebut, maka alur kerangka pemikiran penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

Keputusan Pendanaan → Aksi Korporasi → Peningkatan Saham Beredar → Dilusi Kepemilikan → Dampak terhadap Investor

Dengan dipengaruhi oleh:

1. Variabel intervening: kinerja perusahaan, penggunaan dana, GCG
2. Variabel moderasi: persepsi pasar dan literasi investor

Kerangka ini menegaskan bahwa risiko dilusi saham tidak hanya merupakan fenomena matematis, tetapi juga fenomena ekonomi dan perilaku pasar yang kompleks. Oleh karena itu, analisis yang komprehensif diperlukan untuk memahami implikasi nyata dari dilusi terhadap keputusan investasi.

B. Dinamika Aksi Korporasi sebagai Pemicu Dilusi

Dilusi saham pada umumnya berawal dari keputusan strategis perusahaan dalam memilih sumber pendanaan berbasis ekuitas. Aksi korporasi seperti right issue, private placement, konversi obligasi, dan program ESOP menjadi instrumen utama yang meningkatkan jumlah saham beredar (Irham Fahmi 2015). Dalam perspektif teori struktur modal, keputusan ini sering diambil untuk menurunkan leverage, memperkuat permodalan, atau membiayai ekspansi.

a. Right Issue, Rights issue adalah aksi korporasi ketika perusahaan menawarkan saham baru terlebih dahulu kepada pemegang saham lama melalui hak memesan efek terlebih dahulu. Artinya, pemegang saham lama diberi prioritas untuk membeli saham baru sesuai rasio tertentu, misalnya 1:2 atau 1:5, tergantung kebijakan emiten. Fungsi utamanya adalah menghimpun dana segar untuk perusahaan, misalnya untuk ekspansi, pelunasan utang, modal kerja, atau akuisisi. Karena ada hak prioritas bagi pemegang saham lama, rights issue dianggap lebih “adil” dibanding penerbitan langsung ke pihak luar, tetapi tetap bisa menyebabkan dilusi jika investor lama tidak menebus haknya.

b. Private placement adalah penerbitan saham baru yang dijual langsung kepada investor tertentu, bukan kepada seluruh pemegang saham lama di pasar terbuka. Pihak yang dituju bisa investor institusi, mitra strategis, atau pihak lain yang dipilih perusahaan. Karena tidak semua pemegang saham lama mendapat kesempatan yang sama untuk membeli saham baru, private placement cenderung lebih cepat dan praktis untuk mencari pendanaan. Tetapi dari sisi pemegang saham lama, metode ini lebih berpotensi menimbulkan dilusi karena porsi mereka bisa terdorong turun tanpa kesempatan luas untuk mempertahankan kepemilikan. Dalam praktiknya, private placement sering dipakai saat perusahaan butuh dana cepat, butuh investor

strategis, atau ingin memperkuat struktur permodalan. Namun, pasar akan menilai apakah langkah ini membawa manfaat nyata atau justru hanya memperbesar jumlah saham tanpa meningkatkan nilai perusahaan.

c. Konversi obligasi terjadi ketika obligasi yang sebelumnya diterbitkan perusahaan dapat ditukar menjadi saham. Jadi, awalnya investor memegang instrumen utang, lalu pada kondisi tertentu obligasi itu dikonversi menjadi ekuitas. Efeknya sangat penting: saat obligasi dikonversi, perusahaan tidak lagi hanya punya kewajiban utang, tetapi jumlah saham beredar juga naik. Inilah sebabnya obligasi konversi sering disebut sebagai salah satu sumber dilusi, karena kreditur berubah menjadi pemegang saham.

d. ESOP adalah program pemberian opsi saham kepada karyawan, manajemen, atau pihak internal lain sebagai bagian dari insentif. Dalam program ini, penerima hak bisa membeli saham perusahaan di masa depan dengan harga dan syarat tertentu, jika memenuhi ketentuan vesting atau target yang ditetapkan. Tujuan ESOP biasanya untuk menyelaraskan kepentingan karyawan dengan kepentingan perusahaan. Harapannya, ketika karyawan merasa ikut memiliki perusahaan, mereka bekerja lebih produktif dan fokus pada pertumbuhan jangka panjang

Namun demikian, dari sudut pandang investor lama, aksi tersebut memiliki konsekuensi langsung berupa penurunan proporsi kepemilikan. Hal ini menegaskan adanya trade-off antara kebutuhan perusahaan akan dana segar dengan perlindungan kepentingan pemegang saham eksisting.

C. Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham terkait Dilusi Saham

Dalam Undang-Undang nomor 40 Tahun 2007 tentang perseroan terbatas (UUPT) Bab 3 Pasal 43 ayat (1) UUPT menyebutkan “seluruh saham yang dikeluarkan untuk penambahan modal harus terlebih dahulu ditawarkan kepada setiap pemegang saham seimbang dengan kepemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama”. Hal ini merupakan bentuk perlindungan terhadap pemegang saham untuk mengeksekusi/ mengexercise hak nya untuk membeli saham baru yang diterbitkan perseroan pada harga saham yang telah diterbitkan sebelumnya.

Saham yang dikeluarkan dalam rangka penamban modal harus ditawarkan terlebih dahulu kepada setiap pemegang saham seimbang dengan jumlah saham yang dimilikinya. Pasal 43 Undang-undang No. 40 Tahun 2007 menjelaskan bahwa pemegang saham yang ada diwajibkan terlebih dahulu diberikan hak membeli saham baru setara dengan kepemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama, sebelum saham baru ditawarkan kepihak ketiga.

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga menerbitkan aturan baru yang merupakan pembenahan aturan untuk melindungi pemegang saham minoritas. POJK nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) diubah menjadi POJK No. 14/POJK.04/2019 dengan tujuan untuk meningkatkan perlindungan bagi pemegang saham minoritas, khusus terkait dengan penambahan modal yang dilakukan oleh Perusahaan Terbuka dengan memberikan HMETD dan mengatur ketentuan khusus mengenai penyelenggaraan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Untuk mengatur dilusi efek emiten teknologi saham hak suara multipel emiten teknologi terdapat dalam POJK nomor 22/POJK.04/2021.

D. Analisis Dampak Dilusi terhadap Kepemilikan dan Hak Investor

Dampak dilusi terhadap kepemilikan dan hak investor adalah turunnya porsi kepemilikan pemegang saham lama ketika perusahaan menerbitkan saham baru dan total saham beredar bertambah. Akibatnya, hak suara, potensi dividen per saham, dan laba per saham bisa ikut mengecil jika investor tidak menambah kepemilikannya sendiri. Dilusi saham secara langsung berdampak pada aspek kuantitatif dan kualitatif kepemilikan investor. Secara kuantitatif, persentase kepemilikan menurun karena peningkatan denominator (total saham beredar). Secara kualitatif, penurunan ini berdampak pada berkurangnya hak suara dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan. Karena hak suara biasanya mengikuti jumlah saham yang dimiliki, penurunan persentase kepemilikan juga berarti pengaruh Anda dalam RUPS menjadi lebih kecil. Ini penting karena keputusan strategis perusahaan, seperti aksi korporasi, perubahan anggaran dasar, atau pergantian manajemen, ditentukan lewat voting pemegang saham.

Selain itu, dilusi juga mempengaruhi indikator keuangan seperti earnings per share (EPS) dan dividen per saham (DPS). Penurunan EPS sering kali direspons negatif oleh pasar karena dianggap mencerminkan penurunan kinerja (Abdul Halim 2015), meskipun secara absolut laba perusahaan tidak berubah. Dilusi juga menekan EPS karena laba perusahaan dibagi ke jumlah saham yang lebih banyak. Jika laba total tidak naik sebanding dengan jumlah saham baru, maka laba per lembar saham otomatis turun. Hal yang sama bisa terjadi pada DPS. Dividen total bisa saja tetap, tetapi karena saham beredar lebih banyak, dividen per saham menjadi lebih kecil. Reaksi asar sering merespons negatif penurunan EPS karena itu dianggap sebagai sinyal kinerja per saham yang melemah. Namun, penurunan ini tidak selalu berarti perusahaan benar-benar memburuk, sebab laba total bisa saja tetap sama; yang berubah

adalah jumlah saham pembaginya. Karena itu, investor biasanya melihat dua hal sekaligus: apakah dilusi mengurangi porsi kepemilikan, dan apakah dana hasil penerbitan saham dipakai untuk tujuan yang benar-benar menambah nilai perusahaan.

E. Perspektif Teori Sinyal terhadap Reaksi Pasar

Dalam kerangka signaling theory, penerbitan saham baru dapat ditafsirkan sebagai sinyal negatif maupun positif. Jika pasar menilai bahwa perusahaan menerbitkan saham karena tekanan keuangan, maka reaksi yang muncul cenderung negatif, ditandai dengan penurunan harga saham. Sebaliknya, jika penerbitan saham dikaitkan dengan ekspansi yang prospektif, maka pasar dapat memberikan respons positif.

Hasil analisis menunjukkan bahwa persepsi pasar sangat menentukan apakah dilusi akan berdampak merugikan atau justru menguntungkan investor dalam jangka panjang.

F. Analisis Agency Problem dalam Dilusi Saham

Dilusi saham juga tidak terlepas dari potensi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Manajemen dapat memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melalui penerbitan saham baru, meskipun tidak selalu sejalan dengan kepentingan pemegang saham lama.

Dalam kondisi ini, penerapan good corporate governance (GCG) menjadi faktor penting dalam meminimalkan konflik tersebut. Transparansi informasi, akuntabilitas, serta perlindungan terhadap pemegang saham minoritas menjadi kunci dalam menjaga keseimbangan kepentingan. Agency problem dalam saham, diantaranya:

1. Manajemen bisa punya insentif yang tidak sepenuhnya sama dengan pemegang saham lama.
2. Penerbitan saham baru dapat menjadi sumber dilusi yang merugikan investor jika tidak diarahkan pada penciptaan nilai.
3. GCG dibutuhkan untuk memastikan keputusan pendanaan transparan, akuntabel, dan melindungi pemegang saham minoritas.

G. Faktor Intervening dan Moderasi dalam Dampak Dilusi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa dampak dilusi tidak bersifat absolut, melainkan dipengaruhi oleh beberapa faktor:

1. Kinerja perusahaan: Perusahaan dengan fundamental kuat cenderung mampu mengubah dilusi menjadi nilai tambah.
2. Penggunaan dana: Efektivitas penggunaan dana hasil penerbitan saham sangat menentukan dampak jangka panjang.
3. Transparansi informasi: Semakin tinggi transparansi, semakin kecil ketidakpastian yang dirasakan investor.

4. Literasi investor: Investor yang memahami mekanisme dilusi cenderung mengambil keputusan yang lebih rasional.

H. Strategi Mitigasi Risiko Dilusi oleh Investor

Dalam menghadapi risiko dilusi, investor dapat menerapkan beberapa strategi mitigasi, antara lain:

1. Partisipasi dalam right issue untuk mempertahankan proporsi kepemilikan.
2. Analisis fundamental perusahaan untuk menilai apakah aksi korporasi memberikan nilai tambah.
3. Diversifikasi portofolio untuk mengurangi risiko spesifik.
4. Monitoring kebijakan manajemen terkait penerbitan saham.

Strategi ini menunjukkan bahwa risiko dilusi tidak sepenuhnya dapat dihindari, namun dapat dikelola melalui keputusan investasi yang tepat.

I. Teori Keadilan

1. Teori Keadilan Aristoteles

Aristoteles membagi keadilan menjadi keadilan distributif dan keadilan korektif. Keadilan distributif menekankan pembagian hak, manfaat, dan beban secara proporsional sesuai kontribusi dan kedudukan masing-masing pihak. Dalam konteks dilusi saham, teori ini relevan untuk menilai apakah pemegang saham memperoleh hak yang proporsional terhadap kepemilikannya ketika perusahaan menerbitkan saham baru. Pemberian HMETD dapat dipandang sebagai bentuk keadilan distributif karena memberikan kesempatan yang setara kepada pemegang saham eksisting untuk mempertahankan persentase kepemilikannya.

2. Teori Keadilan sebagai Fairness

Menurut John Rawls, keadilan merupakan prinsip yang menjamin kebebasan dan kesempatan yang sama bagi setiap individu (Najwa Lutfi Hanifah 2025). Teori ini didasarkan pada dua prinsip utama, yaitu prinsip kebebasan yang setara dan prinsip perbedaan (*difference principle*). Dalam kasus dilusi saham, keadilan dapat diwujudkan melalui mekanisme yang memastikan seluruh pemegang saham memperoleh akses informasi yang sama, kesempatan yang setara untuk berpartisipasi dalam aksi korporasi, dan perlindungan terhadap kerugian yang tidak proporsional. HMETD dapat dipahami sebagai instrumen yang mencerminkan prinsip fairness karena memberikan kesempatan yang sama kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru.

3. Teori Keadilan Komutatif

Keadilan komutatif berfokus pada keseimbangan hak dan kewajiban dalam hubungan antarindividu. Dalam perspektif ini, setiap pihak harus memperoleh perlakuan yang setara dalam suatu transaksi. Pada dilusi saham, keadilan komutatif menuntut agar perusahaan tidak memberikan keuntungan yang berlebihan kepada kelompok investor tertentu sehingga merugikan pemegang saham lainnya. Oleh karena itu, transparansi dan

kesetaraan akses terhadap saham baru menjadi aspek penting dalam menjaga keadilan komutatif.

4. Teori Keadilan dalam Maqasid Syariah

Dalam perspektif Maqasid Syariah, keadilan (*al-'adl*) merupakan prinsip fundamental yang bertujuan mewujudkan kemaslahatan dan mencegah kemudaratan. Salah satu tujuan utama maqasid syariah adalah hifz al-mal (perlindungan harta). Dilusi saham yang mengurangi nilai atau proporsi kepemilikan pemegang saham tanpa mekanisme perlindungan dapat dipandang bertentangan dengan prinsip perlindungan harta. Sebaliknya, pemberian HMETD merupakan bentuk perlindungan terhadap hak ekonomi pemegang saham sehingga sejalan dengan prinsip keadilan dan kemaslahatan dalam maqasid syariah.

5. Teori Keadilan Hukum

Menurut Gustav Radbruch, hukum harus mengandung tiga nilai dasar, yaitu keadilan, kepastian hukum, dan kemanfaatan. Dalam konteks dilusi saham, regulasi mengenai HMETD dan keterbukaan informasi bertujuan menciptakan kepastian hukum sekaligus memberikan perlindungan yang adil bagi pemegang saham. Dengan demikian, setiap tindakan korporasi yang berpotensi menimbulkan dilusi harus dilaksanakan sesuai ketentuan hukum agar tidak mengorbankan hak-hak pemegang saham.

J. Hubungan HMETD dengan Maqasid Syariah

Islam sangat menjunjung tinggi nilai keadilan, hal ini sangat relevan dengan prinsip Maqasid syariah. Dalam perspektif teori keadilan dalam Maqasid Syariah, penerapan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dapat dipahami sebagai mekanisme yang bertujuan menjaga keseimbangan hak dan kepentingan para pemegang saham. Prinsip keadilan (*al-'adl*) dalam maqasid syariah menekankan bahwa setiap pihak yang memiliki hak atas suatu aset harus memperoleh perlindungan yang proporsional serta terhindar dari perlakuan yang merugikan.

Dalam konteks HMETD, pemegang saham eksisting diberikan hak prioritas untuk membeli saham baru yang diterbitkan oleh perusahaan sebelum saham tersebut ditawarkan kepada pihak lain. Mekanisme ini mencerminkan nilai keadilan karena memberikan kesempatan yang sama kepada pemegang saham lama untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya dan menghindari terjadinya dilusi yang dapat mengurangi hak ekonomi maupun hak pengendalian yang dimilikinya. Dengan demikian, HMETD berfungsi sebagai instrumen perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham yang telah berkontribusi pada perusahaan.

Dari sudut pandang maqasid syariah, HMETD juga relevan dengan tujuan hifz al-mal (perlindungan harta), yaitu upaya menjaga dan mengembangkan kekayaan secara sah serta mencegah terjadinya kerugian yang tidak adil. Pemberian hak prioritas kepada pemegang saham lama menunjukkan adanya komitmen terhadap prinsip

transparansi, kesetaraan kesempatan, dan perlindungan hak kepemilikan. Oleh karena itu, HMETD tidak hanya memiliki fungsi ekonomi dan hukum dalam pasar modal, tetapi juga mengandung dimensi etis yang sejalan dengan tujuan syariah untuk mewujudkan keadilan, kemaslahatan, dan perlindungan hak-hak para pemangku kepentingan.

Dengan demikian HMETD merupakan manifestasi prinsip keadilan dalam maqasid syariah karena berperan dalam menjaga hak kepemilikan pemegang saham, mencegah terjadinya ketidakadilan akibat dilusi kepemilikan, serta mendukung terwujudnya kemaslahatan melalui perlindungan harta (*hifz al-mal*) dan perlakuan yang setara bagi seluruh pemegang saham. Keberadaan HMETD dapat dipandang sebagai instrumen yang selaras dengan tujuan syariah dalam menciptakan sistem ekonomi yang adil dan berkeadilan.

E. KESIMPULAN

Dilusi saham merupakan konsekuensi yang tidak dapat dipisahkan dari kebijakan pendanaan perusahaan berbasis ekuitas melalui berbagai aksi korporasi, seperti right issue, private placement, konversi obligasi, dan program kepemilikan saham karyawan (ESOP). Meskipun tidak mengurangi jumlah saham yang dimiliki investor secara nominal, dilusi menyebabkan penurunan proporsi kepemilikan, hak suara, serta potensi manfaat ekonomi yang diterima pemegang saham lama. Dampak tersebut dapat tercermin pada menurunnya earnings per share (EPS), dividen per saham (DPS), dan perubahan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menunjukkan bahwa dampak dilusi saham tidak selalu bersifat negatif. Pengaruhnya sangat bergantung pada tujuan penerbitan saham baru, kualitas tata kelola perusahaan, kinerja fundamental perusahaan, tingkat transparansi informasi, serta kemampuan investor dalam memahami aksi korporasi. Apabila dana hasil penerbitan saham digunakan secara produktif untuk ekspansi dan peningkatan kinerja perusahaan, maka dilusi dapat memberikan manfaat jangka panjang bagi seluruh pemegang saham.

Dari aspek hukum, perlindungan terhadap pemegang saham telah diakomodasi melalui ketentuan HMETD yang memberikan hak prioritas kepada pemegang saham eksisting untuk mempertahankan proporsi kepemilikannya. Sementara itu, dalam perspektif Maqasid Syariah, mekanisme HMETD mencerminkan implementasi prinsip hifz al-mal (perlindungan harta) dan al-'adl (keadilan) karena mencegah terjadinya pengurangan hak ekonomi secara tidak proporsional. Dengan demikian, risiko dilusi saham tidak hanya perlu dipahami dari aspek keuangan, tetapi juga dari aspek hukum dan etika bisnis, sehingga dapat tercipta

sistem pasar modal yang lebih transparan, adil, berkelanjutan, dan memberikan kemaslahatan bagi seluruh pemangku kepentingan.

DAFTAR PUSTAKA

Adiwarman A. Karim. (2016). Ekonomi Mikro Islam. RajaGrafindo Persada.

Anoraga, P., & Pakarti, P. (2013). Pengantar Pasar Modal. Rineka Cipta.

Bursa Efek Indonesia. (2022). Panduan Investasi Saham. BEI.

Fahmi, I. (2015). Manajemen Investasi: Teori dan Soal Jawab. Salemba Empat.

Ghozali, I. (2018). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Halim, A. (2015). Analisis Investasi. Salemba Empat.

Husnan, S. (2015). Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. UPP STIM YKPN.

Jogiyanto. (2017). Teori Portofolio dan Analisis Investasi. BPFE Yogyakarta.

Kasmir. (2016). Analisis Laporan Keuangan. RajaGrafindo Persada.

Otoritas Jasa Keuangan. (2021). Statistik Pasar Modal Indonesia. OJK.

Samsul, M. (2015). Pasar Modal dan Manajemen Portofolio. Erlangga.

Sutedi, A. (2011). Pasar Modal Syariah. Sinar Grafika.

Tandelilin, E. (2017). Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi. Kanisius.

Widoatmodjo, S. (2012). Cara Sehat Investasi di Pasar Modal. Elex Media Komputindo.

Yulianti, N., & Silvy, M. (2020). Pengaruh literasi keuangan terhadap keputusan investasi. Jurnal Ilmu Manajemen Indonesia.

Hanifah, Najwa Lutfi, Reva Alya, Tita Amalia, Aditya Bagus Kuncara, Universitas Duta, Bangsa Surakarta, Universitas Duta, et al. “KEADILAN SEBAGAI TUJUAN HUKUM : TELAAH TEORI KEADILAN” 2, no. Dwisvimiar 2011 (2025): 228–32.

Keadilan, Jurnal Nalar. “Analisis Konsep Keadilan Dalam Pandangan Filsafat Hukum Aristoteles Dan Relevansinya Di Indonesia” 19, no. 2 (2024): 49–57.

Oktober, No, Gathan Sulthon, Al Ghany, Aldira Mara, and Ditta Caesar. “Wajah Hukum” 8, no. 2 (2024): 615–28. https://doi.org/10.33087/wjh.v8i2.1526.

Siswanto, Ade Hari. “RIGHTS ISSUE SEBAGAI PERLINDUNGAN HUKUM BAGI TERBUKA” 18 (2021): 92–98.

Tandelilin, Eduardus. Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi. Yogyakarta: Kanisius, 2017.

Fahmi, Irham. Pengantar Pasar Modal. Bandung: Alfabeta, 2018.

Hartono, Jogiyanto. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Yogyakarta: BPFE, 2019.

Widjaja, Gunawan. Hak Individu dan Kolektif Para Pemegang Saham. Jakarta: Prenada Media, 2008.

Prasetya, Rudhi. Perseroan Terbatas: Teori dan Praktik. Jakarta: Sinar Grafika, 2016.

Rawls, John. A Theory of Justice. Yogyakarta: Pustaka Pelajar, 2019.