

PENGARUH KEBIJAKAN DIVERSIFIKASI TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* SEBAGAI VARIABEL MODERATING
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Multinasional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014 – 2017)

Firza Arieska, Puji Harto¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone : +622476486851

ABSTRACT

This study aims for analyzing the effect of diversification to firm performance with investment opportunity set as moderation variable and without moderation variable. The diversification itself includes geographic diversification and segment diversification. Firm performance has financial performance and market performance.

This research uses secondary data and its sample from manufacturing company that listed at Indonesia Stock Exchange (IDX) in the period 2014-2017. With using purposive sampling, researcher has found 132 financial statements from company which has been analyzed. The analysis method of this study using multiple regression analysis.

The result findings in this study indicate without moderation of investment opportunity set, geographic diversification has no significant effect with financial performance and has significant positive effect with market performance. Segment diversification has significant negative effect with financial performance and has significant positive effect with market performance. If there is a moderation effect of investment opportunity set, the moderation effect of investment opportunity set has no significant effect for the effect of diversification for firm performance.

Keywords: diversification, financial performance, market performance, investment opportunity set

PENDAHULUAN

Diversifikasi merupakan strategi pengembangan usaha dengan cara memperluas segmen bisnis maupun geografis, diversifikasi dapat dilakukan dengan membuka lini usaha baru, memperluas lini produk yang ada, memperluas wilayah pemasaran produk, membuka kantor cabang, melakukan merger dan akuisisi dan cara yang lainnya (Harto, 2005). Diversifikasi usaha perusahaan dilakukan selain untuk memperbanyak keuntungan dan memasarkan nama perusahaan lebih dikenal oleh masyarakat non lokal, diversifikasi perusahaan juga memperkuat keunggulan usaha serta mampu bersaing dengan kompetitor perusahaan lain. Diversifikasi perusahaan juga dapat memperkecil risiko investasi karena perusahaan bergerak pada berbagai sektor daerah bisnis. Diversifikasi dilakukan untuk membuka peluang memperoleh keuntungan karena adanya perubahan nilai tukar, sekaligus untuk mengurangi peluang menanggung risiko rugi (Kuncoro & Suhardjono, 2002).

Adanya ketidakjelasan pada studi apakah perusahaan multinasional mampu mengambil keuntungan dari operasi yang terdiversifikasi untuk mengurangi dampak yang tersebar luas guncangan permintaan. Selama beberapa tahun, produksi *offshoring* negara - negara berkembang termasuk Cina, India, Vietnam, dan Indonesia menjadi lebih diinginkan dan populer untuk perusahaan multinasional karena biaya tenaga kerja rendah, bahan baku murah dan nilai tukar mata uang asing yang menguntungkan (Ferreira & Prokopets, 2009). Manfaat lain dari produksi global mungkin termasuk akses ke pasar lokal baru dan penciptaan pengetahuan baru dan nilai baru

¹ Corresponding author

(Ellram, *et al.*, 2013). Dengan memanfaatkan portofolio dari basis produksi global lintas batas, perusahaan multinasional telah mampu mengurangi operasional secara keseluruhan risiko dan meningkatkan kinerja perusahaan (Lee & Makhija, 2009; Christopher & Holweg, 2017).

Fokus utama dari penelitian ini adalah untuk meneliti pengaruh kebijakan diversifikasi terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan manufaktur multinasional yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2014 – 2016. Dengan memahami kebijakan diversifikasi dapat dianggap sebagai strategi untuk mencapai tujuan perusahaan dengan menambah laba secara optimal dan menambah nilai perusahaan dari kinerja perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori *Market Based View* (MBV)

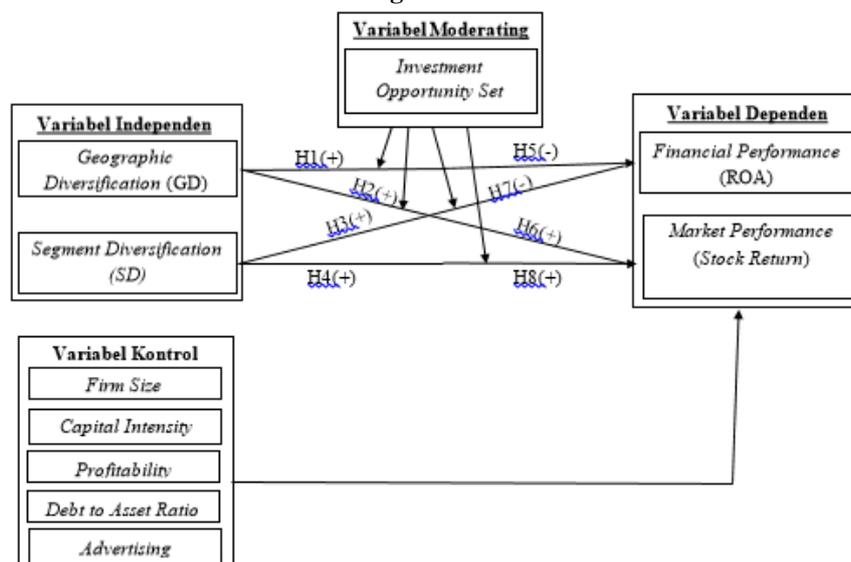
Teori *Market Based View* menyatakan bahwa kinerja perusahaan ditentukan oleh posisi unik perilaku strategik perusahaan dalam menanggapi persaingan pasar (Hoskisson, *et al.*, 2008; Porter, 1980; 1985). Ginsberg & Ventkatraman (1985) dan Dickinson & Ramaseshan (2004) menjelaskan pendekatan dari teori *Market Based View* bahwa perusahaan melakukan diversifikasi dengan motivasi untuk mengatasi kompleksitas persaingan yaitu membangun kekuatan finansial dan efisiensi biaya. Dari teori ini juga mengimplikasikan bahwa diversifikasi dilakukan untuk mengatasi persaingan pasar dengan cara membangun kekuatan pasar yang akhirnya tujuan tersebut untuk efisiensi biaya dan membangun kekuatan keuangan.

Teori kekuatan pasar melihat diversifikasi sebagai alat untuk menumbuhkan pengaruh anti kompetisi yang bersumber pada kekuatan konglomerasi, di dalam pendekatan ini diversifikasi akan memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (Montgomery, 1994). Montgomery (1994) berpendapat bahwa perusahaan diversifikasi akan berkembang dengan mengorbankan perusahaan non diversifikasi bukan karena perusahaan tersebut lebih efisien, tetapi karena perusahaan terdiversifikasi tersebut memiliki akses yang disebut daya konglomerat.

Teori Kontinjensi

Pendekatan teori kontinjensi adalah pendekatan akuntansi manajemen yang didasarkan pada premis bahwa tidak ada sistem akuntansi manajemen secara universal selalu tepat digunakan seluruh organisasi, namun sistem akuntansi manajemen hanya sesuai untuk suatu konteks atau kondisi tertentu saja (Otley, 1978). Dari pendekatan teori kontinjensi ini, maka muncul premis bahwa adanya diversifikasi dan kinerja perusahaan dengan munculnya strategi diversifikasi dan set kesempatan investasi sebagai faktor kondisional yang akan menyesuaikan faktor – faktor yang mempengaruhi perbedaan hasil kerja dan terjadinya perbedaan informasi yang diperoleh sehingga akan menyesuaikan pasar dan pergerakan perusahaan lainnya.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Diversifikasi Geografis dan Kinerja Keuangan

Dampak diversifikasi geografis perusahaan dapat dilihat secara nilai positif dengan para investor pasar dari perspektif yang strategis. Keuntungan pada diversifikasi geografis dapat diidentifikasi dengan kemungkinan meningkatkan dan mengeksploitasi keuntungan dari jarak produksi, pemanfaatan lokasi perusahaan, dan memperkecil risiko pada perbedaan pasar (Kim & Mathur, 2008). Qian, *et al.*, (2010) mengatakan bahwa perusahaan biasanya melakukan diversifikasi geografis untuk mengkapitalisasi pada kekuatan dan pasar yang biasanya tidak bisa dilakukan pada negara asalnya. Diversifikasi dapat berkesempatan untuk meningkatkan kesempatan kompetitif yang dapat meningkatkan perusahaan dapat berkompetitif dengan perusahaan lainnya.

Palich, *et al.*, (2000) mengatakan bahwa diversifikasi terdapat hubungan secara lurus dan tidak lurus. Dalam teori *market based view*, kekuatan pasar dilihat dari seberapa besar perusahaan tersebut berjalan. Semakin luas perusahaan memproduksi dari ruang lingkup daerah maka semakin banyak keuntungan yang dapat diperoleh dari aktivitas operasi perusahaan tersebut.

H₁. Geographic Diversification berpengaruh positif terhadap Financial Performance.

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Pasar

Perusahaan multinasional dapat mengubah lokasi produksi produk mereka secara cepat dalam merespon lingkungan yang bervariasi seperti perubahan nilai mata uang asing dan biaya tenaga kerja yang berubah – ubah, sehingga dapat mengurangi risiko yang akan dialami perusahaan (Tong & Reuer, 2007). Selain itu, perusahaan multinasional yang melakukan operasi di lokasi yang lebih tersebar merespon lebih baik terhadap perubahan yang tidak dapat diprediksi dalam permintaan pasar dan dapat mempertahankan portofolio risiko yang lebih baik. Oleh karena itu, perusahaan multinasional dapat lebih diapresiasi oleh investor dibandingkan dengan perusahaan domestic murni.

Allen & Pantzalis (1996) dan Tang & Tikoo (1999) menemukan bahwa beberapa perusahaan multinasional dihargai dari kinerja pasar saham dan pengembalian abnormal secara kumulatif untuk luasnya operasional beberapa negara. Perusahaan dinilai kinerja pasar melalui berapa negara asing dimana perusahaan multinasional tersebut beroperasi. Tong & Reuer (2007) meneliti kinerja afiliasi luar negeri pada perusahaan manufaktur multinasional yang terdapat di Amerika Serikat dan menemukan bahwa investasi yang dilakukan di internasional dapat menurunkan tingkat risiko penurunan pada saat tingkat ekonomi menurun.

H₂. Geographic Diversification berpengaruh positif terhadap Market Performance.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Keuangan

Studi dari beberapa peneliti yang telah meneliti bahwa hubungan antara diversifikasi dengan kinerja perusahaan terdapat dampak yang bercampur (Cummins & Nini, 2002; Villalonga, 2004; Liebenberg & Sommer, 2008 ; Lei & Schmit, 2009). Palich, *et al.* (2000) mengatakan bahwa hubungan diversifikasi dengan kinerja dapat menjadi linear atau non-linear. Hubungan linear dapat dideskripsikan melalui teori *market based view*. Teori fenomena *market based view* menyiratkan bahwa perusahaan yang terdiversifikasi relatif dapat memberikan kinerja yang lebih baik daripada perusahaan yang hanya melakukan strategi operasinya dengan fokus pada satu titik.

Dari pandangan hubungan linear, diversifikasi dapat meningkatkan kekuatan kinerja pasar, dapat mempelajari bagaimana pengimplementasian harga dan subsidi silang antar bisnis. Dengan ketiga manfaat tersebut apabila bekerja dengan baik, diversifikasi dapat mengeksploitasi dan memperkuat manfaat diversifikasi.

H₃. Segment Diversification berpengaruh positif terhadap Financial Performance.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Pasar

Beberapa hasil studi mengenai diversifikasi segmen dengan kinerja pasar yang merupakan nilai perusahaan mempunyai hasil yang tidak konsisten. Palich *et al.* (2000) mengatakan bahwa hubungan antara diversifikasi dan kinerja dapat menjadi linear dan non-linear. Hubungan linear antara diversifikasi dan kinerja dapat dideskripsikan melalui pendekatan *Market Book Value*. Diversifikasi dapat meningkatkan kekuatan pasar, memfasilitasi pengimplementasian pada harga, dan subsidi silang antara bisnis. Diversifikasi dapat mengeksploitasi sinergi pada ekonomi perusahaan. Pada bentuk non-linear, diversifikasi bisnis dapat mengakibatkan kesulitan pada

kontrol perusahaan. Lalu, diversifikasi yang tinggi dapat mengakibatkan biaya marjinal yang tinggi, sehingga diversifikasi yang tinggi dapat mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Montgomery (1994) menjelaskan bahwa alasan perusahaan melakukan diversifikasi adalah untuk diversifikasikan pasar. Mekanisme, pengendalian pasar saham akan lebih bagus. Alasan lain melakukan diversifikasi adalah untuk mengoptimalkan sumber daya yang ada. Wernerfelt & Montgomery (1988) mengungkapkan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi, perusahaan tersebut pada saat pertama kali akan menggunakan aset yang lebih ke pasar luar yang terdekat untuk masuk sebagai kompetitor. Apabila masih terdapat kapasitas aset yang berlebih, perusahaan tersebut akan memasuki pasar tersebut lebih dalam.

H₄. Segment Diversification berpengaruh positif terhadap Market Performance.

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Keuangan dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Peran *Investment Opportunity Set* sebagai opsi investasi terganti pada nilai diskretionaris masa depan pertumbuhan pengeluaran dipilih oleh manajer (Kole, 1991). Setiap pilihan dipengaruhi oleh pertumbuhan kompetitif dalam bisnis. Diversifikasi dapat dilakukan karena perusahaan tersebut mempunyai set kesempatan berinvestasi. Kesempatan berinvestasi mempunyai arti bahwa perusahaan akan mempunyai nilai perusahaan yang baik, direfleksikan pada kinerja perusahaan secara finansial seperti pada indikator lainnya. *Investment Opportunity Set* melakukan peran yang penting pada keuangan perusahaan yang berhubungan ke pencapaian tujuan perusahaan.

Singh, *et al.* (2003) dan MacKay (2003) dalam penelitiannya mengenai diversifikasi, set kesempatan investasi, dan kinerja perusahaan, menyatakan bahwa dengan adanya diversifikasi perusahaan, maka kekuatan dan nilai perusahaan akan menguat. Dengan perlakuan diversifikasi pada perusahaan, perusahaan akan berkontribusi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya dari penelitian Kumar & Krishnan (2005) mengatakan bahwa IOS yang tinggi biasanya mempunyai kinerja yang buruk pada kinerja keuangan perusahaan. Mengimplikasikan melalui teori kontinjensi, perusahaan yang memfokuskan IOS akan menurunkan aktivitas diversifikasinya karena berfokus untuk meningkatkan set kesempatan investasinya.

H₅. *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh negatif *Geographic Diversification* terhadap *Financial Performance*.

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Pasar dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Gaver dan Gaver (1995) berpendapat bahwa kesempatan investasi merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang telah di tetapkan manajemen dimasa yang akan datang dimana pada saat ini masih merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Smith & Watts (1992) juga berpendapat bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan investasi dimasa yang akan datang yang merupakan *investment opportunity set (IOS)*.

Rasio nilai pasar ekuitas dengan nilai buku dapat mencerminkan adanya set kesempatan investasi bagi perusahaan. Kesimpulannya bahwa IOS berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi angka rasio kesempatan investasi maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan nilai pasar yang tinggi dinilai baik oleh investor melalui harga saham yang tinggi.

Dengan adanya diversifikasi geografis dengan peran moderasi *investment opportunity set*, apabila dengan adanya ekspansi perusahaan ke luar negara asal, maka kesempatan investasi untuk investor semakin besar karena nilai perusahaan mulai meningkat dengan dibuktikan perusahaan telah mengeluarkan biaya untuk pengembangan perusahaan yang semakin besar. Selain itu, dengan ekspansi perusahaan secara geografis maka perusahaan dapat menaikkan nilai perusahaan dan set kesempatan untuk berinvestasi pada investor akan meningkat.

H₆. *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh positif *Geographic Diversification* terhadap *Market Performance*.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Keuangan dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Singh *et al* (2003) dan MacKay (2003) melakukan penelitian empiris pada dampak diversifikasi terhadap *Investment Opportunity Set*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tidak konsisten karena kesempatan untuk melakukan diversifikasi pada investasi masing – masing perusahaan adalah berbeda – beda. *Investment Opportunity Set* dipilih berdasarkan pertimbangan sumber daya, strategi pada aset dan pasar saham. Ketika perusahaan melakukan diversifikasi, perusahaan akan berkontribusi untuk meningkatkan nilai perusahaan. *Investment Opportunity Set* dilakukan seolah – olah untuk menguatkan nilai perusahaan untuk diversifikasi melalui investor yang memperluas kesempatan investasi.

Perlakuan *Investment Opportunity Set* dapat juga melemahkan nilai keuangan perusahaan yang terdiversifikasi karena perusahaan tersebut mungkin memfokuskan nilai perusahaan yang menguatkan kesempatan berinvestasi namun tidak berfokus pada perlakuan diversifikasi. Pada akhirnya, *Investment Opportunity Set* dapat berpengaruh besar atau kecil tergantung pada nilai perusahaan pada saat ini. Kumar & Krishnan (2005) mengatakan bahwa perusahaan yang mempunyai IOS yang tinggi cenderung memiliki nilai kinerja keuangan yang rendah. Hal tersebut dikarenakan perusahaan cenderung tergantung pada investasi pada investor untuk menanamkan modal.

H₇. *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh negatif *Segment Diversification* terhadap *Financial Performance*.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Pasar dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Pada penelitian Kumar & Krishnan (2005) bahwa perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi cenderung mempunyai kinerja pasar perusahaan yang tinggi dengan dijelaskan pada perkembangan pasar perusahaan di masa depan dan pendapatan yang diterima kedepan. Dengan adanya set kesempatan investasi yang tinggi, perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dari segi aspek pasar perusahaan. Investor lebih banyak tertarik untuk menginvestasikan ke perusahaan yang melakukan diversifikasi segmen tersebut karena perusahaan tersebut dianggap dapat menghasilkan profit yang tinggi dari aktivitas operasi perusahaan.

H₈. *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh positif *Segment Diversification* terhadap *Market Performance*.

METODE PENELITIAN

Variabel Dependen

Kinerja Keuangan (ROA)

ROA sebagai salah satu rasio profitabilitas dalam kinerja keuangan yang berfungsi untuk mengukur efektivitas penggunaan sumber aset perusahaan untuk memperoleh laba bersih perusahaan. Cho, *et al.*, (2017) mengatakan bahwa ROA dipertimbangkan sebagai salah satu pengukuran yang baik untuk operasi perusahaan dan kinerja keuangan pada studi ekonomi keuangan dan telah digunakan oleh studi operasional perusahaan. *Return on Asset* (ROA) dihitung melalui laba bersih setelah pajak dibagi nilai total aset perusahaan.

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$$

Kinerja Pasar (*Stock Return*)

Stock Return merupakan salah rumus untuk mengetahui rasio pengembalian saham selama tahun berjalan dan dapat digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan melalui pasar. *Stock Return* dihitung melalui selisih harga penutupan saham dengan harga penutupan saham tahun sebelumnya dengan jumlah dividen. Lalu hasil kalkulasi tersebut dibagi dengan harga penutupan saham tahun berjalan. Harga penutupan saham dan dividen dapat diperoleh melalui informasi laporan perusahaan.

$$Stock\ Return = \frac{(Close\ Price\ End_t - Close\ Price\ End_{t-1}) + Dividend}{Close\ Price\ End_t}$$

Variabel Independen

Diversifikasi Geografis (GD)

Proksi diversifikasi geografis berdasarkan penelitian Cho, *et al.*, (2017) dihitung melalui jumlah negara sebuah perusahaan multinasional beroperasi dan menghasilkan penghasilan dari aktivitas perusahaan. Pengukuran diversifikasi pada perusahaan dengan cara menghitung jumlah daerah nasional yang dibangun dimana perusahaan multinasional tersebut telah mengungkapkan modal investasinya menurut laporan tahunan perusahaan tersebut (Cho, *et al.*, 2017).

Diversifikasi Segmen (SD)

Perhitungan diversifikasi segmen diproksikan dengan menggunakan Indeks Herfindahl. Indeks Herfindahl dihitung berdasarkan distribusi penjualan masing – masing segmen bisnis dari suatu perusahaan. Harto (2007) mengatakan bahwa salah satu pengukuran diversifikasi perusahaan dengan menggunakan Indeks Herfindahl. Rumus Indeks Herfindahl berdasarkan penelitian Harto (2007) adalah:

$$HERF_{it} = \sum \left(\frac{SSale}{Sales} \right)^2$$

Dimana:

- HERF_{it} : Revenue based Herfindahl Index untuk perusahaan (i) pada tahun (t)
Ssale : Penjualan dari masing – masing segmen perusahaan
Sales : Penjualan total dari semua segmen perusahaan (i) pada tahun (t)

Variabel Moderasi

Investment Opportunity Set

Investment Opportunity Set (IOS) digunakan sebagai gambaran perusahaan yang kemampuan dan ukurannya tergantung pada pengeluaran pada investasi yang diambil oleh perusahaan tersebut sebagai dana untuk manajemen yang akan datang. Pengukuran *Investment Opportunity Set* disini menggunakan proksi yang berbasis pada harga. Proksi yang digunakan adalah perhitungan *Market to Book Value of Assets Ratio* (MVA/BVA)

Proksi ini dihitung untuk menunjukkan prospek pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam harga pasar. Rasio ini menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi. Rumus untuk menghitung MVA/BVA yaitu:

$$MVA/BVA = \frac{Total Liability + (Share Outstanding \times Close Price End_t)}{Total Asset} \times 100\%$$

Variabel Kontrol

Firm Size

Firm Size termasuk pada variabel kontrol yang berguna untuk mengetahui tingkatan dan ukuran perusahaan pada tahun berjalan. *Firm Size* diukur melalui total penjualan yang selanjutnya diperhitungkan dengan logaritma sederhana matematika.

Capital Intensity

Capital Intensity adalah jumlah antara *fixed asset* dibagi total aset atau total penjualan. Rasio ini menggambarkan banyaknya *fixed asset* yang diinvestasikan untuk operasi perusahaan. *Capital Intensity* diukur melalui *Total Capital Expenditure* atau total aset tetap bersih dibagi total penjualan.

Profitability

Profitability berperan sebagai ukuran berapa rasio pendapatan bersih yang diperoleh perusahaan dari total penjualan perusahaan. *Profitability* diukur melalui pendapatan bersih dibagi total penjualan.

Debt to Asset Ratio

Debt to Asset Ratio berfungsi sebagai pengukur jumlah aset perusahaan yang diperoleh melalui hutang atau liabilitas. *Debt to Asset Ratio* diukur melalui total hutang dibagi total aset.

Advertising

Advertising menunjukkan rasio beban iklan yang dikeluarkan perusahaan dengan total penjualan pada periode tahun berjalan. *Advertising* diukur melalui beban iklan dibagi total penjualan.

Populasi dan Sampel

Populasi data yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014 – 2017. Kriteria sampel yang digunakan peneliti adalah:

- Perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI pada periode 2014-2017, menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit dan dapat diakses melalui situs resmi BEI (www.idx.co.id).
- Perusahaan manufaktur yang mengungkapkan perlakuan diversifikasi segmen operasi dan melakukan diversifikasi geografis.

Metode Analisis

Metode analisis data yang digunakan adalah menggunakan metode regresi linear berganda dan metode regresi moderasi. Tingkat kesalahan yang dapat ditolerir adalah sebesar 5%. Metode regresi linear berganda digunakan untuk menguji hipotesis penelitian tanpa adanya moderasi. Metode regresi moderasi digunakan untuk menguji hipotesis penelitian dengan adanya interaksi moderasi. Persamaan model regresi linear berganda pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Financial Performance (Regresi 1)

$$ROA = a_0 + a_1 GD_{ij} + a_2 SD_{ij} + a_3 Firm\ Size_{ij} + a_4 Capital\ Intensity_{ij} + a_5 Profitability_{ij} + a_6 Debt\ to\ Asset\ Ratio_{ij} + a_7 Advertising_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Market Performance (Regresi 2)

$$Stock\ Return_{ij} = b_0 + b_1 GD_{ij} + b_2 SD_{ij} + b_3 Firm\ Size_{ij} + b_4 Capital\ Intensity_{ij} + b_5 Profitability_{ij} + b_6 Debt\ to\ Asset\ Ratio_{ij} + b_7 Advertising_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Keterangan:

a, b	=	Koefisien Regresi Konstanta
GD	=	Geographic Diversification
SD	=	Segment Diversification
ε	=	Error

Persamaan model regresi moderasi pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Financial Performance (dengan IOS) (Regresi 3 dan 4)

$$ROA = c_0 + c_1 GD + c_2 SD + c_3 IOS + c_4 GD*IOS + c_5 Firm\ Size_{ij} + c_6 Capital\ Intensity_{ij} + c_7 Profitability_{ij} + c_8 Debt\ to\ Asset\ Ratio_{ij} + c_9 Advertising_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

$$ROA = d_0 + d_1 GD + d_2 SD + d_3 IOS + d_4 SD*IOS + d_5 Firm\ Size_{ij} + d_6 Capital\ Intensity_{ij} + d_7 Profitability_{ij} + d_8 Debt\ to\ Asset\ Ratio_{ij} + d_9 Advertising_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Market Performance (dengan IOS) (Regresi 5 dan 6)

$$Stock\ Return_{ij} = e_0 + e_1 GD + e_2 SD + e_3 IOS + e_4 GD*IOS + e_5 Firm\ Size_{ij} + e_6 Capital\ Intensity_{ij} + e_7 Profitability_{ij} + e_8 Debt\ to\ Asset\ Ratio_{ij} + e_9 Advertising_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

$$Stock\ Return_{ij} = f_0 + f_1 GD + f_2 SD + f_3 IOS + f_4 SD*IOS + f_5 Firm\ Size_{ij} + f_6 Capital\ Intensity_{ij} + f_7 Profitability_{ij} + f_8 Debt\ to\ Asset\ Ratio_{ij} + f_9 Advertising_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Keterangan:

c, d, e, f	=	Koefisien Regresi Konstanta
GD	=	Geographic Diversification
SD	=	Segment Diversification
IOS	=	Investment Opportunity Set
ε	=	Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2017. Sampel penelitian yang diperoleh dalam penelitian sebanyak 132 perusahaan manufaktur Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kriteria sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2017 dan perusahaan manufaktur tersebut mengungkapkan aktivitas diversifikasi geografis dan diversifikasi segmen operasi. Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria diatas akan dikeluarkan dari sampel penelitian.

Tabel 1
Sampel Data Penelitian

No	Kriteria	Total
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	580
2	Informasi perusahaan manufaktur yang tidak lengkap, termasuk tidak melakukan diversifikasi	(156)
3	Data Outlier	(292)
4	Total sampel data	132

Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif memberikan gambaran data secara deskriptif yang diolah sebagai penelitian. Statistik deskriptif pada penelitian antara lain rata-rata (*mean*), minimum, maksimum, standar deviasi, dan jumlah data. Tabel hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2
Analisis Data Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	132	-0,0586	0,0813	0,0173	0,0282
Stock Return	132	-0,7813	1,6800	0,1401	0,5231
IOS	132	0,3385	1,7643	0,8441	0,2779
GD	132	1	17	4,36	3,398
SD	132	0,2366	1	0,7235	0,2646
Firm Size	132	24,2422	32,9592	28,3368	1,6808
Capital Intensity	132	0,0000	0,4305	0,0505	0,0645
Profitability	132	-0,1417	0,1264	0,0203	0,0358
DAR	132	0,1190	1,4202	0,5177	0,2213
Advertising	132	0,0000	0,4717	0,0715	0,1155
Valid N (listwise)	132				

Penelitian ini menggunakan kinerja perusahaan sebagai variabel dependen dengan melalui proksi ROA dan *Stock Return*, diversifikasi sebagai variabel independen melalui proksi GD dan SD, dan IOS sebagai variabel moderasi. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan *Firm Size*, *Capital Intensity*, *Profitability*, DAR, dan *Advertising* sebagai variabel kontrol.

Return On Asset (ROA) memiliki nilai minimum -0,0586 yang berarti perusahaan tersebut tidak memperoleh keuntungan dari aktivitas perusahaan sehingga keefektivitas penggunaan aset untuk memperoleh keuntungan kurang. Nilai maksimum 0,0813 pada ROA berarti perusahaan keefektivitas aset sebesar 8,13%. ROA mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,0173 yang berarti rata-rata perusahaan di Indonesia mempunyai keefektivitas penggunaan aset untuk memperoleh keuntungan sebesar 1,73% . Nilai standar deviasi ROA sebesar 0,0282.

Stock Return terdapat nilai minimum -0,7813 berarti perusahaan tersebut mengalami penurunan kinerja dari pandangan pasar karena nilai pasar tahun sekarang lebih rendah dari nilai pasar tahun sebelumnya. *Stock Return* terdapat nilai maksimum 1,6800 berarti perusahaan tersebut mengalami peningkatan kinerja dari pandangan pasar karena nilai pasar tahun sekarang lebih tinggi dari nilai pasar tahun sebelumnya. *Stock Return* mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,1401 berarti rata-rata perusahaan di Indonesia mengalami peningkatan kinerja dari pandangan pasar karena menunjukkan nilai positif. Nilai standar deviasi pada *stock return* sebesar 0,5231.

Investment Opportunity Set (IOS) mempunyai nilai minimum 0,3385 berarti suatu perusahaan mempunyai nilai kesempatan investasi yang rendah karena nilai aset terhitung pada pasar lebih rendah daripada nilai aset buku perusahaan. IOS terdapat nilai maksimum 1,7643 berarti suatu perusahaan mempunyai nilai kesempatan investasi yang tinggi karena nilai aset terhitung pada pasar lebih tinggi dari nilai buku perusahaan. Nilai pada IOS masing-masing mempunyai rata-rata sebesar 0,8441 yang berarti rata-rata nilai aset pada pasar yang diperoleh perusahaan di Indonesia lebih rendah daripada nilai aset buku. Nilai standar deviasi pada IOS sebesar 0,2779.

Nilai minimum 1 pada *Geographic Diversification* (GD) berarti suatu perusahaan hanya beroperasi pada 1 negara dan nilai maksimum 17 pada *Geographic Diversification* (GD) berarti suatu perusahaan beroperasi pada 17 negara. Lalu, GD memiliki nilai rata-rata sebesar 4,36 yang berarti rata-rata perusahaan di Indonesia beroperasi diantara 4 dan 5 negara dan nilai standar deviasi GD sebesar 3,398.

Nilai minimum 0,2366 pada *Segment Diversification* (SD) menunjukkan bahwa suatu perusahaan mempunyai segmen usaha yang beraneka ragam dan tidak berfokus pada satu titik segmen. Nilai maksimum 1 pada *Segment Diversification* (SD) menunjukkan bahwa perusahaan hanya bersegmen tunggal. Nilai SD terdapat rata-rata sebesar 0,7235 yang berarti rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia mempunyai lebih dari satu segmen usaha dan nilai standar deviasi sebesar 0,2645 yang merupakan sebaran nilai SD ke nilai rata-rata.

Nilai minimum 24,2422 pada *Firm Size* menunjukkan terdapat suatu perusahaan yang digolongkan ke dalam kelompok usaha kecil melalui kalkulasi lognatural total penjualan Nilai maksimum 32,9592 pada *Firm Size* menunjukkan terdapat suatu perusahaan yang digolongkan ke dalam kelompok usaha menengah dan besar melalui kalkulasi lognatural total penjualan. Nilai *Firm Size* terdapat rata-rata sebesar 28,3368 yang berarti rata-rata perusahaan di Indonesia termasuk pada kelompok usaha menengah dan besar karena lognatural minimal untuk kelompok usaha menengah dan besar adalah senilai 27,63102. Nilai standar deviasi *Firm Size* sebesar 1,6808.

Capital Intensity memiliki nilai minimum 0,0000 berarti terdapat suatu perusahaan yang aset tetapnya tidak digunakan untuk investasi operasional perusahaan. Nilai maksimum pada *capital intensity* sebesar 0,4305 berarti terdapat suatu perusahaan menggunakan 43,05% aset tetapnya untuk investasi operasional perusahaan. *Capital Intensity* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0505 yang berarti rata-rata perusahaan di Indonesia menggunakan 5,05% aset tetap untuk investasi operasional perusahaan. Nilai standar deviasi pada *capital intensity* sebesar 0,0645.

Nilai minimum -0,1417 pada *profitability* berarti perusahaan tersebut mengalami kerugian aktivitas perusahaan karena diperoleh nilai minus pada rasio antara pendapatan bersih dengan total penjualan sebesar -14,17%. Nilai maksimum 0,1264 pada *profitability* berarti perusahaan tersebut memperoleh keuntungan dari aktivitas perusahaan sebesar 12,64%. *Profitability* terdapat nilai rata-rata sebesar 0,0202 yang berarti rata-rata perusahaan Indonesia memperoleh keuntungan dari aktivitas perusahaan sebesar 2,02%. Nilai standar deviasi pada *profitability* sebesar 0,0358.

Nilai minimum 0,1190 pada *Debt to Asset Ratio* (DAR) berarti total penggunaan liabilitas yang digunakan untuk memperoleh aset perusahaan sebesar 11,90%. Nilai maksimum 1,4202 pada *Debt to Asset Ratio* (DAR) berarti total penggunaan liabilitas yang digunakan melebihi total ekuitas yang dimiliki perusahaan sehingga perusahaan tersebut memperoleh aset perusahaan murni dari liabilitas sebesar 142,02%. DAR mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,5177 yang berarti rata-rata perusahaan Indonesia mengandalkan lebih dari setengah total liabilitas digunakan untuk memperoleh aset. Nilai standar deviasi pada DAR sebesar 0,2213.

Nilai minimum 0,0000 pada *advertising* memiliki arti bahwa suatu perusahaan tidak menggunakan jasa periklanan dan pemasaran pada aktivitas perusahaan. Nilai maksimum 0,4717 pada *advertising* berarti sebesar 47,17% dari total penjualan dibebankan pada biaya periklanan dan pemasaran. *Advertising* memiliki nilai sebesar 0,0715 yang berarti rata-rata perusahaan Indonesia menggunakan setidaknya sekitar 7,15% total penjualannya digunakan untuk biaya periklanan. Nilai standar deviasi pada *advertising* sebesar 0,1155.

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 3
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis		B	p-value	Kesimpulan
<i>Geographic Diversification</i> berpengaruh positif terhadap <i>Financial Performance</i>		0,000	0,457	Ditolak
<i>Geographic Diversification</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Performance</i>		0,030	0,030	Diterima
<i>Segment Diversification</i> berpengaruh positif terhadap <i>Financial Performance</i>		-0,009	0,024	Ditolak
<i>Segment Diversification</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Performance</i>		0,580	0,002	Diterima
<i>Investment Opportunity Set</i> memoderasi pengaruh negatif <i>Geographic Diversification</i> terhadap <i>Financial Performance</i>	GD	0,000	0,848	Ditolak (Predictor Moderation Variable)
	IOS	0,011	0,012	
	GD*IOS	0,000	0,851	
<i>Investment Opportunity Set</i> memoderasi pengaruh positif <i>Geographic Diversification</i> terhadap <i>Market Performance</i>	GD	0,059	0,073	Ditolak (Homologizer Moderator)
	IOS	0,022	0,919	
	GD*IOS	-0,032	0,324	
<i>Investment Opportunity Set</i> memoderasi pengaruh negatif <i>Segment Diversification</i> terhadap <i>Financial Performance</i>	SD	-0,011	0,017	Ditolak (Predictor Moderation Variable)
	IOS	0,011	0,004	
	SD*IOS	0,002	0,570	
<i>Investment Opportunity Set</i> memoderasi pengaruh positif <i>Segment Diversification</i> terhadap <i>Market Performance</i>	SD	0,464	0,039	Ditolak (Homologizer Moderator)
	IOS	-0,176	0,338	
	SD*IOS	0,193	0,342	

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Keuangan

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh diversifikasi geografis terhadap kinerja keuangan, peneliti menemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan pada pengaruh diversifikasi geografis dengan kinerja keuangan. Jadi, H1 tentang diversifikasi geografis berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan ditolak.

Hasil uji ini menolak penelitian dari Amyulianthy & Sari (2013) namun mendukung penelitian dari Harto (2007), Sulastri (2015) dan Salindeho, *et al.*, (2018). Ekspansi perusahaan ke luar negeri tentunya memerlukan biaya yang lebih untuk keperluan ekspor barang sehingga dapat mengurangi penghasilan secara keuangan oleh perusahaan akibat biaya yang diperlukan. Mengacu pada teori kontinjensi, penjualan diluar pusat perusahaan belum tentu menghasilkan lebih banyak penghasilan dari aktivitas operasional karena terdapat faktor ketidakpastian seperti kualitas barang, ulasan dari konsumen, dan perbedaan kultur yang terdapat di area. Jadi, diversifikasi secara geografis tidak mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Pasar

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *geographic diversification* terhadap *market performance*, peneliti menemukan bahwa terdapat pengaruh positif secara signifikan pada pengaruh *geographic diversification* dengan *Market Performance*. Jadi, H2 tentang *geographic diversification* berpengaruh positif terhadap *Market Performance* diterima.

Hasil uji ini mendukung penelitian pada Delbufalo, *et al.*, (2016) menolak penelitian pada Salindeho, *et al.*, (2018). Ekspansi perusahaan ke luar negeri dapat memberikan peningkatan kinerja oleh pasar perusahaan. Dari pandangan pasar, kinerja dan keberhasilan perusahaan dapat diukur dan dinilai oleh pihak luar perusahaan melalui aktivitas operasional perusahaan dan aktivitas lainnya yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan, terutama kinerja pasar. Kesimpulannya, ekspansi perusahaan ke luar negeri untuk meningkatkan nilai pasar saham dapat meningkatkan kinerja pasar perusahaan.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Keuangan

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *segment diversification* terhadap *financial performance*, peneliti menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif secara signifikan pada pengaruh *segment diversification* dengan *financial performance*. Jadi, H3 tentang *segment diversification* berpengaruh positif terhadap *financial performance* ditolak.

Hasil uji ini menolak hasil penelitian dari Harto (2007), Sulastri (2015), dan Delbufalo, *et al.*, (2016) dan Salindeho, *et al.*, (2018) namun mendukung hasil penelitian dari Amyulianthy dan Sari (2013) dan Lee, (2017) bahwa diversifikasi segmen berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa *segment diversification* mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial performance* secara signifikan. Memproduksi lebih banyak segmen barang dapat mengeluarkan lebih banyak biaya dari penelitian dan pengembangan yang tidak biasanya, biaya tenaga kerja, dan biaya produksi barang seperti biasa. Sehingga secara teori pandangan pasar, perusahaan yang melakukan diversifikasi akan kurang memiliki fokus pada produksi dan penjualan barang dan pada akhirnya memberikan hasil yang kurang optimal pada kinerja keuangan. Dengan demikian, memproduksi lebih banyak jenis barang yang berbeda akan menurunkan hasil yang optimal terhadap kinerja secara keuangan.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Pasar

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *segment diversification* terhadap *Market Performance*, peneliti menemukan bahwa ada pengaruh positif yang signifikan pada pengaruh *segment diversification* dengan *market performance*. Jadi, H4 tentang *segment diversification* berpengaruh positif terhadap *Market Performance* diterima.

Hasil uji ini mendukung penelitian dari Delbufalo, *et al.*, (2016) dan menolak penelitian Salindeho, *et al.*, (2018). Penelitian ini menyimpulkan bahwa *segment diversification* mempunyai pengaruh positif *Market Performance* secara signifikan. Segmentasi pasar perusahaan yang lebih banyak dapat mempengaruhi kinerja pasar perusahaan karena melalui teori pandangan pasar dan kontijensi, investor memprediksi perusahaan tersebut dapat berkembang dengan baik karena mampu memproduksi barang dengan segmen yang baru. Dengan demikian, perusahaan dapat memberikan kabar baik oleh investor dengan melakukan produksi barang yang baru dan melakukan segmentasi pasar yang baru. Kesimpulan yang dapat diambil adalah perusahaan yang melakukan segmentasi pasar perusahaan dapat meningkatkan nilai pasar bagi investor.

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Keuangan dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *geographic diversification* terhadap *financial performance* dengan *investment opportunity set* sebagai moderasi, peneliti menemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan pada peran moderasi *investment opportunity set* sebagai moderasi untuk mempengaruhi *geographic diversification* dengan *financial performance*. Jadi, H5 tentang *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh negatif *Geographic Diversification* terhadap *Financial Performance* ditolak.

Hasil uji ini sesuai dengan pandangan teori kontijensi dimana perusahaan melakukan strategi diversifikasi karena ketidakjelasan lingkungan, persaingan, dan kultur budaya yang sesuai pada masing-masing negara. Dengan melakukan diversifikasi, diharapkan dapat meningkatkan kinerja keuangan dengan campur tangan set kesempatan investasi secara parsial. Mengacu pada penelitian Yuliani, *et al.* (2012) dengan adanya mediasi set kesempatan investasi pada pengaruh hipotesis diatas, maka secara statistik menentang penelitian tersebut. Dengan adanya perlakuan diversifikasi geografis tentunya akan meningkatkan kinerja keuangan, namun hal tersebut belum tentu meningkatkan kesempatan investasi pada investor karena investor tidak hanya melihat dari keuntungan dan strategi perusahaan saja. Perusahaan tersebut bisa saja tidak sesuai dengan tujuannya dan merugi dikarenakan tambahan biaya ekspansi dan biaya yang tak terduga dari kebijakan luar negeri. Maka, set kesempatan investasi belum tentu dapat memoderasi dampak diversifikasi geografis terhadap kinerja keuangan pada perusahaan.

Diversifikasi Geografis dan Kinerja Pasar dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *geographic diversification* terhadap *market performance* dengan *investment opportunity set* sebagai moderasi, peneliti menemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan pada peran moderasi *investment opportunity set* sebagai

moderasi untuk mempengaruhi *geographic diversification* dengan *market performance*. Jadi, H6 tentang *investment opportunity set* memoderasi pengaruh positif *geographic diversification* terhadap *market performance* ditolak.

Hasil uji ini menolak penelitian Yuliani, *et al.* (2012) secara sebagian dari hasil uji statistik. Dari teori kontijensi mengimplikasikan bahwa ketidakjelasan strategi, pergerakan dan perkembangan pasar dari hari ke hari menyebabkan perusahaan melakukan diversifikasi geografis. Namun, investor belum tentu tertarik untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut karena kembali pada teori kontijensi bahwa terdapat ketidakjelasan pasar dan perkembangan pasar. Kesimpulannya adalah set kesempatan investasi belum tentu dapat memoderasi pengaruh diversifikasi geografis dan kinerja pasar.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Keuangan dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *segment diversification* terhadap *financial performance* dengan *investment opportunity set* sebagai moderasi, peneliti menemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan pada peran moderasi *investment opportunity set* sebagai moderasi untuk mempengaruhi *segment* dengan *financial performance*. Jadi, H7 tentang *investment opportunity set* memoderasi pengaruh negatif *geographic diversification* terhadap *financial performance* ditolak.

Hasil uji ini menolak penelitian Yuliani, *et al.* (2012) secara sebagian. Penemuan pada Kumar & Krishnan (2005) dalam Christiningrum (2015) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi cenderung mempunyai kinerja keuangan yang kurang baik namun mempunyai kinerja pasar yang baik yang ditunjukkan melalui pergerakan pasar yang menjanjikan. Akan tetapi melalui teori kontijensi dengan ketidakpastian strategi kedepan dan ketidakjelasan struktur operasional luar mengakibatkan set kesempatan investasi belum tentu dapat menyebabkan menaikkan atau menurunkan aktivitas untuk melakukan diversifikasi. Bisa jadi dengan alasan diluar set kesempatan investasi dapat menaikkan maupun menurunkan niatan untuk melakukan diversifikasi. Kesimpulan yang dapat diambil adalah set kesempatan investasi tidak memberikan pengaruh secara signifikan pada pengaruh diversifikasi segmen terhadap kinerja keuangan.

Diversifikasi Segmen dan Kinerja Pasar dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Dari hasil pengujian yang dilakukan peneliti pengaruh *segment diversification* terhadap *market performance* dengan *investment opportunity set* sebagai moderasi, peneliti menemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan pada peran moderasi *investment opportunity set* sebagai moderasi untuk mempengaruhi *geographic diversification* dengan *financial performance*. Jadi, H8 tentang *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh positif *segment diversification* terhadap *market performance* ditolak.

Hasil uji ini secara parsial menentang penelitian Yuliani, *et al.*, (2012) melalui hasil statistik. Stulz (1990) dalam Harto (2007) mengatakan bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi segmen akan melakukan investasi yang besar pada usahanya dengan kesempatan investasi yang rendah. Set kesempatan investasi dipilih berdasarkan tergantung pada sumber daya, aset strategik dan pasar saham. Namun, pada akhirnya set kesempatan investasi tidak memoderasi pengaruh segmentasi pasar pada kinerja pasar karena performa perusahaan secara pasar belum tentu dilihat dari nilai perusahaan dari internal saja, seperti pada set kesempatan investasi. Investor dan berita dari eksternal perusahaan tentunya masih dapat mempengaruhi kinerja dan set kesempatan investasi yang dapat menyebabkan naik atau turunnya kinerja perusahaan.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh diversifikasi geografis dan segmen terhadap kinerja keuangan dan pasar dengan *Investment Opportunity Set* sebagai variabel moderating dengan studi empiris perusahaan manufaktur yang terdaftar di IDX tahun 2014-2017.

Dalam pengujian hipotesis, peneliti menggunakan analisis regresi berganda dengan populasi perusahaan manufaktur yang melakukan diversifikasi dan terdaftar di BEI tahun 2014-2017. Peneliti mengambil 132 sampel perusahaan manufaktur yang sesuai dengan kriteria sampel yang digunakan peneliti.

Berdasarkan hasil dari analisis data dan pembahasan menunjukkan apabila tidak terdapat variabel moderasi dari set kesempatan investasi, variabel diversifikasi geografis tidak mempengaruhi kinerja keuangan dan mempengaruhi positif kinerja pasar. Variabel diversifikasi segmen mempengaruhi negatif kinerja keuangan dan mempengaruhi positif kinerja pasar. Apabila terdapat variabel moderasi dari set kesempatan investasi, set kesempatan investasi tidak memoderasi pengaruh diversifikasi geografis terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar. Set kesempatan investasi juga tidak memoderasi pengaruh diversifikasi segmen terhadap kinerja keuangan dan kinerja pasar.

Keterbatasan

Berdasarkan proses dan hasil penelitian, penelitian ini terdapat kelemahan dan keterbatasan penelitian. Keterbatasan penelitian antara lain sebagai berikut:

1. Peneliti hanya memperoleh 132 sampel penelitian untuk jangka waktu 4 tahun dari tahun 2014-2017. Hal ini dikarenakan beberapa perusahaan manufaktur yang diteliti tidak mengungkapkan diversifikasi pada laporan keuangan dan beberapa perusahaan lainnya tidak mengungkapkan laporan keuangan secara lengkap sesuai variabel penelitian.
2. Perhitungan *Geographic Diversification* pada studi ini hanya dihitung melalui berapa negara di luar Indonesia sesuai pengungkapan dari laporan keuangan perusahaan tersebut beroperasi dan menghasilkan pendapatan sehingga hasil data yang diperoleh cenderung kurang baik.
3. Kurangnya literatur yang menjelaskan peran moderasi pada IOS dengan hubungannya pada diversifikasi dan kinerja perusahaan sehingga hasil penelitian ini dinilai kurang baik.

Saran

Berdasarkan keterbatasan pada penelitian dan hasil yang diperoleh dari penelitian, maka peneliti memberikan saran antara lain sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya dapat menambah sampel penelitian dengan menambah angka tahun pada data yang akan diteliti atau menambah cakupan perusahaan dengan perusahaan non manufaktur. Peneliti juga dapat menggunakan alat penelitian menggunakan *Eviews* atau *PLS (Partial Least Square)*.
2. Perhitungan *Geographic Diversification* dapat dihitung dengan beberapa aspek. Contohnya menggunakan perhitungan konsentrasi geografis yang dilakukan oleh perusahaan, jarak perbedaan kultural antar geografis, dan kontrak atau afiliasi yang dibentuk pada fasilitas produksi.
3. Menggunakan variabel kontrol dan variabel moderasi yang dapat lebih fokus pada variabel diversifikasi dan variabel kinerja perusahaan atau menggunakan variabel mediasi yang sesuai dengan penelitian.

REFERENSI

- Allen, L. & Pantzalis, C., 1996. Valuation of the Operating Flexibility of Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 27(4), pp. 633-653.
- Amyulianthy, R. & Sari, N., 2013. Pengaruh diversifikasi terhadap kinerja perusahaan. *Binus Business Review*, 4(1), pp. 215-230.
- Christiningrum, M., 2015. Effect of Diversification Strategy, Leverage and IOS on Multi Segment Corporate Performance in Indonesia. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(5).
- Christopher, M. & Holweg, M., 2017. Supply Chain 2.0 revisited: a framework for managing volatility-induced risk in the supply chain. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 47(1), pp. 2-17.
- Cho, W., Ke, J.-y. F. & Han, C., 2017. An empirical examination of the direct and indirect effects of geographic diversification on stock market and financial performances of multinational corporations. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 47(6), pp. 495-515.

- Cummins, J. D. & Nini, G. P., 2002. Optimal Capital Utilization by Financial Firms: Evidence from the Property-Liability Insurance Industry. *Journal of Financial Services Research*, 21(1), pp. 15-53.
- Delbufalo, E., Poggesi, S. & Borra, S., 2016. Diversification, family involvement and firm performance: Empirical evidence from Italian manufacturing firms. *Journal of Management Development*, 35(5), pp. 606-622.
- Dickinson, S. & Ramaseshan, B., 2004. An investigation of the antecedents to cooperative marketing strategy implementation. *Journal of Strategic Marketing*, 2(71-95), p. 12.
- Ellram, L. M., Tate, W. L. & Petersen, K. J., 2013. Offshoring and Reshoring: An Update on the Manufacturing Location Decision. *Management, Journal of Supply Chain*, 49(2), pp. 14-22.
- Ferreira, J. & Prokopets, L., 2009. Does offshoring still make sense?.. *Supply Chain Management Review*, 13(1), pp. 20-27.
- Gaver, J. J. & Gaver, K. M., 1995. Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Financial Management*, 24(1), pp. 19-32.
- Ginsberg, A. & Venkatraman, N., 1985. Contingency Perspectives of Organizational Strategy: A Critical Review of the Empirical Research. *The Academy of Management Review*, 10(3).
- Harto, P., 2005. Kebijakan Diversifikasi Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja: Studi Empiris Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi VIII*, pp. 297-307.
- Harto, P., 2007. Pengaruh Diversifikasi Korporat Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(3), pp. 205-218.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Ireland, R. D. & Harrison, J. S., 2008. *Competing for Advantage*. 2nd ed. Ohio: Thomson Learning, Inc.
- Kim, Y. S. & Mathur, I., 2008. The impact of geographic diversification on firm performance. *International Review of Financial Analysis*, Volume 17, pp. 747-766.
- Kole, S. R., 1991. An Investigation of the Bundling of Compensation Plans. *Financial research and policy studies working paper series*.
- Kumar, K. R. & Krishnan, G. V., 2005. The Value-Relevance Of Cash Flows And Accruals: The Role Of Investment Opportunities. *Working Paper*, pp. 1-47.
- Kuncoro & Suhardjono, 2002. *Manajemen Perbankan (Teori dan Aplikasi)*. Edisi Pertama ed. Yogyakarta: Penerbit BPFE.
- Lee, C.-y., 2017. Product diversification, business structure and firm performance in Taiwanese property and liability insurance sector. *The Journal of Risk Finance*.
- Lee, S.-H. & Makhija, M., 2009. Flexibility in internationalization: is it valuable during an economic crisis?. *Strategic Management Journal*, 30(5), pp. 537-555.
- Lei, Y. & Schmit, J. T., 2009. Influences of organizational structure and diversification on medical malpractice insurer performance. *Journal of Insurance Issues*, 33(2), pp. 152-177.
- Liebenberg, A. P. & Sommer, D. W., 2008. Effects Of Corporate Diversification:Evidence From The Property–Liability Insurance Industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 75(4), pp. 893-919.
- MacKay, P., 2003. Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis. *Review of Financial Studies*, 16(4), pp. 1131-1165.

- Montgomery, C. A., 1994. Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectiv*, 8(3), pp. 163-178.
- Otley, D. T., 1978. Budget Use and Managerial Performance. *Journal of Accounting Research*, 16(1).
- Palich, L. E., Cardinal, L. B. & Miller, C. C., 2000. Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21(2), pp. 155-174.
- Porter, M. E., 1980. *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*, New York: The Free Press.
- Porter, M. E., 1985. *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*, New York: The Free Press.
- Qian, G., Khoury, T. A., Peng, M. W. & Qian, Z., 2010. The performance implications of intra- and inter-regional geographic diversification. *Strategic Management Journal*, Volume 31, pp. 1018-1030.
- Salindeho, A. O., Saerang, I. S. & Maramis, J. B., 2018. Pengaruh Diversifikasi Usaha Terhadap Kinerja Keuangan Dan Return Saham Study Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Automotive And Component Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal EMBA*, 6(3), pp. 1078-1087.
- Singh, M., Davidson, W. N. & Suchard, J.-A., 2003. Corporate diversification strategies and capital structure. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43(1), pp. 147-167.
- Smith, C. W. & Watts, R. L., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), pp. 263-292.
- Stulz, R. M., 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Volume 26, pp. 3-27.
- Sulastri, U., 2015. Pengaruh Strategi Diversifikasi Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Unesa*, 3(2), pp. 1-29.
- Tang, C. Y. & Tikoo, S., 1999. Operational flexibility and market valuation of earnings. *Strategic Management Journal*, 20(8), pp. 749-761.
- Tong, T. W. & Reuer, J. J., 2007. Real options in multinational corporations: organizational challenges and risk implications. *Journal of International Business Studies*, 38(2), pp. 215-230.
- Villalonga, B., 2004. Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series. *Journal of Finance*, 59(2), pp. 479-506.
- Wernerfelt, B. & Montgomery, C. A., 1988. Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance. *The American Economic Review*, 78(1), pp. 246-250.
- Yuliani, Zain, D., Sudarma, M. & Solimun, 2012. Investment Opportunity Set Role As Mediating The Effect Of Diversification To Companies Value In Indonesia (Empirical Study Of Go Public Secondary Sector Companies). *AIMI 3rd International Conference: Improving Local Business Performance Through Cross Culture Management*, pp. 209-227.