

KEWANGAN, KEBEBASAN EKONOMI, DAN PERTUMBUHAN FIRMA: BUKTI PANEL KE ATAS FIRMA PATUH SYARIAH DI MALAYSIA

FINANCE, ECONOMIC FREEDOM, AND FIRM GROWTH: A PANEL EVIDENCE OF SYARIAH COMPLIANCE FIRM IN MALAYSIA

ZULKEFLY ABDUL KARIM
MOHD AZLAN SHAH ZAIDI
*Faculty of Economics and Business
Universiti Kebangsaan Malaysia*

MUSA MUHAMAD ALI
*Jabatan Pengurusan Perniagaan
Kolej Profesional MARA Bandar Penawar*

Abstrak

Artikel ini mengkaji secara empirik pengaruh kewangan (kewangan dalaman dan luaran) dan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah yang tersenarai di Bursa Malaysia dari tahun 2000-2010. Kaedah regresi data panel statik, iaitu model kesan tetap (fixed effect) dan kesan rawak (random effect) telah digunakan untuk menganggar penentu pertumbuhan firma tersebut. Sampel firma patuh syariah telah dipecahkan kepada enam sub sektor ekonomi, iaitu barang pengguna, barang industri, perkhidmatan, sektor pembinaan, hartanah dan teknologi. Hasil kajian mendapati pertumbuhan firma patuh syariah mengikut subsektor ekonomi sangat sensitif dipengaruhi sumber kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran. Kebebasan ekonomi pula mempunyai pengaruh yang negatif terhadap pertumbuhan firma. Hasil kajian ini menunjukkan firma patuh syariah perlu mengambil kira aspek sumber kewangan dan kebebasan ekonomi untuk menjana pertumbuhan.

Kata kunci: *pengaruh kewangan; kebebasan ekonomi; pertumbuhan firma; data panel statik; subsektor; firma patuh syariah.*

Abstract

Purpose - This paper examines empirically the role of finance (internal finance and external finance) and economic freedom on growth of syariah compliance firms' in which listed in Bursa Malaysia for the period of 2000-2010.

Design - This study used a static panel data technique namely a fixed effects and random effects model in estimating the determinants of firm's growth. Then, the sample of syariah compliance firm's have been split into six sub-sector of economy namely consumer goods, industrial goods, services, construction, real estate and technology.

Findings - The empirical results showed that the growth of syariah compliance firm by sub sector of economy is very sensitive influenced by internal fund rather than external fund. Moreover, economic freedom has a negative effect on firms' growth.

Significance - This finding indicated that syariah compliance firms need to consider accordingly the sources of finance and economic freedom in generating their growth.

Keywords: Financial constraint, economic freedom, firms' growth, dynamic panel data, sub-sector, syariah compliance firm's.

Pengenalan

Pertumbuhan firma amat berkait rapat dengan sumber kewangan sama ada kewangan dalaman mahupun kewangan luaran. Kewangan dalaman merujuk kepada aliran tunai firma yang terlibat sebagai dana dalaman, terdiri daripada pendapatan operasi selepas cukai ditambah dengan susut nilai. Kewangan luaran pula ialah pinjaman jangka masa panjang yang dibuat oleh firma melalui pinjaman bank atau menerbitkan sekuriti hutang. Peranan sumber kewangan terhadap pertumbuhan firma sering kali dikaitkan dengan konsep kekangan kewangan yang merupakan elemen penting dalam mempengaruhi sesebuah firma untuk meneruskan aktiviti pelaburan (Almeida & Campello, 2002). Modigliani-Miller (1958) yang mengemukakan teori pelaburan telah menjadi pelopor kepada isu kekangan kewangan kerana mengaitkan secara langsung kekangan kewangan dengan pertumbuhan firma¹. Menurut Bond dan Meghir (1994), secara

realitinya kebanyakan firma beroperasi dalam pasaran modal tidak sempurna kerana perbezaan elemen tertentu antara sebuah syarikat dengan syarikat yang lain seperti cukai yang berbeza, perbezaan kos transaksi, dan maklumat yang tak simetri (antara pemberi pinjam dan peminjam serta pengurus dan pemegang saham). Maka, sesetengah firma terutamanya firma kecil yang menghadapi kekangan kewangan sangat bergantung kepada sumber kewangan dalaman, manakala firma besar yang memiliki profil kredit yang lebih kukuh tidak perlu terlalu bergantung kepada kewangan dalaman kerana mempunyai alternatif sumber pembiayaan luaran.

Kebebasan ekonomi di sesebuah negara juga merupakan satu daripada faktor yang boleh mempengaruhi pertumbuhan firma. Kebebasan ekonomi yang diberi kepada firma boleh meningkatkan produktiviti dan akhirnya meningkatkan pertumbuhan firma dari aspek pertumbuhan aset, jualan, dan pelaburan. Bukti makro yang mengaitkan kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan juga merumuskan bahawa negara yang memiliki darjah kebebasan ekonomi yang tinggi, cenderung menikmati pertumbuhan ekonomi yang lebih cepat (lihat Heckelman (2000; 2010) dan Heckelman dan Knack (2009). Kajian Azman-Saini et al. (2010) juga mendapati kebebasan ekonomi memainkan peranan yang penting sebagai pemacu pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang, dan negara yang memiliki darjah kebebasan ekonomi yang tinggi memperoleh faedah yang signifikan daripada kehadiran firma multinasional. Selain itu, kajian Sufian dan Habibullah (2010) mendapati kebebasan ekonomi signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma dalam industri perbankan di Malaysia.

Kajian ini bertujuan memberikan bukti empirikal baharu mengenai pengaruh kewangan (dalaman dan luaran) dan kebebasan ekonomi ke atas pertumbuhan firma patuh syariah (*syariah compliance*) mengikut sub-sektor ekonomi yang tersenarai di Bursa Malaysia. Bilangan firma yang mendapat status patuh syariah daripada Suruhanjaya Sekuriti telah mengalami peningkatan daripada 604 buah firma pada tahun 2000 kepada 847 buah firma pada tahun 2010. Sesebuah firma yang tersenarai sebagai saham patuh syariah di Bursa Malaysia perlulah memenuhi tiga kriteria berikut pertama, aktiviti perniagaan mestilah patuh syariah. Kedua, hasil kutipan daripada penerbitan tawaran awam permulaan (IPO) hendaklah disimpan dalam akaun bank Islam, dan ketiga, sekiranya hasil kutipan dilaburkan, pelaburan berkenaan mestilah mematuhi Syariah. Antara contoh firma patuh syariah

mengikut aktiviti ekonomi ialah Ajinomoto (M) Bhd. (barangan pengguna), Boustead Heavy Industries Corporation (barangan industri), Ahmad Zaki Resources Bhd. (pembinaan), Axiata Group Bhd. (dagangan/khidmat), A & M Reality Bhd. (hartanah), Batu Kawan Bhd. (perladangan), Amtel Holdings Bhd. (teknologi), Puncak Niaga Bhd. (infrastruktur), dan BIMB Holding Bhd. serta Syarikat Takaful Malaysia Bhd (Kewangan).

Sesebuah syarikat diklasifikasikan sebagai sekuriti yang tidak patuh syariah sekiranya menjalankan aktiviti teras yang tidak selaras dengan syariah seperti perkhidmatan kewangan yang berteraskan riba, perjudian dan pertaruhan, pengeluaran atau penjualan barangan yang tidak halal, menggunakan insurans konvensional, aktiviti hiburan yang tidak selaras dengan syariah, pengeluaran atau penjualan barangan yang berteraskan tembakau, pembrokeran atau jual beli sekuriti tidak patuh syariah, dan aktiviti lain yang didapati tidak selaras dengan Syariah. Secara umumnya, Majlis Pengawasan Syariah (MPS) menetapkan beberapa tanda aras² tertentu mengikut ijihad yang mana sekiranya sumbangan daripada aktiviti yang tidak selaras melebihi tanda aras yang ditetapkan, maka sekuriti syarikat tersebut akan diklasifikasikan sebagai sekuriti tidak patuh syariah.

Ada tiga sebab kajian ini sangat menarik untuk diterokai dalam konteks negara Malaysia. Pertama, mutakhir ini, bilangan firma yang tersenarai di Bursa Malaysia telah berkembang dengan pesat sejak tahun 2000. Misalnya, dalam tempoh 11 tahun (2000–2010), penyenaraian firma baharu di Bursa Malaysia telah meningkat lebih 20 peratus. Peningkatan bilangan firma ini menunjukkan kepesatan ekonomi negara yang mana telah mendorong penyertaan aktif daripada sektor swasta untuk menanam modal. Maka, pembangunan dan pemodenan dalam sektor kewangan perlu untuk membekalkan sumber kewangan kepada firma tersebut. Oleh sebab itu, sama ada kewangan dalaman atau kewangan luaran yang paling dominan mempengaruhi pertumbuhan firma merupakan suatu persoalan yang menarik untuk diselidiki. Kedua, bilangan firma patuh syariah yang tersenarai di Bursa Malaysia telahpun mengalami peningkatan yang agak drastik. Ini menunjukkan kesedaran yang semakin tinggi dalam kalangan masyarakat untuk membuat pelaburan dalam perniagaan atau produk saham yang patuh syariah. Maka, kajian terhadap pengaruh sumber kewangan terhadap pertumbuhan firma patuh syariah adalah wajar kepada pihak pengurusan firma untuk melihat kepentingan relatif sumber kewangan tersebut, di samping

merangka strategi pertumbuhan baharu pada masa hadapan. Ketiga, penglibatan aktif firma patuh syariah agak ketara dalam setiap aktiviti ekonomi yang meliputi sektor barang pengguna, barang industri, perkhidmatan, sektor pembinaan, hartanah dan teknologi. Dalam hal ini, keperluan untuk mendapatkan dana sama ada daripada sumber dalaman atau sumber luaran perlu dirancang secara berhemah untuk menjana pertumbuhan mengikut sektor ekonomi yang diceburi.

Kajian ini memberikan sumbangan yang signifikan kepada literatur dalam bidang '*finance-growth*' daripada tiga aspek³. Pertama, kajian ini menggunakan data di peringkat mikro, iaitu dengan melihat pengaruh kewangan (kewangan dalaman dan kewangan luaran) terhadap pertumbuhan firma patuh syariah di Malaysia. Kajian oleh Rahaman (2011) terhadap firma UK dan Ireland telah merumuskan sumber kewangan luaran berperanan penting dalam meningkatkan pertumbuhan firma. Maka, sejauh mana kepentingan peranan kewangan luaran ke atas pertumbuhan firma patuh syariah dalam konteks Malaysia merupakan suatu persoalan yang menarik untuk diterokai. Ini dapat memberikan maklumat kepada firma untuk membuat pilihan sumber kewangan yang bersesuaian bagi menjamin pertumbuhan dalam jangka panjang. Kedua, kajian ini juga melihat pengaruh kewangan dalaman dan luaran ke atas pertumbuhan firma patuh syariah mengikut subsektor ekonomi yang utama di Malaysia. Rajan dan Zingales (1998) dalam kajian di US telah merumuskan kepentingan pengaruh pembiayaan kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma dalam sektor industri. Maka, adalah dijangkakan pertumbuhan firma bagi subsektor ekonomi yang berbeza mempunyai tindak balas yang berbeza dengan sumber pembiayaan disebabkan masalah mendapatkan akses kredit, dan aktiviti yang mempunyai risiko yang berlainan. Ketiga, selain daripada pemboleh ubah kewangan, kajian ini juga mengambil kira pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah. Kajian Sufian dan Habibullah (2010) telah merumuskan kebebasan ekonomi berperanan penting dalam mempengaruhi prestasi bank-bank perdagangan di Malaysia. Walaupun Karim et al. (2013) telah mengkaji pengaruh kewangan dan kebebasan ekonomi ke atas firma patuh syariah dan konvensional, namun kajian tersebut tidak menganalisis mengikut subsektor ekonomi. Dengan menganalisis mengikut subsektor ekonomi, kajian ini dapat memberikan gambaran yang menyeluruh mengenai kesan heterogeneiti pengaruh kewangan dan kebebasan ekonomi ke atas pertumbuhan firma sebagai panduan

kepada firma untuk merangka strategi pertumbuhan baharu pada masa hadapan.

Terdapat tiga keperluan mengapa kajian mengenai pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah perlu dilakukan. Pertama, firma patuh syariah juga serupa dengan firma lain yang tidak patuh syariah daripada aspek pengurusan aset dan liabiliti, alir tunai dan keuntungan. Justeru, sebarang perubahan dalam kebebasan ekonomi dari aspek aturan undang-undang (hak cipta dan kebebasan daripada rasuah), kerajaan yang terhad (kebebasan fiskal dan perbelanjaan kerajaan), kecekapan perundangan (kebebasan perniagaan, kebebasan buruh, dan kebebasan monetari) dan keterbukaan pasaran (kebebasan perdagangan, pelaburan dan kewangan) akan mempengaruhi secara langsung perkembangan firma patuh syariah daripada aspek perubahan nilai aset, jualan dan keuntungan. Maka, adalah dijangkakan pertumbuhan firma patuh syariah bertindak balas dengan indeks kebebasan ekonomi domestik. Kedua, indeks kebebasan ekonomi juga menggambarkan perubahan dasar kerajaan yang boleh mempengaruhi sistem pasaran melalui agihan sumber yang cekap, penciptaan nilai dan inovasi. Misalnya, darjah kebebasan yang tinggi akan mendorong firma meningkatkan daya saing, berinovasi dan membangunkan modal manusia untuk meningkatkan pertumbuhan pada masa hadapan. Ketiga, firma patuh syariah juga terlibat dalam semua sektor ekonomi. Oleh itu, kajian mengenai hubungan antara pertumbuhan dengan kebebasan ekonomi adalah penting kepada pihak kerajaan dan firma berkenaan untuk menjana strategi pertumbuhan pada masa hadapan. Walau bagaimanapun, peningkatan darjah kebebasan ekonomi juga berkemungkinan mempunyai hubungan yang negatif dengan pertumbuhan firma. Hal ini mungkin disebabkan kebebasan ekonomi yang tinggi berkecenderungan menyebabkan kegagalan firma akibat daripada peningkatan dalam persaingan. Firma-firma yang tidak boleh bersaing dalam pasaran terpaksa mengecilkan saiz operasi atau terpaksa menutup operasi (Campbell & Heriot, 2008).

Kajian Lepas

Gibrat (1931) merupakan individu pertama yang mengemukakan hukum Gibrat (Gibrat's law), iaitu model mengenai pertumbuhan firma dan struktur industri. Metodologi beliau berdasarkan andaian

bahawa kadar pertumbuhan bagi setiap firma dalam pasaran adalah bebas dan rawak. Hukum Gibrat juga dikenali sebagai ‘hukum kesan berkadar’, atau “*law of proportionate effect*”, kerana prinsip asasnya kadar pertumbuhan firma adalah bebas daripada saiz dan tempoh firma beroperasi. Pandangan ini disokong oleh Mansfield (1962) yang menyatakan kebarangkalian perubahan saiz firma dalam tempoh masa tertentu adalah sama untuk semua firma dalam sesuatu industri, tanpa mengira saiz asal firma tersebut. Ini menjelaskan saiz firma tidak relevan dalam menerangkan pertumbuhan. Kajian empirikal yang menyokong hukum Gibrat, seperti Geroski (2005) telah merumuskan pertumbuhan firma mengikuti proses yang rawak. Walau bagaimanapun, terdapat beberapa kajian yang membangkang hukum Gibrat, seperti Kalecki (1945) yang menyatakan varian saiz firma tidak bergerak ke infiniti, berbanding dengan andaian model Gibrat. Selain itu, menurut Reichtein dan Jensen (2005), taburan kadar pertumbuhan tidak bertabur secara normal, tetapi sebaliknya lebih menyerupai taburan simetri eksponen. Ini menjelaskan saiz dan usia firma yang berbeza berkecenderungan mempengaruhi pertumbuhan firma tersebut.

Meskipun versi lemah hukum Gibrat sekadar mengandaikan bahawa kadar pertumbuhan adalah bebas daripada saiz firma, versi kukuh hukum Gibrat melibatkan pelbagai isu yang lain. Chesher (1979), membangkang hukum Gibrat kerana wujudnya struktur auto korelasi, manakala Bottazzi dan Secchi (2006a; 2006b) membangkang hukum tersebut kerana terdapat hubungan yang negatif antara varian kadar pertumbuhan dengan saiz firma. Oleh itu, berdasarkan beberapa kelemahan tersebut, banyak kajian terkini telah dijalankan untuk membuktikan bahawa pertumbuhan firma adalah hasil gabungan pelbagai faktor yang berbeza, dan bukannya satu proses yang bebas dan rawak. Antara faktor tersebut ialah faktor kewangan dan faktor persekitaran yang merangkumi unsur-unsur produktif dan teknikal.

Henrekson dan Johansson (2008) telah mengkaji penentu pertumbuhan kepada firma yang mempunyai kadar pertumbuhan tinggi, “*high-growth firms*, (HGF)” atau “*Gizelles*” kerana kepentingan firma tersebut dalam mewujudkan peluang pekerjaan dan pertumbuhan ekonomi. Hasil kajian telah merumuskan bahawa faktor institusi seperti struktur cukai dan peraturan pasaran buruh telah memainkan peranan penting mempengaruhi perkembangan HGF. Justeru, untuk meneruskan kelangsungan pertumbuhan firma, tahap institusi perlu

ditingkatkan. Davidsson dan Henrekson (2002) juga merumuskan faktor institusi merupakan penyumbang utama kepada permulaan dan pertumbuhan firma serta aktiviti keusahawanan di negara Sweden. Justeru, dasar kerajaan untuk meningkatkan lagi kualiti institusi adalah prasyarat untuk memastikan pertumbuhan firma yang berterusan dalam jangka panjang.

Selain faktor institusi, pengaruh kewangan (kewangan dalaman dan luaran) terhadap pertumbuhan firma juga turut mendapat perhatian beberapa penyelidik lepas. Misalnya, Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998) yang mendapati pembangunan sistem perbankan (pembiayaan luar) dan kecairan pasaran saham memberikan kesan yang positif terhadap pertumbuhan firma. Love (2003) dan Beck and Levine (2004) telah melanjutkan kajian mereka, dan mendapati pengaruh kekangan kewangan (dalaman atau luaran) terhadap pertumbuhan firma amat bergantung kepada tahap pencapaian sistem kewangan sesebuah negara. Kajian Rahaman (2011) yang mengkaji penentu pertumbuhan firma swasta dan awam di United Kingdom telah merumuskan pengaruh kekangan kewangan terhadap pertumbuhan firma amat bergantung kepada kemudahan sistem kewangan tersebut. Misalnya, kesan kewangan dalaman terhadap pertumbuhan firma berkurangan apabila kemudahan terhadap akses kewangan luaran seperti kemudahan pinjaman bank meningkat. Maka, firma dicadangkan beralih kepada kewangan luaran sebagai sumber utama kewangan bagi meningkatkan pertumbuhan.

Terdapat juga beberapa kajian yang melihat isu 'kewangan-pertumbuhan' dengan menggunakan data mikro di negara sedang membangun. Misalnya, kajian Booth et al. (2001) di 10 buah negara membangun, iaitu India, Pakistan, Malaysia, Thailand, Zimbabwe, Turki, Brazil, Mexico, Jordan dan Korea telah merumuskan semakin tinggi keuntungan dan pertumbuhan sesebuah firma, semakin rendah nisbah hutang luar firma. Ini menjelaskan penekanan kepada pembiayaan dana dalaman adalah prasyarat untuk memastikan firma menikmati pertumbuhan yang baik. Namun begitu, kajian yang paling ekstensif telah dilakukan oleh Guariglia et al. (2011) dengan menggunakan sampel data firma yang meluas, iaitu sebanyak 79,841 firma di China antara tempoh 2000–2007. Hasil kajian mendapati sumber dana dalaman amat penting dan menjadi penyuntik kepada pertumbuhan firma terutama dalam keupayaan firma memiliki aliran tunai yang tinggi. Selain itu, dana dalaman juga menjadi penyuntik

kepada produktiviti firma sekali gus membantu perkembangan pertumbuhan firma, dan seterusnya kepada pertumbuhan ekonomi makro di China. Walau bagaimanapun, kajian tersebut tidak menafikan kepentingan sumber dana luaran, tetapi bukanlah sebagai alat utama yang menggerakkan pertumbuhan firma dan pertumbuhan ekonomi secara makro.

Dalam konteks Malaysia, kajian mengenai hubungan antara sektor kewangan dengan pertumbuhan ekonomi lebih memberikan tumpuan kepada isu makro. Sebagai contoh, kajian oleh Ansari (2002), Ang (2008a; 2008b) dan Karim et al. (2008) telah menyokong hipotesis pembangunan kewangan mendorong pertumbuhan ekonomi (*finance-led growth*). Kajian mengenai pertumbuhan firma dalam konteks negara Malaysia telah dikaji oleh Karim et al. (2013), iaitu membandingkan antara firma konvensional dengan patuh syariah. Hasil kajian mendapati pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran, manakala firma konvensional pula lebih sensitif dipengaruhi sumber kewangan luaran berbanding kewangan dalaman. Walau bagaimanapun, kajian tersebut tidak melihat pengaruh sumber kewangan tersebut mengikut subsektor ekonomi. Ini kerana subsektor ekonomi yang berbeza dijangka mempunyai sensitiviti sumber kewangan yang berbeza. Selain itu, kajian Ismail et al. (2010) yang mengkaji kewujudan kekangan kewangan dengan saiz firma, dan hasil kajian mendapati syarikat besar tidak mengalami kekangan kewangan, sebaliknya syarikat kecil menghadapi kekangan kewangan dalam keputusan pelaburan mereka.

Kajian mengenai kebebasan ekonomi dan kesannya ke atas pertumbuhan firma juga amat terbatas maklumatnya. Sebahagian besar kajian peringkat makro melihat kesan kebebasan ke atas pertumbuhan ekonomi sesebuah negara. Sebagai contoh, kajian Heckelman (2000) mendapati wujud hubungan positif antara kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan ekonomi. Kebanyakan kajian peringkat mikro melihat pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pencapaian dalam industri perbankan sesebuah negara (Chantapong, 2005; Heffernan & Fu, 2008). Di Malaysia, kajian yang dilakukan oleh Sufian dan Habibullah (2010) melalui penggunaan panel data tidak seimbang (*unbalanced bank level panel data*) mendapati semakin tinggi indeks kebebasan ekonomi secara keseluruhan (*overall economic freedom index*) akan meningkatkan keuntungan bank di Malaysia.

Berdasarkan tinjauan kajian lepas, kajian ini memberikan sumbangan yang bermakna kepada literatur '*finance-led growth*' dengan memberi tumpuan kepada pengaruh kewangan dalaman, kewangan luaran dan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah mengikut subsektor ekonomi.

Metodologi Kajian

Data

Kajian empirik ini memberikan tumpuan kepada firma patuh syariah yang tersenarai di Bursa Malaysia. Setelah mengambil kira maklumat data kewangan yang tidak lengkap dalam kalangan firma tersebut, jumlah cerapan firma-tahun yang melibatkan firma patuh syariah ialah berjumlah 4,434 cerapan (722 buah firma). Seterusnya, firma patuh syariah telah diasingkan mengikut enam subsektor ekonomi, iaitu barang pengguna (124 buah firma, dan 761 cerapan), barang industri (265 buah firma, dan 1,676 cerapan), sektor perkhidmatan (167 buah firma, dan 945 cerapan), sektor teknologi (28 buah firma, dan 168 cerapan), sektor hartanah (86 buah firma, dan 521 cerapan), dan akhir sekali sektor pembinaan (52 buah firma, dan 363 cerapan). Jangka masa kajian bermula dari tahun 2000 hingga tahun 2010 (11 tahun). Data yang dikumpul ialah jumlah aset firma, pendapatan selepas cukai dan susut nilai (pemboleh ubah alir tunai yang mewakili kewangan dalaman) dan hutang jangka panjang yang mewakili kewangan luaran. Semua pemboleh ubah tersebut diperoleh daripada pangkalan Datastream. Manakala, pemboleh ubah indeks kebebasan ekonomi diperoleh daripada Heritage Foundation.

Definisi dan Keterangan Pemboleh ubah

Pemboleh Ubah Bersandar

Pemboleh ubah bersandar dalam analisis kajian ini ialah pertumbuhan firma, iaitu pertumbuhan aset yang dikira seperti berikut:

$$\text{Pertumbuhan firma} = \frac{\text{Aset baru} - \text{aset asal}}{\text{aset asal}}$$

atau

$$AG_{i,t} = \frac{A_{i,t} - A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}$$

yang mana, AG ialah pertumbuhan firma (pertumbuhan aset). Di sini A merujuk kepada jumlah aset yang terdiri daripada aset tetap dan aset semasa. Aset tetap merangkumi aset nampak yang terdiri seperti tanah, bangunan, mesin dan lain-lain. Aset semasa pula merupakan aset yang boleh ditunai atau dicairkan pada bila-bila masa.

Pemboleh Ubah Bebas

Terdapat 3 pemboleh ubah bebas yang bertindak sebagai pemboleh ubah penerang bagi mengkaji hubungannya dengan pemboleh ubah bersandar (pertumbuhan aset). Antaranya;

Sumber pembiayaan kewangan dalaman (internal financing) atau INF
Sumber pembiayaan kewangan luaran (external financing) atau EXF
Kebebasan Ekonomi atau EFR

Sumber pembiayaan kewangan dalaman (internal financing) atau INF

Kewangan dalaman merujuk kepada aliran tunai firma yang terlibat sebagai dana dalaman bagi menggerakkan operasi firma. Sumber pembiayaan kewangan dalaman dikira dengan menggunakan rumus seperti berikut:

$$INF = \frac{\text{Tunai}}{\text{Aset}}$$

Yang mana aliran tunai diperoleh daripada ‘*pendapatan sebelum cukai*’ (*income before income tax*) ditambah dengan susut nilai (*depreciation*).

Sumber pembiayaan kewangan luaran (external financing) atau EXF

Sumber pembiayaan kewangan luaran merujuk kepada pinjaman jangka panjang yang dibuat oleh firma bagi menggerakkan operasi firma. Formula bagi sumber pembiayaan kewangan luaran adalah seperti berikut:

$$EXF = \frac{\text{Pinjaman jangka panjang}}{\text{Aset}}$$

Kebebasan Ekonomi atau EFR

Kebebasan Ekonomi merupakan indeks yang menggambarkan darjah kebebasan ekonomi sesebuah negara. Indeks ini diberi dalam bentuk peratusan. Semakin tinggi peratus yang diberi, semakin bebas sesuatu dasar kerajaan terhadap aktiviti ekonomi sesebuah negara. Maklumat ini diperolehi dari 'Heritage Foundation'⁴.

Model Penganggaran

Untuk melihat hubungan antara pertumbuhan firma dengan sumber kewangan (kewangan dalaman dan kewangan luaran) dan kebebasan ekonomi, model asas telah dibina seperti berikut:

$$AG_{it} = \alpha_0 + \beta_1 INF_{it} + \beta_2 EXF_{it} + \beta_3 EFR_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

yang mana,

AG ialah pertumbuhan firma, i ialah firma, dan t ialah tahun.

α_0 ialah nilai pintasan

β_1 ialah nilai koefisien kewangan dalaman

INF ialah kewangan dalaman

β_2 ialah nilai koefisien kewangan luaran

EXF ialah kewangan luaran

β_3 ialah nilai koefisien indeks kebebasan ekonomi

EFR ialah indeks kebebasan ekonomi

ε_{it} ialah terma ralat, yang diandaikan

Persamaan [1] merupakan model data panel statik dengan menggunakan kesan tetap (*fixed effect*) dan kesan rawak (*random effects*). Terdapat beberapa alasan menggunakan model statik berbanding dengan model dinamik. Pertama, semua pemboleh ubah penerang diandaikan mempengaruhi pertumbuhan firma secara serta merta (*contemporaneous*). Ini bermakna, pengaruh kewangan dalaman, kewangan luaran dan kebebasan ekonomi mempengaruhi pertumbuhan firma secara serta merta dalam tempoh setahun. Kedua, lat pemboleh ubah bersandar (lat pertumbuhan firma) diandaikan tidak mempengaruhi pertumbuhan firma pada masa kini kerana kebiasaannya firma tidak mementingkan prestasi pertumbuhan pada masa lepas. Sebaliknya, firma lebih memandangkan ke hadapan

dengan memberikan tumpuan kepada pemboleh ubah yang boleh mempengaruhi pertumbuhan pada masa kini. Ketiga, penggunaan model data panel statik adalah sangat mudah kerana tidak melibatkan penggunaan pemboleh ubah instrumen yang agak kompleks dalam model data panel dinamik.

Nilai koefisien untuk setiap pemboleh ubah bebas dijangka adalah positif. Ini berdasarkan teori pertumbuhan firma yang berhubung secara positif dengan pembangunan kewangan dan kebebasan ekonomi. Ini bermakna, peningkatan dalam pemboleh ubah penerang akan menyebabkan peningkatan dalam pertumbuhan firma.

Keputusan Penganggaran

Jadual 1 meringkaskan keputusan model penganggaran penentu pertumbuhan firma patuh syariah berdasarkan keseluruhan sampel dan mengikut subsektor ekonomi. Keputusan ujian Hausman menunjukkan, model kesan tetap adalah lebih baik berbanding dengan model kesan rawak untuk sampel keseluruhan firma, sektor perkhidmatan dan teknologi. Manakala, model kesan rawak adalah lebih baik berbanding model kesan tetap untuk sektor barang pengguna, barang industri, sektor hartanah, dan sektor pembinaan. Oleh itu, perbincangan berikutnya akan memberi fokus kepada model kesan tetap (sampel keseluruhan firma, sektor perkhidmatan, dan teknologi), dan model kesan rawak (sektor barang pengguna, barang industri, sektor hartanah, dan sektor pembinaan).

Secara umumnya, dapatan kajian menunjukkan kewangan dalaman dan kewangan luaran signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma patuh syariah tersebut. Walau bagaimanapun, pengaruh kewangan dalaman dan kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma patuh syariah (sampel keseluruhan) dan mengikut subsektor ekonomi adalah berbeza. Pertumbuhan firma patuh syariah (keseluruhan sampel) dan mengikut subsektor ekonomi lebih kuat dipengaruhi kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran. Keputusan kajian ini menjelaskan firma patuh syariah mempunyai masalah kekangan kewangan kerana amat bergantung kepada sumber dana dalaman untuk menjana pertumbuhan.

Pertumbuhan firma dalam sektor barang pengguna, barang industri, perkhidmatan, sektor teknologi, hartanah dan sektor pembinaan, juga berhubungan positif dan signifikan dipengaruhi oleh sumber kewangan dalaman dan luaran. Walau bagaimanapun, pengaruh kewangan dalaman adalah lebih dominan berbanding dengan kewangan luaran. Sebagai contoh, dalam sektor barang pengguna, peningkatan 1 peratus pembiayaan kewangan dalaman telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.77 peratus (model kesan rawak), berbanding dengan pengaruh kewangan luaran masing-masing sebanyak 0.42 peratus (model kesan rawak). Walau bagaimanapun, kebebasan ekonomi berhubungan negatif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma, yang mana menunjukkan peningkatan 1 peratus dalam indeks kebebasan ekonomi telah mengurangkan pertumbuhan firma sebanyak 0.01 peratus.

Bagi firma dalam sektor barangan industri, peningkatan 1 peratus dalam pembiayaan kewangan dalaman telah meningkatkan pertumbuhan ekonomi sebanyak 0.9 peratus (model kesan rawak), manakala pengaruh kewangan luaran juga signifikan tetapi pengaruhnya adalah relatif lebih kecil (sekitar 0.36 peratus). Kebebasan ekonomi juga signifikan tetapi berhubungan negatif dengan pertumbuhan firma tersebut, yang mana menunjukkan peningkatan 1 peratus indeks kebebasan ekonomi telah mengurangkan pertumbuhan firma dalam sektor tersebut sebanyak 0.01 peratus. Begitu juga dengan sektor perkhidmatan, pengaruh kewangan dalaman terhadap pertumbuhan firma secara relatifnya lebih kecil berbanding dengan sektor ekonomi yang lain. Sebagai contohnya, peningkatan 1 peratus sumber pembiayaan dalaman telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.75 peratus (model kesan tetap), iaitu lebih kecil berbanding dengan sektor lain. Sumbangan kewangan luaran juga adalah lebih kecil berbanding dengan sektor ekonomi yang lain. Kebebasan ekonomi juga signifikan dan berhubungan negatif dengan pertumbuhan firma sektor tersebut.

Pertumbuhan firma patuh syariah dalam sektor teknologi menunjukkan pengaruh kewangan dalaman dan kewangan yang dominan berbanding dengan sektor ekonomi yang lain. Ini menjelaskan firma dalam sektor tersebut amat bergantung kepada kedua-dua bentuk pembiayaan, yang mana nilai koefisien kewangan dalaman dan luaran adalah melebihi 1 peratus (model

kesan tetap). Sektor teknologi yang berasaskan patuh syariah menikmati pertumbuhan yang agak tinggi berbanding sektor-sektor lain disebabkan trend perbelanjaan pengguna dan perkembangan inovasi teknologi di Malaysia. Kenyataan ini jelas memperlihatkan kerelevanan firma terlibat dalam sektor teknologi untuk menikmati pertumbuhan yang besar. Manakala, kebebasan ekonomi dilihat berhubungan negatif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma tersebut. Sebaliknya, pertumbuhan firma dalam sektor hartanah dan sektor pembinaan sangat sensitif dipengaruhi oleh kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran (model kesan rawak), tetapi tidak signifikan dipengaruhi oleh tahap kebebasan ekonomi.

Berdasarkan keputusan empirik, jelas menunjukkan pertumbuhan firma patuh syariah mengikut sektor ekonomi lebih dipengaruhi sumber kewangan dalaman berbanding dengan kewangan luaran. Terdapat beberapa hujah yang menjelaskan penggunaan dana dalaman lebih dominan berbanding kewangan luaran. Pertama, dana dalaman lebih mudah diperoleh, iaitu daripada dana pemegang saham (nilai syer) ahli dalaman dan pendapatan tertahan syarikat untuk menjalankan operasi. Kedua, penggunaan dana dalaman boleh menghindari risiko terjebak daripada pembiayaan luaran yang berunsurkan riba serta terhindar daripada risiko turun-naik (*fluctuations*) kadar pinjaman pasaran yang bergantung kepada keadaan ekonomi negara.

Jadual 1

Keputusan Penganggaran Data Panel Statik Melalui Model Kesan Tetap dan Kesan Rawak

Pemboleh Ubah Bersandar: Pertumbuhan Firma (Aset)	Syariah Keseluruhan			Barang Pengguna			Barang Industri		
	Kesan Tetap Koefisien (ralat piawai)	Kesan Rawak Koefisien (ralat piawai)	Kesan Tetap Koefisien (ralat piawai)	Kesan Rawak Koefisien (ralat piawai)	Kesan Tetap Koefisien (ralat piawai)	Kesan Rawak Koefisien (ralat piawai)	Kesan Tetap Koefisien (ralat piawai)	Kesan Rawak Koefisien (ralat piawai)	
INF	0.8093 (0.0322)***	0.7631 (0.0235)***	0.8460 (0.1425)***	0.7653 (0.0830)***	0.8962 (0.0521)***	0.8983 (0.0427)***			
EXF	0.3144 (0.0451)***	0.2835 (0.0276)***	0.4057 (0.1956)**	0.4204 (0.1064)***	0.3300 (0.0771)**	0.3630 (0.0535)***			
EFR	-0.0098 (0.0018)***	-0.0074 (0.0016)***	-0.0093 (0.0052)*	-0.0081 (0.0046)*	-0.0106 (0.028)***	-0.0098 (0.0026)***			
Nilai R ² keseluruhan	0.1970	0.2022	0.1136	0.1139	0.2393	0.2396			
Bil. Pemerhatian	4 434	761	1676						
Bil. Firma	722	124	265						
Ujian Hausman	H ₀ gagal ditolak	H ₀ ditolak	H ₀ ditolak						

Nota: Pemboleh ubah bersandar ialah pertumbuhan firma. Pemboleh ubah bebas ialah pembiayaan kewangan dalaman (INF), pembiayaan kewangan luaran (EXF) dan kebebasan ekonomi (EFR). Tanda aras keertian *** adalah signifikan pada aras keertian 1 peratus, **signifikan pada aras keertian 5 peratus, dan * signifikan pada aras keertian 10 peratus. Angka dalam kurungan () adalah ralat piawai. H₀ ialah model kesan tetap adalah lebih baik berbanding model kesan rawak.

Pemboleh Ubah Bersandar:		Sektor Perkhidmatan		Sektor Teknologi		Sektor Hartanah		Sektor Pembinaan	
Pertumbuhan Firma (Aset)		Kesan Tetap		Kesan Tetap		Kesan Tetap		Kesan Tetap	
Kesan Rawak		Kesan Rawak		Kesan Rawak		Kesan Rawak		Kesan Rawak	
Koefisien (ralat piawai)		Koefisien (ralat piawai)		Koefisien (ralat piawai)		Koefisien (ralat piawai)		Koefisien (ralat piawai)	
INF	0.7531 (0.0732)***	0.6885 (0.0493)***	1.2878 (0.1806)***	1.0638 (0.1434)***	0.8653 (0.1324)***	0.8809 (0.1027)***	0.9205 (0.1068)***	0.9156 (0.0880)***	
	0.2746 (0.0957)***	0.3264 (0.0552)***	1.0927 (0.1305)***	0.4208 (0.1500)***	0.2501 (0.0797)***	0.2060 (0.0626)***	0.1360 (0.1576)	0.2602 (0.0911)***	
EXF									
EFR	-0.0152 (0.0048)***	-0.0094 (0.0041)**	-0.030 (0.0081)***	-0.0179 (0.0078)**	-0.0048 (0.0038)	-0.0036 (0.0034)	-0.0013 (0.0059)	-0.0020 (0.0056)	
Nilai R ² keseluruhan	0.1938	0.1964	0.2344	0.2727	0.1872	0.1905	0.2429	0.2475	
Bil. Pemerhatian	945	168	521	363					
Bil. Firma	167	28	86	52					
Ujian Hausman	H ₀ gagal ditolak	H ₀ gagal ditolak	H ₀ ditolak	H ₀ ditolak					

Nota: Pemboleh ubah bersandar ialah pertumbuhan firma. Pemboleh ubah bebas ialah pembiayaan kewangan dalam (INF), pembiayaan kewangan luaran (EXF) dan kebebasan ekonomi (EFR). Tanda aras keertian *** adalah signifikan pada aras keertian 1 peratus, **signifikan pada aras keertian 5 peratus, dan * signifikan pada aras keertian 10 peratus. Angka dalam kurungan () adalah ralat piawai.

Rumusan dan Implikasi

Kajian mengenai pengaruh sumber kewangan dan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma belum dikaji dengan mendalam, terutama dalam konteks negara Malaysia. Maka, kajian ini menyumbang kepada literatur dalam bidang kewangan-pertumbuhan '*finance-growth*' dengan menganggar model penentu pertumbuhan firma patuh syariah mengikut subsektor ekonomi dengan tumpuan utama kepada pengaruh sumber kewangan (kewangan dalaman dan luaran) dan kebebasan ekonomi. Dapatan kajian dengan menggunakan kaedah penganggaran data panel statik (model kesan tetap dan kesan rawak) dapat dirumuskan seperti berikut: Pertama, pertumbuhan firma patuh syariah adalah berhubungungan positif dan signifikan dipengaruhi kewangan dalaman dan kewangan luaran. Ini menunjukkan sumber pembiayaan sama ada dana dalaman atau dana luaran adalah prasyarat kepada pertumbuhan firma tersebut. Kedua, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi dana dalaman berbanding dengan dana luaran. Ketiga, kebebasan ekonomi yang tinggi telah menjejaskan pertumbuhan firma patuh syariah. Hal ini mungkin disebabkan tahap kebebasan ekonomi yang tinggi telah menyebabkan aktiviti perniagaan terdedah kepada risiko yang tinggi, dan ketidakefisienan dalam operasi perniagaan, dan sekali gus boleh mempengaruhi pertumbuhan firma tersebut.

Penemuan kajian ini telah memberikan beberapa implikasi penting kepada pengurusan dan pengoperasian firma patuh syariah. Pertama, untuk menjamin kelangsungan pertumbuhan pada masa hadapan, pilihan dana yang paling ideal amat diperlukan, iaitu melalui gabungan dana dalaman dan luaran. Dalam hal ini, peratusan sumber pembiayaan daripada dana dalaman perlulah lebih dominan berbanding dengan dana luaran. Ini disebabkan sumbangan dana dalaman terhadap pertumbuhan firma adalah relatif lebih besar berbanding dana luaran. Kedua, umat Islam yang tinggi bilangannya di Malaysia, iaitu melebihi 50 peratus daripada jumlah keseluruhan penduduk telah memberi satu peluang dan kelebihan kepada syarikat yang berstatus patuh syariah untuk menjana keuntungan pada masa hadapan. Maka, pemilihan sumber dana yang paling optimum wajar dilakukan untuk menjana pulangan di samping mengelakkan pembaziran sumber. Pulangan yang diperolehi boleh digunakan untuk mengembangkan operasi perniagaan tanpa bergantung sepenuhnya kepada dana luaran. Hal ini dapat mengelakkan atau meminimumkan pergantungan firma

patuh syariah terhadap pinjaman bank yang datangnya daripada dua sumber, iaitu perbankan konvensional dan perbankan Islam. Ketiga, peluang firma patuh syariah untuk meningkatkan lagi pertumbuhan firma terbuka luas memandangkan penglibatan yang aktif firma tersebut dalam segenap aktiviti ekonomi yang mempunyai nilai ditambah yang tinggi, khususnya dalam sektor barangan pengguna, industri, perkhidmatan, teknologi, hartanah dan pembinaan.

Nota Akhir

- 1 Andaian utama model MM adalah struktur pasaran modal berbentuk persaingan sempurna, manakala, dana kewangan luar (seperti hutang baru) dan dana kewangan dalaman (seperti pendapatan tertahan) adalah pengganti sempurna yang menunjukkan kedua-dua dana tersebut tidak berhubungan antara satu sama lain.
- 2 Tanda aras yang ditetapkan oleh MPS ialah tanda aras 5 peratus, 10 peratus, 20 peratus dan 25 peratus.
- 3 Sebahagian besar kajian terdahulu yang mengkaji isu '*finance-growth*' adalah menggunakan data makro, dan secara umum mendapati pembangunan kewangan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi [contohnya, Rajan dan Zingales (1998), Levine (1999; 2005), Levine et al. (2000), Ang (2008a; 2008b) dan Karim et al. (2008)].
- 4 Secara spesifik, indeks kebebasan ekonomi terdiri daripada empat kategori utama iaitu aturan undang-undang (hak cipta, dan kebebasan daripada rasuah,) kerajaan yang terhad (kebebasan fiskal dan perbelanjaan kerajaan), kecekapan perundangan (kebebasan perniagaan, kebebasan buruh, dan kebebasan monetari) dan keterbukaan pasaran (kebebasan perdagangan, pelaburan, dan kebebasan kewangan) [www.heritage.org].

Rujukan

- Almeida, H., & Compello, M. (2002). *Financial constraint and investment-cash flow sensitivities*. New Research Direction: New York University & University of Illinois.
- Ang, J. B. (2008a). Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics*, 84, 215–233.
- Ang, J. B. (2008b). What are the mechanism linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modelling*, 25, 38–53.
- Ansari, M. I. (2002). Impact of financial development, money and public spending on Malaysia national income: An econometric study. *Journal of Asian Economics*, 13, 72–93.

- Azman-Saini, W. N. W., Baharumshah, A. Z., & Law, S. H. (2010). Foreign direct investment, economic freedom and economic growth: International evidence. *Economic Modelling*, 27, 1079–1089.
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 423–442.
- Bond, S., & Meghir, Costas. (1994). Dynamic investment models and the firm's financial policy. *Review of Economics Studies*, 61(2), 197–222.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A., & Maksomovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130.
- Bottazzi, G., & Secchi, A. (2006a). Gibrat's Law law and diversification. *Industrial and Corporate Change*, 15(5), 847–875.
- Bottazzi, G., & Secchi, A. (2006b). Explaining the distribution of firms growth rates. *Rand Journal of Economics*, 37(20), 235–256.
- Campbell, N. D., & Heriot, K. C. (2008). The economic freedom index as a determinants of firms births and firms death. *Southwest Business and Economics Journal*, 36–50.
- Chantapong, S. (2005). Comparative study of domestic and foreign bank performance in Thailand: The regression analysis. *Economic Change and Restructuring*, 38(1), 63–83.
- Chesher, A. (1979). Testing the law of proportionate effect. *Journal of Industrial Economics*, 27(4), 403–411.
- Davidsson, P., & Henrekson, M. (2002). Institutional determinants of the prevalence of start-ups and high-growth firms: evidence Evidence from Sweden. *Small Business Economics*, 19(2), 81–104.
- Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, finance and firm growth. *Journal of Finance*, 53, 2107–2137.
- Geroski, P. A. (2005). Understanding the implications of empirical work on corporate growth rates. *Managerial and Decision Economics*, 26, 129–138.
- Gibrat, R. (1931). *Les in'egalit'es 'economiques*. Paris: Librairie du Receuil Sirey.
- Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011). Internal finance and growth: Microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics*, 96, 79–94.
- Heckelman, J. C. (2000). Economic freedom and economic growth: A short run causal investigation. *Journal of Applied Economics*, 37(9), 969–980.

- Heckelman, J. C. (2010). Relationships among democratic freedoms in the former Soviet Republics: A causality analysis. *Constitutional Political Economy*, Springer, 21(1), 80–96.
- Heckelman, J. C., & Knack, S. (2009). Aid, economic freedom, and growth. Contemporary economic policy. *Western Economic Association International*, 27(1), 46–53.
- Heffernan, S., & Fu, M. (2008). *The determinants of Bank Performance in China*. EMG Working Paper Series.
- Henrekson, M., & Johansson, D. (2008). Competencies and institutions fostering high-growth firms. *IFN Working Paper*, . 757.
- Ismail, M. A., Ibrahim M. H., Yusoff, M., & Zainal, M. P. (2010). Does firm size matter for the financial constrain? *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 44, 73–81.
- Kalecki, M. (1945). On the Gibrat distribution. *Econometrica*, 13(2), 161–170.
- Karim, Z. A., Ali, M. M., & Zaidi, M. A. S. (2013). Pertumbuhan kewangan dan kebebasan ekonomi: Suatu kajian data panel. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 47(1), 173–180.
- Karim, Z. A., Zaidi, M. A .S., & Asri, N. M. (2008). Pembangunan kewangan dan pertumbuhan sektor-sektor ekonomi: Bukti empirikal di Malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 42, 65–89.
- Levine, R. (1999). Law, finance and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8, 8–35
- Levine, R. (2005). *Handbook economic growth. Finance and growth: Theory and evidence*. USA: Brown University.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediate and growth: Causality and cause. *Journal of Monetary Economics*, 46, 31–77
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraint: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies*,1, 765–791.
- Mansfield, E. (1962). Entry, Gibrat’s law, innovation and the growth of firms. *American Economic Review*, 52, 1023–1051.
- Modigliani, F., & Miller, (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48. , 261–297.
- Rahaman, M. M. (2011). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance*, 38, 709–723.
- Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88, 559–586.

Reichstein, T., & Jensen, M. B. (2005). Firm size and firm growth rate distributions - The case of Denmark. *Industrial and Corporate Change*, 14(6), 1145–1166.

Sufian, F., & Habibullah, M. S. (2010). Does economic freedom foster banks' performance? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 6, 77–91.