

## Prestasi Firma dan Kekangan Kewangan: Adakah Saiz Firma Penting?

Nur Adibah Adnan  
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan  
Universiti Kebangsaan Malaysia  
43600, Bangi, Selangor  
Malaysia  
E-mel: adibah.adnan89@gmail.com

Mohd Adib Ismail  
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan  
Universiti Kebangsaan Malaysia  
43600, Bangi, Selangor  
Malaysia  
E-mel: mohadis@ukm.edu.my

### ABSTRAK

Kesukarkan firma mengakses dana dalaman dan luaran dalam membiayai pelaburan firma ditakrifkan sebagai kekangan kewangan. Kertas ini bertujuan untuk menguji secara empirikal hubungan antara prestasi firma dengan sumber kewangan firma. Kertas ini juga mengkaji hubungan antara saiz firma dan sumber kewangannya. Kajian ini menggunakan sampel firma Malaysia dari tahun 2003 sehingga 2013. Untuk itu, pengaplikasian penganggar *Generalized Method of Moments* (GMM) diguna pakai dalam menganalisis sampel berkenaan. Dapatkan kajian menunjukkan bahawa terdapat hubungan yang negatif antara prestasi firma dengan kekangan kewangan. Semakin baik prestasi firma, semakin kurang kekangan kewangan yang dihadapi oleh firma. Manakala, saiz firma memberikan kesan yang berbeza terhadap prestasi firma iaitu semakin besar sesebuah firma semakin rendah prestasinya. Oleh itu, dapatkan kajian ini adalah penting dalam mempertingkat pembentukan dasar kerajaan dalam membantu firma yang berdepan masalah kekangan kewangan dalam usaha meningkatkan prestasi firma.

Kata kunci: Prestasi firma; kekangan kewangan; saiz firma; GMM; data panel.

### ABSTRACT

*Firms' difficulties to access internal and external funds in financing firms' investment are defined as financial constraints. This paper aims to empirically test the relationship between firm performance and the firm financial resources. This paper also examines the relationship between firm size and its financial resources. This study used a sample of Malaysian firms from 2003 to 2013. Therefore, the application of Generalized Method of Moments (GMM) estimators was applied in analyzing the samples. The results showed that there is a negative relationship between firm performance and financial constraints. Better firm's performance faced lower financial constraints. However, the size of a firm gives different effects on firm performance which means bigger firms has lower firms' performance. Therefore, this study is important in enhancing the formation of government policies to help firms that facing financial constraints in order to enhance its performance.*

*Keywords:* firm performance; financial constraints; firms' size; GMM; panel data.

### PENDAHULUAN

Memaksimakan kekayaan pemegang saham merupakan matlamat utama sesebuah firma (Keown et al. 2005). Matlamat ini boleh dicapai dengan strategi yang berkesan dalam meningkatkan prestasi firma dan pemantauan yang berterusan ke atas prestasi semasa firma. Prestasi firma boleh diukur berdasarkan prestasi pasaran firma iaitu nilai sesebuah firma dari segi harga saham firma di bursa saham. Secara umumnya, jika sesebuah firma mempunyai nilai saham yang tinggi dipasaran, firma itu dianggap mempunyai kedudukan kewangan yang stabil. Walau bagaimanapun, jika harga saham firma dinilai

lebih tinggi dari nilai sebenar firma iaitu '*overvalued*', ini akan menyebabkan pemegang saham sedia ada bertindak menjual saham mereka untuk mendapatkan keuntungan. Sekiranya maklumat ini diketahui umum, nilai firma akan jatuh kerana pelabur tidak lagi berminat untuk melabur dalam firma berkenaan.

Dana dalaman adalah sumber pembiayaan dalaman firma yang terdiri daripada modal/simpanan sendiri atau keuntungan tertahan. Manakala dana luaran pula boleh diperolehi menerusi penerbitan ekuiti, stok keutamaan, waran dan pinjaman/hutang (Sanusi 2002). Dana dalaman dan dana luaran adalah merupakan pengganti sempurna bagi membiayai aktiviti firma jika firma berada dalam pasaran modal sempurna. Dalam hal ini, Modigliani dan Miller (1958) telah mengenangkan satu teori berkenaan pasaran modal sempurna yang mana firma boleh meminjam dan memberi pinjaman pada kadar bebas risiko. Selain itu, pasaran modal sempurna juga mengandaikan tiada kos kebankrupan dan firma hanya mengeluarkan dua jenis tuntutan iaitu hutang bebas risiko dan ekuiti berisiko. Dengan itu, pengurus sentiasa memaksimumkankekayaan pemegang saham dan semua ejen ekonomi mendapatkan maklumat yang sama berkenaan pasaran.

Walau bagaimanapun, realitinya ejen ekonomi tidak memperoleh maklumat yang sama dalam pasaran modal, dan pengurus mungkin menggunakan maklumat dalaman yang diperolehi untuk kepentingan mereka sendiri (Ismail et al. 2010a). Kos agensi dan kos transaksi juga merupakan antara faktor yang menyebabkan sumber pembiayaan dari luar menjadi mahal bagi firma. Kos agensi adalah antara kesan daripada ketidaksemetrikan maklumat dalam pasaran modal. Ini mewujudkan konflik kepentingan antara pengurus dan pelabur luar, yang mana akibat dari ketidaksemetrikan maklumat itu pelabur luar cenderung untuk meminta premium untuk membeli saham baru (Myers dan Majluf 1984) atau membeli saham pada harga diskau (Schiantarelli 1996; Jensen & Meckling 1976). Manakala kos transaksi mencerminkan sekatan dalam pasaran di mana pasaran yang mempunyai kawal seliaan yang lebih ketat akan melibatkan kos transaksi yang lebih tinggi (Ismail et al. 2010a). Masalah ini akan menyebabkan firma terpaksa bergantung kepada dana dalaman firma untuk menampung aktiviti-aktiviti pelaburan firma. Sehubungan itu, masalahkekangan kewangan boleh berlaku di dalam sesebuah firma.

Kekangan kewangan boleh ditakrifkan sebagai halangan kewangan yang menghalang firma daripada mempunyai akses kepada dana luar dalam membiayai aktiviti pelaburan mereka (Ismail et al. 2010b). Dengan memfokuskan kajian yang dibuat dalam ruang lingkup pasaran Malaysia, kertas ini ingin mengenal pasti secara empirikal hubung kait antara prestasi firma dan masalahkekangan kewangan yang dihadapi firma. Adakah firma di Malaysia prestasinya dipengaruhi olehkekangan kewangan. Sejauh manakah pula pengaruhkekangan kewangan itu? Selain itu, adakah saiz sesebuah firma di Malaysia mempunyai kesan berbeza ke atas prestasi firma? Kertas ini akan memfokuskan prestasi firma dari sudut prestasi pasaran firma.

*Q* Tobin telah diperkenalkan oleh Tobin (1969) digunakan dalam kebanyakkan literatur sebagai proksi untuk mengukur tahap kewangan pasaran. Sebagai contoh, Chen dan Lee (1995) telah menggunakan *Q* Tobin untuk mengukur prestasi perniagaan, manakala Lin dan Chang (2011) menggunakan untuk mengukur nilai firma. Tambahan itu, Bharadwaj et al. (1999) pula dalam melihat kesan teknologi maklumat ke atas prestasi firma telah mengaplikasikan *Q* dalam penulisan mereka. Di samping itu, model pelaburan *Q* telah digunakan oleh Ismail et al.(2010) untuk melihat hubungan antara pelaburan dankekangan kewangan. Menurut kajian yang pernah dijalankan di China oleh Peng dan Luo (2000), terdapatnya hubungan yang positif antara prestasi firma dan pihak pengurusan firma. Sekiranya wujud hubungan baik antara pihak pengurusan sesebuah firma dengan yang lain, ia akan meningkatkan prestasi firma terbabit. Walau bagaimanapun, kesannya adalah berbeza mengikut saiz, jenis pemilikan, sektor perniagaan dan kadar pertumbuhan industri.

Menurut kajian Fazzari et al. (1988), penulis menyiasat tingkah laku pelaburan firma dankekangan kewangan apabila wujudnya ketidaksemetrikan maklumat, kerana ketika itu sumber dana dalaman dan luaran bukanlah pengganti sempurna. Penulis mendapati bahawa faktor-faktor kewangan firma (seperti kadar penyimpanan keuntungan tertahan; sumber dana dalaman) memberi kesan kepada pelaburan dan bukannya struktur kewangan firma. Penemuan dari kajian ini menjelaskan kehadirankekangan kewangan yang juga disokong oleh kajian dari Shaller (1993), Barran dan Peeters (1998) dan Cleary (2006) yang juga mendapati wujudnyakekangan kewangan di dalam pasaran modal. Boermans dan Willebrands (2012) telah cuba melihat hubungan antara dua pembolehubah dengan prestasi firma iaitu risiko dan jugakekangan kewangan. Kajian ini telah dijalankan di Tanzania dengan kajian dibuat di dalam pasaran yang tinggi kadar risikonya.

Pasaran modal Malaysia merupakan satu pasaran modal berstruktur yang dikawal selia oleh Kementerian Kewangan, Suruhanjaya Sekuriti dan khususnya Bursa Malaysia. Oleh itu, kajian ini ingin melihat adakah dalam sebuah pasaran modal berstruktur ini akan wujudnya masalahkekangan kewangan yang akan mempengaruhi prestasi sesebuah firma. Justeru itu, kertas ini ingin mengkaji

hubungan antara prestasi firma dengan kekangan kewangan dipasaran Malaysia yang akan mengaplikasikan model Q dalam mengukur prestasi firma. Selain itu, adakah saiz firma itu akan mempengaruhi prestasinya? Seterusnya, kajian ini disusun seperti berikut: Bahagian pertama adalah pendahuluan, seterusnya adalah kerangka teori, diikuti oleh kaedah empirikal, sumber data dan analisis keputusan dan perbincangan. Akhir sekali, kajian disimpulkan dengan kesimpulan dan penutup.

## KERANGKA TEORI

Firma dengan prestasi yang baik akan mendapat lebih kepercayaan pelabur untuk melabur dalam firma mereka. Oleh itu, prestasi sesebuah firma akan memberi kesan ke atas sumber kewangan firma. Kertas ini akan mengaplikasikan model Q yang telah diperkenalkan oleh James Tobin (1969) dalam mengkaji hubungan antara prestasi firma dengan kekangan kewangan. Kertas ini juga akan mengambil kira peranan saiz firma dalam kekangan kewangan yang dihadapi firma. Q Tobin adalah nisbah nilai pasaran aset firma dengan kos penggantian aset firma (Tobin 1969). Jika nilai  $Q > 1$ , nilai pasaran adalah lebih besar daripada nilai buku bagi aset syarikat, seterusnya menunjukkan kos penggantian aset firma adalah rendah berbanding nilai pasaran firma (Lindenberg dan Ross 1981).

Lin dan Chang (2011) telah menggunakan proksi Q dalam usaha mengukur nilai firma. Mereka ingin mengesan hubungan antara hutang dan nilai firma. Oleh itu, mereka membina model seperti berikut,

$$v_{it} = \mu_i + \theta' h_{it} + \beta d_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \theta &= (\theta_1, \theta_2, \theta_3, \theta_4, \theta_5)^t \\ h_{it} &= (s_{it}, g_{it}, r_{it}, a_{it}, iq_{it})^t \end{aligned}$$

yang mana  $v_{it}$  adalah nilai firma yang diprosjeksi dengan menggunakan Q Tobin. Manakala,  $\beta$  adalah pekali bagi  $d_{it}$ , yang mana  $d_{it}$  adalah nisbah hutang dan  $h_{it}$  pula mewakili lima pemboleh ubah dikawal yang akan memberi kesan ke atas nilai firma. Lima pemboleh ubah kawalan itu terdiri daripada  $s_{it}$ : log semula jadi daripada jumlah aset (mewakili saiz firma);  $g_{it}$ : kadar pertumbuhan jualan (mewakili pertumbuhan firma);  $r_{it}$ : nisbah nilai pasaran ekuiti kepada nilai buku ekuiti (mewakili risiko firma);  $a_{it}$ : bilangan tahun sejak syarikat itu ditubuhkan (mewakili umur firma) dan  $iq_{it}$ : nilai purata  $q$  semua firma dalam satu daripada 15 industri pada tahun tertentu (Industri  $q$ ). Di samping itu, terdapat  $\mu_i$ : kesan tetap yang mewakili heterogeniti syarikat dalam keadaan operasi yang berbeza atau lat nilai firma dan sebutan ralat  $\varepsilon_{it}$  adalah taburan seiras bebas dengan min sifar.

Dengan anggapan peningkatan nilai firma akan meningkatkan prestasi firma, model di atas akan digunakan dalam kajian ini untuk melihat sejauh mana prestasi sesebuah firma berkembang. Oleh itu, notasi bagi nilai firma;  $v_{it}$  akan diubah kepada prestasi firma;  $p_{it}$ . Tambahan itu, model di atas juga akan ditambahkan pemboleh ubah aliran tunai,  $CF_{it}$ , kerana menurut Guariglia (2008) firma yang mempunyai aliran tunai dalam yang besar akan lebih mudah mendapatkan sumber kewangan dari luar dan ini selari dengan objektif kajian ini iaitu untuk mencari hubungan antara prestasi firma dan kekangan kewangan. Oleh itu, persamaan (1) akan diubah menjadi,

$$p_{it} = \mu_i + \theta' h_{it} + \beta_1 d_{it} + \beta_2 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Oleh itu, persamaan (2) di atas boleh digunakan untuk menguji hubungan antara prestasi firma dan juga kekangan kewangan yang dihadapi firma. Dalam persamaan di atas, nilai  $CF_{it}$  akan dilogkan untuk mengelakkan perbezaan nilai yang terlalu besar dengan pembolehubah yang lain.

## KAEDAH EMPIRIKAL

Model di atas iaitu persamaan (2) akan dianggarkan dengan menggunakan kaedah penganggaran *Generalized Method of Moments* (GMM). Kaedah GMM digunakan sebagai penganggar dalam kertas kajian ini kerana kertas kajian ini menggunakan sampel data panel yang mana dengan menggunakan kaedah GMM ia mampu mengatasi masalah-masalah ekonometrik seperti autokorelasi dan endogeniti. Ini boleh dibuktikan dengan telah banyaknya kajian yang mencadangkan penggunaannya seperti (Ismail et al. 2010a, 2010b; Ghosh 2006; Koo & Maeng 2005; Laeven 2002). Penganggaran GMM ini terbahagi kepada dua jenis; yang pertama ialah GMM perbezaan yang dibangunkan oleh Arellano dan Bond (1991). Manakala, jenis GMM yang kedua ialah GMM sistem yang diperkenalkan oleh Blundell dan Bond (1998). Penggunaan GMM sistem akan menghasilkan keputusan yang lebih cekap.

Tambahan itu, GMM juga mempunyai dua langkah bagi setiap jenis. Maka kertas ini akan mengaplikasikan GMM sistem langkah satu dan dua bagi menganggarkan model.

## SUMBER DATA

Sumber data bagi kajian ini diperolehi dari pangkalan data *Thomson Financial (Datastream)*. Ia meliputi sampel firma-firma Malaysia yang didagangkan di papan utama Bursa Malaysia iaitu sebanyak 813 buah firma meliputi tahun 2003 sehingga tahun 2013. Walau bagaimanapun, tidak semua firma yang berada dalam papan utama Bursa Malaysia pada ketika data diambil memasuki pasaran pada tahun 2003, maka data ini menjadi tidak seimbang. Oleh itu, dalam membuat penganggaran kaedah data panel tidak seimbang akan digunakan. Di samping itu, bagi mendapatkan data yang lebih baik data-data ini akan ditapis menurut beberapa kriteria yang digunakan oleh Ismail et al. (2010a). Pertama, firma-firma yang berada dalam sektor kewangan akan dibuang. Ini kerana kelakuan firma kewangan adalah agak berbeza dari sektor-sektor lain dalam membuat pelaburan (Agung 2000; Ismail et al 2010a). Kedua, firma-firma yang pernah berhadapan dengan kerugian bagi tahun kewangan tiga tahun berturut-turut dalam sejarah firma akan dibuang kerana dilihat mempunyai pengurusan yang tidak baik semasa dan selepas krisis-krisis ekonomi sehingga lambat untuk memulihkan situasi kewangan firma. Selain itu, firma yang mempunyai nilai-nilai yang hilang juga akan turut dibuang. Tambahan itu, kriteria tapisan yang terakhir adalah firma-firma yang beroperasi kurang dari lima tahun juga akan turut dibuang, ini untuk mengelakkan firma terkesan dengan pembezaan dalam proses GMM dan nilai lat.

## DEFINISI PEMBOLEHUBAH

Pembolehubah-pembolehubah yang digunakan dalam kertas ini adalah:

- i) Prestasi Firma;  $p_{it}$ . Ia diproksikan dengan nisbah Q Tobin. Ia dinilai dengan membahagikan nilai pasaran ekuiti, stok keutamaan dan jumlah hutang dengan jumlah aset firma. Definisi Q ini telah digunakan oleh Chung dan Pruitt (1994) dan Bharadwaj et al. (1999).
- ii) Nisbah Hutang;  $d_{it}$ . Ia adalah hasil bagi jumlah hutang dengan jumlah aset. Lin dan Chang (2011) telah menggunakan definisi ini.
- iii) Saiz Firma;  $s_{it}$ . Ia adalah log semulajadi jumlah aset. Definisi ini telah digunakan oleh Ab Razak et al. (2008) dan Lin dan Chang (2011).
- iv) Pertumbuhan;  $g_{it}$ . Ia adalah kadar pertumbuhan jualan yang dikira dengan menolakkan jumlah jualan tahun semasa dengan jumlah jualan tahun sebelumnya dibahagi dengan jumlah jualan tahun sebelumnya. Definisi ini digunakan oleh Lin dan Chang (2011).
- v) Risiko Firma;  $r_{it}$ . Ia adalah nisbah nilai pasaran ekuiti kepada nilai buku ekuiti dan telah digunakan oleh Lin dan Chang (2011).
- vi) Umur firma  $a_{it}$ . Ia dikira sejak firma ditubuhkan. Lin dan Chang (2011) ada mengambil kira umur firma dalam kajian mereka.
- vii) Aliran Tunai;  $CF_{it}$ . Ia adalah hasil tambah pendapatan operasi dengan susut nilai. Definisi ini telah digunakan oleh (Harrison et al., 2004).
- viii) Q Industri;  $iq_{it}$ . Ia adalah Q purata bagi semua firma dalam satu daripada 15 industri dalam satu tahun yang tertentu. Lin dan Chang (2011) telah menggunakan definisi ini.

## ANALISIS KEPUTUSAN DAN PERBINCANGAN

Jadual 1 menunjukkan hasil keputusan penganggaran melalui kaedah GMM sistem langkah 1 dan 2. Hasil dapatan adalah meliputi 6001 pemerhatian dari panel data tidak seimbang 761 buah firma di papan utama Bursa Malaysia bermula tahun 2003 sehingga 2013. Semua pembolehubah menunjukkan keputusan yang signifikan pada tahap kesignifikantan 1% kecuali umur firma,  $a_{it}$  dan nisbah hutang,  $d_{it}$ . Prestasi firma lat,  $p_{it-1}$  adalah signifikan secara statistik dengan nilai pekali 0.2528. Selain itu, pertumbuhan firma,  $g_{it}$ ; nisbah risiko firma,  $r_{it}$ ; purata q industri,  $iq_{it}$  dan aliran tunai,  $CF_{it}$  adalah berhubungan secara positif dan signifikan secara statistik dengan pembolehubah bersandar (prestasi firma) dan nilai pekali masing-masing adalah 0.0001, 0.2972, 0.8381, dan 0.0970. Sebaliknya saiz firma,  $s_{it}$  adalah berhubungan secara negatif dan signifikan secara statistik dengan prestasi firma

dengan nilai pekalinya adalah -2.2040. Manakala, pembolehubah umur firma,  $a_{it}$  dan nisbah hutang,  $d_{it}$  adalah tidak signifikan dalam model ini.

Ujian diagnostik bagi penganggaran GMM telah dijalankan untuk memastikan kesahihan model dan instrumen yang digunakan dalam kertas ini. Ujian statistik Arellano-Bond; m1 adalah signifikan pada tahap kesignifikanan 1 peratus, manakala m2 adalah tidak signifikan. Ini menggambarkan wujudnya hubungan siri korelasi darjah pertama di dalam model, tetapi tidak pada darjah kedua. Ujian Wald pula mendapat hipotesis nol yang mengatakan bahawa semua pekali dalam model adalah sifar adalah gagal ditolak menunjukkan bahawa pembolehubah dalam model di atas adalah relevan dan tidak sifar. Tambahan itu, terdapat juga ujian Hansen iaitu untuk melihat sama ada instrumen yang digunakan dalam model adalah sah. Keputusan ujian Hansen model ini adalah tidak signifikan menggambarkan setiap tambahan instrumen dalam model adalah sah. Walau bagaimanapun, kertas ini tidak mengambil kira ujian Sargan kerana ralat piawai yang digunakan adalah teguh.

Keputusan dalam jadual 1 menunjukkan pembolehubah prestasi firma lat adalah signifikan dan berhubungan secara positif dengan prestasi firma. Ini menunjukkan bahawa prestasi firma pada tahun sebelumnya memberikan kesan yang positif kepada prestasi firma semasa (pembolehubah bersandar). Selain itu, pertumbuhan firma juga berhubungan secara positif dengan prestasi firma. Jika firma dapat meningkatkan pertumbuhannya sebanyak satu unit, maka prestasi firma akan turut meningkat sebanyak 0.0018 unit. Tambahan itu, jika firma meningkatkan tahap risiko yang di ambil, ia akan meningkatkan prestasi firma sebanyak 0.2061 unit. Menurut Lin dan Chang (2011), ini menunjukkan bahawa firma akan dapat meningkatkan prestasinya dengan meningkatkan risiko firma iaitu dengan mempelbagaikan pelaburan yang dibuat. Disamping itu, nilai purata  $q$  industri,  $iq_{it}$  adalah signifikan dan berhubungan secara positif dengan prestasi firma. Ini menunjukkan bahawa sesuatu industri memberi kesan yang positif kepada prestasi firma yang mungkin disebabkan oleh besarnya sesebuah pasaran itu atau seberapa penting industri itu kepada masyarakat. Sebagai contoh, industri teknologi mempunyai nilai purata yang paling tinggi berbanding industri lain diikuti dengan industri perdagangan dan perkhidmatan dengan nilai purata masing-masing adalah 0.9147 dan 0.9053. Ini menunjukkan kedua-dua industri ini adalah sangat signifikan kepada pengguna seterusnya memberi kesan kepada prestasi firma yang berada dalam industri yang berkenaan.

Pembolehubah aliran tunai juga menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan dengan prestasi firma, yang mana jika prestasi firma akan dapat ditingkatkan sebanyak 0.0970 unit jika aliran tunai firma meningkat sebanyak satu unit. Oleh itu, dapatlah dibuktikan bahawa kekangan kewangan mempunyai hubungan dengan prestasi firma. Jika firma terdedah kepada kekangan kewangan, maka prestasi firma akan menurun dan begitu juga sebaliknya. Sebaliknya, saiz firma mempengaruhi prestasi firma dengan hubungan yang negatif iaitu jika saiz firma meningkat sebanyak satu unit, maka prestasi firma akan menurun sebanyak 2.2040 unit. Maka, semakin besar sesebuah firma, semakin rendah prestasinya. Dapatkan ini adalah seiring dengan kajian oleh Ab Razak et al. (2008). Himmelberg et al. (1999) menyatakan saiz firma yang lebih besar mungkin menjadi kurang cekap berbanding firma yang lebih kecil kerana kehilangan kawalan dari pengurusan atasan ke atas aktiviti-aktiviti syarikat.

Adalah penting untuk mengetahui sama ada prestasi firma-firma di Malaysia terkesan dengan masalah kekangan kewangan ataupun tidak. Ini kerana, jika firma dapat mengawal masalah kekangan kewangan yang dihadapinya dengan baik, maka prestasi firma akan meningkat. Prestasi firma yang baik sedikit sebanyak akan mempengaruhi Keluaran Dalam Negara Kasar (KDNK) ke arah yang lebih baik dan seterusnya memacu pertumbuhan ekonomi negara. Selain itu, jika prestasi firma meningkat, maka firma akan cuba meningkatkan output. Oleh itu, firma akan mengambil lebih banyak buruh untuk menampung pertambahan output dan ini akan dapat mengurangkan kadar pengangguran di Malaysia. Justeru itu, adalah penting bagi pembuat dasar untuk sama-sama membantu firma dalam menangani masalah kekangan kewangan yang dihadapi firma-firma di Malaysia.

## KESIMPULAN

Hubungan yang positif di antara prestasi firma dan aliran tunai firma menggambarkan wujudnya pengaruh kekangan kewangan dalam menilai prestasi firma. Selain itu, faktor-faktor lain seperti saiz, pertumbuhan, industri dan risiko firma juga turut memberi kesan terhadap prestasi firma. Walau bagaimanapun, kertas ini mendapat bahawa umur firma dan hutang firma adalah tidak signifikan dalam mempengaruhi prestasi firma. Firma yang menghadapi masalah kekangan kewangan mungkin perlu kepada bantuan pembuat dasar dalam menangani masalah kekangan kewangan mereka dan seterusnya meningkatkan prestasi firma. Campur tangan pembuat dasar diharapkan dapat menjadikan pasaran modal di Malaysia lebih telus dan mengurangkan permintaan premium atau diskaun oleh pelabur luar apabila ingin membuat pelaburan.

Kajian ini boleh dijadikan wawasan kepada pembuat dasar untuk menambah baik dasar sedia ada yang lebih menjaga kebaikan firma. Pihak-pihak berwajib boleh memberikan kursus-kursus atau khidmat nasihat kepada firma-firma kecil dalam hal pengurusan, kerana seperti dalam dapatan kajian ini yang menunjukkan semakin besar firma semakin rendah prestasi firma, maka kaunseling awal akan dapat membantu firma agar mereka dapat mempertingkatkan prestasi syarikat mereka seiring dengan peningkatan saiz firma mereka. Secara kesimpulannya, penting untuk mengetahui kesan kekangan kewangan dan saiz firma ke atas prestasi firma agar boleh menambahbaikkan mutu pasaran modal di Malaysia.

## RUJUKAN

- Ab Razak, N. H., Ahmad, R., & Aliahmed, H. J. (2008). Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia. *Corporate Ownership & Control*, 6(2): 434-442.
- Agung, Juda. 2000. Financial constraints, firms' investments and the channels of monetary policy in Indonesia. *Applied Economics*, 32: 1637-1646.
- Arellano, Manuel and Bond, Stephen. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58: 277-297.
- Barran, F. and Peeters, M. (1998). Internal finance and corporate investment: Belgian evidence with panel data. *Economic Modelling*, 15: 67-89.
- Bharadwaj, A. S., Bharadwaj, S. G., & Konsynski, B. R. (1999). Information technology effects on firm performance as measured by Tobin's *q*. *Management Science*, 45(6): 1008-1024.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87: 115-143.
- Boermans, M. A., & Willebrands, D. (2012). Financial constraints, risk taking and firm performance: Recent evidence from microfinance clients in Tanzania. *DNB Working Paper*, 358: 1-36.
- Chen, K. C. & J. Lee. (1995). Accounting measures of business performance and Tobin's *q* theory. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10: 587-607.
- Chung, K. H. & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's *q*. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Cleary, S. (2006). International corporate investment and the relationship between financial constraint measures. *Journal of Banking and Finance*, 30: 1559-1580.
- Fazzari, S.M., Hubbard, M.G. and Petersen, B.C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1998: 141-206.
- Ghosh, Saibal. (2006). Did financial liberalization ease financing constraints? Evidence from Indian firm level data. *Emerging Markets Review*, 7: 176-190.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9): 1795-1809.
- Harrison, A. E., Love, I., & McMillan, M. S. (2004). Global capital flows and financing constraints. *Journal of Development Economics*, 75(1): 269-301.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Ismail, M. A., Ibrahim, M. H., Yusoff, M., & Zainal, M.-P. (2010a). Does firm size matter for the financial constraints? *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 44: 73-81.
- Ismail, M. A., Ibrahim, M. H., Yusoff, M., & Zainal, M.-P. (2010b). Financial Constraints and Firm Investment in Malaysia : An Investigation of Investment - Cash Flow Relationship. *Int. Journal of Economics and Management*, 4(1): 29-44.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1: 305-360.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott, D. F. J. (2005). *Financial Management*. 10<sup>th</sup> Edition. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Koo, Jaewoon & Maeng, Kyunghee. (2005). The Effect of Financial Liberalization on Firms' Investments in Korea. *Journal of Asian Economics*, 16: 281-297.
- Leaven, L. 2002. Financial constraints on investments and credit policy in Korea. *Journal of Asian Economics*, 13: 251-269.
- Lin, F.-L., & Chang, T. (2011). Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis. *Applied Economics*, 43(1): 117-128.

- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1): 1–32.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48: 261–297.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187–221.
- Peng, M. W., & Luo, Y. (2000). Managerial ties and firm performance in a transition economy : The nature of a micro-macro link. *The Academy of Management Journal*, 43(3): 486–501.
- Sanusi, N. A. (2002). Bukti Empirik Kajian Struktur Modal. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 36: 39–67.
- Schiantarelli, F. (1996) Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence, *Oxford Review of Economic Policy*, 12(2): 70–89.
- Shaller, H. (1993). Asymmetric Information, Liquidity Constraints and Canadian Investment, *Canadian Journal of Economics*, XXVI(3): 552–574.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal Of Money, Credit And Banking*, 1: 15–29.

JADUAL 1: Keputusan Penganggaran

	GMM Sistem	
	Langkah 1	Langkah 2
$p_{it-1}$	0.2528*** (0.0592)	0.2414*** (0.0574)
$s_{it}$	-2.2040*** (1.2142)	-1.6547*** (0.8563)
$g_{it}$	0.0001*** (0.0000)	0.0001*** (0.0000)
$r_{it}$	0.2972*** (0.0380)	0.3086*** (0.0385)
$a_{it}$	0.0371 (0.0236)	0.0293 (0.0186)
$iq_{it}$	0.8381*** (0.3500)	0.6457*** (0.2159)
$d_{it}$	-0.1053 (0.3845)	-0.2146 (0.2570)
$CF_{it}$	0.0970*** (0.0473)	0.0834*** (0.0448)
$m1$	0.0000	0.0000
$m2$	0.5080	0.5180
Ujian Wald	837.2900(18)	879.5600(18)
Ujian Hansen	0.3090	0.3090
Bilangan	Pemerhatian Firma Purata permerhatian	6001 761 7.8900
		6001 761 7.8900

\*\*\* adalah signifikan pada tahap kesignifikanan 1%.  
(ralat piawai)