

Pertumbuhan Firma, Kewangan dan Kebebasan Ekonomi: Suatu Kajian Data Panel

Firm Growth, Finance and Economic Freedom: Panel Data Analysis

Musa Muhamad Ali
Zulkefly Abdul Karim*
Mohd Azlan Shah Zaidi
Pusat Pengajian Ekonomi
Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
Universiti Kebangsaan Malaysia

Institut Kajian Rantau Asia Barat (IKRAB)*
Universiti Kebangsaan Malaysia

ABSTRAK

Kertas ini bertujuan mengkaji secara empirikal pengaruh kewangan (sumber pembiayaan kewangan) dan kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia dari tahun 2000-2010. Kaedah data panel statik dengan menggunakan model kesan tetap (fixed effect) telah digunakan untuk menganggar penentu pertumbuhan firma. Hasil kajian mendapati sumber kewangan dalaman dan kewangan luaran signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma secara positif. Di samping itu, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh kewangan dalaman berbanding kewangan luaran, sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan luaran berbanding dengan kewangan dalaman. Daripada aspek yang lain, pertumbuhan firma patuh syariah berhubungan negatif dengan kebebasan ekonomi, manakala pertumbuhan firma konvensional pula berhubungan positif dengan kebebasan ekonomi.

Kata kunci: kekangan kewangan; kebebasan ekonomi; pertumbuhan firma; data panel statik.

ABSTRACT

This paper aims to study empirically the influence of finance (sources of financing) and economic freedom upon the growth of syariah compliance firms' and conventional firms', in which listed in Bursa Malaysia for the period of 2000-2010. A static panel data method namely a fixed effect model is used to estimate the determinants of firms' growth. The findings revealed that the internal and external financing has a positive effects and statistically significance in influencing the firms' growth. The growth of syariah compliance firms' are more sensitive to internal finance than external finance, whereas, the growth of conventional firms' are more sensitive to external finance than internal finance. On the other hand, the growth of syariah compliance are negatively correlated to economic freedom, whereas, the growth of conventional firms' are positively influenced by economic freedom.

Key words : financial constraint, economic freedom, firms' growth, static panel data.

PENGENALAN

Pertumbuhan firma adalah penting bagi memastikan sesebuah firma terus menikmati keuntungan sekaligus menggalakkan perkembangan ekonomi sesebuah negara (lihat Carrisoza, (2007). Di samping itu, pertumbuhan firma juga merupakan pra syarat kepada kemajuan inovasi dan motif utama perubahan teknologi (Pagano dan Schivardi, 2003). Persoalannya, apakah faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan firma? Kebanyakan karya lepas [contohnya, Guariglia et al. (2011), dan Rahaman (2011)] telah merumuskan sumber kewangan iaitu pembiayaan dalaman dan luaran merupakan antara pembolehubah yang penting dalam mempengaruhi pertumbuhan firma. Sesetengah firma terutamanya firma kecil yang menghadapi kekangan kewangan sangat bergantung kepada sumber pembiayaan dalaman untuk menjana pertumbuhan, manakala firma besar yang memiliki profil kredit yang lebih kukuh lebih cenderung mendapatkan pembiayaan daripada sumber kewangan luaran. Maka,

dijangkakan pengaruh sumber pembiayaan terhadap pertumbuhan firma adalah berbeza mengikut saiz firma.

Selain daripada sumber pembiayaan, kebebasan ekonomi di sesebuah negara juga merupakan sebagai salah satu faktor yang boleh mempengaruhi pertumbuhan firma. Kebebasan ekonomi yang diberi kepada firma boleh meningkatkan produktiviti dan akhirnya meningkatkan pertumbuhan firma daripada pertumbuhan aset, jualan, dan pelaburan. Bukti makro yang mengaitkan kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan ekonomi juga merumuskan negara yang memiliki darjah kebebasan ekonomi yang tinggi cenderung menikmati pertumbuhan ekonomi yang lebih cepat berbanding dengan negara lain (lihat Heckelman dan Knack, 2009; Powell, 2003; DeHaan dan Sierman, 1998). Selain itu, kajian Sufian dan Habibullah (2010) telah mendapati kebebasan ekonomi signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma dalam industri perbankan di Malaysia.

Kajian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh sumber pembiayaan (pembiayaan dalaman dan luaran) dan kebebasan ekonomi ke atas pertumbuhan firma patuh syariah (syariah compliance) dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia. Ada dua sebab mengapa 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), penyenaiaan firma baru di Bursa Malaysia telah meningkat hampir 30 peratus. Kedua, berdasarkan laporan daripada Suruhanjaya Sekuriti Malaysia mendapati penyenaiaan firma patuh syariah telah mengalami peningkatan mendadak dan hampir mendominasi bilangan firma konvensional di Bursa Malaysia (sila rujuk Jadual 3). Justeru, adalah menarik untuk mengkaji secara empirikal bagaimana pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional dipengaruhi oleh sumber kewangan yang diperolehi. Maka, sesebuah firma perlu membuat pilihan yang tepat terhadap sumber pembiayaan yang boleh menjana pertumbuhan firma yang mampan.

Kajian ini memberikan sumbangan yang signifikan terhadap literatur dalam bidang '*finance-growth*' nexus daripada tiga aspek. Pertama, sebahagian besar kajian terdahulu mengkaji isu '*finance-growth*' dengan menggunakan data makro, dan secara umum mendapati pembangunan kewangan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi (Lihat contoh Demircuc-Kant et al. (1998), Levine et al. (2000), Ang (2007), Ang (2008) dan Karim et al. (2008)). Sebaliknya, kajian ini menyambung karya lepas dengan menggunakan data di peringkat mikro iaitu dengan melihat peranan kewangan (kewangan dalaman dan kewangan luaran) terhadap pertumbuhan firma (pertumbuhan aset) firma patuh syariah dan konvensional di Malaysia. Penggunaan data mikro membolehkan firma secara individu membuat pilihan sumber pembiayaan yang bersesuaian untuk mencapai pertumbuhan yang diinginkan, di samping panduan kepada firma untuk meningkatkan keuntungan pada masa hadapan. Kedua, walaupun kajian oleh Guariglia et al. (2011) mendapati kekangan kewangan memberi kesan positif kepada pertumbuhan firma, namun mereka hanya memberi fokus kepada pembiayaan kewangan dalaman sahaja. Oleh itu, kajian ini dilanjutkan dengan melihat pengaruh kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional di Malaysia. Ketiga, selain pemboleh ubah kewangan, kajian ini juga mengambil kira pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pertumbuhan firma. Kajian Sufian dan Habibullah (2010) hanya melihat hubungan kebebasan ekonomi dengan prestasi bank-bank di Malaysia, tetapi tiada kajian di Malaysia yang mengaitkan pertumbuhan firma dengan kebebasan ekonomi.

Dapatan kajian bolehlah diringkaskan seperti berikut. Pertama, kajian ini menyokong hipotesis '*finance-led growth*' di peringkat firma, yang mana terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara kewangan dalaman dan luaran dengan pertumbuhan firma. Kedua, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh kewangan dalaman berbanding kewangan luaran, sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan luaran berbanding dengan kewangan dalaman. Ketiga, pertumbuhan firma patuh syariah berhubungan negatif dengan kebebasan ekonomi, manakala pertumbuhan firma konvensional pula berhubungan positif dengan kebebasan ekonomi.

Untuk memudahkan analisis, kertas ini dibahagikan kepada lima bahagian. Bahagian kedua membuat sorotan kajian lepas. Bahagian ketiga pula membincangkan metodologi kajian. Hasil kajian dibincangkan dalam bahagian empat manakala bahagian lima merumuskan dan membincangkan beberapa saranan untuk implikasi dasar.

KAJIAN LEPAS

Kebanyakan kajian lepas banyak mengkaji hubungan antara pertumbuhan dengan kewangan (*finance-growth* nexus) menggunakan data di peringkat agregat (makro). Kajian empirikal yang dijalankan oleh Goldsmith (1969), McKinnon (1973) dan Shaw (1973) mendapati wujud hubungan yang signifikan

antara sektor kewangan dengan pertumbuhan ekonomi di beberapa buah negara. Sebagai contoh, kajian King dan Levine (2000) yang menggunakan data panel di 71 buah negara mendapati pembangunan dalam sektor kewangan merupakan prasyarat kepada pertumbuhan ekonomi.

Walau bagaimanapun, sehingga kini terdapat batasan kajian terhadap hubungan antara 'finance-growth' yang melibatkan data pada peringkat mikro. Kajian di peringkat mikro yang menggunakan data peringkat industri telah dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1998), manakala Demircug-Kunt dan Maksimovic (1998) melakukan kajian diperingkat firma. Sebagai contoh, Demircug-Kunt dan Maksimovic (1998) dalam kajiannya mendapati pembangunan sistem perbankan (pembiayaan luar) dan kecairan pasaran saham memberikan kesan yang positif terhadap pertumbuhan firma.

Kajian peringkat firma kemudiannya dilanjutkan oleh Love (2003) dan Beck et al. (2004), dan mendapati pengaruh kekangan kewangan (dalaman atau luaran) terhadap pertumbuhan firma amat bergantung kepada tahap 'pencapaian' sistem kewangan sesebuah negara. Sebagai contoh, sistem kewangan yang lemah menyebabkan firma lebih bergantung kepada kewangan dalaman, sebaliknya sistem pembangunan kewangan yang baik menyebabkan firma lebih menumpukan pembiayaan luaran. Kajian Rahaman (2011) juga mendapati kekangan kewangan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma yang bergantung kepada 'kemudahan' (*facilities*) sistem kewangan. Misalnya, kesan kewangan dalaman terhadap pertumbuhan firma berkurangan apabila kemudahan terhadap akses kewangan luaran seperti kemudahan pinjaman bank meningkat. Maka, firma perlu beralih kepada kewangan luaran sebagai sumber utama kewangan bagi meningkatkan pertumbuhan.

Di Malaysia, kajian mengenai hubungan antara sektor kewangan dengan pertumbuhan ekonomi lebih memberikan tumpuan kepada isu makro. Sebagai contoh, kajian oleh Ansari (2002), Ang (2007) dan Karim et al. (2008) telah menyokong hipotesis pembangunan kewangan mendorong pertumbuhan ekonomi (*finance-led growth*). Walau bagaimanapun, sehingga kini tiada kajian empirikal di Malaysia yang mengkaji hubungan antara kewangan dengan pertumbuhan di peringkat firma. Justeru, kajian ini memberikan sumbangan yang bermakna kepada literatur '*finance-led growth*' dengan memberi tumpuan kepada pengaruh kewangan dalaman dan kewangan luaran terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia.

Kajian kebebasan ekonomi dan kesannya ke atas pertumbuhan firma amat terbatas maklumatnya. Sebahagian besar kajian peringkat makro melihat kesan ke atas pertumbuhan ekonomi sesebuah negara. Sebagai contoh, kajian Heckelman (2000) mendapati wujud hubungan yang positif antara kebebasan ekonomi dengan pertumbuhan ekonomi. Kebanyakan kajian peringkat mikro melihat pengaruh kebebasan ekonomi terhadap pencapaian di industri perbankan sesebuah negara (Chantapong, 2005; Heffernan dan 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 bebas indeks kebebasan ekonomi secara keseluruhan (*overall economic freedom*) akan meningkatkan keuntungan bank di Malaysia.

METODOLOGI KAJIAN

Data

Kajian ini menggunakan data tahunan daripada Bursa Malaysia yang dipungut daripada '*Thomson Financial Data Stream*' dalam tempoh 11 tahun iaitu daripada tahun 2000 sehingga 2010 yang mengandungi pelbagai sektor termasuk firma patuh syariah dan konvensional (tidak patuh syariah). Terdapat sebanyak 973 buah firma yang tersenarai di Bursa Malaysia yang terdiri daripada dua kategori iaitu firma patuh syariah dan konvensional. Memandangkan status firma patuh syariah tidak bersifat mutlak dan akan ditarik balik jika tidak memenuhi syarat yang ditetapkan (rujuk suruhanjaya sekuriti bahagian majlis patuh syariah), maka data yang dipecahkan kepada dua bahagian adalah tidak konsisten. Ini kerana dalam tempoh 11 tahun, firma bila-bila masa boleh bertukar status. Justeru, data yang digunakan untuk tujuan penganggaran merupakan data panel yang tidak seimbang (*unbalanced panel*).

Definisi dan Keterangan Pembolehubah

Pembolehubah Bersandar

Pembolehubah bersandar dalam analisa kajian ini ialah pertumbuhan firma. Dalam kajian ini, pertumbuhan aset dijadikan asas sebagai pertumbuhan firma. Pertumbuhan firma dikira seperti berikut:

$$\text{Pertumbuhan firma} = \frac{\text{Aset baru} - \text{aset asal}}{\text{aset asal}} \times 100$$

atau

$$AG_{i,t} = \frac{A_{i,t} - A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \times 100$$

yang mana, AG ialah pertumbuhan firma (aset), dan A ialah jumlah aset.

Pembolehubah Bebas

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

- i. *Sumber pembiayaan kewangan dalaman (internal financing) = INF*

Ia merujuk kepada aliran tunai firma yang terlibat sebagai dana dalaman bagi menggerakkan operasi firma. Formula bagi sumber pembiayaan kewangan dalaman adalah seperti berikut:

$$INF = \frac{\text{Aliran tunai}}{\text{Aset}}$$

Yang mana *aliran tunai* diperolehi daripada pendapatan sebelum cukai ditambah dengan susut nilai.

- ii. *Sumber pembiayaan kewangan luaran (External Financing) = EXF*

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

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

- iii. *Kebebasan Ekonomi = EFR*

Ia 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 sebuah badan antarabangsa yang diktiraf dinamakan '*Heritage Foundation*'. Setiap tahun badan antarabangsa ini akan mengeluarkan laporan indeks seluruh dunia.

MODEL ASAS

Dalam melihat hubungan antara pertumbuhan firma yang merupakan pembolehubah bersandar dengan 3 jenis pembolehubah bebas, satu 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
 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
B_3	ialah nilai koefisien indeks kebebasan ekonomi
EFR	ialah indeks kebebasan ekonomi
ε_{it}	ialah terma ralat, yang diandaikan $\varepsilon_{it} = IID(0, \sigma_\varepsilon^2)$

Persamaan [1] merupakan model data panel statik dengan menggunakan kesan tetap (fixed effect). Terdapat beberapa sebab penggunaan model kesan tetap berbanding dengan model kesan rawak. Antaranya bagi memudahkan analisis data panel menumpukan kepada kesan ‘*time-varying covariates*’ untuk mengelakkan wujudnya bias dalam hasil kajian. Selain itu, nilai sisihan piawai bagi mengesan kesalahan adalah lebih kecil. Penggunaan model kesan tetap juga dapat mengelakkan kewujudan kesilapan jangkaan dengan mengawal ‘*unobserved heterogeneity*’ apabila ‘*heterogeneity*’ adalah konstan sepanjang masa dan berkolerasi dengan pembolehubah bebas.

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

PENGESANAN DATA PEMENCILAN (OUTLIERS)

Untuk mengesan data ‘outliers’, pengukuran statistik DFITS telah digunakan. Kaedah ini telah diperkenalkan oleh Belsey et al. (1980) dan kemudian dikemaskini oleh Belsey (1991). Statistik DFITS adalah melihat perbezaan di antara ‘di dalam sampel’ dan ‘diluar sampel’ yang mana nilai yang dijangka untuk pemerhatian kali ke- j . (Baum, 2006). DFITS juga menilai hasil daripada penyesuaian model regresi ‘termasuk’ dan ‘tidak termasuk’ pemerhatian. Melalui penggunaan statistik ini, kesannya selepas pemencilan (outlier) adalah seperti di Jadual 1.

HASIL KAJIAN

Regresi Keseluruhan

Seperti yang dijangka, sumber kewangan dalaman berhubung secara *positif* dengan pertumbuhan firma pada aras keertian 1 peratus. Buktinya, kenaikan 1% kewangan dalaman menyebabkan peningkatan 0.21% pertumbuhan firma, sebaliknya peningkatan 1% sumber kewangan luaran telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.15%. Ini selaras dengan kajian lepas yang dibuat oleh Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998). Daripada aspek kebebasan ekonomi telah menyebabkan pertumbuhan firma merosot sebanyak 0.014%. Ini selaras dengan kajian Sufian dan Habibullah (2010) yang mendapati wujud hubungan negatif antara kebebasan kewangan dengan prestasi bank-bank di Malaysia.

Regresi Sub Sampel

Kewangan dalaman firma patuh syariah menunjukkan hubungan yang *positif* terhadap pertumbuhan firma pada aras keertian 1%. Didapati, kewangan dalaman lebih *sensitif* meningkatkan pertumbuhan firma berbanding dengan kewangan luaran. Buktinya, peningkatan 1% kewangan dalaman telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.4%. Sebaliknya, peningkatan kewangan luaran sebanyak 1% hanya meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.14%. Dapatan kajian ini selaras dengan kajian oleh Guariglia et al. (2011) yang mendapati wujud hubungan yang positif antara pembiayaan kewangan dalaman dengan pertumbuhan firma-firma swasta dan asing di negara China. Daripada aspek kebebasan ekonomi, menunjukkan hubungan yang negatif terhadap pertumbuhan firma patuh syariah. Contohnya, peningkatan 1% kebebasan ekonomi telah mengurangkan pertumbuhan firma patuh syariah sebanyak 0.013%.

Bagi firma konvensional, kewangan (dalaman dan luaran) juga menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan mempengaruhi pertumbuhan firma pada aras keertian 1%. Didapati, kewangan luaran lebih sensitif mempengaruhi pertumbuhan firma berbanding dengan kewangan dalaman. Contohnya, peningkatan 1% kewangan luaran telah meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.28% berbanding kewangan dalaman yang hanya meningkatkan pertumbuhan firma sebanyak 0.18%. Dapatan ini selaras dengan kajian oleh Demircuc-Kunt dan Maksimovic (1998) yang mendapati

pembiayaan kewangan luaran cenderung menyebabkan pertumbuhan firma yang baik. Pertumbuhan firma konvensional berhubungan positif dengan kebebasan ekonomi, tetapi secara statistiknya tidak signifikan. Ini menjelaskan pertumbuhan firma konvensional tidak dipengaruhi oleh tahap kebebasan ekonomi negara.

RUMUSAN DAN IMPLIKASI

Kajian empirikal mengenai hipotesis kewangan menerajui pertumbuhan (*finance-led growth hypothesis*) pada peringkat makro telah pun dikaji dengan mendalam oleh penyelidik sama ada di negara maju mahupun di negara sedang membangun. Walau bagaimanapun, kajian pada peringkat data mikro (data firma) belum lagi dikaji dengan mendalam, terutama bagi kes negara Malaysia. Maka, ketandusan literatur ini telah memberikan motivasi kajian untuk menerokai pengaruh faktor kewangan firma (kewangan dalaman dan luaran) terhadap pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia. Kaedah data panel statik dengan menggunakan model kesan tetap telah digunakan untuk menganggar fungsi pertumbuhan firma.

Dapatan kajian dapatlah diringkaskan seperti berikut. Pertama, pertumbuhan firma patuh syariah dan konvensional signifikan dan berhubungan positif dengan kewangan dalaman dan kewangan luaran. Ini menunjukkan sumber pembiayaan sama ada dana dalaman atau dana luaran adalah pra syarat kepada perkembangan firma. Kedua, pertumbuhan firma patuh syariah lebih sensitif dipengaruhi oleh sumber kewangan dalaman berbanding sumber kewangan luaran. Sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional lebih sensitif kepada sumber kewangan luar berbanding kewangan dalaman. Penemuan kajian ini menunjukkan firma patuh syariah perlu meningkatkan pembiayaan daripada sumber dalaman untuk mencapai kelangsungan pertumbuhan pada masa hadapan. Ketiga, pertumbuhan firma patuh syariah signifikan dan berhubungan negatif dengan kebebasan ekonomi, sebaliknya, pertumbuhan firma konvensional berhubungan positif tetapi tidak signifikan dengan kebebasan ekonomi. Keputusan ini menunjukkan semakin tinggi tahap kebebasan ekonomi, maka semakin terjejas pertumbuhan firma patuh syariah, sebaliknya, kebebasan ekonomi yang tinggi tidak menggugat prestasi pertumbuhan firma konvensional.

Penemuan kajian ini memberikan beberapa implikasi penting kepada pelaksanaan dasar. Pertama, firma patuh syariah sewajarnya meningkatkan pembiayaan melalui sumber kewangan dalaman untuk meningkatkan pertumbuhannya. Ini memberi isyarat bahawa, firma patuh syariah mengalami kekangan kewangan kerana terpaksa bergantung kepada kewangan dalaman untuk mendapatkan dana. Sebaliknya, firma konvensional tidak perlu terlalu bergantung kepada kewangan dalaman, kerana mereka mempunyai profil kredit yang kukuh untuk mendapatkan pembiayaan daripada sumber luaran. Kedua, Majlis Penasihat Syariah di Suruhanjaya Sekuriti dan di Bank Negara Malaysia (BNM), perlulah memantau dana yang diperolehi daripada sumber luaran kerana berkemungkinan terdedah daripada unsur riba. Justeru, langkah atau peraturan dengan meletakkan nisbah yang tinggi terhadap pembiayaan kewangan dalaman adalah satu langkah yang pragmatik untuk mengelakkan unsur riba daripada aktiviti pinjaman daripada sumber luaran.

Walaupun bagaimanapun, kajian ini mempunyai beberapa kekurangan yang perlu dilanjutkan kajiannya pada masa hadapan. Pertama, dicadangkan supaya pengaruh kewangan terhadap pertumbuhan firma mengambil kira saiz firma seperti firma kecil, sederhana, dan besar. Hal ini membolehkan analisis pengaruh kekangan kewangan terhadap pertumbuhan firma dapat dilakukan dengan lebih tepat. Kedua, mengasingkan firma mengikut sub sektor ekonomi dapat memberikan maklumat mengenai kesan heterogeneous faktor kewangan terhadap pertumbuhan firma. Ketiga, memandangkan data panel yang digunakan dalam kajian ini bersifat '*short-panel*' iaitu mempunyai siri masa yang pendek (10 tahun), dan bilangan keratan rentas (firma) yang besar, maka dicadangkan kajian pada masa depan menggunakan kaedah data panel dinamik. Akhir sekali, kajian pada masa hadapan juga perlu mengambil kira lain-lain pemboleh ubah khusus firma, di samping faktor makroekonomi dalam penganggaran fungsi pertumbuhan firma.

PENGHARGAAN

Ucapan terima kasih dan setinggi-tinggi penghargaan ditujukan kepada Universiti Kebangsaan Malaysia (UKM) yang telah membiayai projek penyelidikan ini di bawah geran penyelidikan GGPM-041-2011.

RUJUKAN

- Aldemir, Z. (2011). *Determinants of Firm Growth in Renewable Energy Industry. Research Work, International Doctrote in Entrepreneurship and Management*. Universitat Autònoma de Barcelona, Spain.
- 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.
- Ang, J.B., (2008). Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics*, 84, 215-233.
- Ang, J.B., (2008). What are the mechanism linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modelling*, 25, 38-53.
- Baltagi, B. H. (2001). *Econometric analysis of panel data* (2nd ed.). England: John Wiley & Sons.
- Baltagi, B. H. (2004). *Recent developments in the econometrics of panel data*. Texas: Edward Elgar Pub.
- Beck, T., Levine, R. (2004). Stock markets, banks and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 423-442.
- Belsley, D.A. (1991). *Conditioning diagnostic: Collinearity and weak data in regression*. New York: Wiley
- Belsley, D.A., Kuh, E. & Welsch, R.E. (1980). *Regressions Diagnostic: Identifying influential data and source of collinearity*. New York: Wiley
- Bond, S., Van Reenen, J. (2005). *Microeconomic models of investment and employment*. North Holland.
- Carrizosa, M.T. (2007). *Firm Growth, Persistence and Multiplicity of Equilibria: An Analysis of Spanish Manufacturing and Service Industries*. Universitat Rovira I Virgili, 23-92.
- Chantapong, S., (2005). *Comparative study of domestic and foreign bank performance in Thailand: The regression analysis. Economic Change and Restructuring* 38(1), 63-83
- Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V., (1998). Law, finance and firm growth. *Journal of Finance*, 53, 2107-2137.
- Greene, W. H. (2008). *Econometric analysis* (6th ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking*, 32, 1795-1809.
- Guariglia, A., Liu, X., Song, L. (2011). Internal finance and growth: Microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics*, 96, 79-94.
- Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Development*. New Heaven: Yale University Press.
- Heckelman, J.C. (2000). Economic freedom and economic growth :a short run causal investigation. *Journal of Applied Economics*, 37(9), 969-980.
- Heffernan, S., Fu, M., (2008). *The determinants of Bank Performance in China*, EMG Working Paper Series.
- Hubbard, G. (1998). Capital market imperfection and investment. *Journal of Economic Literature*, 35, 193-225.
- Hussin, M.Y.M, Borhan, J.T. (2009). Analisa Perkembangan Pasaran Saham Islam di Malaysia. *Shariah Journal*, 3(17), 431-456.
- 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.
- Karim, Z., Zaidi, M.A.S., Asri, N.M. (2008). Pembangunan Kewangan dan Pertumbuhan Sektor – Sektor Ekonomi: Bukti Empirik di Malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 42, 65-89.
- Kohler, U., & Kreuter, F. (2009). *Data analysis using stata* (2nd ed.). College Station, Texas: Stata Press.
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraint: International evidence from the structural investment model? *Review of Financial Studies* 16, 765-791.
- M. Rahaman, M. (2011). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance*, 38, 709-723.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: Brookings Institutions.
- Pagano, M. (1993). Financial Markets and growth. *European Economic Review* 37, 613-622.
- Rajan, R. Zingales, L. (1998). Financial Dependence and growth. *American Economic Review*, 88, 559-586.
- Levine, R. (2005). *Handbook Economic Growth. Finance and Growth: Theory and Evidence*. Brown University, USA, 866-923.
- Levine, R. (1999). Law, finance and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8, 8-35

- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000). Financial Intermediate and Growth: Causality and Cause. *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77
- Sufian, F., Habibullah, M.S. (2010). Does economic freedom foster banks' performance? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 6, 77-91.
- Shah, M.D.N.R., Hakeim, M.H. & Suhaila, A.H. (2008). Performance of Shariah compliance companies in the plantation industry. *Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 2(1), 166-178.
- Schiantarelli, F. (1995). Financial constraint and investment: Methodological issues and international evidence. *American Economic Review*, 84, 70-89
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Strulik, H. (1999). A financial Theory of Firm Growth. *Cambridge University, UK*.
- Suruhanjaya Sekuriti Malaysia. (2000 - 2010). *Senarai Sekuriti Patuh Syariah oleh Majlis Penasihat Syariah*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti Malaysia.

JADUAL 1: Data sebelum dan selepas pemencilan

Kategori Firma	Sebelum pemencilan	Selepas pemencilan
Keseluruhan (Firma patuh syariah & Konvensional)	973	952
Firma Patuh Syariah	823	785
Firma Konvensional	605	443

JADUAL 2: Penentu Pertumbuhan Firma: Penganggaran Data Panel Statik – Model Kesan Tetap

Pembolehubah bersandar:	Keseluruhan (Firma Patuh Syariah & Konvensional)			Firma Patuh Syariah			Firma Konvensional		
	Pertumbuhan firma (aset)								
Pembolehubah tak bersandar:	Koefisien (ralat piawai)	Nilai - t	Nilai-p	Koefisien (ralat piawai)	Nilai-t	Nilai -p	Koefisien (ralat piawai)	Nilai -t	Nilai-p
Pembiayaan kewangan dalaman	0.207 (0.013)	15.47	0.000***	0.395 (0.019)	20.22	0.000***	0.186 (0.020)	9.31	0.000***
Pembiayaan kewangan luaran	0.015 (0.052)	2.89	0.004***	0.138 (0.048)	2.87	0.004***	0.276 (0.116)	2.38	0.018***
Kebebasan ekonomi	-0.014 (0.003)	-5.24	0.000***	-0.0135 (0.002)	-5.63	0.000***	0.006 (0.008)	0.80	0.426
R ²	0.0443			0.0651			0.0279		
Bilangan pemerhatian	7325			4959			2060		
Bilangan kumpulan	952 buah			785 buah			443 buah		

Nota: Pembolehubah bersandar ialah pertumbuhan firma. Pembolehubah bebas ialah pembiayaan kewangan dalaman, pembiayaan kewangan luaran dan kebebasan ekonomi. Tanda aras keertian *** adalah signifikan pada aras keertian 1%, **signifikan pada aras keertian 5%, dan * signifikan pada aras keertian 10%.

Angka dalam kurungan ialah ralat piawai.

JADUAL 3: Bilangan firma patuh syariah dan konvensional yang tersenarai di Bursa Malaysia dari tahun 2000 - 2010

Tahun	Bilangan Firma Patuh Syariah	Bilangan Firma Konvensional	Peratusan lulus syariah (%)
2000	604	185	77
2001	627	177	78
2002	652	176	79
2003	704	170	81
2004	812	165	83
2005	826	159	84
2006	886	143	86
2007	876	147	86
2008	843	145	85
2009	846	113	88
2010	847	113	88

Sumber: Diubahsuaikan dari Laporan Suruhanjaya Sekuriti Malaysia.

JADUAL 4: Indeks darjah kebebasan ekonomi

Tahun	Indeks kebebasan ekonomi keseluruhan (%)
2000	66
2001	60.2
2002	60.1
2003	61.1
2004	59.9
2005	61.9
2006	61.6
2007	63.8
2008	63.9
2009	64.6
2010	64.8

Sumber: Heritage Foundation