

Kebebasan Berbisnis dan Harga Saham di Lima Negara Asean

Dwi Wulandari

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang

Abstract: *The purpose of this research is to understand the impact of economic freedom and monetary variables in five ASEAN countries namely Indonesia, Malaysia, Thailand, Philippines and Singapore. Economic freedom of these countries is varied. Singapore can be categorized as "free"; whereas, Malaysia and Thailand are "moderately free". Indonesia and Philippines are "mostly unfree". It was found that there were different variables affecting stock price in these countries. In Indonesia, stock price are affected by stock prices in the past. In Malaysia, stock prices are affected by exchange rate. While in Thailand, stock prices are affected by interest rate. In Philippines, stock prices are affected by interest rate and stock prices in the past. In Singapore, stock prices are affected by the inflation rate.*

Keywords: *stock price, inflation, interest rate, exchange rate, money supply, ASEAN countries*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk melihat hubungan antara kebebasan berbisnis dengan harga saham di lima negara ASEAN (Singapura, Malaysia, Thailand, Filipina dan Indonesia). Bertentangan dengan teori, ditemukan bahwa kebebasan berbisnis memiliki dampak negatif terhadap harga saham. Ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kebebasan ekonomi di suatu negara, semakin rendah harga saham di negara tersebut. Dapat dikatakan bahwa investor peduli tentang tingkat kemudahan berbisnis di suatu negara karena kompetisi yang lebih tinggi tanpa fundamental ekonomi yang kuat akan meningkatkan persaingan tidak sehat, meningkatkan ketidakpastian dan menurunkan nilai arus kas yang diharapkan sehingga akan menurunkan harga saham. Pemerintah di lima negara seharusnya lebih berkomitmen dalam memperbaiki fundamental ekonomi dan menerapkan peraturan untuk mengurangi persaingan tidak sehat. Memahami hubungan antara kebebasan berbisnis dan harga saham di negara-negara ini sangat penting untuk aplikasi manajemen dan akan dapat membuat manajer mampu membuat keputusan manajemen yang lebih baik dalam menjalankan perusahaannya atau berinvestasi dalam usaha baru maupun usaha yang sudah ada.

Kata Kunci: harga saham, kebebasan berbisnis, indeks kebebasan ekonomi, negara-negara ASEAN

Penelitian tentang faktor-faktor apakah yang mempengaruhi harga saham di ASEAN sampai saat ini belum banyak dilakukan, kecuali pada saat periode krisis moneter tahun 1997. Hasil penelitian terdahulu pun sangat bervariasi dan belum dapat menjelaskan sebenarnya faktor-faktor apakah yang mempengaruhi

harga saham di pasar modal yang ada di ASEAN. Liberalisasi pasar keuangan di lima negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapore dan Thailand) pada tahun 1980an menghasilkan aliran modal masuk yang cukup besar di negara-negara tersebut. Terjadilah ekspansi pasar keuangan dan pasar modal. Tetapi liberalisasi ini tidak didukung dengan regulasi dan pengawasan sistem keuangan yang kuat sehingga justru memicu krisis moneter pada tahun 1997 (Atmadja, 2004).

Pasar modal ASEAN telah mengalami berbagai perkembangan misalnya dengan paket-paket deregulasi

Alamat Korespondensi:

Dwi Wulandari, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang

untuk mempermudah transaksi saham dan membuka pintu investasi untuk investor asing dan kemudahan investasi untuk negara-negara ASEAN sendiri. Sehingga, saat ini pasar modal di ASEAN telah mengalami perkembangan cukup pesat di satu sisi tetapi juga sangat rentan terhadap pengaruh berbagai perubahan kondisi ekonomi makro, sosial maupun politik di dalam maupun luar negeri. Pasar-pasar ini memiliki karakteristik yang hampir sama yaitu banyaknya spekulasi asing yang masuk ke pasar-pasar ini. *Financial Times* menyebutkan, *hot money* yang masuk ke pasar di kawasan Asia pada 2009, mencapai US\$ 26 miliar. Besarnya *hot money*, akan membuat pergerakan indeks harga saham akan dipengaruhi oleh investor asing. Investor asing bisa dengan mudah menarik dan memasukkan dananya ke suatu negara. *Capital outflow* dan *inflow* akan sangat mempengaruhi pergerakan harga saham. Arus modal asing yang masuk ke negara-negara ASEAN turut mewarnai bursa saham di negara-negara ini. Masuknya modal asing, salah satunya dipengaruhi oleh semakin terbukanya pasar modal di kawasan ASEAN. Keterbukaan suatu negara bisa terwakili salah satunya adalah dengan melihat indeks kebebasan ekonomi di suatu negara. Indeks ini disusun oleh James Gwartney, Robert A. Lawson dan Walter E. Block dari *Heritage Foundation* dan *Wall Street Journal*. Pendekatan yang digunakan pada indeks ini mirip dengan tulisan Adam Smith, *The Wealth of Nations* yang menyatakan bahwa "*institusi dasar yang melindungi kebebasan individu untuk mengejar tujuan ekonomisnya akan menghasilkan kesejahteraan yang lebih besar bagi masyarakat yang lebih luas*". Mereka mengukur tingkat kebebasan ekonomi dari 189 negara. Indeks ini meliputi sepuluh komponen yaitu kebebasan berbisnis, kebebasan perdagangan, kebebasan fiskal, ukuran pemerintah, kebebasan moneter, kebebasan investasi, kebebasan finansial, hak milik (*property rights*), kebebasan dari korupsi, dan kebebasan tenaga kerja.

Keterbukaan dan kebebasan ekonomi memang menjadi isu yang banyak diperbincangkan dewasa ini. Menurut Gwartney dan Lawson (2006), semakin tinggi tingkat kebebasan ekonomi di suatu negara, semakin tinggi pula kemakmuran negara tersebut. Singapura memiliki rata-rata indeks kebebasan ekonomi tertinggi dibanding negara-negara lain di ASEAN, sedangkan Indonesia memiliki indeks kebebasan

ekonomi terendah dibandingkan negara-negara ASEAN yang lain. Singapura bisa dikategorikan sebagai negara yang "*free*", sedangkan Thailand dan Malaysia dikategorikan sebagai "*moderately free*", Indonesia dan Filipina bisa dikategorikan sebagai "*mostly unfree*" (The Heritage Foundation, 2009). Secara teoritis semakin tinggi kebebasan ekonomi suatu negara akan semakin besar pula nilai kapitalisasi pasarnya. Dalam lingkungan di mana tingkat kebebasan ekonomi di tiap negara sangat bervariasi, maka investor akan mengidentifikasi peluang investasi yang paling menarik dan menguntungkan. Li (2002) menemukan bahwa negara-negara berkembang yang memiliki kebebasan ekonomi lebih tinggi dan perlindungan yang lebih kuat terhadap pemegang saham, memiliki kapitalisasi pasar saham yang lebih tinggi. Levine dan Zervos (1998), menyimpulkan bahwa kapitalisasi pasar modal menjadi semakin besar seiring dengan liberalisasi pasar modal di suatu negara.

Salah satu komponen kebebasan ekonomi yang banyak menjadi sorotan dunia namun masih jarang diteliti adalah kebebasan berbisnis. Kebebasan bisnis merupakan ukuran kuantitatif terhadap kemampuan untuk memulai, mengoperasikan dan menutup bisnis/usaha yang menunjukkan aturan dan efisiensi pemerintah dalam proses regulasinya. Hal ini terutama berkaitan dengan pembukaan bisnis baru. Di Amerika Serikat prosedur untuk membuka bisnis baru adalah semudah mengeposkan formulir pendaftaran dengan biaya minimal. Di Hongkong, mendirikan bisnis hanya dengan mengisi form tunggal dan prosesnya bisa diselesaikan dalam hitungan jam. Di India atau negara-negara Amerika Selatan, proses mendapatkan lisensi bisnis membutuhkan perjalanan ke kantor pemerintah berkali-kali dan membutuhkan waktu satu tahun atau lebih. Data diambil dari *World Bank's Doing Business* meliputi

- memulai bisnis (jumlah prosedur)
- memulai bisnis (waktu/hari)
- memulai bisnis (biaya(sebagai prosentase dari pendapatan perkapita))
- modal minimum untuk memulai bisnis (sebagai prosentase dari pendapatan perkapita)
- mendapatkan ijin (jumlah prosedur)
- mendapatkan ijin (waktu/hari)
- biaya untuk mendapatkan ijin (sebagai prosentase dari pendapatan perkapita)

- waktu untuk menutup bisnis/usaha
- biaya untuk menutup bisnis (% dari estate)
- *recovery rate* (cents on the dollar) merupakan fungsi dari waktu dan biaya

Secara teoritis kebebasan berbisnis yang lebih tinggi akan meningkatkan harga saham. Perubahan-perubahan yang mempengaruhi aturan pemerintah yang mengikat akan mengurangi biaya transaksi, meningkatkan *expected cash flow* dan meningkatkan nilai saham (Stocker, 2005)

METODE

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks kebebasan berbisnis yang merupakan bagian dari indeks kebebasan ekonomi yang datanya diambil dari The Heritage Foundation serta harga saham yang diwakili oleh indeks harga saham gabungan selama periode tahun 1995–2012 serta harga saham di masing-masing negara. Harga saham di Singapura diwakili dengan *Strait Times Index*, di Malaysia diwakili oleh Kuala Lumpur Composite Index, di Thailand diwakili oleh *Stock Exchange of Thailand*, di Filipina diwakili oleh PSE Composite Index dan di Indonesia diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan. Formula yang digunakan untuk menguji persamaan adalah regresi antara variabel bebas yaitu kebebasan berbisnis dengan variabel terikat harga saham. Uji asumsi klasik digunakan untuk menganalisis penyakit statistik yang ada pada model regresi yang telah diperoleh dan selanjutnya menghilangkan penyakit tersebut. Dalam penelitian ini uji asumsi klasik yang digunakan antara lain: uji normalitas digunakan untuk mengetahui normal tidaknya data yang akan diperoleh. Uji normalitas dilakukan dengan uji nilai *Kolmogorov Smirnov* menggunakan program analisis statistik SPSS. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Untuk mengujinya digunakan dengan melihat nilai *variance inflation factor* (VIF) dan *tolerance*. Untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam penelitian ini digunakan statistik *d* dari Durbin-Watson (*DW test*) dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah *dL* (angka yang diperoleh dari tabel DW batas bawah), *dU* (angka yang diperoleh dari tabel DW batas atas), *4-dL* dan *4-dU*. Heteroskedastisitas akan mengakibatkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Hasil penaksiran akan menjadi kurang

dari semestinya. Heteroskedastisitas bertentangan dengan salah satu asumsi dasar regresi linier, yaitu bahwa variasi residual sama untuk semua pengamatan atau disebut homoskedastisitas. (Gujarati, 1991). Salah satu prosedur uji yang digunakan untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas adalah memperhatikan pola diagram pencar antar nilai prediksi dengan nilai residual. Apabila diagram pencar termasuk berpola, maka asumsi non heteroskedastisitas tidak terpenuhi, sedangkan bila tidak berpola (acak) maka asumsi non heteroskedastisitas terpenuhi. Pengujian hipotesis pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial menggunakan *uji t* dengan taraf signifikansi 0,05.

Pengujian hipotesis pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan (serentak) menggunakan *uji F* dengan taraf signifikansi 0,05. Nilai yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil perhitungan tingkat kebebasan berbisnis di masing-masing negara menunjukkan bahwa kebebasan berbisnis tertinggi dimiliki oleh Singapura. Sejak 1995-2005, Singapura memiliki indeks kebebasan berbisnis yang sempurna (100) artinya tidak ada hambatan sama sekali dalam memulai bisnis di Singapura. Sejak 2006-2012, kebebasan berbisnis sedikit menurun tetapi masih di atas angka 95. Ini menunjukkan bahwa sangat mudah untuk membuka bisnis di Singapura dan tidak terlalu banyak birokrasi dan aturan dalam pembukaan dan pelaksanaan bisnis. Untuk Malaysia, kebebasan berbisnis berada di bawah Singapura dengan angka 85 mulai tahun 1995-2000 tapi kemudian menurun pada 2001 sampai 2012. Thailand menempati posisi ketiga dengan kebebasan berbisnis pada angka 70 sejak 1995, kemudian sedikit meningkat pada 2005 dan 2006 namun kemudian menurun lagi. Hambatan berbisnis terbesar terjadi di Filipina dan Indonesia, meskipun di Filipina sempat ada peningkatan mencapai angka 70 pada 1997 dan 1998 (Heritage Foundation, 2009). Hubungan antara kebebasan berbisnis di lima negara

dengan harga sahamnya bisa dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien	Std Error	t Statistic	Prob
Kebebasan Berbisnis	-4.011	15.70094	9.400361	0.000
F statistic :	121.9731			
Prob :	0.0000			
R squared:	0.863002			

Sumber: Data Diolah

Kebebasan berbisnis ternyata berpengaruh negatif terhadap harga saham. Kebebasan berbisnis yang tidak didukung oleh fundamental politik dan sosial yang kuat justru akan memacu persaingan yang tidak sehat yang akhirnya justru akan memicu ketidakpastian dan menurunkan harga saham. Baumol (1990) menyatakan apabila *entrepreneur* didefinisikan sebagai orang yang banyak akal dan kreatif dalam menambah kesejahteraan, kekuatan dan *prestise* mereka maka bagaimana mereka mengimplementasikan kreativitas mereka adalah tergantung dari insentif yang disediakan oleh perekonomian. Apabila sistem memberikan insentif untuk aktivitas produktif, maka mereka akan menciptakan bisnis baru. Ketika kekerasan atau korupsi menawarkan kesempatan terbesar, mereka akan "memangsa" anggota masyarakat yang lainnya. Jadi kebebasan berbisnis yang tidak didukung oleh fundamental politik dan sosial yang kuat, justru akan menimbulkan persaingan yang tidak sehat. McCardle (2011) dalam artikelnya "When freedom is bad for business" menyatakan bahwa kebebasan berbisnis tanpa dukungan fundamental sosial dan politik yang kuat hanya akan memicu "*entrepreneurial corruption*". Hal ini akan semakin memicu persaingan yang tidak sehat dan meningkatkan ketidakpastian sehingga justru akan berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Kebebasan bisnis merupakan ukuran kuantitatif terhadap kemampuan untuk memulai, mengoperasikan dan menutup bisnis/usaha yang menunjukkan aturan dan efisiensi pemerintah dalam proses regulasinya. Hal ini terutama berkaitan dengan pembukaan bisnis baru. Seperti dinyatakan oleh Adam Smith, kecenderungan untuk melakukan barter dan pertukaran harus didukung oleh institusi sosial, politik, kepercayaan sosial dan perlindungan kepemilikan. Apabila yang dilakukan

hanya menghilangkan peran negara yang totaliter tanpa membangun institusi yang mendukung mekanisme pasar, maka hasilnya akan menjadi lebih buruk. Hal-hal ini justru akan meningkatkan ketidakpastian dan memicu persepsi yang lebih negatif dari investor sehingga akan berpengaruh negatif terhadap harga saham

Singapura telah mengalami transformasi dan memiliki fundamental ekonomi yang kuat, kebijakan perdagangan yang terbuka dan fleksibel yang berdasar pada prinsip *laissez faire*. Ujung tombak dari perekonomian Singapura yang bebas terletak pada kebebasan perdagangan, kebebasan berbisnis, kebebasan investasi, fleksibilitas pasar tenaga kerja dan struktur hukum. Singapura memiliki skor sempurna pada tingkat pajak pendapatan, kebebasan untuk memiliki mata uang asing, pajak perdagangan internasional, kepemilikan bank, kredit sektor swasta, kontrol suku bunga dan juga memiliki skor yang tinggi pada hambatan perdagangan internasional yang minimum, kemudahan memulai bisnis dan juga hambatan perijinan bisnis yang minimum dan biaya pajak yang rendah. Singapura juga memperlakukan bisnis asing sama dengan bisnis domestik. Pengusaha asing yang ingin membuat persahaan di Singapura bebas melakukannya tanpa perlu mencari persetujuan pemerintah. Tidak ada batasan aktivitas bisnis bagi orang asing dan pemilik asing dapat memiliki 100% saham perusahaan Singapura. Bisnis dapat didirikan dalam waktu 24 jam dengan aturan yang hanya sedikit. Singapura adalah model yang sempurna bagi ekonomi pasar bebas. Keterbukaan telah memicu lingkungan kompetitif yang sehat yang lalu memicu produktivitas. Hanya ada sedikit intervensi pemerintah pada keputusan bisnis dan ini memicu adanya perusahaan asing. Ada lebih dari 700 perusahaan multinasional di Singapura dan jumlah ini terus bertambah. Tetapi ada juga kritik yang menyatakan bahwa sebenarnya Singapura bukan negara yang bebas. Hal ini disebabkan karena regulasi-regulasi di Singapura misalnya 35% gaji harus masuk ke perusahaan investasi pemerintah yang dipimpin oleh istri perdana menteri yang berkuasa. Pemerintah mengontrol perusahaan yang menyumbang 60% dari GDP dan 85% rakyatnya tinggal di perumahan yang disediakan oleh pemerintah. Informasi media dan publik dibatasi begitu juga kebebasan berekspresi dan

berkumpul dan hanya ada satu partai yang pernah berkuasa.

Singapura memiliki skor yang rendah untuk kebebasan finansial dan investasi. Tetapi di area lain misalnya perdagangan, regulasi, tingkat pajak, hukum, stabilitas moneter, Singapura sangat kompetitif. Indeks kebebasan ekonomi tidak membedakan batasan kebebasan yang berlaku secara setara di pasar misalnya tingkat inflasi dan yang hanya mempengaruhi segmen tertentu misalnya kebebasan berbisnis yang hanya melihat pembukaan dan penutupan bisnis. Tampak jelas bahwa beberapa kategori lebih penting dari perspektif perusahaan daripada konsumen. Heritage tidak menyebutkan bahwa di Singapura ada aturan bahwa 35% upah, biasanya 20% dari pekerja dan 15% dari majikan harus disetorkan ke *Central Provident Fund* untuk pensiun dan keperluan medis. Deposito ini akan disetor ke perusahaan investasi pemerintah yang membeli saham pada bisnis domestik dan asing termasuk juga Temasek Holdings yang *chief executive* nya adalah Ho Ching, istri dari Perdana Menteri Lee Hsien Loong dan menantu dari *founding father* Singapura Lee Kuan Yew. Indeks ini tidak secara eksplisit mengukur kepemilikan bisnis oleh negara kecuali pada sektor finansial. Di Singapura sulit untuk memanjat tangga ekonomi lebih tinggi apabila kita tidak memiliki koneksi yang kuat. Hal ini mungkin disebabkan oleh peninggalan kolonial lama. Ada beberapa struktur bisnis yang bisa diadopsi oleh perusahaan asing di Singapura, banyak perusahaan yang percaya bahwa perusahaan anak cabang adalah yang paling ideal karena menikmati kebebasan yang lebih tinggi dalam melakukan bisnis dan melakukan aktivitas komersial karena di Singapura perusahaan anak cabang diperlakukan sebagai entitas berbeda dengan perusahaan induk dan dapat melakukan aktivitas bisnis termasuk juga hal-hal yang tidak dilakukan oleh perusahaan induk. Dengan keuntungan ini perusahaan dapat mengeksplorasi pasar potensial lain yang mungkin menghasilkan keuntungan lebih besar.

Pemerintah Malaysia telah menetapkan batasan terhadap kemampuan orang untuk memiliki, menutup dan mengoperasikan bisnis. Di Malaysia dibutuhkan 7 hari untuk memulai bisnis dan ini lebih baik daripada rata-rata dunia yaitu 35 hari. Di sisi lain mendapatkan

ijin bisnis di Malaysia membutuhkan waktu lebih lama daripada rata-rata dunia yaitu 218 hari. Kebebasan bisnis di Malaysia telah meningkat dengan reformasi yang dilakukan oleh pemerintah

Kebebasan bisnis di Thailand cukup tinggi. Membuka bisnis di Thailand membutuhkan waktu 32 hari dan memperoleh ijin bisnis juga cukup mudah. Prosedur membuka bisnis di Thailand cukup sederhana dan transparan. Maka dari itu, Thailand terus membuka negaranya menjadi lokasi yang baik bagi investor. Thailand juga memiliki pasar modal yang cukup maju dengan pasar modal yang terbuka pada investasi asing

Sedangkan di Filipina tidak ada dinamika *entrepreneurial* dan hal ini membuat perkembangan ekonomi menjadi sulit. Reformasi diperlukan pada kebebasan bisnis karena membuka bisnis memerlukan waktu 52 hari, lebih lama dari rata-rata dunia yaitu 35 hari. Begitu juga dengan Indonesia yang sangat lemah dalam kebebasan bisnis dimana memulai bisnis membutuhkan waktu dua kali lipat dari rata-rata dunia dan peraturan yang terlalu banyak.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Tidak sesuai dengan teori, ternyata kebebasan dan kelonggaran dalam berbisnis di lima negara ASEAN justru berpengaruh negatif terhadap harga saham. Kebebasan memicu persaingan tidak sehat dan memicu persepsi negatif investor sehingga justru akan menurunkan harga saham.

Melihat adanya hubungan negatif antara kebebasan berbisnis dengan harga saham, maka pemerintah seharusnya lebih meningkatkan fundamental politik dan sosial yang kuat sehingga tidak akan memacu persaingan yang tidak sehat yang akhirnya justru akan memicu ketidakpastian dan menurunkan harga saham. Apabila sistem memberikan insentif untuk aktivitas produktif, maka mereka akan menciptakan bisnis baru. Ketika kekerasan atau korupsi menawarkan kesempatan terbesar, mereka akan "memangsa" anggota masyarakat yang lainnya. Jadi kebebasan berbisnis yang tidak didukung oleh fundamental politik dan sosial yang kuat, justru akan menimbulkan persaingan yang tidak sehat.

Saran

Tanpa dukungan fundamental sosial dan politik yang kuat hanya akan memicu "entrepreneurial corruption". Hal ini akan semakin memicu persaingan yang tidak sehat dan meningkatkan ketidakpastian sehingga justru akan berpengaruh negatif terhadap harga saham.

DAFTAR RUJUKAN

- Atmadja, A. 2004. The Granger Causality Tests For The Five ASEAN Countries Stock Markets And Macroeconomic Variables During And Post The 1997 Asian Financial Crisis. *Jurnal Universitas Petra*.
- Baumol, W. 1990. Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive. *Economic Review*.
- Gwartney, J., and Lawson, R. 2004. *Economic Freedom of the World: 2004 Annual Report*. Vancouver, B.C.: Fraser Institute.
- Hale, G., Razin, A., and Tong, H. 2006. Institutional Weakness and Stock Price Volatility. *Review of Economic Studies*.
- Gujarati, D. 1995. *Basic Econometrics*. 3rd edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- La Porta, R., Lopez De Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* vol 106.
- Levine, R., and Zervos, S. 1998. Capital Control Liberalization and Stock Market Development. *World Development* 26.
- Li, K. 2002. What Explains the Growth of Global Equity Markets? *Canadian Investment Review*.
- McCardle, M. 2011. Why Freedom Is Bad For Business. *The Atlantic Magazine*, March 2011.
- Perotti, E.C., and Van Oijen, P. 2001. Privatization, Political Risk, and Stock Market Development in Emerging Economies. *Journal of International Money and Finance* vol 20.
- Stocker, M. 2005. Equity Returns and Economic Freedom. *Cato Journal* Vol 25.
- The Heritage Foundation. 2009. *Economic Freedom of the World*. <http://www.heritage.org>. Desember 2009.