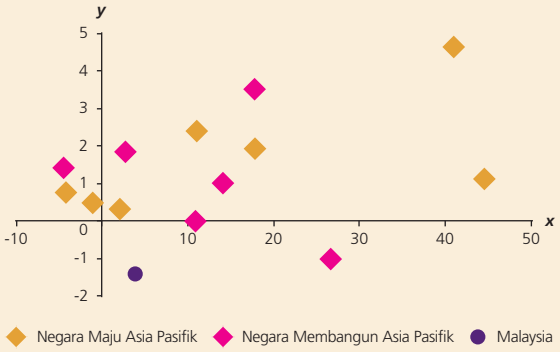
Leveraj Korporat Malaysia dan Implikasi Sistemik

Struktur modal dan keadaan kewangan syarikat korporat memberi kesan penting terhadap makroekonomi dan kestabilan kewangan. Salah satu cara untuk sesebuah syarikat memaksimumkan nilainya adalah dengan mengoptimumkan kombinasi pegangan hutang dan ekuiti (profil leveraj) bagi membiayai aset yang menjana aliran tunai untuk syarikat[1]. Pelbagai faktor mempengaruhi keputusan yang dibuat terhadap leveraj syarikat, termasuklah akses, kos, dan kepelbagaian sumber pendanaan. Keputusan itu seterusnya boleh memberikan kesan positif terhadap daya saing dan potensi pertumbuhan syarikat, yang akan mendorong inovasi dan pelaburan yang produktif dalam sesuatu ekonomi. Walau bagaimanapun, leveraj syarikat yang meningkat secara mendadak dan ketara juga boleh menambah risiko kestabilan kewangan, terutamanya jika peningkatan itu diiringi oleh kadar faedah rendah yang berpanjangan, premium risiko yang menyusut, serta peningkatan komponen peminjaman mata wang asing. Beban hutang yang lebih tinggi akibat daripada perubahan kos peminjaman dan kebolehubahan kadar pertukaran juga boleh meningkatkan kecenderungan syarikat yang lebih lemah untuk mungkir, mengakibatkan kerugian kredit dan tekanan pendanaan kepada pengantara kewangan. Penguncupan aliran kredit yang lebih meluas kepada sektor ekonomi utama seterusnya boleh mempercepatkan kelembapan ekonomi yang teruk.

Penilaian yang dijalankan oleh BIS dan IMF baru-baru ini memperlihatkan kewujudan risiko akibat paras hutang yang tinggi dan sedang meningkat dalam beberapa ekonomi yang sedang pesat membangun. Paras hutang korporat di kebanyakan ekonomi Asia Pasifik telah meningkat berbanding purata tahun 2003-2007, dengan terbitan bon korporat melebihi paras yang dicatat sebelum Krisis Kewangan Global (Global Financial Crisis, GFC), susulan kos peminjaman yang menjunam ke paras terendah dalam beberapa tahun selaras dengan kadar faedah global dan tempatan (Rajah 1). Hal ini mungkin merumitkan pelarasan oleh syarikat dalam persekitaran pertumbuhan ekonomi yang lebih perlahan dan keadaan pendanaan yang lebih ketat. Pelarasan mungkin menjadi lebih rumit dalam ekonomi di mana pasarannya bertanggapan bahawa tindak balas dasar tidak mencukupi untuk menangani kelemahan makroekonomi dan kewangan, dan di mana syarikat lebih bergantung kepada pembiayaan luar negeri, khususnya daripada aliran modal asing.

Rajah 1

Nisbah Kredit Korporat Bukan Kewangan kepada KDNK dan Nisbah Terbitan Hutang kepada KDNK



Nota: ***x***: Perubahan mata peratusan kredit korporat kepada KDNK (purata tahun 2003-07 berbanding 2013)
y: Perubahan mata peratusan terbitan sekuriti hutang korporat kepada KDNK (tahun 2007 berbanding 2013)

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa dan anggaran dalaman

[1] Anggaran panel dalam rencana ini menggunakan nisbah hutang kepada aset sebagai ukuran utama beban leveraj syarikat berbanding jumlah nilai (buku) aset. Rajan dan Zingales (1995) mencadangkan bahawa takrifan leveraj ini adalah yang lebih sesuai kerana ia dilihat sebagai proksi nilai baki kepada pemegang saham jika berlaku pembubaran. Ukuran lain seperti hutang kepada ekuiti dan hutang kepada jualan digunakan sebagai ujian kemantapan.

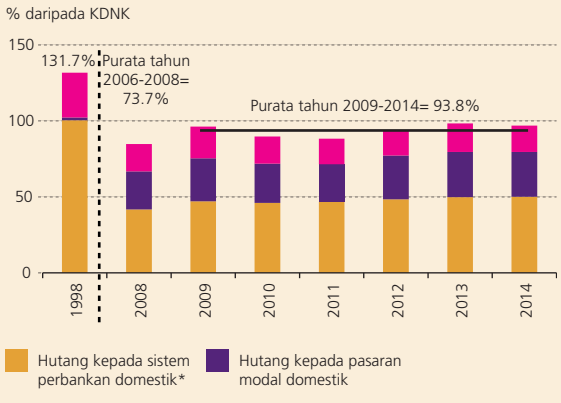
Berlatarkan persekitaran ini, rencana ini meneliti: (i) penentu leveraj sektor korporat Malaysia dari aspek pembiayaan dalam dan luar negeri, dengan membandingkan keadaan sebelum dan selepas GFC; dan (ii) potensi keterjejasan syarikat terhadap kejutan apabila paras mudah tunai global berkurang dan keadaan pendanaan mengetat. Pandangan tambahan juga diberikan tentang dinamik khusus sektor dan institusi yang membantu menerangkan profil leveraj sektor korporat Malaysia. Hasil daripada ujian tekanan yang dijalankan oleh Bank ke atas sampel syarikat besar dan kesan penularannya terhadap sistem kewangan turut dibentangkan di akhir rencana ini.

Penentu Leveraj Korporat

Di Malaysia, kenaikan paras hutang sektor korporat bukan kewangan[2] agak sederhana, dan secara amnya meningkat selaras dengan pengembangan ekonomi dalam negeri (lihat Bab 1– Rajah 1.28). Tahap leveraj korporat secara relatifnya kekal stabil dalam paras purata yang dicatatkan sebelum dan selepas GFC, dan di bawah paras yang direkodkan sebelum Krisis Kewangan Asia (Asian Financial Crisis, AFC) (Rajah 2). Pendanaan syarikat Malaysia sebahagian besarnya (82%) diperoleh daripada bank-bank domestik dan pasaran modal dalam negeri, dan berdenominasi ringgit. Ekoran daripada pembangunan pesat pasaran bon dan sukuk korporat domestik sejak AFC[3], pembiayaan syarikat juga telah diagihkan dengan lebih seimbang antara bank dan pasaran modal domestik (Rajah 3). Dengan manfaat daripada kos pembiayaan yang lebih cekap dan keupayaan mengakses pendanaan bertempoh lebih panjang ekoran asas pelabur yang meluas, pasaran modal yang cair, serta rangka kerja pengawalan yang kondusif, syarikat domestik semakin banyak menggunakan pasaran bon dan sukuk korporat Malaysia untuk memenuhi keperluan pembiayaan mereka. Khususnya, pasaran sukuk telah mengalami peningkatan yang kukuh bagi terbitan bukan kerajaan sejak tahun 2000, selaras dengan peningkatan sumbangan pelaburan sektor swasta kepada KDNK. Hal ini telah mengurangkan tumpuan kepada pembiayaan bank dan pembiayaan luar seperti yang diperhatikan sebelum AFC.

Rajah 2

Nisbah Hutang Korporat kepada KDNK

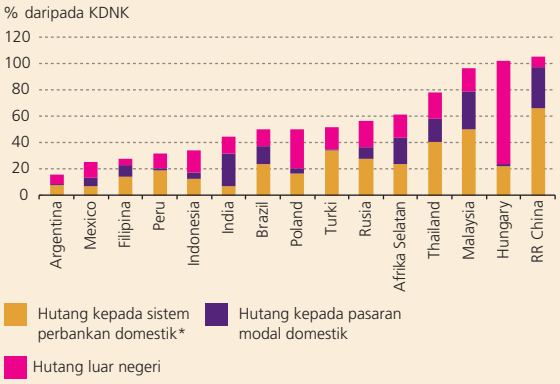


Nota: * Bagi Malaysia, ini termasuk hutang kepada bank asing yang diperbadankan di Malaysia

Sumber: Bank Negara Malaysia

Rajah 3

Perbandingan Hutang Korporat dan Sumber Pembiayaan antara Negara



Nota: * Bagi Malaysia, ini termasuk hutang kepada bank asing yang diperbadankan di Malaysia
Data sehingga akhir 2014 digunakan untuk Malaysia, manakala data bagi negara sampel lain adalah berdasarkan IMF Global Financial Stability Report April 2014

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa dan anggaran dalaman

[2] Termasuk syarikat berkaitan kerajaan.

[3] Pengalaman lalu Malaysia dalam menyelesaikan kerapuhan sektor korporat dan gelung maklum balas yang buruk kepada sektor perbankan dan sektor benar sewaktu AFC mendorong usaha pelbagai penjuru untuk membangunkan pasaran modal dalam negeri dan mengurangkan kebergantungan pada pendanaan daripada bank dan aliran masuk modal asing yang tidak menentu. Antara usaha ini termasuklah penubuhan Jawatankuasa Pasaran Bon Nasional pada tahun 1999 dan inisiatif untuk membangunkan keluk hasil penanda aras yang berkesan, meluaskan asas penerbit dan pelabur, serta mendalamkan mudah tunai pasaran sekunder.

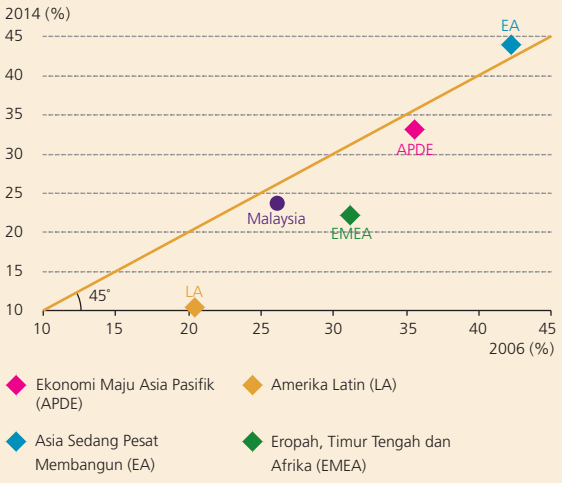
Anggaran data panel yang menggunakan data di peringkat syarikat (digabungkan di tahap kumpulan)[4] yang meliputi 130 buah syarikat (mewakili lebih separuh daripada permodalan pasaran bagi pasaran ekuiti dalam negeri, tidak termasuk institusi kewangan) antara tahun 2004-2013 telah digunakan untuk mendapatkan penentu utama leveraj korporat di Malaysia. Tiga kelompok faktor penjelas berpotensi bagi pengumpulan hutang (ciri-ciri khusus sesebuah syarikat, faktor makroekonomi dalam negeri, dan faktor luaran)[5] dianalisis dengan nisbah hutang kepada aset syarikat menggunakan model regresi panel dinamik[6]. Kumpulan data panel dibahagikan lagi kepada dua tempoh subsampel, untuk menunjukkan kedinamikan faktor yang mempengaruhi keberhutangan syarikat sebelum dan selepas GFC. Anggaran akhir menunjukkan peningkatan leveraj korporat di Malaysia bagi keseluruhan tempoh sampel didorong terutamanya oleh faktor yang berkaitan syarikat dan makroekonomi dalam negeri, dengan hanya pengaruh yang amat kecil daripada kadar faedah dan kesanggupan mengambil risiko peringkat global, serta keadaan kredit dan mudah tunai pasaran antarabangsa[7] (Jadual 1).

Penguraian Leveraj Korporat di Malaysia

Terbitan hutang jangka sederhana di Malaysia yang stabil, khususnya antara tahun 2012 dan 2013, telah memanjangkan purata matang hutang korporat dalam negeri terkumpul kepada 5.6 tahun pada tahun 2014 daripada 3 tahun pada tahun 2006 (Rajah 4). Komposisi pendanaan jangka sederhana

Rajah 4

Hutang Jangka Pendek kepada Jumlah Hutang[8]



Sumber: Bloomberg dan anggaran dalaman

[4] Data berdasarkan penyata kewangan disatukan bagi syarikat induk dan subsidiari dalam dan luar negeri, termasuk perakaunan ekuiti bagi kepentingan dalam entiti sekutu.

[5] Faktor regresi termasuk baki tunai, jumlah aset, nisbah semasa, hutang jangka pendek, pertumbuhan syarikat, keketaraan (tangibility) dan keberuntungan, syarat perdagangan, inflasi, pelaburan portfolio, spread dan stok terkumpul sekuriti hutang swasta (PDS), pinjaman kepada perniagaan dalam negeri, nisbah kredit kepada KDNK, saiz sektor perbankan, pertumbuhan KDNK, penawaran wang (M2), pembentukan modal tetap kasar, pinjaman bank merentas sempadan, kadar pinjaman purata, bon global terkumpul, kadar semerta (spot rate) RM-USD, harga minyak mentah Brent, Indeks *Merrill Option Volatility Estimate* (MOVE), Indeks *Chicago Board Options Exchange Volatility* (VIX) dan keadaan mudah tunai global.

[6] Bagi menunjukkan pelarasan yang dinamik dalam leveraj, model panel dinamik yang menggunakan penganggar *Arellano Bond Generalised Method of Moments* (GMM) satu langkah telah digunakan. Meskipun penganggar GMM dua langkah didapati lebih cekap, namun ralat piawai cenderung ke arah menurun dan memberikan anggaran yang lebih rendah bagi nilai sebenar anggaran sisihan piawai (lihat Arellano dan Bond, 1991 dan Soto, 2009).

[7] Anggaran pekali untuk pemboleh ubah faktor luaran, sebelum dan selepas GFC, kebanyakannya adalah tidak signifikan dari segi statistik atau mempunyai pekali hampir sifar.

[8] Sampel negara tidak bertujuan menjadi lengkap, dan dikumpul seperti berikut: (1) APDE – Australia, Jepun, Hong Kong SAR dan Korea Selatan, (2) EA – RR China, India, Thailand, Indonesia dan Filipina, (3) EMEA – Rusia, Poland, Turki dan Afrika Selatan, dan (4) LA - Argentina, Brazil, Chile, Colombia dan Mexico.

Jadual 1

Penentu Utama Leveraj Korporat di Malaysia

	Penentu	Hubungan	Tingkah laku khusus sektor atau syarikat yang diperhatikan
Ciri Khusus Syarikat	Nisbah hutang kepada aset (sehingga 2 sela suku tahun)	Positif, signifikan pada tahap 1% dan 10%	• Syarikat menyelaraskan leveraj terhadap kejutan luaran secara berperingkat, mencerminkan kedinamikan syarikat Malaysia membuat keputusan berkaitan struktur modal.
	Keberuntungan	Negatif, signifikan pada 1%	• Syarikat yang menjana keuntungan dengan perolehan tertahan yang mencukupi dapat mengurangkan kebergantungan pada pembiayaan hutang dan penggunaan dana dalaman yang lebih berkesan dari segi kos.
	Baki tunai	Negatif, signifikan pada 10%	• Selaras dengan teori susunan pilihan (pecking order theory), syarikat Malaysia lebih cenderung kepada penggunaan dana dalaman daripada menambah hutang dan ekuiti untuk mengekalkan fleksibiliti pembiayaan, meminimumkan aliran maklumat ke pasaran modal dan pesaing, dan mengelakkan pelupusan pemilikan[9].
	Saiz syarikat (sehingga 4 sela suku tahun)	Positif, signifikan pada tahap 1% hingga 10%	• Syarikat yang lebih besar dengan aliran tunai yang lebih pelbagai dan konsisten serta mempunyai akses kepada kelompok cagaran yang lebih besar berkemungkinan besar akan meningkatkan penggunaan hutang. Hal ini disokong oleh akses yang lebih baik kepada pasaran modal atau pembiayaan bank pada kos peminjaman yang lebih rendah disebabkan kebolehpercayaan kredit yang lebih baik.
	Hutang jangka pendek	Positif, signifikan pada 1%	• Kebanyakan syarikat cenderung mengambil hutang berjangka lebih pendek kerana cara ini adalah kaedah yang paling murah untuk membuat pelarasan sementara kepada paras hutang yang optimum. • Walau bagaimanapun, pekali hampir sifar mencadangkan pengaruh hutang jangka pendek terhadap leveraj korporat Malaysia adalah terhad. Hal ini menunjukkan syarikat Malaysia lazimnya tidak menyelaraskan tahap leveraj sasaran mereka menggunakan hutang jangka pendek.
Faktor Domestik	Kadar pinjaman purata (ALR) untuk pinjaman perniagaan baharu	Negatif, signifikan pada 5%	• Kadar pinjaman yang lebih rendah biasanya mendorong kesanggupan mengambil risiko dan pengumpulan hutang yang lebih tinggi kerana kos peminjaman secara amnya berkurang. • Walau bagaimanapun, ALR pinjaman perniagaan baharu selepas GFC secara purata hanya 0.6 mata peratusan lebih rendah berbanding paras sebelum tahun 2008, lantas memberikan insentif marginal kepada syarikat Malaysia untuk meningkatkan leveraj.
	Pertumbuhan KDNK benar	Negatif, signifikan pada 10%	• Kesanggupan dan keupayaan syarikat untuk menerbitkan hutang tambahan bagi membiayai pelaburan terancang seharusnya meningkat seiring dengan pengembangan ekonomi. • Walau bagaimanapun, di Malaysia, hubungan sebaliknya adalah lebih dominan. Peningkatan permintaan dalam negeri menambah perolehan tertahan syarikat sampel (sebahagian besarnya berorientasikan dalam negeri) yang disalurkan kepada perolehan aset atau pelaburan terancang, seterusnya mengurangkan keperluan pembiayaan hutang. Syarikat juga mungkin menangguhkan pelaburan atau pembelian peralatan modal untuk menyimpan baki wang tunai ketika ekonomi menguncup.
	Perubahan dalam nisbah M2 kepada KDNK	Negatif, signifikan pada 5%	• Asas monetari yang lebih besar menunjukkan ketersediaan dana untuk pembiayaan yang lebih besar. Walau bagaimanapun, pertumbuhan M2 berkait secara negatif dengan leveraj korporat Malaysia pada kuantum yang sangat kecil. Hal ini mungkin kerana M2 merangkum paras mudah tunai rasmi, berbanding dengan mudah tunai sektor swasta[10].
	Pertumbuhan sektor perbankan	Positif, signifikan pada 5%	• Pertambahan bilangan dan saiz bank yang bermodal kukuh sebelum dan selepas GFC menyediakan akses dana yang berterusan untuk membiayai aktiviti pelaburan atau modal kerja syarikat Malaysia[11].

[9] Mat Nor dan Sulong (2007) dan Abdul Rahman dan Ali (2006) telah menunjukkan bahawa syarikat diurus pemilik adalah lumrah di kalangan syarikat Malaysia. Ow-Yong dan Guan (2000) mencadangkan bahawa syarikat tersenarai di Malaysia berkembang daripada syarikat secara tradisinya milik keluarga dan sebahagiannya masih terus diurus seperti itu.

[10] Agregat monetari tradisional pada peringkat nasional tidak berupaya menunjukkan kesan daripada kesemua instrumen penjana mudah tunai ataupun kesan penuh daripada aktiviti pengantara kewangan merentas sempadan yang besar. Lihat Chen dll. (2012), hlm. 5, dan Adrian dan Song Shin (2009).

[11] Pertumbuhan sekuriti hutang swasta (PDS) terkumpul tidak mempunyai kuasa penjelas terhadap leveraj korporat Malaysia. Kecenderungan syarikat Malaysia untuk meningkatkan leveraj berkurangan apabila stok PDS dan sukuk terkumpul meningkat. Dengan kelompok pelabur asing dan dalam negeri yang terhad, serta kecairan dagangan PDS yang secara relatifnya lebih rendah, dominasi terbitan swasta oleh konglomerat besar di Malaysia sepanjang dekad yang lalu telah menyebabkan syarikat bersaiz sederhana dan kecil tidak dapat memasuki pasaran modal untuk memperoleh dana meskipun kos peminjaman berkurang dan akses pasaran bertambah baik.

Faktor Luaran	Perubahan kadar semerta (spot rate) MYR-USD	Tidak signifikan	• Syarikat yang mendapat manfaat daripada mata wang dalam negeri yang lebih kukuh boleh meningkatkan hutang luar negeri sebelum penambahan nilai dijangka berlaku. Ringgit yang semakin kukuh berbanding dengan mata wang utama selepas GFC seharusnya mendorong pengumpulan hutang luar negeri yang lebih tinggi. • Walau bagaimanapun, di Malaysia, faktor makroekonomi dalam negeri dan keupayaan khusus syarikat (iaitu pertumbuhan aset, baki tunai) lebih daripada mengimbangi kesan tersebut, memandangkan syarikat sampel kebanyakannya bergantung pada permintaan dan sumber pendanaan dalam negeri.
	Perubahan dalam (i) bon global terkumpul dan (ii) pinjaman bank merentas sempadan	Tidak signifikan	• Kebanyakan syarikat di pasaran sedang pesat membangun menyaksikan insentif yang semakin bertambah untuk meningkatkan leveraj, dalam keadaan kadar faedah global dan premium risiko yang menyusut, serta mata wang tempatan yang lebih kukuh selepas GFC (terbitan hutang sektor swasta dalam pasaran sedang pesat membangun antara tahun 2009-2012 adalah lebih daripada dua kali berbanding empat tahun sebelumnya). • Walau bagaimanapun, hanya sebahagian kecil daripada syarikat terbesar Malaysia memanfaatkan persekitaran ini seperti yang dilihat daripada kuasa penjelas yang lemah ke atas leveraj.
	Perubahan harga minyak mentah Brent	Tidak signifikan	• Dari segi teori, kenaikan harga minyak dan penghindaran risiko global yang lebih rendah selepas GFC sepatutnya mengakibatkan leveraj korporat yang lebih tinggi. • Walau bagaimanapun, pekali hampir sifar atau faktor regresi yang tidak signifikan secara statistik menunjukkan kesan yang tidak ketara terhadap pengumpulan hutang oleh syarikat Malaysia, selaras dengan pengaruh faktor dorongan dalam negeri yang lebih nyata.
	Indeks Merrill Option Volatility Estimate	Tidak signifikan	

hingga jangka panjang yang lebih tinggi menyebabkan syarikat Malaysia kurang terjejas dengan risiko pembiayaan semula dan pendanaan, yang lebih ketara di negara yang mengalami peningkatan mendadak dalam pendanaan hutang jangka pendek sejak tempoh kebelakangan ini.

Meskipun bank kekal sebagai pendana yang penting untuk kebanyakan syarikat Malaysia, industri yang berintensifkan modal – iaitu sektor utiliti, infrastruktur, minyak dan gas, telekomunikasi dan pengangkutan – lebih bergantung kepada pembiayaan berasaskan pasaran kerana keperluan pendanaan yang lebih besar dalam tempoh yang lebih panjang, khususnya bagi projek dan pelaburan yang mempunyai tempoh tunggu hasil yang panjang. Sektor ini mencakupi lebih kurang 60% daripada jumlah sekuriti hutang terkumpul yang diterbitkan di Malaysia. Sebaliknya, peminjaman bank mencakupi bahagian yang lebih besar dalam pembiayaan syarikat dalam sektor perkilangan, perniagaan borong dan runcit, serta sektor berkaitan harta tanah yang mana keperluan perbelanjaan modal adalah lebih rendah dan syarikat lazimnya lebih tersebar dari segi saiz. Jumlah peminjaman bank terkumpul daripada sektor ini mencakupi 60% daripada jumlah pinjaman perniagaan domestik. Purata matang peminjaman bank sebanyak 8.4 tahun pada tahun 2014 (2012: 7.8 tahun) menunjukkan bahawa kebanyakan dana yang diperoleh terus digunakan terutamanya untuk pelaburan perniagaan. Lebih daripada separuh (53%) peminjaman bank digunakan untuk modal kerja, manakala kira-kira 29.5% disalurkan kepada harta tanah, termasuklah untuk pembelian tanah dan harta komersil untuk pembangunan dan kegunaan perniagaan, dan untuk membiayai aktiviti berkaitan pembinaan.

Peminjaman luar negeri syarikat Malaysia[12] meningkat pada kadar tahunan yang sederhana sebanyak 4.2% antara tahun 2008 hingga 2014, berpurata sebanyak 18% daripada KDNK. Trend ini dipengaruhi terutamanya oleh pengembangan merentas sempadan yang berterusan oleh syarikat yang lebih besar, dan sebahagian kecilnya, dipengaruhi oleh kemerosotan premium risiko korporat global. Kira-kira 41% daripada peminjaman luar ini adalah dalam bentuk sekuriti hutang jangka panjang, yang sebahagian besarnya diterbitkan oleh konglomerat besar domestik yang beroperasi di pelbagai

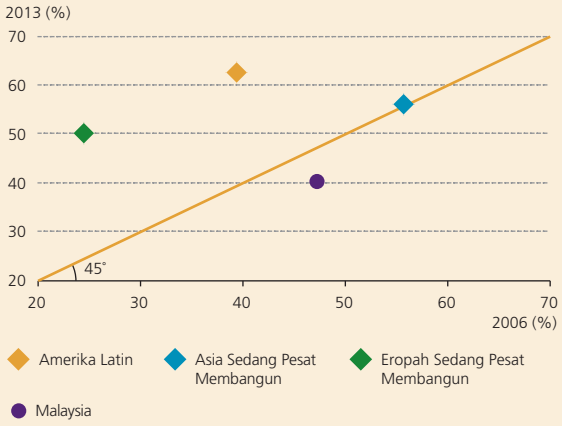
[12] Data tentang peminjaman luar dikumpul mengikut Balance of Payments Manual, Edisi Kelima, dan External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (2003) oleh IMF. Hutang luar negeri kasar, pada bila-bila masa, ialah jumlah terkumpul liabiliti semasa, bukan luar jangka, yang memerlukan pembayaran faedah dan/atau jumlah pokok oleh penghutang pada suatu masa akan datang dan yang dihutangkan oleh pemastautin dalam sesebuah ekonomi kepada bukan pemastautin.

negara. Syarikat yang lebih besar ini disokong oleh fungsi pengurusan perbendaharaan berpusat yang berupaya mendapatkan pembiayaan dengan lebih efisien daripada pasaran pendanaan dalam negeri dan global untuk memanfaatkan perbezaan kos pendanaan. Perbincangan dengan industri mengesahkan kebanyakan syarikat ini berupaya memanfaatkan sistem pengurusan wang tunai dan risiko berpusat yang membolehkan pengurusan risiko berkaitan peminjaman luar yang lebih baik. Hampir satu perempat daripada peminjaman luar negeri oleh syarikat multinasional diperoleh daripada entiti sekutu yang terletak di luar negara yang lazimnya kurang sensitif terhadap ketidaktentuan kadar faedah dan pertukaran asing. Sebahagian besar daripada peminjaman luar negeri syarikat adalah berdenominasi mata wang utama seperti dolar AS (76.1%) dan dolar Singapura (5.8%). Risiko daripada ketidakpadanan mata wang dijangka terurus berdasarkan maklumat yang diperoleh daripada Bank untuk peminjaman luar yang diluluskan untuk syarikat domestik, yang menunjukkan sebahagian besar dilindungi dengan derivatif kewangan dan aliran hasil asing daripada pelaburan dan operasi merentas sempadan.

Berdasarkan faktor tersebut, leveraj syarikat korporat di Malaysia secara keseluruhannya kekal rendah di bawah paras sebelum GFC, berbeza dengan ekonomi sedang pesat membangun yang lain (Rajah 5).

Rajah 5

Nisbah Agregat Hutang kepada Ekuiti Mengikut Rantau



Nota: Data sehingga S3 2014 digunakan untuk Malaysia

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa, Bloomberg dan anggaran dalaman

Perolehan korporat yang kukuh dan secara relatifnya stabil pada beberapa tahun kebelakangan telah membolehkan syarikat meningkatkan paras hutang secara mampan untuk membiayai peningkatan perbelanjaan modal dan pelaburan. Hal ini disokong oleh peningkatan keupayaan membayar balik hutang pada paras agregat dan pada peringkat syarikat individu (Rajah 6 dan Rajah 7).

Dengan menguraikan purata sektor korporat, bahagian hutang korporat Malaysia yang berpotensi mudah terjejas, berdasarkan leveraj dan penunjuk kewangan syarikat peminjaman individu, adalah rendah berbanding dengan syarikat serantau (Rajah 8, Rajah 9 dan Rajah 10)[13, 14, 15]. Syarikat dalam negeri yang mempunyai leveraj yang lebih tinggi secara amnya mencatat pulangan atas aset (return on asset, ROA)

[13] Hutang korporat Malaysia yang berpotensi mudah terjejas diwakili oleh bar, diagihkan mengikut jumlah hutang syarikat yang mempunyai nisbah kewangan di atas atau di bawah ambang yang ditetapkan. Hutang yang lebih berisiko diwakili oleh warna merah dan jingga.

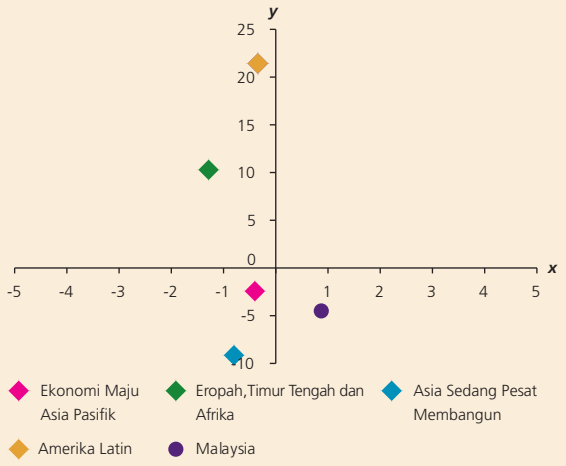
[14] Setiap garisan mewakili julat komposisi sampel syarikat tersenarai awam dari 13 negara serantau bagi setiap kelompok nisbah kewangan tertentu. Sempadan atas dan bawah mewakili julat komposisi maksimum dan minimum dicatatkan oleh syarikat sampel. Penunjuk hijau mewakili purata julat komposisi bagi setiap kelompok.

[15] Negara dalam sampel terdiri daripada negara Asia Pasifik, termasuk Filipina, Hong Kong SAR, Singapura, Thailand, New Zealand, Vietnam, RR China, India, Jepun, Indonesia, Australia, China Taipei dan Korea Selatan.

dan nisbah perlindungan faedah (interest coverage ratio, ICR) yang lebih tinggi, yang turut disokong oleh baki tunai yang stabil. Lebih daripada 83% hutang syarikat dalam negeri dianggap tidak berisiko berdasarkan nisbah hutang kepada ekuiti syarikat peminjam yang kurang daripada 1, dengan median nisbah hutang kepada ekuiti di bawah 1 (kira-kira 64% daripada sampel negara Asia Pasifik mencatat median lebih daripada 1). Lebih daripada 42% hutang telah diambil oleh syarikat yang mencatat ROA melebihi 5%, menyediakan penampan perolehan yang besar terhadap potensi kejutan. Median ROA berbanding negara sampel adalah menggalakkan dan kekal kukuh di atas paras 4%. Dari segi keupayaan membayar balik hutang, 80.5% daripada hutang adalah daripada syarikat Malaysia yang

Rajah 6

Nisbah Leveraj dan Keupayaan Membayar Balik Hutang (2006 dan S3 2014)

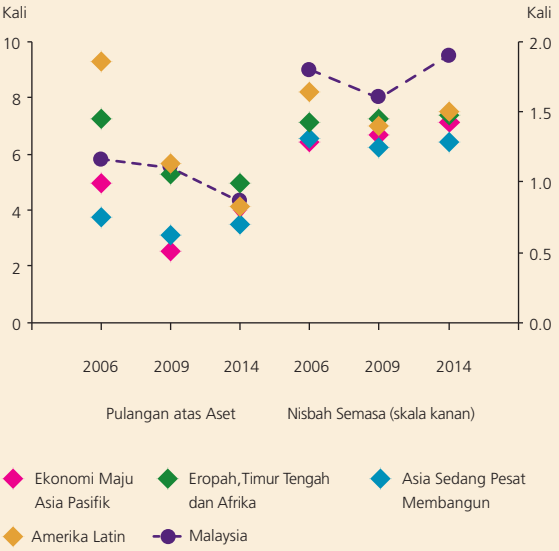


Nota: ***x***: Perubahan mata peratusan nisbah perlindungan faedah (tahun 2006 berbanding 2014)
y: Perubahan mata peratusan nisbah leveraj (tahun 2006 berbanding 2014)

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa dan anggaran dalaman

Rajah 7

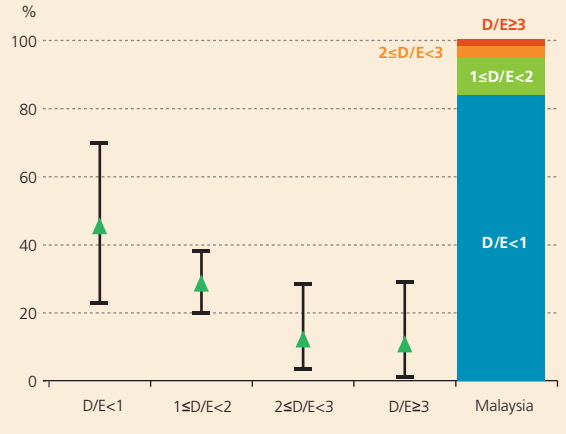
Nisbah Keberuntungan dan Mudah Tunai (2006, 2009 dan S3 2014)



Sumber: Bloomberg dan anggaran dalaman

Rajah 8

Taburan Hutang Berpotensi Mudah Terjejas Mengikut Nisbah Leveraj

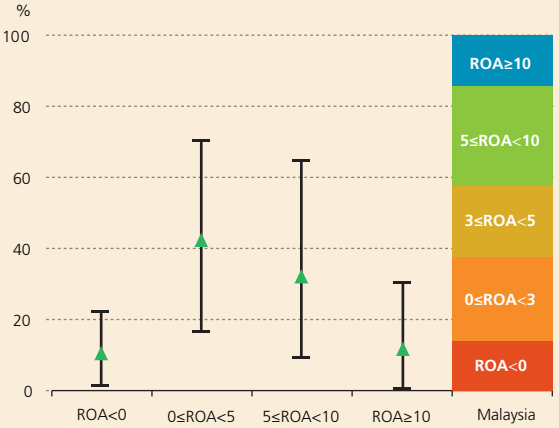


*D/E merujuk kepada nisbah hutang kepada ekuiti
Nota: Data sehingga S3 2014 digunakan untuk Malaysia

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa dan anggaran dalaman

Rajah 9

Taburan Hutang Berpotensi Mudah Terjejas Mengikut Penunjuk Keberuntungan

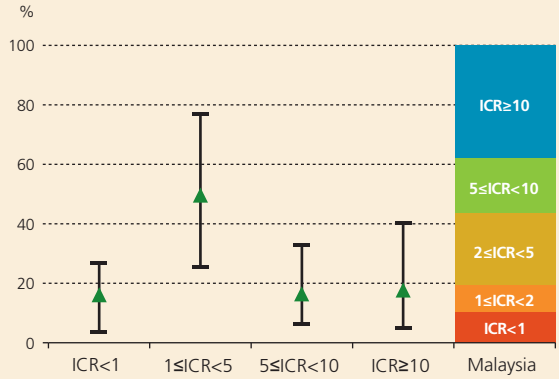


*ROA merujuk kepada pulangan atas aset
Nota: Data sehingga S3 2014 digunakan untuk Malaysia

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa dan anggaran dalaman

Rajah 10

Taburan Hutang Berpotensi Mudah Terjejas Mengikut Nisbah Perlindungan Faedah



*ICR merujuk kepada nisbah perlindungan faedah
Nota: Data sehingga S3 2014 digunakan untuk Malaysia

Sumber: Tabung Kewangan Antarabangsa dan anggaran dalaman

mempunyai perolehan yang mencukupi untuk menanggung lebih daripada dua kali perbelanjaan faedah, memberikan fleksibiti untuk membuat pelarasan terhadap perbelanjaan hutang yang lebih tinggi atau keuntungan operasi yang lebih rendah pada masa depan. Median ICR bagi syarikat Malaysia melebihi 5, lebih tinggi daripada 84% sampel negara Asia Pasifik.

Ujian Tekanan Korporat

Meskipun profil leveraj syarikat korporat Malaysia tidak menunjukkan tanda berlebihan, ketidakpastian yang wujud dalam keadaan kewangan dan ekonomi global telah menimbulkan kemungkinan bertambahnya kemungkiran syarikat yang akan memberi kesan buruk terhadap sektor kewangan dan sektor benar. Dalam hal ini, Bank telah menjalankan ujian tekanan yang mensimulasikan empat kejutan utama dalam dua senario buruk ke atas beberapa syarikat bukan kewangan yang mempunyai jumlah dedahan dalam negeri[16] melebihi RM2 bilion[17] pada setiap paras entiti. Impak penularan kepada sistem kewangan daripada risiko sistemik yang berkemungkinan disebarkan melalui dedahan aset dan liabiliti syarikat ini dengan institusi kewangan kemudiannya dinilai[18] (Jadual 2). Dengan andaian yang konservatif[19], impak kumulatif daripada kejutan ke atas perolehan, mata wang asing, dan pendanaan terhadap penampan mudah tunai, kesolvenan dan keupayaan membayar balik hutang[20] oleh setiap syarikat sampel disimulasi secara seragam. Entiti korporat yang mencatat nisbah pascakejutan mudah tunai berbanding obligasi jangka pendek (cash over short-term obligations, CASTO) kurang daripada satu, dan nisbah pascakejutan liabiliti kepada aset melebihi satu, masing-masing dianggap sebagai tidak cair dan tidak solven. Entiti dengan ICR pascakejutan yang kurang daripada dua kali dianggap akan memungkiri semua obligasi kredit terkumpul.

Kejutan perolehan yang disimulasi mencatat impak yang paling tinggi terhadap keupayaan syarikat membayar balik hutang, mengurangkan agregat ICR sebanyak 0.66 mata peratusan kepada 1.32 mata

[16] Merujuk kepada jumlah peminjaman dengan bank di Malaysia dan sekuriti hutang korporat yang diterbitkan dalam pasaran bon dalam negeri.
[17] Syarikat bukan kewangan ini secara kolektifnya mencakupi kira-kira 40% daripada jumlah dedahan kepada sistem kewangan dalam negeri, termasuk semua sekuriti hutang swasta yang diterbitkan di Malaysia yang dipegang oleh bank, penanggung insurans, institusi kewangan pembangunan (DFIs) dan pengendali takaful.
[18] Oleh sebab maklumat tentang dedahan dua hala antara syarikat bukan kewangan tidak lengkap, ujian tekanan tidak memasukkan kesan kemungkinan mungkir silang di dalam atau di luar konglomerat bukan kewangan.
[19] Ujian tekanan tidak mengambil kira kedudukan kewangan semasa atau keupayaan menjana keuntungan pada masa depan oleh syarikat.
[20] Sebagaimana diukur nisbah CASTO, nisbah liabiliti kepada aset, dan ICR masing-masing.

Jadual 2

Andaian Utama dan Parameter Kejutan bagi Senario Buruk

Andaian Utama dan Parameter Kejutan bagi Syarikat Sampel	
Kejutan perolehan	• Sehingga 50% penurunan dalam keuntungan kendalian
Kejutan mata wang asing	• Sehingga 3.5 kejutan sisihan piawai atas purata 6 bulan bergerak USD/RM bagi 20 tahun yang lepas - Tidak mengambil kira apa-apa bentuk perlindungan nilai semula jadi atau kewangan, atau apa-apa keuntungan daripada penukaran mata wang asing
Kejutan kos pendanaan	• Kenaikan kos peminjaman sehingga 100 mata asas bagi pinjaman bank dalam denominasi ringgit
	• Kenaikan kadar kupon sehingga 100 mata asas bagi terbitan bon korporat atau sukuk baharu untuk 2 tahun akan datang - Penarafan kredit penerbit dan tempoh terbitan baharu diandaikan tidak berubah
Kesan Penularan yang Disimulasikan ke atas Bank dan Syarikat Insurans	
Kejutan risiko mudah tunai	• Syarikat yang terjejas (yang mempunyai nisbah pascakejutan CASTO<1, dan ICR< 2 kali) diandaikan mengeluarkan 66% daripada deposit yang disimpan dengan bank dalam tempoh satu bulan
Kejutan risiko kredit	• Purata kerugian akibat mungkir (LGD) sebanyak 51%
Kejutan risiko pasaran	• Peningkatan kadar hasil sehingga 100 mata asas bagi taraf kredit dan tempoh PDS yang berbeza
	• Bon korporat dan sukuk terkumpul yang dipegang oleh institusi kewangan diandaikan telah diklasifikasikan sebagai `pemegangan untuk perdagangan' dan `pemegangan sedia untuk dijual´

peratusan, dan ICR syarikat individu sebanyak 33.5 mata peratusan kepada 67.1 mata peratusan dalam kedua-dua senario buruk. Kesan daripada perbelanjaan membayar balik hutang yang lebih tinggi bagi peminjaman berdenominasi mata wang asing dan peminjaman ringgit kadar boleh ubah didapati kurang ketara, mengurangkan agregat ICR dengan julat yang kecil antara 0.03 mata peratusan sehingga 0.11 mata peratusan. Pada peringkat syarikat, impaknya lebih besar antara 11.8 mata peratusan hingga 41 mata peratusan. Dengan mengekalkan profil kredit penerbit dan tempoh terbitan baharu (dibiayai semula), hasil PDS yang lebih tinggi untuk bon korporat yang hampir matang – dengan separuh diandaikan diganti serentak – mempunyai impak yang kecil ke atas agregat ICR (ICR individu syarikat sampel jatuh antara 1.72 mata peratusan hingga 5.74 mata peratusan). Dari segi impak kecairan, nisbah CASTO kurang terjejas oleh kesan perbelanjaan faedah yang lebih tinggi ke atas pinjaman ringgit kadar boleh ubah (CASTO syarikat individu turun antara 0.13 mata peratusan hingga 0.5 mata peratusan), berbanding hutang bukan ringgit terkumpul (CASTO syarikat individu menurun antara 1.06 mata peratusan hingga 2.63 mata peratusan). Penelitian sepintas lalu terhadap kedudukan kewangan peringkat syarikat menunjukkan bahawa kedudukan kesolvenan semua syarikat sampel dianggarkan akan kekal teguh dalam semua kejutan yang disimulasi, meskipun dengan tidak mengambil kira kesan penilaian aset yang lebih tinggi akibat daripada nilai ringgit yang lebih lemah. Hal ini menunjukkan bahawa kebanyakan syarikat Malaysia mempunyai aset penjana hasil yang cukup bagi menampung kemungkinan liabiliti mata wang asing yang lebih tinggi.

Kesan langsung daripada penularan terhadap sistem kewangan yang timbul daripada syarikat yang mungkin mengalami kesukaran didapati terkawal dengan baik. Kejutan kumulatif dari segi aset terhadap sistem perbankan akibat kerugian kredit dan pasaran kekal terurus pada 16.8% daripada jumlah modal sistem perbankan, didorong terutamanya oleh impak kejutan perolehan ke atas syarikat sampel. Bagi penanggung insurans, kejutan kumulatif menghakis jumlah modal tersedia sebanyak 1.1% sahaja. Dari segi tekanan liabiliti, bank dianggarkan akan mengalami hakisan stok penampan mudah tunai sehingga sebanyak 0.9 mata peratusan dan 0.4 mata peratusan masing-masing bagi tempoh matang satu minggu dan satu bulan, seperti yang diukur di bawah Rangka Kerja Mudah Tunai semasa. Meskipun dengan simulasi pengeluaran deposit yang besar oleh syarikat sampel yang terjejas, agregat aset bank yang mudah dicairkan masih boleh menampung aliran keluar deposit tambahan sebanyak 15.9% dalam tempoh satu bulan.

Rujukan

Abdul Rahman, R., & Mohamed Ali, F. H. (2006), `Board, Audit Committee, Culture and Earnings Management: Malaysia Evidence´, Managerial Auditing Journal, 21(7), 783-804.

Adrian, T. and Song Shin, H. (2009), `Money, Liquidity, and Monetary Policy´, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, 360.

Agarwal, S. and Mohtadi, H. (2004), `Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries´, Global Finance Journal, 15, 57-70.

Aivazian, V., Ge, Y. and Qiu, J. (2005), `The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence´, Journal of Corporate Finance, 11(1-2), 277-291.

Arellano, M. and Bond, S. (1991), `Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations´, The Review of Economic Studies, 58(2), 277.

Booth, L., Aivazian, V., Demiguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001), `Capital Structures in Developing Countries´, Journal of Finance, 56(1), 87-130.

Cespedes, J., Gonzalez, M. and Molina, C.A. (2010), `Ownership and Capital Structure in Latin America´, Journal of Business Research, 63, 248-254.

Chen, S., Liu, P., Maechler, A., Marsh, C., Saksonovs, S, and Song Shin, H. (2012), `Exploring the Dynamics of Global Liquidity´, IMF Working Paper WP/12/246.

De Jong, A., Kabir, R. and Nguyen, T.T. (2008), `Capital Structure around the World: The Roles of Firm and Country-specific Determinants´, Journal of Banking and Finance, 32, 1954–1969.

Demiguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (1996), `Stock Market Development and Financing Choices of Firms´, World Bank Economic Review, 10, 341-69.

Fosberg, R. (2013), `Short-Term Debt Financing During the Financial Crisis´, International Journal of Business and Social Science, 4(8).

Friedman, Benjamin. (1985), `Corporate Capital Structures in the United States: An Introduction and Overview´, Corporate Capital Structures in the United States, Chicago: U of Chicago Press.

Gonzalez-Miranda, M. (2012), `Nonfinancial Firms in Latin America: A Source of Vulnerability?´, IMF Working Paper WP/12/279.

Gurcharan S. (2010), `A Review of Optimal Capital Structure Determinant of Selected ASEAN Countries´, International Research Journal of Finance and Economics, 47, 32-43.

Harris, M. and Raviv, A. (1991), `The Theory of Capital Structure´, Journal of Finance, 46, 297-355.

He, D. and McCauley, R. (2013), `Transmitting Global Liquidity to East Asia: Policy Rates, Bond Yields, Currencies and Dollar Credit´, BIS Working Paper No. 431.

International Monetary Fund (2014): `Corporate Leverage in Asia: A Fault Line?´, Regional Economic Outlook: Asia Pacific, Chapter 2, April.

International Monetary Fund (2014): `Moving from Liquidity- to Growth-driven Markets´, Global Financial Stability Report, Chapter 1, April.

Kayo, K. E. and Kimura, H. (2011), `Hierarchical Determinants of Capital Structure´, Journal of Banking & Finance, 35, 358-371.

Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R. (1995), `Leverage, Investment, and Firm Growth´, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Liew, L. and Mohamad, J. (2014), `The Capital Structure of Malaysian Firms in the Aftermath of Asian Financial Crisis 1997´, Journal of Global Business and Economics, Volume 8 (Number 1).

Mat Nor, F., & Sulong, Z. (2007), `The Interaction Effect of Ownership Structure and Board Governance on Dividends: Evidence from Malaysian Listed Firms´, Capital Market Review, 15(1 & 2), 73-101.

Mustapha, M., Ismail, H. and Minai, B. (2011), `Determinants of Debt Structure: Empirical Evidence from Malaysia´, 2nd International Conference on Business and Economic Research (2nd ICBER 2011) Proceeding.

Myers, S. (1977), `Determinants of Corporate Borrowing´, Journal of Financial Economics, 5(2), 147-175.

Myers S.C. and Majluf N. (1984), `Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have´, Journal of Financial Economics, 13, 187-221.

Ow-Yong, K., & Guan, C. K. (2000), `Corporate Governance Code: A Comparison between Malaysia and the UK. Corporate Governance´, 8(2), 125-132.

Rajan, R. G., and Zingales, L. (1995), `What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data´, The Journal of Finance, 1(5), 1421-1460.

Sánchez-Vidal, F. (2014), `High debt Companies' Leverage Determinants in Spain: A Quantile Regression Approach´, Economic Modelling, 36, 455-465.

Serrasqueiro, Z. M. S. and Ragao, M. C. R. (2009), `Capital Structure of Listed Portuguese Companies´, Review of Accounting and Finance, 8(1), 54-75.

Shuetrim, G., Lowe, P. and Morling, S. (1993), `The Determinants of Corporate Leverage: A Panel Data Analysis´, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper, 9313

Soto, M. (2009), `System GMM Estimation with a Small Sample´, Barcelona Economics Working Paper Series, 395.

Titman, S. and Wessels, R. (1988), `The Determinants of Capital Structure Choice´, Journal of Finance, 43, 1-19.

Wald, J. (1999), `How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. Journal of Financial Research´, 22, 161–187.

Wooldridge, J. M. (2002), `Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data´, Cambridge, MA: MIT Press.