

Sistem Keuangan Jepang dan Internasionalisasi Yen*

Takahashi HOSOMI

INTERNASIONALISASI PASAR TOKYO

Seperti yang ditunjukkan dalam tahun 1984, masyarakat keuangan Jepang tampaknya bergerak cepat ke tahap akhir dari transformasi strukturalnya. Walaupun perubahan mendasar dewasa ini bergerak dengan percepatan yang semakin meningkat sejak permulaan tahun 1970-an, pada puncak akhirnya tidak mungkin melanjutkannya secara sebagian-sebagian dengan kelemahan yang ada dari rezim keuangan tradisional.

Suatu rekonstruksi yang mendasar dari sistem sekarang agaknya diperkirakan pada akhir dasawarsa 1980-an dan tahun 1984 harus diingat sebagai permulaan dari tingkat terakhir dari revolusi tersebut. "Revolusi" dengan seluruh konotasi yang berkaitan dengannya, akan menimbulkan masalah-masalah yang sangat sulit bersamaan dengan penyesuaian kembali sistem keuangan domestik.

Sistem keuangan Jepang sesudah perang dibangun di sekeliling bank seperti semua negara-negara kontinental Eropa dan berlainan dengan sistem Anglo-Saxon yang mana sebelumnya dan masih terus ditandai pengaruh sentral pasar terbuka. Sistem ini berfungsi sangat efisien selama kurang lebih 30 tahun terakhir dan telah memberi sumbangan yang sangat besar bagi keberhasilan perekonomian Jepang secara keseluruhan. Tetapi deregulasi sistem telah mencapai suatu tingkat di mana internasionalisasi sesuai dengan rezim Anglo-Saxon harus diterapkan dengan biaya penyesuaian yang bagaimana pun. Walaupun ini tidak berarti sistem tradisional Jepang lebih rendah kual-

*Disadur oleh Redaksi. Takahashi HOSOMI adalah Chairman, Overseas Economic Cooperation Fund (OECF), Tokyo.

tasnya, norma internasional yang berlaku sekarang adalah Anglo-Saxon dan secara logis tidak konsisten mendorong internasionalisasi, sementara mempertahankan sepenuhnya tradisi-tradisi Jepang.

Tetapi pembauran Jepang dengan norma internasional hanya merupakan suatu aspek dari "revolusi" yang sedang berjalan. Seperti yang terjadi di Amerika Serikat, revolusi komputer telah mempengaruhi dasar kerja perusahaan-perusahaan Jepang dan telah menyebabkan perubahan yang mendasar dalam peranan dan fungsi lembaga-lembaga keuangan. Terjadinya perubahan cepat operasi-operasi keuangan dari perusahaan-perusahaan non-keuangan, seperti department stores, toko serba ada, trading firms dan bagian keuangan dari perusahaan besar lainnya telah mengaburkan batasan antara bank, non-bank dan institusi-institusi non-keuangan serta menyebabkan beberapa bagian dari usaha keuangan ketinggalan jaman. Jika kecenderungan pengaruh lembaga-lembaga non-keuangan ini tidak dikendalikan, sementara kegiatan-kegiatan bank-bank dan institusi keuangan non-bank dibatasi, sejumlah besar perusahaan keuangan baru akan jatuh ke tangan yang disebut pertama. Karena pembuatan peraturan-peraturan baru bagi perusahaan-perusahaan non-keuangan tampaknya sulit bila tidak mungkin, pengaturan kembali lembaga-lembaga keuangan tampaknya merupakan satu-satunya pemecahan logis dalam tingkat sekarang. Karena secara relatif "consumer financing" masih belum berkembang, gejala ini khususnya mudah dilihat dalam bidang "consumer lending."

Tetapi terdapat suatu perubahan yang sama dalam sektor perusahaan. Meningkatnya kedewasaan perusahaan-perusahaan Jepang telah menyebabkan penurunan ketergantungan mereka terhadap bank dan telah menyebabkan pengelolaan "kekayaan-kewajiban" yang efisien menjadi sangat penting. Konsultasi keuangan menjadi lebih penting daripada penyediaan likuiditas secara terus-menerus oleh bank bagi perusahaan.

Terakhir, pentingnya sektor publik dalam proses ini perlu untuk ditekankan. Sebenarnya anggapan dasar dari sistem tradisional Jepang adalah kurangnya surat-surat berharga pemerintah dalam jumlah yang berarti dalam pasar.

Perilaku ini hilang dalam akhir tahun 1970-an. Total obligasi yang dijual pemerintah pada akhir tahun 1983 telah mencapai ¥ 109,7 trilyun, sama dengan 39,0% dari GNP. Termasuk obligasi pemerintah daerah dan perusahaan-perusahaan pemerintah, perbandingannya mencapai tingkat 58,3%, jauh melebihi Amerika Serikat. Hal ini merupakan akibat dari defisit pemerintah yang besar, yaitu sebesar 5,5% dari GNP pada tahun fiskal 1981, 5,4% pada tahun fiskal 1982 dan 4,7% dalam tahun fiskal 1983.

Pantulan dari perkembangan-perkembangan ini, baik ukuran maupun sifat dari pasar modal Jepang berubah sangat cepat. Transaksi-transaksi pasar terbuka menjadi norma pada pasar sekunder bagi obligasi pemerintah dan transaksi-transaksi "repos" dalam surat-surat berharga pemerintah dan selanjutnya CDs meningkat secara drastis.

Sebenarnya dalam bidang surat-surat berharga pemerintah dan repos inilah dimulai perubahan mendasar dalam pasar-pasar keuangan Jepang. Diperkirakan juga bahwa munculnya obligasi pemerintah dengan jatuh tempo yang dekat dalam jumlah besar, pada akhirnya akan menjadi pelatuk berbagai jenis deregulasi pasar keuangan jangka pendek Jepang.

Tetapi dilihat dari perspektif Amerika Serikat deregulasi dalam tingkat sekarang adalah kurang memuaskan. Beberapa dari yang dinamakan "deregulasi" tidak seluruhnya "deregulasi" bila dinilai dari standar internasional. Khususnya kontrol yang ketat oleh Bank Sentral Jepang atas "call and bills market" melalui enam buah dealer pasar uang tetap tidak berubah, walaupun metode kontrol telah menjadi semakin tidak langsung dan rumit. Karena "call and bills market" berada pada pusat dari pasar uang, terdapat perasaan negatif yang kuat terhadap usaha deregulasi oleh otoritas Jepang, khususnya di antara lembaga keuangan luar negeri yang tidak merupakan anggota dari "klub." Walaupun suatu pasar terbuka baru seperti pasar "BA" diciptakan seperti dimaksudkan oleh pengumuman pers bersama Menteri Keuangan Reagan dan Menteri Takeshita, struktur dasar kontrol akan tetap seperti sediakala sepanjang cara kerja sekarang tidak berubah.

Persoalannya sangat mendasar karena ia berkaitan dengan struktur dari implementasi kebijakan moneter Jepang termasuk metode kontrol penawaran uang. Walaupun pemerintah memberi penerangan-penerangan mengenai hal ini, tetapi tidak ada operasi "pasar terbuka" yang dilakukan oleh otoritas Jepang. Yang terjadi adalah manipulasi likuiditas bilateral oleh otoritas melalui keenam dealer pasar uang yang merupakan satu-satunya agen transaksi dalam pasar. Dari segi pandangan pengawasan penawaran uang, sistem tersebut telah berfungsi sangat efisien dan kebijakan moneter Jepang sejauh ini secara relatif sangat berhasil. Tetapi sistem kuota yang secara implisit sebagai hasil dari cara ini dianggap oleh beberapa peserta dalam pasar sebagai tindakan semaunya dan tidak fair. Tetapi situasi tampaknya dalam titik peralihan. Pasar "repos" berkembang secara cepat diikuti pasar CDs. Dengan adanya penurunan dalam nilai nominal surat berharga dan peningkatan jumlah surat berharga yang dijamin dalam pengumuman bersama, pasar CDs akan bertambah besar. Juga dengan berlanjutnya pembahasan atas penciptaan suatu pasar BA, terdapat kemungkinan bahwa cara kerja sekarang dalam pasar uang akan secara serius ditinjau kembali secara bersama-sama oleh otoritas Amerika Serikat dan Jepang.

Tipe gejala yang sama juga terdapat dalam pasar-pasar surat berharga jangka lebih panjang. Sejumlah besar obligasi nasional secara tradisional disalurkan oleh sindikat tertentu yang terdiri dari hampir seluruh lembaga keuangan Jepang. Tingkat dan persyaratan-persyaratan surat-surat berharga lainnya ditentukan melalui negosiasi bilateral antara Menteri Keuangan dan sindikat yang akibatnya harga dari surat berharga tidak selamanya konsisten dengan yang berlaku di pasar sekunder.

Pasar-pasar obligasi swasta juga dikuasai oleh 4 perusahaan surat berharga dan 8 bank komisi. Walaupun penyaluran surat berharga dalam pengertian yang tegas dilakukan oleh keempat perusahaan surat berharga, kedelapan bank komisioner memberi nasihat atas jumlah, waktu, syarat-syarat pengeluaran, mengkoordinasi negosiasi, mempersiapkan kontrak, menerima harga bersih, dan mengirimkan sertifikat. Partisipasi bank dalam pasar obligasi ini konsisten dengan standar tata cara untuk menjamin obligasi dengan jaminan karena perlakuan seperti ini adalah normal dalam pemberian pinjaman jangka panjang bank.

Beberapa analis mengemukakan bahwa dominasi bank dalam hal pinjaman jangka panjang adalah sebagai akibat kontrol secara implisit dalam bentuk kartel atas pasar obligasi. Tetapi akibatnya adalah sebaliknya. Dengan struktur pasar seperti ini, pembatasan yang ada bukan tidak efisien, sesedikitnya sampai saat terakhir ini, karena pasar obligasi hanya memainkan fungsi marginal dalam penyediaan dana yang bersifat jangka panjang bagi perusahaan-perusahaan.

Lebih dari itu, pasar yang stabil dalam obligasi perusahaan mempersyaratkan adanya pasar yang telah maju dalam surat-surat berharga pemerintah yang bebas risiko untuk berperan sebagai suatu jaminan untuk menentukan hasil yang memadai dari obligasi-obligasi perusahaan. Kecilnya jumlah obligasi pemerintah yang dikeluarkan di Jepang sebelum tahun 1975 telah menghambat terciptanya pasar obligasi yang maju seperti yang dimaksudkan, walaupun tidak terdapat pembatasan terhadap anggota dari sindikat obligasi pemerintah yang akan menjual kembali. Dengan demikian tanpa suatu pedoman kerja dalam mana harga obligasi ditentukan, pengembangan suatu pasar obligasi jangka panjang yang besar akan sulit sampai akhir tahun 1970-an.

INTERNASIONALISASI YEN

Pada tanggal 21 Oktober 1983, Menteri Keuangan Takeshita dalam wawancara dengan mass media mengenai tindakan komprehensif dalam bidang

ekonomi dan yang diumumkan dalam hari yang sama menyatakan sebagai berikut:

"Kita sebagai suatu negara industri utama akan terus mengambil langkah positif ke arah internasionalisasi Yen dan liberalisasi pasar keuangan dan modal kita."

Pernyataannya ini dalam suatu pengertian merupakan penciptaan sesuatu yang baru, yang mana perubahan yang jelas dari sikap pemerintah terhadap dilakukannya internasionalisasi Yen diterapkan.

Di masa lalu, sikap pemerintah adalah tetap netral terhadap internasionalisasi Yen; yaitu tidak membantu dan tidak juga menghalangi suatu evolusi natural dalam penggunaan Yen secara internasional.

Otoritas Jepang bersama dengan rekannya di Jerman dan Swiss tidak pernah siap betul dengan ide internasionalisasi mata uangnya. Mereka takut bahwa sebagai akibat internasionalisasi, kemampuan manuver kebijakan moneter mereka akan menjadi terbatas dan aturan ekonomi akan hilang. Pengalaman pahit Inggris dengan keseimbangan poundsterling sesudah perang sangat mengejutkan mereka dan mereka dipaksa belajar dari contoh Inggris.

Tetapi situasi berubah secara drastis dalam setengah tahun terakhir 1983, ketiga otoritas Amerika Serikat mulai mengkritik Jepang mengenai sifat tertutupan pasar keuangan domestiknya sebagai penyebab tidak langsung murahnya Yen. Walaupun dasar pemikiran yang mengaitkan dasar pertukaran dengan pasar uang agak diragukan, isu "ketertutupan" merupakan isu yang serius karena perubahan keuangan yang sedang berjalan di Jepang berada pada titik akil-balig. Dengan tidak menghindari tekanan Amerika Serikat otoritas Jepang tampaknya sudah memutuskan untuk mengendalikan apa yang disebut "revolusi keuangan" Jepang. Kebijakan aktif diterima tetapi beberapa isu yang mendasar tetap.

Keputusan mempercepat proses internasionalisasi Yen adalah konsisten dengan kenyataan bahwa Jepang telah menjadi pengeksport modal utama di dunia. Tetapi masalahnya terletak di pihak Amerika Serikat. Walaupun defisit Neraca Berjalan Amerika Serikat berlanjut terus Dollar Amerika Serikat tetap merupakan mata uang penggerak di dunia dan masih terdapat perjalanan panjang sebelum internasionalisasi baik Yen Jepang atau Mark Jerman mengubah situasi ini secara mendasar.

Menurut pendapat saya, penyebab utama ketidakpastian dalam pasar keuangan sekarang ini adalah kenyataan: negara dengan mata uang kunci mengalami neraca berjalan yang defisit terus-menerus. Sejarah menunjukkan

Tabel 1

PERUBAHAN DALAM NERACA MENURUT TIPE PASAR UANG

	Maret 1973	Maret 1983	Pertumbuhan 10 Tahun (times)		Maret 1973	Maret 1983	Pertumbuhan 10 Tahun (times)
<i>Pasar uang jangka pendek:</i>	75.941	302.955	4,0	<i>Loans:</i>	1.316.238	4.230.337	3,2
- Pasar call-money	15.756	53.613	3,4	- Sektor swasta	1.112.538	3.062.292	2,8
- Pasar discount bill	12.531	45.012	3,6	- Sektor pemerintah	203.700	1.168.045	5,7
- Pasar Gensaki*	12.244	47.578	3,9	<i>Pasar obligasi</i>	317.334	1.922.173	6,1
- Pasar CD	—	38.439	—	- Obligasi pemerintah	65.085	978.512	15,0
- Surat berharga pemerintah jangka pendek (TB)	35.410	118.313	3,3	- Obligasi pemerintah daerah	27.789	193.641	7,0
<i>Deposito</i>	1.248.633	4.646.900	3,7	- Obligasi perusahaan negara	85.061	333.693	3,9
- Deposito bank	1.018.889	3.416.397	3,4	- Obligasi perusahaan	42.340	101.292	2,4
(Deposito perusahaan)	(397.207)	(886.274)	2,2	- Debenture bank	97.059	315.035	3,2
(Deposito perorangan)	(621.682)	(2.530.123)	4,1	<i>Obligasi dikuasai:</i>			
- Postal savings	122.932	780.978	6,4	- Perusahaan	19.047	105.971	5,6
- Trusts	85.147	354.623	4,2	- Perorangan	72.629	352.959	4,9
- Securities investment-trust	21.665	94.902	4,4	- Bank kota	49.111	126.262	2,6
				- Obligasi pemerintah yang dikuasai bank kota	(8.608)	(63.773)	7,4

Sumber: Nichigin Keizai Tokai Geppo (The Bank of Japan Economic Statistics Monthly Report).

Obligasi yang diperdagangkan dengan perjanjian pembelian kembali.

Table 2

NERACA PASAR UANG JANGKA PENDEK MENURUT TIPE PESERTA

Maret 1983 (100 million Yen)

	Peminjam								Pemberi Pinjaman							
	Pasar CD		Pasar "Gensaki"		Pasar Call Money		Pasar Discount Bill		Pasar CD		Pasar "Gensaki"		Pasar Call Money		Pasar Discount Bill	
		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)		(%)
Bank-bank kota	22.294	58,0	1.900	4,0	16.761	45,0	46.841	91,8			197	0,4				
Bank kredit jangka panjang	2.491	6,5	29	0,1	5	—					80	0,2	2.757	7,6	977	1,9
Bank trust	2.274	5,9	921	1,9	115	0,3					569	1,2	13.850	38,0	4.056	7,9
Bank lokal	5.117	13,3	569	1,2	6.206	16,7					1.366	2,9	2.784	7,6	747	1,5
Bank mutual savings	3.057	8,0	438	0,9							294	0,6	3.260	9,0	228	0,4
Kredit union	442	1,1	882	1,9							640	1,3	3.190	8,8	4.832	9,5
Bank asing	2.338	6,1			6.905	18,5	3.860	7,6					416	1,1	2.228	4,4
Institusi kredit Pertanian dan Kehutanan	118	0,3	1.774	3,7							574	1,2	4.250	11,7	15.279	29,9
Perusahaan asuransi jiwa dan kecelakaan			2.837	6,0							65	0,1	3.878	10,7	586	1,1
Perusahaan surat berharga			34.413	72,.									613	1,7	—	
Securities investment trusts			—								4	—				
Mutual aid association of government offices			4	—							1.472	3,1				
Business corporations			2.208	4,6					32.285	84,0	28.997	60,9				
Non-residents			—						2.350	6,1	6.535	13,7				
Individu									11	—						
Pemerintah propinsi dan Kabupaten									3.387	8,8						
Lembaga keuangan lain			1.333	2,8					406	1,1	1.536	3,3				
Lain-lain	306	0,8	270	0,6	7.240	19,5	349	0,6			5.249	11,1	1.407	3,8	22.104	43,4
Total	38.437	100,0	47.578	100,0	37.232	100,0	51.050	100,0	38.439	100,0	47.578	100,0	36.405	100,0	51.037	100,0

Sumber: Nichigin Keizai Tokai Geppo (The Bank of Japan Economic Statistics Monthly Report).

* Neraca akhir bulan diperlihatkan untuk pasar CD dan "Gensaki."

** Neraca rata-rata ditunjukkan untuk Pasar Call dan CD.

kepada kita bahwa situasi seperti ini hampir selalu mengarah kepada ketidakstabilan dan kebingungan.

Tampaknya waktu telah tiba untuk mencari pemecahan secara fundamental terhadap masalah ini. Pada dasarnya, internasionalisasi Yen dan deregulasi pasar keuangan Tokyo adalah langkah-langkah dengan arah yang benar, tetapi mempunyai kelemahan menstabilkan pasar uang dunia. Baik liberalisasi unilateral maupun internasionalisasi tidak akan memecahkan masalah. Permasalahannya terletak lebih banyak di pihak pemerintah daripada sektor swasta. Internasionalisasi selanjutnya dari transaksi keuangan swasta tanpa koordinasi yang memadai dari sektor pemerintah malah mungkin mengakibatkan tambahan ketidakstabilan.

Intervensi bersama dalam bursa dan koordinasi kebijakan moneter dengan beberapa target tertentu adalah merupakan contoh dari tipe tindakan yang dibutuhkan untuk memecahkan kesalahan berpikir dari situasi sekarang. Saya yakin, antara lain kerjasama di pihak Amerika Serikat, adalah pra-kondisi yang penting untuk memulai pembicaraan mengenai isyu-isyu ini.