

भारतीय व्युत्पन्नी बाज़ार - एक विनियामक एवं प्रसंगाश्रित परिप्रेक्ष्य* श्यामला गोपीनाथ

सर्वप्रथम मैं भारतीय व्युत्पन्नी बाज़ार पर आयोजित इस संगोष्ठी में मुझे आमंत्रित करने के लिए यूरोमनी को धन्यवाद देती हूँ। निश्चित रूप से उनकी जटिलताओं के कारण हाल के दिनों में व्युत्पन्नियों की रहस्यमय दुनिया गहन ध्यान का केन्द्र बन गई है तथा हाल की घटनाओं ने वित्तीय प्रणाली की स्थिरता पर उनके प्रभाव पर बहस छेड़ दी है।

आज मेरी चर्चा विदेशी मुद्रा, ऋण और ऋण व्युत्पन्नी बाज़ारों के संबंध में भारत में विनियामक ढांचे और इन लिखतों का लेनदेन करने में उद्भूत होनेवाली विनियामक अनिवार्यताओं तथा विशेषकर वैश्विक घटनाओं के सन्दर्भ में उनके भावी विकास तक ही सीमित रहेगी।

भारत में व्युत्पन्नी बाज़ारों सहित वित्तीय बाज़ार, जो पिछले डेढ़ दशक से सुधार की प्रक्रिया से गुज़र रहे हैं, में आकार, उत्पाद प्रोफाइल, सहभागियों के स्वरूप तथा ईक्विटी बाज़ारों, ऋण बाज़ारों और विदेशी मुद्रा बाज़ारों - सभी खण्डों में बाज़ार की आधारभूत सुविधा के विकास की दृष्टि से वृद्धि परिलक्षित हुई है।

विश्व भर में व्युत्पन्नियों के बाज़ार में निकट अतीत में विस्फोटक वृद्धि हुई है। हाल ही में जारी किए गए भारतीय मानक ब्यूरो के विदेशी मुद्रा और व्युत्पन्नी बाज़ार की गतिविधि के अप्रैल 2007 के त्रि-वर्षीय केन्द्रीय बैंक सर्वेक्षण तथा काउण्टर पर लेनदेन वाले डेरिवेटिव खण्ड के अनुसार ब्याज दर एवं गैर-परंपरागत विदेशी मुद्रा संविदाओं के औसत दैनिक पण्यावर्त में 71 प्रतिशत की वृद्धि हुई तथा वह 1995 से परिलक्षित 20 प्रतिशत की वार्षिक यौगिक वृद्धि दर्ज करते हुए अप्रैल 2004 की तुलना में अप्रैल 2007 में 2.1 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर हो गया। विदेशी मुद्रा विकल्प (आप्शन) तथा परस्पर लेन देन की मुद्रा (क्रास करेंसी) अदला-बदली (स्वैप्स) का पण्यावर्त दो गुने से भी अधिक बढ़कर प्रतिदिन 0.3 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर हो गया, इस प्रकार यह वृद्धि हाज़िर व्यापार, वायदा या सादी विदेशी मुद्रा अदला-बदली जैसे 'परंपरागत' लिखतों की वृद्धि से आगे निकल गई। परंपरागत लिखत

* 24 अक्टूबर 2007 को यूरोमनी उद्घाटनात्मक भारत के व्युत्पन्नी सम्मेलन, 2007, मुंबई में श्रीमती श्यामला गोपीनाथ, उप गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा दिया गया आरंभिक भाषण।

भी वर्ष 2004 की तुलना में परंपरागत विदेशी मुद्रा बाजारों में अपनी गतिविधि में अभूतपूर्व वृद्धि दर्शाते हैं। औसत दैनिक पण्यवर्त अप्रैल 2007 में बढ़कर 3.2 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर हो गया, जो वर्तमान विनिमय दरों पर 71 प्रतिशत की तथा स्थिर विनिमय दरों पर 65 प्रतिशत की वृद्धि दर्शाता है। अपेक्षाकृत अधिक बड़े ब्याज दर खण्ड में, जहां औसत दैनिक पण्यवर्त 64 प्रतिशत बढ़कर 1.7 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर तक पहुंच गया, अपेक्षाकृत से साधारण वृद्धि दर्ज हुई। जहां काउंटर पर लेनदेन वाली ब्याज दर व्युत्पन्नियों में गतिविधि पर डॉलर और यूरो का स्पष्ट रूप से वर्चस्व कायम है, उनके सम्मिलित अंश में 2004 के सर्वेक्षण के समय से 10 प्रतिशत की कमी आई तथा वह अप्रैल 2007 में 70 प्रतिशत रह गया, क्योंकि कतिपय प्रमुखतर बाजारों में हुई पण्यवर्त वृद्धि ने इन दोनों प्रमुख मुद्राओं को पीछे छोड़ दिया।

भारतीय विदेशी मुद्रा और व्युत्पन्नी बाजारों का भी पिछले वर्षों में महत्वपूर्ण रूप से विकास हुआ है। भारतीय मानक ब्यूरो के वैश्विक सर्वेक्षण के अनुसार सभी मुद्राओं समेत कुल पण्यवर्त में रुपए का प्रतिशत अंश 2004 के 0.3 प्रतिशत से बढ़कर 2007 में 0.7 प्रतिशत हो गया। विदेशी मुद्रा बाजार के पण्यवर्त के भौगोलिक वितरण के अनुसार 34 बिलियन अमेरिकी डॉलर प्रति दिन के स्तर वाला भारत का अंश 2004 के 0.4 प्रतिशत से बढ़कर 2007 में 0.9 प्रतिशत हो गया। विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी बाजार कार्यकलाप का भी आकलन बैंकिंग प्रणाली की बहियों में बकाया स्थितियों से लगाया जा सकता है। अगस्त 2007 के अंत में बैंकों के तुलनपत्र में बकाया कुल विदेशी मुद्रा संविदाओं की रकम 1100 बिलियन अमेरिकी डॉलर (44 लाख करोड़ रुपए) थी, जिसमें से लगभग 84 प्रतिशत वायदा संविदाएं तथा शेष 'आप्शन' संविदाएं थीं।

जहां तक ब्याज दर व्युत्पन्नियों का सम्बन्ध है, जैसी कि भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआइएल) के मंच पर सूचना दी गई है, अन्तर-बैंक रुपया अदला-

बदली बाजार पण्यवर्त का औसत आनुमानिक आधार पर लगभग 4 बिलियन अमेरिकी डॉलर (16,000 करोड़ रुपए) प्रतिदिन था। 31 अगस्त 2007 के दिन बैंकों के तुलनपत्र में बकाया रुपया अदला-बदली संविदाओं की रकम आनुमानिक आधार पर लगभग 1600 बिलियन अमेरिकी डॉलर (64,00,000 करोड़ रुपए) थी। 31 अगस्त 2007 के दिन बैंकों की बहियों में परस्पर लेन-देन की मुद्रा में ब्याज दर अदला-बदली से सम्बन्धित बकाया आनुमानिक रकमें 57 बिलियन अमेरिकी डॉलर (2,24,000 करोड़ रुपए) थीं।

भारतीय व्युत्पन्नी बाजार का आकार उपर्युक्त आंकड़ों से स्पष्ट रूप से व्यक्त हो जाता है यद्यपि वैश्विक मानकों से यह अपने नवजात चरण में ही है। व्यापक रूप से, रिजर्व बैंक को यह अधिकार प्राप्त है कि वह ब्याज दर व्युत्पन्नियों, विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नियों और ऋण व्युत्पन्नियों से सम्बन्धित बाजारों का विनियमन करे। वर्ष 2006 में जब तक भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम में संशोधन नहीं हुआ था, काउंटर पर लेनदेन वाली व्युत्पन्नियों, जिनका निपटान नकदी द्वारा किया जाता था, की वैधानिकता को लेकर कुछ अस्पष्टता थी। अब उपर्युक्त अधिनियम में उन व्युत्पन्नियों (ब्याज दर, विदेशी मुद्रा विनिमय दर, क्रेडिट रेटिंग या क्रेडिट सूचकांक या प्रतिभूतियों के मूल्य वाले आधार सहित) के सम्बन्ध में एक संशोधन के माध्यम से निराकरण कर दिया गया है, जो रिजर्व बैंक के विनियामक दायरे में आती हैं, बशर्ते, उस लेनदेन का एक पक्ष रिजर्व बैंक कोई अनुसूचित बैंक या भारतीय रिजर्व बैंक, अधिनियम, बैंककारी विनियमन अधिनियम या विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम (फेमा) के अधीन विनियमित कोई भी अन्य संस्था हो।

वर्तमान विनियामक ढांचा

विन्यस्त उत्पादों के बढ़ते उपयोग के प्रकाश में तथा यह सुनिश्चित करने के लिए कि ग्राहक इन जटिल

लिखतों में निहित जोखिम के स्वरूप को समझ लें, बाजार सहभागियों के साथ व्यापक परामर्श के बाद रिजर्व बैंक ने अप्रैल 2007 में व्युत्पन्नियों के सम्बन्ध में व्यापक दिशानिर्देश जारी किए, जिसमें निम्नलिखित पहलुओं का समावेश है :

- सहभागियों को सामान्य रूप से दो कार्यपरक श्रेणियों में वर्गीकृत किया गया है, यथा बाजार निर्माता और उपयोगकर्ता, जो किसी लेनदेन में सहभागी द्वारा अपनाई गई स्थिति के अनुरूप होगा। यह श्रेणीकरण बाजार निर्माता द्वारा उपयोगकर्ताओं से संबंधित अनुपालन की अनुकूलता एवं उपयुक्तता को सुनिश्चित करने की दृष्टि से महत्वपूर्ण समझा गया था।
- ये दिशानिर्देश विविध भागीदारों द्वारा व्युत्पन्नियों के लेन-देन का व्यवसाय करने के उद्देश्य को भी परिभाषित करते हैं। जहां **बाजार निर्माता** उपयोगकर्ताओं और स्वयं उनके बीच भी व्युत्पन्नियों के लेनदेन में प्रतिपक्ष के रूप में कार्य करने हेतु व्युत्पन्नियों के लेन-देन का व्यवसाय कर सकते हैं, वहीं **उपयोगकर्ता** व्युत्पन्नियों के लेन-देन एक्सपोजर की प्रतिरक्षा करने - व्युत्पन्नी लेनदेन के कार्यकाल के दौरान निरंतर आधार पर किसी वर्तमान अभिज्ञात जोखिम को विशिष्ट रूप से कम या समाप्त करने - के लिए या रिजर्व बैंक द्वारा विशिष्ट रूप से यथाअनुमत जोखिम एक्सपोजर का रूपांतरण करने हेतु कर सकते हैं।
- ये दिशानिर्देश व्युत्पन्नियों के लेन-देन का व्यवसाय करने के व्यापक सिद्धान्तों को स्पष्ट रूप से प्रतिज्ञापित करते हैं।
 - किसी भी प्रकार के व्युत्पन्नी विन्यास की, जब तक वह रिजर्व बैंक द्वारा अनुमत दो या उससे अधिक सामान्य लिखतों का समुच्चय हो, अनुमति होती है।
 - बाजार निर्माता को इनके बाजार मूल्य को बही में अंकित करने या इन उत्पादों के मूल्यांकन को प्रेक्षणीय बाजार मूल्य के आधार पर प्रदर्शित करने में समर्थ होना चाहिए।
- इसके अलावा, यह सुनिश्चित किया जाना अपेक्षित होगा कि विन्यस्त उत्पादों में किसी ऐसी व्युत्पन्नी का समावेश न हो, जिसकी/जिनकी एकल आधार पर अनुमति न हों। विन्यास में 'नकदी' लिखत (तों) का समावेश होने की स्थिति में भी यह शर्त लागू होगी।
- सभी अनुमत व्युत्पन्नियों के लेन-देन केवल प्रचलित बाजार दरों पर ही संविदाकृत होंगे।
- ये दिशानिर्देश व्युत्पन्नियों के कार्यकलापों में निहित जोखिमों को नियंत्रित करने के लिए विवेकसम्मत प्रणाली के मूलभूत सिद्धांत निश्चित करते हैं। यह आवश्यक है कि व्युत्पन्नियों के एक्सपोजर से पैदा होने वाले सभी जोखिमों को विश्लेषित और प्रलेखित किया जाए तथा व्युत्पन्नियों के एक्सपोजर का प्रबंधन बैंक के अन्य कार्यकलापों जैसे संकल्पनात्मक ढांचे का उपयोग करते हुए बैंक की समग्र जोखिम प्रबंधन प्रणाली के साथ एकीकृत कर दिया जाए।
- ग्राहकों (उपयोगकर्ताओं) को प्रदान किए जा रहे व्युत्पन्नी उत्पादों के लिए बैंकों के भीतर नीतियों की 'अनुकूलता' और 'उपयुक्तता' के क्रांतिक महत्त्व को रेखांकित कर दिया गया है। यह अनिवार्य है कि बाजार-निर्माता व्युत्पन्नी उत्पादों को सामान्य और विन्यस्त उत्पादों के रूप में विशेषतः उन उपयोगकर्ताओं को प्रदान करें, जो इन लेनदेनों में अन्तर्निहित जोखिमों के स्वरूप से परिचित हों और यह भी कि प्रदान किए जा रहे उत्पाद उपयोगकर्ताओं की आंतरिक नीति के साथ-साथ जोखिम अभिरुचि से सुसंगत हों।

उपर्युक्त व्यापक ढांचे के भीतर अनुमत विदेशी मुद्रा और ब्याज दर व्युत्पन्नियों की विशिष्टताओं को इसके नीचे स्पष्ट किया गया है :-

I विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नियां

भारत में आर्थिक संस्थाओं के पास उनके मुद्रा जोखिमों को प्रतिरक्षित करने के लिए इस समय वायदा, अदला-बदली और ऑप्शन जैसे काउंटर पर क्रय-विक्रय वाले उत्पादों की एक सूची उपलब्ध है तथा जैसा कि उनके परिमाण और क्रय-विक्रय दर अंतरों से पता चलता है, इनके बाजार अच्छे-खासे गहन एवं अर्थ-सुलभ हैं। भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के उद्गम का पता 1978 के उस समय से लगाया जा सकता है जब बैंकों को अंतर-दिवसीय व्यापार आरंभ करने की अनुमति दी गई। हालांकि, बाजार में महत्वपूर्ण कार्यकलाप की शुरुआत भुगतान संतुलन पर उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष: डॉ. सी. रंगराजन) की रिपोर्ट में की गई सिफारिशों के अनुसरण में मार्च 1993 में मुद्रा जारी किए जाने के फलस्वरूप 1990 वाले दशक में ही हो पाई।

रुपये को शामिल करते हुए विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नियों के सम्बन्ध में निवासियों को विदेशी मुद्रा वायदा संविदाओं, विदेशी मुद्रा-रुपया अदला-बदली लिखतों और मुद्रा ऑप्शन, लेन-देन की पारस्परिक मुद्रा और विदेशी मुद्रा-रुपया, दोनों ही की सुविधा प्राप्त है। केवल विदेशी मुद्रा वाली व्युत्पन्नियों के मामले में ब्याज दर अदला-बदली (आइ आर एस), वायदा दर करार (एफ आर ए), ऑप्शन, जैसे कई प्रकार के उत्पादों की अनुमति है। जहां इन उत्पादों का उपयोग कई प्रकार के उद्देश्यों के लिए किया जा सकता है, वहीं मूलभूत अपेक्षा है विदेशी मुद्रा जोखिम, चाहे वह चालू खाते पर हो या पूंजी खाते पर, के प्रति अंतर्निहित एक्सपोजर का अस्तित्व। जहां प्रारंभिक रूप से वायदा संविदाएं एक बार निरस्त हो जाने पर पुनः दर्ज नहीं कराई जा सकती थीं, वहीं अब वायदा संविदाओं की बुकिंग के निरस्तीकरण और पुनः बुकिंग के लिए अपेक्षाकृत अधिक लचीलापन बरता जाने लगा है। निर्यातकों और आयातकों के मामले में, उन्हें भी पिछले कार्य-निष्पादन के आधार पर वायदा संविदाएं दर्ज कराने की अनुमति प्रदान की गई है तथा सुपुर्दगी की शर्त भी क्रमिक रूप से लचीली बना दी गई है।

लघु एवं मध्यम उद्यम क्षेत्र के लिए कार्यविधिक अपेक्षाओं को सरल बनाने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक ने हाल ही में अन्तर्निहित के साथ-साथ प्रत्याशित तथा आर्थिक एक्सपोजर दोनों की प्रतिरक्षा के लिए जटिल प्रलेखीकरण औपचारिकताएं पूरी किए बिना ही लचीलेपन की मंजूरी दी है। यह सुनिश्चित किए जाने के उद्देश्य से कि लघु एवं मध्यम उद्यम इन उत्पादों के जोखिमों से परिचित हों, केवल उन्हीं बैंकों को इस प्रकार की सुविधाएं उपलब्ध कराने की अनुमति दी गई है, जिनके साथ उनके ऋण सुविधा वाले संबंध हों। इन सुविधाओं का संस्था के पण्यवर्त से भी कुछ न कुछ संबंध होना चाहिए। इसी प्रकार व्यक्तियों को स्वतः घोषणा के आधार पर 100,000 अमेरिकी डॉलर तक प्रतिरक्षित करने की अनुमति दी गई है।

प्राधिकृत व्यापारी बैंक आयातों पर सीमाशुल्क के संबंध में आयातकों के मुद्रा संसूचक एक्सपोजर के प्रतिरक्षण सहित विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित किन्तु भारतीय रुपए में निपटाए जाने वाले लेन - देनों के संबंध में निवासियों के साथ भी वायदा संविदाएं कर सकते हैं। प्राधिकृत व्यापारियों को निर्यात और आयात व्यापार में लगे हुए निवासियों को अंतरराष्ट्रीय पण्य केन्द्रों में सोना, चांदी और पेट्रोलियम जैसे कुछेक अपवादों सहित समस्त वस्तुओं के संबंध में मूल्य जोखिम के प्रतिरक्षण की अनुमति प्रदान करने के अधिकार (शक्ति) प्रत्यायोजित किए गए (की गई) हैं। घरेलू उत्पादकों/ उपयोगकर्ताओं को उनके अन्तर्निहित आर्थिक एक्सपोजरों के आधार पर अंतरराष्ट्रीय पण्य केन्द्रों में एल्यूमिनियम, ताँबा, सीसा, निकल और जस्ता के साथ-साथ विमानन टरबाइन ईंधन पर उनके मूल्य जोखिमों को प्रतिरक्षित करने की अनुमति दी जाती है।

अनिवासियों को सुविधाएं

विदेशी संस्थागत निवेशकों, भारत में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश करने वाले भारत से बाहर के निवासी व्यक्तियों तथा अनिवासी भारतीयों को नकदी बाजार में उनके एक्सपोजर की सीमा तक वायदा बाजारों में प्रवेश की अनुमति दी जाती है। विदेशी संस्थागत निवेशकों को

किसी विशिष्ट तिथि को भारत में ईक्विटी और/या ऋण में संपूर्ण निवेश के बाजार मूल्य पर वायदा संविदाओं का उपयोग करते हुए मुद्रा जोखिम को प्रतिरक्षित करने की अनुमति है। विदेशी प्रत्यक्ष निवेशकों के लिए निम्नलिखित प्रयोजनों हेतु वायदा संविदाओं की अनुमति दी जाती है (i) 1 जनवरी 1993 से भारत में किए गए निवेशों के बाजार मूल्य पर विनियम दर जोखिम को प्रतिरक्षित करना (ii) भारतीय कंपनियों में निवेशों पर प्राप्य लाभांश पर विनियम दर जोखिम को प्रतिरक्षित करना और (iii) भारत में प्रस्तावित निवेश पर विनियम दर जोखिम को प्रतिरक्षित करना। अनिवासी भारतीय वायदा संविदाओं का उपयोग करते हुए अनिवासी विदेशी खातों में तथा रुपया वायदा के साथ-साथ विदेशी मुद्रा वायदा संविदाओं का उपयोग करते हुए विमुअनि (बैंक) में जमाशेषों/रकमों को प्रतिरक्षित कर सकते हैं।

मुद्रा फ्यूचर

भारतीय अर्थव्यवस्था के शेष विश्व के साथ बढ़ते एकीकरण तथा वित्तीय बाजारों के निरंतर विकास के संदर्भ में विनियम जोखिम का प्रबंधन करने के लिए मुद्रा फ्यूचर जैसे अन्य प्रतिरक्षा लिखतों की भी अनुमति दिए जाने की आवश्यकता है। पूंजी खाते की पूर्णतः परिवर्तनीयता पर समिति ने यह सिफारिश की थी कि जोखिमों के उपयुक्त व्यापारिक व्यवस्था के माध्यम से नियंत्रित किए जाने, संविदाओं के ढांचों और विनियामक परिवेश की शर्त पर मुद्रा फ्यूचर की शुरुआत की जाए। तदनुसार रिजर्व बैंक ने वर्ष 2007-08 के वार्षिक नीतिगत वक्तव्य में मुद्रा फ्यूचर के संबंध में अंतरराष्ट्रीय अनुभवों का अध्ययन करने तथा उक्त प्रस्ताव को कार्यान्वित करने हेतु वर्तमान विधिक एवं विनियामक ढांचे के अनुरूप ही एक उपयुक्त ढांचे का सुझाव देने के लिए मुद्रा फ्यूचर पर एक कार्य दल के गठन का प्रस्ताव किया।

उक्त दल ने बैंकों के संघों, बैंकों, दलालों, भारतीय और अंतरराष्ट्रीय, दोनों ही शेयर बाजारों सहित बाजार के सहभागियों के भिन्न-भिन्न वर्गों के साथ विस्तृत

परामर्श किया तथा वह अपनी रिपोर्ट को अंतिम रूप देने की प्रक्रिया से गुजर रहा है। यह देखते हुए कि भारत अभी तक पूंजी खाते के संबंध में पूर्णतः परिवर्तनीय नहीं है, मुद्रा फ्यूचर खण्ड के साथ नकदी एवं काउंटर पर क्रय-विक्रय वाले वायदा बाजार में विनियामक ढांचे के साथ सामंजस्य बिठाने के मुद्दे का निराकरण करने के लिए विविध प्रकार के विकल्प उपलब्ध हैं। इस संबंध में अंतरराष्ट्रीय अनुभव एकमात्र अपवाद दक्षिण अफ्रीका, जिसने हाल ही में देशी मुद्रा फ्यूचर का शुभारंभ किया है, को छोड़कर प्रायः आर्थिक सहयोग और विकास संगठन वाले देशों पर आधारित हैं। उक्त दल की रिपोर्ट का प्रारूप व्यापक प्रसार एवं प्रति-सूचना के लिए सार्वजनिक अधिकार क्षेत्र में ला दिया जाएगा।

III. रुपया ब्याज दर व्युत्पन्नी

भारत में रुपया व्युत्पन्नियों की शुरुआत जुलाई, 1999 में उस समय हुई थी, जब रिजर्व बैंक ने बैंकों/वित्तीय संस्थाओं/प्राथमिक व्यापारियों को ब्याज दर अदला-बदली और वायदा दर करारों का व्यवसाय करने की अनुमति प्रदान की। इन संस्थाओं के कॉर्पोरेटों को ब्याज दर जोखिम को प्रतिरक्षित करने तथा स्वयं उनके तुलनपत्र को प्रतिरक्षित करने एवं व्यापारिक उद्देश्यों के लिए इन लिखतों का व्यवहार करने हेतु इन उत्पादों को प्रदान किए जाने की अनुमति दी गई थी। तब से अब तक बाजार को गहनता एवं व्यापकता प्रदान करने के लिए कई प्रकार की पहलकदमियों की गई हैं।

इस समय अनुमेय रुपया ब्याज दर व्युत्पन्नियां वायदा दर करारों, ब्याज दर अदला-बदली और ब्याज दर फ्यूचर के रूप में हैं। वायदा दर करारों/ब्याज दर अदला-बदली के लिए अनुमत न्यूनतम मानदंड हैं कोई भी घरेलू मुद्रा या ऋण बाजार रुपया ब्याज दर या मिफोर अदला-बदली के संबंध में यथा अनुमत वायदा विदेशी मुद्रा दरों में अन्तर्निहित रुपया ब्याज दर। जबकि अदला-बदली बाजार में बैंक और प्राथमिक व्यापारी, दोनों ही को बाजार - निर्माता के

रूप में अनुमति प्राप्त है, (बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों सहित) समस्त कारोबारी संस्थाओं को इन लिखतों का उपयोग करते हुए उनके अन्तर्निहित एक्सपोजरों को प्रतिरक्षित करने की अनुमति होती है। प्राथमिक व्यापारियों को इस संबंध में आंतरिक दिशा-निर्देशों के पालन की शर्त पर ब्याज दर फ्यूचर में व्यापारिक स्थिति बनाए रखने की भी अनुमति प्रदान की गई है। ब्याज दर अदला-बदली बाजार बैंकों और कॉर्पोरेटों की सहभागिता के कारण तेजी से विकसित हुआ है। उक्त बाजार अर्थ -सुलभ है तथा क्रय-विक्रय दर का अंतर कम है।

पारदर्शिता एवं रिपोर्टिंग

व्यापारिक सूचना की पारदर्शी अभिप्राप्ति और प्रसारण के लिए एक प्रभावी व्यवस्था करने के उद्देश्य से, रिजर्व बैंक की पहल पर भारतीय समाशोधन नियम ने हाल ही में काउण्टर पर ब्याज दर की अदला-बदली हेतु एक रिपोर्टिंग प्रणाली का विकास किया है। सूचित सौदे भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड द्वारा संसाधित किए जाते हैं, जो ब्याज दरों के पुनर्नियतन, सूचना देने वाले सदस्यों को निपटान मूल्य प्रदान किये जाने जैसी कुछ एक व्यापारोत्तर संसाधन सेवाएं भी प्रदान करता है। क्रय-विक्रय की गई दरों और उनकी मात्राओं से संबंधित सूचना भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड की वेबसाइट के माध्यम से उपलब्ध कराई जाती है।

एक बार स्थिरता आ जाने पर अगला चरण कुछ एक अनुवर्ती जोखिमों के निराकरण के लिए व्यापारोत्तर संसाधन की आधारभूत सुविधाओं के विकास का हो सकता है।

ब्याज दर फ्यूचर

जहां वायदा दर करार/ब्याज दर अदला-बदली बाजारों में अभूतपूर्व वृद्धि परिलक्षित हुई, वहीं ब्याज दर फ्यूचर, जिसकी राष्ट्रीय शेयर बाजार में पहली शुरुआत 2003 में हुई, में कतिपय ढांचागत कारकों के कारण तेजी नहीं आ सकी। रिजर्व बैंक तकनीकी सलाहकार समिति

का बाजारों पर एक उप-दल, जिसमें उद्योग और शैक्षिक क्षेत्र के प्रतिनिधियों का समावेश है, निम्नलिखित सहित विविध मुद्दों की जांच करने हेतु गठित किया गया है :

- (i) उत्पाद की डिजाइन से जुड़े मुद्दों के विशेष संदर्भ में ब्याज दर फ्यूचर में अब तक के अनुभव की समीक्षा तथा ब्याज दर फ्यूचर को गतिशील बनाने के लिए सिफारिशें करना।
- (ii) इस बात की जांच करना कि क्या ब्याज दर फ्यूचर के बारे में बैंकों को दिए गए विनियामक -दिशा निर्देशों को ब्याज दर अदला-बदली में उनकी सहभागिता से जुड़े दिशानिर्देशों के साथ जोड़े जाने की आवश्यकता है।
- (iii) ब्याज दर फ्यूचर में विदेशी संस्थागत निवेशकों सहित अनिवासियों की अंतर्निहित नकद बाण्ड बाजार को लागू होने वाली नीति से सुसंगत सहभागिता की व्याप्ति और मात्र की जांच करना।

उक्त दल की रिपोर्ट का प्रारूप टिप्पणियों के लिए जनता के डोमेन में रखा जाएगा।

विन्यस्त ऋण और ऋण व्युत्पन्नियां

विन्यस्त ऋण बाजार अंतरराष्ट्रीय स्तर पर उन जटिल उत्पादों के घुमाव को परिवेष्टित करते हुए अभूतपूर्व रूप से वृद्धि कर के एक ऐसी सुस्पष्ट आस्ति श्रेणी बन गया है, जिसने मूल ऋण रकम का कई गुना लाभ दिलाते हुए निवेशकों की आवर्ती श्रृंखला में जोखिम स्थानांतरण को सुगम बना दिया है। इस मॉडल का डाउनसाइड अमेरिकी सब-प्राइम से संबंधित विश्वव्यापी घटना में वाक्पटु ढंग से प्रदर्शित हो चुका है, जिस पर मैं बाद में चर्चा करूंगी। भारत में विन्यस्त ऋण बाजार अभी तक अपनी शैशवावस्था में है, जिसमें प्राथमिक रूप से प्रतिभूतिकरण उत्पादों का समावेश है और हाल की घटनाओं से प्राप्त शिक्षा में यहां इस बाजार के भावी विकास के लिए महत्वपूर्ण शिक्षा छिपी हो सकती है।

भारत में प्रतिभूतिकरण पिछले एक दशक से भी अधिक समय से अस्तित्व में रहा है, जो मुख्यतः कतिपय बैंकों और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों तक ही सीमित था। बंधक पर आधारित प्रतिभूतियां और आस्ति पर आधारित प्रतिभूतियां, दोनों ही प्रचलन में हैं। पिछले कुछ वर्षों में प्रतिभूतिकरण बाजार में परिपक्वता आ गई है तथा अब एक सुस्थापित निवेशक समुदाय एवं नियमित जारीकर्ता मौजूद हैं। भारतीय निवेश सूचना और साख श्रेणी निर्धारण एजेंसी (आइसीआरए) के अनुमानों के अनुसार विन्यस्त निर्गमन मात्राएं वर्ष 2003 के 77 बिलियन रुपये से बढ़कर 2006-07 में 369 बिलियन रुपये हो चुकी हैं। वर्ष 2006-07 में दर्ज वृद्धि प्राथमिक रूप से एकल कॉर्पोरेट ऋणों के प्रतिभूतिकरण के कारण संभव हुई जो कुल मात्रा का लगभग एक तिहाई थी। तथापि, खुदरा ऋणों के प्रतिभूतिकरण के लोकप्रिय बने रहने के कारण 60 प्रतिशत से अधिक के स्तर पर आस्ति आधारित प्रतिभूति सबसे बड़ा उत्पाद वर्ग है। आस्ति पर आधारित प्रतिभूति बाजार की वृद्धि का श्रेय बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थाओं द्वारा धारित बढ़ते खुदरा ऋण पोर्टफोलियो, अन्तर्निहित आस्ति की श्रेणी से निवेशकों के परिचय, इस प्रकार के निर्गमों की अपेक्षाकृत कम अवधि जैसे कई कारकों को दिया जा सकता है। बंधक पर आधारित प्रतिभूति बाजार की वृद्धि मुख्यतः अपेक्षाकृत लंबी अवधि, गौण बाजार से चलनिधि के अभाव तथा अन्तर्निहित ऋणों की पूर्व चुकौती/पुनर्मूल्यनिर्धारण से उद्भूत होने वाले जोखिमों के कारण अन्तर्निहित आवास वित्त बाजार में हुई वृद्धि के बावजूद धीमी रही है।

भारत में बैंकों द्वारा अपनाई जाने वाली भिन्न-भिन्न प्रथाओं तथा लेखांकन, मूल्यांकन तथा पूंजी व्यवहार के बारे में कतिपय चिंताओं के मद्देनजर रिजर्व बैंक ने बाजार के सहभागियों के साथ विस्तृत परामर्श के बाद फरवरी 2006 में औपचारिक दिशानिर्देश जारी किए। ये दिशानिर्देश व्यापक रूप से अंतरराष्ट्रीय स्तर पर अन्य पर्यवेक्षणों द्वारा जारी दिशानिर्देशों के अनुरूप ही हैं तथा वे निम्नलिखित की परिकल्पना करते हैं:

- प्रवर्तक और विशेष प्रयोजन संस्था के बीच 'घनिष्ठता के बाहर' वाला संबंध सुनिश्चित करने हेतु विस्तृत दिशानिर्देश।
- पहली और दूसरी हानियों के लिए प्रवर्तक द्वारा उपलब्ध कराई गई ऋण संवृद्धि की पूंजी से कटौती कर ली जानी है। पहली हानि सुविधा के लिए, कटौती की अधिकतम सीमा पूंजी की उस रकम तक सीमित है जिसे आस्ति के सम्पूर्ण मूल्य के लिए बैंक को रोक रखने की आवश्यकता पड़ सकती थी। इस प्रकार किसी प्रवर्तक द्वारा दूसरी हानि सुविधा भी उपलब्ध कराने का प्रयास किए जाने हेतु उसके लिए एक अनुत्साहन की रचना की गई है। (हालांकि प्रस्तावित बासेल II दिशानिर्देशों में यह परिकल्पना की गई है कि प्रतिभूतिकृत एक्सपोजरों के लिए जोखिम भार रेटिंग के आधार पर 20 प्रतिशत से ले कर 400 प्रतिशत तक होंगे या पूंजी से कटौती भी की जाएगी)
- बिक्री से होने वाले किसी भी लाभ/प्रीमियम को 'अपफ्रंट' दर्ज किए जाने की अनुमति नहीं होगी तथा उसे विशेष प्रयोजन संस्था द्वारा जारी की गई या जारी की जाने वाली प्रतिभूतियों के कार्यकाल में परिशोधित किया जाना होगा।
- चलनिधि सुविधा के प्रावधान को तुलनपत्रेतर मद माना जाना चाहिए तथा उस पर 100 प्रतिशत ऋण संपरिवर्तन कारक के साथ-साथ 100 प्रतिशत जोखिम भार लगाया जाना चाहिए।
- दो वर्ष की तुलनात्मक स्थिति दर्शाते हुए प्रवर्तक द्वारा लेखा-टिप्पणियों के रूप में प्रकटन:
 - प्रतिभूतिकृत ऋण आस्तियों की कुल संख्या और बही मूल्य;
 - प्रतिभूतिकृत आस्तियों के लिए प्राप्त बिक्री प्रतिफल तथा प्रतिभूतिकरण के कारण बिक्री पर अभिलाभ/हानि;

- ऋण संवृद्धि, चलनिधि सहायता, प्रतिभूतिकरण उपरांत आस्ति शोधन आदि के रूप में प्रदत्त सेवाओं का रूप एवं उनकी मात्रा (बकाया मूल्य)।

हाल ही की वैश्विक घटनाओं के संदर्भ में उपर्युक्त दिशानिर्देश स्वस्थ विन्यास वाले ऋण बाजार की आधारशिला रखने में अत्यंत सहायक होंगे।

विपत्तिग्रस्त आस्तियों के मामले में कानूनी ढांचा “वित्तीय आस्तियों का प्रतिभूतिकरण और पुनर्गठन तथा प्रतिभूति हित का प्रवर्तन अधिनियम, 2002” जिसे अधिक सामान्य रूप से सरफेसी अधिनियम कहा जाता है, द्वारा उपलब्ध कराया गया। इसके फलस्वरूप बैंकों से खरीदी गई विपत्तिग्रस्त आस्तियों के प्रतिभूतिकरण में विशेषज्ञता रखने वाली आस्ति पुनर्गठन कम्पनियों का गठन हुआ। तभी से सुरक्षा रसीदों के निर्गमन में महत्वपूर्ण रूप से वृद्धि हुई है, यद्यपि गौण बाजार के कार्यकलाप पर्याप्त रूप से बड़े नहीं रहे हैं। उपर्युक्त बाजार मूल्यांकन को प्रोत्साहित करने के लिए प्रतिभूतिकरण कम्पनियों को यह सलाह दी गई है कि वे ‘वसूली रेंटिंगों’ के आधार पर जारी सुरक्षा रसीदों के निवल आस्ति मूल्य की घोषणा करने के लिए भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड के पास पंजीकृत साख श्रेणी निर्धारण एजेंसियों द्वारा लिखतों के श्रेणी निर्धारण पर ध्यान दें।

प्रतिभूति संविदा (विनियमन) अधिनियम में यथा परिभाषित “प्रतिभूतियों” की परिभाषा में “प्रतिभूतिकृत लिखतों” को शामिल किए जाने हेतु हाल ही में अधिनियमित प्रतिभूति संविदा (विनियमन) संशोधन अधिनियम, 2007 ने प्रतिभूति संविदा (विनियमन) अधिनियम को संशोधित कर दिया है। यह संशोधन प्रतिभूतिकृत ऋण को शेयर बाजार में सूचीबद्ध किए जाने की अनुमति देने के लिए किया गया है और इसलिए यह बाजार को और अधिक अर्थ-सुलभ बना देता है।

ऋण व्युत्पन्नियां

भारत में ऋण व्युत्पन्नियों की अनुमति दिए जाने का मुद्दा अब से कुछ समय पहले से विचाराधीन है। ऋण

चूक अदला-बदली की शुरुआत से संबंधित दिशानिर्देशों के प्रारूप को इस वर्ष जनता के डोमेन में रख दिया गया था और विविध क्षेत्रों से प्रति-सूचना अब प्राप्त हो चुकी है। इनमें मूलतः समग्र आइएसडीए ढांचे के अधीन निवासी वित्तीय संस्थाओं (संबंधित विनियामकों द्वारा यथा अनुमत बैंकों, प्राथमिक व्यापारियों और अन्य संस्थाओं) को संरक्षा प्राप्त बिक्री एवं खरीद की अनुमति देते हुए एकल संस्था ऋण चूक अदला-बदली के शुभारंभ की परिकल्पना की गई है। विशेष निवेश वाहकों और संस्थाओं की परिकल्पना नहीं की गई है। जो बैंक ऋण व्युत्पन्नी बाजार में सक्रिय हैं, उनके लिए यह आवश्यक है कि वे किसी सकल संस्था को उनके द्वारा बेचे जाने वाले संरक्षण की सकल रकम तथा इस प्रकार की एकल वैयक्तिक सकल स्थितियों की आंतरिक सीमाएं निर्धारित करें। ये सीमाएं बैंकों की पूंजी निधि के संबंध में नियत की जानी चाहिए। बैंकों को भी समय-समय पर उस संभाव्य दबाव का आकलन करना होगा, जो बेचे गए संरक्षण की ये सकल स्थितियां उनकी चलनिधि की स्थिति पर ला सकती हैं तथा अल्प सूचना पर निधि जुटाने के उनके विकल्प/उनकी योग्यता का भी आकलन करना होगा। बैंकों को उनकी स्थितियों के पुनर्मूल्यांकन के समक्ष रखी जाने वाली चलनिधि की एक उपयुक्त आरक्षित निधि का भी निर्धारण करना होगा। यह विशेष रूप से उस स्थिति में महत्वपूर्ण होता है जब संदर्भाधीन आस्ति ऋण की भांति अतरल हो।

इस संबंध में वैश्विक अनुभव से शिक्षा ग्रहण करते हुए यह अत्यंत महत्वपूर्ण होगा कि उपयुक्त प्रकटन एवं रिपोर्टिंग का ढांचा, लेखांकन एवं मूल्यांकन नीतियां तथा काउंटर पर होने वाले इन लेन-देनों की समाशोधन एवं निपटान प्रणाली बाजार के सहवर्ती रूप में विकसित हो। उससे जुड़ी कुछेक चिंताओं के निराकरण में यह अत्यधिक सहायक होगी।

अंतिम विचार

वित्तीय विक्षोभ की हाल की घटना ने व्युत्पन्नियों के जरिए जोखिम आँकने, मूल्य-निर्धारण और जोखिम के

आबंटन के बारे में बहस छेड़ दी है, जिससे भारत को महत्वपूर्ण शिक्षा प्राप्त हो सकती है। मैं इनमें से कुछेक मुद्दों का संकेत करते हुए अपनी बात समाप्त करना चाहती हूँ।

(i) ऋण जोखिम अंतरण

पिछले दशक या उसके आसपास के समय से वैश्विक बैंकों के कारोबारी मॉडल “खरीदो और रखो” से “वितरित करने के लिए उत्पन्न करो” मॉडल के रूप में विकसित हो गए हैं। प्रवर्तक संस्था के तुलनपत्रों से जोखिमों को स्थानांतरित करने के लिखत आकार और जटिलता के रूप में विकसित हो गए हैं। जोखिम को संपुटित कर दिया गया है तथा उन्हें पूरी अर्थव्यवस्था में फैला दिया गया है। इन जोखिमों का बड़ा हिस्सा अन्य बैंकों और सुविधाप्राप्त निवेशकों को बेच दिया जाता है बहुधा प्रवर्तक बैंक स्वयं ही निवेशकों का निधीयन करता है। विशेष रूप से सब प्राइम और अन्य विन्यस्त उत्पादों के महत्वपूर्ण खरीदार छोटे और क्षेत्रीय बैंक ही हुआ करते थे। बीमा कंपनियां भी अपनी देयताओं को प्रतिभूत करने के लिए अधिकाधिक रूप से इन लिखतों का उपयोग कर रही हैं। वैश्विक वित्तीय प्रणाली के भीतर ही ऋण जोखिम के इस अपेक्षाकृत व्यापक वितरण से सिद्धांत रूप में जोखिम संकेन्द्रण सीमित हो जाना चाहिए तथा प्रणालीगत आघात के जोखिम में कमी आनी चाहिए।

हालांकि हाल की घटनाओं से इस सकारात्मक आकलन के बारे में कुछेक अपवादों के संकेत प्राप्त होते हैं। उनमें से एक अपवाद तो यह है कि बैंक अधिकाधिक रूप से (किसी प्रकार के एक्सपोजर को प्रतिधारित न करते हुए) अपने ऋण संविभागों के ईक्विटी अंशों को भी शीघ्रतापूर्वक बेचने में समर्थ हो गए हैं। इसका आशय यह है कि उधारकर्ताओं की छानबीन करने और उन पर निगरानी रखने के लिए उनके पास बहुत कम प्रोत्साहन उपलब्ध हैं। उधार देने और संपाश्विक प्रतिभूतियों के मानकों में निरंतर कमी हानि को चूक के परंपरागत अनुभव तथा हानि प्रदत्त-चूक दूरों द्वारा सूचित

हानि से भी अनिवार्य रूप से बड़ी बना देगा और यह स्पष्ट नहीं है कि चालू जोखिम प्रबंधन प्रथाएं इसका पर्याप्त ध्यान रखती हैं। इसके अलावा, मूल उधारकर्ता और अंतिम निवेशक के बीच विद्यमान अंतर उनके बीच में आने वाली कई संस्थाओं के कारण व्यापक हो जाता है।

दूसरे, इन घटनाओं के कारण बैंक इस बात के लिए बाध्य हो जाएंगे कि जिन जोखिमों को उन्होंने अन्य पक्षों को या तो बैंक की प्रतिष्ठा को परिरक्षित करने के लिए (यथा बैंक द्वारा प्रायोजित निवेश निधि से संबंधित) या फिर आकस्मिक चलनिधि/ऋण व्यवस्था का आहरण करने के लिए स्थानांतरित किया हुआ माना था, उन्हें पुनः धारण कर लें। अतएव किसी संकट में बड़े बैंक उन एक्सपोजरों, जिन्हें वे प्रतिभूतिकृत करना चाहते थे, की अपेक्षाकृत बड़े हिस्से को रोक रखने पर विवश हो सकते हैं।

(ii) विन्यस्त उत्पादों के लिए रेटिंग

विन्यस्त वित्त उत्पादों से संबंधित रेटिंग निवेशकों को उनमें निहित जोखिमों का निष्पक्ष आकलन उपलब्ध कराते हैं। इस प्रकार के उत्पादों की जटिलता को देखते हुए किसी न किसी प्रकार का विशेषज्ञ आकलन वांछनीय होता है। तथापि, कुछेक निवेशक यह समझने में असफल रहे कि रेटिंग को बाजार जोखिम से सुरक्षा दिलाने वाली नहीं माना जा सकता और निवेश अधिदेशों में रेटिंग के उपयोग ने कुछेक निधि प्रबंधकों को इस बात के प्रति प्रलोभित किया होगा कि वे अपने मापित जोखिम एक्सपोजरों को परिवर्तित किए बिना “प्रतिफल प्राप्त कर लें”। अत्यधिक सुविधा प्राप्त विन्यासों (जैसे सीपीडीओ) के अंशों को प्रदान की गई निवेश श्रेणी की हैसियत ने भी प्रश्न खड़े कर दिए हैं। कुछ लोगों ने यह तर्क दिया है कि रेटिंग में किसी विशिष्ट विन्यस्त उत्पाद - विशेष रूप से वे जिनमें बाजार और चलनिधि जोखिम का लीवरेज्ड एक्सपोजर शामिल है, की रेटिंग से जुड़ी अनिश्चितताओं पर अधिक बल दिया जाना चाहिए। अन्य लोग यह तर्क देते हैं कि रेटिंग में केवल चूक संभाव्यता के आयाम से अधिक का समावेश होना चाहिए।

(iii) वित्तीय आस्तियों का मूल्यन

वित्तीय फर्मों की आस्तियों के बढ़ते अंश को अब “उचित मूल्य” पर आकलित किया जाना चाहिए। इससे सक्रिय जोखिम प्रबंधन को अधिक बढ़ावा मिलता है, किन्तु यह सूचित अर्जनों और पूंजी को आस्ति मूल्य में होने वाले उतार-चढ़ाव के प्रति अधिक संवेदनशील बना देता है। ट्रेडिंग किए गए मूल्यों के अभाव में ‘उचित मूल्य’ के अनुमानों का निर्धारण एक चुनिंदा मूल्य निर्धारक मॉडल का उपयोग करते हुए किया जाता है। एक आंतरिक समस्या यह है कि इस प्रकार के सभी मॉडलों (विशेषतः चूक सह-संबंधों और वसूली दरों) में प्रयुक्त मानदंडों के मूल्य सीमित परंपरागत आंकड़ों को ध्यान में रखते हुए अनिवार्य रूप से निर्णय सापेक्ष विषय होते हैं। इससे निष्कर्ष पक्षपाती हो सकते हैं, क्योंकि चूक सह-संबंध अनिवार्य रूप से बाजार के दबावग्रस्त होने की उस अवधि के दौरान उत्पन्न हो सकते हैं, जब मार्क-टू-मॉडल मूल्यों में विश्वास कम हो जाता है। चूंकि मॉडल-संचालित मूल्यों के कारण प्रतिभूतियों के वास्तविक बाजार-मूल्य के बारे में अनिश्चितता बढ़ गई, इन प्रतिभूतियों का क्रय-विक्रय लगभग बंद हो गया।

अंतिम पहलू यह है कि हाल की घटनाओं से पहले उपलब्ध ऐतिहासिक आंकड़े संपूर्ण ऋण चक्र का प्रतिनिधित्व करने वाले न रहे हों। हाल का अनुभव इस कमी को दूर करने में कुछ हद तक सहायक हो सकता है तथा मॉडल-संचालित अनुमानों को भविष्य में और अधिक विश्वसनीय बना सकता है। इससे निवेशकों के व्यवहार में कुछ समय के लिए महत्वपूर्ण परिवर्तन लाया जा सकता है।

(iv) जोखिम मूल्य

अधिकांश वित्तीय फर्मों बाजार जोखिमों को आकलित करने तथा स्थिति की सीमाएं नियत करने के लिए जोखिम मूल्य और दबाव परीक्षण का उपयोग करती हैं। हाल के वर्षों में वित्तीय बाजार में घटते उतार-चढ़ाव के बावजूद अधिकांश बड़े बैंकों ने अपनी व्यापारिक बहियों में समग्र

जोखिम मूल्य की बढ़ती प्रवृत्ति की रिपोर्ट दी है। संभाव्य रूप से यह इस बात का संकेत है कि उन्होंने अपेक्षाकृत बड़ा पोजीशन लिया है। यह आवश्यक रूप से किसी चिंता का विषय नहीं है, क्योंकि व्यापारिक लाभ और पूंजी में उच्चतर जोखिम मूल्य के अनुरूप वृद्धि हुई है।

तथापि, पिछले कुछ समय से बड़ी फर्मों के पूर्ण जोखिम मूल्य में उल्लेखनीय उतार-चढ़ाव से निश्चित रूप से प्रश्न खड़े हो जाते हैं। ये परिवर्तन निम्नलिखित का प्रतिबिंबन हो सकते हैं : (क) अन्तर्निहित बाजार का उतार-चढ़ाव; (ख) फर्म की निर्धारित स्थिति में बारंबार परिवर्तन; या (ग) कार्यप्रणाली के विविध पहलुओं में परिवर्तन। यदि कार्यप्रणाली संबंधी कमियों के प्रति सजग फर्मों उनके जोखिम मूल्यों की गणना करने की पद्धति को बारंबार आशोधित करती है, तो कुछ समय के बाद ये परिवर्तन अन्तर्निहित जोखिम एक्सपोजर में हुए परिवर्तनों के बारे में अच्छे पथ-प्रदर्शक नहीं हो सकते। इससे प्रतिपक्षकार के लिए भी इस आशय की सटीक निगरानी रखना और कठिन हो जाएगा कि अन्तर्निहित जोखिम किस प्रकार विकसित हो रहे हैं।

(v) दबाव परीक्षण

बैंकों द्वारा प्रयुक्त दबाव परीक्षण संभवतः जोखिमों के प्रबंधन, वितरण एवं प्रतिरक्षण हेतु अर्थ-सुलभ पूंजी और मुद्रा बाजारों पर उनकी पर्याप्त निर्भरता को पर्याप्त रूप से प्रतिबिंबित नहीं करते। कुछ एक समस्याओं (यथा विशेष सुविधा प्राप्त ऋण बाजार, जटिल उत्पादों के मूल्यांकन में कठिनाइयों) को दबाव परीक्षण में विशिष्ट रूप से शामिल नहीं किया गया है। कई बैंकों में भी दबाव परीक्षण एबीसीपी वाहिकाओं को प्रदत्त आकस्मिक ऋण एवं चलनिधि सुविधाओं से उत्पन्न होने वाले तुलन पत्र एक्सपोजरों में संभाव्य रूप से महत्वपूर्ण वृद्धि का पर्याप्त रूप से पता लगाने में असफल हो सकते हैं।

इसके अलावा, दबाव परीक्षण कुछ ही जोखिमों पर ध्यान केन्द्रित रखते लगते हैं और इस प्रकार प्रायः कई प्रकार के भिन्न-भिन्न जोखिम कारकों के बीच होने वाली संभाव्य अन्तः क्रियाओं का पता लगाने में असफल हो जाते हैं। और

इस प्रकार के दबाव परीक्षणों में बैंक बारंबार विन्यस्त ऋण और अन्य जटिल उत्पादों सहित आस्ति श्रेणियों की एक व्यापक श्रृंखला में स्थिति को खोलने की एक ऐसी योग्यता प्राप्त कर लेते हैं जो दबावग्रस्त स्थितियों में व्यवहार्य नहीं हो सकती। इसके अतिरिक्त किसी ऋण घटना के दौरान जोखिम एक्सपोजरों में कमी लाने के प्रयासों से बाजार की चलनिधि को और अधिक क्षति पहुँच सकती है।

इस संभावना को ध्यान में रखे जाने में असफलता कि विशेष सुविधा प्राप्त फर्म (बाजार के दबावग्रस्त होने की अवधि के दौरान) एक्सपोजरों में आभासी रूप में समान ढंग से कमी लाने का प्रयास करेंगी, इस बात को स्पष्ट कर सकती है कि पिछले 10 वर्षों में बड़े स्वरूप वाले वित्तीय आघात मॉडलों द्वारा पूर्वानुमानित संख्या से अधिक क्यों लगे - जबकि अन्तर्निहित समाप्ति आर्थिक स्थितियों में और अधिक स्थिरता आई है।

इस प्रकार यह स्पष्ट हो जाता है कि बाजार में व्याप्त अनिश्चितता वाला हाल का दौर विश्वव्यापी वित्तीय प्रणाली में जोखिमों के वितरण के संबंध में सूचना और अलग-अलग संस्थाओं की जोखिम प्रोफाइलों के अभाव द्वारा और गंभीर बना दिया गया। नये, जटिल वित्तीय लिखतों ने समस्त वित्तीय संस्थाओं के बीच सहलग्नता बढ़ा दी है तथा उनके एक्सपोजरों के मूल्यांकन को और भी कठिन बना दिया है। संपार्श्विक प्रतिभूतियों के मूल्यांकन को अद्यतन करना भी कठिन हो गया है, क्योंकि बाजार की घटनाओं ने उनका भेद खोल दिया है। अधूरे और बेमेल प्रकटन उनके बीच की तुलना किए जाने के प्रयास को भी जटिल बना देते हैं। फर्म के स्तर पर विद्यमान इस अपर्याप्त पारदर्शिता ने संभवतः प्रत्याशित बाजार अनुशासन की जड़ें ही खोद डालीं। ये मुद्दे, जिनसे विनियामक और उद्योग जगत पिछले कई वर्षों से भली-भाँति परिचित हैं, मुख्यतः

संकट के समय अत्यावश्यक हो जाते हैं। उधारदायी संस्थाओं को उनके एक्सपोजरों के विशाल समानुपात की श्रमसाध्य विधि से और समकालिक रीति से समीक्षा करना यदि असंभव नहीं, तो कठिन अवश्य लग रहा है। बाद के बाजार अनुशासन को कितने प्रभावी ढंग से कार्य करने दिया जाता है, इसका वित्तीय फर्मों के भावी आचरण पर महत्वपूर्ण प्रभाव होगा।

निष्कर्ष के तौर पर भारत में व्युत्पन्नियों का बाजार तेजी से विस्तारित हो रहा है तथा उसकी वृद्धि का क्रम जारी रहेगा। जहाँ पर्याप्त कार्यकलाप विदेशी और कुछ एक निजी क्षेत्र के बैंकों में केन्द्रित है, सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक भी अधिकाधिक रूप में इस बाजार में न केवल उपयोगकर्ता अपितु बाजार-निर्माता के रूप में सहभागिता कर रहे हैं। उनकी सहभागिता कौशलों के विकास, प्रौद्योगिकी अंगीकरण तथा स्वस्थ जोखिम प्रबंधन परंपराओं के विकास पर निर्भर हैं। कंपनियाँ भी इन बाजारों में सक्रिय हैं। जहाँ व्युत्पन्नियाँ प्रतिरक्षा और जोखिम स्थानांतरण के लिए अत्यधिक उपयोगी होती हैं और इसलिए इनसे बाजार की कार्य-कुशलता में बढ़ोत्तरी होती है, वहीं अत्यधिक लीवरेज जोखिमों, विशेषकर जटिल उत्पादों में पारदर्शिता के अभाव, मूल्यांकन में कठिनाइयों, परिसीमा जोखिम एक्सपोजरों, प्रतिपक्षकार एक्सपोजरों तथा प्रच्छन्न प्रणालीगत जोखिम का ध्यान रखा जाना आवश्यक है। स्पष्ट रूप से तुलनपत्रेतर स्थितियों में बाजार, ऋण और चलनिधि जोखिमों का पता लगाने तथा उनके लिए पूंजी उपलब्ध कराने के लिए अधिकाधिक पारदर्शिता लाए जाने की आवश्यकता है। कॉर्पोरेट दृष्टिकोण से उत्पाद तथा उसके कार्यकाल के दौरान उसमें निहित जोखिमों की जानकारी अत्यधिक महत्वपूर्ण होती है। इस बाजार का और अधिक विकास भी कॉर्पोरेटों सहित बाजार के सभी सहभागियों द्वारा अंतरराष्ट्रीय लेखांकन मानकों तथा प्रकटन परंपराओं के अपनाए जाने पर निर्भर होगा।