

वित्तीय बाजार की अस्थिरता और जोखिम प्रबंधन की अनिवार्यता *

वी.के.शर्मा

सर्वप्रथम मैं बंगलुरु चेंबर ऑफ इंडस्ट्री एंड कॉमर्स को धन्यवाद देता हूँ जिन्होंने मुझे विद्वतजनों की इस अत्यधिक महत्वपूर्ण सभा में भाषण देने का विशेष सम्मान दिया। मैं बंगलुरु चेंबर ऑफ इंडस्ट्री एंड कॉमर्स को विदेशी मुद्रा जोखिम प्रबंधन पर संदर्भ और विषय के अनुसार पूर्णतः उपयुक्त और संबद्ध चर्चात्मक सत्र पर विचार करने और आयोजित करने के लिए बधाई देता हूँ। अमरीकी डाउनग्रेड और यूरोजोन के सरकारी संकट जैसे प्रलयकारी और भविष्यसूचक घटनाओं ने विश्व और भारत को हिला कर रख दिया जिससे वर्ष 2011 में आस्ति मूल्यों और मुद्रा के मूल्य में अपूर्व और अत्यधिक अस्थिरता देखी गयी जिससे जोखिम प्रबंधन की अनिवार्यता अपूर्व रूप से केंद्र में आ गयी। धुंधले, आघातपूर्ण, निराशाजनक और दुर्बल वित्तीय पृष्ठभूमि में आज की घटना उपयुक्त समय पर हो रही है।

2. सच बात तो यह है कि बंगलुरु चेंबर ऑफ इंडस्ट्री एंड कॉमर्स द्वारा उनके परिपत्र में दी गयी आज के चर्चात्मक सत्र की प्रस्तावना, उद्देश्य और प्रमुख सामग्री पर सही फोकस, बल और स्पष्टता से मैं बहुत प्रभावित हूँ। किंतु यदि आज के चर्चात्मक सत्र के संदर्भ को पुनः देखा जाए तो मैं विद्वतजनों की इस सभा में 2008-09 के संकट और वर्तमान संकट के बीच की समानता पर कुछ कहना चाहूंगा। विशेष रूप से, अस्थिरता दोगुनी होकर लगभग 12 प्रतिशत हो जाने से (दैनिक प्रतिशत परिवर्तन के वार्षिकीकृत मानक विचलन से नापे अनुसार) मार्च 2008 और मार्च 2009 के बीच डॉलर के प्रति रुपये में लगभग 24 प्रतिशत का मूल्यहास हुआ (39.80 रुपये से 52.20 रुपये) और वर्तमान संकट के दौरान 5 अगस्त से 15 दिसंबर 2011 के बीच 6 माह से भी कम समय में रुपये में लगभग 18 प्रतिशत का मूल्यहास हुआ जिसमें अस्थिरता लगभग दोगुनी होकर लगभग 5 प्रतिशत से 12 प्रतिशत हो गयी थी। यह तथ्य भी इस सभा के लिए उतना ही महत्वपूर्ण है कि मार्च 2010 से अब तक रिजर्व बैंक ने प्रमुख नीतिगत दर में 13 बार वृद्धि की जिससे प्रभावी

नीतिगत दर 3.25 प्रतिशत (उस समय प्रभावी दर रिजर्व रिपो दर होती थी) से बढ़कर 8.5 प्रतिशत हो गयी (इस समय प्रभावी दर रिपो दर है) जिससे 1-1.5 वर्ष से कुछ ही अधिक अवधि में 5.25 प्रतिशत की कुल कड़ाई की गयी। यह भी इतना ही महत्वपूर्ण है कि 2008 के संकट के समय से वैश्विक पण्य मूल्य अस्थिर रहे हैं; कच्चे तेल के मूल्य तेजी से बढ़कर जुलाई 2008 में 147 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हो गए और फिर कम होकर दिसंबर 2008 में 32 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हो गए और 32 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल से बढ़कर अब 100 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हुए हैं। इस बात का विस्तार बढ़ाकर इसमें ब्याज दर और पण्य को शामिल करने का उद्देश्य जेनेरिक वित्तीय जोखिम प्रबंधन तक सहजता से पहुंचना है क्योंकि यह मात्र मुद्रा की जोखिम नहीं है बल्कि ब्याज दर और पण्य मूल्य की जोखिम भी है जो कि मात्र कारोबार के लिए जोखिम के महत्वपूर्ण स्रोत का ही नहीं बल्कि वित्तपोषक बैंक का भी प्रतिनिधित्व करता है जिससे यह प्रणालीगत वित्तीय स्थिरता को प्रभावित कर सकता है।

3. ऐसे वातावरण में जहां वैश्वीकृत व्यापार और निवेश में निरंतर वृद्धि हो रही है, कारोबार और उद्योग को इसका सामना करना ही होगा और उनकी सामान्य मूल कारोबारी जोखिम ही नहीं बल्कि विदेशी मुद्रा, ब्याज दर और पण्य मूल्य संबंधी जोखिम का भी प्रबंध करना होगा। विद्वतजनों की सभा में उनकी सामान्य कारोबारी जोखिम का कैसे प्रबंध करना है इस विषय पर मेरा कुछ कहना उतना उपयुक्त नहीं होगा। फिर भी मैं वित्तीय प्रबंध जोखिम, ब्याज दर और पण्य मूल्य जोखिम के संबंध में कुछ कहना चाहूंगा।

4. आगे बढ़ने से पहले मैं वित्तीय जोखिम प्रबंधन को उपयुक्त प्रकार से सामने रखूंगा। जोखिम प्रबंधन जोखिम की पूरी समाप्ति या उससे पूरी सुरक्षा के संबंध में नहीं है बल्कि पहले इसे निर्धारित करना है, जैसे किसी की सीमा, जोखिम सहने की सीमा और फिर किसी संस्था की वर्तमान जोखिम फिर चाहे वह मुद्रा, ब्याज दर या पण्य मूल्य की जोखिम हो जिसमें उसकी जोखिम सहने की सीमा भी होगी। इतना कहने के बाद यह देखना भी उचित होगा कि जोखिम किस

*श्री वी.के.शर्मा, कार्यपालकनिदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा बंगलुरु चेंबर ऑफ इंडस्ट्री एंड कॉमर्स, बंगलुरु, भारत में 5 जनवरी 2012 को दिया गया भाषण। यहां उल्लिखित विचार भारतीय रिजर्व बैंक के नहीं बल्कि वक्ता के हैं।

प्रकार से परिभाषित होती है और नापी जाती है। जोखिम भावी परिणामों की अनिश्चितता होती है जैसे कि नकदी प्रवाह। वित्तीय सिद्धांत और प्रथा के अनुसार यह पारंपरिक रूप से आस्ति मूल्यों में प्रतिशत परिवर्तन की समय-श्रृंखला के वार्षिकीकृत मानक विचलन से नापी जाती है। जहां वित्तीय प्रतिलाभ के लिए वित्तीय जोखिम लेना बैंकिंग और वित्तीय उद्योग में सामान्य बात है, वहीं यह बात औद्योगिक और कारोबारी क्षेत्र में लागू नहीं होती। कारोबार और उद्योग में प्रमुख बात शेयर धारकों को शेयरों पर बाजार-प्रतिस्पर्धी प्रतिलाभ देने के लिए जोखिम ली जाती है।

5. अब मैं वित्तीय जोखिम प्रबंधन के मूल मुद्दे पर आता हूँ। मैं विदेशी मुद्रा, ब्याज दर और पण्य मूल्य जोखिम से सुरक्षा जोखिम प्रबंधन की विशेष रणनीति पर कुछ विस्तार से बात करूँगा। मैं कारोबार और उद्योगों को बल देकर प्रोत्साहित करना चाहूँगा कि वे आधार-मामला रणनीति के अपवाद के बिना अपने वास्तविक जोखिम के एक्सपोजर की अनिवार्यता: सुरक्षा करें। कम शब्दों में यह कहा जा सकता है कि अब तक की यह सर्वाधिक पारंपरिक और विवेकसम्मत रणनीति है। वस्तुतः रिजर्व बैंक द्वारा 15 दिसंबर को घोषित उपायों की पृष्ठभूमि में भावी सौदों को रद्द और फिर से बुक करने की सुविधा वापस लेने से आधार-मामला रणनीति अपनाना ही एकमात्र विकल्प रह जाता है। किंतु यहां उपस्थित विद्वतजन इस बात को तुरंत जान सकते हैं कि हाल ही में अनुभव की गयी यह तकलीफदेय अस्थिरता इस बात की पुष्टि करती है कि ऐसी आधार-मामला रणनीति पूर्णतः सरक्षित है। निसंदेह, इसका यही अर्थ है कि जोखिम पूर्णतः समाप्त हो सकता है और इसी प्रकार वित्तीय प्रतिलाभ भी सुरक्षित रहेगा। किंतु तब, जैसा कि मैंने पहले भी कहा है, कारोबार और उद्योग का यह धर्म नहीं है क्योंकि उनका मुख्य लक्ष्य विदेशी मुद्रा, ब्याज दर और पण्य मूल्य जोखिम को पूर्णतः दूर रखते हुए अपने सामान्य मूल कारोबार से इक्विटी पर बाजार-प्रतिस्पर्धी प्रतिलाभ प्राप्त करना है।

6. कारोबार और उद्योग के विदेशी मुद्रा जोखिम एक्सपोजर के संबंध में मैं इस सभा को 1990 के दशक के उत्तरार्ध में ले जाना चाहूँगा जब भारतीय कारपोरेट क्षेत्र ने बड़ी मात्रा में बाह्य वाणिज्यिक उधार का सहारा लिया था। ये बाह्य वाणिज्यिक उधार लगभग पूर्णतः देशी रुपया व्यय के लिए थे और अधिकतर सुरक्षा रहित थे तथा लिबोर-संबद्ध-अस्थायी-ब्याज दर आधारित थे। ऐसा ही मामला थाईलैंड और इंडोनेशिया के कारपोरेट्स का भी था जो कि असुरक्षित मुद्रा के संग्राहक बन गए थे और ब्याज दर जोखिम एक्सपोजर से

देशी बैंकों के लिए ऋण जोखिम तैयार होने लगी थी। पूर्व एशियाई देशों से भिन्न, बचत के संबंध में भारत में कारपोरेट्स द्वारा बाह्य वाणिज्यिक उधार स्वचलित और अनुमोदन माध्यम के तहत समग्र सीमा की शर्त पर थे। मुझे विश्वास है कि यहां उपस्थित विद्वतजनों को याद होगा कि ऐसे असुरक्षित और अस्थिर दर वाले विदेशी मुद्रा एक्सपोजर अंत में सर्वज्ञात भावी समाप्ति में रूपांतरित हो गए जिससे भारत में और भारत के पड़ोसी पूर्व एशियाई देशों में विदेशी मुद्रा की हानि हुई। अतः मैं इस बात को बल देकर कहना चाहूँगा कि कारोबार और उद्योग ने कुछ कम ब्याज दरों की ओर आकर्षित नहीं होना चाहिए और उन्हें तुलनीय रुपया उधार के प्रति बेंचमार्क बनाते हुए ऐसे विदेशी मुद्रा उधार के विकल्प का कड़ा मूल्यांकन करना चाहिए। यदि कारोबार और उद्योग यह पाते हैं कि दीर्घावधि विदेशी मुद्रा ऋण पूर्णतः संरक्षित आधार पर तुलनीय रुपया उधार लागत से कम लागत वाला है तभी उनको इस विकल्प का चुनाव करना चाहिए। मुझे यह कहते हुए दुख हो रहा है कि वर्तमान लोकप्रिय किंतु जिसकी सूचना नहीं है और जो पूर्णतः अतर्कसंगत है, इसमें पांच वर्ष जैसी दीर्घावधि विदेशी मुद्रा के लिए फॉर्वाड कवर उपलब्ध नहीं है; जो उपलब्ध है वह एक माह, तीन माह, छह माह और अधिकतम एक वर्ष है। मैं यहां यह भी बतलाना चाहूँगा कि दीर्घावधि फॉर्वाड विदेशी मुद्रा सुरक्षा के समाधान को बैंक आसानी से कस्टमाइज्ड कर सकते हैं जिसके लिए उन्हें रोलिंग हेजिंग रणनीति का सहारा लेना होगा जिसमें अपेक्षित दीर्घकालिक अवधिपूर्णता तक अल्पावधि फॉर्वाड विनिमय संविदा एक ही समय में रद्द करना और रि-बुक करना शामिल है। प्रसंगवश यह उल्लेखनीय है कि रोलओवर के लिए फॉर्वाड संविदाओं को एक ही समय में रद्द करने और रि-बुकिंग करने को रिजर्व बैंक द्वारा 15 दिसंबर 2011 को लागू किए गए प्रतिबंधों से छूट है। निसंदेह, यही रणनीति बाजार में व्यापारित विदेशी मुद्रा फ्यूचर्स बाजार में लागू की जा सकती है। लोकप्रिय धारणा के विपरीत यह रणनीति सरल है और पूर्णतः लागू करने योग्य है और मूल प्रारंभिक स्पॉट एक्सचेंज दर को रोकती है। दूसरे शब्दों में यह सामान्य और उच्च रूप से वांछित रणनीति स्पॉट एक्सचेंज दर को प्रत्येक रोल ओवर दिनांक को फॉर्वाड मार्जिन से प्रतिस्थापित करती है। यह बात प्रायोगिक और आनुमानिक रूप से सिद्ध हो गया है कि फॉर्वाड मार्जिन की अस्थिरता स्पॉट एक्सचेंज दर की तुलना में काफी कम भारयुक्त है। अतः मैं कारोबार और उद्योग को दृढ़ता से प्रोत्साहित करूँगा कि वे दीर्घकालिक आयात और दीर्घकालिक विदेशी मुद्रा उधार की विदेशी मुद्रा जोखिम को कवर करने के लिए नेमी रूप से सुरक्षा समाधान का उपयोग करें।

7. अब मैं विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांड (एफसीसीबी) नामक काफी लोकप्रिय अन्य विदेशी मुद्रा निधीयन विकल्प पर आऊंगा। मुझे यह स्वीकार करना ही होगा कि कारोबार और वित्त संबंधी समाचार पत्रों में मैंने बातें पढ़ी हैं उनसे मैं काफी उद्वेलित हुआ हूँ। मैंने यह बात महसूस की है कि कारपोरेट दीर्घकालिक निर्धारित दर के विदेशी मुद्रा निधीयन जुटाने के लिए एफसीसीबी का प्रयोग इस आशा में करते हैं कि विदेशी निवेशक एफसीसीबी से संबद्ध विकल्प का प्रयोग करेंगे और इक्विटी में परिवर्तित करेंगे। यह देखा गया कि कारपोरेट इसी कारण से देशी रुपया और विदेशी मुद्रा संसाधनों के लिए प्रावधान नहीं करते। वस्तुतः एफसीसीबी-आधारित निधीयन रणनीति में निहित ऐसी आधारभूत प्रेरणा कारपोरेट वित्त के सिद्धांत और अंतरराष्ट्रीय प्रथा के विपरीत है और ऐसी निधीयन रणनीति के संपूर्ण औचित्य को अपने ऊपर ले लेती है। इसका कारण यह है कि एफसीसीबी निधीयन विकल्प का प्रमुख उद्देश्य उधार की लागत को अन्यथा तुलनीय सामान्य अपरिवर्तनीय विदेशी मुद्रा बांड की तुलना में कम करना है। एक छोटी बात यह है कि एफसीसीबी उधारकर्ता विदेशी निवेशकों को अन्यथा तुलनीय सामान्य अपरिवर्तनीय बांड में निहित इक्विटी विकल्प प्रोत्साहन/आपूर्तिकर्ता से आकर्षित करना चाहते हैं। प्रभावी रूप से, इस संरचना में एफसीसीबी में विदेशी निवेशक अंतर्निहित विकल्प का क्रय करता है और एफसीसीबी पर निम्न कूपन के रूप में ऑप्शन प्रीमियम का भुगतान करता है। मैं इस बात पर अधिक बल देना आवश्यक नहीं समझता कि जंक/उच्च प्रतिलाभ वाले बांड सहित किसी भी प्रकार की ऋण पूंजी की तुलना में इक्विटी हमेशा अधिक महंगी होती है। अतः मैं कारोबार और उद्योग क्षेत्र से अनुरोध करूंगा कि वे एफसीसीबी के तहत संभाव्य देयता पूरी करने के लिए देशी रुपया/विदेशी मुद्रा संसाधनों को पूर्णतः उपलब्ध कराएं और इस बात की आशा न करते हुए कि एफसीसीबी परिवर्तित होगी जो कि वास्तव में विदेशी निवेशकों का मामला तो हो सकता है किंतु निसंदेह एफसीसीबी जारीकर्ता का नहीं।

8. विदेशी मुद्रा जोखिम जैसी होने के बावजूद भारतीय ऋण बाजार पर अधिक ध्यान नहीं दिया गया। यह कितना गंभीर और महत्वपूर्ण हो सकता है यह बात महसूस कराने के लिए मैं आपका ध्यान अपनी इस बात पर आकर्षित कराना चाहूंगा कि प्रमुख नीतिगत दरें मार्च 2010 से अब तक कुल मिलाकर 5.25 प्रतिशत बढ़ी हैं। अरक्षित विदेशी मुद्रा एक्सपोजर जैसे ही दीर्घकालिक अस्थायी दर के ऋण न केवल स्वयं कारोबार के लिए बल्कि वित्तीयकर्ता बैंक के लिए भी

काफी जोखिम के स्रोत बनते हैं क्योंकि वे ब्याज दर जोखिम को उधारदाताओं से उधारकर्ताओं पर अंतरित करते हैं जिससे उधारदाता की ब्याज दर जोखिम संभाव्य गैर-निष्पादक ऋण निर्मिती के संदर्भ में संभाव्य ऋण जोखिम से प्रतिस्थापित हो जाती है। एक अन्य स्तर पर, क्योंकि स्थिर दर वाले ऋण में अधिक निश्चितता होती है जिससे उधारकर्ता और उधारदाता के लिए जोखिम कम होती है, इसे उधारकर्ता और उधारदाता दोनों से अधिमान प्राप्त हो सकता है। इस प्रकार, ब्याज दर जोखिम प्रबंधन के लिए आधार-मामले के रूप में कारपोरेट्स द्वारा स्थिर दर का दीर्घकालिक निधीयन ही जोखिम निरपेक्ष रणनीति होती है। संदर्भ के अनुसार, नीतिगत चर्चा में वर्तमान लोकप्रिय बात यह है कि प्रतिस्पर्धी, चलनिधियुक्त, गहन और कुशल कारपोरेट बांड बाजार के अभाव से बुनियादी सुविधाओं के वित्तपोषण, जिसमें विशेष रूप से दीर्घकालिक स्थिर दर का निधीयन शामिल होता है, में बाधा आयी है। और बैंकों द्वारा बुनियादी सुविधाओं के दीर्घकालिक वित्तपोषण से बचने का कारण यह होता है कि इससे उनका तुलनपत्र प्रभावित हो सकता है क्योंकि उनकी देयताएं प्रमुख रूप से अल्पकालिक होती हैं। फिर भी, बैंकों का बुनियादी सुविधाओं का संयुक्त ऋण लगभग 6 ट्रिलियन रुपये (110 बिलियन अमरीकी डॉलर) है जो कि भारत में बैंकों की 71 ट्रिलियन रुपये (1.35 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर) का लगभग 9 प्रतिशत है। इस परिप्रेक्ष्य में, कारपोरेट बांड बाजार लगभग 9 ट्रिलियन रुपये (170 बिलियन अमरीकी डॉलर) का है। किंतु यह सामान्य और लोकप्रिय किंतु पुनः कम जानकारी वाली और प्रति-अंतर्ज्ञात बात सत्य नहीं है कि बैंक बुनियादी सुविधाओं की आस्तियों का दीर्घकालिक स्थिर दर का निधीयन नहीं कर सकते क्योंकि बैंकों ने अत्यधिक गतिशील ब्याज दर स्वैप (आईआरएस) बाजार का उपयोग करने का विचार नहीं किया है जहां बकाया आनुमानिक मूल राशि 60 ट्रिलियन रुपये (1.14 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर) है (भारत में कुल बैंकिंग आस्तियों और राष्ट्रीय जीडीपी के लगभग 82 प्रतिशत)। बैंक अपनी अल्पकालिक देयताओं को आसानी से दीर्घकालिक स्थिर दर की देयताओं में परिवर्तित कर सकते हैं और इस प्रकार निम्नलिखित कार्य करके दीर्घ प्रारंभिक अवस्था वाली बुनियादी सुविधाओं की परियोजनाओं के लिए दीर्घकालिक वित्तीयन समाधान तैयार कर सकते हैं:

- (i) एक वर्ष के लिए स्थिर दर प्राप्त करें और आईआरएस बाजार में अस्थिर एक दिवसीय दर का भुगतान करें (यह मानते हुए कि बैंकों की औसत देयता लगभग एक वर्ष है)।

(ii) अस्थिर एक दिवसीय दर प्राप्त करें और आईआरएस बाजार में 5/10 वर्षीय भुगतान करें। यह प्रभावी रूप से सिंथेटिकली बैंक की एक वर्षीय अस्थिर दर की देयता को सिंथेटिक 5/10 वर्षीय स्थिर दर की देयता में रूपांतरित करता है। इस दर पर मार्जिन लगाकर बैंक बुनियादी सुविधाओं की कंपनी को 5/10 वर्षीय स्थिर दर का ऋण दे सकते हैं। और महत्वपूर्ण रूप से, आईआरएस व्यापार को सरकारी आय से लगभग 140 से 150 आधार अंक कम मानकर बैंक और बुनियादी सुविधाओं की कंपनी अर्थात् दोनों के लिए लाभ की स्थिति बनती है क्योंकि यह कंपनी बैंकर के अंतर/ मार्जिन के बाद भी लगभग 5/10 वर्षीय सरकारी बांड आय (वर्तमान में 8.40 प्रतिशत) उधार ले सकती है। यह इतना ही सरल है जितना यह बुनियादी सुविधाओं के लिए एक में दो स्थिर दर वाले दीर्घकालिक बाजार आधारित वित्तीय समाधान के संदर्भ में ले सकती है।

प्रसंगवश, आईआरएस बाजार के उपयोग के विरुद्ध दिया जाने वाला अन्य असूचित और दुर्बल तर्क यह है कि इस रणनीति में आधार जोखिम और चलनिधि जोखिम होती है। यह सिद्ध हो गया है कि एक वर्षीय आईआरएस दर और एक वर्षीय बैंक जमा दर के बीच 0.75 का सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण और सकारात्मक सहसंबंध है जिसमें आगे और सुधार होगा और एक बार यह रणनीति शुरू हो जाए तो यह 0.90 से 1 के लगभग सटीक स्तर पर आ जाएगा। चलनिधि जोखिम के संबंध में, बैंकों ने इसे अनुभव नहीं किया है और आगे भी नहीं करेंगे क्योंकि उनकी जमा राशि में प्रति वर्ष 18 प्रतिशत की वृद्धि हो रही है। वस्तुतः बड़े कारपोरेट्स रुपया ब्याज दर स्वैप बाजारों में पहुंच कर यह कार्य आंतरिक रूप से कर सकते हैं। जैसा कि मैंने पहले कहा है, कारपोरेटों ने स्थिर दर के दीर्घकालिक निधीयन को आधार मामला या जोखिम निरपेक्ष रणनीति मानना चाहिए। यह मानते हुए कि पांच वर्षीय ओआईएस (एक दिवसीय सूचीबद्ध स्वैप) का व्यापार तदनुसूची अवधिपूर्णता की सरकारी बांड आय से लगभग 1 प्रतिशत से 1.5 प्रतिशत कम स्तर पर हुआ है, कारपोरेट यह कर सकते हैं और उन्होंने करना भी चाहिए कि वे अपने अल्पावधि अस्थिर दर के ऋण को स्थिर दर के दीर्घावधि ऋण में बदलें और नकारात्मक आय अंतर को बढ़ाएं जिससे उधार दीर्घावधि निधि उसकी तुलना में काफी सस्ती होगी जो कि उनके द्वारा बैंकों या इस संदर्भ में कारपोरेट बांड बाजार से उधार ली होती। यह पूर्णतः जोखिम मुक्त रणनीति है जिसे कारपोरेट

अपना सकते हैं और अपना भी चाहिए। निसंदेह, जब इसे बड़े पैमाने पर किया जाता है, जैसा कि इसे करना भी चाहिए, किंतु अब तक यह नहीं हुआ है, ऐसी नकारात्मक आय का अंतर स्वतः दूर हो जाएगा। वस्तुतः यदि कारपोरेटों में सीएफओ अल्पावधि बाजार से उधार लेकर, जहां उन्हें तुलनात्मक लाभ मिल सकता है, स्थिर दर की दीर्घकालिक निधि कम लागत में उधार ले सकते हैं तो उन्होंने निरंतर मूल्यांकन के लिए स्थिर दर के दीर्घकालिक निधीयन के दो विकल्पों की नेमी रूप से तुलना करनी चाहिए। किंतु इससे विपरीत, अर्थात् कारपोरेट यदि स्थिर दर के दीर्घकालिक उधार लेते हैं और ऋण आगम को एक दिवसीय अस्थिर दर की निधि में बदलते हैं तो इससे बचना चाहिए। कड़ाई के चक्र की हाल की अवधि जिससे एक दिवसीय अस्थिर दर मार्च 2010 के 3.5 प्रतिशत से बढ़कर अक्टूबर 2011 में 8.5 प्रतिशत को गए थे जिससे एक दिवसीय ब्याज दर में 5 प्रतिशत संचित वृद्धि हुई थी, से बेहतर कोई उपाय नहीं हो सकता। इतना कहने के बाद यह खेदजनक और परेशान करने वाली बात है कि कुछ कारपोरेट निरंतर 'स्थिर दर पर प्राप्ति' और 'अस्थिर दर पर भुगतान कर रहे हैं' है। इसका अर्थ यह है कि कारपोरेट 'एक दिवसीय अस्थिर दर' पर भुगतान और 'स्थिर दर' पर प्राप्ति से ब्याज दर जोखिम के संबंध में अनुमान लगा रहे हैं। मैं यह बात इस कारण से कह रहा हूँ कि यदि कारपोरेट पहले स्थिर दर की दीर्घकालिक निधि उधार लेते हैं और बाद में उसे एक दिवसीय अस्थिर दर में बदलते हैं तो ब्याज दर में 5 प्रतिशत वृद्धि के कारण वे ब्याज दर जोखिम के प्रति एक्सपोज हो जाते हैं। दूसरी ओर, यदि वे स्थिर दर के दीर्घकालिक उधार में निहित एक्सपोजर के बिना आईआरएस बाजार में अनुमान करते हैं तो वे निश्चित ही एक दिवसीय भुगतान करेंगे और ओआईएस स्थिर दर प्राप्त करेंगे जिससे अस्थिर दर में और साथ ही स्थिर दर में भी उनकी हानि होगी क्योंकि इसी अवधि के दौरान पांच वर्षीय ओआईएस दरों में भी वृद्धि होगी हालांकि यह वृद्धि मात्र 0.6 प्रतिशत होगी। इस प्रकार हमने देखा कि यदि उन्होंने प्रतिरक्षा के बजाय ब्याज दर बाजार में लेनदेन किया तो उन्हें दोतर्फा नुकसान हुआ। मैंने जो बात रुपया ब्याज दर जोखिम के प्रबंधन के संबंध में कही है वह अस्थिर दर के लिबोर-संबद्ध दीर्घावधि विदेशी मुद्रा ऋण पर भी लागू होती है जिससे मैं इस बात की बल देकर सिफारिश करूंगा कि करोबार और उद्योग ने देशी-विदेशी मुद्रा के ब्याज दर स्वैप-युक्त स्थिर दर दीर्घकालिक वित्तीयन अपनाना चाहिए।

9. पण्य मूल्य के संबंध में, कारोबार और उद्योग डॉलर मूल्य जोखिम से सुरक्षा के लिए अंतरराष्ट्रीय पण्य विनिमय और रुपया मूल्य जोखिम से सुरक्षा के लिए देशी पण्य विनिमय का सहारा ले सकते हैं। वस्तुतः जब भी कुछ पण्य, जैसे कि कच्चा तेल, प्रतिगामिता की स्थिति में होते हैं (भावी मूल्य वर्तमान मूल्य से कम होना) तब कारोबार और उद्योग को क्रय मूल्य सुरक्षा के अलावा 'रोलिंग' या 'सुविधा' आय का लाभ मिलता है।

10. मुझे विश्वास है कि आप लोगों को इस बात का अच्छा ज्ञान हो गया होगा कि कारोबार और उद्योग को वित्तीय जोखिम के प्रबंधन में विकल्प का चुनाव करते समय डेरिवेटिव की स्थिति कैसी होती है। किंतु डेरिवेटिव के संबंध में मैं फिनांशल टाइम्स के स्तंभकार वोल्फगैंग मंचाऊ और वारेन बफेट का उद्धरण देना चाहूंगा जिन्होंने डेरिवेटिव को क्रमशः 'अब तक खोजा गया सर्वाधिक खतरनाक वित्तीय उत्पाद' और 'प्रलयकारी वित्तीय शस्त्र' बतलाया है। यहां मैं खेदपूर्वक अपना अलग दृष्टिकोण बतलाना चाहूंगा। मेरा मानना है कि उक्त उद्धरण बहुत कड़े हैं क्योंकि यह तो ऐसा कहना होगा कि कार और चालक बहुत खतरनाक हैं क्योंकि उनसे दुर्घटना होने की संभावना होती है। समस्या डेरिवेटिव या कार की नहीं है बल्कि इस बात में है कि हम उन्हें किस प्रकार उपयोग में लाते हैं। इस संदर्भ में जैसा कि आप जानते ही हैं कि भारत में कारोबार और उद्योग को डेरिवेटिव संबंधी भारी हानि हुई है। इन हानियों का मुख्य कारण कारोबार और उद्योग द्वारा डेरिवेटिव का उपयोग प्रतिरक्षा के लिए नहीं बल्कि सट्टागत प्रयोजन के लिए करना था। मीडिया की रिपोर्ट के अनुसार कारोबार और उद्योग को व्यापक हानि होने का कारण डेरिवेटिव की जटिल संरचना और सिंथेटिक किंतु कम पारदर्शिता था। दूसरे शब्दों में, कारोबार और उद्योग को उन सामान्य डेरिवेटिव के लेनदेन करने चाहिए जो कि प्रतिरक्षा रणनीति की लागत तुरंत, पारदर्शिता से और स्पष्ट रूप से दर्शाते हैं, उन डेरिवेटिव से नहीं जो जटिल, सिंथेटिक और संरचित होते हैं। डेरिवेटिव के विवेकसम्मत उपयोग के संबंध में, कारोबार और उद्योग जिस तरीके से लाभ अर्जित कर सकते हैं वह

यह है कि कोई भी डेरिवेटिव रणनीति जो प्रतिरक्षा लागत कम या समाप्त करने का आश्वासन देती है या आय बढ़ाने का आश्वासन देती है वह सट्टात्मक होती है और वह रणनीति जिसमें प्रतिरक्षा लागत शामिल होती है और जो आय वृद्धि का आश्वासन नहीं देती वह प्रतिरक्षात्मक होती है।

11. समापन के लिए, जोखिम में ऐसी बात निहित होती है कि उसका कम-मूल्यन निम्न या जोखिम नहीं के रूप में माना जाता है जिससे बैंक, कारोबार और उद्योग सहित आर्थिक एजेंट्स जोखिम अचानक सामने आने पर परेशानी में आ जाते हैं। अतः मेरा मानना है कि निम्नलिखित से अधिक स्पष्ट रूप से कोई भी जोखिम प्रबंधन का तरीका कारगर नहीं होता: 'वैसे ही जैसे आप उस समय मित्र बनाते हैं जब आपको उनकी आवश्यकता नहीं होती, उस समय नहीं जब आपको उनकी आवश्यकता होती है और तब तो बिल्कुल नहीं जब आपकी आवश्यकता समाप्त हो जाती है, इसी प्रकार आप प्रतिरक्षा तब करते हैं जब उसकी आवश्यकता नहीं होती, तब नहीं जब उसकी आवश्यकता होती है और तब तो बिल्कुल नहीं जब आवश्यकता समाप्त हो जाती है।' कारोबार और उद्योग द्वारा इस जोखिम से प्रतिरक्षा की आंतरिक और प्रेरक संस्कृति से संतुलित रूप से इक्विटी पर प्रतिलाभ की अस्थिरता कम करके ऋण और इक्विटी पूंजी की लागत कम होगी क्योंकि बाजार में इसे कम जोखिम वाला और अधिक सुरक्षित माना जाएगा। यदि मैं विद्वानों की इस सभा को वित्तीय जोखिम प्रबंधन की आवश्यकता से पर्याप्त रूप से सचेत और संवेदनशील करने में सफल हुआ हूँ तो मुझे काफी प्रसन्नता होगी कि मैं अपना दायित्व अच्छे से पूरा कर पाया हूँ। निःसंदेह, यदि कारोबार और उद्योग इस बात को अपनाते हैं तो उन पर यह उक्ति लागू हो जाएगी कि 'उसके बाद वे हमेशा सुख से रहे'। अंत में, मैं आशा करता हूँ कि मैंने वित्तीय जोखिम प्रबंधन पर संगत बातें की हैं और इसी के साथ मैं अपना भाषण समाप्त करता हूँ और यह आशा करता हूँ कि कारोबार और उद्योग जोखिम प्रबंधन का पूरा लाभ लेंगे।

12. आप सभी को बहुत-बहुत धन्यवाद।