

वित्तीय विनियमन के उभरते स्वरूप: चुनौतियां तथा गतिशीलता*

राकेश मोहन

इस समय विश्व महा मंदी के बाद के सबसे तीव्र वित्तीय और आर्थिक संकट के भंवर में फंसा हुआ है। यद्यपि संकट का प्रारंभ अमरीका के सबप्राइम बंधक बाजार से हुआ परंतु, बाद में यह यूरोप होते हुए पूरे विश्व में फैल गया। विश्व भर में संक्रमण के फैल जाने की जो गति थी वह शायद अभूतपूर्व थी। जिस घटना की शुरुआत अमरीकी आवास बंधक क्षेत्र में अपेक्षाकृत सीमित संकट के रूप में हुई उसने अंततः अमरीका तथा यूरोप में व्यापक बैंकिंग संकट का रूप लेकर घरेलू तथा अंतरराष्ट्रीय बाजारों में व्यवधान उत्पन्न किया तथा परवर्ती समय में इसने पूर्णतः वैश्विक आर्थिक संकट का रूप ले लिया। विश्व की लगभग सभी सरकारें तथा केंद्रीय बैंक पिछले 9-18 महीनों के दौरान राजकोषीय तथा मौद्रिक नीतिगत दोनों उपायों से संकट को रोकने का प्रयास कर रहे हैं। जी-20 द्वारा जिस प्रकार की समन्वित कार्रवाई की प्रतिबद्धता दर्शायी गई है उससे यह स्पष्ट होता है कि जिस प्रकार संकट की वैश्विक प्रकृति अभूतपूर्व थी उसी प्रकार संकट का प्रत्युत्तर भी अभूतपूर्व था।

समन्वित राजकोषीय तथा मौद्रिक कार्रवाइयों के साथ-साथ विश्व भर में वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण के ढांचे पर व्यापक पुनर्विचार भी चल रहा है।

इस पृष्ठभूमि में, इस पेपर में उभरती चुनौतियों तथा गतिशीलता पर महत्त्व देते हुए वित्तीय संस्थाओं के विनियमन संबंधी उभरते स्वरूप का विश्लेषण करने का प्रयास किया गया है। इस पेपर को निम्नानुसार विभाजित किया गया है: भाग I में उन वैश्विक घटनाक्रमों का व्यापक परिदृश्य प्रस्तुत किया गया है जिन्होंने वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट को बढ़ावा दिया। भाग II में वर्तमान विनियामक ढांचे की कमियों के संदर्भ में अंतरराष्ट्रीय स्तर पर वर्तमान जारी चर्चा एवं बहस को प्रस्तुत किया गया है। भाग III में विनियामक ढांचे में संशोधन के प्रस्तावों का विश्लेषण किया गया है जबकि भाग IV में विनियामक प्रस्तावों के कार्यान्वयन में आने वाली असुविधाओं पर चर्चा की गई है।

* बैंक ऑफ फ्रांस की वित्तीय स्थिरता समीक्षा (जून 2009 अंक) के लिए तैयार किया गया डॉ. राकेश मोहन, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक का पेपर। पेपर की तैयारी में आनंद सिन्हा, प्रशांत सरन, पी.आर. रवि मोहन, टी. गोपीनाथ तथा मुनीष कपूर द्वारा दी गई सहायता सधन्यवाद स्वीकार की जाती है। पेपर की प्रस्तुति में “विनियमन को बढ़ावा देना एवं पारदर्शिता को बेहतर बनाना” विषयक जी-20 के कार्यदल I की रिपोर्ट से भी सहायता मिली है।

I. संकट का उद्भव: गलती कहां हुई?

बाजार के विफल हो जाने के वे कौन-कौन से स्पष्ट स्रोत हैं जिनसे वर्तमान वैश्विक उथल-पुथल का प्रारंभ हुआ?

वर्तमान जारी वित्तीय संकट हेतु कई कारक जिम्मेदार रहे हैं जैसे, सब-प्राइम बंधक क्षेत्र की गतिविधियां, अत्यधिक लीवरेज, शिथिल वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण एवं वैश्विक समष्टि आर्थिक असंतुलन। तथापि, बुनियादी स्तर पर, यह संकट इस दशक की शुरुआत के दौरान प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में अत्यधिक शिथिल मौद्रिक नीति के प्रभाव को भी प्रतिबिंबित करता है।

पिछले दशक की समाप्ति के पर डॉटकॉम बुलबुले के विस्फोट के बाद अमरीका तथा उसके बाद अन्य उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की मौद्रिक नीतिगत रुख में नरमी लाई गई जिसकी गति अपेक्षाकृत तेज थी। अमरीका में नीतिगत दर 2002 में 1 प्रतिशत तक पहुंच गई तथा संभवतः जरूरत से काफी लंबे समय तक इसे उसी स्तर पर बनाए रखा गया (टेलर, 2009; येलेन, 2009)। अत्यधिक शिथिल मौद्रिक नीति के कारण चलनिधि में वृद्धि हुई तथा इससे विश्व भर में ब्याज दरें कम हो गयीं; तथा इस अवधि के दौरान वित्तीय नवोन्मेष के विस्फोट ने अत्यधिक चलनिधि तथा तीव्र ऋण विस्तार के परिणामों को व्यापक तथा तीव्र बना दिया (दिलारोसिएरे रिपोर्ट, 2009)।

इस घटनाक्रम में रोचक बात यह है कि निरंतर समर्थनकारी मौद्रिक नीति के बावजूद, सुदृढ़ वैश्विक समष्टि आर्थिक वृद्धि से वस्तुओं तथा अधिकांश सेवाओं में तदनुरूप मुद्रास्फीतिजन्य दबाव उत्पन्न नहीं हुआ। इसके परिणामस्वरूप उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों, विशेष रूप से अमरीका के केंद्रीय बैंक ने लंबे समय तक मौद्रिक समर्थन को वापस नहीं लिया। वैश्विक

स्तर पर हुई चलनिधि की अधिकता संपत्तियों की कीमतों और बाद में पण्यों, विशेष रूप से तेल की कीमतों में वृद्धि के रूप में परिलक्षित हुई। तब से परिमापित मुद्रास्फीति में वृद्धि होना प्रारंभ हुआ तथा केंद्रीय बैंकों ने, यद्यपि विलंब से, मौद्रिक नीति में कड़ाई का रुख अपनाना शुरू किया।

बचतों¹ में कमी आने के साथ-साथ निवेश तथा खपत दोनों में उल्लेखनीय वृद्धि होने से अमरीका में लंबे समय तक घरेलू उत्पादन की तुलना में घरेलू मांग की अधिकता बनी रही जिसके कारण घरेलू बचत निवेश असंतुलन के बढ़ जाने से चालू खाता घाटे में निरंतर वृद्धि हुई। अमरीका की अत्यधिक भारी मांग की पूर्ति शेष विश्व, विशेष रूप से चीन द्वारा की गई जिसने अपेक्षाकृत कम कीमत पर वस्तुओं तथा सेवाओं की आपूर्ति की और इसके कारण चीन तथा अन्यत्र तदनुरूप चालू खाता आधिक्य की स्थिति बनी। तेल निर्यातक देशों द्वारा निर्मित आधिक्य ने बढ़ते वैश्विक असंतुलन को और बढ़ाया।

चीन तथा अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भारी मात्रा में चालू खाता आधिक्य तथा अमरीका तथा अन्यत्र में तदनुरूपी घाटे के लिए सामान्यतः चीन, अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं तथा तेल निर्यातक देशों की विनिमय दर नीति को जिम्मेदार ठहराया जाता है। अमरीकी मांग के उत्पादन से अधिक होने की बात को ध्यान में रखते हुए यह स्पष्ट है कि अमरीका का घाटा अपने उच्चतर स्तर पर बना रह सकता था। यदि चीन में अधिक लचीली विनिमय दर होती तो अमरीका के आयात के स्रोत देश चीन न होकर कई अन्य देश होते। यद्यपि एशियाई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं तथा तेल निर्यातक देशों की विनिमय दरों में लचीलेपन की कमी ने वैश्विक असंतुलन में योगदान दिया, तथापि

¹ अमरीकी वैयक्तिक बचत दर 2005 के मध्य से 2007 के मध्य के बीच शून्य से सामान्य अधिक के आसपास बनी रही (येलेन 2009)।

इस बात से अमरीका के बड़े तथा बढ़ते चालू खाता घाटे की स्थिति की पूर्णतः व्याख्या, विशेष रूप से यूरोप में उसी समय समग्र रूप में चालू खाता घाटे की स्थिति न होने को देखते हुए, नहीं हो पाती है।

समर्थनकारी मौद्रिक नीति तथा उसके कारण विस्तारित अवधि तक बनी रही कम ब्याज दर ने कई बाजार सहभागियों को उच्चतर प्रतिफल की तलाश हेतु प्रेरित किया। इस प्रकार, उच्चतर प्रतिफल की तलाश के कारण उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी के प्रवाह में वृद्धि हुई, परंतु इन देशों में चालू खाता आधिक्य बड़ी मात्रा में होने अथवा उनके घाटे की मात्रा काफी कम होने से ये देश इन प्रवाहों को समाहित नहीं कर सके, जिसके कारण ये आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार के रूप में जुड़ गए। इन आरक्षित निधियों का फिर से अमरीकी सरकार की प्रतिभूतियों को खरीदने तथा सरकार द्वारा प्रायोजित बंधक संस्थाओं, जैसे फैनो माइ तथा फ्रैडी मैक की प्रतिभूतियों में निवेश के लिए किया गया। इस प्रकार, समर्थनकारी मौद्रिक नीति ने जहां एक ओर अल्पावधि ब्याज दरों को कम स्तर पर रखा, वहीं पुनर्निवेशित आरक्षित निधियों ने उन्नत अर्थव्यवस्थाओं, विशेष रूप से अमरीका में ब्याज दर में कमी लाने में मदद की। दीर्घावधि ब्याज की ऐसी कम दर ने बंधक वित्त के कारोबार में वृद्धि करके आवासों की कीमतों को बढ़ाने में सहायता की।

इसके अतिरिक्त, संकट से पूर्व प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में सुस्थिर समष्टि आर्थिक परिवेश - अपेक्षाकृत सुस्थिर वृद्धि तथा मुद्रास्फीति की कम दर - ने जोखिमों को कमतर आंकने तथा अत्यधिक जोखिम लेने एवं वित्तीय नवोन्मेष के लिए प्रेरित किया। यह विडंबनापूर्ण बात है कि केंद्रीय बैंकों की सफलता की धारणा तथा मौद्रिक नीति की बढ़ती विश्वसनीयता ने, मुद्रास्फीति तथा ब्याज दरों दोनों में स्थिरता संबंधी बढ़ती अपेक्षाओं को जन्म देकर, जोखिम का गलत मूल्यांकन

करने तथा उच्चतर जोखिम उठाने के लिए प्रेरित किया। मौद्रिक नीति के नरम रुख ने ही प्रतिफल की तलाश को प्रेरित किया होगा जिसके कारण ऋण जोखिम के आकलन संबंधी मानदंडों में शिथिलता आने से अंततः सुदृढ़ प्रथाओं में गिरावट आई होगी (मोहन, 2007)। प्रतिफल के कम होने से, बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं द्वारा अपनी लाभप्रदता को बनाए रखने के प्रयासों के कारण अत्यधिक लीवरेज को बढ़ावा मिला। वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण की खामियों के कारण वित्तीय प्रणाली में अत्यधिक लीवरेज की स्थिति बनी। आस्तियों को या तो बैंकों के तुलनपत्र से निकालकर तुलनपत्रेतर माध्यमों, जो वस्तुतः विनियमित नहीं थे, में अंतरित कर दिया गया अथवा वित्तीय नवोन्मेष के कारण तुलनपत्र की संभावित जोखिमों को कृत्रिम उपाय से कम किया गया।

वित्तीय नवोन्मेष सहित अत्यधिक समर्थनकारी मौद्रिक नीति तथा शिथिल उधार संबंधी मानदंडों के कारण आस्तियों की कीमतों, विशेष रूप से मकानों की कीमतों में निरंतर वृद्धि होने से पारिवारिक इकाइयों, विशेष रूप से कम साख गुणवत्ता वाली पारिवारिक इकाइयों को प्रदान किए गए बंधक ऋण की मात्रा में अत्यधिक वृद्धि हुई। 'वितरण हेतु निर्माण' मॉडल के कारण इनमें से अधिकांश बंधकों को प्रतिभूतिकृत किया गया था। जटिल ऋण व्युत्पन्नियों में सुदृढ़ वृद्धि करके तथा क्रेडिट रेटिंग के उपयोग से बंधकों को, जो मूलतः सब-प्राइम थे, एएए रेटिंग वाले हिस्से सहित विभिन्न प्रकार के हिस्सों में बांटा गया तथा इन्हें उच्चतर प्रतिफल की आशा करनेवाले वित्तीय निवेशकों को बेच दिया गया।

2004 के प्रारंभ से मुद्रास्फीति की दर में वृद्धि प्रारंभ होने से अमरीकी फ़ैडरल रिजर्व ने मौद्रिक समर्थन को हटाना प्रारंभ किया। इसके परिणामस्वरूप, बंधकों के भुगतान में वृद्धि होने लगी जबकि आवासों की कीमतों में कमी आने लगी। कम/नगण्य मार्जिन के वित्तीयन के कारण सब-प्राइम उधारकर्ताओं द्वारा चूक की दर में वृद्धि

हुई। यद्यपि कथित रूप से ऋणों को प्रतिभूतिकृत करके तुलनपत्रेतर विशेष संस्थागत माध्यमों (एसआइवी) को बेच दिया गया था, फिर भी अंततः बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं को हानि उठानी पड़ी जिसके कारण उनकी पूंजी का एक उल्लेखनीय हिस्सा कम हो गया। बैंक की हानियों की मात्रा अनिश्चित होने के कारण बैंकों के बीच आपसी विश्वास समाप्त हो गया। बढ़ते वित्तीय वैश्वीकरण को देखते हुए अन्य प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाएं, विशेष रूप से यूरोप के बैंक तथा वित्तीय संस्थाएं हानियों तथा पूंजी के राइट-ऑफ के कारण प्रभावित हुए। अंतर-बैंक मुद्रा बाजार में लगभग ठहराव आ गया तथा यह मुद्रा बाजारों तथा ऋण बाजारों में अति उच्च स्प्रेड के रूप में प्रतिबिंबित हुआ। सुरक्षा के प्रति झुकाव अत्यधिक था जो खजाना बिलों तथा बांडों के अत्यधिक कम प्रतिफल से स्पष्ट होता है। सितंबर 2008 में लीमन ब्रदर्स के असफल होने के बाद इन घटनाक्रमों में उल्लेखनीय रूप से तेजी आई तथा आपसी विश्वास पूरी तरह समाप्त हो गया।

वैश्विक वित्तीय बाजारों में व्याप्त गहन तथा निरंतर संकट, ऋण विमुखता का चरम स्तर, बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं की बढ़ती हानियां, वस्तुओं तथा तेल की बढ़ी हुई कीमतें (2008 की तीसरी तिमाही तक), तथा आस्तियों के मूल्य में तेजी से आई कमी - इन सभी ने मिलकर प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं की वृद्धि की गति में, विशेष रूप से लीमन के विफल हो जाने के बाद, तेजी से कमी लाने का कार्य किया। आइएमएफ के अनुसार, 2009 में वैश्विक वृद्धि में अप्रैल 2008 के 3.8 प्रतिशत की सुदृढ़ वृद्धि की तुलना में 1.3 प्रतिशत की गिरावट आने की संभावना है।

इस प्रकार, वर्तमान संकट के कारणों में, कुशल बाजार पर विश्वास के कारण उत्पन्न शिथिल विनियमन व्यवस्था में विश्वास तथा अति कम विनियमन के साथ-साथ, मौद्रिक नीति की आपसी प्रतिक्रिया, कई देशों में अपनाई गई विनियम दर व्यवस्था तथा वित्तीय प्रणाली

में महत्वपूर्ण बदलाव को प्रतिबिंबित करता है (दि लारोसिअरे रिपोर्ट 2009; बीआइएस, 2008)। संक्षेप में, ब्याज की कम दरें, भविष्य के प्रति बढ़ते तथा अत्यधिक आशावाद सहित, आस्तियों, स्टॉक तथा आवास के मूल्यों के जरिए बढ़ोतरी लाती है। ब्याज की कम दर तथा सीमित उतार-चढ़ाव ने प्रतिफल को ऋण गुणवत्ता वक्र के नीचे रख दिया है तथा जोखिमों को कमतर आंके जाने के कारण जोखिमपूर्ण आस्तियों के सृजन तथा उनकी खरीद को प्रेरित किया है। केंद्रीय बैंक आस्तियों की कीमतों में उतार-चढ़ावों को नजरअंदाज करते हुए परिमापित उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति तथा समग्र गतिविधि पर अपना ध्यान केंद्रित करते रहे और बढ़ती जोखिम के संपूर्ण असर का अनुमान न लगा सके, परंतु तब तक काफी देर हो चुकी थी (आइएमएफ, 2009)।

II. वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण में खामियां

नई चुनौतियों तथा वास्तविकताओं से निपटने के लिए समष्टि आर्थिक, मौद्रिक एवं वित्तीय क्षेत्र नीतियों के संबंध में मूल रूप से फिर से चिंतन करने की जरूरत की ओर जोर दिया जा रहा है, जो संभवतः अंतरराष्ट्रीय वित्तीय ढांचे में संरचनात्मक बदलाव को प्रतिबिंबित करता है जिसके लिए मौद्रिक प्राधिकारियों तथा विनियामकों के बीच अधिक सुदृढ़ स्तर के समन्वयन की जरूरत है। एक तरह से, वित्तीय विनियमन से संबंधित नीतिगत समीक्षा करते समय अल्पावधि की तीव्र नीतिगत दुविधाओं तथा मध्यावधि में वित्तीय तथा आर्थिक नीतियों के व्यापक ढांचे पर मौलिक पुनर्विचार करने की जरूरत है (रेड्डी, 2008)।

वर्तमान विनियामक प्रथाओं तथा वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण के भविष्य के संबंध में वैश्विक स्तर पर अत्यंत सक्रिय चर्चा हो रही है। संभवतः यह कहना भी संगत होगा कि वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण के संबंध

में जो दिशा तय की जानी है उसके संबंध में सहमति बन रही है। इस मुद्दे से संबंधित अत्यंत प्रभावकारी रिपोर्टों में निम्नलिखित प्रमुख हैं:

- यूरोपियन यूनियन में वित्तीय पर्यवेक्षण पर उच्चस्तरीय समूह की रिपोर्ट (अध्यक्ष: जेक्वेस दि लारोसिएरे);
- वित्तीय पर्यवेक्षण का ढांचा: वैश्विक बाजार संबंधी दृष्टिकोण तथा चुनौतियां (गुप ऑफ थर्टी; अध्यक्ष: पॉल वोल्कर);
- वित्तीय विनियमन के मौलिक सिद्धांत (दि जिनेवा रिपोर्ट)
- दि टर्नर रिव्यू: ए रेग्युलेटरी रेस्पॉन्स टू दि ग्लोबल बैंकिंग क्राइसिस (फिनांशियल सर्विसेस अथॉरिटी ऑफ दि यू.के.); तथा अंत में,
- “सुदृढ़ विनियमन को बढ़ावा देना तथा पारदर्शिता को सुदृढ़ करना (जी-20)” पर जी-20 के कार्यदल I की रिपोर्ट ।

उक्त सभी रिपोर्टों में इस बात पर सामान्य सहमति थी कि हाल के समय में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में विनियमन तथा पर्यवेक्षण स्पष्टतः अत्यंत शिथिल रहे हैं तथा वित्तीय क्षेत्र हेतु पर्याप्त सुदृढ़ तथा संभवतः हस्तक्षेपपूर्ण विनियमन तथा पर्यवेक्षण की जरूरत है। इनमें गंभीर विनियामक तथा पर्यवेक्षी विफलताओं की स्पष्ट स्वीकृति है।

ऐसे पुनर्विचार के मूल में बाजारों के कार्यकलापों के संबंध में विद्यमान बौद्धिक मान्यताओं के बारे में उठे प्रश्नचिह्न तथा वित्तीय जोखिम की प्रकृति है। टर्नर रिव्यू से एक उद्धरण यहां प्रस्तुत है:

“इन अवधारणाओं के मूल में दक्ष तथा युक्तिसंगत बाजारों से संबंधित सिद्धांत रहे हैं। इनसे विनियामक निहितार्थ वाले निम्नलिखित पांच तर्क वाक्य उभरते हैं:

- (i) बाजार मूल्य युक्तिसंगत रूप से मूल्यांकित आर्थिक मूल्य का बेहतर संकेतक होते हैं।
- (ii) चूंकि प्रतिभूतिकृत ऋण का विकास नए तथा अधिक चलनिधियुक्त बाजारों के सृजन पर आधारित है, अतः इसके कारण विनियोजनात्मक दक्षता तथा वित्तीय स्थिरता दोनों में सुधार आया है।
- (iii) ट्रेडिंग जोखिम की सुदृढ़ मात्रात्मक माप के जरिए गणितीय विश्लेषण से वित्तीय बाजारों की जोखिम की विशेषताओं को पता लगाया जा सकता है।
- (iv) हानिकारक स्तर की जोखिम उठाने को रोकने के लिए प्रभावी उपाय के रूप में बाजार अनुशासन का उपयोग किया जा सकता है।
- (v) वित्तीय नवोन्मेष को लाभदायक माना जा सकता है क्योंकि बाजार की प्रतियोगिता गुणवत्ता में इजाफा न करने वाले नवोन्मेषों को अलग-थलग कर देती है ।

उक्त सभी अवधारणाओं को सैद्धान्तिक तथा प्रयोगाश्रित आधार पर चुनौती दी जा रही है जिसका विनियमन की समुचित अभिकल्पना तथा विनियामक प्राधिकारियों की भूमिका के लिए निहितार्थ होगा” (टर्नर रिव्यू, पृ.30)।

आम तौर पर स्वीकृत बौद्धिक अवधारणाओं के कारण उत्पन्न होने वाली वित्तीय क्षेत्र की वे कौन-कौन सी विशिष्ट गतिविधियां थीं जिनके कारण वर्तमान वैश्विक संकट का जन्म हुआ?

वित्तीय तथा वैश्विक संकटों का लंबा इतिहास रहा है जो वित्तीय क्षेत्र की उत्पत्ति के समान ही सुदीर्घ है। इन सभी संकटों में जो बात सामान्य है वह प्रणाली में लीवरेज का अत्यधिक रूप में बढ़ जाना तथा वित्तीय बुलबुलों का विस्फोट हो जाना है जो ऐसे लीवरेज के कारण होता है। वर्तमान संकट के संबंध में रोचक बात यह है कि अत्यधिक लीवरेज उस अवधि के दौरान हुआ जब बासल

प्रक्रिया के जरिए पूंजी की आवश्यकता तथा उसके पर्याप्त स्तर के बारे में सभी प्रमुख देशों में बेहतर सहमति बन रही थी। इसके अतिरिक्त, यह भी माना जा रहा था कि बड़ी वित्तीय संस्थाओं में अत्यधिक उच्च तथा तीव्र वृद्धि की इस अवधि के दौरान वित्तीय क्षेत्र में मात्रा तथा उसके परिष्कृत रूप दोनों ही दृष्टि से परिष्कृत वित्तीय जोखिम प्रबंधन प्रणालियों की क्षमताओं का भी विकास किया गया है। अन्य कई देशों के साथ-साथ अमरीका तथा यूके जैसे प्रमुख क्षेत्रों में अविनियमन के कारण वित्तीय संस्थाओं की जटिलताओं में वृद्धि हुई। वित्तीय संगुटों ने सभी वित्तीय कार्यकलापों को एक ही स्थान पर लाना प्रारंभ किया: बैंकिंग, बीमा, आस्ति प्रबंधन, एकाधिकार वाली ट्रेडिंग, निवेश बैंकिंग, ब्रोकिंग तथा इस प्रकार के अन्य कार्यकलाप। इसका परिणाम उभरती जोखिमों की अपर्याप्त पहचान तथा आकलन के रूप में हुआ, जो संस्थाओं के भीतर तथा प्रणालीव्यापी था। वे कौन-कौन से कारक थे जिनके कारण प्रणालीव्यापी अत्यधिक जोखिम तथा संस्थागत जोखिम का उद्भव हुआ?

पिछले दशक की उल्लेखनीय गतिविधियों में प्रतिभूतिकृत ऋण मध्यस्थन तथा तत्संबंधी व्युत्पन्नियों में अभूतपूर्व वृद्धि होना रहा (येलेन, 2009)। इन गतिविधियों के पीछे यह अवधारणा थी कि यह एक ऐसी व्यवस्था होगी जो तुलनपत्रों से जोखिमों को अलग करके विभिन्न निवेशकों के बीच बांट देगी, तथा यह बैंकिंग प्रणाली की जोखिम को कम करने में सहायक होगी। यहां तक कि अप्रैल 2006 की आइएमएफ की अद्यतन वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट में यह नोट किया गया कि जोखिमों के विखंडन के कारण “वित्तीय प्रणाली जोखिमों के आघातों को कम करने तथा उसे जज्ब कर लेने” में मदद मिलेगी जिसके कारण “आघात-सहनीयता में सुदृढ़ता आएगी और यह बात बैंकों के असफल होने की घटनाओं में कमी आने तथा अधिक संगत ऋण प्रावधान के रूप में प्रतिबिंबित होगी” (टर्नर रिपोर्ट का उद्धरण पृ.42)।

यद्यपि, प्रतिभूतिकरण का सरल रूप काफी समय से उपलब्ध था, फिर भी यह अवधारणा पहले ही गलत साबित हो चुकी है। बैंकों के प्रमुख कार्यकलापों में परिपक्वता रूपांतरण है: वे गैर वित्तीय क्षेत्र में दीर्घावधि आस्तियों के निधीयन हेतु अल्पावधि देयताओं का मध्यस्थन करते हैं। आम तौर पर बैंक अत्यधिक लीवरेज वाले हैं, इसलिए उनके कार्यकलापों तथा उनकी स्थिरता के लिए आस्था तथा विश्वास अति महत्वपूर्ण हैं। अतः, पारंपरिक रूप में अपनी आस्तियों के सामान्यतः अतरल होने के कारण बैंक जोखिम संबंधी पहलुओं पर कड़ी निगरानी रखते हैं ताकि उनकी अल्पावधि निधीयन देयताओं को सतत रोलओवर किया जा सके। प्रतिभूतिकरण अतरल आस्तियों को तरल आस्तियों में बदल देता है और सैद्धान्तिक तौर पर जोखिमों को बैंक के तुलनपत्र से अलग कर देता है तथा इसके कारण बैंकिंग पूंजी की जरूरत कम पड़ती है। आस्तियों को अल्पावधि तरल आस्तियों की लिखतों के रूप में माने जाने से इनका निधीयन अत्यधिक अल्पावधि देयताओं, यहां तक कि ओवरनाइट रिपो के माध्यम से किया जाने लगा, जिनकी मात्रा में हाल के वर्षों में काफी वृद्धि हुई है। प्रणालीगत जोखिम में बढ़ोतरी हुई क्योंकि जिन लिखतों का ट्रेड हो रहा था वे मूलतः बाजार की धारणा में बदलाव के अनुसार मूल्य में बदलाव के प्रति अधिक संवेदनशील थे। इसके अतिरिक्त, ऐसे बाजारों की चलनिधि जोखिमों को पर्याप्त रूप से नहीं समझा गया। यह मान लिया गया कि ये तरल बाजार निरंतर बने रहेंगे तथा अतरल दीर्घावधि ऋण आस्तियों की तुलना में प्रतिभूतिकृत आस्तियां मूलतः कम जोखिम वाली मान ली गईं।

दूसरे क्रम की व्युत्पन्नियों की संख्या में भारी वृद्धि होने से प्रतिफल की तलाश से उत्पन्न वित्तीय नवोन्मेष ने इस समस्या को और बढ़ाया तथा उनका मूल्यांकन गोचर तथा पारदर्शी बाजार मूल्यांकन के बजाए मॉडल मूल्यांकन तथा ऋण रेटिंग पर अत्यधिक निर्भरता के

चलते अपारदर्शी हो गया। इस प्रकार, जब इन बाजारों में समस्याएं आईं तथा मूल्य में स्पष्टता नहीं रही, बैंकों की आस्तियों के मूल्यांकन स्पष्ट नहीं रहे और छाया बैंकिंग (शैडो बैंकिंग) प्रणाली स्पष्ट नहीं रही। इसके परिणामस्वरूप, आस्था तथा विश्वास समाप्त हो गया तथा बाजार में ठहराव आया।

छाया बैंकिंग प्रणाली ने इन समस्याओं को और बढ़ाया जिसने बैंकों के तुलनपत्र से आस्तियों को लेकर उनकी पूंजी की जरूरतों को कम किया। पिछले दशक के दौरान अंतर-वित्तीयक्षेत्र लेन-देनों की जटिलता तथा मात्रा में विस्फोट-सा हुआ, विशेष रूप से पिछले पांच वर्षों के दौरान। इस प्रकार उच्च लाभ तथा वृद्धि दिखाकर वित्तीय क्षेत्र ने प्रमुखता से स्वयं को लाभ पहुंचाया, अर्थव्यवस्था के गैर वित्तीय क्षेत्रों के लिए अपेक्षाकृत कम सहायता की जबकि सिद्धान्ततः वित्तीय क्षेत्र इस क्षेत्र की सहायता के लिए है। वित्तीय कंपनियों के ऋण इस कदर बढ़े कि वे प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं की जीडीपी से भी अधिक हो गए। इस प्रकार प्रतिभूतिकरण के जरिए तुलनपत्र से जोखिम को अलग करने की प्रक्रिया में अंततः ये जोखिम उन्हीं के पास आ गए तथा प्रतिभूतिकरण का जो तार्किक आधार था वहीं गलत साबित हुआ। प्रणालीगत जोखिम कम करने की अपेक्षा जटिल प्रतिभूतिकरण की प्रणाली तथा तत्संबंधी व्युत्पन्नियों ने प्रणालीगत जोखिम बढ़ाने का कार्य किया। इसके अतिरिक्त, यह पता लगाना अत्यंत जटिल हो गया कि जोखिम अंततः कहा है।

इन गतिविधियों को हिसाब में लेने के लिए विनियामक प्रणाली काफी पीछे थी। जोखिम आधारित पूंजी आवश्यकता की गणना की पद्धति में ट्रेड की जाने वाली लिखतों में निहित जोखिम को कम करके आंका जाता था इसलिए बैंक उन आस्तियों को प्रतिभूतिकृत करने के लिए प्रोत्साहित रहते थे जिन ट्रेड की जाने वाली लिखतों का जोखिम भार कम होता था। इन लिखतों

की ट्रेडिंग मुख्यतः ओटीसी बाजारों में होती थी जिनमें पारदर्शिता काफी कम थी। इस समस्त प्रक्रिया के परिणामस्वरूप बैंकों की पूंजी काफी कम हो गई तथा अविनियमित छाया बैंकिंग प्रणाली तथा निवेश बैंकों का लीवरेज अनुपात अवहनीय स्तर तक पहुंच गया।

ब्याज दरों के कम रहने, जोखिम संबंधी गलत धारणा रखने तथा उधार देने एवं प्रतिभूतिकृत लिखतों के वितरण हेतु निहित प्रोत्साहन के कारण घरेलू इकाइयों की ऋणग्रस्तता, विशेष रूप से आवास हेतु, अप्रत्याशित स्तर तक पहुंच गई। आवास आस्तियों की मांग में वृद्धि होने से आवास की कीमतों में भी वृद्धि हुई। इस प्रकार के सूक्ष्मतर आचरण से उत्पन्न प्रणालीगत जोखिम पर पर्याप्त रूप से ध्यान नहीं दिया गया अथवा उन्हें समझा नहीं गया जिसके कारण प्राधिकारियों द्वारा इस पर निगरानी नहीं रखी गई।

इस प्रकार, वर्तमान के वैश्विक वित्तीय संकट के परिणामस्वरूप वित्तीय क्षेत्र विनियामकों के सामने कई सारी चुनौतियां उभरकर आईं

इस संबंध में सैद्धांतिक स्तर पर तथा व्यवहारकर्ताओं के बीच व्यापक बहस हो सकती है। हम बाजारों, विशेष रूप से वित्तीय बाजारों की दक्षता एवं युक्तिसंगतता के बारे में अपने विचार किस प्रकार बदलें? वित्तीय नवोन्मेष पर भविष्य में इस प्रकार के पुनः परीक्षण का क्या असर होगा? जब तक बौद्धिक स्तर पर हुए इन बहसों से कोई निष्कर्ष नहीं निकलता तब तक विनियामक प्राधिकारी क्या करेंगे? क्या वे जरूरत से ज्यादा प्रतिक्रिया करके आगे आने वाले महीनों तथा वर्षों के दौरान वित्तीय वृद्धि को रोके रखेंगे? क्या इसके कारण वैश्विक जीडीपी वृद्धि में भी असर पड़ेगा?

अब मैं उन प्रमुख प्रस्तावों के बारे में चर्चा करूँ गा जिन पर वित्तीय विनियामक ढांचे में सुदृढ़ता लाने हेतु आमूलचूल बदलाव के बारे में विचार किया जा रहा है।

III. विनियामक ढांचे में सुधार: भावी परिदृश्य

वित्तीय विनियामक प्रणाली में उत्पन्न हुए विभिन्न कमियों को दूर करके इसमें सुधार लाने हेतु राष्ट्रीय तथा अंतरराष्ट्रीय स्तर पर व्यापक चर्चा हो रही है। यह कहने की जरूरत नहीं है कि वित्तीय विनियमन में समग्र सुदृढ़ता लाने की आवश्यकता है। अब तक विनियमन के अधीन न लायी गई संस्थाओं, बाजारों तथा लिखतों को अब विनियामक ढांचे के अंतर्गत लाने की जरूरत होगी एवं राष्ट्रीय तथा अंतरराष्ट्रीय दोनों स्तरों की जरूरतों को पूरा करने के लिए विनियामक ढांचे में नए सिरे से बदलाव लाने की आवश्यकता है। वित्तीय विनियमन में सुधार संबंधी इस नये उत्साह का स्वरूप ज्यों-ज्यों स्पष्ट होगा त्यों-त्यों वित्तीय प्रणाली के मौलिक कार्यकलापों एवं इन्हें सुदृढ़ बनाने की जरूरत पर ध्यान देने की आवश्यकता होगी ताकि वास्तविक अर्थव्यवस्था की जरूरतों को बेहतर ढंग से पूरा किया जा सके।

हमें यह सुनिश्चित करने की जरूरत है कि वित्तीय प्रणाली वास्तविक क्षेत्र की निधीयन की जरूरतों को पर्याप्त रूप से पूरा करने हेतु बचतों के मध्यस्थन हेतु महत्वपूर्ण भूमिका अदा करना जारी रखेगी और इस प्रकार आर्थिक वृद्धि में सहायता प्रदान करेगी। इस बात को ध्यान में रखने की जरूरत है कि वित्तीय बाजार वैश्विक स्वरूप के होने के साथ-साथ वे एक दूसरे से जुड़े रहेंगे एवं आर्थिक दक्षता में वृद्धि हेतु वित्तीय नवोन्मेष की भूमिका महत्वपूर्ण बनी रहेगी। अतः वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण को सुदृढ़ बनाने की प्रक्रिया के दौरान यह सतर्कता बरती जानी चाहिए कि इससे उद्यमशीलता तथा वित्तीय नवोन्मेष को कोई क्षति न पहुंचे। परंतु यह प्रश्न निरंतर पूछा जाना चाहिए: “वित्तीय नवोन्मेष किस प्रयोजन हेतु”? जब तक वित्तीय नवोन्मेष सही मूल्यन को बढ़ावा देता रहेगा, मध्यस्थन में बेहतर दक्षता लाकर समग्र दक्षता तथा वृद्धि को आगे बढ़ता रहेगा तब तक

इसे बढ़ावा दिया जाना चाहिए, परंतु साथ ही साथ वित्तीय स्थिरता बनाये रखने के लिए समुचित रक्षोपाय भी किये जाने चाहिए। परंतु, अलाभजनक वित्तीय नवोन्मेष को हतोत्साहित किया जाना चाहिए। इसके अलावा, वित्तीय नवोन्मेष तथा विनियमन को प्रभावी ढंग से विनियामक दायरे के अंतर्गत लाये जा सकने की संभावना के अतिरिक्त इस विषय से जुड़े बहस को ऐसे नवोन्मेषों की संभावना एवं इसके प्रणालीगत महत्व से जोड़कर देखा जाना चाहिए (मोहन, 2007)। अतः, भविष्य के वित्तीय तनावों की घटनाओं से जुड़े परिणामों को कम करने के लिए उपायों की पहचान करने के साथ-साथ वित्तीय प्रणाली को संभावित संकट से बचाने के लिए विनियामक ढांचे में सुधार करने की भी जरूरत है।

विनियामक ढांचे को संबंधित जोखिमों की जरूरत के अनुसार तीव्रता से एवं प्रभावी रूप से निपटने हेतु तैयार रहना चाहिए। बड़ी तथा जटिल वित्तीय संस्थाएं अपने बड़े वैश्विक ग्राहकों की जरूरतों को पूरा करने के लिए विभिन्न देशों में कार्य करती हैं तथा पर्यवेक्षण को सुदृढ़ वैश्विक समाधान ढांचे के साथ अंतरराष्ट्रीय स्तर पर समन्वित किये जाने की जरूरत है। विनियामक खामियों से बचने के लिए समान प्रकृतिवाली लिखतों तथा देश तथा विदेश दोनों में समान प्रकार के कार्य करने वाली संस्थाओं के विनियमन में बेहतर एकरूपता लाने की जरूरत है।

इसके अतिरिक्त, प्रतिपक्षी जोखिम को कम करने के लिए पूंजी बाजारों को अधिक महत्व दिए जाने के जरूरत है तथा उनके ढांचे के बारे में यह सुनिश्चित करने की जरूरत है कि तनावों के समय में भी उनकी निधीयन की जरूरतें पूरी होती रहें। संकट के बाद की अवधि में वित्तीय प्रणाली लीवरेज के कम स्तर के साथ कार्य करेगी, निधीयन संबंधी कम असंतुलन होगा (परिपक्वता एवं मुद्रा दोनों दृष्टि से), प्रतिपक्षी जोखिम कम होगी, तथा वित्तीय लिखतों के संबंध में पारदर्शिता बेहतर होगी। ऋण बाजार के संकट से उभरने के बाद अधिक जोखिम उठाकर लाभ को बढ़ाने

के स्वाभाविक दबाव को कम करने की जरूरत होगी। इस संबंध में अधिक विकसित समष्टि - विवेकपूर्ण दृष्टिकोण अपनाना महत्वपूर्ण होगा।

इस संकट के बाद संस्थाओं तथा बाजारों के प्रकार, आकार तथा विदेशी एक्सपोजर का जो स्वरूप उभरकर आएगा वह वर्तमान के स्वरूप से काफी भिन्न होगा। बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं के संभल जाने के बाद नीतिनिर्मिताओं को अपने विवेकपूर्ण विनियमों को आकारगत तथा उद्देश्यगत रूप से व्यवस्थित करना होगा। उसी प्रकार, स्वस्थ प्रतिस्पर्धा सुनिश्चित करने के लिए प्रतिस्पर्धा नीति की भूमिका महत्वपूर्ण होगी। लागतों में कटौती की वर्तमान स्थिति के बावजूद वित्तीय संस्थाओं, बाजारों तथा लिखतों में बदलाव का क्रम जारी रहेगा जिसके कारण विनियामकों के सामने चुनौतियां आएंगी। वित्तीय संस्थाओं, नीति निर्माताओं, पर्यवेक्षकों तथा विनियामकों को अपनी स्थिति मजबूत करनी होगी ताकि बाजारों की घरेलू तथा वैश्विक स्तर पर सह-संबद्धता, नवोन्मेष के असर तथा इनके असंबद्ध हो जाने की स्थिति का प्रबंधन किया जा सके।

आगे चलकर विनियामक ढांचे में बदलाव हेतु उचित समय के बारे में विचार करना जरूरी होगा। सिफारिशों, कुछ संदर्भों में स्व-विनियमन दृष्टिकोण की संभावित सीमाओं को ध्यान में रखते हुए ऐसी होनी चाहिए जो आवश्यकतानुसार आनुपातिक विनियामक कार्रवाई को बढ़ावा दें। उदाहरणस्वरूप, आर्थिक विस्तार के दौरान प्रणाली में बचाव व्यवस्था के रूप में पूंजी के स्तर को बढ़ाया जाना चाहिए ताकि मंदी के दौर में इसका उपयोग किया जा सके जबकि वर्तमान माहौल में परिवर्तन से वास्तविक अर्थव्यवस्था में प्रतिकूल असर पड़ सकता है। अधिक सुस्थिर वित्तीय प्रणाली की ओर प्रभावी रूप से अग्रसर होने के लिए सुधार के परिणामों तथा सभी देशों के साथ सुसंगति की व्यापक समीक्षा की जरूरत होगी (जी-20, 2009)।

संक्षेप में, सुधार का समग्र अधिदेश यह है कि व्यापार चक्र के दौरान विनियामक व्यवस्था को अधिक प्रभावी बनाया जाए। यह वित्तीय संस्थाओं में क्षतिपूर्ति योजनाओं के कतिपय पक्षों, अल्पावधि ऐतिहासिक नमूनों के आधार पर जोखिम पर स्थित मूल्य की गणना पर केंद्रित मार्जिन की अपेक्षा तथा जोखिम प्रबंधन प्रथाओं, पूंजी पर्याप्तता संबंधी ढांचे एवं मूल्यांकन और ऋण-हानि प्रावधान प्रथाओं सहित कई अन्य मुद्दों से संबंधित है। इसके अतिरिक्त, संस्थाओं तथा बाजारों पर, जो कि प्रणालीगत जोखिम के स्रोत हो सकते हैं, समुचित निगरानी व्यवस्था स्थापित करने के लिए विनियामक ढांचे के विषय-क्षेत्र को पुनःपरिभाषित किये जाने की जरूरत है। कम बारंबारता वाली प्रणालीव्यापी जोखिम से उत्पन्न जोखिम संभाव्यता के बेहतर आकलन तथा इनसे बेहतर ढंग से निपटने के लिए जोखिम प्रबंधन व्यवस्था को उन्नत करने की जरूरत है।

इस पृष्ठभूमि में, इस खंड में वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण के क्षेत्र में की जानेवाली कार्रवाइयों की प्राथमिकताओं को निर्धारित करने के संबंध में ध्यान केन्द्रित किया गया है।

समष्टि विवेकपूर्ण अभिमुखता

जैसा कि देखा गया है, व्यष्टि संस्थागत जोखिम के बढ़ने से व्यापक समष्टि जोखिम में वृद्धि हुई है और यह अंशतः आस्ति मूल्यों में अवहनीय रूप से वृद्धि होने का कारण है। अतः सुदृढ़ व्यष्टि विवेकपूर्ण तथा बाजार निष्ठागत विनियमन के पूरक के रूप में राष्ट्रीय वित्तीय विनियामक ढांचे को एक ऐसी समष्टि विवेकपूर्ण निगरानी व्यवस्था के जरिए सुदृढ़ किया जाना चाहिए जो वित्तीय विनियमन तथा पर्यवेक्षण के प्रति प्रणाली व्यापी दृष्टिकोण को बढ़ावा दे तथा प्रणाली में अतिरिक्त जोखिम में वृद्धि को कम करे। विवेकपूर्ण व्यवस्था ऐसी होनी चाहिए जो प्रणालीगत स्थिरता को समर्थन देनेवाले व्यवहारों को बढ़ावा दे; विनियमन संबंधी खामियों को

कम करे; और लीवरेज तथा निधीयन के प्रभाव को ध्यान में रखते हुए 'प्रणालीगत' जोखिम की धारणा को अपनाए। अधिकांश देशों में इसके लिए विभिन्न वित्तीय प्राधिकारियों के बीच बेहतर समन्वयन संबंधी व्यवस्था की जरूरत होगी, वित्तीय प्रणाली स्थिरता हेतु वित्तीय प्राधिकारियों को अधिकार देने तथा प्रणालीगत जोखिम से निपटने के लिए प्रभावी उपाय करने की जरूरत होगी। इसके लिए एक प्रभावी वैश्विक मंच की जरूरत होगी, जिसे वित्तीय स्थिरता बोर्ड के रूप में प्रस्तावित किया गया है, ताकि वैश्विक वित्तीय प्रणाली में स्थित प्रणालीगत जोखिम का संयुक्त रूप से आकलन करने हेतु राष्ट्रीय वित्तीय प्राधिकारियों को एक साथ लाया जा सके तथा समन्वित नीतिगत उपाय किए जा सकें।

हाल के वर्षों में कई नीति निर्माणकर्ता संस्थाओं, विशेष रूप से केंद्रीय बैंकों ने अपनी प्रणालीगत जोखिम के विश्लेषण को व्यापक बनाया है - कई प्रणालीगत खामियों की पहचान की जा चुकी है जिन्होंने वर्तमान उथल-पुथल को जन्म दिया अथवा उसे बढ़ाने में मदद की - परंतु इन विश्लेषणों को नीतिगत कार्यों में परिणत करने हेतु नीतिगत व्यवस्था की कमी है। मूल भावना यह है कि प्रणालीगत जोखिम के कारकों में वृद्धि के साथ पूंजी पर्याप्तता अनुपात को भी बढ़ाया जाए। समष्टि विवेकपूर्ण जोखिम की बेहतर माप का निर्धारण किया जाए। यह तर्क दिया जाता है कि लीवरेज अनुपात, परिपक्वता अवधि में असमानता तथा बैंक ऋण विस्तार के अनुमानों को ध्यान में रखा जाए। अत्यधिक लीवरेजवाली तथा तेजी से बढ़ रही 'प्रणालीगत' संस्थाओं के लिए अन्य संस्था की तुलना में अधिक पूंजी की जरूरत होनी चाहिए। इसके पीछे यह विचार है कि अत्यधिक तेजी के दौरान लीवरेज के बढ़ने, परिपक्वता अवधि में असंतुलन होने, ऋण में विस्तार तथा आस्तियों के मूल्यों में वृद्धि के कारण जब प्रणालीगत जोखिम में वृद्धि हो तब बैंकिंग पूंजी को बढ़ाया जाना चाहिए तथा मंदी के दौरान जब डिलीवरेजिंग की प्रक्रिया शुरू हो

तब बैंकिंग पूंजी में कमी की जानी चाहिए (जिनेवा रिपोर्ट, 2009)।

इस संबंध में जिन संभावित समष्टि विवेकपूर्ण उपायों का उपयोग किया जा सकता है उनमें निम्नलिखित हो सकते हैं :

- जोखिम आधारित पूंजीगत उपायों को लीवरेज के बढ़ने की सरल माप विधि से समर्थन देना जिसमें तुलनपत्रेतर एक्सपोजरों पर पर्याप्त ध्यान दिया गया हो;
- ऐसी पूंजीगत जरूरतों जो वित्तीय चक्र के साथ सामंजस्य स्थापित कर सकें;
- एक ऐसी ऋण-हानि प्रावधान मानक की व्यवस्था जिसमें सभी उपलब्ध ऋण सूचनाएं शामिल हों;
- जोखिम तथा मार्जिन की जरूरतों के आकलन के लिए लंबी अवधि के ऐतिहासिक नमूनों का उपयोग; तथा
- बंधक हेतु मूल्य की तुलना में ऋण अनुपात पर अधिक ध्यान केंद्रित करना।

इसके अतिरिक्त, चुनौती यह है कि समष्टि तथा व्यष्टि विवेकपूर्ण विनियमन के बीच संतुलन स्थापित करने के लिए किस प्रकार प्रयास जारी रखे जाएं।

विनियामक व्यवस्था

छाया बैंकिंग प्रणाली तथा अन्य लीवरेज वाली वित्तीय संस्थाओं के उभरने के चलते प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण संस्थाओं, बाजारों तथा लिखतों को शामिल करने के लिए विनियमन तथा निगरानी व्यवस्था की व्याप्ति को बढ़ाया जाना चाहिए। तदनुसार, संस्थाओं के सरल प्रकटीकरण के स्तर से विवेकपूर्ण निगरानी प्रणाली के उच्चतर स्तर पर आ जाने पर प्रणालीगत जोखिमों को बढ़ाने में उनकी भूमिका को देखते हुए वित्तीय क्षेत्र निगरानी व्यवस्था की परिसीमा में विस्तार करना होगा। वित्तीय प्राधिकारियों को पूंजी के निजी स्रोतों सहित सभी

महत्वपूर्ण वित्तीय संस्थाओं तथा बाजारों के बारे में महत्वपूर्ण जानकारियों की जरूरत होती है। आकार तथा वैश्विक स्तर पर उपस्थिति को देखते हुए, विशेष रूप से बड़ी तथा जटिल प्रकार की वित्तीय संस्थाओं के लिए सुदृढ़ निगरानी व्यवस्था की जरूरत होती है। ऐसी संस्थाओं पर विनियामक नियंत्रण हेतु भी विचार किया जाना चाहिए ताकि वे इतने बड़े न हो जाए कि अंततः विफल हो जाए। विनियामक तथा निगरानी संबंधी ढांचा ऐसा होना चाहिए कि वह समान प्रकार की संस्थाओं तथा कार्यकलापों को समान रूप से व्यवहार करें, और कानूनी स्थिति को कम महत्व देते हुए कार्यों तथा कार्यप्रणालियों पर अधिक बल दे।

विवाद का मुख्य मुद्दा यह है कि अन्य बातों के साथ-साथ बचाव निधि (हेज फंड) सहित निजी पूंजी की धनराशि को किस प्रकार विनियमित किया जाए। वर्तमान वैश्विक वित्तीय संकट के दौरान इन निधियों की भूमिकाओं के बारे में भिन्न-भिन्न मत रहे हैं। इन सबके बावजूद, मोटे तौर पर यह सहमति है कि हेज फंड सहित निजी पूंजी की धनराशि बाजार में उनके समेकित आकार, लीवरेज के उपयोग तथा परिपक्वता में असंतुलन, एवं वित्तीय प्रणाली के अन्य हिस्सों के साथ उनकी संबद्धता के चलते ये जोखिम के स्रोत बन सकती है।

बाजार सहभागियों की बाजार लिखतों की क्रेडिट रेटिंग पर अत्यधिक निर्भरता के कारण उनके द्वारा जोखिम का अपर्याप्त विश्लेषण किया गया। इस प्रकार क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों को विनियामक निगरानी व्यवस्था के अंतर्गत लाया जाना होगा। इसके अतिरिक्त हितों के टकराव के प्रबंधन हेतु, विशेष रूप से जटिल प्रतिभूतिकृत लिखतों तथा व्युत्पन्नियों की रेटिंग की प्रक्रिया हेतु, रेटिंग की प्रक्रिया की पारदर्शिता एवं गुणवत्ता सुनिश्चित करने के लिए रेटिंग एजेंसियों की प्रथाओं तथा प्रक्रियाओं में संशोधन करने की जरूरत है। कतिपय क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों की व्याप्त वैश्विक स्तर पर होने के कारण निगरानी संबंधी ढांचा सभी देशों में एकसमान होना चाहिए

तथा क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों की निगरानी के लिए जिम्मेदार राष्ट्रीय प्राधिकारियों के बीच जानकारी का समुचित आदान-प्रदान होना चाहिए।

अनुचक्रीयता

वित्तीय प्रणाली की स्थिति में एक बार सुधार हो जाने के बाद पूंजी तथा चलनिधि बफरों के अंतरराष्ट्रीय मानकों को बढ़ावा देने के साथ-साथ अच्छे समय में पूंजीगत बफर तथा प्रावधानों के गठन को बढ़ावा दिया जाना चाहिए ताकि हानियों की भरपाई पूंजी से की जा सके तथा वर्तमान दौर जैसे कठिन समय में इसका उपयोग किया जा सके। एक ऐसी पद्धति का विकास करने की जरूरत है जिसके जरिए व्यापार चक्र के स्तर को पूंजीगत आवश्यकता तथा लेखाविधि एवं विवेकपूर्ण मानकों के साथ वस्तुनिष्ठ तरीके से जोड़ा जा सके।

लेखाविधि संबंधी प्रथाओं एवं प्रक्रियाओं के संबंध में कई प्रश्न उठ खड़े हुए हैं, जिन्होंने वित्तीय प्रणाली में अनुचक्रीयता को बढ़ावा दिया है। इस बात पर ध्यान देने की जरूरत है कि केवल बाजार में चलनिधि की अस्थायी कमी को दूर करने के लिए सही मूल्य लेखाविधि (फेअर वेल्यू एकाउंटिंग) प्रक्रिया की ओर फिर से लौट नहीं जाना चाहिए। मूल्य अस्थिरता की प्रकृति के बारे में जो बात स्पष्ट होनी चाहिए वह यह है कि इसका निर्धारण इस प्रकार किया जाना चाहिए कि यह अतरल बाजार में गलत मूल्यन की संभावना के बारे में सूचित करे तथा चढ़ते बाजार में मूल्यांकन के लिए भी उपयुक्त हो। इनमें जो सुधार किए जा सकते हैं उनमें बाजार दर पर मूल्यांकन हेतु बेहतर दिशा-निर्देश एवं सिद्धान्त, सही मूल्य की गणना में अंतर संबंधी सूचना तथा ऐतिहासिक मूल्यों से संबंधित आंकड़े शामिल हैं।

विवेकपूर्ण निगरानी

विवेकपूर्ण निगरानी के संबंध में तीन ऐसे प्रमुख क्षेत्र हैं जिन्हें सुदृढ़ किया जाना चाहिए: पूंजी पर्याप्तता

ढांचा, चलनिधि जोखिम प्रबंधन तथा ओटीसी व्युत्पन्नियों के लिए बुनियादी ढांचा।

पूँजी पर्याप्तता संबंधी ढांचा

मात्रात्मक और गुणात्मक दृष्टि से पूँजी का उच्चतर स्तर का होना जरूरी है जो वर्तमान बासल नियमों के अनुसार निर्धारित स्तर से उल्लेखनीय रूप से अधिक हो। टियर-1 पूँजी पर अधिक बल दिया जाना चाहिए। वर्तमान समष्टि आर्थिक परिवेश में बैंक ऋण के महत्त्व को ध्यान में रखते हुए भविष्य के नियमों की ओर आगे बढ़ते समय काफी सतर्कता बरती जानी चाहिए। व्यापार बही (ट्रेडिंग बुक) कार्यकलापों के प्रति पूँजी की जरूरत को उल्लेखनीय रूप से बढ़ाया जाना चाहिए। प्रकाशित लेखों में भविष्य की संभावित हानियों का अनुमान करके एक बफर, उदाहरणस्वरूप 'आर्थिक चक्र रिजर्व' की स्थापना के जरिए, शामिल किया जा सकता है। तुलनपत्र के समग्र आकार में अत्यधिक वृद्धि के प्रति बचाव अनुशासन के रूप में अधिकतम सकल लीवरेज अनुपात को प्रारंभ किया जा सकता है। इसके अतिरिक्त, त्वरित वित्तीय नवोन्मेष तथा जोखिम आधारित विनियामक पूँजी आवश्यकता के संदर्भ में उचित प्रकार से तैयार की गई गैर-जोखिम आधारित पूँजीगत मांप उन्नत दृष्टिकोण से संबंधित मॉडलिंग संबंधी कमियों की समस्या को कम-से-कम आंशिक रूप में हल कर सकती है तथा यह सुनिश्चित कर सकती है कि बैंकिंग प्रणाली में एक न्यूनतम स्तर की पूँजी बनी रहे।

चलनिधि जोखिम प्रबंधन

भावी विनियामक दृष्टिकोण की एक नई बात इस बात को स्पष्ट रूप से स्वीकार करना है कि चलनिधि विनियमन तथा पर्यवेक्षण को उसी प्रकार महत्त्व दिया जाना चाहिए जिस प्रकार पूँजीगत विनियमन को दिया जाता है। विभिन्न संस्थाओं के दृष्टांतों यह स्पष्ट होता है कि बाजार तथा ऋण जोखिम के साथ इसके संबंधों एवं त्वरण कारकों, जैसे आस्तियों के मूल्यों तथा निवल

मालियत के बाजार दर पर मूल्यांकन के प्रभावों के कारण उनका अंतरिक प्रोत्साहन ढांचा इस प्रकार है कि चलनिधि जोखिम अनुचक्रीय हो सकती है। प्रतिभूतिकरण के माध्यम सहित अल्पावधि थोक बाजार निधीयन पर ढांचागत निर्भरता ने बैंक के तुलनपत्रों के संवेदनशीलता एवं अनुचक्रीयता से जुड़े तत्वों के प्रति निधि की लागत को बढ़ा दिया है। अतः विनियामक नीतियों को वित्तीय संस्थाओं के तुलनपत्रों पर चलनिधि के निधीयन के सही मूल्य को प्रतिबिंबित करना चाहिए - यह सुनिश्चित करने के लिए कि बाजार केंद्रीय बैंक की आपाती चलनिधि समर्थन सुविधा पर अत्यधिक निर्भर नहीं है। इसमें जिन क्षेत्रों को शामिल किया जा सकता है उनमें निम्नलिखित हैं:

- जोखिम प्रबंधन तथा अभिशासन और नियंत्रण को सुदृढ़ करके उन्नत निधीयन जोखिम प्रबंधन।
- उच्च गुणवत्ता वाली चलनिधियुक्त आस्तियों का न्यूनतम मात्रात्मक निधीयन चलनिधि बफर का गठन।
- औसत से अधिक की चलनिधि जोखिम वाली संस्थाओं के लिए विनियामक प्रभार लगाया जाना तथा संस्थाओं द्वारा बेहतर गुणवत्तावाली संपांशिक जमानत धारित करने को प्रोत्साहित करने हेतु केंद्रीय बैंक की चलनिधि तक पहुँच हेतु मूल्य तय करना।

बड़ी तथा अंतरराष्ट्रीय स्तर की वित्तीय संस्थाओं में चलनिधि के प्रबंधन हेतु प्रभावी वैश्विक चलनिधि ढांचे में अंतरराष्ट्रीय रूप से स्वीकृत चलनिधि बफर शामिल होना चाहिए तथा उनके संयोजन की गुणवत्ता में सुधार किया जाना चाहिए। ऐसा ढांचा व्यापक होना चाहिए तथा इसमें समग्र संस्था की चलनिधि जरूरतों को हिसाब में लिया जाना चाहिए।

ओटीसी व्युत्पन्नियों के लिए ढांचा

ऋण व्युत्पन्नियों तथा उनकी शाखाओं (सीडीओ, सीडीओ² आदि) में अत्यधिक वृद्धि यह दर्शाती है कि

इस बाजार में पारदर्शिता तथा इनकी निगरानी की जरूरत है। जैसा कि पहले उल्लेख किया जा चुका है, ऋण चूक स्वैप (सीडीएस) बाजार का परिचालन दो पक्षों के बीच ओवर-दि-काउंटर (ओटीसी) आधार पर होता है और यह बाजार अंतर्निहित लिखतों के बाजार से कई गुना बड़ा हो गया है। इस बाजार में कुछ बड़े खिलाड़ियों के शामिल होने की समस्या को ध्यान में रखते हुए सीडीएस के कारण उत्पन्न होने वाली प्रणालीगत जोखिमों की ओर ध्यान केंद्रित हो गया है। सभी ओटीसी उत्पादों के लिए एक केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी (सीसीपी) की जरूरत के बारे में वैश्विक स्तर पर सहमति बन रही है तथा इसके अनुसार यूएस तथा ईयू दोनों में तथा अन्यत्र सीडीएस के लिए सीसीपी लागू करने के प्रयास किए जा रहे हैं।

सीसीपी के विकास से सीडीएस के लिए मूल्य की रिपोर्टिंग, कारोबार की मात्रा तथा सकल मुक्त ब्याज सहित बेहतर बाजार पारदर्शिता आती है। मूल्य संबंधी सूचना की उपलब्धता से बाजार की निष्पक्षता, दक्षता तथा प्रतिस्पर्धा में सुधार होता है - इन सभी से निवेशकों की सुरक्षा के साथ-साथ पूंजी निर्माण को बढ़ावा मिलता है। हां, यह जरूर है कि पारदर्शिता का स्तर इस बात पर निर्भर करता है कि सीसीपी में भागीदारी कितनी होती है। आवश्यकता पड़ने पर राष्ट्रीय प्राधिकारियों द्वारा कुछ प्रोत्साहन भी दिए जा सकते हैं जैसे, केंद्रीय प्रतिपक्षियों के माध्यम से पारित न किए गए प्रस्तावों पर उच्चतर पूंजी प्रभार लगाया जाना। पारदर्शिता बढ़ाने, सीसीपी के उपयोग को बढ़ावा देने तथा ऋण व्युत्पन्नियों की ट्रेडिंग एक्सचेंज में करने को प्रोत्साहन देने के लिए लोक प्राधिकारियों को चाहिए कि वे वित्तीय उद्योग को संविदाओं को मानक रूप देने तथा शेष गैर-मानक संविदाओं के लिए आंकड़ों के भंडार का उपयोग करने और केंद्रीय प्रतिपक्षी सेवाओं तक निष्पक्ष तथा खुली पहुंच के लिए भी प्रेरित करें। प्रतिपक्षी ऋण जोखिम से उत्पन्न होनेवाली प्रणालीगत जोखिम को कम करने के लिए अल्पावधि में केंद्रीय प्रतिपक्षियों के लिए

प्रतिस्पर्धात्मक वातावरण का होना लाभदायक होता है क्योंकि ऐसी स्थिति में विनियामक अपेक्षाओं को लागू करने की जरूरत नहीं होती है जबकि विनियामक अपेक्षाओं से बाजार खंडित होता है।

क्षतिपूर्ति और जोखिम प्रबंधन

क्षतिपूर्ति

वैश्विक वित्तीय संकट के उद्भव के प्रमुख कारणों में से एक कारण वित्तीय क्षेत्र के पारिश्रमिक में, विशेष रूप से अर्थव्यवस्था के अन्य क्षेत्रों की प्रवृत्ति की तुलना में अत्यधिक वृद्धि होना है। अंतरराष्ट्रीय मानक निर्धारकों द्वारा इस संबंध में सुदृढ़ प्रथा संबंधी सिद्धांतों के विकास पर अत्यधिक ध्यान दिया जा रहा है। यह महत्वपूर्ण है कि इस संबंध में किये जाने वाले सुधार उद्योगव्यापी आधार पर किये जाएं ताकि प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण कुछ फर्मों द्वारा लागू किये गये उन्नत जोखिम प्रबंधन तथा क्षतिपूर्ति संबंधी प्रथाओं पर कुछ अन्य फर्मों की अनियमित प्रथाओं का असर न पड़े। इस प्रकार के सिद्धांतों तथा प्रथाओं की घोषणा के साथ-साथ हमें बाजार के प्रोत्साहन संबंधी अंतर्निहित ढांचे पर ध्यानपूर्वक विचार करना होगा जिनके चलते वित्तीय क्षेत्र में अपनाई जा रही क्षतिपूर्ति संबंधी प्रथाओं का विकास हुआ। विनियामक कार्रवाई की अपेक्षा ऐसे दोषपूर्ण प्रोत्साहन ढांचे की रोकथाम करना अधिक कारगर होगा।

जोखिम प्रबंधन

वर्तमान संकट के दौरान जोखिम प्रबंधन प्रथाओं के संदर्भ में जो मौलिक कमियां देखी गयीं उनमें वित्तीय संस्थाओं द्वारा उत्पादों तथा भौगोलिक क्षेत्रों में जोखिमों के संक्रेड्रण की पर्याप्त रूप से निगरानी न कर पाना, तनाव परीक्षण की प्रणाली में कमियों का होना तथा संरचित उत्पादों से उत्पन्न जोखिमों के प्रबंधन हेतु उपयुक्त प्रथाओं का न होना है। सबसे पहले निजी क्षेत्र का यह दायित्व है कि वह फर्म-व्यापी जोखिम प्रबंधन

ढांचे को सुदृढ़ करने की दिशा में पहल करे। प्रबंधन तथा निदेशक मंडल दोनों का दायित्व है कि वह पर्याप्त जोखिम प्रबंधन तथा नियंत्रण प्रणालियों की स्थापना करें। सामान्यतः, बैंकों से अपेक्षा है कि वे समय पर तथा दबावयुक्त बाजार स्थितियों सहित विभिन्न स्थितियों में अपनी जोखिमों के संकेद्रण की पहचान करने, उनकी माप, निगरानी, प्रबंधन, नियंत्रण करने तथा उनको कम करने के लिए प्रभावी अंतरिक नीतियां, प्रणालियां एवं नियंत्रण स्थापित करें। पर्यवेक्षी प्राधिकारियों को चाहिए कि वे ऐसी श्रेष्ठ प्रथाओं के अनुपालन की निगरानी करें ताकि तुलनपत्र तथा तुलनपत्रेतर एक्सपोजर तथा प्रतिभूतिकरण संबंधी कार्यकलापों दोनों से उत्पन्न होने वाले जोखिम संकेद्रण की पहचान की जा सके।

पारदर्शिता

पारदर्शिता संबंधी जो गंभीर समस्याएं उत्पन्न हुईं, उन्हें देखते हुए बेहतर बाजार पारदर्शिता संबंधी कुछ बातों पर बल दिये जाने की जरूरत है जिनमें तकनीक, आंकड़ों की प्रकृति एवं जटिल वित्तीय लिखतों के आकलन संबंधी हिदायतों, ओटीसी डेरिवेटिव तथा समाशोधन व्यवस्था के संबंध में उन्नत जानकारी शामिल होने के साथ-साथ एक्सपोजरों की रिपोर्टिंग हेतु ऐसे फार्मेट का उपयोग किया जाना शामिल है जिनसे विनियामक जोखिमों का आकलन करके समग्र प्रणाली की जोखिम निर्धारित की जा सके। इससे निवेशकों को कुछ हद तक उचित सत्यनिष्ठा, जिन्हें हाल में सीआरए को आउटसोर्स किया जा रहा है, निष्पादित करने में मदद मिलेगी, साथ ही इससे अप्रत्याशित जोखिमों की बेहतर माप करने में सीआरए को मदद मिलेगी।

यहां जो मूल मुद्दा है वह दो स्तरों वाला है: लेखाविधि मानकों की जटिलताओं को कम करने के लिए मानक निर्धारकों को पर्यवेक्षकों तथा विनियामकों के साथ मिलकर कार्य करना चाहिए ताकि मूल्यांकन से जुड़ी अनिश्चितता के बेहतर आकलन को सुकर बनाया जा सके तथा मूल्यांकन

की पद्धति में एकरूपता लाने के साथ-साथ लेखाविधि मानकों का एक ही सेट निर्धारित किया जा सके।

प्रवर्तन

अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष तथा अंतरराष्ट्रीय मानक निर्धारकों, समष्टि विवेकपूर्ण विनियमन हेतु अंतरराष्ट्रीय मानक संस्थाओं को विस्तारित वित्तीय स्थिरता फोरम के जरिए, जिसका नाम बदलकर अब वित्तीय स्थिरता बोर्ड किया गया है, विनियमन की परिसीमा, पूंजी पर्याप्तता और चलनिधि बफरों को सामान्य तथा सामंजस्यपूर्ण अंतरराष्ट्रीय ढांचे की स्थापना सुनिश्चित करने के लिए समन्वित करना चाहिए ताकि राष्ट्रीय वित्तीय प्राधिकारी अपने देश की स्थितियों के अनुसार इनका उपयोग कर सके। वित्तीय विनियमन तथा निगरानी संबंधी ढांचे तथा सभी जी-20 के देशों में उनके कार्यान्वयन संबंधी विषय की नियमित अंतरालों पर समीक्षा एवं अंतरराष्ट्रीय स्तर पर परीक्षण किया जाना चाहिए और उसे सार्वजनिक किया जाना चाहिए।

IV. भावी चुनौतियां

वित्तीय क्षेत्र विनियमन तथा पर्यवेक्षण के सुदृढ़ीकरण हेतु जो एजेंडा तैयार किया जा रहा है वह महत्वाकांक्षी है। विनियामक सहयोग से जुड़े विषय पर देशीय/राष्ट्रीय तथा अंतरराष्ट्रीय स्तरों पर विवादास्पद मुद्दे उभरकर आएंगे। जहां विनियामक पहलुओं में पूरी तरह संशोधन हेतु निर्धारित किए जा रहे सिद्धांतों को बढ़ती स्वीकृति मिल रही है वहीं इनके कार्यान्वयन तथा व्यावहारिकता को लेकर कई चुनौतियां भी आएंगी।

पहला मुद्दा उन विभिन्न प्रस्तावों से संबंधित है जिनके चलते आर्थिक चक्र के दौरान विनियामक पूंजी के स्तर में वृद्धि हो जाएगी और वर्तमान में विनियमन से बाहर रही अथवा हल्के तौर पर विनियमित बैंक जैसी संस्थाओं पर पूंजी की ऐसी आवश्यकता से इक्विटी निवेशकों के लाभ में कमी आएगी। वर्तमान परिस्थितियों

में बैंकिंग संस्थाओं की सौदाकारी शक्ति कमजोर हो गई है, अतः वर्तमान में इन प्रस्तावों का विरोध होने की संभावना कम है। वित्तीय संकट के समाधान के बाद सामान्य स्थिति की बहाली हो जाने पर हम आशा कर सकते हैं कि वित्तीय उद्योग उस समय उच्चतर पूंजी अपेक्षा को रोकने के लिए पुरजोर कोशिश करेगा। विनियामक तथा सरकार के लिए यह चुनौती होगी कि पूंजी के न्यूनतम स्तर में की गई बढ़ोतरी तथा अच्छे समय में प्रस्तावित पूंजी बफर दोनों के स्तर पर नई पूंजी की आवश्यकता को कम करने की मांग का प्रतिरोध किस प्रकार किया जाए। तब तक वित्तीय उद्योग में पैरवी करने की ताकत आ जाएगी अतः, प्राधिकारियों को ऐसी चुनौतियों के लिए तैयार रहना चाहिए। प्रणालीगत स्तर पर लाभ का कम स्तर भी वित्तीय क्षेत्र में क्षतिपूर्ति के स्तर को आंतरिक रूप में कम करने में प्रभावी होगा।

दूसरा, प्रतिचक्रिय पूंजी प्रावधान संबंधी प्रस्ताव को कार्यान्वयन संबंधी कई उल्लेखनीय मुद्दों का सामना करना होगा। व्यापार चक्र को समझने के लिए विनियामकों को उल्लेखनीय तकनीकी कार्य करने होंगे ताकि परिवर्तन वाले समय की पहचान की जा सके। चक्र के दोनों ओर के लिए पूंजीगत बफरों में बदलाव हेतु कौन-कौन से प्रेरक कारक होंगे? क्या व्यापार चक्र में बदलाव के अनुमानों से इनमें बदलाव होंगे अथवा ये बदलाव बाद में होंगे? ये परिवर्तन गठन आधारित होंगे अथवा नियम आधारित, ताकि विनियमित संस्थाएं अग्रिम में जान सकें कि उन्हें क्या करना है? इस क्षेत्र में एक अतिरिक्त मुद्दा आर्थिक चक्र के विभिन्न क्षेत्राधिकारों में विभिन्न समयों में घटित होने की संभावना से जुड़ा हुआ है। इसके कारण एक ही अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संगुट के विभिन्न खंडों के लिए प्रयोज्य पूंजी आवश्यकता के संदर्भ में घरेलू तथा संस्था विशेष के मूल देश के विनियामकों के बीच बेहतर सहयोग की आवश्यकता होगी। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए व्यापार चक्र की पहचान हेतु पर्याप्त आंकड़ों की कमी एक अतिरिक्त समस्या होगी।

तीसरा, इस बात पर सहमति है व्यापक विवेकपूर्ण विनियमन की आवश्यकता एवं आस्ति बुलबुलों के बढ़ जाने जैसी प्रणालीगत जोखिमों की पहचान की जानी चाहिए। तथापि, कई मुद्दों, जैसे जोखिम किस प्रकार की है, कौन-सी जोखिम प्रणालीगत है और कौन-सी नहीं है, तथा किस प्रकार की विनियामक कार्रवाई प्रभावी होगी इन सब की पहचान हेतु राष्ट्रीय तथा अंतरराष्ट्रीय स्तरों पर पर्याप्त तकनीकी कार्य करने होंगे। उदाहरण के लिए हाल के अनुभवों से ज्ञात होता है कि वैश्विक वित्तीय असंतुलन तथा आस्ति मूल्यों के अत्यधिक बढ़ जाने के संबंध में पर्याप्त जानकारी थी परंतु इस बात पर बहुत कम सहमति थी कि ऐसे मौकों पर क्या किया जाना चाहिए। प्रणालीगत जोखिम की पहचान तथा उनके संबंध में आवश्यक विनियामक उपायों के बारे में पर्याप्त कार्य हो जाने पर भी अंतरराष्ट्रीय स्तर पर इनको लागू करने की क्रियाविधि कैसी होगी। राष्ट्रीय विनियामक प्रणाली के भीतर अंतर-विनियामक सहयोग संबंधी मुद्दे भी उभरकर आयेंगे, जैसे प्रारंभिक चेतावनी जारी करने की जिम्मेदारी किसकी होगी तथा कौन-कौन उनकी बातों को सुनेंगे?

चौथा, इस बात पर आम सहमति है कि सभी प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण संस्थाओं, बाजारों तथा लिखतों पर विनियमों को लागू किया जाए। यहां भी कार्यान्वयन संबंधी मुद्दा जुड़ा हुआ है। यह कैसे निर्णय किया जाए कि प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण क्या है? बचाव निधियों के विनियमन के संबंध में, जिनके आकार, प्रकार एवं रूप में भिन्नता है, काफी बहस छिड़ी हुई है। कुछ बचाव निधियां बड़ी हैं परंतु लीवरेज वाली नहीं हैं, कुछ बड़ी और लीवरेज वाली हो सकती हैं, और कुछ अन्य छोटी और लीवरेज वाली अथवा अन्यथा प्रकार की हो सकती हैं। ऐसा भी हो सकता है कि कोई एक बचाव निधि अथवा अन्य इक्विटी पुल वाली संस्थाएं प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण न हो, परंतु समग्र रूप में वे प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण संस्थाएं बन सकती हैं। इसके अतिरिक्त, अच्छे समयों में ये समग्र रूप में

प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण न होते हुए भी अत्यधिक लीवरेज के समयों में प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण बन सकती हैं। बाजारों तथा लिखतों के संबंध में भी यही बात लागू होती है। इस प्रकार, इस संबंध में राष्ट्रीय तथा अंतरराष्ट्रीय विनियामक प्रणाली के कार्य निर्धारित हैं। यदि सावधानीपूर्वक लागू नहीं किए जाए तो अत्यधिक विनियमन से उद्यमशीलता प्रभावित होगी।

पांचवां, प्रतिभूतिकृत क्रेडिट तथा उसके रूपों से जुड़े मुद्दों पर काफी बहस छिड़ी हुई है। स्पष्टतः, इस क्षेत्र में वित्तीय नवोन्मेष अलाभकारी तथा अकार्यक्षम रहे हैं, अतः इनको हतोत्साहित किया जाना चाहिए। तथापि, प्रतिभूतिकरण काफी समय से जांची बरखी गयी पद्धति हैं तथा इसने वित्तीय प्रणाली में सहजता लाने के साथ-साथ वास्तविक अर्थव्यवस्था की निधीयन संबंधी जरूरतों को प्रतिस्पर्धी लागतों पर उपलब्धत कराने में सहायता की है। इन लिखतों का विनियमन किस प्रकार किया जाए तथा ‘‘बुरे’’ वित्तीय नवोन्मेषों में से ‘‘अच्छे’’ नवोन्मेषों को चुनकर किस प्रकार लिया जाए, यह एक चुनौती होगी।

छठा, जैसा कि वैश्विक संकट से स्पष्ट हुआ है, जहां जटिल प्रकार की बड़ी वित्तीय संस्थाएं प्रकृति के अनुसार वैश्विक प्रकार की हैं वहीं उनका विनियमन राष्ट्रीय प्रकार का है। किस प्रकार अंतरराष्ट्रीय विनियामक सहयोग को बढ़ावा दिया जा सकता है, इस बात पर पर्याप्त विचार-विमर्श हो रहा है। विद्यमान संस्थाओं से जुड़ी विनियामक समस्याओं के अतिरिक्त वे समस्याएं और भी जटिल हैं जो विफल हुई संस्थाओं की विभिन्न देशों से जुड़ी समस्याओं से संबंधित हैं। इन मुद्दों पर चर्चा की शुरुआत हाल में हुई है।

सातवां, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के दृष्टिकोण से व्यापक स्तर पर, पूंजी प्रवाह में हुए उतार-चढ़ावों से समष्टिगत प्रबंधन तथा वित्तीय विनियमन दोनों क्षेत्रों में गंभीर समस्याएं उत्पन्न हुई हैं (सीजीएफएस, 2009)।

ये पूंजी प्रवाह विकसित देशों की मौद्रिक नीतिगत व्यवस्था के स्तर से उल्लेखनीय रूप से प्रभावित हुए हैं तथा उनमें आए उतार-चढ़ाव प्राप्तकर्ता अर्थव्यवस्था की आर्थिक स्थिति से आवश्यक रूप से जुड़े हुए नहीं हैं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के वित्तीय क्षेत्रों में अंतर्वाह में होने वाली अत्यधिक वृद्धि, अंतर्वाह के अचानक बंद हो जाने तथा उसमें विपर्यय आने का उनके वित्तीय क्षेत्रों, उनके पूंजी बाजारों के कार्यकलापों तथा आस्तियों के मूल्य के साथ-साथ समग्र अर्थव्यवस्था में उल्लेखनीय प्रभाव पड़ता है। इस उतार-चढ़ाव का प्रबंधन करने हेतु मौद्रिक नीति, राजकोषीय प्रबंधन, पूंजी खाता प्रबंधन तथा वित्तीय बाजार विनियमन संबंधी कार्रवाई आवश्यक है। चूंकि इस मुद्दे पर अंतरराष्ट्रीय स्तर पर चर्चा कम हुई है, अतः यह मुद्दा एक चुनौती के रूप में बना रहेगा।

अंत में, संकट के संबंध में की गयी जवाबी कार्रवाई के रूप में 2007 की दूसरी छमाही से प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति में उल्लेखनीय नरमी का रुख अपनाया गया। नीतिगत दरों को, यहां तक कि 2003-04 के स्तर से भी कम करके शून्य के आसपास लाया गया तथा वित्तीय प्रणाली में चलनिधि की उपलब्धता प्रचुर मात्रा में हो गई। यदि चलनिधि की ऐसी अधिक मात्रा को शीघ्रता से निकाल नहीं लिया जाता है तो इससे 2003-07 के दौरान चलनिधि की अधिकता तथा असंतुलनों से जोखिम की जो स्थिति उत्पन्न हुई थी वैसी ही स्थिति फिर से उत्पन्न होनी की संभावना है। अत्यधिक चलनिधि से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी का अंतर्वाह भी हो सकता है तथा यही राशि पुनः उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में लौटकर जा सकती है। वैश्विक अर्थव्यवस्था में बहाली होते ही अभूतपूर्व समर्थनकारी नीति से बाहर आ जाने हेतु नपीतुली कार्रवाई करनी होगी ताकि वर्तमान संकट की तरह अन्य एक संकट की पुनरावृत्ति से बचा जा सके।

सार रूप में, वैश्विक वित्तीय संकट की घटना ने मौद्रिक नीति तथा वित्तीय विनियमन दोनों विषयों से

जुड़े सभी मुद्दों पर नये सिरे से सोचने के लिए प्रेरित किया है। जहां विनियामक ओवरहॉल से जुड़े सिद्धांतों के संबंध में उल्लेखनीय प्रगति हुई है वहीं वैश्विक स्तर पर नई व्यवस्था की ओर आगे बढ़ते समय कार्यान्वयन से जुड़े मुद्दों का समाधान करना एक चुनौती होगी।

संदर्भ

अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (2008), 78वीं वार्षिक रिपोर्ट, वर्ष 2007-08 ।

वैश्विक वित्तीय प्रणाली पर समिति (2009), “कैपिटल फ्लोज एंड एमर्जिंग मार्केट इकोनॉमिस” (अध्यक्ष: राकेश मोहन), सीजीएफएस पेपर सं. 33, अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक।

दि लारोसिपरे रिपोर्ट (2009), “रिपोर्ट ऑफ दि हाइ-लेवल ग्रुप ऑन फिनांशियल सुपरविजन इन दि ईयू” (अध्यक्ष: जैक्वेस लारोसिपरे), ब्रुसेल्स।

जिनेवा रिपोर्ट (2009), “दि फंडमेंटल प्रिंसिपल्स ऑफ फिनांशियल रेग्युलेशन”, विश्व अर्थव्यवस्था पर जिनेवा रिपोर्ट 11 (द्वारा मार्कास ब्रुन्नरमियर, एंड्रयू क्रोकेट, चार्ल्स गुडहार्ट, अविनाश डी. प्रसाद और ह्यून शिन)।

जी-20 (2009), “वर्किंग ग्रुप ऑन एनहांसिंग साउंड रेग्युलेशन एंड स्ट्रेंड्थनिंग ट्रैन्सपैरन्स (सह अध्यक्ष: टिफ मेक्लेम और राकेश मोहन)।

ग्रुप ऑफ थर्टी(2009), “फिनांशियल रिफार्म: ए फ्रेमवर्क फॉर फिनांशियल स्टेबिलिटी” (अध्यक्ष: पॉल ए. वोल्कर), वाशिंगटन डीसी।

अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (2009), “इनिशिएल लेसंस ऑफ दि क्राइसिस”, फरवरी।

मोहन, राकेश(2007), “हाल की वित्तीय बाजार गतिविधियां और मौद्रिक नीति के लिए निहितार्थ”, भारतीय रिजर्व बुलेटिन, अक्टूबर।

रेड्डी, वाइ वी, (2008), “वैश्विक वित्तीय उथल-पुथल और भारत में वित्तीय क्षेत्र: एक व्यावहारिक दृष्टिकोण”, भारतीय रिजर्व बुलेटिन, अगस्त।

टेलर, जॉन (2009), “दि फिनांशियल क्राइसिस एंड दि पालिसी रेस्पॉन्सेस: एन एम्परिकल एनालिसिस ऑफ ह्याट वेंट रांग”, वर्किंग पेपर 14631, जनवरी, नेशनल ब्यूरो ऑफ इकोनॉमिक रिसर्च।

टर्नर रिव्यू (2009), “दि टर्नर रिव्यू: ए रेग्युलेटरी रेस्पॉन्स टू दि ग्लोबल क्राइसिस”, लार्ड टर्नर, चेयरमैन, फिनांशियल सर्विसेस आथॉरिटी, यूके

येल्लेन जेनेट (2009) एल, “ए मिन्स्की मेल्टडाउन: लेसंस फॉर दि सेंट्रल बैंकर्स”, <http://www.frbsf.org/news/speeches/2009/0416.html> पर उपलब्ध।