

## हाल की वैश्विक वित्तीय उथल- पुथल की कुछ झलकियां - भारतीय परिप्रेक्ष्य\*

श्यामला गोपीनाथ

हर वर्ष यह मंच विदेशी मुद्रा बाजार में गत वर्ष की गतिविधियों की सामूहिक समीक्षा तथा विश्लेषण का अवसर प्रदान करता है। परंतु पिछला साल अद्वितीय रहा है तथा अब वास्तविक अर्थव्यवस्था पर वित्तीय संकट के प्रभाव पर ध्यान केंद्रित किया जा रहा है। वित्तीय गिरावट के फलस्वरूप यूएस, यूके तथा यूरो क्षेत्र में प्रमुख वित्तीय संस्थाओं का कारगर राष्ट्रीयकरण किया गया है। अब तक वैश्विक बैंकों, बंधक उधारदाताओं तथा बीमा फर्मों ने 800 बिलियन अमरीकी डॉलर से अधिक राशि के अवलेखन की घोषणा की है। बैंकिंग प्रणाली के प्रति केंद्रीय बैंक के उधार में व्यापक वृद्धि हुई है तथा पूरे विश्व की सरकारों ने लगभग 3 ट्रिलियन अमरीकी डॉलर के कुल राहत पैकेज की घोषणा की है। मौद्रिक नीति में आक्रामक रूप से नरमी लायी गई है परंतु विलंबित प्रभाव को देखते हुए राजकोषीय नीति की ओर ध्यान अंतरित किया है। इस पक्ष से, मैं कह सकती हूँ कि पिछला साल एक चुनौतीपूर्ण साल रहा है, जिसने विकसित हो रही स्थितियों के सीधे साधे समाधान पाने की निरर्थकता को प्रबलित किया है तथा किये जा रहे सुधार के लाभों को नष्ट किये बिना तात्कालिक फोकस बिंदुओं का पता लगाते समय प्रत्येक निर्णय में आवश्यक रूप से विभिन्न उद्देश्यों का प्रबंधन शामिल होता है।

### भारत में विदेशी मुद्रा बाजार - हाल की गतिविधियां

2. जहां तक भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार का संबंध है, पिछले पांच वर्षों के दौरान मांग और आपूर्ति के स्रोतों में उल्लेखनीय परिवर्तन हुआ है तथा पहले, जब विदेशी मुद्रा बाजार में चालू खाता लेनदेनों की प्रमुखता रहती थी, से भिन्न अब पूंजी खाते से बड़ी मात्रा में लेनदेन किये गये हैं। चालू खाता लेनदेन करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार का उपयोग करने वाले प्रतिभागियों का व्यवहार और प्रोत्साहन ढांचा पूंजी खाता लेनदेनों

\* 10 जनवरी 2009 को भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ (फेडरॉ) के वार्षिक सम्मेलन में श्रीमती श्यामला गोपीनाथ, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा दिया गया मुख्य भाषण। इसे तैयार करने में श्री वैभव चतुर्वेदी की सहायता साभार स्वीकार की जाती है।

के लिए बाजार का उपयोग करने वालों से काफी भिन्न रहता है। अतः अधिक समन्वित होते जाने के बावजूद पूंजी खाते, विशेष रूप से ऋण प्रवाहों, का प्रबंधन हमारे समष्टि आर्थिक प्रबंधन में एक महत्वपूर्ण साधन है। पिछले कुछ सालों में हमें बड़ी मात्रा में पूंजी अंतर्वाहों की चुनौती का समाधान करना पड़ा तथा इसलिए सरकार के साथ परामर्श करके विदेशी वाणिज्यिक उधारों (ईसीबी) का उपयोग विदेशी मुद्रा व्यय हेतु करने की अपेक्षा व्यक्त कर इन प्रवाहों को अंशशोधित करने के लिए कुछ उपाय किये गये। निवासी व्यक्तियों, म्यूच्युअल फंडों तथा कंपनियों के लिए बहिर्वाहों को उदार बनाने हेतु कई उपाय भी किये गये। अब वैश्विक वित्तीय संकट तथा डिलीवरेजिंग के कारण विशेष रूप से विदेशी संस्थागत निवेशक प्रवाह, ईसीबी और व्यापार ऋण जैसे पूंजी प्रवाहों का उद्क्रमण और / अथवा नियमन हुआ है।

3. उभरती हुई वैश्विक गतिविधियों के प्रतिसाद में, रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा तथा देशी चलनिधि में वृद्धि करने के लिए कई उपाय किये हैं। विदेशी चलनिधि बढ़ाने के लिए किये गये कुछ उपाय इस प्रकार हैं :

- विदेशी शाखाओं तथा सहायक संस्थाओं सहित भारतीय बैंकों के लिए 10 बिलियन अमरीकी डॉलर तक के लिए यूएसडी डॉलर स्वैप व्यवस्था। 9 जनवरी 2009 तक वास्तविक उपयोग सिर्फ 247 मिलियन अमरीकी डॉलर है।
- एफसीएनआर(बी) तथा एनआरई जमाराशियों के लिए ब्याज दर की अधिकतम सीमा बढ़ाकर क्रमशः लिबोर/स्वैप दर तथा 100 आधार अंक और लिबोर/स्वैप दर तथा 175 आधार अंक करना।
- ईसीबी नीति, जो पूंजी खाता प्रबंधन का एक साधन है, को उदार बनाकर मई 2007 से पहले की अवधि में प्रत्यावर्तित किया गया है। यह स्मरणीय है कि बड़ी मात्रा में पूंजी प्रवाह होने के कारण, ईसीबी आगम

राशियों का अंतिम उपयोग विदेशी मुद्रा व्यय तक सीमित था। पात्र उधारकर्ताओं तथा अंतिम उपयोग का विस्तार करने के लिए और उदारीकरण शुरू किया गया है, अर्थात:

- राष्ट्रीय आवास बैंक (एनएचबी) के साथ पंजीकृत आवास वित्त कंपनियों को अल्पावधि विदेशी मुद्रा उधार जुटाने की अनुमति दी गयी है।
- एनबीएफसी, जो मूलभूत संरचना क्षेत्र के वित्तपोषण में अनन्य रूप से संलग्न हैं, अनुमोदन मार्ग के तहत मूलभूत संरचना क्षेत्र में उधारकर्ताओं को ऋण प्रदान करने के लिए बहुपक्षीय / क्षेत्रीय वित्तीय संस्थाओं तथा सरकार स्वाधिकृत विकास वित्त संस्थाओं से ईसीबी प्राप्त कर सकते हैं।
- ईसीबी के प्रयोजन के लिए 3जी स्पेक्ट्रम हेतु लाइसेंस / परमिट प्राप्त करने के लिए की गयी अदायगी को पात्र अंतिम उपयोग माना जाएगा।
- स्वीकार्य अंतिम उपयोग के लिए विदेशी मुद्रा और / अथवा रुपया पूंजी व्यय हेतु होटल, अस्पताल तथा सॉफ्टवेयर क्षेत्र की कंपनियों को स्वचालित मार्ग के तहत प्रत्येक वित्तीय वर्ष में 100 मिलियन अमरीकी डॉलर तक ईसीबी प्राप्त होगा।
- ईसीबी तथा व्यापार ऋणों पर स्प्रेड बढ़ा दिये गये और स्वचालित मार्ग के तहत ईसीबी पर कुल लागत अधिकतम सीमा को समाप्त कर दिया गया।
- बैंकों द्वारा विदेशी उधार की सीमा अक्षत टियर I पूंजी के 25 प्रतिशत से बढ़ाकर 50 प्रतिशत कर दी गई। निर्यातकों को उधार देने के लिए विदेशी उधार अधिकतम सीमा के बाहर बना हुआ है।
- ऋण व्यवस्था तथा पोतलदान-पूर्व और पोतलदानोत्तर वित्त के प्रति खरीदारों को ऋण देना जारी रखने के लिए निर्यात-आयात बैंक को समर्थ

बनाने हेतु, रिजर्व बैंक ने 5000 करोड़ रुपए की ऋण सुविधा उपलब्ध कराई है।

- निर्यात-आयात बैंक बैंकों के लिए अनुमत सुविधा के तहत 1 बिलियन अमरीकी डॉलर स्वैप सुविधा प्राप्त करने के लिए भी पात्र है।
- कंपनियों के बांडों में निवेश के लिए एफआइआइ सीमा को 6 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 15 बिलियन अमरीकी डॉलर कर दिया गया है।

4. पिछले कुछ सालों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। दैनिक औसत पण्यवर्त 1998 के लगभग 5 बिलियन अमरीकी डॉलर प्रतिदिन से बढ़कर 2008 में 50 बिलियन अमरीकी डॉलर प्रतिदिन हो गया है। वाणिज्यिक पण्यवर्त में भी वृद्धि के सबूत मिले हैं जो बाह्य लेनदेनों में भारी वृद्धि को दर्शाता है। बोली प्रस्ताव स्प्रेड भी कम है।

5. हाज़िर विदेशी मुद्रा बाजार सर्वाधिक महत्वपूर्ण खंड बना हुआ है परंतु डेरिवेटिव खंड में भी वृद्धि हुई है। डेरिवेटिव बाजार विदेशी मुद्रा में, भारत में डेरिवेटिव के कुल पण्यवर्त का सबसे बड़ा हिस्सा स्वैप है, जिसके बाद फारवर्ड और ऑप्शन्स का स्थान है। डेरिवेटिव बाजार के विकास की मुख्य-मुख्य बातें इस प्रकार हैं (i) कतिपय शर्तों के तहत बैंकों को क्रॉस-करेंसी लेनदेन करने की अनुमति देना (1996) (ii) दीर्घावधि विदेशी मुद्रा स्वैप करने के लिए कंपनियों को अनुमति देना जिसने मीयादी

करेंसी स्वैप बाजार के विकास में अंशदान किया (1997) (iii) डॉलर रुपया ऑप्शन्स की अनुमति देना (2003) तथा (iv) करेंसी फ्यूचर्स लागू करना (2008)। मैं इस बात पर बल देना चाहूंगा कि करेंसी स्वैप में ईसीबी वाली कंपनियों को उनकी विदेशी मुद्रा देयताएं रुपए में परिवर्तित करने की अनुमति प्रदान की जाए। तथापि, चूंकि बैंक खुली स्थितियां जारी नहीं रख सके, जोखिम को किसी अन्य निवासी कंपनी को अंतरित करने की अनुमति दी गयी है। आम तौर पर इस प्रकार की जोखिम उन कंपनियों को लेनी चाहिए जिनके पास नैसर्गिक बचाव अथवा संभाव्य विदेशी मुद्रा आय है। परंतु प्रायः कंपनियां ब्याज दर संबंधी अंतरों तथा मुद्राओं के बारे में राय के कारण इस प्रकार की जोखिम लेती हैं।

इस अवधि में विनियमनों में कई शिथिलताएं भी देखी गईं जो विदेशी मुद्रा बाजारों तथा पूंजी खाता विनियमनों में गुरुतर उदारीकरण से संबंधित हैं जिनके फलस्वरूप वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ और अधिक समन्वय हुआ।

6. नकद निपटान वाले एक्सचेंज में लेनदेन वाले करेंसी फ्यूचर्स ने विदेशी मुद्रा आस्ति को एक ऐसा अलग आस्ति वर्ग बना दिया है जिसमें मान्यताप्राप्त शेयर बाजारों में लीवरेज के आधार पर किसी अंतरनिहित लिखत की जरूरत अथवा एक्सपोजर के बिना लेनदेन किया जा सकता है तथा मध्यवर्ती काउंटरपार्टी इसमें ऋण जोखिम लेगी। सभी तीन एक्सचेंजों में करेंसी फ्यूचर्स में लेनदेन

सारणी 1: विदेशी मुद्रा बाजार की कार्यकलाप

	(प्रतिशत)			
	अप्रैल 05- मार्च 06	अप्रैल 06- मार्च 07	अप्रैल 07- मार्च 08	अप्रैल 08- दिस. 08
कुल पण्यवर्त (बिलियन अमरीकी डॉलर)	4,404	6,571	12,304	9,621
वाणिज्यिक के प्रति अंतर-बैंक अनुपात	2.6:1	2.7:1	2.37: 1	2.66:1
हाज़िर/कुल पण्यवर्त (%)	50.5	51.9	49.7	45.9
वायदा/कुल पण्यवर्त (%)	19.0	17.9	19.3	21.5
स्वैप/कुल पण्यवर्त (%)	30.5	30.1	31.1	32.7

स्रोत : आरबीआइ

शुरु होने के साथ लेनेदेन का मूल्य अक्टूबर 2008 के 17,429 करोड़ रुपए से निरंतर बढ़कर दिसंबर 2008 में 45,803 करोड़ रुपए हो गया। सभी एक्सचेंजों में इस अवधि के दौरान औसत दैनिक पण्यवर्त भी 871 करोड़ रुपए से बढ़कर 2,181 करोड़ रुपए हो गया। करेंसी फ्यूचर्स बाजार में होने वाला पण्यवर्त अंतरराष्ट्रीय परिदृश्य के अनुरूप है, जहां मेरी समझ से फ्यूचर्स बाजार का हिस्सा 2-3 प्रतिशत के बीच रहता है।

### व्यापक विषय-वस्तु

7. मैंने सोचा कि आज मेरी टिप्पणियों में यह उपयुक्त तथा सुसंगत होगा कि मैं विनियमन, वित्तीय बाजारों और बाजार संबंधी ढांचे के प्रति संगत संकट से प्राप्त होने वाली बड़ी तस्वीर तथा कुछ अंतर्निहित पाठ पेश करूं और इन पर चर्चा करूं। हम इन पाठों से सीखना जारी रखेंगे क्योंकि संकट अभी जारी है परंतु ये कुछ प्रासंगिक मुद्दे हैं।

(i) जैसी आशा थी, वित्तीय क्षेत्र के उथल-पुथल ने पिछले दो दशकों में वित्तीय क्षेत्र की गतिविधियों तथा बासेल ढांचे में निहित वैश्विक विनियमन ढांचे के साथ-साथ विकास के बारे में वर्तमान सैद्धान्तिकी तथा माप-विद्या के अंतरराष्ट्रीय स्तर पर पुनर्मूल्यांकन को प्रेरित किया। संकट के प्रमुख कारणों- अंतर्निहित लीवरेज, पारदर्शिता तथा तरलता संबंधी कुछ प्रमुख मुद्दों के बारे में प्रश्न पूछे जा रहे हैं तथा उत्तर की मांग की जा रही है।

(ii) वर्तमान संकट ने संपूर्ण वित्तीय ढांचे के मूल आधार को ही सवाल के घेरे में ला दिया है। अर्थव्यवस्था बनाम वास्तविक क्षेत्र में वित्तीय प्रणाली की क्या भूमिका है? यदि परंपरागत संकल्पना के अनुसार उत्पाद क्षेत्रों में इष्टतम सरणीकरण हेतु मध्यवर्ती वित्तीय संसाधनों के रूप में वित्तीय क्षेत्र मौजूद है, तो पिछले कुछ वर्षों में स्थिति अत्यधिक खराब रही है। वित्त विश्व, जोकि

बाजार की मात्रा तथा पण्यवर्त और बकाया डेरिवेटिव का प्रतीक है, वास्तविक क्षेत्र से काफी हद तक असंबद्ध हो गया।

(iii) प्रणालीगत लीवरेज को नियंत्रित करने के महत्व को रेखांकित किया गया है। जबकि स्पष्ट रूप से इस प्रयोजन के लिए बाजार में विराम और शुरुआत नहीं हो सकते तथापि सार्वजनिक नीति के ढांचे में निर्मित पूर्ण प्रोत्साहन ढांचा एक सीमा के बाद लीवरेज को प्रोत्साहन न देने के उद्देश्य से अनुरूप संरक्षित किये जाने की जरूरत है। भविष्य में वित्तीय बाजार में किसी प्रकार का सुधार का उपाय लाने तथा नये नवोन्मेष/उत्पाद शुरू किये जाने के पहले प्रणाली में मापे जाने योग्य रूप में परिणामी लीवरेज का आकलन अवश्य किया जाना चाहिए।

(iv) वित्तीय क्षेत्रों की संस्थाओं को प्रणाली में जोखिम के आधानों के रूप में देखे जाने और विनियमित किये जाने की जरूरत है - उनकी जोखिम प्रणाली के भीतर या बाहर समाप्त हो जाने की किसी तरह की कल्पना दोषपूर्ण है। अतः जोखिम के समर्थन के लिए सीमाओं, विवेकपूर्ण सुरक्षोपायों तथा पर्याप्त पूंजी की जरूरत है। एक उत्पाद के नाममात्र को समझने के बजाय उसके सार को समझना भी आवश्यक है<sup>1</sup>। एम बार ऐसी समझ हो जाने पर आय की पहचान और लेखांकन संबंधी उपचार स्पष्ट हो जाता है। उस समय आकस्मिक देयता स्वीकार

1 उदाहरण के लिए, सीडीएस के संदर्भ में न्यूयॉर्क राज्य बीमा विभाग के अधीक्षक श्री एरिक डिनार्लो ने हाल में "वर्तमान वित्तीय संकट में वित्तीय डेरिवेटिवों की भूमिका" के बारे में अमरीकी सीनेट समिति की सुनवाई में अपने बयान में यह उल्लेख किया कि "बीमा विभाग ने यह निश्चित किया है कि समाविष्ट ऋण चूक स्वैप बीमा हैं, अतः संभाव्य रूप से वे राज्य के विनियमन के अधीन हैं... हमारा उद्देश्य यह सुनिश्चित करना है कि ऋण चूक स्वैप की शर्तों को वास्तविक हानि के प्रति खरीदारों के संरक्षण की प्रक्रिया के रूप में, न कि एक तीसरे पक्षकार की ऋण गुणवत्ता पर दांव लगाने के रूप में, लिखा जाए।"

करने के लिए प्रीमियम / शुल्क की प्राप्ति को आय न मानकर भविष्य में संभाव्य देयताएं पूरी करने की निधि के रूप में लिया जाएगा।

- (v) अब यह माना जाता है कि बासेल II सहित वर्तमान दृष्टि आर्थिक-चालित विवेकपूर्ण विनियामक ढांचा प्रचक्रिय है जो संस्थाओं पर संकट के प्रभाव को और बदतर बनाता है। 2000 में, बैंक ऑफ स्पेन ने एक गतिशील, नियम-आधारित ऋण-हानि प्रावधानीकरण प्रणाली शुरू की जिसमें उच्चतर ऋण वृद्धि तथा आर्थिक विस्तार के समय प्रावधानों में वृद्धि होती है तथा कम अथवा ऋणात्मक वृद्धि के समय कमी आती है, इस प्रकार एक समय के दौरान वह आय तथा पूंजी को कारगर बनाने में अंशदान करता है। रिजर्व बैंक ने भी कुछ ऐसा ही किया जब हमने उच्च ऋण वृद्धि दर्शाने वाले क्षेत्रों के लिए जोखिम भार तथा सामान्य प्रावधानीकरण अपेक्षा में वृद्धि कर दी। वृद्धि में कमी आने पर हाल में इसे कम कर दिया गया।

- (vi) वित्तीय संस्थाओं के विनियमन के प्रति समग्र दृष्टिकोण पर अधिकाधिक ध्यान देना उस दृष्टिकोण की तुलना में एक स्वागतयोग्य परिवर्तन है जिसमें उत्पादों और प्रतिभागियों का एक बढ़ता हुआ अनुपात इस आधार पर अविनियमित रह जाता था कि उनका कोई प्रणालीगत प्रभाव नहीं था। इस दृष्टिकोण के फलस्वरूप छाया बैंकिंग प्रणाली का जन्म हुआ जो अविनियमित एसआइवी और वाहिकाओं से निर्मित थी जिसमें रेटिंग एजेंसियों के सक्रिय विपणन सहित जोखिमपूर्ण आस्तियों से युक्त अपारदर्शी विन्यस्त उत्पादों का वितरण किया जाता था।

भारत में भी, एक ऐसा दृष्टिकोण था कि जमाकर्ताओं के हित की रक्षा के लिए सिर्फ जमा

स्वीकार करने वाली एनबीएफसी के विनियमन की जरूरत है तथा यह कि जमा स्वीकार न करने वाली एनबीएफसी में ऐसी कोई जोखिम नहीं है तथा उन्हें विनियमित करने की जरूरत नहीं है। तथापि, यह स्वीकार किया गया कि वित्तीय प्रणाली के अन्य घटकों सहित इन एनबीएफसी के अंतर-संबंध कुछ वर्षों में बढ़ गये हैं तथा विनियामक उपायों के अभाव में विभिन्न वित्तीय बाजारों में उनकी मौजूदगी बढ़ने से जोखिम का अंतरण हो सकता है जिसका प्रभाव प्रणाली पर पड़ सकता है। आप भलीभांति जानते हैं कि हाल में एक क्रमिक अविघटनात्मक प्रक्रिया के जरिए इस बात का प्रयास किया गया कि प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण जमा स्वीकार न करने वाली एनबीएफसी को पूंजी पर्याप्तता मानदंड तथा एक्सपोजर मानदंड सहित एक अधिक सामंजस्यपूर्ण विनियामक ढांचे के तहत लाया जाए। इन उपायों से एनबीएफसी को उपलब्ध असीमित लीवरेज की संभावनाएं कम हो गईं।

- (vii) एक और महत्वपूर्ण पहलू तुलन पत्र बाह्य एक्सपोजरों के उपचार तथा तुलन पत्र बाह्य वाहनों एवं वाहिकाओं के समेकन से संबंधित है। विवेकपूर्ण मानदंड लागू करते समय, इस बात की जरूरत है कि पूंजी पर्याप्तता मानदंडों तथा जोखिम प्रबंधन के प्रयोजन के लिए तुलन पत्र बाह्य लेनदेनों को तुलन पत्र वाले लेनदेनों के अनुरूप माना जाए। तुलन पत्र बाह्य वाहनों के मामले में समेकन के विवेकपूर्ण दृष्टिकोण से व्यापक रूप में विचार करने की जरूरत है। महत्वपूर्ण मुद्दा मात्र स्वामित्व न होकर यह होना चाहिए कि जोखिम कहां मौजूद है। इस संदर्भ में तुलन पत्र बाह्य मदों के लिए वर्तमान संपरिवर्तन कारकों तथा जोखिम भारों की समीक्षा जरूरी है। इसी तरह यह माना जाता है कि संभाव्य तरलता जोखिमों को भी हिसाब में लिया जाए।

अप्रैल 2008 के वार्षिक नीति वक्तव्य में की गई घोषणा के अनुसरण में, रिजर्व बैंक ने एक समय के भीतर तथा बाजार प्रतिभागियों से परामर्श करने के बाद निम्नलिखित उपायों की घोषणा की:

- विदेशी मुद्रा विनिमय और ब्याज दर एक्सपोजर शामिल करते हुए तुलन पत्र बाह्य लेनदेनों के लिए पूंजी पर्याप्तता मानदंडों को सुदृढ़ करना। इसमें ऋण समतुल्य राशि की माप के लिए वर्तमान एक्सपोजर पद्धति का उपयोग करना अधिदेशात्मक बना दिया गया अर्थात् एक्सपोजरों को बाजार भाव पर दर्शाना है तथा संबंधित प्रतिपक्षकार पर यथा लागू एक्सपोजर राशि के लिए प्रावधानीकरण संबंधी अपेक्षा निर्धारित की जानी है। ऋण संपरिवर्तन कारकों को भी विभिन्न परिपक्वताओं में बढ़ा दिया गया है।
- आस्ति वर्गीकरण के संबंध में यह स्पष्ट किया गया कि डेरिवेटिव संविदा पर देय राशि 90 दिनों के भीतर प्राप्त न होने पर उसे अनर्जक आस्ति माना जाएगा। उस मामले में वर्तमान आस्ति वर्गीकरण मानदंडों के अनुसार उधारकर्ता-वार वर्गीकरण के सिद्धांत का अनुसरण करते हुए ग्राहक को स्वीकृत अन्य सभी निधिक सुविधाओं को भी अनर्जक आस्ति के रूप में वर्गीकृत किया जाएगा। तथापि, अप्रैल 2007 तथा जून 2008 के बीच हुई जटिल डेरिवेटिव संविदाओं के मामले में, रिजर्व बैंक ने सुझाव दिया कि प्रदत्त न की गयी राशि को एक अलग खाते में रखा जाए तथा उधारकर्ता-वार वर्गीकरण लागू नहीं होगा।
- जिन मामलों में डेरिवेटिव संविदा की पुनर्संरचना की गयी, पुनर्संरचना की तारीख को संविदा के एमटीएम मूल्य का नकद निपटान किया जाना चाहिए।

(viii) जहां संकट के लिए कई कारक जवाबदेह हैं, संकट को बढ़ाने में जटिल एवं परंपरागत वित्तीय लिखतों

के लिए उचित मूल्य लेखांकन ढांचे के अंशदान पर व्यापक रूप से बहस किया जा रहा है। समस्या मानक के प्रचक्रिय स्वरूप तथा बाजारों के अतरल अथवा व्यथित स्थिति में होने पर वित्तीय लिखतों के मूल्यन में होनेवाली कठिनाई में निहित है।

यद्यपि उचित मूल्य से कंपनी के लेखों की पारदर्शिता बढ़ सकती है, यह उछाल एवं अत्यधिक तनावपूर्ण दोनों तरह की बाजार स्थितियों में वास्तविक आंतरिक मूल्य को हमेशा नहीं दर्शायेगा। शुद्ध रूप से 'वित्तीय' लेखांकन ढांचे से मूल रूप से वित्तीय और विवेकपूर्ण विश्लेषण में अंतर किये जाने की जरूरत है।

इस बात को स्पष्ट रूप से स्वीकार करना भी जरूरी है कि लेखांकन संबंधी रिपोर्टिंग की जानकारी के स्रोत के रूप में एक भूमिका है और इस प्रकार यह लेखा विवरण के समय कंपनी के मूल्य को सूचित करेगा। विवेकपूर्ण प्रयोजनों के लिए उचित मूल्य दृष्टिकोण के रूप में अधिक प्रगतिशील है क्योंकि इसमें न सिर्फ की गयी हानियां अपितु प्रत्याशित हानियां भी शामिल होती हैं। विनियामकों द्वारा बैंकों के मामले में विनियामक एवं विवेकपूर्ण पहलुओं का समाधान कर इस तनाव का समाधान किया जा सकता है। मानकों के प्रणालीगत प्रभावों को ध्यान में रखते हुए, विनियामकों को मूल्यन संबंधी संकल्पनाओं एवं साधनों का गंभीर मूल्यांकन करना होगा।

(ix) विशेष रूप से ऋण चूक स्वैप के लिए ओटीसी डेरिवेटिव के लिए मध्यवर्ती पक्षकार के कार्यान्वयन पर अब बहुत बल दिया जा रहा है। अच्छी तरह से विनियमित प्रतिपक्षकार वित्तीय बाजारों में विघटन की संभावनाओं को कम करत हैं तथा परिचालनगत दक्षता और पारदर्शिता बढ़ाते हैं।

भारत में 2001 में, अंतर-बैंक हाजिर विदेशी मुद्रा लेनदेनों तथा सरकारी प्रतिभूतियों के सभी एकमुश्त

और रिपो लेनदेनों, चाहे वे वार्तातय हों अथवा आदेश चालित प्रणाली वाले हों, के निपटान के लिए भारतीय समाशोधन निगम की स्थापना की गयी। सीसीआईएल ने सीबीएलओ नामक एक संपाशिवकीकृत मुद्रा बाजार लिखत भी शुरू किया तथा उसका निपटान भी सीसीपी के माध्यम से किया जाता है। सीसीआईएल ने 27 नवंबर 2008 को ब्याज दर स्वैपों में ओटीसी ट्रेड के गारंटीरहित निपटान की भी शुरुआत की। एक्सपोजर संबंधी अपेक्षाएं स्पष्ट किये जाने पर बाद में इन लेनदेनों का गारंटीकृत निपटान शुरू किया जाएगा। निकट भविष्य में यह वायदा संविदाओं के लिए केंद्रीय प्रतिपक्षकार के रूप में भी कार्य करेगा जो जोखिमों को कम कर प्रतिपक्षकार एक्सपोजर सीमाएं निर्माचित करेगा। मार्जिन नकद और सरकारी बांडों के रूप में हैं जो निपटान गारंटी निधि की गुणवत्ता और तरलता सुनिश्चित करते हैं।

- (x) हाल की गतिविधियां स्वविनियमन, क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों के मूल्यांकन अथवा उद्योग प्रतिभागियों द्वारा मानक निर्धारित करने पर निर्भरता के बजाए अधिक कारगर विनियमन के लिए भी मार्ग प्रशस्त करेंगी।
- (xi) अंत में, जटिल उत्पाद बेचने के मामले में हमें अर्थक्षम ढांचे के प्रति सामूहिक रूप से कार्य करना है। इसका समाधान क्या है? इस संदर्भ में मैं उस सार्वजनिक नीति के क्षेत्र में आश्चर्यजनक रूप से साधारण विचार लागू करने के बारे में उल्लेख करना चाहूंगी जिस पर अंतरराष्ट्रीय स्तर पर सर्वाधिक बिक्री वाली पुस्तक 'नज' में उसके लेखक रिचर्ड थालेर तथा कास सुनस्टेन द्वारा वकालत किये जाने के बाद अत्यधिक ध्यान गया है। उक्त लेखकों ने व्यवसाय तथा सरकार द्वारा 'चुनाव शिल्प' का उपयोग किये जाने की वकालत की है ताकि चुनाव को इस रूप में प्रभावित किया जाए कि

चुनावकर्ता अपने सर्वोत्तम हित में निर्णय ले सकें। वे इसे 'लिबर्टेरियन पैटर्नलिज्म' कहते हैं। इसमें 'टहोका (नज)' का उपयोग शामिल है यथा चुनाव की शब्दावली इस प्रकार की हो जो व्यक्तिगत कार्रवाई को प्रभावित करे, डिफाल्ट चुनावों को इस प्रकार डिजाइन किया जाए (कार्रवाई के अभाव में) जो व्यक्तियों को दंडित न करे, चुनावों को उन तक सीमित रखा जाए जो अधिक समझदार हों, हानिकर चुनावों पर करारोपण किया जाए, तथा बेहतर सूचना से निर्णय लेने वालों को पूर्ण प्रकटन की सुविधा दी जाएं। क्या हम इससे प्रेरणा ले सकते हैं?

मैं फेडाई से अनुरोध करूंगी कि वह एक विशेष कार्य के रूप में इसे ले तथा एक ऐसे ढांचे का सुझाव दे जो व्यवहार्य और लागू करने योग्य हो तथा जिससे सभी पणधारियों का सर्वोत्तम हित सुनिश्चित किया जा सके।

8. वर्तमान संकट के अनुभव और सीख वित्तीय बाजार के उदारीकरण की प्रक्रिया में आगे बढ़ने के लिए अत्यधिक उपयोगी होंगे। जहां वित्तीय क्षेत्र में नवोन्मेष की कोई कमी नहीं है तथा नहीं होनी चाहिए, यह महत्वपूर्ण है कि वित्तीय नवोन्मेष को परंपरागत उत्पाद, सेवा अथवा प्रक्रिया संबंधी नवोन्मेष से अलग करना चाहिए क्योंकि इसमें प्रणालीगत लागत निहित है। चूंकि यह सामाजिक रूप से उपयोगी है, वित्तीय नवोन्मेष को बाजार प्रतिभागियों और पणधारियों की बहुसंख्या द्वारा इसकी समझ को 'आउटपेस' किये जाने की अनुमति नहीं दी जानी चाहिए - एक प्रक्रिया जो उचित रिपोर्टिंग, लेखांकन तथा अभिशासन मानकों द्वारा सुकर बनती है तथा जिसे विनियामक और पर्यवेक्षणात्मक व्यवस्था द्वारा प्रवर्तित किया जाता है।

9. विदेशी मुद्रा बाजार के सभी पहलुओं की कारगर और त्वरित वृद्धि सुनिश्चित करने में फेडाई की विशेष भूमिका है। सभी प्राधिकृत व्यापारियों से अपेक्षित है कि वे फेडाई के सदस्य बनें तथा इस आशय का वचन दें कि

वे विदेशी मुद्रा व्यवसाय के लेनदेन के लिए फेडरॉई द्वारा निर्धारित शर्तों का अनुपालन करेंगे। जैसे-जैसे विदेशी मुद्रा बाजार हाजिर तथा डिरेक्टिव खंडों, करेंसी फ्यूचर्स सहित, में संवर्धित होगा, एक स्वविनियामक संगठन के

रूप में फेडरॉई को वास्तविक अर्थव्यवस्था को समर्थन देने के अंतिम उद्देश्य के साथ इसके व्यवस्थित विकास, बाजार में ईमानदारी तथा स्वस्थ प्रथाओं के संवर्धन पर ध्यान केंद्रित करने की जरूरत है।