

वित्तीय नीति निर्माण के लिए पाठ - दुविधा निर्वचन *

श्यामला गोपीनाथ

मैं आज के भाषण के लिए विषय-वस्तु के चुनाव के लिए सचमुच संघर्ष कर रही थी। मेरा मानना था कि यह विषय प्रासंगिक होना चाहिए किंतु पुनरावृत्तिपूर्ण नहीं, व्यापक होना चाहिए किंतु स्थूल चित्रण नहीं, इसमें नीति-निर्माता की सोच होनी चाहिए किंतु यह अत्यधिक एक आयामीय नहीं होना चाहिए। मैंने इस संतुलनकारी कार्य में जिस विषय-वस्तु को अंतिम रूप दिया वह था - वैश्विक वित्तीय बाजारों में हुई हाल की गतिविधियों के विरोधाभासी लक्षणों से नीति निर्माताओं के सामने आई दुविधा और संघर्ष। इस पैमाने के संकट द्वारा भावी दिशा स्पष्ट रूप से न दर्शाना आश्चर्यजनक है। हां, अब सामान्य रूप से स्वीकृत घटनाक्रम है और इस संकट के कारणों को अच्छी तरह से समझ लिया गया है। इस संकट का वैश्विक स्वरूप, जिससे सभी विकसित अर्थव्यवस्थाएं प्रभावित हो गई, भी आश्चर्यजनक है। बाजार अनुशासन और स्व-विनियमन की विफलता भी स्पष्ट है। तीस के समूह, जो कि यूरोपीय संघ में वित्तीय पर्यवेक्षण पर उच्चस्तरीय समूह है, द्वारा वित्तीय स्थिरता के लिए दिए गए ढांचे की रिपोर्ट हमारे पास है और जी-20 ने अनेक कार्यदलों का गठन किया है। कुछ में निकट भविष्य में तुरंत कार्रवाई की आवश्यकता है जबकि अधिकांश सिफारिशें दीर्घावधि स्वरूप की हैं क्योंकि अब प्राथमिकता वित्तीय बाजारों को स्थिर करने और वृद्धि का समर्थन करने तथा संकट के परिणामों को कम करने की है। इस बात की पूरी संभावना है कि संकट के बाद की वित्तीय प्रणाली संकट के पहले की वित्तीय प्रणाली से भिन्न होगी। किंतु, अंतर्निहित विरोधाभास मौजूदा ढांचे से मूलतत्त्वों को बाहर आने से रोकेगा। महत्वपूर्ण यह है कि दीर्घावधि उपायों का कार्यान्वयन मौजूदा संकट के प्रतिसाद पर निर्भर करेगा। मैं इनमें से कुछ विरोधाभासों की चर्चा करना चाहूंगी जो कि हमारे संदर्भ में प्रासंगिक भी हैं।

* मुंबई में 3 मार्च 2009 को आयोजित दसवें एफआइएमएमडीए-पीडीएआइ वार्षिक सम्मेलन में श्रीमती श्यामला गोपीनाथ, उप गवर्नर, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा दिया गया भाषण। इस भाषण को तैयार करने में श्री वैभव चतुर्वेदी द्वारा दिए गए सहयोग के लिए हम उनके हार्दिक आभारी हैं।

विवेकाधीन विनियामक ढांचा - चालू पूंजी केंद्रित दृष्टिकोण की सीमाएं

2. 1999 से अंतरराष्ट्रीय पर्यवेक्षी समुदाय का मुख्य फोकस बासेल II ढांचे के निर्माण और उसे लागू करने पर रहा है। नए ढांचे के संबंध में यह धारणा थी कि वित्तीय प्रणालियां अत्यंत परिष्कृत बन गई थीं और बैंकों ने जोखिम प्रबंधन की मजबूत प्रणालियां अपना ली थीं जिससे एक ऐसा पूंजी पर्याप्तता ढांचा संभव हो पाया जो एकसमान जोखिम भारांकों के सेट, जैसाकि बासेल I व्यवस्था के मामले में था, के बजाय आंतरिक रेटिंग आधारित मॉडल पर आधारित था। इसी प्रकार, यदि बैंकों ने ऐसी जोखिम आधारित प्रणालियां नहीं अपनाई हैं तो वे बाह्य ऋण रेटिंग पर आधारित हो सकती हैं। यह प्रत्याशा थी कि इस ढांचे के तहत पूंजी किसी बैंक की जोखिम प्रोफाइल के प्रति अधिक प्रतिसादी होगी। किंतु, इस चालू संकट ने आंतरिक जोखिम प्रबंधन प्रणालियों की कार्य कुशलता संबंधी धारणाओं के सामने प्रश्न चिह्न लगा दिया है तथा जोखिम प्रबंधन प्रणालियों की गंभीर विफलता एकदम स्पष्ट है। इसके अलावा, मॉडल-आधारित जोखिम आकलन ने सामान्य आघातों के प्रति एक्सपोजर और अंतिम जोखिमों और उसके द्वारा समग्र जोखिम एक्सपोजर को अधोमूल्यांकित किया है। साथ ही, यह पाया गया कि बैंक विनियामक अंतरपणन कर रहे थे और वे पूंजी बनाए रखे बिना ही तुलनपत्रेतर साधनों के माध्यम से अपना कारोबार तेजी से बढ़ा रहे थे जबकि जोखिम पूरी तरह समाप्त नहीं हुई थी और बैंकों के साथ बनी हुई थी।

3. संकट पर लगभग सभी पूर्वानुमानिक विश्लेषण इस बात से सहमत हैं कि चालू वित्तीय विनियमन प्रचक्रिय जोखिम उठाने को प्रोत्साहित करते हैं जिससे वित्तीय संकट की संभावना के साथ ही गंभीरता पर बल बढ़ता है। एक

सुझाव यह है कि पूंजीगत बेंचमार्क को व्यापक दायरे में, न कि बिंदु निर्धारण के रूप में, स्थापित किया जाए जिसके अंतर्गत पूंजी अनुपात का प्रबंधन किया जाना चाहिए। पर्यवेक्षी प्रत्याशा ऐसी होनी चाहिए कि जब बाजार ऊर्ध्वमुखी हो और जोखिम को अधोमूल्यांकित करने की प्रवृत्ति हो तब बैंकों को दायरे की उच्चतम सीमा पर परिचालन करना चाहिए। इसका सरलतम विकल्प यह हो सकता है कि अच्छे समय में पूंजी अपेक्षाएं कड़ी की जाएं और बुरे समय में कोई दायरा बनाए बिना ही, किंतु बासेल II ढांचे के स्तंभ 2 के अंतर्गत पर्यवेक्षी समीक्षा प्रक्रिया के माध्यम से कार्य करते हुए, उन्हें कम किया जाए। अर्थात्, इसका अर्थ यह होगा कि अच्छे समय में सुरक्षित पूंजी का निर्माण किया जाए जिसे आवश्यकता के समय उपयोग में लाया जा सके।

गतिशील प्रावधानीकरण

4. इसके साथ-साथ प्रति चक्रीय प्रावधानीकरण उपाय अपनाना आवश्यक हो सकता है। स्पेन के मामले का अक्सर उल्लेख किया जाता है जिसने प्रावधानीकरण अपेक्षाओं में एकसमान वृद्धि, जो कि गतिशील प्रावधानीकरण दृष्टिकोण है, लागू की थी। यह इस धारणा पर आधारित है कि चक्र के शीर्ष स्तर पर दिए गए ऋण में चक्र परिवर्तन होने पर अधिक हानि की प्रवृत्ति होती है। मंदी के दौर में चूक होती है जिसके लिए अधिक प्रावधानीकरण की आवश्यकता पड़ती है। अतः बैंकों के लिए यह अपेक्षित होगा कि वे चक्र के प्रति संवेदनशील फार्मूले के आधार पर ऋण देते समय संभाव्य भावी हानियों के प्रति सामान्य प्रावधानीकरण करें। यह लेखांकन प्रावधान होने के कारण इसके फलस्वरूप वितरणयोग्य लाभ घटेगा जिससे लाभांश और लाभ आधारित बोनस कम होंगे। तब हानि दिखने पर इन प्रावधानों से अपने आप राशि निकाली जा सकेगी। वास्तव में, इस दृष्टिकोण के अनुसार बैंकों से यह अपेक्षित है कि वे चक्र

के ऊर्ध्वमुखी होने के समय आरक्षित निधियां निर्मित करें जो कि मंदी की स्थिति में उनकी हानियों का संपूरक बनेंगी।

5. भारत में हमने भी तेज ऋण वृद्धि की अवधि में जोखिम भारांकों और प्रावधानीकरण अपेक्षाओं में सुविचारीत वृद्धि के माध्यम से ऐसा ही दृष्टिकोण अपनाया था। किंतु, महत्वपूर्ण अंतर यह था कि हमारे दृष्टिकोण में क्षेत्र-विशेष के लिए निर्धारण किए गए थे। हमारा लक्ष्य आस्तियों के बढ़ते मूल्यों की प्रवृत्ति के विरुद्ध जाना नहीं था, बल्कि सतर्कता के उपाय के रूप में संवेदनशील आस्तियों, जहां तेज ऋण विस्तार देखा गया था, के प्रति बैंकिंग क्षेत्र के एक्सपोजर को सीमित रखना था। अब इस बात पर सामान्य सहमति है कि मौद्रिक प्राधिकारी आस्ति मूल्यों को लक्ष्य बनाकर बुलबुलों का निर्माण टाल नहीं सकते। किंतु, बैंकों को आस्ति मूल्यों में भारी वृद्धि की धारणीयता के बारे में अपनी चिंताएं संप्रेषित कर देनी चाहिए और प्रणालीगत जोखिमों के अधिक वस्तुनिष्ठ मूल्यांकन में योगदान देना चाहिए।

6. किंतु, यह वह स्थान है जहां विनियामक दृष्टिकोण और लेखांकन नियम निर्माताओं के बीच तनाव होता है, जो यह मानते हैं कि ऐसे प्रतिचक्रिय उपायों का दुरुपयोग लाभ कमाने के लिए किया जाएगा और इसे पारदर्शिता और सामान्य आर्थिक वास्तविकता की रिपोर्टिंग के उनके मूल सिद्धांतों के विरुद्ध पाते हैं। आलोचकों के अनुसार, सक्रिय प्रावधानीकरण 'कूकी-जार अकाउंटिंग' का रूप है और इसमें दुरुपयोग की संभावना है। किसी संस्था का आय प्रबंधन ऐसा नहीं होता जो लेखांकन व्यवसाय को स्वीकार्य हो क्योंकि लेखांकन धोखाधड़ियां भी देखी गई थीं जहां 'कूकी जार' शामिल थे। इस तनाव के समाधान के लिए विचार किया जा रहा मार्ग यह है कि एक अलग रेखा बनाई जाए जो शेयरधारकों की इक्विटी में तुलनपत्र में और भी नीचे हो। अतः परिकल्पित प्रतिचक्रिय प्रावधान निवल लाभ

की गणना के बाद में किए जा सकते हैं और वे लाभ के विनियोजन के स्वरूप के होंगे। इसे 'अवितरणयोग्य आरक्षित निधि' जैसा कुछ कहा जा सकेगा और मेरे मतानुसार इसे विनियामक पूंजी में शामिल करने की अनुमति भी नहीं दी जानी चाहिए - भलेही सामान्य प्रावधानों को निर्धारित उच्चतम सीमा की शर्त पर टियर II पूंजी के एक भाग के रूप में देखा जाता है।

‘पूंजी’ से आगे

7. जैसा कि आप जानते ही हैं, वर्षों के दौरान बैंकों की 'विनियामक पूंजी' की परिभाषा धीरे-धीरे व्यापक हो गई है और उसमें पूंजी के कुछ नवोन्मेषी और संकर रूप भी शामिल हो गए हैं। उदाहरण के लिए, टियर-I पूंजी के अलावा बैंकों को अनुमति है कि वे कुछ सुपरिभाषित मानदंड पूरे करने वाली अपनी बाह्य देयताओं को टियर-II पूंजी का भाग मान सकते हैं। प्रतिभूति कारोबार संबंधी पूंजी के एक भाग को भी कुछ देशों में टियर-III पूंजी के रूप में रखने की अनुमति है। ऐसी प्रत्याशा थी कि गौण ऋण पर आय बैंक की सुदृढ़ता को दर्शाएगी और इस प्रकार बाजार अनुशासन के साधन के रूप में कार्य करेगी। स्पष्टतः ये प्रत्याशाएं पूरी नहीं हुई हैं।

8. अतः मध्यावधि में जिस बात पर पुनः ध्यान देने की आवश्यकता हो सकती है वह 'विनियामक पूंजी' की व्याख्या करना है। जब बैंक के तुलनपत्र के तनाव परीक्षण के प्रयास किए जाते हैं तो फोकस मूर्त निवल मालियत पर होता है जो कि पूंजी का शुद्धतम रूप होता है। अतः यह संकट हमें पूंजी लिखतों के संकर/नवोन्मेषी रूपों की अनुमेयता और बैंक की विनियामक पूंजी के घटक के रूप में इन्हें किस सीमा तक अनुमति दी जाए इस बात की समीक्षा की प्रेरणा देता है और कोर पूंजी बनाए रखने पर अधिक बल दिया जाना चाहिए।

9. उछाल के दौरान अत्यधिक लीवरेज रोकने का अन्य महत्वपूर्ण साधन जोखिम भारांकित पूंजी अनुपात के अलावा 'लीवरेज अनुपात' लागू करना है जो तुलनपत्र की आस्तियों और तुलनपत्रेतर मदों दोनों को कवर करेगा। यह प्रथा पहले से ही कुछ अधिकार - क्षेत्रों में प्रचलित है।

10. बैंक विनियमन के पूंजी-केंद्रित दृष्टिकोण के साथ अधिक मूल मुद्दा यह है कि चलनिधि की व्यापक और तात्कालिक मांग के कारण अच्छी तरह से पूंजीकृत अधिकांश बैंक भी संकट-चक्र में आ गए थे। ऐसे समय में वस्तुतः सुरक्षित रखी गई पूंजी भी सहायक सिद्ध नहीं होती जबकि बैंक द्वारा धारित आस्तियों की तरलता और अन्य संस्थाओं के साथ अंतर-संबद्ध लेनदेनों का स्वरूप महत्वपूर्ण हो जाता है। एक मत यह है कि वित्तीय विनियामक को मात्र पूंजी पर्याप्तता पर अधिक फोकस करने के बजाय व्यापक दृष्टिकोण अपनाना चाहिए जिसमें चलनिधि को वित्तीय प्रणाली की सुदृढ़ता के मुख्य निर्धारक के रूप में शामिल करना चाहिए। किंतु, पूंजी अपेक्षाओं के साथ प्रति-चक्रीय चलनिधि अपेक्षाओं पर विचार करने को तरजीह देना चाहिए। एक प्रस्ताव यह है कि बैंकों से यह अपेक्षित होना चाहिए कि वे उनकी आस्तियों के अलग-अलग भाग को सरकारी बांडों के वार-चेस्ट में और अन्य अत्यधिक तरल आस्तियों में रखें या ऐसी कोई सीमा होनी चाहिए जिस सीमा तक उन्हें थोक निधियों का दोहन करने की अनुमति हो। समग्र ढांचे को यह सुनिश्चित करना चाहिए कि तनाव की स्थिति में भी प्रचुर चलनिधि उपलब्ध हो। इसमें संस्थाओं की संभाव्य बाह्यता का आकलन भी शामिल होना चाहिए। यह नोट करना संतोषजनक है कि भारत में बहुत पहले से लागू एसएलआर अपेक्षा और कुछ वर्षों पहले अंतर-बैंक देयताओं पर लगाई गई उच्चतम सीमा के महत्व को अब इस संकट के दौरान अंतरराष्ट्रीय तौर पर मान्यता प्राप्त हो रही है।

11. यह नोट करना महत्वपूर्ण है कि वित्तीय स्थिरता के लाभ की गणना करना आसान नहीं है और उसके लाभार्थी भी आसानी से नहीं पहचाने जा सकते, वहीं विनियमन की लागत अत्यधिक स्पष्ट और पारदर्शी होती है। अतः दूर कर दिया गया संकट अकल्पित था और विवेकाधीन विनियमन की मांग लंबे अच्छे समय में कम हो जाती है जिससे अंतिम संकट की अंतिम लागत बढ़ जाती है।

सूक्ष्म और स्थूल विवेकाधीन पर्यवेक्षण

12. वित्तीय क्षेत्र के विनियमन का ढांचा परंपरागत रूप से सूक्ष्म विवेकाधीन बुनियाद पर बना हुआ है जहां प्राथमिक उद्देश्य अलग-अलग वित्तीय संस्थाओं की वित्तीय परेशानी की जोखिम कम करना है। यह दृष्टिकोण जमाकर्ताओं के हितों की रक्षा और भुगतान प्रणाली की संपूर्णता के उद्देश्यों के अनुरूप है। इसके विपरीत, स्थूल विवेकाधीन पर्यवेक्षण का उद्देश्य प्रणालीगत जोखिम को कम करना है। किसी एक बैंक की विपत्ती की जोखिम पर ही नहीं बल्कि प्रणाली में आपस में जुड़ी सभी संस्थाओं की समग्र जोखिम पर विचार करना महत्वपूर्ण है। अतः स्थूल विवेकाधीन ढांचे के अंतर्गत सूक्ष्म विवेकाधीन विनियमों का उपयुक्त मिश्रण तैयार करने की आवश्यकता है।

13. वर्तमान संकट की एक शिक्षा यह है कि विनियामकों के लिए यह आवश्यक है कि वे संकेतों को समझे और प्रणालीगत वित्तीय सुभेद्यता के निर्माण को अधिक सक्षमता के साथ कम करने के उचित साधनों की पहचान करें। वित्तीय स्थिरता रिपोर्टों में विशेष रूप से अत्यधिक लीवरेज और जोखिम के अधोमूल्यांकन के संबंध में ऐसे विश्लेषण किए गए हैं, वहीं सौम्य लगने वाले वातावरण और जोखिम प्रबंधन प्रणाली, बाजार अनुशासन और स्व-विनियमन में विश्वास की दृष्टि से उक्त विश्लेषण को कार्यरूप नहीं दिया जा सका।

14. नीति निर्माताओं के सामने एक चुनौती वित्तीय क्षेत्र के पर्यवेक्षण के प्रति सूक्ष्म विवेकाधीन और स्थूल विवेकाधीन दृष्टिकोणों के बीच सटीक संतुलन साधने की है। सूक्ष्म विवेकाधीन दृष्टिकोण में तल दृष्टिकोण ऊपर होता है जबकि स्थूल विवेकाधीन दृष्टिकोण में ऊपर-नीचे दृष्टिकोण होता है। बैंकिंग क्षेत्र के मामले में स्थूल विवेकाधीन दृष्टिकोण तुलनपत्र की लाभप्रदता, आस्ति गुणवत्ता और पूंजी पर्याप्तता जैसे पश्चदशी संकेतकों के साथ-साथ बैंकिंग क्षेत्र के सामने मौजूद प्रमुख जोखिमों की पहचान करने वाले अग्रदशी संकेतकों पर आधारित होता है बैंकिंग क्षेत्र में प्रतिस्पर्धी स्थिति, ऋण वृद्धि, आस्ति बाजार विकास और घरेलू तथा कंपनी क्षेत्र में जोखिम के संकेद्रण को कवर करते हुए उपलब्ध प्रतिस्पर्धी सूचना को सारबद्ध करने के लिए अनेक एमपीआइ बनाए गए।

वित्तीय ढांचे में अविनियमित स्थल

15. वैश्विक वित्तीय प्रणाली वर्षों में आश्चर्यजनक अखंडित विशेषताओं और निकट अंतर-संबंधों के साथ बृहदाकार हो गई है। वित्तीय उत्पादों और प्रौद्योगिकी में हुए नवोन्मेष ने भी बाजार के खिलाड़ियों को विभिन्न प्रकार के जोखिम एक्सपोजर प्राप्त करने में सक्षम बनाया है जिससे उनकी पारंपरिक भूमिका की परिभाषाएं परिवर्तित हुई हैं। इसके अलावा, निवेश बैंकों के विनियमन में विवेकाधीन पर्यवेक्षण कवर नहीं होते थे और उन्हें अत्यधिक लीवरेज बनाने की अनुमति थी। यहां विभिन्न संस्थाओं के समरूप वित्तीय प्रोफाईल और उन पर लागू विनियामक निर्धारणों के बीच स्पष्ट भेद था। इसके अतिरिक्त, प्रणाली में ऐसे आर्थिक एजेंट भी थे जिन पर कोई विनियमन लागू नहीं था या वे नाममात्र रूप से विनियमित थे जबकि वे प्रणाली में सक्रिय रूप से कार्यरत थे। संकट की प्रारंभिक अवधि के दौरान ये आयाम मुख्य संस्थाओं के एक्सपोजर की सीमा

तथा अंतर-संबद्धता की श्रृंखला के जरिए प्रणाली में जोखिम के वितरण तक का आकलन करने में अंतरराष्ट्रीय विनियामकों की असमर्थता द्वारा तेजी से सामने लाए गए।

16. अतः यह आश्चर्यजनक नहीं है कि अब तक अविनियमित रही संस्थाओं का विनियमन अनेक समितियों की सिफारिशों में से मुख्य सिफारिश रही है। जी-20 ने वित्तीय विनियमन की गुंजाइश की समीक्षा की सिफारिश की है। 15 नवंबर की विज्ञप्ति में वर्तमान में अविनियमित संस्थाओं, लिखतों और बाजारों के साथ ही प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण संस्थाओं के उचित विनियमन पर विशेष बल दिया गया है। पूंजी के संयुक्त निजी समूह के प्रायोजन और प्रबंधन के संबंध में 30 के समूह ने सुझाव दिया है कि उन पर सामान्य मनाही होनी चाहिए और व्यापक मालिकाना ट्रेडिंग पूंजी और चलनिधि की सख्त अपेक्षाओं से सीमित होनी चाहिए। उक्त समूह ने उल्लेख किया है कि विवेकाधीन विनियामकों और केंद्रीय बैंकों के अधिदेश में वित्तीय स्थिरता पर बढ़ा हुआ बल इस ओर संकेत करता है कि प्रणाली में बढ़ते हुए जोखिम असंतुलनों की संभावना को समझने के लिए जानकारी तक अधिक और व्यवस्थित पहुंच की आवश्यकता है। यूरोपीय संघ में वित्तीय पर्यवेक्षण पर उच्च स्तरीय समूह ने सुझाव दिया है कि वित्तीय कार्य करने वाली सभी फर्मों या संस्थाओं पर प्रणालीगत प्रभाव आनुपातिक रूप में उचित विनियमन लागू किया जाए। इसमें बचाव निधि, निवेश बैंक, विभिन्न तुलनपत्रेतर मदें आदि शामिल हैं। साथ ही, मालिकाना ट्रेडिंग गतिविधियों के लिए बढ़ी हुई पूंजी अपेक्षित होनी चाहिए।

सीमापारीय मुद्दों से निपटना

17. यह हमें अधिक जटिल वित्तीय संगुटों के विनियमन और पर्यवेक्षण के अधिक जटिल मुद्दे तक ले जाता है। यह संकट के समाधान के समय और विशेष रूप से सीमापारीय

संस्थाओं के लिए अधिक चुनौतीपूर्ण है। अनुभवों ने यह दर्शाया है कि सीमापारीय स्वरूप के संकट का समाधान अनेक अधिकार-क्षेत्रों में कार्य करने वाली कुछ वित्तीय संस्थाओं के वैश्विक स्वरूप और शोधनक्षमता के राष्ट्रीय स्वरूप के बीच बेमेल से और जटिल हो जाता है।

18. जहाँ व्यापक सीमापारीय वित्तीय फर्मों के समाधान और उपचारात्मक कार्रवाई के ढांचे को नियंत्रित करने वाली अनुकूल व्यवस्था करना अपेक्षित होगा, वहीं अपने अधिकार-क्षेत्र के भीतर जमाकर्ताओं और अन्य लेनदारों को संरक्षण देने की राष्ट्रीय विनियामक का दायित्व एक चुनौती है। जहाँ इस संकट के दौरान उच्च स्तरीय अंतरराष्ट्रीय सहयोग देखा गया, राष्ट्रीय विनियामक अधिकाधिक रूप में यह सुनिश्चित करेंगे कि विदेशी संस्थाएं देशी निवेशकों की सुरक्षा के लिए अपने अधिकार-क्षेत्र में पर्याप्त चलनिधि और पूंजी बनाए रखते हैं।

क्या कोई केंद्रीय समाशोधन प्रतिपक्षकार प्रतिपक्षी जोखिम को कम करता है?

19. प्रतिपक्षी जोखिम वित्तीय बाजारों की अवरुद्धता बढ़ानेवाला एक महत्वपूर्ण कारक बन गया क्योंकि जोखिम से बचने की प्रवृत्ति वैश्विक तौर पर बढ़ गई है। यह विशेष रूप से ओटीसी बाजार में दीर्घावधि परिपक्वतावाली डेरिवेटिव संविदाओं के मामलों में दिखी थी। ओटीसी बाजारों के अपारदर्शी स्वरूप, जिन्होंने अंतरसंबद्ध श्रृंखलाओं के जाल के माध्यम से विभिन्न पक्षों की स्थिति और एक्सपोजर का सटीक आकलन असंभव बना दिया था, के साथ ही एक्सचेंजों में लेनदेन वाले अधिक मानकीकृत साधारण उत्पादों को तरजीह दी जाने लगी। जहां उत्पादों का लेनदेन ओटीसी बाजारों में किया जाता है, जैसे कि सीडीएस, वहां भी अमरीका और यूरोप में सीडीएस बाजारों को समाशोधन गृहों में अंतरित करने की पहल पहले ही शुरू की गई है - केंद्रीय समाशोधन

बनाम नाममात्र की केंद्रीकृत व्यवस्था सहित विभिन्न पद्धतियों पर चर्चा चल रही है। परिभाषा के अनुसार केंद्रीय प्रतिपक्षकार उसके माध्यम से निपटाए गए किसी भी लेनदेन में स्वयं को सहभागी बनाता है, अतः सीसीपी द्वारा निपटाए गए किसी लेनदेन में प्रतिपक्षकार कोई और बाजार सहभागी नहीं बल्कि स्वयं सीसीपी ही होगा। सीसीपी तंत्र का मुख्य लाभ बहुपक्षीय नेटिंग की संभावना है जो निवल ऋण एक्सपोजर कम करके सीसीपी के प्रत्येक सदस्य की प्रतिपक्षी जोखिम कम करती है।

20. किंतु, सीसीपी का निर्माण अर्थात् प्रतिपक्षीय जोखिम अब एकल एजेंट अर्थात् समाशोधन गृह में संकेंद्रित हो रहा है। सभी के लिए सीसीपी मॉडल को सार्वभौमिक रूप से अपनाने से जोखिम का एक बिंदु पर संकेन्द्रण होगा जो बाजार की स्थिरता के लिए विफलता का एकल बिंदु बन जाएगा। एक्सचेंज में लेनदेन वाले उत्पादों के मामले में एक्सचेंज और सीसीपी के बीच कानूनी अलगाव का मामला भी है। इस प्रकार स्पष्ट रूप से सीसीपी उच्च स्तर पर विनियमित संस्था होनी चाहिए। विनियामक फोकस प्रचलित समग्र जोखिम प्रबंधन प्रणाली पर होगा, जिसमें मार्जिन की प्रणाली और निपटान गारंटी निधि के एक भाग के रूप में सीसीपी द्वारा धारित संपार्श्विक जमानत का स्वरूप और गुणवत्ता शामिल होगी। प्रणालीगत परिप्रेक्ष्य के अनुसार भी यह एक महत्वपूर्ण मामला होगा क्योंकि संकट के समय इनका प्रयोग/परिसमापन आवश्यक होगा। बाजार पर ऐसे संपार्श्विकों को मुक्त करने का महत्वपूर्ण असर होगा।

21. एक्सपोजर को कम करने में सीसीपी की प्रभावशीलता के संदर्भ में भी, हाल ही के पेपर में यह निष्कर्ष दिया गया है कि किसी विशेष आस्ति श्रेणी के लिए सीसीपी लागू करना उपयोगी हो सकता है यदि निरंतर रूप से द्विपक्षीय रूप से निवल राशि निकाली जा रही अन्य आस्ति श्रेणियों की एक्सपोजर-भारंकित संख्या की तुलना में व्यापारियों

की संख्या पर्याप्त रूप से अधिक हो; विशेष मामलों में ऋण चूक अदला-बदली (सीडीएस) जैसे डेरिवेटिव की एक श्रेणी के लिए सीसीपी जोड़ने से निवल राशि निकालने की दक्षता घट सकती है जिससे संपार्श्विक की मांग और प्रतिपक्षी चूक के प्रति औसत एक्सपोजर बढ़ सकता है।¹

22. जैसा कि सहभागी जानते हैं, रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा और सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेन के निपटान के लिए सीसीपी मॉडल का समर्थन किया है और इसे ओटीसी ब्याज दर स्वैप और वायदा तक लागू करने का इरादा व्यक्त किया है।

प्रणालीगत जोखिम मापना

23. किसी भी अन्य जोखिम श्रेणी के जैसे ही, प्रणालीगत जोखिम के विनियमन की दिशा में पहला कदम इसके स्रोत की पहचान और उसे मापना है। एकल संस्थाओं की जोखिम की सबसे लोकप्रिय माप अर्थात् वीएआर की काफी जांच की गई है। अन्य अनेक वित्तीय मॉडलों की तरह वीएआर मॉडल अनिवार्य रूप से विभिन्न आस्तियों और जोखिम कारकों के बीच सहसंबंध के अनुमान पर निर्भर करता है, जो सामान्य रूप से टूट चुका है। इस संस्था विशेष के ढांचे के साथ पहले से ही कुछ समस्याएं हैं। हम प्रणालीगत जोखिम के अगले स्तर तक कैसे जाएं? हम यह कैसे परिभाषित करें कि कोई विशेष फर्म प्रणालीगत जोखिम में कितना योगदान करती है?

24. हाल के कुछ प्रस्तावों में मानक वीएआर माप में प्रणालीगत जोखिम को शामिल करने का प्रयास किया गया है। उदाहरण के लिए, जिनेवा रिपोर्ट में सीओवीएआर

(CoVaR) के लिए तर्क दिया गया है, जो कि एड्रियन और ब्रूनरमियर के कार्य (2008) पर आधारित है, जहां सीओवीएआर वित्तीय संस्थाओं का वीएआर है बशर्ते अन्य संस्थाएं विपत्तिग्रस्त हों। न्यूयार्क विश्वविद्यालय (स्टर्न स्कूल ऑफ बिजनेस) की एक अन्य रिपोर्ट में कुल अंतिम जोखिम में अलग-अलग फर्मों के अंशदान के आधार पर प्रणालीगत पूंजी अपेक्षाओं का प्रस्ताव किया गया है। ऐसे समाधानों के साथ यह समस्या है कि वे जटिल समस्याओं का स्पष्ट समाधान देने के प्रयास करते हैं जिससे उनकी सरलता उनकी तबाही बन जाती है।

25. वीएआर के अलावा, तनाव-जांच एक अन्य स्तंभ था जिस पर बैंकों में जोखिम प्रबंधन का ढांचा टिका है। तनाव-जांच का विशेष प्रयोजन उन अंतिम जोखिमों को पकड़ना था जो वीएआर मॉडल में पकड़ में नहीं आई थीं। अन्य मॉडलों जैसे ही यहां भी तनाव मानदंड रखने में ही तबाही छिपी हुई है क्योंकि ये भावी जोखिमों और मूल्य में घट-बढ़ की विद्यमान धारणाओं पर आधारित होते हैं। मेरे अनुसार यहां अधिक महत्वपूर्ण मामला इन तनाव-जांचों के परिणामों और उन पर संस्थागत प्रतिसादों के बीच मजबूत तालमेल का अभाव है। प्रोत्साहन संरचना और प्रतिस्पर्धी शक्तियों ने तनाव-जांच से प्राप्त प्रतिकूल निष्कर्षों पर ठोस कार्रवाई को रोक दिया। अतः ऐसे प्रतिकूल परिदृश्य को स्तंभ 2 की प्रोसेस के तहत, पूंजी अपेक्षा या चलनिधि अपेक्षा में पुनः पकड़ना होगा जिसकी लागत बहुत अधिक होती है। आदर्श रूप से, प्रतिसाद व्यवसाय फोकस के पुनः संरेखण के रूप में संस्था के भीतर से ही आना चाहिए जो कि मैं समझती हूँ कि स्व-विनियमन के विघटन को देखते हुए बैंकों के लिए साध्य मॉडल नहीं होगा। पर्यवेक्षी समीक्षा प्रक्रियाएं ऐसे संस्था विशेष के मुद्दों का समाधान कर सकती हैं और फिर भी भावी कार्य के लिए सर्वोत्तम प्रतीत होती हैं।

¹ “क्या कोई केंद्रीय समाशोधन प्रतिपक्षकार प्रतिपक्षी जोखिम को कम करता है?” डारल डफी और होक्सीयांग झू, स्टर्नफोर्ड यूनिवर्सिटी।

बाजार मूल्यों की केंद्रीयता

26. “बाजार मूल्य हमें बाजारों की विफलता से नहीं रोक सकते”। मैंने यह वाक्यांश अविनाश प्रसाद, जो कि विनियामक और लेखांकन संरचना के लिए “बाजार मूल्य” पर निर्भरता के सर्वाधिक मुखर आलोचकों में से एक रहे हैं, की टिप्पणियों से लिया है। अंतर्निहित विरोधाभास बहुत ही ध्यानाकर्षक और अंतर्दर्शी है। मूल्यों में घटबढ़ के प्रति विनियमित संस्थाओं के प्रतिसाद और विनियामक निर्धारण मानक और सममित होते हैं। “बाजार मूल्य” की विश्वसनीयता अलग मुद्दा है, यह चक्र कहां टूटता है?

27. सुचारु रूप से कार्यरत गहन और तरल वित्तीय बाजारों से यह आशा थी कि वे वित्तीय लिखतों के ‘सही’ मूल्य प्रतिबिंबित करेंगे जो कि सैद्धांतिक, मॉडल से प्रेरित मूल्यों के करीब होंगे। किंतु, वास्तव में, बाजार मूल्य बाजार निर्माताओं की निधीयन स्थिति से उतने ही निर्धारित हुए थे। बदले में यह, जैसा कि यह सामने आया था, निम्नलिखित से अत्यधिक प्रभावित था: (i) वैश्विक तौर पर प्रणालीगत चलनिधि की उपलब्धता और व्यवस्थित मुद्रा बाजार और (ii) उस समय तक मानी गई, निधीयन करने के लिए प्रतिपक्षकारों की तैयारी - प्रतिपक्षकार ऋण जोखिम। यदि ये वे बाह्यताएं हैं जो ‘बाजार मूल्य’ निर्धारित करती हैं तो मुद्दा यह है कि इन घटकों को कैसे चुनकर बाहर किया जाए?

28. यह देखते हुए कि बाजार मूल्य लगातार विनियामक संरचना के केंद्र में बने रहेंगे, इन मुद्दों के समाधान का उपाय ढूंढना विनियामकों के लिए असली चुनौती होगी।

लेखांकन संरचना

29. लेखांकन नीति-निर्माताओं के सामने विवेकाधीन अपेक्षाओं से कुछ मामलों में आवश्यक विभेदीकृत

दृष्टिकोण की तुलना में सभी आर्थिक तत्वों के लिए दिशानिर्देशों का संतुलित सेट बनवाने की दुविधा है।

30. जब तक निवल प्रभाव की गणना किसी अवधि के लिए की जाती है तब तक वर्तमान लेखांकन दृष्टिकोण अलग-अलग लेनदेनों के अंतर-कालिक वित्तीय प्रभाव के प्रति उदासीन रहेगा। लेखांकन दृष्टि से, इसका कुछ अर्थ हो सकता है, किंतु यह इसके द्वारा व्यवसाय परिचालनों के संचालन में शामिल किए गए प्रोत्साहन ढांचे की पहचान नहीं कर सकता जो कि प्रणाली के लिए समग्र तौर पर अच्छा नहीं होगा। आदर्श रूप से, लेखांकन प्रथाएं वित्तीय खिलाड़ियों और बाजार की गत्यात्मकता के व्यवहार के प्रति निरपेक्ष होनी चाहिए। जहां यह सच है कि लेखांकन भावी जोखिम को नहीं रोक सकता, वहीं भावी जोखिम हेतु जिम्मेदार अर्जनों के व्यवहार द्वारा इस पहलू पर ध्यान दिया जाना चाहिए।

31. वित्तीय स्थिरता की दृष्टि से एक संबंधित मुद्दा विवेकाधिकार की उस सीमा का है जो सिद्धांत-आधारित लेखांकन संरचना व्यावसायिक संस्थाओं को प्रत्येक वित्तीय लिखत के स्वरूप का निर्णय करने में उपलब्ध कराती है। इसके परिणामस्वरूप व्यवसाय चक्र के चरणों के अनुसार सभी व्यवसायों के बीच विशिष्ट प्रकार का झुंड-व्यवहार बढ़ सकता है।

रेटिंग पर निर्भरता

32. रेटिंग एजेंसियों पर संकट संबंधी दोष पहले ही लग चुका है। यह एक आसान भाग है; कठिन भाग व्यवहार्य विकल्प की खोज है- रेटिंग एजेंसियां एक बड़े तंत्र का भाग थीं जो उस समय तक ठीक कार्य कर रहा था जब तक कि सब कुछ ठीक-ठाक था। स्पष्टतः, कोई भी वैकल्पिक संरचना बाजार की बदली वास्तविकता के अनुरूप होनी चाहिए। इस संबंध में

किसी भी बदलाव के बारे में एकांत में सोचना संभव नहीं होगा। मूलभूत स्तर पर, जिस बदलाव की आवश्यकता है, और जिस बदलाव के होने की आशा है, वह एक समझ है कि रेटिंग किस बात को संप्रेषित करती है। जिस बदलाव की आवश्यकता है वह यह है कि एएए बांड और एएए सीडीओ श्रृंखला के बीच के अंतर को समझा जाए। यहां, रेटिंग एजेंसियों से अधिक यह विनियामकों का दायित्व होगा कि वे विभिन्न लिखतों की विभेदक जोखिम विशेषताओं को उनके निर्धारण में विशिष्ट रूप में पकड़ें, भले ही उनकी रेटिंग समरूप हो। मात्र क्रेडिट रेटिंग के आधार वाली एक जैसी पूंजी अपेक्षाएं अधिक टोस और सूक्ष्म विनियामक दृष्टिकोण द्वारा प्रतिस्थापित करनी होंगी।

वित्तीय नवोन्मेष

33. पिछले दो दशकों के लगभग की अवधि में अंतरराष्ट्रीय तौर पर वित्तीय क्षेत्र में हुई अधिकांश गतिविधियों के मामले में मुख्यतः वित्तीय नवोन्मेष की खुली भावना रही है। मैं कहना चाहूंगी कि घटनाक्रम में हाल में हुए परिवर्तन का कारण प्रोत्साहन संरचना को देखते हुए वित्तीय नवोन्मेष से कहीं अधिक विनियामक और वित्तीय उद्योग की कार्यपद्धति है। वित्तीय क्षेत्र में जोखिम-प्रतिलाभ अदायगी किसी भी अन्य क्षेत्र की तुलना में एकदम भिन्न है। मॉडल-केंद्रित वित्तीय नवोन्मेष को मैं मात्र यह दोष देना चाहूंगी कि उन्होंने 'ब्लैक बॉक्सों' की समझ न होने वालों को ही नहीं बल्कि संस्थागत निवेशकों और रेटिंग एजेंसियों को भी निश्चितता और आरंभ की दोषपूर्ण समझ प्रदान की। मॉडलों का अर्थ लगाने और उन्हें लागू करते समय विवेक के महत्वपूर्ण तत्व की कमी पाई गई। मुझे विश्वास है कि इस संबंध में सबक ली जाएगी।

निष्कर्ष

34. परीक्षा की इस घड़ी में भारत में वित्तीय प्रणाली आघात-सह बनी रही। हाल के महीनों में महसूस किए गए दोष के बिंदुओं का उद्गम वित्तीय क्षेत्र में नहीं है। जैसा कि गवर्नर डॉ. सुब्बाराव ने अपने एक भाषण में ठीक ही कहा है कि भारतीय अनुभव इस मायने में भिन्न रहा है कि वास्तविक क्षेत्र का दबाव वित्तीय क्षेत्र में अंतरित हो गया जो कि अन्य देशों के अनुभव से विपरीत था जहां इसकी स्थिति भिन्न थी। यह बाजार के सहभागियों और रिजर्व बैंक के बीच पारस्परिक विमर्श की निरंतर प्रक्रिया के माध्यम से हुआ है कि हम मुश्किल की इस घड़ी पर विजय प्राप्त करेंगे। भविष्य में, बाजार की भावी गतिविधियों की परख न सिर्फ अलग-अलग संस्था के लिए व्यष्टि विवेकशीलता के निहितार्थों के आकलन पर, अपितु प्रणालीगत जोखिम के निहितार्थों के आकलन पर निर्भर होगी।

संदर्भ

1. ईयू में वित्तीय पर्यवेक्षण पर उच्च स्तरीय दल की रिपोर्ट, 25 फरवरी 2009।
2. वित्तीय सुधार: वित्तीय स्थिरता का ढांचा, तीस का समूह, 15 जनवरी 2009।
3. घोषणा: वित्तीय बाजार और वैश्विक अर्थव्यवस्था पर शिखर सम्मेलन, जी-20, 15 नवंबर 2008।
4. आस्ति मूल्य बुलबुले: मौद्रिक, विनियामक और अंतरराष्ट्रीय नीतियों के निहितार्थ, बैंक ऑफ स्पेन के गवर्नर का भाषण, 24 फरवरी 2002।