

7.1 पूंजी बाजार बचत की मात्रा बढ़ाकर, पूंजी निर्माण करके और पूंजी के बेहतर विनियोजन, जिससे निवेश की उत्पादकता बढ़ती है, जैसे अनेक माध्यमों से आर्थिक वृद्धि में सहायता करता है। यह वित्तीय प्रणाली की कार्यकुशलता भी बढ़ाता है क्योंकि विभिन्न प्रतियोगी वित्तीय संसाधनों के लिए एक-दूसरे से प्रतिस्पर्धा करते हैं। इसके अलावा, यह वित्तीय क्षेत्र का विस्तार करके और नए, आधुनिक तथा कम लागत वाले वित्तीय साधनों के प्रयोग द्वारा अर्थव्यवस्था की गहनता बढ़ाता है जिससे अंततः पूंजी लागत घट जाती है। बेहतर रूप से कार्यरत पूंजी बाजार कार्य करने के लिए फर्मों पर अनुशासन भी लगाता है (बेक और अन्य, 2000; बैनडिरा और अन्य, 2000)। ईक्विटी और ऋण बाजार अर्थव्यवस्था की ऋण जोखिम में विविधता लाकर बैंकिंग क्षेत्र का दबाव कम कर सकते हैं।

7.2 भारत में पूंजी बाजार का इतिहास पुराना होने के बावजूद, अधिकांश समय में यह वित्तीय प्रणाली की सीमारेखा पर रहा है। भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी) और सरकार द्वारा 1990 के दशक की शुरुआत से किए गए विभिन्न सुधारों से भारतीय पूंजी बाजार में उल्लेखनीय रचनात्मक बदल हुआ है। परिणामस्वरूप, भारतीय ईक्विटी बाजार आधुनिक और पारदर्शी हो गया है। किंतु, पूंजी निर्माण में इसकी भूमिका लगातार सीमित बनी हुई है। निजी कंपनी ऋण बाजार मुख्यतः निजी स्थानन के रूप में सक्रिय है, वहीं कंपनी ऋण की दृष्टि से सार्वजनिक निर्गम बाजार अभी पूरी तरह से नहीं उभरा है। ये प्राथमिक ईक्विटी और ऋण बाजार हैं जो प्रतिभूति निर्गमकर्ताओं और निवेशकों को जोड़ते हैं और पूंजी निर्माण के लिए संसाधन उपलब्ध कराते हैं। कुछ विकसित देशों में, विशेष रूप से अमरीका में नए निर्गमों का बाजार नई कंपनियों के वित्तपोषण में और नई प्रौद्योगिकी वाली कंपनियों के तेज विकास में बेहद सफल रहा है। विकसित हो रही अर्थव्यवस्था के लिए ऋण के रूप में दीर्घावधि संसाधन और जोखिम पूंजी की आवश्यकता होती है ताकि कंपनियां ऋण और ईक्विटी के उपयुक्त मिश्रण का चुनाव कर सकें। बुनियादी सुविधाओं की परियोजनाओं के वित्तपोषण के लिए दीर्घावधि संसाधन भी महत्वपूर्ण हैं। अतः, भारत की उच्च वृद्धि की गति बनाए रखने की दृष्टि से पूंजी बाजार द्वारा प्रमुख भूमिका निभाने की आवश्यकता है। बैंकों द्वारा उनके बढ़ते परिचालनों को जारी रखने के लिए बाजार से आवश्यक पूंजी जुटाना आवश्यक होने के कारण सुचारू रूप से कार्यरत देशी पूंजी बाजार का महत्व भी बढ़ गया है।

7.3 यह अध्याय चार खंडों में विभाजित है। खंड I की शुरुआत आर्थिक वृद्धि के वित्तपोषण में शेयर बाजारों की भूमिका की चर्चा से होती

है। उसके बाद, 1990 के दशक की शुरुआत से शुरू किए गए पूंजी बाजार सुधार पर संक्षेप में दृष्टि डाली गई है। तत्पश्चात, मात्रा, चलनिधि, लेनदेन लागत और घट-बढ़ जैसे कार्यकुशलता और स्थिरता के मानदंडों पर सुधार के विभिन्न उपायों के प्रभाव का आकलन किया गया है। कार्यनिष्पादन का आकलन यथासंभव अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम मानकों के आधार पर किया गया है। इस खंड में, शेयर कीमतों और धन प्रभाव की संक्षिप्त चर्चा कुल मांग पर होने वाले प्रभाव को ध्यान में रखते हुए की गई है। खंड II में वृद्धि के संवर्धन और बहुविध वित्तपोषक मार्ग बनाने के लिए निजी कंपनी बांड बाजार विकसित करने की आवश्यकता की चर्चा की गई है। यह भारत में 1980 के दशक के मध्य से ऋण बाजार का विकास और उसकी वृद्धि को प्रभावित करने वाले विभिन्न कारकों को प्रस्तुत करता है। बाद में यह निजी कंपनी ऋण बाजारों के विकास के अन्य देशों के अनुभव प्रस्तुत करता है। खंड III सामान्य रूप से प्राथमिक पूंजी बाजार और विशेष रूप से निजी कंपनी ऋण बाजार के विस्तार हेतु उपाय सुझाता है। अंतिम खंड में निष्कर्षात्मक टिप्पणियां दी गई हैं।

## I. ईक्विटी बाजार

### आर्थिक वृद्धि के वित्तपोषण में शेयर बाजार की भूमिका

7.4 प्रायोगिक अनुसंधान के बढ़ते क्षेत्र ने यह दर्शाया है कि वृद्धि के लिए शेयर बाजार का विकास महत्वपूर्ण होता है क्योंकि विदेशी पूंजी तक पहुंच से वित्तीय रूप से सीमित संस्थाएं अपना विस्तार कर सकती हैं। यह तर्क दिया जाता है कि सुविकसित वित्तीय प्रणालियों वाले देश, विशेषतः चलनिधि युक्त शेयर बाजार, तेजी से बढ़ते हैं। दूसरी ओर, सिंह (1997) का तर्क है कि शेयर बाजार का विस्तार किसी देश के वित्तीय विकास का अनिवार्यतः सामान्य विकास नहीं होता और शेयर बाजारों का विकास अधिकांश विकासशील देशों में तेज औद्योगीकरण और दीर्घावधि आर्थिक वृद्धि प्राप्त करने में अनेक कारणों से हमेशा सहायक नहीं हो सकता। पहला, शेयर बाजार की अंतर्निहित अस्थिरता और स्वेच्छाचारिता के कारण परिणामी मूल्यन प्रक्रिया कार्यकुशल निवेश विनियोजन में खराब मार्गदर्शक सिद्ध होती है। दूसरा, प्रतिकूल आर्थिक आघातों के मद्देनजर, शेयर और मुद्रा बाजारों के बीच के अंतःसंबंध से समष्टि आर्थिक अस्थिरता बढ़ सकती है और दीर्घावधि आर्थिक वृद्धि घट सकती है। तीसरा, शेयर बाजार के विकास से विकासशील देशों में विद्यमान बैंकिंग प्रणाली की भूमिका कम होने की संभावना है जो अनेक देशों में गुणवत्ता

के बिना नहीं है और अत्यधिक सफल पूर्व एशियाई देशों में तो बिलकुल ही नहीं।

7.5 वित्तीय विकास और आर्थिक वृद्धि पर किए गए अध्ययन से पता चलता है कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में शेयर बाजार और वित्तीय मध्यस्थ संस्थाएं हाथ में हाथ मिलाकर आगे बढ़ी हैं जिसका लोकप्रिय कारण 'कॉम्प्लीमेंटरी हायपोथेसिस' कहा जाता है। कुछ अन्य अध्ययनों में भी यह देखा गया है कि बैंकिंग विकास और शेयर बाजार की चलनिधि के स्तर आर्थिक वृद्धि को प्रभावित करते हैं। लेवीन और झेरवोज (1998) ने अनेक देशों के उनके अध्ययन से आर्थिक वृद्धि, पूंजी संचय और उत्पादकता पर शेयर बाजारों और बैंकों के स्वतंत्र प्रभाव पर जानकारी प्रस्तुत की है। वे यह पाते हैं कि शेयर बाजार की चलनिधि का प्रारंभिक स्तर और बैंकिंग विकास का प्रारंभिक स्तर कुछ प्रारंभिक सामाजिक, आर्थिक और राजनैतिक कारकों के नियंत्रण के बावजूद आर्थिक वृद्धि, पूंजी संचय और उत्पादकता वृद्धि की भावी दरों से सकारात्मक और महत्वपूर्ण रूप से आपस में जुड़े हुए हैं। ये परिणाम उन मॉडलों का अधिक समर्थन नहीं करते जो बैंक आधारित और बाजार आधारित प्रणालियों के बीच तनाव पर बल देते हैं क्योंकि उनके अनुसार शेयर बाजार बैंकों के कार्यों से भिन्न वित्तीय सेवाएं उपलब्ध कराते हैं। तथापि, लेवीन और झेरवोज को ऐसा नहीं लगता कि जीडीपी से बाजार पूंजीकरण को भाग देकर निकाली गई शेयर बाजार की मात्रा का वृद्धि से अधिक सह संबंध है। इसका अर्थ यह है कि यह जरूरी नहीं है कि शेयर बाजार में मात्र सूचीकरण से संसाधन विनियोजन का पोषण होगा ही। इसके बजाय, संसाधन विनियोजन और वृद्धि को प्रभावित करने वाली अर्थव्यवस्था की उत्पादक प्रौद्योगिकी के स्वामित्व का व्यापार करने की यह योग्यता है (लेवीन, 2003)। बेक और लेवीन (2003) को भी पैनल टेक्निक का प्रयोग करके ऐसे ही परिणाम प्राप्त हुए। उद्योग स्तरीय अध्ययन में भी वित्तीय विकास और वृद्धि के बीच सकारात्मक संबंध पाया गया (राजन और जिंगल्स, 1998), किंतु वित्तीय विकास में वृद्धि से बाह्य वित्त का सामान्य रूप से अधिक उपयोग करने वाली कंपनियों की वृद्धि अननुपातिक रूप से होती है। फर्म स्तरीय आंकड़ों का प्रयोग करते हुए, डेमिरगुक-कुंट और मैक्सी मोविक (1998) ने यह दिखाया कि मात्र धारित आय और अल्पावधि उधार के साथ प्रत्येक फर्म जिस दर से बढ़ सकती है उस दर से अधिक दरों पर बढ़ने वाली फर्मों का अनुपात शेयर बाजार की चलनिधि (और बैंकिंग प्रणाली की मात्रा) से सकारात्मक रूप से संबंधित है। इस प्रकार, ऐसे अनेक लेख आदि हैं जो बाह्य वित्त की बाधाएं हटाकर आर्थिक वृद्धि में वित्तीय विकास और शेयर बाजार की भूमिका को समर्थन देते हैं।

7.6 ऐतिहासिक रूप से, भारतीय वित्तीय प्रणाली में विभिन्न प्रकार की वित्तीय मध्यवर्ती संस्थाओं का अस्तित्व रहा है। बैंक कंपनियों की मात्र

कार्यशील पूंजी आवश्यकताओं का वित्तपोषण करते हैं। चूंकि पूंजी बाजार अविकसित था, अतः दीर्घावधि निधि आवश्यकता की पूर्ति के लिए अखिल भारतीय और राज्य स्तर पर अनेक विकास वित्त संस्थाएं स्थापित की गई थीं। प्रारंभिक चरणों में शेयर बाजार की भूमिका सीमित थी, अतः भारत में शेयर बाजार और वास्तविक अर्थव्यवस्था के बीच के संबंध की अधिक जांच नहीं की गई। पूर्ववर्ती अधिकांश प्रायोगिक अध्ययनों में वित्तीय गहनता और विकास में बैंकों की भूमिका पर बल दिया गया। हाल के अधिकांश कार्यों में यह बतलाया गया है कि शेयर बाजार विकास और आर्थिक वृद्धि के बीच कार्यमूलक संबंध भारतीय संदर्भ में कम है (नगेशी, 1999)। इसके विपरीत, शाह और थॉमस (1997) का मत है कि भारत में शेयर बाजार बैंकिंग प्रणाली से अधिक कार्यकुशल हैं, अतः एक कार्यकुशल पूंजी बाजार प्रभावी विनियोजन और संसाधनों के उपयोग से दीर्घावधि वृद्धि में सहायक होगा। इस मामले को पुनः देखने पर यह पाया गया कि बैंकिंग क्षेत्र और शेयर बाजार दोनों ही भारतीय अर्थव्यवस्था में वृद्धि को बढ़ाते हैं और वे एक-दूसरे के पूरक हैं। तथापि, आर्थिक विकास में बैंकिंग क्षेत्र का महत्व शेयर बाजार की तुलना में बहुत अधिक है जिसने अब तक सीमित भूमिका निभायी है। विश्लेषणों में यह पाया गया कि आर्थिक वृद्धि से भी शेयर बाजारों का विकास होता है। इस प्रकार, शेयर बाजार विकास और आर्थिक वृद्धि में द्विमार्गी संबंध है। ये निष्कर्ष सामान्य रूप से 'कॉम्प्लीमेंटरी हायपोथिसिस' के अनुरूप हैं (बॉक्स VII.1)।

### भारतीय ईक्विटी बाजार में हाल की गतिविधियां

7.7 भारतीय ईक्विटी बाजार में 1990 के दशक के प्रारंभ से अनेक सुधार किए गए हैं। ये सुधार क्रमिक रूप से किए गए हैं जिनका आधार अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाएं थीं और इन्हें देश की आवश्यकताओं के अनुरूप आशोधित किया गया था। सुधार के उपायों का लक्ष्य निम्नवत था : (i) वृद्धिकारी संस्थाओं का निर्माण, (ii) मूल्य खोज को सुधारकर ईक्विटी बाजार में प्रतिस्पर्धात्मक स्थिति को प्रोत्साहन देना, (iii) उपयुक्त विनियामक ढांचा स्थापित करना, (iv) लेनदेन लागत घटाना और (v) सूचना-भिन्नता कम करके निवेशक विश्वास बढ़ाना। इन उपायों से यह अपेक्षित था कि व्यापार योग्य विभिन्न प्रतिभूतियों के माध्यम से कारपोरेट क्षेत्र की पहुंच व्यापक संसाधनों तक बढ़ाकर संसाधन जुटाने में ईक्विटी बाजार की भूमिका बढ़ेगी।

7.8 सुधार प्रक्रिया का केंद्र बिंदु संस्थागत विकास था। अप्रैल 1988 में गैर-सांविधिक निकाय के रूप में गठित भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी) को प्रतिभूति बाजारों के विनियमन के लिए जनवरी 1992 में सांविधिक अधिकार दिए गए। सेबी को निवेशकों के हितों की रक्षा और

### बॉक्स VII.1

#### क्या भारत में शेयर बाजार आर्थिक वृद्धि का संवर्धन करते हैं ?

भारत में बैंकिंग क्षेत्र और शेयर बाजार जैसे वित्तीय क्षेत्र के विभिन्न घटकों का आर्थिक वृद्धि के साथ संबंध स्थापित करने की दृष्टि से प्रत्यावर्तन तकनीक का प्रयोग किया गया है। मासिक जीडीपी श्रृंखला उपलब्ध न होने से औद्योगिक उत्पादन का मौसमी तौर पर समायोजित मासिक सूचकांक आर्थिक गतिविधियों के प्रतिनिधि के रूप में उपयोग में लाया गया। सामान्य न्यूनतम स्क्वेयर प्रयोग करके प्रत्यावर्तन विश्लेषण करने से पहले मासिक डाटा को मौसमिकता से समायोजित किया गया और फिर बदलते घटकों को रूपांतरित किया गया। पूंजी बाजार विकास के संकेतक के रूप में जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बाजार पूंजीकरण, जो बाजार के आकार को नापता है, और मूल्य व्यापारित अनुपात, जो बाजार की चलनिधि दर्शाता है, को उपयोग में लाया गया। बैंकिंग क्षेत्र के बावत, जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बैंक ऋण को बैंकिंग क्षेत्र के विकास की नाप के रूप में लिया गया। विश्लेषण की अवधि अप्रैल 1995 से जून 2006 थी।

यह देखा गया है कि देश में शेयर बाजार और बैंकिंग क्षेत्र, दोनों ही आर्थिक गतिविधियों का स्तर बढ़ाते हैं (समीकरण 1)। किंतु, शेयर बाजार और आर्थिक गतिविधियों के बीच संबंध मजबूत नहीं है क्योंकि शेयर बाजार गतिविधियों के सहगुणांक, यथा एमसीएपी और वीटीआर महत्वपूर्ण होने के बावजूद बहुत छोटे हैं। दूसरी ओर, बैंक ऋण की भूमिका बहुत ही महत्वपूर्ण है। इससे भारत में वित्तीय प्रणाली पर बैंकों का प्रभुत्व सिद्ध हो जाता है।

$$\text{एलआइआइपी} = 1.27 + 0.02 \text{ एलएमसीएपी} + 0.02 \text{ एलबीटीआर} + 0.43 \text{ एलबीसीआर} + 0.47 \text{ एआर}(1) - (\text{समीकरण 1})$$

$$(16.9) \quad (2.2) \quad (5.0) \quad (34.4) \quad (6.0)$$

$$\text{समायोजित आर}^2 = 0.99; \text{ एफ-सांख्यिकी} = 3240.7; \text{ डीडब्ल्यू-सांख्यिकी} = 2.24$$

(कोष्ठकों के आंकड़े टी-सांख्यिकी हैं)

यह भी पाया गया है कि भारत में बैंकिंग क्षेत्र और आर्थिक वृद्धि से शेयर बाजार गतिविधियों को बढ़ावा मिलता है (समीकरण 2)।

$$\text{एलएमसीएपी} = -9.01 + 1.25 \text{ एलआइआइपी} + 1.32 \text{ एलबीसीआर} + 0.89 \text{ एआर}(1) - (\text{समीकरण 2})$$

$$(-3.2) \quad (2.7) \quad (4.7) \quad (25.9)$$

$$\text{समायोजित आर}^2 = 0.97; \text{ एफ-सांख्यिकी} = 904.6; \text{ डीडब्ल्यू-सांख्यिकी} = 2.28$$

(कोष्ठकों के आंकड़े टी-सांख्यिकी हैं)

#### संदर्भ :

शाह.ए., और सूसान थॉमस, 1997, 'सेक्यूरिटीज मार्केट्स : टुवर्ड्स ग्रेटर इफिसियन्सी'। इंडिया डेवलपमेंट रिपोर्ट, ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस।  
नगेशी, एम. 1999, 'स्टॉक मार्केट डेवलपमेंट एंड इकोनॉमिक ग्रोथ : इयुबियस रिलेशनशिप'। इकोनॉमिक एंड पोलिटिकल वीकली, 17 जुलाई।

पूंजी बाजार का व्यवस्थित विकास सुनिश्चित करने का दोहरा कार्य सौंपा गया।

7.9 प्राथमिक पूंजी बाजार के संबंध में किया गया सर्वाधिक महत्वपूर्ण सुधार मुक्त मूल्यन की शुरुआत थी। पूंजी निर्गम (नियंत्रण) अधिनियम, 1947 को 1992 में निरस्त किया गया जिससे प्रतिस्पर्धा के उपयोग के लिए निर्गमों का मूल्यन और संसाधन विनियोजन के निर्धारण में बाजार की शक्तियों का रास्ता खुल गया। प्रतिभूतियों के निर्गमकर्ताओं को अनुमति दी गई कि वे निर्गम निकालने या उसके मूल्यन के लिए किसी भी प्राधिकरण की अनुमति के बिना बाजार से पूंजी जुटा सकते हैं। राइट्स और बोनस निर्गमों पर लगे प्रतिबंध भी हटाए गए। अब सभी कंपनियां बाजार की स्थिति के आधार पर निर्गमों का मूल्य तय कर सकती हैं।

7.10 बाजार में प्रवेश तथा उनके निर्गमों के निर्बाध मूल्यन संबंधी निर्गमकर्ताओं की स्वतंत्रता को बाधा पहुंचाए बिना सार्वजनिक निर्गमों के मानदंड अप्रैल 1996 में कड़े किए गए ताकि धोखाधड़ी पूर्ण कंपनियों की बाजार में पहुंच पर प्रतिबंध लगाया जा सके। पूंजी निर्गमकर्ताओं के लिए अब यह आवश्यक है कि वे लाभप्रदता का ट्रेक रेकार्ड, जोखिम कारक आदि जैसे विभिन्न पहलुओं पर जानकारी प्रकट करें। परिणामतः, सार्वजनिक और राइट्स निर्गमों के प्रस्तावों के दस्तावेज में प्रकटीकरण के स्तर में सुधार हुआ है और निवेशकों तक जानकारी की पहुंच बढ़ी है।

प्रकटीकरण स्तर में सुधार से पारदर्शिता बढ़ी है जिससे निवेशकों की रक्षा का स्तर ऊंचा उठ गया है।

7.11 निर्गमकर्ताओं को निर्धारित मूल्य तंत्र या बुक बिल्डिंग प्रक्रिया से संसाधन जुटाने का विकल्प भी है। बुक बिल्डिंग ऐसी प्रक्रिया होती है जिसके माध्यम से जारी करने हेतु प्रस्तावित प्रतिभूति की मांग का निर्माण किया जाता है और जारी की जाने वाली ऐसी प्रतिभूति की मात्रा के निर्धारण के लिए प्रतिभूति के मूल्य का आकलन किया जाता है। बुक बिल्डिंग की शुरुआत शेयरों का मूल्यन में पारदर्शिता लाने और शेयरों का उचित बाजार मूल्य निर्धारित करने के लिए की गई थी।

7.12 शेयर बाजारों में ट्रेडिंग की बुनियादी सुविधाएं आधुनिक की गई हैं जिसके लिए ओपन आउटक्राय सिस्टम के स्थान पर ऑन लाइन स्क्रीन बेस्ड इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग स्थापित की गई है। इससे भारतीय पूंजी बाजार में चलनिधि में सुधार हुआ है और मूल्य खोज बेहतर हुई है। व्यापार और निपटान चक्र को प्रारंभ में कम करके 14 दिन से 7 दिन किया गया था। बाद में, अनुषंगी बाजार की कार्यकुशलता बढ़ाने की दृष्टि से रोलिंग सेटलमेंट को टी+5 आधार पर शुरू किया गया। 1 अप्रैल 2002 से, सभी सूचीबद्ध प्रतिभूतियों के लिए निपटान चक्र कम करके टी+3 और बाद में 1 अप्रैल 2003 से टी+2 किया गया। निपटान चक्र को कम करने से बाजार घट-बढ़ से निपटान न हुए ट्रेड्स से संबंधित जोखिम कम करने में सहायता मिली है।

7.13 भारतीय राष्ट्रीय शेयर बाजार लि. (एनएसई) की इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लैटफॉर्म के रूप में स्थापना होने से देश के अन्य शेयर बाजारों के लिए परिचालनगत कार्यकुशलता का मानक तैयार हो गया। 1996 में राष्ट्रीय प्रतिभूति निक्षेपागार लि. (एनएसडीएल) और 1999 में केंद्रीय निक्षेपागार सेवा (इं) लि. (सीएसडीएल) की स्थापना से शेयर बाजारों में कागज रहित व्यापार शुरू हो पाया। इससे प्रतिभूतियों का तत्काल इलेक्ट्रॉनिक अंतरण भी सुगम हुआ और बाजार में सुपुर्दगी की समस्याएँ, शेयर और शेयरों के गुम होने से उभरने वाली जोखिम समाप्त हो गई। इलेक्ट्रॉनिक निधि अंतरण सुविधा और शेयरों के अमूर्तिकरण से शेयर बाजारों में निपटान चक्र कम करने का पोषक वातावरण तैयार हुआ।

7.14 समाशोधन और निपटान प्रणाली में सुधार से लेनदेन लागत में उल्लेखनीय कमी हुई है। बाजार की सुरक्षा और संपूर्णता बढ़ाने के लिए भी अनेक उपाय किए गए। इनमें पूंजी आवश्यकता, व्यापार और एक्सपोजर की सीमाएँ, मार्क-टू-मार्केट मार्जिन और वीएआर आधारित मार्जिन सहित दैनिक मार्जिन शामिल हैं। किसी सदस्य की चूक की स्थिति के संबंध में लेनदेनों का सुगम निपटान सुनिश्चित करने के लिए व्यापार/निपटान गारंटी निधि भी बनाई गई है।

7.15 निवेशक के लिए जोखिम से बचने का विकल्प उपलब्ध कराने और बाजार में 'मूल्य की खोज' में सुधार लाने के लिए स्टॉक इंडेक्स फ्यूचर्स, स्टॉक इंडेक्स ऑप्शन्स और निजी स्टॉक्स में फ्यूचर्स तथा ऑप्शन्स जैसे डेरिवेटिव्स में व्यापार शुरू किया गया।

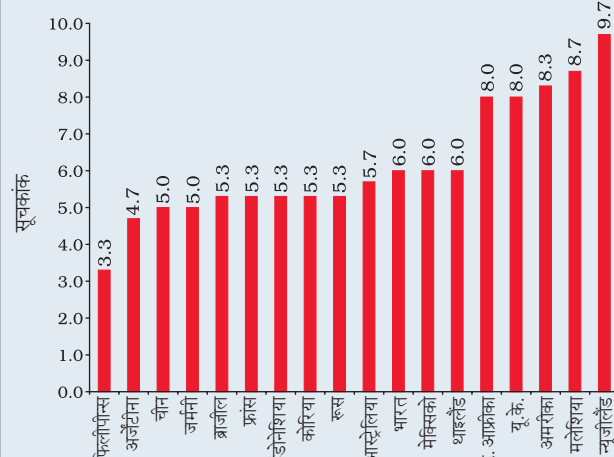
7.16 शेयर बाजारों का कंपनीकरण करना और पारस्परिकता हटाना एक अन्य महत्वपूर्ण सुधार था। दुनिया भर में शेयर बाजार पारस्परिक रूप से 'पारस्परिक' रूप में स्थापित किए गए थे। व्यापारकर्ता सदस्य न केवल दलाली सेवा उपलब्ध कराते हैं बल्कि अपने लाभार्थ ऐसे शेयर बाजारों का स्वामित्व, नियंत्रण और प्रबंधन भी देखते हैं। भारत में, एनएसई की स्थापना पृथक्कृत कंपनी निकाय के रूप में की गई थी जहां स्वामित्व, प्रबंधन और व्यापारी अधिकार इसके प्रारंभ से ही तीन अलग समूहों के पास हैं। देश के दो मुख्य शेयर बाजारों में से एक शेयर बाजार, मुंबई अब कंपनीकृत और पृथक्कृत करके उसका नाम बदलकर बॉम्बे स्टॉक एक्सचेंज लि. (बीएसई) किया गया है।

7.17 शेयर बाजारों ने व्यापारी सदस्यों और कंपनियों से संबंधित मामलों के लिए निवेशकों की शिकायतों के निपटान की प्रणाली स्थापित की है। वे यह सुनिश्चित करते हैं कि शेयर बाजारों में पहुंचने वाली महत्वपूर्ण और मूल्य-संवेदी जानकारी सभी श्रेणी के निवेशकों को एक ही समय में उपलब्ध कराई जाती है। इसके अलावा, निवेशकों के हित की

रक्षा के लिए शेयर बाजारों ने निवेशक रक्षा निधि भी स्थापित की है। शेयर बाजार निवेशकों के दावों का ध्यान रखने के लिए निवेशक रक्षा निधि बनाए रखते हैं जो शेयर बाजारों में निष्पादित व्यापार के संबंध में चूककर्ता के रूप में घोषित व्यापारी सदस्यों द्वारा दायित्वों के गैर-निपटान से सामने आते हैं। सुधार अवधि से स्थापित निवेशक रक्षा के उपायों ने निवेशकों के बीच विश्वास बढ़ाया है। विश्व बैंक ने अपने 'डूइंग बिजनेस' सर्वेक्षण में निवेशक रक्षा सूचकांक बनाया है जो निदेशकों द्वारा कंपनी आस्तियों के अपने निजी लाभ में दुरुपयोग के प्रति अल्पसंख्यक शेयर धारकों की मजबूती नापता है (विश्व बैंक, 2006)। यह सूचकांक प्रकटीकरण सूचकांक, निदेशक देयता सूचकांक और शेयरधारक उपयुक्तता सूचकांक का औसत होता है। इस सूचकांक का दायरा 1 से 10 तक होता है जिसमें उच्च मूल्य निवेशकों की बेहतर रक्षा दर्शाते हैं। इस सूचकांक के आधार पर, फ्रांस और जर्मनी जैसे विकसित देशों सहित अनेक देशों की तुलना में भारत की स्थिति बेहतर है (चार्ट VII.1)।

7.18 शेयर धारकों की रक्षा के संबंध में कंपनी संचालन महत्वपूर्ण साधन के रूप में उभरा है। भारत में कंपनी संचालन का ढांचा तब से विकसित हुआ है जब सेबी ने कुमार मंगलम बिरला समिति गठित की थी। आर्थिक आसूचना यूनिट सर्वेक्षण, 2003 के अनुसार विभिन्न देशों में कंपनी संचालन में भारत को अच्छे कंपनी संचालन कोड के मामले में सिंगापुर और हांगकांग के बाद तृतीय सर्वोत्तम देश का स्थान दिया गया था। प्रतिभूति निर्गम और व्यापार तथा कंपनी संचालन मानकों पर बेहतर ढंग से ध्यान देकर निर्गमकर्ताओं के प्रकटीकरण के संबंध में भारत के पास सुगठित विनियामक ढांचा है।

चार्ट VII.1: चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं में निवेशक रक्षा सूचकांक



स्रोत : विश्व बैंक

7.19 निवेशकों को सूचना की उपलब्धता में सुधार करने की दृष्टि से सभी सूचीबद्ध कंपनियों से अपेक्षित है कि वे तिमाही आधार पर अलेखापरीक्षित वित्तीय परिणाम प्रकाशित करें। सूचीबद्ध कंपनियों द्वारा प्रकटीकरण की निरंतरता का स्तर ऊंचा उठाने के लिए सेबी ने सूचीकरण करार में संशोधन किया ताकि उसमें खंड रिपोर्टिंग, संबंधित पार्टों का प्रकटीकरण, समेकित वित्तीय परिणाम और समेकित वित्तीय विवरणों को शामिल किया जा सके। शेयर बाजारों और कंपनियों के बीच के सूचीकरण करार को समय-समय पर मजबूत किया गया है ताकि कंपनी संचालन का स्तर ऊपर उठाया जा सके।

7.20 सुधार प्रक्रिया की अन्य महत्वपूर्ण गतिविधि 1992 में पारस्परिक निधि उद्योग को निजी क्षेत्र के लिए खोलने की थी जिस पर पहले भारतीय यूनिट ट्रस्ट और सार्वजनिक क्षेत्र की वित्तीय संस्थाओं द्वारा स्थापित पारस्परिक निधियों का एकाधिकार था।

7.21 1992 से, विदेशी संस्थागत निवेशकों को कंपनी ऋण और सरकारी प्रतिभूतियों सहित सभी प्रकार की प्रतिभूतियों में चरणबद्ध रूप से और सीमा के अधीन निवेश करने की अनुमति दी गई। इसके अलावा, भारतीय कंपनी क्षेत्र को अनुमति दी गई कि वह अमरीकी निक्षेपागार रसीद (एडीआर), वैश्विक निक्षेपागार रसीद (जीडीआर), विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांड (एफसीसीबी) और बाह्य वाणिज्यिक उधार के माध्यम से अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार में प्रवेश कर सकता है। पात्र विदेशी कंपनियों को भारतीय निक्षेपागार रसीद के निर्गम के माध्यम से घरेलू पूंजी बाजार से धन जुटाने की अनुमति दी गई।

7.22 शेयरों की आधारभूत प्राप्ति और कंपनियों के अधिग्रहण संबंधी नियमावली लागू की गई। इसका लक्ष्य अधिग्रहण प्रक्रिया को अधिक पारदर्शक बनाना और अल्पसंख्यक शेयरधारकों के हितों की रक्षा करना है।

7.23 इन सुधारों ने बाजारों का संस्थागत स्वरूप मजबूत करने के अलावा सेवा प्रदाताओं की संख्या भी बढ़ा दी जो बाजार में मूल्यवर्धन करते हैं। इस संबंध में सर्वाधिक महत्वपूर्ण घटना क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों की स्थापना थी। ऋण लिखतों की रेटिंग करके और रेटिंग की निरंतर निगरानी और प्रसार करके वे जानकारी की गुणवत्ता सुधारने में सहायता करते हैं। इस समय, भारत में चार क्रेडिट रेटिंग एजेंसियां कार्यरत हैं। इसके अलावा, दो अन्य सेवा प्रदाता, नामतः निर्गम पंजीयक, और शेयर अंतरण एजेंटों की संख्या भी बढ़ गई है जो सेवाओं को सरलता से और प्रतिस्पर्धात्मक मूल्यों पर प्रसारित करने में मदद करते हैं।

7.24 विनियमन की परिधि को ईक्विटी बाजार में उभरती आवश्यकता और गतिविधियों के अनुरूप बढ़ाया गया है। शेयर बाजारों के अलावा, पारस्परिक निधि, शेयर दलाल और उप-दलाल, व्यापारी बैंक संविभाग प्रबंधक,

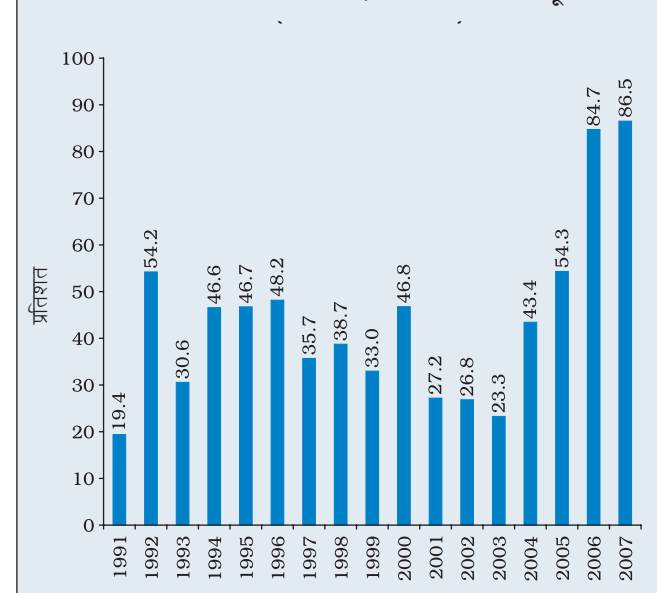
निर्गम पंजीयक, शेयर अंतरण एजेंट्स, हमीदार, डिबेंचर न्यासी, निर्गम के बैंकर, प्रतिभूतियों के अभिरक्षक, उद्यम पूंजी निधि और जारीकर्ताओं जैसी विभिन्न मध्यस्थ संस्थाओं को सेबी की विनियामक परिधि में लाया गया है।

### ईक्विटी बाजारों पर सुधारों का प्रभाव

7.25 1990 के दशक के प्रारंभ में शुरू की गई सुधार प्रक्रिया के समय से भारतीय ईक्विटी बाजार में बाजार की व्याप्ति, चलनिधि, पारदर्शिता, स्थिरता और कार्यकुशलता जैसे विभिन्न मानकों की दृष्टि से महत्वपूर्ण सुधार हुआ है। विनियामक और संचालन ढांचे में किए गए परिवर्तनों ने निवेशकों का विश्वास बढ़ाया है।

7.26 शेयर बाजार विकास का सर्वाधिक प्रयोग में लाया जाने वाला संकेतक बाजार की व्याप्ति है जो जीडीपी-शेयर बाजार पूंजीकरण (देश के शेयर बाजारों में सूचीबद्ध शेयरों का मूल्य) अनुपात है। भारत में इस अनुपात में हाल के वर्षों में काफी सुधार हुआ है (चार्ट VII.2)। नए सूचीकरण के अलावा, शेयरों के मूल्य में निहित जोखिम के कारण भी यह अनुपात बढ़ सकता है। 1994-95 से 1999-2000 के दौरान 37,626 करोड़ रुपए के 3,434 प्रारंभिक सार्वजनिक प्रस्ताव (आइपीओ) बाजार में आए थे, वहीं 2000-01 से 2005-06 के दौरान 43,290 करोड़ रुपए के 250 आइपीओ बाजार में आए। 2006-07 में, 27,524 करोड़ रुपए के 75 आइपीओ बाजार में आए। बाजार की व्याप्ति अनेक कारणों से प्रभावित होती है जिसमें शामिल है समष्टि आर्थिक मूल तत्वों में सुधार, वित्तीय प्रौद्योगिकी में परिवर्तन और संस्थागत कार्यकुशलता में वृद्धि। अनेक देशों में किए गए एक अध्ययन से पता चला है कि भारत के मामले

चार्ट VII.2: भारत में जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बाजार पूंजीकरण



में ईक्विटी बाजार की व्याप्ति बढ़ने का मुख्य कारण वित्तीय प्रौद्योगिकी में परिवर्तन है, जिसके बाद समष्टि आर्थिक मूल तत्वों में परिवर्तन का स्थान आता है। वहीं बाजार की व्याप्ति पर संस्थागत कार्यकुशलता का कोई भी प्रभाव नहीं था (ली, 2007)।

7.27 भारतीय ईक्विटी बाजार की व्याप्ति अब भी अमरीका, यू.के., आस्ट्रेलिया और जापान जैसे विकसित देशों की तुलना में बहुत कम होने के बावजूद यह ब्राजील और मेक्सिको सहित उभरती हुई अनेक बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में बड़ी है (चार्ट VII.3)।

7.28 शेयर बाजार की व्यापारी गतिविधियों या चलनिधि मापने के लिए सामान्यतः कारोबार अनुपात का उपयोग किया जाता है जो किसी देश के शेयर बाजार में व्यापार किए गए शेयरों के कुल मूल्य को शेयर बाजार पूंजीकरण से भाग देने के बराबर होता है। कारोबार अनुपात बाजार की व्याप्ति से संबंधित व्यापार को नापता है। अतः, व्यापारी लेनदेन में समान अंतर की मदों से कारोबार अनुपात प्रभावित होता है। दूसरा संबंधित परिवर्ती घटक मूल्य व्यापारित अनुपात है जो जीडीपी के हिस्से के रूप में घरेलू शेयर बाजारों में व्यापारित घरेलू शेयरों के कुल मूल्य के बराबर होता है। यह अनुपात अर्थव्यवस्था की व्याप्ति से संबंधित व्यापार को नापना है। कारोबार अनुपात और मूल्य व्यापारित अनुपात दोनों में ही 1990 के दशक के प्रारंभिक स्तर से बहुत सुधार हुआ है (सारणी 7.1)। ये अनुपात 1996-97 और 2000-01 के बीच में उच्च स्तरों पर पहुंच गए थे। किंतु, इसने मुख्यतः आइटी में तेजी के कारण शेयरों के मूल्य में तेज वृद्धि दर्शाई। मूल्य प्रभाव के कारण लेनदेनों की संख्या बढ़े बिना या लेनदेन लागत घटे बिना भी शेयर लेनदेन का मूल्य

### सारणी 7.1: भारत में शेयर बाजार में चलनिधि

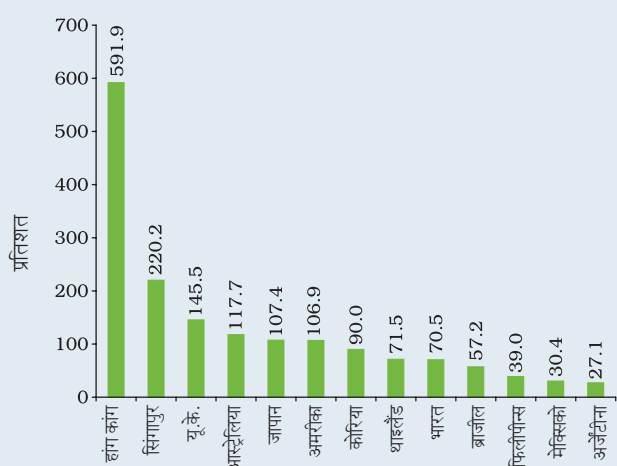
(प्रतिशत)

वर्ष	कारोबार अनुपात	वैल्यू ट्रेडेड अनुपात
1	2	3
1990-91	32.7	6.3
1991-92	20.3	11.0
1992-93	20.0	6.1
1993-94	21.1	9.8
1994-95	14.7	6.9
1995-96	20.5	9.9
1996-97	85.8	30.6
1997-98	98.0	38.0
1998-99	126.5	41.7
1999-00	167.0	78.1
2000-01	409.3	111.3
2001-02	134.0	36.0
2002-03	162.9	37.9
2003-04	133.4	57.9
2004-05	97.7	53.1
2005-06	78.9	66.9
2006-07	81.8	70.7

तेज होकर चलनिधि अनुपात बढ़ सकता है। इसके अलावा, चलनिधि बड़े शेयरों में संकेंद्रित हो सकती है।

7.29 कारोबार अनुपात देशों के बीच काफी अंतर दर्शाता है (चार्ट VII.4)। 2005 का एनएसई का कारोबार अनुपात नैसडैक (NASDAQ), कोरिया, जापान, चीन और थाइलैंड की तुलना में कम किंतु सिंगापुर, हांगकांग और मेक्सिको शेयर बाजारों की तुलना में अधिक था। शेयर बाजारों में व्यापार के स्वचलन के कारण प्रति दिन किए गए

चार्ट VII.3: चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं में जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बाजार पूंजीकरण (2005 के अंत में)



स्रोत : वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंज और आइ एम एफ।

चार्ट VII.4: चुनिंदा देशों में कारोबार अनुपात - 2005



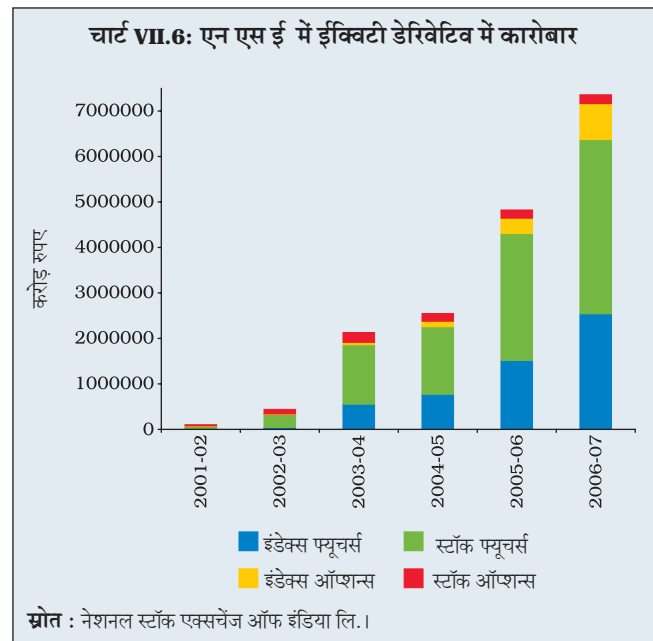
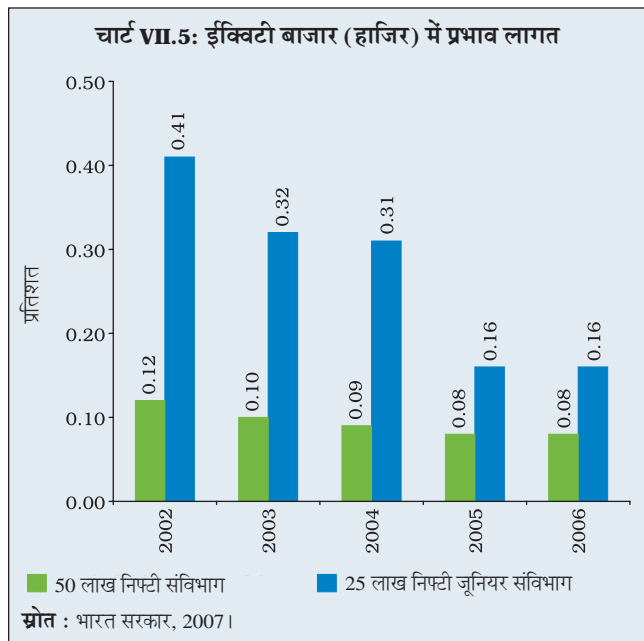
स्रोत : वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंज।

व्यापारों और शेयरों की संख्या बढ़ गई जिससे लेनदेन लागत कम करने में मदद मिली है। देश में व्यापारी टर्मिनलों के विस्तार से भी निवेशकों को शेयर बाजार में पहुंच मिलने में सहायता हुई है। भारतीय ईक्विटी बाजार को विदेशी संस्थागत निवेशकों के लिए खोलने और पारस्परिक निधियों की आस्ति में वृद्धि के कारण भी भारतीय शेयर बाजारों में चलनिधि में वृद्धि हुई होगी।

**7.30** व्यापार की बारंबारता के अलावा लेनदेन लागत के प्रतिनिधि के रूप में चलनिधि घर्षण रहित व्यापार से भी नापी जा सकती है। लेनदेन लागत दो प्रकार की होती है - प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष। प्रत्यक्ष लागत शुल्क, कमीशन, कर आदि जैसे व्यापार करते समय की लागत से उत्पन्न होती है। ऐसी लागतों को बाजार में प्रत्यक्ष रूप से देखा जा सकता है। इसके अतिरिक्त, 'अप्रत्यक्ष' लागतें भी होती हैं जिन्हें प्रत्यक्ष रूप से नहीं देखा जा सकता किंतु व्यापार के निष्पादन की गति और कार्यकुशलता से आंका जा सकता है। इसे किसी शेयर बाजार में लेनदेन निष्पादन की लागत या 'प्रभाव लागत' के आकलन से आंका जा सकता है जो कि लेनदेन की मात्रा के अनुसार बदलती है। चलनिधि बाजार में लेनदेन लागत (अप्रत्यक्ष) कम होती है। निफ्टी संविभाग का 50 लाख रुपए के क्रय या विक्रय की प्रभाव लागत 2002 के 0.12 प्रतिशत के स्तर से लगातार और तेजी से कम होकर 2006 में 0.08 प्रतिशत रह गई जबकि निफ्टी कनिष्ठ के 25 लाख रुपए के क्रय या विक्रय के मामले में प्रभाव लागत 2002 के 0.41 प्रतिशत के स्तर से कम होकर 2006 में 0.16 प्रतिशत रह गई (चार्ट VII.5)। इसके अलावा, प्रत्यक्ष लागत, जिसका भुगतान सहभागी को दलाल और शेयर बाजार के शुल्क और प्रतिभूति लेन देन

कर के रूप में करना होता है, के संदर्भ में भी भारत में प्रचलित प्रभार विश्व के निम्नतम में से एक है (भारत सरकार, 2005-06)। सेबी और एनसीईआर के भारतीय निवेशकों के सर्वेक्षण, 2003 के अनुसार भारतीय प्रतिभूति बाजार में लेनदेन लागत में भारी कमी आई है जो 1994 के 4.75 प्रतिशत के स्तर से 1999 में 0.60 प्रतिशत रह गई जो 0.45 प्रतिशत के वैश्विक सर्वोत्तम स्तर के करीब है। इसके अलावा, भारतीय ईक्विटी बाजार में लेनदेन लागत अमरीका और हांगकांग के बाद तीसरे क्रमांक की न्यूनतम लागत है। कुछ विकसित और उभरते बाजारों की तुलना में भारतीय शेयर बाजारों में संस्थागत निवेशकों की लेनदेन लागत न्यूनतम में से एक है।

**7.31** सभी विकसित बाजारों में शेयर बाजार बचाव का तंत्र उपलब्ध कराते हैं। जोखिम प्रबंधन के लिखत के रूप में डेरिवेटिव की लोकप्रियता बढ़ती गई है। अवरुद्ध आस्ति मूल्यों से डेरिवेटिव उत्पाद बाजार सहभागियों को मूल्य जोखिम के आंशिक या पूर्ण अंतरण में सक्षम बनाते हैं। भारत में ईक्विटी डेरिवेटिव 2000 में शुरू किए गए। तब से, भारत तुलनात्मक रूप से कम समय में आधुनिक और पारदर्शी डेरिवेटिव बाजार का निर्माण कर सका है। डेरिवेटिव बाजार में कारोबार भी तेजी से बढ़ा है, हालांकि इस व्यापार में बड़ा भाग एकल स्टॉक फ्यूचर्स में लगा हुआ है (चार्ट VII.6)। अन्य अनेक देशों में, इंडेक्स फ्यूचर्स और ऑप्शन्स सर्वाधिक लोकप्रिय डेरिवेटिव उत्पाद हैं। उन शेयरों की संख्या, जिन पर व्यक्तिगत स्टॉक डेरिवेटिव का व्यापार किया जाता है, 2001 के 31 से लगातार बढ़कर इस समय 117 हो गई है जिससे चलनिधि और बाजार की कार्यकुशलता नीचे उतरकर अधिक स्टॉकों तक पहुंची है।



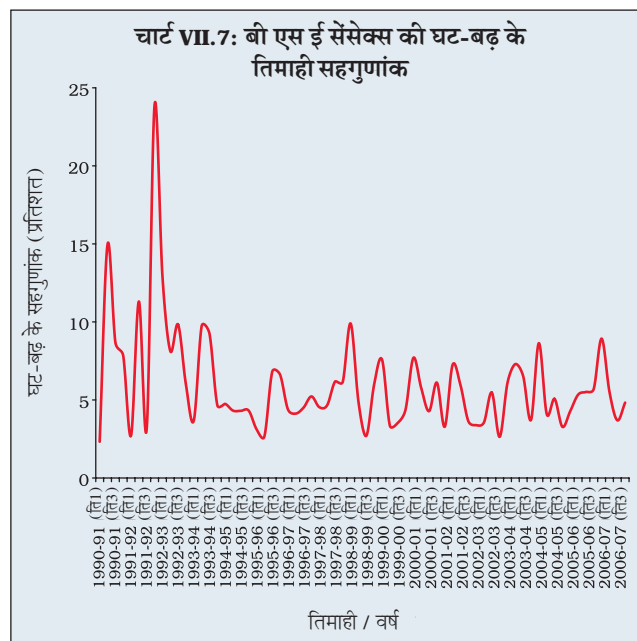
7.32 शेयर बाजारों के वैश्विक महासंघ के अनुसार, 2006 में एकल स्टॉक फ्यूचर्स के व्यापार का अगुआ एनएसई था जबकि इंडेक्स फ्यूचर्स के व्यापार में एनएसई चौथे स्थान पर था (सारणी 7.2)।

**सारणी 7.2: विश्व के शीर्षस्थ पांच ईक्विटी डेरिवेटिव बाजार - 2006**

क. एकल स्टॉक फ्यूचर्स कॉन्ट्रैक्ट्स		
बाजार	संविदाओं की संख्या	स्थान
नेशनल स्टॉक एक्सचेंज, भारत	100,430,505	1
जकार्ता स्टॉक एक्सचेंज, इंडोनेशिया	69,663,332	2
यूरेक्स	35,589,089	3
यूरोनेक्स्ट. लिफ़ी	29,515,726	4
बी एम ई स्पेनिश एक्सचेंज	21,120,621	5
ख. स्टॉक इंडेक्स फ्यूचर्स कॉन्ट्रैक्ट्स		
बाजार	संविदाओं की संख्या	स्थान
शिकागो मर्कन्टाइल एक्सचेंज	470,180,198	1
यूरेक्स	270,134,951	2
यूरोनेक्स्ट. लिफ़ी	72,135,006	3
नेशनल स्टॉक एक्सचेंज, भारत	70,286,258	4
कोरिया स्टॉक एक्सचेंज	46,562,881	5

स्रोत : वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंजेज ।

7.33 बाजार की मजबूत रूपरेखा के कारण भारतीय शेयर बाजार कम अस्थिर हैं। यह शेयरों की कीमतों में अस्थिरता में तेज गिरावट से देखा गया (चार्ट VII.7)। शेयर बाजार के स्तर में जोखिम प्रबंधन प्रथाओं की मजबूती भी स्पष्ट थी क्योंकि शेयर बाजार 17 मई 2004 और 22 मई



2006 को शेयरों की कीमतों में अस्थिरता के प्रभाव को वित्तीय बाजारों में बिना किसी विघटन के नियंत्रित करने में सक्षम थे।

7.34 तथापि, भारतीय ईक्विटी बाजार अमरीका, सिंगापुर और मलेशिया जैसे कुछ अन्य बाजारों की तुलना में कुछ अधिक अस्थिर रहा है (सारणी 7.3)।

7.35 भारत में समाशोधन और निपटान तंत्र में भी उल्लेखनीय सुधार हुआ है। 100 में से, जो कि निपटान का बेंचमार्क है और जो एक समय अंतराल में निपटान निष्पादन के विकास का पता लगाने का साधन उपलब्ध

**सारणी 7.3: चुनिंदा वैश्विक शेयर बाजारों में घट - बढ़**

वर्ष	अमरीका	यूके	हांग कांग	सिंगापुर	मलेशिया	ब्राजील	मेक्सिको	जापान	भारत
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1992	0.6	1.0	1.4	0.9	0.8	7.0	1.6	-	3.3
1993	0.5	0.6	1.4	0.8	1.1	3.4	1.3	1.2	1.8
1994	0.6	0.8	1.9	1.3	1.8	3.9	1.8	0.9	1.4
1995	0.5	0.6	1.3	1.0	1.1	3.4	2.3	1.2	1.3
1996	0.7	0.6	1.1	0.8	0.8	1.4	1.2	0.8	1.5
1997	1.1	1.0	2.5	1.5	2.4	3.0	1.8	0.4	1.6
1998	1.3	1.3	2.8	2.5	3.2	3.5	2.3	1.4	1.9
1999	1.1	1.1	1.7	1.5	1.8	2.9	1.9	1.2	1.8
2000	1.4	1.2	2.0	1.5	1.4	2.0	2.2	1.4	2.2
2001	1.4	1.4	1.8	1.5	1.3	2.1	1.5	1.6	1.7
2002	1.6	1.7	1.2	1.0	0.8	1.9	1.4	1.4	1.1
2003	1.1	1.2	1.1	1.2	0.7	2.1	1.1	1.4	1.2
2004	0.7	0.7	1.0	0.8	0.7	1.8	0.9	1.0	1.6
2005	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	1.6	1.1	0.8	1.1

स्रोत : भारतीय प्रतिभूति बाजार पर सांख्यिकी पुस्तिका, 2006, सेबी ।



कराता है, 1994 के 8.3 से सुधरकर 2004 में 93.1 हो गया। सेफकीपिंग बेंचमार्क जो लाभांश और ब्याज संकलन, कंपनी कार्रवाई की स्थिति में अधिकार रक्षा के संदर्भ में बाजार की कार्यकुशलता उपलब्ध कराता है, 1994 के 71.8 से बढ़कर 2004 में 91.8 हो गया। परिचालन जोखिम बेंचमार्क, जो निपटान और सेफकीपिंग बेंचमार्क तथा जी 30 सिफारिशों के अनुसरण में अनुपालन स्तर जैसे अन्य परिचालनीय कारक, बाजार के विनियामक और कानूनी ढांचे की जटिलता और प्रभावशीलता और प्रतिपक्षी जोखिम को ध्यान में लेता है, 1994 के 100 में से 28.0 से सुधरकर 2004 में 67.2 हो गया (एनएसई, 2005)।

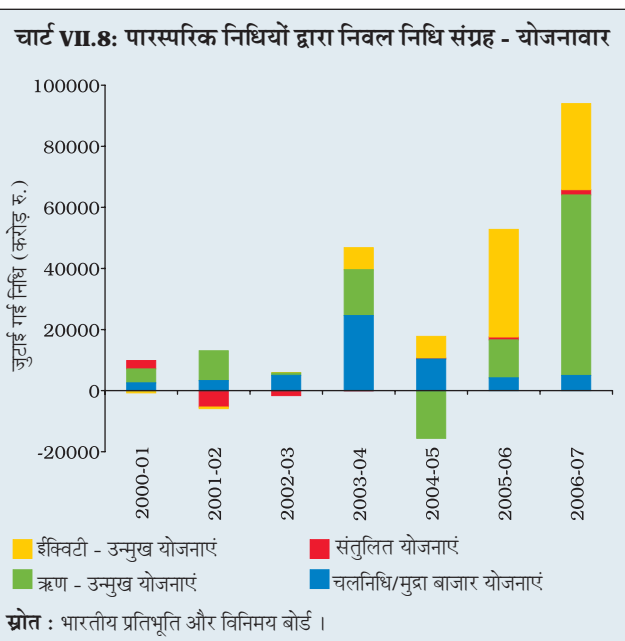
**7.36** व्यापार और निपटान की बुनियादी सुविधाओं, जोखिम प्रबंधन प्रणाली, अस्थिरता पर नियंत्रण और चलनिधि की स्थिति में उल्लेखनीय सुधार के बावजूद भारतीय पूंजी बाजार (ईक्विटी और ऋण) की भूमिका कम महत्वपूर्ण बनी रही जैसा कि पूंजी बाजार के साधनों और कंपनियों द्वारा जुटाए गए संसाधनों के रूप में बचत से देखा गया। शेयरों और डिबेंचरों तथा पारस्परिक निधि के यूनिटों के रूप में बचत कम स्तर पर बनी रही जिसका अपवाद 1990-91 से 1994-95 की अवधि थी जब वह तुलनात्मक रूप से अधिक थी। इस बात पर ध्यान देना भी महत्वपूर्ण है कि पूंजी बाजार के लिखतों (शेयर, डिबेंचर और पारस्परिक निधियों के यूनिट) में बचत का अंश 1980 के दशक और 1990 के दशक की तुलना में 2000-01 से 2005-06 के दौरान कम था (सारणी 7.4)।

**7.37** पारस्परिक निधि क्षेत्र को निजी क्षेत्र के लिए खोल देने से प्रतिस्पर्धा बढ़ गई। पारस्परिक निधि क्षेत्र यूटीआइ की अव्यवस्था के प्रतिकूल प्रभाव से बाहर निकला और उसने अच्छी मात्रा में निधि को आकर्षित करना शुरू कर दिया। पारस्परिक निधियों की बढ़ती लोकप्रियता को उनके द्वारा जुटाई गई निवल निधि (शोधन छोड़कर) में वृद्धि से स्पष्ट रूप से देखा जा सकता है (चार्ट VII.8)। पिछले दो वर्षों से शेयर बाजार में रही तेजी से

पारस्परिक निधियां निधि के नए प्रवाह को आकर्षित करने योग्य हो गईं। हाल के वर्षों में ईक्विटी उन्मुख योजनाओं का हिस्सा बढ़ने के बावजूद पारस्परिक निधियों द्वारा जुटाई गई निधि चलनिधि/ मुद्रा बाजार की योजनाओं के माध्यम से आई थी जो बहुत से निवेशकों द्वारा अल्पावधि तौर पर निवेश करने का आकर्षक साधन बने रहे थे।

**7.38** निधि के भारी जुटाव और मजबूत शेयर बाजारों के कारण पारस्परिक निधि के प्रबंधन के अंतर्गत की आस्तियों में पिछले दो वर्षों में तेज वृद्धि हुई (चार्ट VII.9)।

**7.39** हाल के वर्षों में भारी निधि जुटाव के बावजूद भारत में पारस्परिक निधि उद्योग का विस्तार कुछ उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भी बहुत कम था (चार्ट VII.10)।



**सारणी 7.4: भारत में घरेलू क्षेत्र की सकल वित्तीय बचत में विभिन्न लिखतों का हिस्सा**

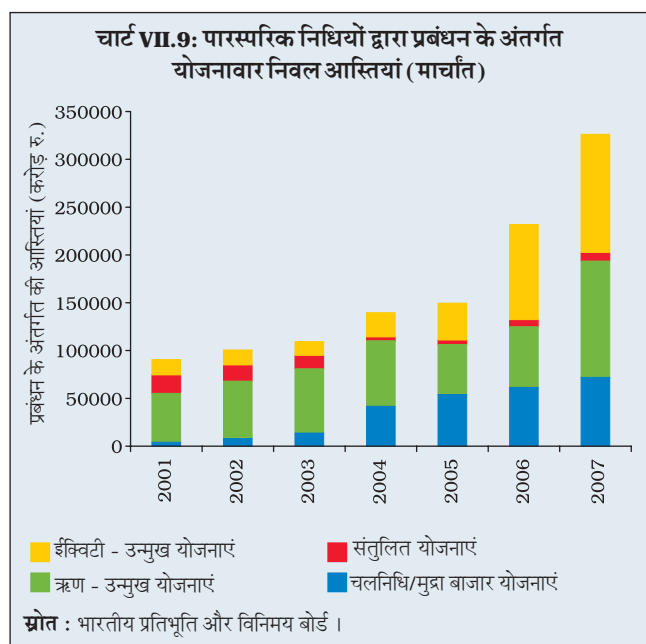
अवधि	मुद्रा	बैंक और बैंकतर जमाराशि	बीमा, भ.नि., व्यापार ऋण	यूटीआई के यूनिट	सरकार पर दावे	शेयर और डिबेंचर @
1970-71 से 1979-80	13.9	48.6	31.3	0.5	4.2	1.5
1980-81 से 1989-90	11.9	45.0	25.9	2.2	11.1	3.9
1990-91 से 1994-95	10.8	39.6	25.5	6.6	8.1	9.4
1995-96 से 1999-00	9.7	43.4	30.5	0.9	10.8	4.7
2000-01 से 2005-06	8.9	40.9	29.0	-0.8	18.8	3.2

@ : इसमें ऋण/ऋणेतार समितियों, सार्वजनिक क्षेत्र के बांडों के शेयरों और डिबेंचरों में निवेश और पारस्परिक निधियों (यूटीआइ छोड़कर) में निवेश शामिल हैं।

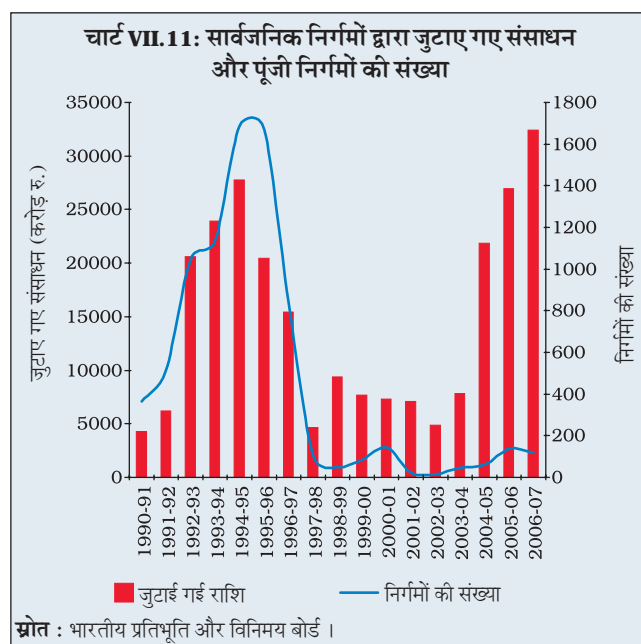
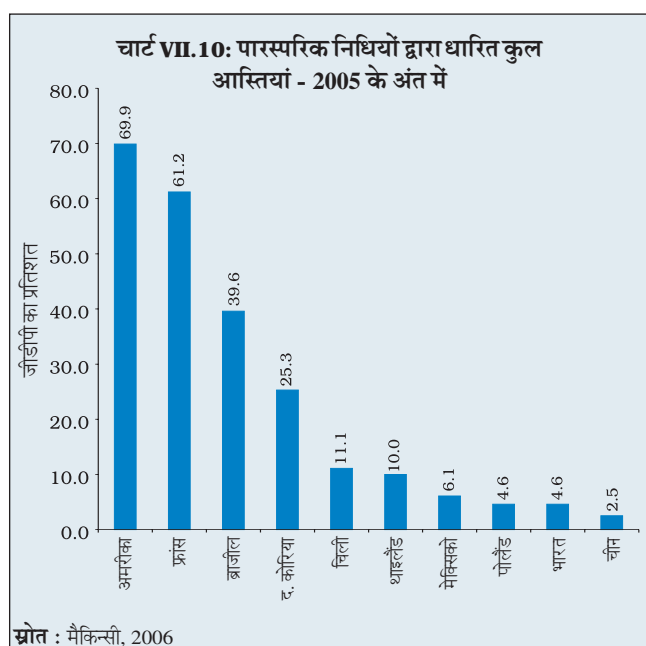
टिप्पणी : वर्ष 2004-05 के सकल वित्तीय बचत के आंकड़े नए आधार, अर्थात् 1999-2000, पर हैं।

स्रोत : भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी पुस्तिका, 2005-06, भारिबैं।

## ईक्विटी और कंपनी ऋण बाजार

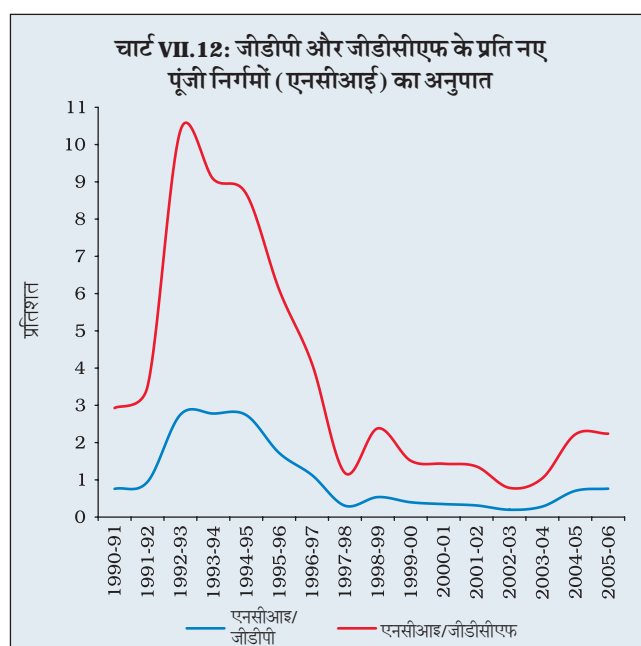


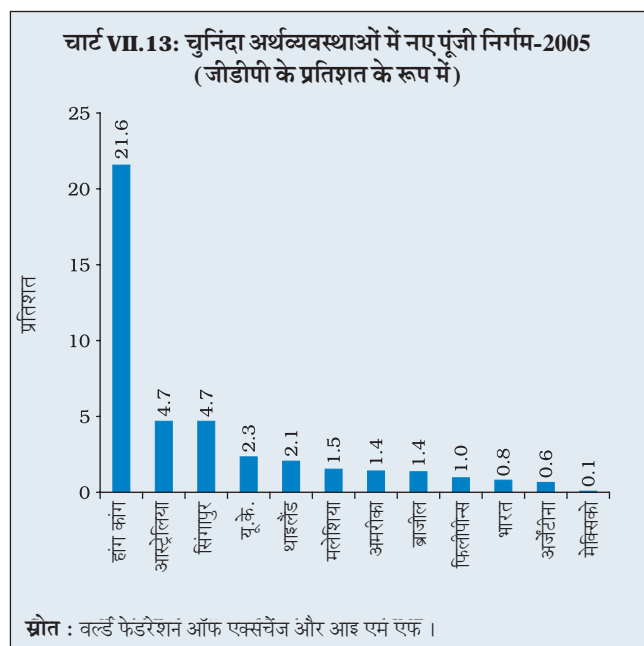
7.40 सार्वजनिक निर्गम के माध्यम से प्राथमिक पूंजी बाजार से संसाधन जुटाव 1994-95 के दौरान शीर्ष पर पहुंचकर बाद के वर्षों में कम हो गया (चार्ट VII.11)। संसाधन जुटाव में 2003-04 से 2005-06 के दौरान तेजी आ गई थी, किंतु 2005-06 में सकल घरेलू पूंजी निर्माण और जीडीपी के प्रतिशत के रूप में संसाधन जुटाव 1990-91 की तुलना में कम ही था (चार्ट VII.12)। यह इस तथ्य के बावजूद था कि पिछले तीन वर्षों में औद्योगिक क्षेत्र में उछाल की स्थिति थी और उसमें भारी मात्रा में पूंजी जुड़ गई थी।



7.41 भारत में प्राथमिक बाजार की व्याप्ति हांगकांग, आस्ट्रेलिया, यू.के., यूएस और सिंगापुर जैसी विकसित और थाइलैंड, मलेशिया, ब्राजील और फिलीपीन्स जैसी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भी बहुत कम रही है (चार्ट VII.13)।

7.42 सार्वजनिक निर्गम खंड में तुलनात्मक गिरावट का कारण चार मुख्य कारक कहे जा सकते हैं : (i) प्रवेश और प्रकटीकरण मानदंड कड़े करना; (ii) कंपनियों द्वारा निधि की आंतरिक उत्पत्ति पर अधिक निर्भर





रहना; (iii) कंपनियों द्वारा अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों से संसाधन जुटाना; और (iv) निजी स्थानन बाजार उभरना।

7.43 1990 के दशक की शुरुआत में, औद्योगिक क्षेत्र के उदारीकरण और पूंजी निर्गमों के मुक्त मूल्य निर्धारण से संसाधन जुटाने के लिए प्राथमिक पूंजी बाजार का सहारा लेने वाली कंपनियों की संख्या बढ़ गई। अनेक कंपनियों ने ऊंचा प्रीमियम लगाया जो उनके मूलतत्वों से न्यायोचित नहीं था। साथ ही, पूंजी बाजार से संसाधन जुटाने के बाद कई कंपनियां लापता हो गईं। अतः, सेबी ने नए निर्गम बाजार में प्रवेश करने और अपने निर्गमों के मूल्य बेरोक तय करने के निर्गमकर्ताओं के अधिकार बनाए रखते हुए सार्वजनिक निर्गमों संबंधी मानदंड कड़े किए। सार्वजनिक निर्गम निकालने वाली कंपनियों के लिए प्रकटीकरण मानदंड कड़े किए गए ताकि निवेशकों के हितों की रक्षा के स्तर में सुधार किया जा सके। सेबी द्वारा निर्धारित प्रवेश बिंदु प्रतिबंधों और प्रकटीकरण मानदंडों से नई कंपनियों के लिए बिना व्यवस्थित ट्रैक रेकार्ड के सार्वजनिक निर्गम बाजार में पहुंच पाना कठिन हो गया। जहां इससे बाजार में आनेवाली प्रतिभूतियों की गुणवत्ता सुधरने में सहायता हुई, वहीं इसके कारण निर्गमों की संख्या और बाजार से जुटाई जानेवाली राशि में कमी आई। इस अवधि में विभिन्न क्षेत्रों में निवेश गतिविधियां भी कम हुईं। विशेष रूप से, निजी कंपनी क्षेत्र से होने वाले निजी निवेश की गति 1990 के दशक के उत्तरार्ध में कम हो गई जिसका कारण इस क्षेत्र की बचत में गिरावट और बुनियादी सुविधाओं में सार्वजनिक निवेश में कमी थी। निवेश वातावरण कमजोर हो जाने से भी निधि के लिए प्राथमिक पूंजी बाजार में जाने वाली कंपनियों की

संख्या में भारी गिरावट आई। प्राथमिक बाजार की गतिविधियों में मंदी आने का कारण अनुषंगी बाजार की स्थिति में मंदी रहना भी कहा जा सकता है।

7.44 1990 के दशक के उत्तरार्ध के दौरान और उसके बाद भारतीय कंपनी क्षेत्र द्वारा निवेश के वित्तपोषण के तरीके में भी बदलाव आया। कंपनियां निधि के आंतरिक स्रोतों पर बहुत अधिक निर्भर हुईं और 2000-01 से 2004-05 के दौरान इसका अंश 60.7 प्रतिशत था जोकि 1990-91 से 1994-95 के दौरान 29.9 प्रतिशत था। तथापि, बाह्य स्रोतों में डिबेंचरों के माध्यम से और एफआइ से उधार, ईक्विटी पूंजी का हिस्सा तेजी से कम हो गया, वहीं बैंकों से उधार का हिस्सा तेजी से बढ़ गया (सारणी 7.5)।

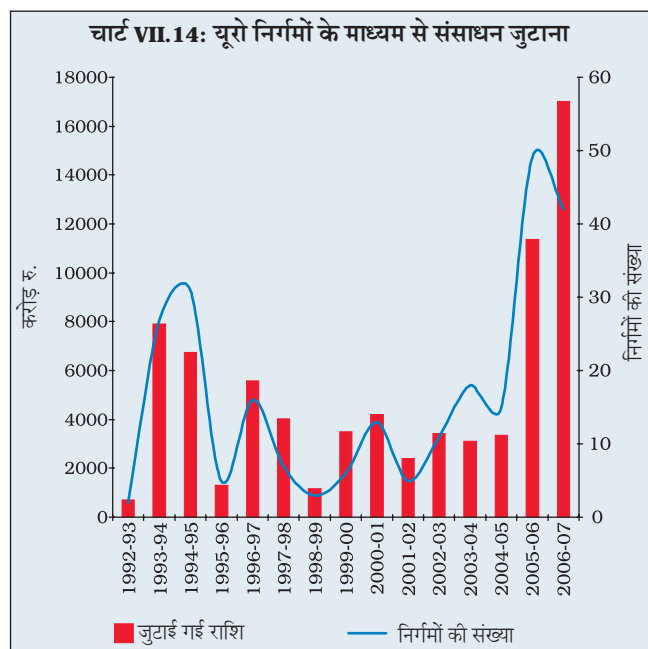
7.45 भारतीय कंपनियों को 1990 के दशक के प्रारंभ में एडीआर/जीडीआर, एफसीसीबी और बाह्य वाणिज्यिक उधारों के माध्यम से अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों से निधि जुटाने की अनुमति दी गई। इससे कंपनियों के लिए उपलब्ध वित्तीयन के विकल्प बढ़ गए जिससे वे अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों से, विशेषतः हाल की अवधि में, संसाधन जुटाने योग्य हो गए (चार्ट VII.14)।

### सारणी 7.5: भारतीय कंपनियों की निधियों के स्रोतों का स्वरूप

(कुल में प्रतिशत)

मद	1985-86 से 1989-90	1990-91 से 1994-95	1995-96 से 1999-2000	2000-01 से 2004-05
1. आंतरिक स्रोत	31.9	29.9	37.1	60.7
2. बाह्य स्रोत जिनमें से :	68.1	70.1	62.9	39.3
क) ईक्विटी पूंजी	7.2	18.8	13.0	9.9
ख) उधार जिनमें से :	37.9	32.7	35.9	11.5
(i) डिबेंचर	11.0	7.1	5.6	-1.3
(ii) बैंकों से	13.6	8.2	12.3	18.4
(iii) वित्तीय संस्थाओं से	8.7	10.3	9.0	-1.8
ग) व्यापार और अन्य चालू देयताएं	22.8	18.4	13.7	17.3
<b>कुल</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>ज्ञापन:</b>				
(i) पूंजी बाजार से संबंधित लिखतों का हिस्सा (डिबेंचर और ईक्विटी पूंजी)	18.2	26.0	18.6	8.6
(ii) वित्तीय मध्यस्थों का हिस्सा (बैंकों और वित्तीय संस्थाओं से उधार)	22.2	18.3	21.3	16.6
(iii) ऋण-ईक्विटी अनुपात	88.4	85.5	65.2	61.6
<b>टिप्पणी</b> :	आंकड़े गैर सरकारी गैर वित्तीय सार्वजनिक लिमिटेड कंपनियों के नमूने से संबंधित हैं।			
<b>स्रोत</b> :	'सार्वजनिक लिमिटेड कंपनियों के वित्त' पर लेख, भारिबैं बुलेटिन (विभिन्न अंक)।			

## ईक्विटी और कंपनी ऋण बाजार

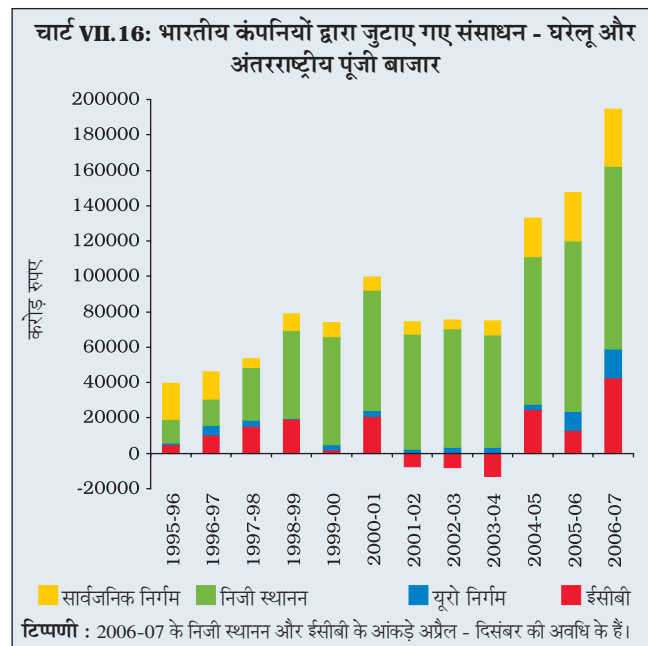
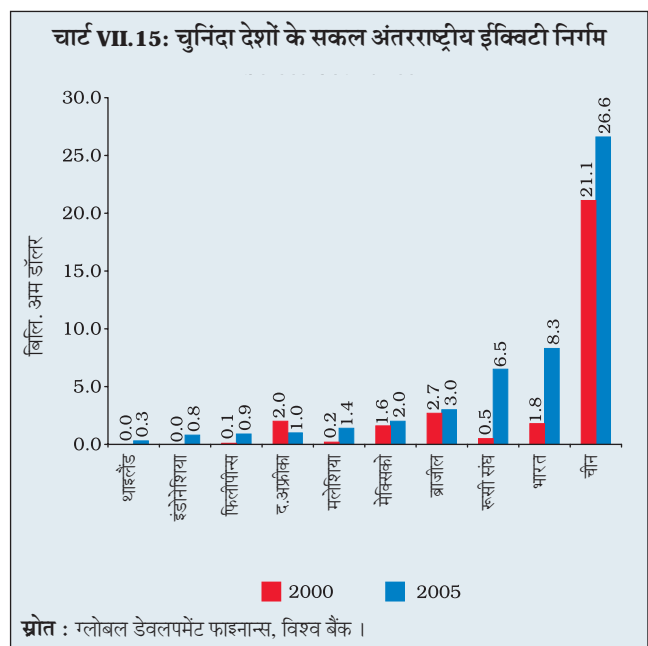


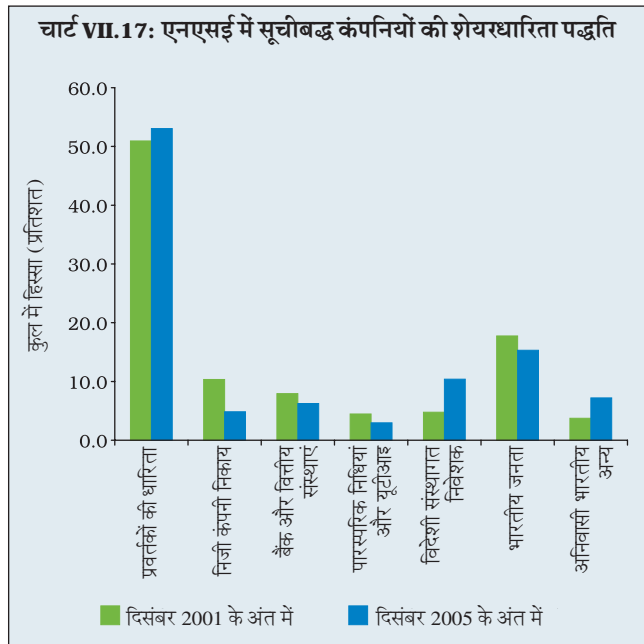
7.46 भारतीय कंपनियों द्वारा अंतरराष्ट्रीय ईक्विटी निर्गमों में 2000 और 2005 के बीच तेज वृद्धि हुई और वे उभरते अनेक बाजारों की कंपनियों की तुलना में उल्लेखनीय रूप से अधिक थे (चार्ट VII.15)।

7.47 1990 के दशक के मध्य में निजी स्थानन बाजार भी उभरा। निर्गम की आसानी और लचीलेपन ने इस खंड को कंपनियों के लिए आकर्षक बना दिया। दीर्घावधि ऋण प्रतिभूतियों को स्थिर ब्याज दर पर जारी करने की इच्छुक मध्यम आकार की कंपनियों ने निजी स्थानन बाजार को वरीयता दी। इनमें से कुछ कंपनियां बाजार में नए प्रवेश वाली हो सकती हैं जो पिछले

निष्पादन के ट्रेक रेकार्ड के अभाव में सार्वजनिक निर्गम जारी नहीं कर सकी होंगी। तथापि, अनेक बार बड़े आकार वाली कंपनियों ने भी निजी स्थानन बाजार में प्रतिभूतियां जारी करने को अधिमान दिया। निजी स्थानन का एक बड़ा फायदा सटीक स्वरूपीय लेनदेन होते हैं जो दो पक्षों के लिए उपयुक्त होते हैं। निधि को तुरंत जुटाने की इच्छा रखने वाली अनेक कंपनियां भी निजी स्थानन को अधिमान दे सकती हैं। निजी स्थानन बाजार से जुटाए गए संसाधन 1995-96 के 13,361 करोड़ रुपए से बढ़कर 2005-06 में 96,369 करोड़ रुपए हो गए (ब्योरा खंड III में दिया गया है)। वर्तमान में, निजी स्थानन बाजार का आकार सार्वजनिक निर्गम बाजार के तीन गुना से भी अधिक होने का अनुमान है (चार्ट VII.16)। निजी स्थानन बाजार कम लागत वाला और कम समय लगने वाला होने के बावजूद इसमें पारदर्शिता की कमी है। इससे खुदरा निवेशक भी पूंजी बाजार में सहभागी होने से वंचित रह जाते हैं।

7.48 भारत में 2001 और 2005 के बीच के शेयर धारण के स्वरूप के उपलब्ध डाटा से पता चलता है कि प्रवर्तकों ने कंपनी की ईक्विटी का बड़ा भाग अपने पास रखना जारी रखा है। वस्तुतः, प्रवर्तकों का हिस्सा पिछली अवधि में कुछ बढ़ गया है। विदेशी संस्थागत निवेशकों/अनिवासी भारतीयों द्वारा धारित ईक्विटी का हिस्सा भी बढ़ गया। दूसरी ओर, पारस्परिक निधियों, बैंकों / वित्तीय संस्थाओं भारतीय जनता द्वारा धारित ईक्विटी का हिस्सा कम हो गया (चार्ट VII.17)। संकेंद्रित स्वामित्व से ईक्विटी बाजार के विकास से होने वाले लाभ का व्यापक वितरण नहीं हो पाता। प्रवर्तकों और कंपनी निकायों के बीच स्वामित्व के संकेंद्रण (क्रॉस होल्डिंग के माध्यम से) से भी कंपनी संचालन का ढांचा और अल्पसंख्यक शेयर धारकों के अधिकारों की रक्षा प्रभावित होती है।





**7.49** सारांशतः, भारतीय पूंजी बाजार बुनियादी सुविधाओं और व्यापार तथा निपटान प्रथाओं के संदर्भ में आधुनिक हो गया है। पूंजी बाजार भी सुधार प्रक्रिया शुरू होने से पहले की स्थिति की तुलना में अधिक सुरक्षित हो गया है। भारत में अनुषंगी पूंजी बाजार भी गहन और चलनिधि युक्त हो गया है। लेनदेन लागत घट गई है और कार्यकुशलता तथा पारदर्शिता बढ़ गई है। तथापि, देश में पूंजी निर्माण में घरेलू पूंजी बाजार, पारस्परिक निधियों के माध्यम से प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष दोनों तरह से, लगातार कम महत्वपूर्ण बना रहा है। विशेष रूप से, पूंजी बाजार का सार्वजनिक निर्गम खंड छोटा बना रहा है। इतना ही नहीं, यह पिछले 15 वर्षों में सिकुड़ भी गया है।

### आस्ति मूल्य और धन का प्रभाव

**7.50** संसाधन जुटाव और विनियोजन कार्यकुशलता में सुधार के माध्यम से वृद्धि की प्रक्रिया में महत्वपूर्ण भूमिका निभाने के अलावा शेयर बाजार उपभोग पर और अंततः कुल मांग पर अपने प्रभाव के माध्यम से आर्थिक वृद्धि में अप्रत्यक्ष रूप से सहायता करता है। हाल के वर्षों में आर्थिक एजेंटों की वित्तीय स्थिति में गहनता आ गई है जिसका कारण है आय से संबंधित वित्तीय आस्तियों और देयताओं में वृद्धि और आस्तियों की धारणा में वृद्धि जिनके प्रतिफल बाजार से सीधे जुड़े हुए हैं। स्थावर संपदा और ईक्विटी के रूप में बाजार संबद्ध आस्तियां घरेलू और फर्मों की धन कार्यशीलता में महत्वपूर्ण मुद्दा बन गई हैं। धन का बड़ा हिस्सा बाजार संबद्ध आस्तियों में धारित रखने की प्रवृत्ति ने व्यय निर्णयों की संवेदनशीलता बढ़ा दी है। अतः, इन आस्तियों में मूल-गतिविधियों से मौद्रिक नीति पर सक्रिय प्रभाव के साथ उपभोग में प्रत्यक्ष बदलाव हो सकता है।

**7.51** प्रायोगिक अध्ययनों ने यह दर्शाया है कि मूल्य में भारी बदलाव का उपभोग और बचत पर भारी धन प्रभाव हो सकता है। लुडविग और स्लोक (2002) ने 16 ओईसीडी देशों से पैनल डाटा लिया और यह निष्कर्ष निकाला कि शेयर बाजार के धन का निजी उपभोग पर दीर्घावधि महत्वपूर्ण प्रभाव होता है। उन्होंने शेयर बाजार धन में बदलाव से उपभोग में बदलाव के रूप में अंतरण के पांच माध्यमों को अलग किया है। एक, यदि उपभोक्ता की शेयर धारिता का मूल्य बढ़ता है और उपभोक्ता अपना लाभ ले लेता है तो उपभोग में वृद्धि होगी। इसे लिया गया धन प्रभाव कहते हैं। दो, शेयरों के मूल्यों में वृद्धि का प्रत्याशा-प्रभाव भी हो सकता है जहां पेंशन खाते और अन्य अवरुद्ध खातों में स्टॉक के मूल्य में वृद्धि होती है। उपभोक्ता इन लाभों को तभी प्राप्त नहीं कर सकते किंतु इससे भविष्य में आय और धन अधिक होने की प्रत्याशा से वर्तमान उपभोग बढ़ जाता है। इसे प्राप्त न किया गया धन प्रभाव कहते हैं। तीन, शेयर बाजार के मूल्यों में वृद्धि से निवेशकों के संविभाग में वृद्धि होती है। परिणामस्वरूप, इस संविभाग के मूल्य के प्रति उधार से उपभोक्ता द्वारा उपभोग बढ़ जाता है। यह चलनिधि रोक प्रभाव कहलाता है। चार, शेयरों के मूल्य में वृद्धि होने से शेयर विकल्प के मूल्य में वृद्धि होने के परिणाम स्वरूप शेयर विकल्प स्वामियों द्वारा उपभोग बढ़ सकता है। यह वृद्धि इस बात से स्वतंत्र हो सकती है कि लाभ प्राप्त किया गया है या नहीं। यह स्टॉक विकल्प मूल्य प्रभाव कहलाता है। पांच, शेयर बाजार में सहभागी न होने वाला घरेलू उपभोग शेयर बाजार के मूल्य से अप्रत्यक्ष रूप से प्रभावित हो सकता है। आस्ति मूल्यों में वास्तविक बदलते घटकों की भावी गतिविधियों की जानकारी होती है (क्रिस्टोफर्सन और स्लोक, 2000)। अतः, शेयर-मूल्यों में गिरावट से भावी आय के संबंध में अनिश्चय बढ़ता है अर्थात् उपभोक्ता विश्वास में कमी आती है जिससे टिकाऊ उपभोग में कमी आती है (रोमर, 1990)। यह अप्रत्यक्ष प्रभाव होता है।

**7.52** उपभोग पर शेयर मूल्यों में परिवर्तन का प्रभाव बैंक आधारित वित्तीय प्रणालियों वाली अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में बाजार आधारित वित्तीय प्रणालियों पर अधिक होता है। इसके अलावा, शेयर बाजारों से उपभोग तक का यह प्रभाव दोनों प्रकार के देशों में बढ़ गया है। आवास मूल्यों का उपभोग पर प्रभाव अस्पष्ट होता है, वहीं धन प्रभाव समय-अंतराल में अधिक महत्वपूर्ण हो गया है।

**7.53** शेयर मूल्यों का उपभोग पर प्रभाव अमरीका में अधिक दिखता है जहां अधिकांश अनुमान निवल शेयर बाजार धन संबंधी उपभोग व्यय का लचीलापन 0.03 से 0.07 के दायरे में है। इसके विपरीत, अध्ययनों में यह देखा गया कि फ्रांस और इटली में निजी उपभोग पर शेयर मूल्यों का कोई खास प्रभाव नहीं पड़ता। कनाडा, जर्मनी, जापान, नीदरलैंड और यू के में ये प्रभाव उल्लेखनीय हैं किंतु अमरीका की तुलना में कम है। यह

इस बात का द्योतक है कि अमरीका की तुलना में इन देशों में अन्य वित्तीय आस्तियों की अपेक्षा शेयर स्वामित्व का हिस्सा कम है और साथ ही यूरोप महाद्वीप में घरेलू स्तर पर शेयर स्वामित्व का वितरण अधिक संकेंद्रित है। स्थावर संपदा के मूल्यों में परिवर्तन का उपभोग पर प्रभाग यूरोपीय संघ के देशों में अधिक देखा गया। स्थावर संपदा की बढ़ती कीमतें उपभोग को न केवल उच्चतर वसूलीकृत गृह मूल्यों के माध्यम से, बल्कि मॉरगेज के पुनर्वित्त की घरेलू योग्यता या रिवर्स मॉरगेज के उपयोग के माध्यम से प्रभावित कर सकती हैं (आइएमएफ, 2000)। तथापि, भारतीय संदर्भ में, धन प्रभाव सीमित है क्योंकि शेयरों में बचत का घरेलू क्षेत्र का हिस्सा बहुत कम है, अर्थात् 2005-06 में यह लगभग 5 प्रतिशत था। घरेलू क्षेत्र अपना संविभाग ईक्विटी में बांटकर रखता है, अतः धन प्रभाव अधिक महत्वपूर्ण बनने से मौद्रिक अंतरण का आस्ति मूल्य माध्यम मजबूत बन सकता है।

## II. निजी कंपनी ऋण बाजार

7.54 निजी कंपनी ऋण बाजार कंपनियों को दीर्घावधि संसाधनों के वैकल्पिक साधन (बैंकों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा वित्तपोषण के विकल्प) उपलब्ध कराता है। निजी कंपनी ऋण बाजार का आकार और वृद्धि कंपनियों के वित्तपोषण स्वरूप सहित अनेक कारकों पर निर्भर होती है। वित्तपोषण के बाजार आधारित स्रोतों में जहां ईक्विटी बाजारों का काफी विकास हुआ है, वहीं अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में कंपनी बांड बाजार तुलनात्मक रूप से अल्प विकसित रहे हैं। इसका कारण बैंकिंग प्रणाली का प्रभुत्व और बाजार की बुनियादी संरचना की कमजोरी तथा आंतरिक जटिलताएं हैं। किंतु, 1990 के दशक के मध्य के एशियाई वित्तीय संकट के बाद की ऋण की तंगी ने किसी अर्थव्यवस्था में वित्तपोषण के बहुविध माध्यमों के महत्व की ओर नीति निर्माताओं का ध्यान आकर्षित किया। बैंकों के अलावा, वित्त के वैकल्पिक स्रोतों को सक्रियता से विकसित करने की आवश्यकता है ताकि निवेश और आर्थिक वृद्धि के उच्च स्तर को सहायता मिल सके। अतः, कंपनी ऋण बाजार का विकास विकासशील देशों में नियामकों की चिंता का मुख्य विषय बन गया है।

7.55 अन्य अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं जैसे ही, भारत में भी कंपनियां उनके निवेशों के वित्तपोषण के लिए पारंपरिक रूप से बैंकों और वित्तीय कंपनियों से उधार लेने पर बहुत अधिक निर्भर रही हैं। ईक्विटी वित्तपोषण को भी उपयोग में लाया गया था किंतु यह कार्य बढ़ते ईक्विटी मूल्यों की अवधि में किया गया था। तथापि, कंपनियों द्वारा बांड निर्गम मात्रा और विस्तार की दृष्टि से सीमित ही बना रहा। निधीयन की भारी आवश्यकता को देखते हुए, विशेष रूप से बुनियादी संरचना की दीर्घावधि परियोजनाओं के लिए, निजी कंपनी ऋण बाजार को महत्वपूर्ण भूमिका निभानी है और आवश्यकताएं पूरी करनी हैं।

## कंपनी ऋण बाजार का महत्व

7.56 किसी भी देश में, विकास के विभिन्न चरणों में कंपनियों के सामने विभिन्न प्रकार के वित्तपोषण के विकल्प होते हैं। फर्मों के वित्तपोषण के स्वरूप में भौगोलिक और अस्थायी भिन्नता होती है जो पूंजी के विभिन्न प्रकारों की आपूर्ति और उनकी लागत की भिन्नता, विनियामक नीतियां और वित्तपोषणीय नवोन्मेष दर्शाती है। कुछ अध्ययनों में यह पाया गया है कि जहां विकसित देश वित्त के बाजार आधारित स्रोतों पर अधिक निर्भर होते हैं, वहीं विकासशील देश बैंक आधारित स्रोतों पर अधिक निर्भर होते हैं। निवेशकों द्वारा कंपनियों की पूंजी आवश्यकता के प्रत्यक्ष वित्तपोषण के लिए कंपनी बांड बाजार का विकास, विशेष रूप से उदार वित्तीय प्रणाली में, अति महत्वपूर्ण है, (शककिबरा, 2001)। विकासशील देशों की दृष्टि से तरल कंपनी बांड बाजार आर्थिक विकास की सहायता में महत्वपूर्ण भूमिका निभा सकता है क्योंकि यह कंपनी क्षेत्र की दीर्घावधि पूंजी निवेश की मांग पूरी करने में और आस्ति निर्माण में बैंकिंग प्रणाली का सहायक होता है। ईक्विटी बाजार की अस्थिरता की स्थिति में यह वित्त का स्थिर स्रोत उपलब्ध कराता है। इसके अलावा, विशिष्ट वित्तीय संस्थाओं की भूमिका कम हो जाने से अब इस बात की आवश्यकता अधिक महसूस की जा रही है कि वित्त के वैकल्पिक स्रोत के रूप में एक सुविकसित कंपनी ऋण बाजार होना चाहिए। कंपनी बांड बाजार अवधिपूर्णता और मुद्रा में तालमेल की कमी की जोखिम कम करने के लिए आस्ति और देयता प्रोफाइल को स्वरूपबद्ध करके फर्मों की समग्र पूंजी लागत कम करने में मदद कर सकता है। ऋण संस्कृति और बाजार अनुशासन के पोषण के लिए निजी कंपनी बांड बाजार महत्वपूर्ण होता है। एक बेहतर रूप से कार्यरत बांड बाजार से ऋण जोखिम का कार्यकुशल मूल्यन हो सकता है क्योंकि बांड बाजार के सभी सहभागियों की अपेक्षाएं बांड मूल्यों में समाहित होती हैं।

7.57 अनेक एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में बैंक पारंपरिक रूप से वित्तीय मध्यस्थों की भूमिका निभा रहे हैं। 1997 के पूर्वी एशियाई संकट ने दुर्बल बैंकिंग प्रणाली की सीमाएं रेखांकित कर दीं। बैंकिंग प्रणाली की प्राथमिक भूमिका अल्पावधि के संदर्भ में उत्पादन के वित्तपोषण के लिए आवश्यक चलनिधि निर्माण करने तथा बनाए रखने की है। इस संकट ने दिखा दिया कि ऋण वित्तपोषण के लिए बैंक उधार पर अति निर्भरता से अर्थव्यवस्था बैंकिंग प्रणाली की असफलता की दृष्टि से असुरक्षित हो जाती है। अतः, बैंकिंग प्रणालियां अर्थव्यवस्था को बाह्य आघातों के प्रति असुरक्षित बनाए बिना दीर्घावधि निवेश पूंजी का एकमात्र स्रोत नहीं हो सकतीं। वित्तीय परेशानी की स्थिति में, जब बैंकिंग क्षेत्र असुरक्षित होता है, कंपनी बांड बाजार ऋण और निवेश जोखिमों में बंटवारे के माध्यम से आघातों और प्रणालीगत जोखिम के प्रति समष्टि आर्थिक असुरक्षितता कम करता है। अधिक

विविधतापूर्ण वित्तीय प्रणाली में सहयोग देकर बांड बाजार वित्तीय स्थिरता को प्रोत्साहित करता है। बांड बाजार बैंकों को प्रतिभूतिकरण के माध्यम से उनके तुलनपत्रों की स्थिति मजबूत करने में समर्थ बनाकर कठिनाई के समय बैंकिंग प्रणाली की सहायता करता है (आइओएससीओ, 2002)।

**7.58** उपलब्ध आर्थिक जानकारी से पता चलता है कि कंपनियों की दीर्घावधि निधि की आवश्यकता पूरी करने, विशेष रूप से विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में, के लिए ईक्विटी बाजार, ऋण बाजार, बैंक और अन्य वित्तीय संस्थाओं जैसे बहुविध वित्तीय माध्यमों की आवश्यकता होती है। बैंकों द्वारा अप्रत्यक्ष वित्तपोषण और बांडों द्वारा प्रत्यक्ष वित्तपोषण भी फर्मों के पूंजी ढांचे में सुधार करता है। समष्टि आर्थिक स्थिरता और वृद्धि के व्यापक दृष्टिकोण से कंपनियों के वित्तपोषण में बैंक वित्तपोषण का संपूरक स्वरूप और बाजार द्वारा प्रत्यक्ष वित्तपोषण अपेक्षित है। यह बात सिद्ध हो चुकी है कि वस्तुतः वे उभरती बाजार अर्थव्यवस्था में अनुपूरक भूमिका निभाते हैं (तकाजी, 2001)।

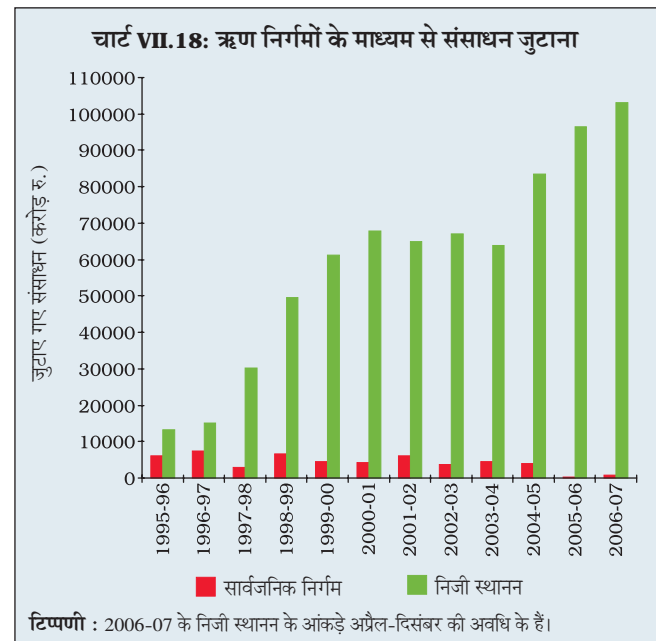
**7.59** निवेशों के वित्तपोषण के लिए माध्यम उपलब्ध कराने के अलावा कंपनी बांड बाजार दीर्घावधि निधि के धारकों के लिए संविभाग में विविधता लाने में भी सहायता करता है। प्रभावी आस्ति प्रबंधन के लिए संतुलित आस्ति विकल्पों की आवश्यकता होती है। कंपनी बाजार की अविकसित स्थिति को देखते हुए सरकारी प्रतिभूति और यहां तक कि ईक्विटी के भी अधिक भारांकन की स्थिति है। बेहतर रूप से कार्यरत कंपनी बांड बाजार की मौजूदगी से पेंशन निधि और बीमा कंपनियों जैसे दीर्घावधि निवेशकों के लिए आस्ति विकल्प बढ़ता है और उन्हें अपने तुलनपत्रों का स्वरूप अच्छा बनाने में समर्थ बनाता है।

**7.60** कंपनियों के वित्तीय स्वरूप का मौद्रिक नीति पर प्रभाव पड़ता है। बांड बाजार ब्याज दरों के मीयादी ढांचे के माध्यम से अपेक्षित ब्याज दरों का आकलन उपलब्ध कराता है। आय वक्र के आकार से भावी ब्याज दरों और मुद्रास्फीति दरों की बाजार अपेक्षाओं के संबंध में उपयोगी जानकारी उपलब्ध होती है। बांड डेरिवेटिव भावी ब्याज दर संबंधी वर्तमान अनिश्चितता के संबंध में महत्वपूर्ण जानकारी भी दे सकते हैं। ऐसी जानकारी इस बात पर महत्वपूर्ण संकेत देती है कि क्या बाजार की अपेक्षाएं चालू गतिविधियों पर केंद्रीय बैंक के स्वयं के आकलन से बहुत दूर हैं। दूसरे शब्दों में, बांड बाजार मूल्य स्थिरता के प्रति जोखिम के संबंध में संगत जानकारी दे सकता है। उस स्थिति में जब बैंक ओलिंगोपोलिस्टिक मूल्य व्यवहार अपना सकते हैं, तब मौद्रिक नीति बदलाव के सक्रिय प्रतिसाद मुख्यतः बांड बाजार के माध्यम से कार्य करते हैं। इसके अलावा, जब बैंकिंग क्षेत्र अवरुद्ध हो जाता है, जैसे कि 1997 में थाईलैंड में हुआ था, तब नीतिगत ब्याज दर में परिवर्तन का व्यवहार में और कंपनी बांडों के लिए निर्गम लागत में परिवर्तन के माध्यम से अब भी कुछ प्रभाव हो सकता है।

### भारत में कंपनी ऋण बाजार की स्थिति

**7.61** भारत में पारंपरिक रूप से कंपनी क्षेत्र के लिए बैंक और वित्तीय संस्थाएं वित्त के सर्वाधिक महत्वपूर्ण बाह्य स्रोत रहे हैं। भारत में पारंपरिक रूप से मुख्यतः बैंक आधारित प्रणाली रही है। यही स्थिति अधिकतर एशियन अर्थव्यवस्थाओं की भी है। 1980 के दशक के उत्तरार्ध में प्राथमिक बांड निर्गम में कुछ गतिविधि देखी गई किंतु यह मुख्यतः सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों द्वारा की गई थी। तथापि, 1980 के दशक के अंतिम समय में 'डिबेंचर बूम' की अवधि अल्पकालिक सिद्ध हुई। कंपनियां अल्पावधि कार्यशील पूंजी आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए और विकास वित्त संस्थाएं दीर्घावधि निवेश के वित्तपोषण के लिए बैंकों पर अधिक निर्भर बनी रहीं। तथापि, दो बड़ी विकास वित्त संस्थाओं के बैंकों में रूपांतरण के कारण दीर्घावधि वित्त की दृष्टि से रिक्त स्थान तैयार हो गया। वाणिज्य बैंकों ने इस रिक्तता को भरने की कोशिश की किंतु दीर्घावधि ऋण उपलब्ध कराने में बैंकों के लिए आस्ति देयता बेमेल के मामलों के कारण उनके प्रयासों की एक सीमा थी। इस अवधि में कंपनियों की निर्भरता बाहरी वित्तपोषण कम हो जाने के कारण विकास वित्त संस्थाओं की कम होती भूमिका से संबंधित समस्याएं अधिक गंभीर नहीं थीं। किंतु, भविष्य में यह स्थिति बदल सकती है।

**7.62** 1990 के दशक में, भारत में ईक्विटी बाजार में सुधारों की श्रृंखला देखी गई जिससे इसे अंतरराष्ट्रीय मानकों के समकक्ष आने में सहायता मिली। किंतु, बाजार की बुनियादी सुविधाओं और समग्र विनियामक ढांचे के अभाव में कंपनी ऋण बाजार का विकास नहीं हो पाया। अनेक कारणों से निर्गमकर्ताओं ने बांडों के 'सार्वजनिक निर्गम' के मुकाबले बांडों के 'निजी स्थानन' का आश्रय लिया। जनता को बांड जारी करने में



1990 के दशक की शुरुआत से तेजी से कमी आई है। 1990-95 के दौरान सार्वजनिक ऋण निर्गमों के माध्यम से जुटाई गई निधि का वार्षिक औसत 7,513 करोड़ रुपए था जो कम होकर 1995-2000 के दौरान 5,526 करोड़ रुपए और आगे 2000-05 के दौरान 4,433 करोड़ रुपए रह गया (चार्ट VII.18)। यह गिरावट वास्तविक संदर्भ में, अर्थात् मुद्रास्फीति में वृद्धि के लिए समायोजित होने पर, अधिक तेज होने की संभावना है। इसके विपरीत, ऋण के निजी स्थानन द्वारा निधि के जुटाव में तेज वृद्धि हुई और यह 1995-2000 के 33,638 करोड़ रुपए से 2000-05 के दौरान 69,928 करोड़ रुपए हो गया। 2005-06 में, ऋण के सार्वजनिक निर्गम से जुटाई गई निधि कम होकर 245 करोड़ रुपए हो गई जबकि निजी स्थानन के माध्यम से जुटाए गए संसाधन बढ़कर 96,369

करोड़ रुपए हो गए। कुल ऋण निर्गमों में निजी स्थानन से जुटाए गए संसाधनों का हिस्सा तुलनात्मक रूप से बढ़कर 1995-96 के 69.1 प्रतिशत से 2005-06 में 99.8 प्रतिशत हो गया। यह प्रवृत्ति 2006-07 तक चलती रही।

7.63 निजी स्थानन बाजार उभरने से कंपनियों के लिए निधि जुटाने का एक आसान विकल्प उपलब्ध हो गया (बॉक्स VII.2)। निजी स्थानन बाजार द्वारा संसाधन जुटाने के लिए कम लागत और समय की बचत वाला तंत्र उपलब्ध होने के बावजूद इस बाजार के अति तेज विकास से कुछ चिंता भी उत्पन्न हुई है। निजी स्थानन लेनदेन में निर्गमों की गुणवत्ता और पारदर्शिता की सीमा चिंता के क्षेत्र बने हुए हैं, यद्यपि सूचीबद्ध कंपनियों द्वारा निजी तौर पर रखे गए निर्गमों को अब सूचीबद्ध करना आवश्यक है

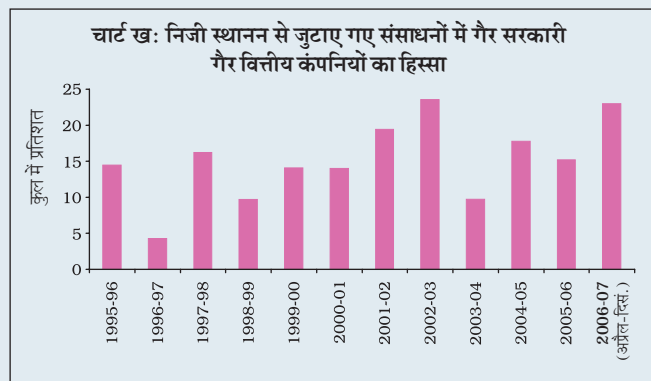
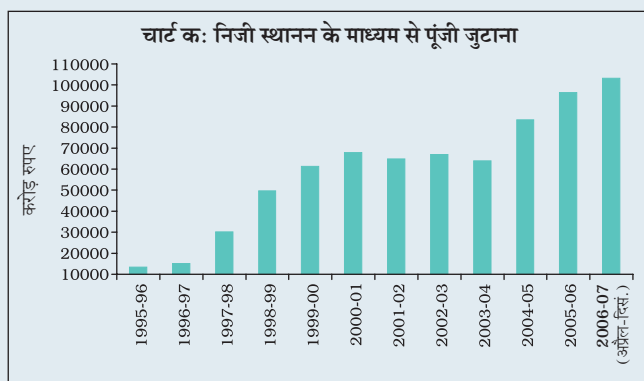
### बॉक्स VII.2 भारत में निजी स्थानन बाजार

निजी स्थानन में, संसाधन प्रबंधकों (व्यापारी बैंकिंग मध्यस्थों) के माध्यम से जुटाए जाते हैं जो प्रतिभूतियों को वित्तीय संस्थाओं, कंपनियों और उच्च मालियत वाले व्यक्तियों जैसे सीमित निवेशकों के पास रखते हैं। कंपनी अधिनियम, 1956 की धारा 81 के तहत निजी स्थानन को 'किसी कंपनी द्वारा शेयर या परिवर्तनीय प्रतिभूतियां लोगों के सीमित समूह को जारी करना' के रूप में परिभाषित किया गया है। इस अधिनियम के अनुसार प्रतिभूतियों को 50 से अधिक लोगों को प्रस्तावित करना सार्वजनिक निर्गम माना जाता है।

कंपनियां अपने कुछ निहित लाभों के कारण निजी स्थानन बाजार में पहुंचती हैं। पहला, इस प्रणाली में निधि जुटाने की लागत और समय कम होता है। दूसरा, इसे उद्यमियों की आवश्यकतानुसार स्वरूपबद्ध किया जा सकता है। तीसरा, सार्वजनिक या राइट्स इश्यू जैसी अपेक्षाओं के पालन की आवश्यकता निजी स्थानन में नहीं होती। निजी स्थानन बाजार मई 2004 तक विनियमित नहीं किया गया था। बाजार की बेतहाशा वृद्धि और उससे उभर रही जोखिम को देखते हुए सेबी ने यह निर्धारित किया कि सभी ऋण प्रतिभूतियों का सूचीकरण एक अलग सूचीकरण करार के माध्यम से किया जाएगा, भले ही वे निजी स्थानन आधार पर जारी हुए हों या सार्वजनिक राइट्स इश्यू आधार पर। रिजर्व बैंक ने निजी स्थानन सहित नॉन-एसएलआर प्रतिभूतियों में निवेश पर अपने अधिकार क्षेत्र के अंतर्गत की वित्तीय मध्यस्थ संस्थाओं के

लिए दिशानिर्देश भी जारी किए। जून 2001 में बैंकों के बोर्डों को सूचित किया गया कि वे दर निर्धारित न किए गए निर्गमों पर और निजी स्थानन आधार पर कैप सहित बांडों और डिबेंचरों में निवेश पर विवेकसम्मत सीमा और नीति बनाएं। बैंकों द्वारा बनाई गई नीति में निर्गमों के सूक्ष्म आकलन की व्यवस्था, विशेष रूप से गैर-उधारकर्ता ग्राहकों द्वारा, रेटिंग की आंतरिक प्रणाली की व्यवस्था, प्रवेश स्तरीय न्यूनतम रेटिंग/गुणवत्ता मानक और उपयुक्त जोखिम प्रबंधन प्रणाली होनी चाहिए।

भारत में 1990 के दशक के प्रारंभ में महत्वपूर्ण बन गया निजी स्थानन बाजार हाल के वर्षों में तेजी से बढ़ा है। निजी स्थानन के माध्यम से जुटाए गए संसाधन 1995-96 के 13,361 करोड़ रुपए से बढ़कर 2005-06 में 96,369 करोड़ रुपए हो गए जो इस दशक के दौरान 25 प्रतिशत से अधिक की वार्षिक वृद्धि है (चार्ट क)। निजी स्थानन बाजार मुख्यतः वित्तीय कंपनियों और केंद्रीय सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों तथा राज्य स्तरीय उपक्रमों तक सीमित थे। निजी स्थानन के माध्यम से जुटाए गए संसाधनों में इन संस्थाओं का संयुक्त हिस्सा 75 प्रतिशत से अधिक था। गैर-सरकारी गैर-वित्तीय कंपनियों द्वारा जुटाए गए संसाधन तुलनात्मक रूप से कम थे (चार्ट ख)। बाजार से ऋण के माध्यम से जुटाए गए अधिकांश संसाधनों में से अधिकांश 'एएए' या 'एए' रेटिंग वाले थे।





और वे आवश्यक प्रकटीकरण की शर्त पर हैं। सार्वजनिक निर्गमों के मामले में, बाजार में आने वाले सभी निर्गमों की गुणवत्ता की जांच की जाती है और निवेशक जोखिम के आकलन के लिए उनकी रेटिंग और अन्य सार्वजनिक सूचनाओं पर निर्भर होते हैं। जांच का ऐसा तंत्र निजी स्थानन के मामले में उपलब्ध नहीं है। इससे निजी तौर पर रखी गई प्रतिभूतियों से संबंधित जोखिम बढ़ जाती है। इसके अलावा, ऐसा लग रहा है कि निजी स्थानन बाजार का विकास सार्वजनिक निर्गम बाजार की कीमत पर हो रहा है जबकि इस बाजार के अपने कुछ विशेष लाभ हैं क्योंकि इसमें सहभागियों का व्यापक प्रवेश होता है जिससे जोखिम का बंटवारा हो जाता है।

**7.64** भारतीय कंपनी ऋण बाजार का आकार न सिर्फ विकसित बाजारों की तुलना में बल्कि मलेशिया, थाइलैंड और चीन जैसी एशिया की उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भी छोटा है (सारणी 7.6)।

**7.65** निजी स्थानन खंड की बड़ी मात्रा को देखते हुए भारत में अधिकांश कंपनी ऋण निर्गम प्राथमिक और अनुषंगी दोनों बाजारों में सीमित पारदर्शिता के कारण अनुषंगी बाजार में पहुंच नहीं पाते। निर्गमों के छोटे आकार के कारण चलनिधि भी अवरुद्ध हो जाती है। उदाहरणार्थ, 2005-06 में निजी तौर पर रखे गए बांडों की औसत मात्रा 90 करोड़ रुपए थी जो ईक्विटी निर्गमों की औसत मात्रा के आधे से भी कम थी। निजी स्थानन बाजार में जारी किए गए लगभग 1,000 बांडों में से लगभग 3 प्रतिशत निर्गमों का ही आकार 500 करोड़ रुपए से अधिक था। कुछ कंपनियों ने छोटी पहलों

**सारणी 7.6: घरेलू कंपनी ऋण बाजार का आकार और स्थानीय मुद्रा निधीयन के अन्य स्रोत (2004 की समाप्ति पर)**

(जीडीपी का प्रतिशत)

देश	शेष कंपनी बांड	शेष सरकारी बांड	घरेलू ऋण
1	2	3	4
अमरीका	128.8	42.5	89.0
कोरिया	49.3	23.7	104.2
जापान	41.7	117.2	146.9
मलेशिया	38.8	36.1	113.9
हांग कांग	35.8	5.0	148.9
न्यूजीलैंड	27.8	19.9	245.5
आस्ट्रेलिया	27.1	13.8	185.4
सिंगापुर	18.6	27.6	70.1
थाइलैंड	18.3	18.5	84.9
चीन	10.6	18.0	154.4
भारत	3.3	29.9	60.2
इंडोनेशिया	2.4	15.2	42.6
फिलीपीन्स	0.2	21.8	49.8

स्रोत : अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, 2006.

के माध्यम से निधि जुटाने के लिए एक ही वर्ष में 100 से अधिक बार बाजार में प्रवेश किया। परिणामस्वरूप, कंपनी ऋण के लिए अनुषंगी बाजार कम चलनिधि वाला सिद्ध हो गया है जिसमें व्यापार मुख्यतः शीर्ष 5 या 10 बांड प्रतिभूतियों तक सीमित होता है (बोस और कूडू, 2003)। सरकारी बांड बाजार पर्याप्त चलनिधियुक्त हो गया है, जबकि निजी कंपनी ऋण प्रतिभूतियों में व्यापार कम ही बना हुआ है (सारणी 7.7)। विशेष रूप से, सरकारी और कंपनी ऋण प्रतिभूतियों संबंधी कारोबार के अनुपात में विश्व भर में बहुत अंतर दिखता है। एशियाई कंपनी बांड बाजार का कारोबार अनुपात सरकारी बांड बाजार की तुलना में बहुत छोटा है जो चलनिधि का कम स्तर दर्शाता है। सरकारी और कंपनी बांड बाजार संबंधी चलनिधि का अंतर अपेक्षित होता है क्योंकि कंपनी ऋण निर्गम सरकारी बांड निर्गमों की तुलना में अधिक विषम और छोटे आकार के होते हैं। 2004 में अमरीका में भी कंपनी बांडों का कारोबार अनुपात सरकारी बांडों के 30 प्रतिशत से अधिक के कारोबार अनुपात की तुलना में 2 प्रतिशत कम था (बीआइएस, 2006)।

**7.66** भारत में देशी कंपनी ऋण बाजार का विकास अवरुद्ध होने के अनेक कारण हैं-अनुषंगी बाजार में गैर चलनिधि के प्रति कम निर्गम उधार, कम निवेशक आधार, अपर्याप्त ऋण आकलन निपुणता, निर्गमों की अधिक लागत, व्यापार में पारदर्शिता का अभाव, अमानकीकृत लिखत, प्रतिभूतिकरण उत्पादों का समग्र विनियामक ढांचा और उनका अल्पविकसित होना। उत्पाद, सहभागियों और संस्थागत ढांचे की कमियों से बाजार का नुकसान होता है। यह इस तथ्य के बावजूद है कि कंपनी बांड बाजार की विकास की पूर्व अपेक्षा की दृष्टि से भारत सुस्थिति में है (मोहन, 2004 बी)। यहां सरकारी प्रतिभूति बाजार का अच्छा विकास हुआ है जो सामान्यतः कंपनी ऋण प्रतिभूतियों के लिए विकास का कार्य करता है। मुख्य शेयर बाजारों के पास ऋण प्रतिभूतियों में लेनदेन करने के लिए व्यापार मंच हैं। समाशोधन और निपटान के लिए बुनियादी सुविधाएं भी हैं। भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआइएल) सरकारी बांडों, विदेशी मुद्रा विनिमय और अन्य मुद्रा बाजार लिखतों संबंधी कार्य सफलतापूर्वक कर रहा है।

**सारणी 7.7: ऋण प्रतिभूतियों का कारोबार**

(करोड़ रू.)

वर्ष	सरकारी बांड *	कंपनी बांड
2000-01	5,72,145	14,486
2001-02	12,11,945	19,586
2002-03	13,78,158	35,876
2003-04	16,83,711	41,760
2004-05	11,60,632	37,312
2005-06	8,81,652	24,602
2006-07 (अप्रैल-फर.)	9,71,414	12,099

\* : सरकारी प्रतिभूतियों में त्वरित लेनदेन ।

स्रोत : भारिबैं, नेशनल स्टॉक एक्सचेंज ऑफ इंडिया, लि.।

निक्षेपागार प्रणाली का प्रयोग संतोषजनक रहा है। बहुविध रेटिंग एजेंसियों की मौजूदगी से बांड गुणवत्ता के आकलन ढांचे की आवश्यकता पूरी होती है।

**7.67** कंपनी बांड बाजार को सुदृढ़ तरीके से विकसित करने की इच्छा से सेबी ने पिछले कुछ वर्षों में कुछ कदम उठाए हैं। इन कदमों का मुख्य लक्ष्य निजी तौर पर रखे गए ऋण निर्गमों के संबंध में प्रकटीकरण में सुधार करना था। कंपनी ऋण बाजार के लिए उपयुक्त ढांचा बनाने की तत्काल आवश्यकता को देखते हुए 2005-06 के केंद्रीय बजट में घोषणा की गई थी कि कंपनी बांड और प्रतिभूतिकरण पर उच्च स्तरीय विशेषज्ञ समिति का गठन किया जाएगा जो कंपनी बांड बाजार के विकास के लिए कानूनी, विनियामक, कर और बंधक के स्वरूप संबंधी जांच करेगी। उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष : डॉ.आर.एच.पाटील) ने अपनी रिपोर्ट दिसंबर 2005 में प्रस्तुत की जिसमें उन्होंने भारत में एक सक्रिय ऋण बाजार के विकास में निहित कारकों की चर्चा करते हुए प्राथमिक और साथ ही अनुषंगी कंपनी बांड बाजार के विकास हेतु बाजार की बुनियादी सुविधाओं के विकास के लिए अनेक सिफारिशों की (बॉक्स VII.3)।

**7.68** वर्तमान समय में, जब भारत अपनी उच्च वृद्धि दर बनाए रखने का प्रयास कर रहा है, यह आवश्यक है कि वित्तपोषण के मार्ग की किसी भी प्रकार की रुकावट को हटाया जाए और पारंपरिक बैंक ऋण की सहायताव्यवस्थित रूप में वित्तपोषण के वैकल्पिक माध्यमों को विकसित करना होगा। तथापि, 'लापता' कंपनी बांड बाजार मात्र भारत के लिए ही अनूठा नहीं है। अधिकांश एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में बैंक की पूर्ण प्रमुखता वाली वित्तीय व्यवस्था में ऐसी स्थिति का सामना किया जा रहा है। एशियाई वित्तीय संकट के कारण अनेक एशियाई अर्थव्यवस्थाएं इस चुनौती का सामना करने के लिए सचेत हो गई हैं। एक दशक से भी कम समय में अनेक एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में महत्वपूर्ण बदलाव आया है। किंतु, भारत के मामले में, निजी कंपनी ऋण बाजार का छोटा आकार और भी छोटा हो गया है। इस प्रवृत्ति को जल्द ही बदलने की आवश्यकता है। भारत उन देशों के अनुभवों का लाभ ले सकता है जिन्होंने उनके देशी कंपनी बांड बाजारों को सुधारने की प्रक्रिया की है।

### अन्य देशों के अनुभवों से शिक्षा

**7.69** कंपनी बांड बाजार विश्व में अलग-अलग देशों में अलग-अलग गति से विकसित हुए हैं। जहां अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं में विकास को मुख्यतः स्थानीय वातावरण ने आकार प्रदान किया है, वहीं इस खंड की वृद्धि में बाधा बनी विभिन्न रुकावटों को हटाने में कुछ घटक प्रयासरत थे। विभिन्न देशों में कंपनी बांड बाजार की विभिन्न विशेषताओं में अधिक एकरूपता नहीं दिखती। इसका आंशिक कारण बांड संविदा का जटिल

स्वरूप और विभिन्न देशों में बाजार की प्रथाओं में भिन्नता है। कंपनी बांड बाजार का आकार भी देशों के बीच अलग है जिसमें अमरीका और जापान के बाजार बड़े हैं, जिनके बाद कोरिया, चीन और आस्ट्रेलिया का स्थान है (सारणी VII.6 देखें)। जब बैंक कम दायरे में उधार देना चाहेंगे, तब कंपनियों के पास बांड बाजार में पहुंच के लिए सीमित प्रोत्साहन होगा। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में भी यूरोप में बैंकिंग क्षेत्र का प्रभुत्व और तुलनात्मक रूप से कंपनी बांड बाजार का छोटा आकार अमरीका की स्थिति के विपरीत है जहां कंपनी वित्तपोषण में कंपनी ऋण बाजार बैंकों की तुलना में अधिक भूमिका निभाता है। तथापि, यूरोपीय बांड बाजार का विकास 1999 में यूरो की शुरुआत के बाद हुआ है। अमरीका शायद अकेला ऐसा देश है जहां घरेलू ऋण बाजार की तुलना में कंपनी बांड बाजार बड़ा है। अमरीकी कंपनी बांड बाजार का आकार उसके ईक्विटी बाजार जितना बड़ा है। अमरीका का कंपनी बांड बाजार बहुत पुराना है, वहीं कनाडा, जापान और अधिकांश यूरोपीय देशों में इसका विकास हाल ही के दशकों में शुरू हुआ है (आइएमएफ, 2005)। किसी अर्थव्यवस्था का आकार, उसके विकास का स्तर और वित्तीय ढांचे की स्थिति कंपनी बांड बाजार के आकार के मुख्य निर्धारक तत्व हैं। यद्यपि कंपनी बांड बाजार संबंधी अमरीकी अनुभव घरेलू बांड बाजार के विकास हेतु प्रयासरत एशियाई अर्थव्यवस्थाओं के लिए उपयोगी माडल हो सकता है, वे वित्तीय विकास और अनुभव की स्तर भिन्नता के कारण उक्त अनुभव से लाभ लेने में कठिनाई महसूस कर सकते हैं। अमरीका में भी विनियामक हस्तक्षेप और बाजार की शक्तियों के कारण कंपनी बांड बाजार के विकास में बहुत समय लग गया है।

**7.70** अमरीका और कोरिया सहित अनेक देशों में कंपनी बांड बाजार का विकास मॉरगेज और आस्ति आधारिक प्रतिभूतियों जैसे ढांचाबद्ध वित्तीय उत्पादों की उपलब्धता में वृद्धि के कारण तेज हो गया था। अमरीका में, मॉरगेज आधारित प्रतिभूतियों का हिस्सा 2004 में कुल शेष ऋण का 26 प्रतिशत था जबकि कंपनी ऋण प्रतिभूतियों का हिस्सा 23 प्रतिशत था (चार्ट VII.19)। निवल कंपनी ऋण बाजार में बड़ी कंपनियां ही बाजार में पहुंच पाती हैं। ढांचागत उत्पादों की उपलब्धता से बांडों, जिन्हें निवेशक रखना चाहते हैं, की ऋण गुणवत्ता और संभाव्य उधारकर्ताओं की वास्तविक ऋण गुणवत्ता के बीच के अंतर जैसी कंपनी बांड बाजार की मूल सीमाओं के समाधान के लिए विकल्प उपलब्ध होता है (जिन्टलबर्ग और रेमोलाना, 2006)।

**7.71** 1997 के एशियाई संकट के बाद अनेक एशियाई अर्थव्यवस्थाओं ने बहुविध वित्तीय माध्यमों की निर्मित के लिए अपने स्थानीय कंपनी बांड बाजार के विकास के लिए उपाय किए हैं। एशिया में कंपनी बांडों के प्राथमिक बाजारों का आकार काफी बढ़ गया है। तथापि, कुछ मामलों में

### बॉक्स VII.3

#### कंपनी ऋण और प्रतिभूतिकरण पर उच्च विशेषज्ञ समिति की सिफारिशें

कंपनी ऋण और प्रतिभूतिकरण विकास समिति ने अपनी रिपोर्ट दिसंबर 2005 में प्रस्तुत की थी। इस समिति की मुख्य सिफारिशों का सारांश निम्नवत है :

##### कंपनी ऋण बाजार

###### प्राथमिक बाजार

1. ऋण लिखतों पर स्टाम्प शुल्क सभी राज्यों में एकसमान होना चाहिए और प्रतिभूति की अवधि के अनुसार होना चाहिए।
2. निर्गमकर्ता आधार बढ़ाने की दृष्टि से सार्वजनिक निर्गमों संबंधी समय और लागत तथा निजी स्थानन संबंधी प्रकटीकरण और सूचीकरण आवश्यकताएं कम और सरल करने चाहिए। बैंकों को बुनियादी सुविधा क्षेत्र के बांडों के अलावा, एएलएम प्रयोजनार्थ 5 वर्ष और अधिक की अवधिपूर्णता के बांड जारी करने की अनुमति दी जानी चाहिए।
3. बाजार निर्माण का उपयुक्त ढांचा स्थापित किया जाए।
4. सूचीबद्ध कंपनियों के लिए प्रकटीकरण अपेक्षा में पर्याप्त कटौती की जानी चाहिए। असूचीबद्ध कंपनियों के मामले में सूचीकरण का आधार रेटिंग उपयुक्तता होनी चाहिए। सार्वजनिक निर्गम लाने की अपेक्षा रखने वाली कंपनियों पर कड़ी प्रकटीकरण अपेक्षाएं लागू होनी चाहिए। निजी तौर पर रखे गए बांड, सार्वजनिक निर्गमों के मामले जैसे ही, आबंटन की तारीख से 7 दिन के भीतर सूचीबद्ध होने चाहिए।
5. डिबेंचर न्यासियों की भूमिका सुदृढ़ करनी चाहिए। सेबी को व्यावसायिक डिबेंचर न्यासी कंपनियों के विकास को प्रोत्साहन देना चाहिए।
6. कंपनी बांड बाजार में सहभागिता लागत कम करने के लिए कंपनी बांडों संबंधी स्रोत पर कर की कटौती का नियम सरकारी प्रतिभूतियों के स्तर पर लाना चाहिए। कंपनियों को जमाकर्ताओं को ब्याज और चुकौती राशि का भुगतान करना चाहिए जो उसे बाद में ईसीएस/वारंट के माध्यम से निवेशकों को अंतरित करेंगे।
7. निवेशक आधार बढ़ाने के लिए कंपनी बांडों में भविष्य/पेंशन/उपदान निधि द्वारा निवेश का क्षेत्र बढ़ाना चाहिए। खुदरा निवेशकों को शेयर बाजारों और पारस्परिक निधियों के माध्यम से बाजार में सहभागी होने के लिए प्रोत्साहित किया जाना चाहिए।
8. चल स्टॉक की भारी मात्रा में निर्मित के लिए किसी विशेष कंपनी द्वारा निर्धारित अवधि में जारी नए निर्गमों की संख्या की सीमा होनी चाहिए। कोई भी नया निर्गम अधिमानतः पुनर्निर्गम होना चाहिए ताकि किसी भी निर्धारित निर्गम में स्टॉक भारी मात्रा में हो और निर्गमकर्ताओं को प्रोत्साहित करना चाहिए कि वे विभिन्न मौजूदा निर्गमों को कुछ बड़े निर्गमों में समेकित करें जो बाद में बेंचमार्क का कार्य करेंगे।
9. कंपनियों द्वारा जारी सभी बांडों का केंद्रीकृत डाटाबेस बनाना चाहिए। बांडों के प्राथमिक निर्गम के लिए गैर-स्पर्धात्मक बोली और इलेक्ट्रॉनिक बोली प्रक्रिया के लिए मंच निर्माण करने हेतु अधिकार देने वाले विनियमन बनाए जाने चाहिए।

##### अनुषंगी बाजार

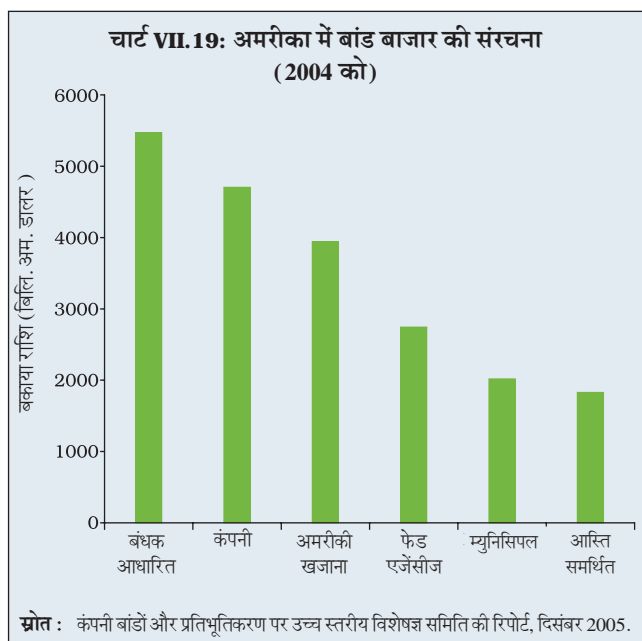
1. सेबी को कंपनी बांडों के लिए एक पारदर्शी और कार्यकुशल अनुषंगी बाजार का विनियामक ढांचा चरणबद्ध रूप से स्थापित करना चाहिए। प्रारंभ में, कंपनी बांडों के व्यापार संबंधी जानकारी प्राप्त करने और तत्काल प्रसारित

करने के लिए व्यापार सूचना प्रणाली शुरू की जानी चाहिए। बाजार के सहभागियों ने व्यापार सूचना प्रणाली को प्रत्येक लेनदेन की विस्तृत सूचना विशिष्ट अवधि के भीतर देनी चाहिए।

2. व्यापार का समाशोधन और निपटान आइओएससीओ द्वारा निर्धारित मानकों और वैश्विक सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप होना चाहिए। समाशोधन और निपटान प्रणाली का सकल निपटान से निवल निपटान में अंतरण उचित समय सीमा के भीतर होना चाहिए। समाशोधन और निपटान एजेंसियों को आरटीजीएस प्रणाली में पहुंच देनी चाहिए। अनुषंगी बाजार के व्यापार में सुधार लाने के लिए कंपनी बांड बाजार में रिपो को अनुमति देनी चाहिए।
3. शेयर बाजारों द्वारा या बैंकों, वित्तीय संस्थाओं, पारस्परिक निधियों, बीमा कंपनियों आदि द्वारा संयुक्त रूप से मिलकर कंपनी बांडों के लिए ऑनलाइन ऑर्डर मैचिंग प्लेटफार्म स्थापित किया जाना चाहिए। विकास के अंतिम चरण में ट्रेड रिपोर्टिंग सिस्टम एसटीपी युक्त ऑर्डर मैचिंग सिस्टम और निवल निपटान में अंतरित हो सकता है।
4. समिति ने निम्नलिखित सिफारिशें भी कीं : (i) कंपनी बांडों के लिए कार्यबंदी की अवधि में कटौती; (ii) सरकारी प्रतिभूतियों के लिए लागू प्रणाली जैसे ही 30/360 दिवसीय काउंट कन्वेंशन जैसा एकसमान कूपन कन्वेंशन लागू करना ; (iii) न्यूनतम बाजार लॉट कम करके 10 लाख रुपए से 1 लाख रुपए करना; और (iv) एक्सचेंज ट्रेडेड ब्याज दर डेरिवेटिव उत्पादों की शुरुआत।

##### प्रतिभूतिकृत ऋण बाजार

1. राज्यों के बीच ऋण समनुदेशन, पास थ्रू प्रमाणपत्र (पीटीसी) और प्रतिभूति रसीद पर स्टाम्प शुल्क के माफिक दर और स्तर पर सहमति बननी चाहिए।
2. प्रतिभूतिकरण विशेष प्रयोजन संस्था (एसपीवी)/ न्यासी एसपीवी के लिए स्पष्ट कर पास-थ्रू व्यवहार होना चाहिए। थोक निवेशकों को प्रतिभूतिकृत पेपर में अपनी निधि का निवेश करने के एकमात्र उद्देश्य वाली क्लोज एंडेड पेंसिवली मॅनेज्ड पारस्परिक निधि के यूनितों में निवेश करने व यूनितों को धारण करने की अनुमति मिलनी चाहिए। उधारकर्ता द्वारा प्रतिभूतिकरण न्यास को प्रदत्त ब्याज पर और प्रतिभूतिकरण न्यास द्वारा अपने पीटीसी और/या एसआर धारकों को किए गए वितरणों पर रोक कर नहीं होना चाहिए।
3. प्रतिभूतिकरण एसपीवी/ न्यास एसपीवी द्वारा जारी पीटीसी और अन्य प्रतिभूतियां एससीआरए के अंतर्गत 'प्रतिभूतियों' के रूप में अधिसूचित होनी चाहिए।
4. भारत में स्थापित गैर एनबीएफसी कंपनी निकाय और बड़े आकार वाली एनबीएफसी को क्यूआइबी के रूप में एसआर में निवेश की अनुमति देनी चाहिए। सेबी के पास उद्यम पूंजी निधि (वीसीएफ) के रूप में पंजीकृत निजी ईक्विटी निधि को भी उस सीमा के भीतर प्रतिभूति रसीद में निवेश करने की अनुमति देनी चाहिए जो उद्यम पूंजी निधि द्वारा कंपनी बांडों में निवेश के लिए लागू है।
5. समिति ने ये सिफारिशें भी की हैं : (i) कंपनी बांडों के लिए ऋण विस्तार तंत्र की शुरुआत; (ii) बुनियादी सुविधा क्षेत्र की आवश्यकताएं पूरी करने के लिए विशिष्ट ऋण निधि का निर्माण; और (iii) म्युनिसिपल बांडों और बुनियादी एसपीवी के लिए कर लाभ, बांड बीमा और ऋण विस्तार जैसी वित्तीय सहायता।



यह वृद्धि मुख्यतः अर्ध सरकारी निर्गमों या किसी प्रकार की ऋण गारंटी वाले निर्गमों के कारण हुई है (बीआइएस, 2006)। कंपनी बांड बाजार में मुख्यतः बड़ी फर्म प्रवेश करती हैं क्योंकि निवेशक सार्वजनिक रूप से उपलब्ध जानकारी पर आधारित अपनी ऋण गुणवत्ता का आकलन आसानी से कर सकते हैं। मलेशिया और कोरिया जैसे एशियाई देशों में प्राथमिक कंपनी बांड बाजार पर मुख्यतः एकल-ए या ऊपरी रेटिंग वाले निर्गमों का प्रभुत्व है जिसमें ऋण प्रतिभूतियों का बड़ा भाग तिहरी-ए रेटिंग वाला होता है।

**7.72** कुछ देशों में कंपनी बांड निर्गमों में आई तेजी एशियाई संकट के बाद की ऋण की तंग स्थिति का सीधा परिणाम थी। बैंकों के प्रभुत्व वाली इस वित्तीय प्रणाली में बांड बाजार के विकास में अनेक आंतरिक बाधाएं थीं जिसके लिए विनियामक प्राधिकारी द्वारा प्रयास करने की आवश्यकता थी। अधिकांश एशियाई देश अब भी स्थानीय बांड बाजार के विकास के लिए प्रयासरत हैं। फिर भी, कुछ देशों में विकासशील बांड बाजारों के अनुभवों से अनेक गंभीर मामले उभरे हैं (बॉक्स VII.4)। ये निम्नवत हैं :

i. कंपनी बांड बाजार के लिए उपयुक्त व्यापार प्रणाली प्रतिभूति बाजार के विनियामकों के बीच चर्चा का मुद्दा रही है। विश्व भर में बांड बाजारों की व्यापार प्रणालियां प्राथमिक रूप से ओटीसी प्रकार की हैं। किंतु अनेक अर्थव्यवस्थाओं ने व्यापार की टेलीफोन के माध्यम वाली पारंपरिक प्रणाली से आगे जाकर स्क्रीन-आधारित इलेक्ट्रॉनिक व्यापारी मंच पर पहुंचने के प्रयास किए हैं। अनेक देशों में व्यापारी

ढांचे की अलग-अलग विशेषताएं हैं (अनुबंध I)। अधिकांश देश अधिकतम परिणाम प्राप्ति के लिए दोनों प्रणालियों की गुणवत्ता को उपयोग में लाते हुए ओटीसी और एक्सचेंज आधारित दोनों ढांचों के साथ प्रयोग कर रहे हैं।

- ii. एक सक्रिय अनुषंगी बाजार के विकास को बढ़ावा देने वाले सुधारों में बाजार-निर्माण दायित्व और रिपो सुविधा की शुरुआत भी शामिल थी ताकि व्यापारी अपनी कमी की स्थिति को कवर करने के लिए प्रतिभूतियां उधार ले सकें।
- iii. अधिकांश देशों में सुधार का एक महत्वपूर्ण घटक चलनिधियुक्त सरकारी बेंचमार्क आय वक्र बनाने का रहा है जिसके लिए बाजार की मांग के आधार पर दीर्घावधि प्रतिभूतियों के लिए आय वक्र के विस्तार और सरकारी बांड बाजार के आकार में वृद्धि आवश्यक है। नीलामियों के लिए समयपूर्व ही कैलेंडर जारी करना भी सुधारों का ही भाग था।
- iv. अधिकांश देशों ने निर्गमकर्ता और निवेशक आधार बढ़ाने हेतु उपाय किए। संस्थागत निवेशकों की बढ़ती मौजूदगी ने चिली और मलेशिया जैसे स्थानीय बांड बाजारों के विकास में बड़ी भूमिका निभायी है। सिंगापुर और आस्ट्रेलिया जैसे कुछ देशों ने विदेशी निवेशकों और निर्गमकर्ताओं को सक्रिय रूप से प्रोत्साहन दिया।
- v. पूर्व एशिया के अनेक बाजारों ने निवेशकों की अधिक सहभागिता को प्रोत्साहित करने के लिए कर प्रोत्साहन की शुरुआत की है। यह इस धारणा पर आधारित है कि करों की अधिकता से स्थानीय ऋण बाजारों में देशी और विदेशी सहभागी हतोत्साहित होते हैं जिससे देश का निवेश विकास बाधित होता है और इस प्रकार इससे बांड बाजार का विकास प्रभावित हो सकता है। बुनियादी सुविधा बांडों पर अर्जित ब्याज आय पर कर से छूट और कर पर रोक को हटाने जैसे विभिन्न माध्यमों से प्रोत्साहन दिया गया था। तथापि, बाजार खंड के प्रोत्साहनार्थ कर प्रोत्साहन के उपयोग पर मत भिन्नता है। अधिकांश एशियाई सरकारें उनके ऋण बाजारों का तेज विकास चाहती हैं, वहीं अध्ययन दर्शाते हैं कि बाजार की मौजूदा परिपक्वता, राजकोषीय प्राथमिकता के साथ विकास योजनाओं में संतुलन रखना होगा और संभाव्य व्यापार संबंधी विकृति से कर प्रोत्साहन प्रभावित हो सकता है।
- vi. उपयुक्त प्रतिरक्षा लिखत के अभाव से अनेक अर्थव्यवस्थाओं में अनुषंगी बाजार के विकास में बाधा पहुंची है। तुलनात्मक रूप से विकसित बाजारों का अनुभव यह दर्शाता है कि सक्रिय प्रतिरक्षा बाजार और चलनिधि वृद्धि की पर्याप्त सुविधाओं से अनुषंगी बाजार की चलनिधि में सुधार होने में सहायता मिली है।

## बॉक्स VII.4

### कंपनी बांड बाजारों का विकास - चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं का अनुभव

#### कोरिया

कोरिया का स्थानीय सरकारी बांड बाजार 1997 तक अविकसित था क्योंकि सरकार कंपनी बांडों का अधिशेष वाला किंतु विकसित बाजार चला रही थी जो 1970 के दशक के प्रारंभ में ही उभर गया था। तथापि, अधिकतर कोरियन कंपनी बांड निर्गमों के पास वाणिज्य बैंकों की गारंटी थी। कोरिया का अनुभव यह दर्शाता है कि अत्यधिक सरकारी हस्तक्षेप (विनिमय दर में या अप्रत्यक्ष या प्रत्यक्ष गारंटी में) से बाजार बहुत प्रभावित होता है। मुद्रा संकट के समय से, कोरिया में कंपनी बांड बाजार तेजी से विकसित हुआ क्योंकि वित्तीय पुनर्संरचना की प्रक्रिया में कंपनियों को बैंक उधार के स्थान पर बांड निर्गमों का सहारा लेना था और आस्ति आधारित प्रतिभूतियों (एबीएस) को बढ़ी मात्रा में जारी करना था। इसे प्रतिबिंबित करते हुए, बांडों की कुल शेष मात्रा 1997 के अंत के जोडीपी के 46.1 प्रतिशत से दोगुनी होकर 2004 के अंत में जोडीपी के 93.1 प्रतिशत हो गई (बीआइएस, 2006)। कोरिया में बांड बाजार तेजी से बढ़ने के बावजूद उसकी मुख्य कंपनियों में से एक कंपनी में भारी गिरावट के कारण वह पिछड़ गया। अतः, बाजार को स्थिर करने के लिए प्राधिकारियों को बीच-बीच में हस्तक्षेप करना पड़ा। कोरियाई अनुभव इस दृष्टि से महत्वपूर्ण है कि कंपनियां बैंकों से गारंटी प्राप्त बांडों को उन बांडों से प्रतिस्थापित करने में समर्थ थीं जो बिना बैंक गारंटियों के थे। परिणामतः, कोरिया में कंपनी बांडों ने बैंकों की ऋण जोखिम की तुलना में कंपनी ऋण जोखिम अधिक दर्शाई। कोरिया ने बांडों पर मार्क-टू-मार्केट अकाउंटिंग प्रारंभ की क्योंकि यह पारदर्शिता को प्रोत्साहित करती है और बाजार की चलनिधि बढ़ाती है। कोरिया में दो निजी मूल्यन एजेंसियां बांड आकलन उपलब्ध कराती हैं।

#### मलेशिया

मलेशिया ने बाधाएं कम करके और समन्वय बढ़ाकर अपने कंपनी बांड बाजारों में तेजी लाने में सफलता पाई है। बांड बाजार समिति, जिसने विनियामक दायित्वों को एक छत्र के नीचे समेकित किया है, ने कंपनी निर्गमों संबंधी अनुमोदन प्रक्रिया में कमी लाकर उसे 9-12 माह से 14 दिन कर दिया। प्रभावी लागत और कार्यकुशलता बढ़ाने की दृष्टि से मलेशियाई प्राधिकारियों ने भी अनेक प्रक्रियाओं को कंप्यूटरीकृत किया और अनेक को ऑनलाइन कर दिया ताकि प्रतिभूति सुपुर्दगी की गति बढ़े, निपटान जोखिम घटे, सूचना की पारदर्शिता संवर्धित हो और कार्यकुशल व्यापार हो सके। प्रतिभूति उधार देने और लेने का कार्यक्रम तत्काल सकल निपटान प्रणाली के माध्यम से शुरू किया गया। मलेशियाई बांड बाजार को पूर्व एशियाई क्षेत्रीय सहयोग से भी लाभ मिला। मलेशिया के कंपनी बांड बाजार के विकास की तेजी का कारण एक ओर पेंशन निधि, युनिट ट्रस्ट निधि और बीमा कंपनियों जैसे संस्थागत निवेशकों की बढ़ती मौजूदगी और दूसरी ओर वित्त के नए रूपों के लिए निजी क्षेत्र से मांग बढ़ना था। मलेशिया ने मलेशियाई अंतरराष्ट्रीय इस्लामिक वित्तीय केंद्र की पहल, जिससे बहुपक्षीय-जारी बांडों पर अर्जित ब्याज आय पर कर रोक रखना समाप्त किया गया, के माध्यम से अपना देशी इस्लामिक बांड बाजार संवर्धित किया। इस्लामिक बांड बाजार अब निजी ऋण प्रतिभूति बाजार का लगभग एक-तिहाई भाग है (बीआइएस, 2006)। यह देखना उल्लेखनीय है कि मलेशिया के कंपनी और सरकारी बांड बाजार व्यापारी नेटवर्क, रिपोर्टिंग और निपटान जैसी विकसित बुनियादी सुविधाओं का लाभ उठाते हुए उसी बुनियादी सुविधा, व्यापारी, सूचना प्रणाली और आरटीजीएस प्रणाली का उपयोग करते हैं।

#### सिंगापुर

सिंगापुर एशिया के अधिक विकसित ऋण बाजारों में से एक है। अर्थव्यवस्था के छोटे आकार के बावजूद, वहां के प्राधिकारियों ने कंपनी बांड बाजारों का आकार और उसकी गहनता बढ़ाने के लिए देशी और विदेशी दोनों मुद्राओं के अनिवासी निर्गमकर्ताओं को आकर्षित करने के लिए प्रयास किए। सिंगापुर ने विदेशी निवेशकों और निर्गमकर्ताओं को प्रोत्साहित करने के लिए विभिन्न उपाय किए जिनमें गैर वित्तीय संस्थाओं के साथ व्यापार करने वाली सिंगापुर की वित्तीय संस्थाओं और

ब्याज दर अदला-बदली (आइआरएस), आस्ति अदला-बदली, विभिन्न मुद्राओं में अदला-बदली और विकल्प पर लगी रोक हटाना शामिल है। विवरण पुस्तिका की अपेक्षा को दिशाबद्ध करके बांड-निर्गम को भी प्रोत्साहित किया गया। डिबेंचर निर्गम कार्यक्रम के तहत सिंगापुर में कोई निर्गमकर्ता संपूर्ण कार्यक्रम पर लागू आधार विवरण पुस्तिका जारी करके और कार्यक्रम के तहत बाद के निर्गमों के लिए संक्षिप्त मूल्यन विवरण जमा करके डिबेंचरों के अलग स्तर प्रस्तावित कर सकता है। आधार विवरण पुस्तिका की वैधता प्रारंभिक पंजीयन से छह माह से बढ़ाकर 24 माह कर दी गई है। निरंतर रूप से जारी ढांचाबद्ध नोट प्रस्तावित करने वाली वित्तीय संस्थाओं को मूल्यन विवरण जमा और पंजीकृत करने की अपेक्षा से छूट दी गई है क्योंकि ऐसे किसी प्रस्ताव से पहले मूल्यन विवरण जमा करने में ऐसे नोटों के जारीकर्ताओं को कुछ व्यावहारिक कठिनाइयां आती थीं। इन दिशाबद्ध प्रकटीकरण अपेक्षाओं ने यह सुनिश्चित किया है कि उपयुक्त जोखिम और उत्पाद प्रकटीकरण निवेशकों के लिए उपलब्ध होते हैं। सिंगापुर डॉलर-मूल्यवर्गित बांड जारी करने वाली विदेशी संस्थाओं में तेज वृद्धि हुई है। देशी संस्थाएं और विशेषतः अर्धसरकारी संस्थाएं भी बांड निर्गम के लिए प्रोत्साहित की गईं। सिंगापुर में बेंचमार्क के रूप में नामित मुख्य निर्गम इन निर्गमों को पुनः खोलकर और अन्य की पुनर्खरीद से बढ़ाए गए। यह कार्य सक्रिय व्यापार हेतु आवश्यक निर्गम के न्यूनतम आकार संबंधी बाजार की प्रतिसूचना के आधार पर किया गया। अतः, आकार में छोटे निर्गमों को वापिस लाया गया ताकि चलनिधि को बड़े निर्गमों में संकेंद्रित किया जा सके। आवेदनों पर तेजी से कार्रवाई के लिए बोली के प्रस्तुतीकरण के लिए प्राथमिक व्यापारियों हेतु इंटरनेट आधारित सुविधा बनाई गई। लेनदेनों का ब्यौरा तत्काल प्रकाशित करने वाले इलेक्ट्रॉनिक व्यापार मंच ने भी आय वक्र की पारदर्शिता सुधारने में मदद की। आकर्षक ऋण उत्पादों के दायरे में विविधता लाने के लिए सिंगापुर में बुनियादी सुविधा बांडों से प्राप्त ब्याज आय पर निवेशक कर छूट शुरू की गई। सिंगापुर में 2001 में सरकारी प्रतिभूतियों में पंचवर्षीय फ्यूचर्स कॉन्ट्रैक्ट पर प्रयोग किया गया किंतु इसे कम प्रतिसाद मिला। सिंगापुर में बाजार सहभागियों ने आइआरएस बाजार को तरजीह दी।

#### आस्ट्रेलिया

आस्ट्रेलिया में पिछले एक दशक में एक सुव्यवस्थित रूप से कार्यरत कंपनी बांड बाजार उभरा है जिसके कारणों में मजबूत आर्थिक वृद्धि से निधि की मांग बढ़ना, सरकारी उधार अपेक्षा में कमी आना जिससे अदृश्य निधियों में प्रतिस्पर्धा सुगम हो जाना और 1990 के दशक के प्रारंभ में अनिवार्य सेवानिवृत्ति बचत प्रणाली लागू करना जिससे निधि आधार बढ़ गया, जैसे कारकों का योग शामिल है। आस्ट्रेलिया में कंपनी बांड बाजारों के विकास का अन्य कारण विदेशी निर्गमकर्ताओं और निवेशकों के प्रति उसका खुलापन भी है। इन निवेशकों और निर्गमकर्ताओं को मुद्रा जोखिम के प्रति प्रतिरक्षा हेतु समर्थ बनाने की दृष्टि से आस्ट्रेलिया ने मुद्रा अदला-बदली में चलनिधि युक्त बाजार विकसित किए। आस्ट्रेलिया ने विदेशी निवेश पर ब्याज-रोक-कर भी समाप्त कर दिया।

#### थाइलैंड

थाइलैंड में विनियामक प्राधिकारी अपने देशी बांड बाजार को सक्रियता से संवर्धित करते आ रहे हैं। थाइलैंड ने निवेशक चलनिधि और वित्त की कम लागत को प्रोत्साहित करने के लिए लेनदेन योग्य प्रतिभूतियों हेतु विशेष प्रयोजनीय व्यवस्था (एसपीवी) पर 'शून्य कर' नीति लागू की। बांड इलेक्ट्रॉनिक एक्सचेंज ऑफ थाइलैंड ने हाल ही में व्यापार को सुगम बनाने और लेनदेन लागत घटाने के लिए इलेक्ट्रॉनिक व्यापार मंच की स्थापना की।

#### संदर्भ:

अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआइएस), 2006। "डेवलपिंग कारपोरेट बांड बाजार इन एशिया", बीआइएस पेपर्स नं.26, फरवरी।



vii. विश्वभर में कंपनी बांड बाजारों के विकास के प्रेरक तत्वों में निवेशकों की ओर से आधुनिकीकरण और जोखिम लेने की इच्छा में वृद्धि के कारण आस्ति-प्रतिभूतिकृत ऋण, क्रेडिट-लिंकड ऋण, ईक्विटी-लिंकड ऋण, परिवर्तनीय ऋण आदि जैसे ढांचाबद्ध ऋण उत्पादों का उभरना रहा है। प्रतिभूतिकरण जोखिम अंतरण व्यवस्था के रूप में कार्य करता है जो बैंक और निवेशक दोनों के हित में कार्य कर सकता है। सिंगापुर में 2004 में कुल सिंगापुर-डॉलर ऋण निर्गम में ढांचाबद्ध ऋण का हिस्सा लगभग 60 प्रतिशत था (बीआइएस, 2006)। लघु और मझौले उद्यमों (एसएमइ) के लिए आस्ति-आधारित प्रतिभूतियों के माध्यम से पहुंच बनाई गई जो जापान और कोरिया में सफल रही है किंतु अन्य अनेक देशों में यह बाजार पूर्णतः विकसित नहीं हुआ है जिसका कारण या तो यह है कि इसके लिए जटिल कानूनी बुनियादी संरचना की आवश्यकता होती है या ऋण का वातावरण प्रतिभूतिकरण को सक्षम नहीं बनाता है।

7.73 विभिन्न देशों के स्तर पर भी कदम उठाए गए हैं। एशियाई क्षेत्र में, एशियन बांड फंड (एबीएफ) एक महत्वपूर्ण पहल है जो ईएमईएपी<sup>1</sup> समूह द्वारा विकसित है और इसका लक्ष्य एशिया में देशी बांड बाजारों को बढ़ाना और उन्हें गहन बनाना है। जून 2003 में प्रारंभ हुए एबीएफ1 ने मुद्रा भंडार में 11 केंद्रीय बैंकों से 1 बिलियन अमरीकी डॉलर एकत्र किए और ईएमईएपी अर्थव्यवस्थाओं में एशियाई सरकारी और अर्ध सरकारी निर्गमकर्ताओं द्वारा जारी अमरीकी डॉलर में मूल्यवर्गित बांडों के समूह में निवेश किया। जुलाई 2005 में प्रारंभ हुआ एबीएफ2 एबीएफ की अवधारणा का विस्तार देशी मुद्राओं में मूल्यवर्गित बांडों तक करता है जिसमें नौ घटक निधियां पैन-एशियन बांड इंडेक्स निधि और आठ एकल बाजार की निधियां शामिल हैं। ईएमईएपी समूह ने कुल 2 बिलियन अमरीकी डॉलर जुटाए। एबीएफ के गठन से एशियाई देशों को एकत्रित होने में सहायता मिली जिससे अंतर-क्षेत्रीय ऋण प्रवाह समर्थ बनेंगे और तब उन्हें इस क्षेत्र में उपयोगितापूर्वक अवशोषित किया जा सकेगा (मोहन, 2006 ए)।

### III. भावी पथ

7.74 भारत के शेयर बाजार आधुनिक बन गए हैं और अब उनकी तुलना बाजार की बुनियादी संरचना, व्यापार और निपटान प्रथाओं तथा जोखिम प्रबंधन प्रणालियों के संदर्भ में विश्व के सर्वोत्तम बाजारों से की जा सकती है। किंतु, हाल की अवधि में कुछ निर्गमों में दिखी तेजी के बावजूद भारतीय अर्थव्यवस्था के आकार को देखते हुए प्रतिभूति बाजार से जुटाई गई पूंजी अब भी बहुत कम है। वस्तुतः, जीडीपी और जीडीपीएफ

के संदर्भ में सार्वजनिक निर्गम के घटक का आकार 1991 की स्थिति की तुलना में कुछ कम हो गया है। अनेक ईएमई में शेयर बाजारों का विकास तेजी से हो रहा है। घरेलू बचत दर में निरंतर वृद्धि से पता चलता है कि वित्तीय संसाधनों के संदर्भ में आपूर्ति की बाधा नहीं है जिसे ईक्विटी बाजार में ले जाया जा सके। 1990 के दशक के मध्य में शेयर बाजार में सुस्थिति और उसके बाद आई गिरावट के बाद एकल निवेशकों ने बड़ी संख्या में बैंक जमा, सुरक्षित सेवा निवृत्ति लिखतों और बीमा की ओर सुरक्षात्मक रुख किया (मोहन, 2004 ए)। भारत में घरेलू निवेशकों द्वारा पूंजी बाजार आधारित लिखतों की तुलना में सुरक्षित और संविदागत लिखतों के रूप में बचत करने को अधिमान देना बढ़ता गया। खुदरा निवेशकों द्वारा हाल के वर्षों में ईक्विटी बाजार में दिलचस्पी लेना शुरू करने के बावजूद उनकी सहभागिता को और बढ़ाने की आवश्यकता है। हाल के सभी सार्वजनिक निर्गमों की सफलता भी सूचित करती है कि निवेशक ईक्विटी बाजार में निवेश करना चाहते हैं। किंतु, कंपनियां कमोबेश अपने निवेश कार्यों का वित्तीयन वैकल्पिक स्रोतों से करना चाहती हैं जिससे बाजार के विकास में अवरोध आया है। भारत स्थित बड़ी और विख्यात कंपनियों ने अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों को तरजीह दी है। कम भारयुक्त, तेज और किफायती निजी स्थानन बाजार से ऋण निर्गमों के माध्यम से भी भारी संसाधन जुटाए गए। तथापि, इस खंड में पारदर्शिता का अभाव है और ऐसा लगता है कि यह सार्वजनिक निर्गम खंड की कीमत पर विकसित हो रहा है। पूंजी बाजार में पर्याप्त गतिविधियों के अभाव से घरेलू निवेशकों द्वारा निर्धारित आय लिखतों से ईक्विटी आधारित लिखतों में निवेश को विविधता प्रदान करने की प्रक्रिया बाधित हुई है।

7.75 विश्व में भारत अब तेजी से बढ़ रही अर्थव्यवस्थाओं में से एक है और अपनी वृद्धि दर बढ़ाने हेतु प्रयासरत है। पर्याप्त दीर्घावधि संसाधनों की सीमित उपलब्धता से भारत की बुनियादी संरचना के विकास पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। दो मुख्य विकास वित्तीय संस्थाओं के बैंकों में रूपांतरण से बने शून्य को भरने में बैंक समर्थ रहे हैं, किंतु कुछ सीमा तक ही। बुनियादी सुविधा के वित्तपोषण की अपेक्षा बहुत अधिक है जिससे अकेला बैंकिंग क्षेत्र उसे पूरी नहीं कर सकता। बैंकों की दीर्घावधि निधि में जोखिम पहले ही बहुत अधिक है। अतः, वे दीर्घावधि परियोजनाओं के उतने निधीयन की स्थिति में नहीं होंगे जितना वे हाल के वर्षों में कर पाए हैं। अतः, अपर्याप्त दीर्घावधि संसाधन भारत की भावी वृद्धि संभावना के मार्ग की बाधा बन सकते हैं। बेहतर रूप से कार्यरत ऋण बाजार के अभाव में बड़ी कंपनियां भी अपनी निधि आवश्यकता बैंकिंग प्रणाली से पूरी करती हैं जिससे बैंक निधि की लघु और मझौले उद्यमों और अन्य क्षेत्रों के लिए

1 पूर्व एशिया और पैसिफिक केंद्रीय बैंकों के कार्यपालकों की सभा (ईएमईएपी) में आस्ट्रेलिया, चीन, हांग कांग, इंडोनेशिया, जापान, दक्षिण कोरिया, मलेशिया, न्यूजीलैंड, फिलीपीन्स, सिंगापुर और थाइलैंड के केंद्रीय बैंक और मौद्रिक प्राधिकारी शामिल हैं।

उपलब्धता सीमित हो जाती है। इससे बैंक से उधार लेने की लागत भी बढ़ जाती है। इस प्रकार, सामान्य रूप से पूंजी बाजार का विकास और विशेष रूप से ऋण बाजार का विकास कंपनी क्षेत्र की बैंकिंग प्रणाली पर निर्भरता कम करने की दृष्टि से बहुत महत्वपूर्ण है ताकि बैंक लघु और मझौले उद्यमों, कृषि तथा संबंधित कार्यों के लिए अधिक उधार देने पर ध्यान केंद्रित कर सकें।

**7.76** वृद्धि को बनाए रखने और वित्तीय स्थिरता बढ़ाने की दृष्टि से पूंजी बाजार के महत्व को देखते हुए यह आवश्यक है कि वृद्धि के मार्ग में बाधा बनने वाले कारकों की पहचान की जाए और पूंजी बाजार की भूमिका प्रभावी करने के लिए आवश्यक सुधार किए जाएं।

#### *निर्गमों की अवधि और लागत*

**7.77** देशी पूंजी बाजार से निधि जुटाने की अवधि और लागत सार्वजनिक निर्गम जारी करने की महत्वपूर्ण बातें हैं। सार्वजनिक निर्गमों के अनुमोदन में लगने वाला समय उपयुक्त रूप से कम होना चाहिए। यदि संसाधन जुटाने के लिए लगने वाली अवधि अधिक हो तो इससे वित्तीय अवसरों पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है और निर्गमकर्ताओं की वित्त जुटाने की लागत बढ़ सकती है। कुछ देशों में अनुमोदन देने के लिए अधिकतम दिनों की सीमा निर्धारित की गई है। सामान्यतः, उच्चतम सीमा 30 दिन है। उदाहरणार्थ, मलेशिया में कंपनी बांड निर्गम के मामले में यह सीमा 14 दिन है (बीआइएस 2006)। जीडीआर/एडीआर निर्गम जारी करने के लिए एक माह से कम अवधि लगती है। भारत में पूर्ण भरा हुआ दस्तावेज प्रस्तुत करने के बाद सार्वजनिक निर्गम के अनुमोदन के लिए 21 दिन की समय सीमा है। तथापि, किसी कंपनी को सार्वजनिक निर्गम जारी करने के लिए लगभग 6 माह भी लग सकते हैं। भारत में सार्वजनिक निर्गम की लागत भी अन्य देशों की तुलना में अधिक है। कंपनी बांड और प्रतिभूतिकरण पर उच्च स्तरीय विशेषज्ञ समिति की सिफारिशों के अनुसार सार्वजनिक निर्गम जारी करने में लगने वाला समय और लागत कम करने की आवश्यकता है।

#### *संस्थागत निवेशक*

**7.78** संस्थागत निवेशक गहनता और चलनिधि उपलब्ध कराकर बाजार के विकास में महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं। वे 'जानकार' व्यापारी के रूप में कंपनियों की कंपनी संचालन प्रथाओं को सुधारने में भी सहायता करते हैं। उदाहरणार्थ, चिली में, संस्थागत निवेशकों ने निजी पेंशन उद्योग के विकास में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी जिसका देशी पूंजी बाजारों के विकास में अनुकूल प्रभाव पड़ा। भारत में, पेंशन/भविष्य निधि और बीमा कंपनियां निधि के दीर्घावधि स्रोतों के 'स्वाभाविक' धारक हैं, किंतु उनकी निधि का निवेश मुख्यतः सरकारी प्रतिभूतियों में किया जाता है जिसका एक कारण इन निवेशों का जोखिम रहित स्वरूप है जबकि दूसरा कारण कंपनी ऋण बाजार का अब तक विकसित न होना है। इसी कारण से, बैंकों को भी अचलनिधि युक्त कंपनी ऋण

प्रतिभूतियों की तुलना में गिल्ट अधिक आकर्षित करता है। परिणामस्वरूप, उन्हें भी उनके निवेश पर पर्याप्त ऊंचा प्रतिलाभ नहीं मिलता। दूसरी ओर, पारस्परिक निधियां चलनिधि-युक्त और मुद्रा बाजार योजनाओं की ओर अधिक आकर्षित होती हैं। कंपनियों की वित्तीय आवश्यकता पूरी करने के लिए पर्याप्त निधि आपूर्ति तैयार करने की दृष्टि से यह आवश्यक है कि कंपनी प्रतिभूतियों में पेंशन निधि के निवेश की सीमा शिथिल की जाए। पेंशन निधि की वृद्धि लगातार होने की संभावना है जिससे उच्च गुणवत्ता की तय आय की आस्तियों की मांग बढ़ेगी। अतः, यह महत्वपूर्ण है कि निधि की बढ़ी हुई आपूर्ति के अवशोषण के लिए निधि की मांग बनी रहे। आपूर्ति अपनी मांग स्वयं बनाएगी के आधार पर ये दो शक्तियां, कुछ सीमा तक, एक-दूसरे को कार्यान्वित करेंगी।

**7.79** पेंशन निधियों के संबंध में 'परिभाषित लाभ' स्वरूप बदलकर 'परिभाषित अंशदान' हो जाने से अन्य के साथ-साथ यह अंतर आया कि निवेश जोखिम लाभार्थी द्वारा वहन की जाएगी न कि उनके नियोक्ता द्वारा। इससे यह वांछनीय हो गया कि अधिकतर निवेश और उसका प्रबंधन उपयुक्त दीर्घावधि निवेश और निष्पादन बेंचमार्क के आधार पर व्यावसायिक तौर पर किया जाए। वैश्विक स्तर के अनुरूप, यह आवश्यक है कि ऐसी निधियों की आस्तियों के एक भाग को कुछ विवेकसम्मत सीमाओं के अधीन ईक्विटी में निवेश करने की अनुमति दी जाए। अधिवर्धिता निधि के ईक्विटी और दीर्घावधि कंपनी ऋण में निवेश जैसी अर्थव्यवस्था में दीर्घावधि बचतों की प्रतिनिधि निधियों का सहभाग निम्नलिखित अनेक कारणों से अपेक्षित होगा : (क) दीर्घावधि परिदृश्य के कारण होनेवाली अल्पावधि अस्थिरता का सामना करना; (ख) भारतीय अर्थव्यवस्था की दीर्घावधि संभावना और निष्पादन से लाभ का अवसर, और (ग) भारत में सही मूल्यांकन और पूंजी बाजार के समग्र विकास के लिए सहायता करना।

**7.80** देशी संस्थागत निवेशकों की अधिक सहभागिता से विदेशी संस्थागत निवेशकों का प्रतिबल तैयार हो सकता है जिससे विशेष रूप से अस्थिरता के समय बाजार की स्थिरता बढ़ेगी। ये निधियां दीर्घावधि धारकों के रूप में बाजार के प्रति दृष्टिकोण उपलब्ध कराएंगी जबकि विदेशी संस्थागत निवेशक बाजार के बारे में सामान्यतः अल्पावधि दृष्टिकोण रखते हैं। इस संबंध में चुनौती उपयुक्त विनियामक ढांचा तैयार करने की है जो जवाबदेही, अनिवार्य उपयुक्त प्रकटीकरण सहित संचालन बढ़ाएगा और प्रशासन को आस्ति प्रबंधन से अलग करना सुनिश्चित करेगा।

#### *पारदर्शिता और कंपनी संचालन*

**7.81** प्रोत्साहन वातावरण ने नियमित अंतराल पर कंपनी संचालन, लेखांकन और लेखा परीक्षा तथा वित्तीय प्रकटीकरण के उपयुक्त रूप से ऊंचे मानक भी उपलब्ध कराने चाहिए। सेबी ने प्रतिभूति बाजार के कार्य में

सुधार के लक्ष्य के संबंध में सुधार के व्यापक ढांचे के एक भाग के रूप में बाजार की कार्यकुशलता बढ़ाने की दृष्टि से सूचीबद्ध कंपनियों से जानकारी के प्रवाह में सुधार लाने के लिए अनेक उपाय किए। सेबी का यह भी प्रयास रहा है कि प्रकटीकरण का स्तर और पारदर्शिता में वृद्धि करके भारतीय कंपनी क्षेत्र में अनुशासन और जवाबदेही की भावना बढ़ाने के लिए सूचीबद्ध कंपनियों की कंपनी संचालन प्रथाओं में सुधार किया जाए। किंतु, कंपनी संचालन एक विकासात्मक प्रक्रिया है। इसके मानकों को अंतरराष्ट्रीय घटनाओं को ध्यान में रखकर समय-समय पर संशोधित करने की आवश्यकता है। रिपोर्ट ऑन ऑबजर्वन्स ऑफ स्टैंडर्ड्स एंड कोड्स के एक भाग के रूप में आइएमएफ और विश्व बैंक द्वारा संयुक्त रूप से भारत के लिए किए गए कंपनी संचालन आकलन के अनुसार ऐसे अनेक ओईसीडी कंपनी संचालन सिद्धांत हैं जिनका भारत में पूरा अनुपालन नहीं किया जाता। रिपोर्ट में कहा गया है कि विधि और विनियमों का पालन निरंतर महत्वपूर्ण चुनौती बना हुआ है (विश्व बैंक, 2004)। ऋण बाजार के विकास के लिए एशिया के अनेक उभरते बाजारों ने कंपनी ऋण की पुनर्संरचना की प्रक्रिया सरल बनाने और ऋणदाताओं के सुरक्षा अधिकार मजबूत बनाने की अपनी दिवालिया क्रियाविधि सुधारी है ( लुएंगरुमिचार्ड और ऑंग, 2005)। उदाहरण के लिए, थाइलैंड, कोरिया और मलेशिया में संशोधित दिवालिया - क्रियाविधि लागू की गई है।

#### पारस्परिक निधियों का प्रवेश

7.82 अनेक देशों में पारस्परिक निधियां खुदरा निवेशकों के लिए महत्वपूर्ण माध्यम होती हैं। हाल के वर्षों में भारत में पारस्परिक निधि प्रबंधक के तहत अनेक योजनाओं और आस्तियों में भारी वृद्धि के बावजूद उनकी लोकप्रियता अन्य देशों की तुलना में बहुत सीमित बनी हुई है। यह उनके द्वारा प्रबंधित आस्तियों के छोटे आकार (अमरीका में 70 प्रतिशत, फ्रांस में 61 प्रतिशत और ब्राजील में 37 प्रतिशत की तुलना में जीडीपी के 5 प्रतिशत से कम) और पारस्परिक निधियों के यूनितों में घरेलू बचत के छोटे हिस्से से प्रतिबिंबित होता है। विशेष रूप से पारस्परिक निधियों द्वारा ईक्विटी-उन्मुख योजनाओं से जुटाए संसाधन कम बने रहे, यद्यपि पिछले दो वर्षों में उनमें कुछ वृद्धि हुई थी (चार्ट VII.8)। अतः, वित्तीय आस्तियों में घरेलू बचत के बड़े भाग को आकर्षित करने के लिए देश में पारस्परिक निधियों की पहुंच बढ़ाने की आवश्यकता है।

#### विश्वसनीय और चलनिधि युक्त आय वक्र

7.83 कंपनी बांडों में अनुषंगी बाजार व्यापार को प्रोत्साहन देने के लिए आवश्यक विभिन्न सुधारों में सर्वाधिक महत्वपूर्ण कारक एक विश्वसनीय और चलनिधि युक्त बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूति आय वक्र की मौजूदगी हो सकता है। यद्यपि सरकारी प्रतिभूति बाजार के प्राथमिक और

अनुषंगी दोनों खंडों में अनेक सुधार किए गए हैं और निर्गमों के साथ ही व्यापार की मात्रा में भी तेजी देखी गई, फिर भी भारत में सरकारी प्रतिभूतियों में स्थिर और सुगम आय वक्र, विशेष रूप से दीर्घावधि परिपक्वता में, अब तक नहीं उभरा। यदि बेंचमार्क निर्गमों से निकाला गया आय वक्र प्रतिलाभ के कार्यकुशल जोखिम रहित दर को प्रतिबिंबित करता है तो सरकारी प्रतिभूति बाजार में पर्याप्त चलनिधि होनी चाहिए। सक्रिय तौर पर व्यापारित सरकारी प्रतिभूतियों की संख्या शेष प्रतिभूतियों की कुल संख्या की तुलना में बहुत कम है। दैनिक आधार पर, मुश्किल से 10-12 प्रतिभूतियों का व्यापार किया जाता है जिनमें से मात्र चार या पांच प्रतिभूतियों का सक्रिय व्यापार होता है। सक्रिय व्यापार के अभाव में, आय वक्र की वक्रता प्रतिभूतियों के मूल्यन को कठिन बना देती है (मोहन, 2006ए)। तथापि, सरकारी प्रतिभूतियों की मंदड़िया बिक्री की हाल की अनुमति इस बाबत सहायक हो सकती है।

#### ऋण बाजार के लिए व्यापार और निपटान संबंधी बुनियादी सुविधा

7.84 एक सुसंगठित ऋण बाजार का अर्थ उपयुक्त मूल्यों पर अधिक जानकारीयुक्त लेनदेन होगा। अनुषंगी बाजारों में कार्यकुशल व्यापार के लिए व्यापार और निपटान की बुनियादी सुविधाओं को पर्याप्त रूप से विकसित करना होगा। यद्यपि बीएसई और एनएसई दोनों कंपनी ऋण प्रतिभूतियों में व्यापार के लिए आदेश संचालित व्यापार मंच का प्रस्ताव करते हैं, फिर भी व्यापार की मात्रा कम रहती है। यह भी कहा जा सकता है कि कुछ विकसित बाजारों में भी कंपनी बांडों को चलनिधि की कमी का सामंमना करना पड़ता है क्योंकि उन्हें अवधिपूर्णाता तक धारित रखा जाता है। साथ ही, उनका अधिकांश व्यापार ओटीसी बाजारों में होता है, हालांकि उनमें से अनेक शेयर बाजारों में सूचीबद्ध होते हैं। प्रतिभूतियों के डिमैट रूप में निर्गम और अंतरण की निक्षेपागार प्रणाली मौजूद है और व्यापार को सुगम बनाने के लिए डिमैट रूप में ऋण लिखतों के व्यापार पर स्टाम्प शुल्क समाप्त कर दिया गया है। तथापि, ईक्विटी के मामले के विपरीत, समाशोधन गृह / निगम ऋण लिखतों का प्रतिपक्षी जोखिम नहीं उठाते। इस प्रकार, शेयर बाजारों के व्यापार मंच के माध्यम से होने वाले ऋण लेनदेनों के लिए भी निपटान सीधा सहभागियों के बीच होता है।

#### ऋण डेरिवेटिव उत्पाद

7.85 एक सुविकसित कंपनी बांड बाजार के अस्तित्व के लिए डेरिवेटिव में एक अच्छा कार्यरत बाजार आवश्यक है जहां ब्याज दर जोखिम पहले से ही प्रतिरक्षित होती है। डेरिवेटिव बाजार अंतर्निहित नकदी बाजार की चलनिधि की स्थिति सुधारने में मदद करते हैं। डेरिवेटिव उत्पादों की परिपक्व बाजारों में भारी मांग होती है क्योंकि वे निवेशकों को निवेश उत्पादों और उनके जोखिम के प्रबंध के लिए लिखतों का व्यापक दायरा



उपलब्ध कराते हैं। भारत में निर्धारित आय के डेरिवेटिव उत्पादों का अनुभव कुल मिलाकर प्रोत्साहनजनक नहीं रहा है। इस प्रकार, चलनिधि उन्नयन के लिए विशिष्ट निवेशकों को आकर्षित करने के लिए बचाव के उपयुक्त साधनों का विकास अनिवार्य है।

#### ऋण लिखतों के लिए बाजार निर्माण

7.86 'बाजार निर्माण' कंपनी बांड बाजार के विकास में महत्वपूर्ण भूमिका निभा सकता है। रेपो बाजारों का सक्रियता से उपयोग करके दोतरफा कोट्स उपलब्ध कराने वाला व्यापारियों का नेटवर्क तैयार करके अनेक देशों में सरकारी और साथ ही कंपनी बांड बाजार के विकास के लिए बाजार निर्माण का सक्रियता से उपयोग किया जाता रहा है। कुछ देशों में, कंपनियां अपने बांडों के क्रय-विक्रय के लिए तैयार रहकर यह सुविधा स्वयं ही उपलब्ध कराती हैं। इस प्रकार, वे अपने स्वयं के बांड निर्माणों के लिए बाजार का निर्माण करती हैं और चलनिधि की अनुपलब्धता की समस्या का समाधान करती हैं। अचलनिधि युक्त अनुषंगी बाजार की दृष्टि से बाजार निर्माण, कम से कम प्रारंभिक चरणों में, चलनिधि की निर्मिति और बांड बाजार में निवेशकों को आकर्षित करने में महत्वपूर्ण हो सकता है।

#### उत्पाद मानकीकरण

7.87 कंपनी बांड पेपर्स सामान्यतः मानकीकृत संविदाएं नहीं होते हैं क्योंकि उनमें निम्नवत अनेक विशेषताएं होती हैं : (i) विभिन्न संदर्भ दरों से संबद्ध कूपन्स; (ii) कॉल, पुट, कन्वर्टिबिलिटी जैसे एम्बेडेड ऑप्शन्स और अन्य ऑप्शन्स; (iii) विभिन्न प्रकार के कोलैटरल्स; और (iv) अन्य प्रसंविदाएं। इससे बांड से जुड़ा ऋण जोखिम का सटीक मूल्यांकन कठिन हो जाता है। बांड संविदा के मानकीकरण से निवेशक ऋण जोखिम का बेहतर आकलन कर सकते हैं।

#### IV. सारांश

7.88 पूंजी बाजार के विभिन्न खंडों का सुदृढ़ विकास एक बेहतर रूप से कार्यरत वित्तीय प्रणाली की पूर्व आवश्यकता है। भारत में ईक्विटी बाजार पिछले 15 वर्षों में आधुनिक हो गए हैं और अब वे अंतरराष्ट्रीय बाजारों से तुलना करने योग्य हो गए हैं। व्यापार और निपटान संबंधी बुनियादी सुविधाओं, जोखिम प्रबंधन प्रणाली और पारदर्शिता के स्तरों में स्पष्ट सुधार हुआ है। इन सुधारों से लेनदेन लागत घट गई है और इससे चलनिधि की स्थिति में सुधार हुआ है। तथापि, सार्वजनिक निर्गमों का आकार छोटा ही बना रहा क्योंकि कंपनियों ने अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार और निजी स्थान बाजारों को वरीयता दी। इससे सार्वजनिक निर्गम बाजार का विकास प्रभावित हुआ और पूंजी बाजार में निवेशकों का सहभाग कम रहा। विशेष रूप से कंपनी बांड बाजार

अविकसित बना रहा जिसके संभाव्य कारण विश्वसनीय और चलनिधि आय वक्र का अभाव, निर्गम जारी करने में लगने वाली दीर्घावधि, निर्गमों का अधिक मूल्य और अनुषंगी बाजार में चलनिधि की कमी हैं। दीर्घावधि निधि की मांग, विशेष रूप से बुनियादी सुविधाओं के लिए, पूरी करने के लिए एक सक्रिय कंपनी बांड बाजार का संवर्धन आवश्यक है।

7.89 किसी भी बाजार का विकास मजबूत संस्थागत और कानूनी ढांचे की स्थापना के साथ ही आपूर्ति और मांग पक्ष के मार्ग की बाधाएं हटाने पर निर्भर करता है। भारत में, उच्च आर्थिक वृद्धि ने कंपनी क्षेत्र से निधि की भारी मांग का निर्माण किया है जो बैंक ऋण में तेज वृद्धि और अंतरराष्ट्रीय ईक्विटी बाजार और निजी स्थान बाजार से जुटाए गए संसाधनों में वृद्धि से देखी जा सकती है। प्रोत्साहनजनक कारोबारी संभावना और निवेश के पोषक वातावरण से कंपनियों को क्षमता विस्तार के लिए प्रोत्साहन मिला है। आपूर्ति पक्ष में भी, आय और बचत के बढ़ते स्तर के लिए ईक्विटी और कंपनी ऋण सहित निवेश के विकल्प आवश्यक होंगे। अतः, इन अनुकूल कारकों से लाभ लेने के लिए पूंजी बाजार की स्थिति अच्छी रखना सुनिश्चित करने की आवश्यकता है।

7.90 यह सुनिश्चित करना आवश्यक है कि कंपनियां पूंजी बाजार से समय पर और कम लागत पर संसाधन जुटाने में समर्थ हों। मजबूत देशी संस्थागत निवेशक आधार विकसित करने की आवश्यकता भी महसूस की गई जो अनेक प्रयोजन पूरे करेगी। बाजार निर्माण एक सतत प्रक्रिया होने के कारण भारतीय ईक्विटी बाजार को अंतरराष्ट्रीय मानकों के अनुरूप रहने के लिए प्रयास करने होंगे। विशेष रूप से, कंपनी संचालन प्रथाओं को अधिक मजबूत बनाने की आवश्यकता है ताकि सामान्य निवेशकों के विश्वास का स्तर ऊंचा उठाया जा सके। इससे ईक्विटी की ओर संस्थागत मुद्रा का प्रवाह भी बढ़ जाएगा।

7.91 सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के अनुभव से सीख लेते हुए, कंपनी ऋण बाजार के विकास के लिए यह आवश्यक है कि सुविचारित अनुक्रमण के साथ नपी-तुली पद्धति से आगे बढ़ा जाए (मोहन, 2006 ए)। ऐसे विकास के लिए मुख्य सहभागियों का सहयोग और उनके बीच समन्वय भी आवश्यक है। कंपनी बांड और प्रतिभूतिकरण पर उच्च स्तरीय विशेषज्ञ समिति की सिफारिशों के आधार पर कंपनी बांड बाजारों के विकास की दिशा में प्रारंभिक कार्यवाही पहले ही शुरू की गई है। 2006-07 के केंद्रीय बजट में कंपनी बांडों के लिए सिंगल यूनिफाइड एक्सचेंज ट्रेडेड बाजार की निर्मिति प्रस्तावित है। यूनिफाइड एक्सचेंज ट्रेडेड बांड बाजार की निर्मिति की ओर पहले कदम के रूप में सेबी ने अधिकृत सूचना मंच के माध्यम से कंपनी बांडों के व्यापार संबंधी यथासंभव सटीक जानकारी प्राप्त करने की प्रणाली स्थापित करने के लिए कदम उठाए हैं। भारत में बांडों के लिए बाजार विकास प्रक्रिया अन्य देशों के अनुभवों जैसी ही

क्रमिक प्रक्रिया होने की संभावना है। कंपनी बांड बाजारों के चरणबद्ध विकास के लिए यह आवश्यक है कि व्यापक लक्ष्य रखने होंगे जिनमें निम्न बातें शामिल होंगी : (i) ऋण लिखतों के उपयुक्त मूल्यन के लिए चलनिधि युक्त सरकारी प्रतिभूति बेंचमार्क आय वक्र का निर्माण; (ii) स्पॉट और डेरिवेटिव लेनदेनों के लिए सक्रिय अनुषंगी बाजार के विकास को प्रोत्साहन देना; और (iii) बांड बाजार में सहभागी होने के लिए निर्गमकर्ताओं और निवेशकों को प्रोत्साहन देना। ये सभी लक्ष्य पारस्परिक रूप से लागू होंगे। सुधार प्रक्रिया को एक समग्र विनियामक ढांचे से सहायता मिलेगी। इस योजना से अपेक्षित परिणाम मिलने के लिए विनियामकों के साथ ही बाजार सहभागियों को भी सक्रिय भूमिका निभानी होगी। विकास के अगले चरण में कंपनी ऋण व्यापार मंच की स्थापना शामिल हो सकती है जिससे प्रभावी मूल्य खोज और विश्वसनीय समाशोधन और निपटान क्रमबद्ध रूप में हो पाता है। इस प्रक्रिया की शीघ्रता के लिए सभी संबंधितों द्वारा सकेंद्रित प्रयास करने से भारत में सक्रिय कंपनी बांड बाजार उभर पाएगा।

7.92 वित्तीय बाजारों, विशेष रूप से सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास संपूर्ण ऋण बाजार की दृष्टि से महत्वपूर्ण है क्योंकि यह ऋण बाजार के अन्य लिखतों के मूल्यन के लिए बेंचमार्क का कार्य करता है जिससे आय वक्र में मौद्रिक प्रेषण प्रक्रिया को सहायता मिलती है (मोहन, 2006 बी)। अतः, ब्याज दरों के संबंध में प्रभावी मूल्य खोज की प्रक्रिया की सहायतार्थ सरकारी प्रतिभूति बाजार व्यापक और गहन बनाने के लिए भारत में प्रयास किए गए हैं। निजी कंपनी ऋण बाजारों का विकास करते समय, सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के समय

आया हुआ अनुभव उपयोगी सिद्ध हो सकता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के संबंध में यह देखा गया है कि बांड बाजारों में चलनिधि निर्माण करने में कठिनाइयां होती हैं। सरकारी प्रतिभूति बाजार में चलनिधि कुछ ही प्रतिभूतियों में केंद्रित हो गई है। आय वक्र उभर गया है किंतु यह बाजार के दीर्घावधि बिंदु में चलनिधियुक्त नहीं है। ऋण बाजार के अल्पावधि बिंदु पर भी, अनेक लिखत लागू करने के बावजूद चलनिधि की कमी बनी हुई है और बैंक मुख्य निवेशक बने हुए हैं। प्रभावी रूप से कार्य करने के लिए कंपनी ऋण बाजार के लिए भारी संख्या में निवेशकों और व्यापक आकार वाले निर्गमों की आवश्यकता होगी। कंपनी ऋण बाजार के विकास में अधिक समय लगना तय है क्योंकि निर्गमों के आकार के कारण क्रमिक रूप से निवेशक आधार बढ़ेगा। सरकारी प्रतिभूति बाजार में निर्गमों के छोटे आकार की समस्या का निराकरण निर्गमों के समेकन के माध्यम से किया गया है। कंपनी बांडों के मामले में, इस मसले का समाधान निर्गमों में अधिक अनुशासन लाकर और पुनर्निर्गम के माध्यम से समेकन अपनाकर किया जा सकता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास में प्राथमिक व्यापारियों द्वारा निभायी गई भूमिका से संकेत लेते हुए कंपनी ऋण बाजार में ऐसे ही संस्थागत ढांचे की आवश्यकता प्रतीत होती है। आवास बंधक उत्पादों जैसे संस्थागत नवोन्मेष भी महत्वपूर्ण भूमिका निभाएंगे। व्यापारी ढांचे में सुधार प्रभावी मूल्य शोध में सहायक हो सकता है। समाशोधन निगम द्वारा लेनदेनों के निपटान की प्रतिपक्षी गारंटी से प्रतिपक्षी और निपटान जोखिम कम होगा जिससे कंपनी बांडों में अनुषंगी बाजार लेनदेन को प्रोत्साहन मिलेगा।

अनुबंध VII.1 : कंपनी बांडों संबंधी व्यापारी ढांचे की विशेषताएं

देश	व्यापार स्थल	व्यापार निष्पादन	प्रत्यक्ष सहभागी	इलेक्ट्रॉनिक या फोन से
आस्ट्रेलिया	ओ टी सी बाजार	द्विपक्षीय	व्यापारी; संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
	आस्ट्रेलियाई शेअर बाजार	क्रॉस-मैचिंग; ऑर्डर ड्रिवन	एएसएक्स ब्रोकर सहभागी	इलेक्ट्रॉनिक
	यील्ड ब्रोकर	द्विपक्षीय	व्यापारी	इलेक्ट्रॉनिक
फ्रांस	यूरोनेक्स्ट	क्रॉस-मैचिंग; ऑटो मैचिंग; ऑर्डर ड्रिवन	शेयर बाजार के सदस्य	इलेक्ट्रॉनिक
	ओ टी सी बाजार	द्विपक्षीय	व्यापारी संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
जर्मनी	फ्रैंकफर्ट शेअर बाजार	ऑर्डर ड्रिवन	शेयर बाजार सहभागी	फ्लोर ट्रेडिंग; इलेक्ट्रॉनिक
	ओ टी सी बाजार	द्विपक्षीय	व्यापारी से व्यापारी	फोन
हांग कांग	हांग कांग शेअर बाजार	क्रॉस-मैचिंग; ऑटो मैचिंग; ऑर्डर ड्रिवन	व्यापारी (शेयर बाजार सहभागी)	इलेक्ट्रॉनिक
	ब्ल्यूमबर्ग	बहु व्यापारी नीलामी	व्यापारी से व्यापारी	इलेक्ट्रॉनिक
भारत	ओटीसी; शेअर बाजार	द्विपक्षीय; ऑर्डर ड्रिवन	सहभागी; व्यापारी सदस्य	फोन; इलेक्ट्रॉनिक
जापान	शेअर बाजार	नीलामी	प्राधिकृत मध्यस्थ	इलेक्ट्रॉनिक
	ओ टी सी बाजार; एटीएस	द्विपक्षीय; बहु व्यापारी	व्यापारी से ग्राहक; बहु व्यापारी	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
मलेशिया	ओ टी सी बाजार	द्विपक्षीय	व्यापारी	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
	क्वालालंपुर शेअर बाजार (केएलएसई)	ऑर्डर ड्रिवन	शेयर बाजार के सदस्य	इलेक्ट्रॉनिक
सिंगापुर	एसजीएक्स - एसटी	क्रॉस-मैचिंग; ऑर्डर ड्रिवन	व्यापारी से व्यापारी; संस्थाएं और व्यापारी के माध्यम से खुदरा	इलेक्ट्रॉनिक
	ओ टी सी बाजार	द्विपक्षीय	व्यापारी; संस्थागत निवेशक; खुदरा निवेशक	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
थाइलैंड	ओ टी सी बाजार; बांड इलेक्ट्रॉनिक बाजार	द्विपक्षीय; ऑर्डर ड्रिवन	व्यापारी, संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
यू.के.	लंदन शेअर बाजार	बाजार निर्माता	शेयर बाजार के सदस्य	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
	एटीएस	बहु व्यापारी; ऑर्डर ड्रिवन	व्यापारी, निधि प्रबंधक; निवेश संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक
	ओ टी सी बाजार	द्विपक्षीय	व्यापारी से संस्थाएं; व्यापारी से व्यापारी	इलेक्ट्रॉनिक; फोन
अमरीका	बहु व्यापारी एटीएस	—	व्यापारी, संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक
	अंतर-व्यापारी दलाल एटीएस	ऑर्डर ड्रिवन	व्यापारी से व्यापारी; व्यापारी से संस्थाएं	फोन द्वारा
	एकल व्यापारी व्यापार प्रणाली	स्वचलित सीमा ऑर्डर बुक	व्यापारी; संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक
	एटीएसएस	क्रॉस-मैचिंग	व्यापारी से संस्था; व्यापारी के माध्यम से खुदरा और संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक
	नीलामी-एटीएस	एक पक्षीय	व्यापारी; संस्थाएं	इलेक्ट्रॉनिक
	एनवाईएसई स्वचलित बांड प्रणाली	क्रॉस-मैचिंग; ऑर्डर ड्रिवन	एनवाईएसई सदस्य	इलेक्ट्रॉनिक

स्रोत : 1. प्रतिभूति कमीशन का अंतरराष्ट्रीय संगठन (आइओएससीओ);  
2. अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआईएस)।