

8.1 वित्तीय बाजारों का समेकन बाजारों को एक करने तथा बाजारों के बीच समान परिपक्वता की आस्तियों पर जोखिम समायोजित प्रतिलाभों के अभिसरण को समर्थ बनाने की प्रक्रिया है। विभिन्न बाजार खंडों के प्रतिभागियों की अबाधित पहुंच द्वारा समेकन की प्रक्रिया सुकर बनती है। अविनियमन, वैश्वीकरण तथा सूचना प्रौद्योगिकी में प्रगति द्वारा प्रेरित होकर पूरे विश्व के वित्तीय बाजारों में उनके अंतर्गत तथा सीमा पार समेकन में वृद्धि देखी गई है। विश्व के विभिन्न भागों में स्थित केंद्रीय बैंकों ने वित्तीय बाजारों के विकास में, विशेष तौर पर 1990 के दशक में कई वित्तीय संकटों का अनुभव करने के बाद, समंजित प्रयास किए हैं। जैसी अपेक्षा की जाती है, विकसित देशों वित्तीय बाजारों में बेहतर समेकन की प्रवृत्ति होती है। साथ ही, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में अविनियमन के फलस्वरूप विभिन्न वित्तीय आस्तियों के मूल्यन पर से प्रतिबंध हटे हैं, जो बाजार समेकन की एक पूर्वापेक्षा है। राष्ट्रीय सीमाओं के बीच पूंजी अधिक चल हो गई है क्योंकि राष्ट्र देशी बचतों की अनुपूर्ति के लिए अन्य देशों की बचतों पर अधिकाधिक निर्भर रहने लगे हैं। इलेक्ट्रॉनिक भुगतान और संचार प्रणाली में हुए प्रौद्योगिक विकास ने वित्तीय केंद्रों के बीच अंतरपणन के अवसर काफी कम कर दिए हैं, और इस प्रकार वे निधियों की देश पार गतिशीलता में सहायता कर रहे हैं। मौद्रिक नीति के परिचालनात्मक ढांचे में परिवर्तन ने, मात्रात्मक नियंत्रणों से बल हटाकर अल्पावधि नीतिगत ब्याज दर जैसे मूल्य आधारित लिखतों पर बल दिए जाने के साथ, ब्याज दरों की मीयादी संरचना में परिवर्तन किया है। इसने विभिन्न बाजार खंडों के समेकन में अंशदान किया है। उत्पादों के प्रतिस्पर्धी मूल्यन द्वारा अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रस्तावों के अनुरूप विवेकपूर्ण विनियमनों के सामंजस्य ने भी बाजार समेकन प्रक्रिया को सुदृढ़ किया है।

8.2 समेकित वित्तीय बाजारों का कई कारणों से अत्यधिक महत्व है। पहला, समेकित बाजार महत्वपूर्ण कीमत संकेत देने के लिए प्राधिकारियों के लिए मार्ग का काम करते हैं (रेड्डी, 2003)। दूसरे, सक्षम और समेकित वित्तीय बाजार देशी बचत, निवेश और फलस्वरूप आर्थिक वृद्धि को संवर्धित करने के लिए महत्वपूर्ण वाहन का कार्य करते हैं (मोहन, 2005)। तीसरे, वित्तीय बाजार का समेकन अंतर्राष्ट्रीय अथवा क्षेत्रीय वित्तीय केंद्र के रूप में उभरने के लिए देश के वित्तीय क्षेत्र के लिए आवश्यक दशा का पोषण करता है (रेड्डी, 2003)। चौथे, वित्तीय बाजार का समेकन मध्यस्थों की उनके परिचालनों एवं संसाधनों के आबंटनों में प्रतिस्पर्धा एवं क्षमता बढ़ाकर वित्तीय स्थिरता में योगदान देता है (ट्रिशे, 2005)। पांचवें, समेकित

बाजारों से नवीनता तथा कम लागत की मध्यस्थता का जन्म होता है जिससे जनता, संस्थाओं और कंपनियों की वित्तीय सेवाओं की पहुंच में एकसमान सुधार आता है (गियानेटी आदि, 2002)। छठवें, समेकित वित्तीय बाजार, बाजार अनुशासन एवं सूचनात्मक दक्षता को प्रेरित करते हैं। सातवें, बाजार का समेकन वित्तीय मध्यस्थता सेवाओं को कम खर्चीला बनाने के लिए आधुनिक प्रौद्योगिकी एवं भुगतान प्रणालियों को अपनाए जाने का संवर्धन करता है।

8.3 भारत में सुधार का एक प्रमुख उद्देश्य बाजारों की संरचना में रूपांतरण लाने, अंतरपणन अवसरों को कम करने, मध्यस्थों के बाजार परिचालन में दक्षता का उच्चतर स्तर प्राप्त करने तथा अर्थव्यवस्था में मौद्रिक नीति की प्रभावशालिता बढ़ाने के लिए वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों को समेकित करना है (रेड्डी, 1999, 2005डी)। मौद्रिक नीति में वित्तीय क्षेत्र के बीच निधियों के दक्षतापूर्ण आबंटन तथा वित्तीय बाजारों के अंतर-संबंधों को बढ़ाकर विभिन्न वित्तीय उत्पादों की कीमत में एकरूपता लाने पर मूल रूप से बल दिया जाता है (मोहन, 2005)। देशी क्षेत्र में, प्रतिस्पर्धा बढ़ाकर, नए-नए लिखतों से वित्तीय गहनता लाकर, प्रवाहों या लेनदेनों पर प्रतिबंधों को शिथिल कर, लेनदेन लागतों को कम कर तथा चलनिधि बढ़ाकर बाजारों के समेकन का अनुसरण किया गया है। भारत में वित्तीय बाजारों में भी, अंतर्निहित समष्टि आर्थिक गतिविधियों के अनुरूप सुविचारित और क्रमिक पूंजी खाता उदारीकरण, देशी वित्तीय प्रणाली के तैयार रहने की स्थिति और अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों की गतिशीलता के फलस्वरूप, वैश्विक वित्तीय प्रणाली के साथ समेकन में वृद्धि हुई है (रेड्डी, 2005ए)।

8.4 उक्त की पृष्ठभूमि में, इस अध्याय में देश के भीतर तथा अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों के भीतर वित्तीय बाजारों के समेकन के विभिन्न पहलुओं पर ब्यौरेवार परख की गई है। यह अध्याय 6 खंडों में विभाजित किया गया है। खंड I में माप के मुद्दों पर चर्चा सहित वित्तीय समेकन की संकल्पना की संक्षिप्त समीक्षा की गई है। भारत में वित्तीय बाजार समेकन को समर्थ बनाने वाले नीतिगत उपायों की चर्चा खंड II में की गई है। देशी वित्तीय बाजार समेकन का आनुभविक विश्लेषण खंड III में प्रस्तुत किया गया है। देशी वित्तीय बाजारों का अंतर्राष्ट्रीय एवं क्षेत्रीय वित्तीय बाजारों के साथ समेकन खंड IV में प्रस्तुत किया गया है। खंड V में बाजारों के समेकन की प्रक्रिया को और सुदृढ़ करने के लिए कुछ उपाय सुझाए गए हैं। निष्कर्षात्मक टिप्पणियां खंड VI में दी गई हैं।

## I. वित्तीय बाजार समेकन की संकल्पना और आयाम

8.5 वित्तीय बाजार के समेकन में विभिन्न कारकों की जटिल अंतःक्रिया शामिल होती है यथा नीतिगत पहल, वित्तीय मध्यस्थों/बाजारों की संरचना और विकास, बाजार प्रतिभागियों के बीच आंगिक संबंध तथा वित्तीय लिखतों के बचतकर्ताओं और निवेशकों का अधिमान। वित्तीय बाजारों के समेकन का आकलन करते हुए बाजारों की विषमता, समेकन के आयामों, माप मुद्दों और अनुभूत लाभ और समेकन के जोखिमों को ध्यान में रखना उपयोगी होगा।

### बाजारों की विषमता

8.6 विभिन्न वित्तीय बाजार खंड एकरूप नहीं हैं क्योंकि उनमें अनेक प्रकार की ऐसी लिखतों में लेनदेन होता है जिनमें जोखिम और चलनिधि के रूप में भिन्नता होती है। पहला, बाजार के कुछ खंड राष्ट्रीय होते हैं जबकि अन्य अंतर्राष्ट्रीय स्वरूप के होते हैं जो इस बात पर निर्भर रहता है कि वित्तीय लेनदेन देश की भौगोलिक सीमा के भीतर के प्रतिभागियों के बीच है या सीमा पार के। सामान्यतः, देश की सीमा के भीतर परिचालित बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थाओं की सहभागितावाले मुद्रा और ऋण बाजार खंड राष्ट्रीय स्वरूप के होते हैं। दूसरी ओर, देशों के बीच लेनदेन करने वाले विदेशी मुद्रा बाजार तथा प्रतिभूतियों की क्रास-लिस्टिंग और विदेशी संस्थागत निवेशों की प्रतिभागिता वाले शेयर बाजार अंतर्राष्ट्रीय स्वरूप के होते हैं। दूसरा, गहराई और चलनिधि के रूप में वित्तीय बाजार अलग-अलग होते हैं। उदाहरण के लिए मुद्रा बाजार की लिखतें अधिक लिक्विड होती हैं, जबकि पूंजी बाजार के बांड कम लिक्विड होते हैं। तीसरा, आर्थिक एजेंटों की विभिन्न जरूरतें पूरी करने वाली लिखतों के आर्थिक स्वरूप के अनुसार वित्तीय बाजारों में अंतर होता है। उदाहरण के लिए, बचत, निवेश, ऋण और व्युत्पन्न लिखतों के बीच अंतर किया जा सकता है। चौथा, लिखतों की जोखिम रूपरेखा के अनुसार वित्तीय बाजारों में अंतर किया जाता है यथा सरकारी बांड, जिसमें चूक और ऋण जोखिम नहीं होते, तथा कंपनी बांड जो अपेक्षाकृत अधिक जोखिमपूर्ण स्वरूप के होते हैं। इस प्रकार बाजार खंडों का समेकन जोखिम के प्रति निवेशकर्ता के दृष्टिकोण तथा जोखिम और आस्तियों पर प्रतिलाभ के बीच के समन्वय को दर्शाता है। पांचवां, विभिन्न वित्तीय बाजारों में बाजार के प्रतिभागी अलग-अलग हो सकते हैं, यथा बैंक, बैंकेतर वित्तीय संस्थाएं, जिनमें म्युच्युअल फंड, बीमा कंपनियां, बंधक संस्थाएं तथा विशेषीकृत दीर्घावधि वित्तीय संस्थाएं शामिल हैं।

8.7 सैद्धांतिक स्तर पर वित्तीय बाजार समेकन को कई रूपों में अभिगृहीत किया गया है। वित्तीय समेकन के सबसे अधिक लोकप्रिय आर्थिक सिद्धांतों में एक मूल्य की विधि, ब्याज दरों की मीयाद संरचना, क्रयशक्ति समता जैसी समता संबंधी शर्तें, कवर की गई तथा कवर न की गई ब्याज

समता शर्तें, पूंजी आस्ति मूल्य मॉडल, अंतरपणन मूल्य सिद्धांत और मूल्य व्युत्पन्नियों का ब्लैक-शोल्स का सिद्धांत शामिल हैं (बॉक्स VIII.1)।

### वित्तीय बाजार समेकन के आयाम

8.8 मोटे तौर पर, वित्तीय बाजार का समेकन राष्ट्रीय, क्षेत्रीय और वैश्विक नामक तीन आयामों में होता है (रेड्डी, 2002 और बीआइएस, 2006)। वैकल्पिक परिप्रेक्ष्य से वित्तीय बाजार का समेकन क्षैतिज एवं ऊर्ध्वाधर रूप में हो सकता है। क्षैतिज समेकन में देशी वित्तीय बाजार खंडों के बीच अंतर-संबंध होता है, जबकि ऊर्ध्वाधर समेकन देशी बाजारों तथा अंतर्राष्ट्रीय/क्षेत्रीय वित्तीय बाजारों के बीच होता है (यूएसएआइडी, 1998)।

8.9 देशी वित्तीय बाजार समेकन के लिए विभिन्न खंडों का क्षैतिज संबंध आवश्यक है जो बचतकर्ताओं, निवेशकों और मध्यस्थों द्वारा संविभाग के विशाखीकरण को दर्शाता है। क्षैतिज समेकन के तहत, बाजार ब्याज दरें एक मूल संदर्भ दर के चारों ओर प्रतिरूपित तौर पर घूमती हैं, जिसे प्रतिस्पर्धी एवं तरल बाजार में अल्पावधि कम जोखिम वाले वित्तीय लिखत के मूल्य के रूप में परिभाषित किया जाता है। यह प्रतिरूपी तौर पर, औपचारिक वित्तीय प्रणाली के लिए मूल लिक्विडिटी प्रदान करता है तथा केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति की सख्ती कम करने के लिए प्रायः इसका प्रयोग करते हैं। देशी बाजारों को काफी समेकित होना चाहिए क्योंकि बिचौलिए एक साथ बाजार के विभिन्न खंडों में लेनदेन करते हैं; उदाहरण के लिए वाणिज्य बैंक बचत (जमा) तथा ऋण दोनों बाजारों में लेनदेन करते हैं।

8.10 वैश्विक समेकन पूंजीगत नियंत्रणों तथा रोक करों जैसी रूकावटों को दूर करके विभिन्न देशों के बीच मुक्त पूंजी प्रवाह और वित्तीय सेवाओं के लिए देशी बाजारों और संस्थाओं को खोलने का संकेत करता है। वैश्विक समेकन के अधिक गंभीर आयाम के लिए देशों के बीच जनता, प्रौद्योगिकी और बाजार प्रतिभागियों की आवाजाही संबंधी बाधाओं को हटाना आवश्यक है (बीआइएस, 2006)। सामान्य रूप से सहमत न्यूनतम मानक अपनाकर अथवा मानकों की पारस्परिक मान्यता के माध्यम से राष्ट्रीय मानकों एवं कानूनों के बीच सुसंगति के जरिए वैश्विक समेकन का संवर्धन किया जाता है (रेड्डी, 2005सी)।

8.11 दिए गए क्षेत्र तथा उस क्षेत्र में सेवा प्रदान करनेवाले प्रमुख वित्तीय केंद्र के बीच संबंधों के कारण क्षेत्रीय वित्तीय समेकन होता है। क्षेत्रीय स्तर पर नेटवर्क के बाहरीपन तथा कतिपय भौगोलिक केंद्रों में संकेंद्रित होने की बाजार निर्माताओं की प्रवृत्ति के कारण आर्थिक समेकन आसानी से प्राप्त किया जा सकता है। गुरुत्व मॉडल, जो दो देशों के बीच में आर्थिक आकार और दूरी को हिसाब में लेते हैं, द्विपक्षीय व्यापार एवं निवेश प्रवाहों को स्पष्ट करते हैं। इसके अलावा, स्थानीय वित्तीय बाजारों को विकसित करने के लिए क्षेत्रीय वित्तीय समेकन एक महत्वपूर्ण साधन हो सकता है, उदाहरण के लिए, संस्थाओं को सुदृढ़ बनाने तथा स्थानीय प्रथाओं को अपग्रेड करने के लिए अभिजात दबाव के जरिए (बीआइएस, 2006)।

### बॉक्स VIII.1

#### वित्तीय बाजार समेकन का सिद्धांत

आगस्तिन कुरनोट (1927) तथा आल्फ्रेड मार्शल (1930) द्वारा तैयार किया गया एक मूल्य का कानून (एलओओपी) वित्तीय बाजार समेकन में अंतर्निहित मूलभूत सिद्धांत का गठन करता है। एलओओपी के अनुसार, प्रशासनिक तथा सूचनात्मक अवरोध की अनुपस्थिति में समान आस्तियों पर जोखिम, समायोजित प्रतिलाभ बाजारों के बीच तुलनीय होने चाहिए। जहां एलओओपी में वित्तीय बाजार समेकन के लिए सामान्यीकृत रूपरेखा दी गई है, वित्तीय साहित्य वैकल्पिक सिद्धांत प्रदान करता है जो विभिन्न वित्तीय बाजार खंडों के बीच परिचालनात्मक संबंध स्थापित करता है।

पहला, ब्याज दरों की संरचना जो निष्पक्ष प्रत्याशाओं, चलनिधि अधिमान, और बाजार के खंडकरण के प्रतिमानों से उत्पन्न होती है, विभिन्न परिपक्वता स्पेक्ट्रम अर्थात् वित्तीय बाजार के लघु, मध्यम और दीर्घ छोर के बीच समन्वय स्थापित करती है (ब्लाइंडर, 2004)। सामान्य तौर पर, संरचना शब्द का प्रयोग एक विशेष प्रकार की लिखत यथा जोखिममुक्त सरकारी प्रतिभूति के लिए किया जाता है। मौद्रिक अर्थशास्त्र साहित्य में, यह माना जाता है कि ब्याज दर की संरचना शब्दावली में मुद्रास्फीति एवं वृद्धि के भविष्य के मार्गों के बारे में उपयोगी जानकारी निहित होती है, जो अधिकांश देशों में नीति के वस्तुनिष्ठ कार्य की विशेषता है। दूसरा, नोबल पुरस्कार विजेता विलियम शार्प (1964) के पूंजी आस्ति मूल्यन मॉडल (सीएपीएम) का व्यापक प्रयोग वित्तीय आस्तियों के व्यवस्थागत जोखिम का मूल्यन करने के लिए होता है। उक्त सीएपीएम बाजार लिखतों तथा सरकारी प्रतिभूतियों जैसी जोखिममुक्त लिखतों के बीच संपर्क स्थापित करता है। सीएपीएम में एक ऐसे सरल विश्व की परिकल्पना की

गई है जिसमें कोई कर और लेनदेन लागत नहीं हो, तथा एक समान निवेशक हों। ऐसे विश्व में, बाजार संविभाग अति सक्षम संविभाग होना चाहिए (टोबिन, 1958)। सभी निवेशकों के पास बाजार पोर्टफोलियो होगा, लिवरेजिंग अथवा डी-लिवरेजिंग जोखिम और प्रतिलाभ का वांछित स्तर प्राप्त करने के लिए जोखिममुक्त आस्ति द्वारा चालित होगा। तीसरा, ब्लैक-शोल्स के आप्शन मूल्यन सिद्धांत में एक ओर व्युत्पन्न उत्पाद तथा दूसरी ओर अंतर्निहित आस्तियों के नकदी/हाजिर बाजार के बीच के संबंध को अभिगृहीत किया गया है। वित्त सिद्धांत में बहुधा कोट किए जानेवाले 'पुट-कॉल' समता सिद्धांत यह बताता है कि अंतरपणन के अवसरों के अभाव में व्युत्पन्न लिखत की प्रतिकृति कुछ उधार देने या लेने के कार्यकलाप के साथ अंतर्निहित आस्ति के हाजिर मूल्य के रूप में की जा सकती है। विदेशी मुद्रा वायदा और मुद्रा बाजार लिखतों के बीच के संबंधों का विश्लेषण करने के लिए वायदा-हाजिर समता सिद्धांत का व्यापक उपयोग किया जाता है।

आर्थिक और वित्तीय संस्थाओं के अलावा, सूचना की दक्षता के कारण भी वित्तीय बाजार समेकन हो सकता है क्योंकि आर्थिक एजेंट नीति के भविष्य के मार्ग तथा वास्तविक क्षेत्र की गतिविधियों के बारे में प्रत्याशा करते हैं। उदाहरण के लिए, निवासियों और अनिवासियों तथा बाजारों और मध्यस्थों के बीच लेनदेन विनियामक अवरोधों के कारण अपूर्ण या सीमित रहने पर भी, प्रतिभागी ऐसी आशा कर सकते हैं कि समय पर बाजारों के अधिक खुलावा और उदारीकरण के प्रति नीति में बदलाव आने के साथ ऐसे प्रतिबंध ज्यादा दिन नहीं चलेंगे।

#### वित्तीय समेकन के उपाय

8.12 कई दृष्टिकोणों का प्रयोग करते हुए देशी, वैश्विक और क्षेत्रीय समेकन की प्रगति की माप की जा सकती है। सामान्यतः, इन उपायों को तीन वर्गों में विभाजित किया जाता है: संस्थागत/विनियामक उपाय, मात्रा और मूल्य आधारित उपाय। नीतिगत परिप्रेक्ष्य से, वित्तीय समेकन के विशिष्ट संकेतकों को विधिक और तथ्यपूर्ण उपायों के रूप में वर्गीकृत किया जा सकता है। देशों के बीच तथा बाजार खंडों के बीच व्यापार एवं पूंजी प्रवाह पर विधिक प्रतिबंधों की मौजूदगी बार-बार उपयोग किए जानेवाले विधिक संकेतक हैं। तथापि, इन संकेतकों में कई कमियां होती हैं क्योंकि प्रतिबंध बाध्य नहीं हो सकते हैं, अथवा उनका आदर इसलिए नहीं किया जाता क्योंकि पूंजी प्रवाह अस्तित्व में नहीं होंगे। वे वित्तीय समेकन के सभी संभव अवरोधों के विशिष्ट पहलू को कवर नहीं कर सकते (प्रसाद आदि, 2006)। तथापि व्यवहार में प्रतिबंधों के अस्तित्व में होने या न होने की द्विभाजी योजना को अपनाने वाले विधिक संकेतक पूंजी प्रवाहों के प्रति देशों के खुलेपन की वास्तविक मात्रा प्रकट नहीं कर सकते।

8.13 वित्तीय समेकन के तथ्यपूर्ण संकेतक सामान्यतः कीमतों या मात्राओं पर आधारित होते हैं। मूल्य समकरण की माप तथा बाजार खंडों की समाभिरूपता के लिए सामान्य रूप से उपयोग किए जानेवाले मूल्य आधारित उपायों में बाजारों के बीच के अंतराल, विभिन्न ब्याज दरों के

बीच के सह-संबंध, ब्याज दरों की मीयाद संरचना में सामान्य प्रवृत्ति के परीक्षण तथा अस्थिरता संप्रेषण शामिल हैं। नीतिगत परिप्रेक्ष्य से एक ओर आधिकारिक अल्पकालिक दर एवं बैंचमार्क अल्पकालिक बाजार लिखत और दूसरी ओर विभिन्न अन्य बाजार ब्याज दरों के बीच ब्याज दर स्प्रेड (अंतराल) का उपयोग मूल्य समाभिरूपता और नीति की प्रभावशालिता की माप के लिए किया जाता है। मूल्य-संबद्ध उपायों में समाविष्ट तथा असमाविष्ट ब्याज दर समता तथा देशों के बीच आस्ति मूल्य का संबंध भी शामिल हैं। तथापि, वैश्विक अथवा क्षेत्रीय वित्तीय समेकन, विशेष तौर पर उभरते बाजारों में, मापने के लिए मूल्यों का उपयोग करने में गंभीर व्यावहारिक समस्याएं हैं। इसका कारण यह है कि सामान्य बाह्य कारक अथवा समान समष्टि आर्थिक मूलभूत तत्वों के कारण, न कि बाजार समेकन के कारण, कीमतें साथ-साथ चल सकती हैं। इसके अलावा, मुद्रा, ऋण चलनिधि जोखिमों में भिन्नता द्वारा कीमतें प्रभावित हो सकती हैं जिसका निहितार्थ यह है कि पर्याप्त मात्रा में वित्तीय समेकन होने पर भी अलग मूल्य गतिविधि हो सकती है (प्रसाद आदि, 2006)।

8.14 चलनिधि और पण्यवर्त आंकड़ों का उपयोग देशी वित्तीय बाजार खंडों के बीच अंतर संबंध मापने के लिए मात्रात्मक संकेतकों के रूप में किया जाता है। वैश्विक समेकन के लिए, पूंजी प्रवाह यह सूचित करता है कि क्या कोई देश एक समय में वित्तीय रूप से अधिक अथवा कम समेकित

हो रहा है। इस संदर्भ में, निवल प्रवाहों की अपेक्षा पूंजी के सकल प्रवाह बेहतर माप हो सकते हैं क्योंकि निवल प्रवाह समान बड़े अंतर्वाह और बहिर्वाह वाले देशों के समेकन की मात्रा का न्यून अनुमान लगा सकते हैं। वित्तीय समेकन कितनी तेजी से हो रहा है इसके संकेतक के रूप में पूंजी प्रवाहों की एक सीमा यह है कि वे अल्पावधि बाजार स्थितियों में हुए परिवर्तनों द्वारा प्रभावित होते हैं तथा तेजी से घटबढ़ सकते हैं। मूल्यन प्रभाव को हिसाब में लेने के बाद सकल पूंजी प्रवाह के संचयन पर आधारित स्टाक मान अल्पावधि बाजार स्थितियों द्वारा कम प्रभावित होते हैं। सामान्यतः उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए इन उपायों को तरजीह दिया जाता है। वित्तीय खुलेपन का अधिक प्रत्यक्ष उपाय जीडीपी के भाग के रूप में विदेशी आस्तियों और देयताओं के अनुमानित सकल स्टाक पर आधारित

है। स्टाक के आंकड़े समेकन के बेहतर संकेतक हैं क्योंकि ये कम अस्थिर हैं तथा यह मानते हुए कि ऐसी चूक समय पर सह-संबद्ध नहीं है, इसमें माप संबंधी चूक की कम संभावना रहती है ( प्रसाद आदि, 2003)।

### वित्तीय समेकन के लाभ और जोखिम

8.15 हालांकि वित्तीय समेकन के अनेक लाभ हैं, इसमें कई जोखिम भी हैं। वित्तीय बाजार समेकन के लाभ और उनकी लागत देशी वित्तीय बाजार समेकन, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय समेकन और वित्तीय विकास की मात्रा पर निर्भर होती हैं। वित्तीय बाजार समेकन के लाभ और जोखिमों का मूल्यांकन करना विशेषतः खुले पूंजी खाते वाली अर्थव्यवस्था में एक जटिल मुद्दा है (बाक्स VIII.2)।

#### बाँक्स VIII.2

#### वित्तीय समेकन के लाभ और जोखिम

वित्तीय समेकन के लाभ और जोखिम को शासकों, व्यक्तियों, कंपनियों और वित्तीय संस्थाओं के परिप्रेक्ष्य में देखा जा सकता है। पदानुक्रम में, पहले देशी वित्तीय बाजार समेकन आता है, उसके बाद वैश्विक तथा क्षेत्रीय समेकन (सुंदरराजन आदि, 2003)। अंतर्राष्ट्रीय समेकन से भिन्न, देशी वित्तीय समेकन के लाभों के बारे में शायद ही कोई विवाद हो। देशी वित्तीय बाजार बाजार-आधारित अर्थव्यवस्था का महत्वपूर्ण स्तंभ है क्योंकि वे बचत जुटाते हैं, जोखिम बांटते हैं, बाह्य वित्तीय आघातों को सहते हैं, बाजार आधारित प्रोत्साहनों के जरिए अच्छे शासन का पोषण करते हैं तथा अधिक स्थिर निवेश वित्तपोषण में और इस प्रकार उच्चतर आर्थिक वृद्धि, निम्नतर समष्टि आर्थिक अस्थिरता एवं गुरुतर वित्तीय स्थिरता में अंशदान करते हैं (मोहन, 2005)। स्थानीय वित्तीय बाजारों का विकास भी विदेशी पूंजी, मुद्रा और परिपक्वता बेमेल सहित, पर अधिक निर्भरता से जुड़े जोखिमों को कम करता है (प्रसाद आदि, 2003)। देशी समेकन नीति आवेगों के संप्रेषण के लिए प्रभावी माध्यम प्रदान करता है (पेटरसन, 2001; भोई और धल, 1998)।

वैश्विक समेकन के लाभ पूंजीगत प्रवाहों के आकार, संरचना और गुणवत्ता पर निर्भर होते हैं। वैश्विक वित्तीय समेकन में प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष अथवा संपार्श्विक लाभ शामिल होते हैं (प्रसाद आदि, 2006)। वित्तीय खुलेपन का समर्थन करने वाले विश्लेषणात्मक तर्क मुख्य विचारों के चारों ओर घूमते हैं यथा उपभोग समकारिता के लिए अंतर्राष्ट्रीय जोखिम हिस्सेदारी के लाभ, देशी निवेश एवं वृद्धि पर पूंजी प्रवाहों के सकारात्मक प्रभाव, बढ़ा हुआ व्यक्ति आर्थिक अनुशासन तथा बड़ी हुई क्षमता और वित्तीय खुलेपन के साथ जुड़ी देशी वित्तीय प्रणाली की गुरुतर स्थिरता (अगेनोर, 2001)। अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय समेकन कुल कारक उत्पादकता को सकारात्मक रूप से प्रभावित कर सकता है (लेवाइन, 2001)। वित्तीय खुलापन देशी वित्तीय बाजारों की गहराई और चौड़ाई बढ़ा सकता है और एकाधिकार प्राप्त एवं संघीकृत बाजारों से जुड़ी लागतों और अतिरिक्त लाभों को कम करके तथा इस प्रकार निवेश लागत कम करके एवं संसाधन आबंटन में सुधार लाकर वित्तीय मध्यस्थता प्रक्रिया की दक्षता की मात्रा बढ़ा सकता है (लेवाइन, 1996; कैपरिओ और होनहन, 1999)। अंतर्राष्ट्रीय समेकन पर अनुभविक अध्ययन वित्तीय समेकन के लाभों के निश्चित परिप्रेक्ष्य प्रस्तावित करते हैं। चीन और भारत को छोड़कर उभरते बाजारों का संचयी वृद्धि कार्य-

निष्पादन वैश्वीकरण के तहत सामान्यतः देखे गए की तुलना में कम प्रभावशाली प्रतीत होता है (प्रसाद आदि, 2006)।

वित्तीय बाजार का समेकन कुछ जोखिम प्रस्तुत करता है तथा इसमें लागत की आवश्यकता होती है। एक प्रमुख जोखिम संक्रमण से संबंधित है जो पूर्व एशियाई संकट के मामले में स्पष्ट था। ऐसे दो माध्यम हैं जिनके जरिए आम तौर पर संक्रमण कार्य करता है। पहला, वास्तविक माध्यम जो अन्य खंडों में परिचालित प्रतिभागियों पर वास्तविक एक्सपोजर के माध्यम से 'डामिनो प्रभाव' के लिए संभाव्यता से संबंधित होता है। दूसरा, सूचना माध्यम जो सही एवं सामयिक सूचना के अभाव में संक्रमणात्मक आहरणों से संबद्ध होता है। देशी और अंतर्राष्ट्रीय समेकन में वृद्धि के कारण संक्रमण का जोखिम बढ़ जाता है क्योंकि बाजार के एक खंड की समस्याएं अन्य बाजारों तक संप्रेषित होने की संभावना होती है जिसमें प्रणालीगत अस्थिरता उत्पन्न करने की संभाव्यता रहती है।

वैश्वीकरण के संबंध में, संभाव्य लागतों में ये शामिल होते हैं : पूंजी प्रवाहों का अधिक संकेंद्रण, प्रवाहों का दुराबंटन, जो उनके वृद्धि के प्रवाहों को रोक सकता है तथा देशी विकृतियों को तीव्र कर सकता है; समष्टि आर्थिक स्थिरता की हानि; अल्पावधिक पूंजी प्रवाहों का प्रचक्रिय स्वरूप तथा आकस्मिक विपर्यय का जोखिम; पूंजी प्रवाहों में अत्यधिक अस्थिरता जो अंशतः झुंड में रहने एवं संक्रमण प्रवाहों से संबंधित होती है; तथा विदेशी बैंक के आने से संबद्ध जोखिम (दादुश, दासगुप्ता और रथ, 2000)। अधिकांश अध्ययन यह पाते हैं कि प्रत्यक्ष निवेश में पूंजी प्रवाहों के अन्य प्ररूपों की तुलना में कम अस्थिर होने की प्रवृत्ति होती है (चुहान आदि, 1996; ब्रुवर और नोल्लेन, 2000; सार्नो और टेलर, 1999)। पूंजी प्रवाहों की अस्थिरता से विनिमय दर में अस्थिरता आती है (अस्थिर विनिमय दर के तहत) अथवा आधिकारिक भंडारों में अधिक घटबढ़ होती है (नियंत्रित विनिमय दर काल के तहत) तथा कभी-कभी पूर्व एशियाई संकट जैसा मुद्रा संकट आ सकता है। उदाहरण के लिए सांकेतिक विनिमय दर अस्थिरता, निर्यातकों को उपयुक्त बचाव तकनीक उपलब्ध न होने पर, निर्यात की वृद्धि को रोक सकता है। बड़े पूंजी अंतर्वाहों से भी तीव्र मौद्रिक विस्तार (आक्रामक निष्प्रभावीकरण नीतियों की कठिनाई एवं लागत के कारण), मुद्रास्फीतिकारी दबाव (देशी व्यय पर पूंजी अंतर्वाहों के प्रभाव के परिणामस्वरूप), वास्तविक विनिमय दर में वृद्धि तथा चालू खाता घाटों में वृद्धि हो सकती है।



8.16 हाल के वर्षों में, वित्तीय वैश्वीकरण के बारे में कुछ पुनर्चिंतन दिखाई देता है जो 1990 के दशक के उत्तरार्ध में उत्पन्न विभिन्न संकटों एवं चालू वैश्विक असंतुलों पर आधारित है (रेड्डी, 2005बी)। संक्रमण प्रभावों के कारण, कुछ अर्थशास्त्रियों ने पूंजी खाते में बढ़ते हुए उदारीकरण एवं निर्बाध पूंजी प्रवाहों को वैश्विक वित्तीय स्थिरता के लिए गंभीर व्यवधान के रूप में देखा है (रोड्रिक, 1998; भगवती, 1998; और स्टिगलिट्ज़, 2002)। अन्य लोगों का यह तर्क है कि पूंजी खाते के खुलेपन में वृद्धि निम्नतर से मध्यम आय की स्थिति में अपग्रेड होने के लक्ष्य वाले देशों के लिए काफी आवश्यक साबित हुई है (प्रसाद आदि, 2006)। अंतर्राष्ट्रीय पूंजी प्रवाहों से लाभ उठाने के लिए मेजबान देशों को सुदृढ़ समष्टि आर्थिक नीतियों का अनुसरण करने, सुदृढ़ संस्थाएं विकसित करने तथा वित्तीय प्रणालियों की स्थिरता के लिए उपयुक्त विनियामक ढांचा अपनाने तथा धारित आर्थिक प्रगति की आवश्यकता है (रेड्डी, 2003 और 2005)।

8.17 ऐसा अधिकाधिक महसूस किया जा रहा है कि व्यापार समेकन, जिसमें सभी देशों को लाभ दिखाई देता है, से भिन्न वित्तीय समेकन के मामले में पूरा लाभ पाने के लिए यह महत्वपूर्ण है कि देश की अर्थव्यवस्था तैयारी और लचीलेपन के प्रवेशद्वार पर हो (कोसे आदि, 2006)। इस बारे में एक निर्णायक दृष्टिकोण अपनाये जाने की जरूरत है कि क्या और कब देश प्रवेश द्वार तक पहुंचता है। इष्टतम समेकन का स्वरूप अत्यधिक देश-विशिष्ट तथा संदर्भात्मक होता है। वित्तीय समेकन तक सतर्कतापूर्वक, अधिमानतः सत्याभासी रोडमैप के ढांचे के भीतर जिसे देश-विशिष्ट एवं संस्थागत विशिष्टताओं को सम्मिलित करते हुए तैयार किया गया हो, पहुंचने की आवश्यकता है। संतुलित रूप में वैश्विक प्रक्रिया में सुप्रबंधित तथा उपयुक्त समेकन का अधिक फायदा प्रतीत होता है, जो बड़े पैमाने पर नहीं बल्कि अधिकारियों द्वारा अधिक प्रभावी हस्तक्षेप का संकेत करता है। वस्तुतः बाजार शून्य में अर्थात् बाह्य रूप से लागू किए गए नियमों के बिना मौजूद नहीं रह सकता तथा यह सार्वजनिक नीति का परिणाम होता है (रेड्डी, 2006बी)। इस प्रकार, वित्तीय क्षेत्र की दक्षता बढ़ाने की दृष्टि से यह आवश्यक है कि संस्थाओं के बीच न सिर्फ प्रतिस्पर्धा को बढ़ावा दिया जाए अपितु ऐसी प्रणाली भी विकसित की जाए जो बाजारों को अधिकतम सूचना पारदर्शी एवं संतुलित तौर पर प्रसारित करने को सुकर बनाए।

### III. भारत में बाजार समेकन को समर्थ बनाने के लिए नीतिगत उपाय

8.18 1990 के दशक के प्रारंभ तक, भारत का वित्तीय क्षेत्र सख्ती से नियंत्रित था। बाजार के सभी खंडों में ब्याज दरें प्रशासित थीं। बाजार के विभिन्न खंडों के बीच निधि प्रवाह व्यापक व्यष्टि विनियमनों द्वारा प्रतिबंधित था। बाजार के विभिन्न खंडों में कार्यरत प्रतिभागियों पर भी प्रतिबंध थे।

बैंक सांविधिक व्यवस्थाओं के तहत सरकारी प्रतिभूतियों में बंधुवा अभिदाता बने रहे। सरकारी प्रतिभूतियों का द्वितीयक बाजार निष्क्रिय था। ईक्विटी बाजार में, नए ईक्विटी निर्गम कई जटिल विनियमनों एवं प्रतिबंधों द्वारा शासित थे। ऐसी ईक्विटी के द्वितीयक बाजार ट्रेडिंग में पारदर्शिता एवं गहराई की कमी थी। विदेशी मुद्रा बाजार अत्यधिक उथले बने रहे क्योंकि अधिकांश लेनदेन विदेशी मुद्रा विनियमन के तहत अनम्य एवं कम सीमाओं द्वारा शासित थे और उनके लिए पूर्वानुमोदन अपेक्षित था। विनिमय दर मुद्रा बास्केट से संबद्ध था। यद्यपि विनियमित वातावरण में वित्तीय क्षेत्र में काफी वृद्धि हुई पर उसमें वांछित दक्षता नहीं आ पायी। वित्तीय मध्यस्थों के विभिन्न प्रकार के कार्यकलापों के विखंडन ने मौजूदा वित्तीय मध्यस्थों के बीच प्रतिस्पर्धा की गुंजाइश को समाप्त कर दिया (मोहन, 2004बी)।

8.19 1990 के दशक के प्रारंभ में शुरू किए गए वित्तीय बाजारों के सुधार में संरचनागत अवरोधों को दूर करने, नए खिलाड़ियों/लिखतों का प्रारंभ करने, वित्तीय आस्तियों के मुक्त मूल्यन, मात्रात्मक प्रतिबंधों को शिथिल करने, ट्रेडिंग, समाशोधन और निपटान प्रथाओं में सुधार तथा गुरुतर पारदर्शिता की ओर ध्यान केंद्रित किया गया (मोहन, 2004बी, 2006)। मुद्रा, विदेशी विनिमय, सरकारी प्रतिभूतियों एवं ईक्विटी बाजारों में किए गए अन्य नीतिगत पहलों का उद्देश्य था - संस्थाओं को सुदृढ़ बनाना, गुरुतर पारदर्शिता, बाजार की अच्छी प्रथाओं को प्रोत्साहित करना, प्रभावी भुगतान और निपटान प्रक्रिया, युक्तियुक्त कर संरचनाएं तथा मदद करने वाला विधायी ढांचा। वित्तीय प्रणाली में विभिन्न मूल्य और मूल्येतर नियंत्रणों को समाप्त करने से वित्तीय बाजारों का समेकन करने में सुविधा हुई है। बाजारों को विकसित करने के लिए किए गए विभिन्न उपायों को संबंधित अध्यायों में प्रस्तुत किया गया है, विशेष रूप से कुछ उपायों ने बाजारों के समन्वयन को सुकर बनाया (बाक्स III.3)।

### III. भारत में देशी वित्तीय बाजार समेकन

8.20 मोटे तौर पर भारत के देशी वित्तीय बाजार में मुद्रा बाजार, ऋण बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार, ईक्विटी बाजार, कंपनी ऋण बाजार तथा विदेशी मुद्रा बाजार शामिल हैं, जिनमें से प्रत्येक के बारे में पिछले अध्यायों में लम्बी चर्चा की गई है। विभिन्न बाजार खंडों के बीच समेकन के चैनल अलग-अलग हैं। उदाहरण के लिए, भारतीय मुद्रा और विदेशी विनिमय बाजार वाणिज्य बैंकों की मौजूदगी तथा दोनों बाजारों के अल्पकालिक स्वरूप के कारण आंतरिक रूप से जुड़े हुए हैं। विभिन्न माध्यमों से संबंध स्थापित किया गया है, यथा समुद्रपारीय बाजारों में बैंकों द्वारा उधार लेना, कंपनियों को बचाव की सुविधा देना, विदेशी मुद्रा जमाराशियां स्वीकार करना तथा समुद्रपारीय वणििक लेनदेनों

### बॉक्स VIII.3

#### भारत में वित्तीय बाजार समेकन को समर्थ बनाने वाले उपाय

मोटे तौर पर, भारत में वित्तीय बाजारों का समेकन मुक्त मूल्यन, बाजारों में सहभागिता के आधार पर व्यापक बनाने, नए लिखत लागू करने तथा भुगतान एवं निपटान संबंधी बुनियादी सुविधा में सुधार लाने जैसे विभिन्न उपायों द्वारा सुकर बनाया गया है।

#### मुक्त मूल्यन

- वित्तीय बाजारों में मुक्त मूल्यन को विभिन्न उपायों द्वारा सुकर बनाया गया। इनमें अन्य बातों के साथ-साथ ये शामिल हैं: जमा तथा ऋण पर ब्याज दर निश्चित करने की बैंकों को स्वतंत्रता; भारतीय बैंक संघ द्वारा 1989 में मांग मुद्रा दर पर लगाई गई 10 प्रतिशत की अधिकतम सीमा को हटाना; सरकारी प्रतिभूतियों पर प्रशासित ब्याज दरों को नीलामी प्रणाली द्वारा प्रतिस्थापित करना; अप्रैल 1997 में तदर्थ खजाना बिलों की प्रणाली को समाप्त कर उसे 1 अप्रैल 1997 से अर्थोपाय अग्रिमों की प्रणाली द्वारा प्रतिस्थापित करना; एकल मुद्रा स्थिर विनिमय दर प्रणाली से बाजार निर्धारित चल विनिमय दर युग में विनिमय दर युग का बदलाव; पूंजी खाता परिवर्तनीयता समिति (अध्यक्ष : श्री एस.एस. तारापोर) की सिफारिशों के अनुरूप पूंजी खाते को क्रमिक रूप से उदार बनाना (देखें विदेशी मुद्रा बाजार पर अध्याय VI); तथा विदेशी मुद्रा अनिवासी (एफसीएनआर) जमा (तीन साल से अनधिक) की ब्याज दरें निर्धारित करने (अधिकतम सीमा के अधीन) तथा परिपक्वता अवधि तय करने की बैंकों को स्वतंत्रता; और बचाव जोखिम के लिए व्युत्पन्न उत्पादों का प्रयोग करना।
- पूंजी बाजार में, पूंजी निर्गम (नियंत्रण) अधिनियम, 1947 को रद्द कर दिया गया। नया निर्गम बाजार में बुक बिल्डिंग की प्रक्रिया लागू करने से कीमत की खोज की प्रक्रिया सुदृढ़ हुई।

#### व्यापक सहभागिता

- जीएटीएस के अंतर्गत विश्व व्यापार संगठन को भारत द्वारा दी गई वचनबद्धता के अनुरूप विदेशी बैंकों की मौजूदगी बढ़ने से देशी तथा अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में, प्रतिस्पर्धा बढ़ने के अलावा, अंतर-संबंध सुदृढ़ हुए।
- प्रारंभ में, वित्तीय संस्थाओं, गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों, प्राथमिक/अनुषंगी व्यापारियों, म्यूच्युअल फंडों तथा कंपनियों (प्राथमिक व्यापारियों के माध्यम से) जैसी बैंकेतर संस्थाओं को शामिल कर मांग बाजार में सहभागिता को क्रमिक रूप से व्यापक बना दिया गया। मांग मुद्रा बाजार को शुद्ध अंतर-बैंक बाजार में रूपांतरित करने की प्रक्रिया, जो मई 2001 में शुरू हुई थी, अगस्त 2005 में पूरी हो गई।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों को भारतीय ईक्विटी बाजार में भाग लेने की तथा प्राथमिक एवं द्वितीयक दोनों प्रकार के बाजारों में सरकारी (केंद्र तथा राज्य) दिनांकित प्रतिभूतियों में निवेश करने के लिए 100 प्रतिशत ऋण निधियां स्थापित करने की अनुमति दी गई। इससे अंतर्राष्ट्रीय बाजारों के साथ देशी बाजारों को समेकित करने में काफी बल मिला।
- बैंकों/प्राधिकृत व्यापारियों को विदेश से निधियां उधार लेने और निवेश करने (कुछ सीमाओं के अधीन), किसी उत्पादक प्रयोजनों के लिए भारत में कंपनियों को विदेशी मुद्रा में उधार देने की अनुमति देकर, और इस प्रकार ब्याज लागत एवं विनिमय जोखिम को न्यूनतम करने का विकल्प देकर, देशी विदेशी मुद्रा बाजार और समुद्रपारीय बाजार के बीच संबंध (ऊर्ध्वधर समेकन) को सुकर बनाया गया। निर्यातक विदेशी मुद्रा ऋण के लिए रुपया ऋण को प्रतिस्थापित भी कर सकते हैं।
- भारतीय कंपनियों को अमरीकी/वैश्विक डिपॉजिटरी रसीद (एडीआर/जीडीआर), विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांड (एफसीसीबी) तथा बाह्य वाणिज्यिक उधारों (ईसीबी) के माध्यम से विदेश से संसाधन जुटाने की अनुमति दी गई, इस प्रकार, अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार के साथ देशी पूंजी बाजार के समेकन को सुकर बनाया गया। फरवरी 2002 में रिजर्व बैंक ने एडीआर/जीडीआर की दुतरफा प्रतिमोच्यता की अनुमति प्रदान की।

- कंपनियों को वायदा संविदाओं के निरसन एवं उनकी दुबारा बुकिंग का आश्रय लेकर, पिछले निष्पादन के आधार पर वायदा संविदाएं बुक करके, विदेशी मुद्रा आप्शन और वायदा का प्रयोग करके, तथा बाह्य वाणिज्यिक उधारों के कारण उत्पन्न दीर्घावधि एक्सपोजर्स का प्रबंध करने के लिए विदेशी मुद्रा - रुपया अदला-बदली के अभिगमन द्वारा सक्रिय बचाव परिचालन करने की अनुमति दी गई।
- पूंजी पर्याप्तता मानदंड लागू करके तथा सरकारी क्षेत्र के बैंकों को ईक्विटी बाजार से उनकी प्रदत्त पूंजी के 49 प्रतिशत तक पूंजी जुटाने की अनुमति देकर ऋण बाजार तथा ईक्विटी बाजार के समेकन को सुदृढ़ किया गया।

#### नयी लिखतें

- अल्पावधि चलनिधि समायोजन के एक साधन के रूप में पुनः खरीद करार (रिपो) लागू किया गया। चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) बैंकों तथा प्राथमिक व्यापारियों के लिए खुली हुई है। एलएएफ चलनिधि प्रबंधन के साधन और साथ ही एक दिन के बाजार में ब्याज दरों के संकेतक दोनों ही रूपों में उभर कर सामने आयी है। कई नई वित्तीय लिखतें लागू की गईं, यथा अंतर-बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र (1988), जमा प्रमाणपत्र (जून 1989), वाणिज्यिक पत्र (जनवरी 1990) तथा रिपो (दिसंबर 1992)। संपाश्वीकृत उधार और ऋणदायी बाध्यता (सीबीएलओ) तथा बाजार रिपो भी मुद्रा बाजार लिखतों के रूप में उभरे हैं।
- 364 दिवसीय, 182 दिवसीय, 91 दिवसीय तथा 14 दिवसीय खजाना बिलों, शून्य कूपन बांड और भारत सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों के लिए नयी नीलामी आधारित लिखतें लागू की गईं। दीर्घावधि खंड में, 364 दिवसीय खजाना बिलों के लिए बेंचमार्क किए गए अस्थिर दर वाले बांड तथा जारी करने की तारीख से पांच वर्ष को या उसके बाद काल और पुट आप्शन वाले दसवर्षीय ऋण को लागू किया गया।
- जुलाई 1999 में वायदा दर करार तथा ब्याज दर स्वैप जैसे व्युत्पन्न उत्पाद लागू किए गए ताकि बैंक, वित्तीय संस्थाएं और प्राथमिक व्यापारी ब्याज दर जोखिमों से अपना बचाव कर सकें। रुपया-विदेशी मुद्रा अदला-बदली बाजार भी विकसित किया गया। विदेशी मुद्रा बाजार के प्राधिकृत व्यापारियों को अनुमति दी गई कि वे क्रस करेंसी आप्शन, ब्याज दर और करेंसी स्वैप, कैप/कालर और अंतर्राष्ट्रीय विदेशी मुद्रा बाजार में वायदा दर करार का उपयोग करें और तदनुसार बाजार को गंभीर बनाने और प्रतिभागियों को अपने जोखिम को विविधीकृत करने में समर्थ बनाने को सुकर बनाया गया।

#### संस्थागत उपाय

- भारतीय मितिकाटा और वित्त गृह, भारतीय प्रतिभूति व्यापार निगम और प्राथमिक व्यापारियों जैसी संस्थाओं को एक से अधिक बाजार में भाग लेने की अनुमति दी गई, इस प्रकार बाजार के अंतर संबंध सुदृढ़ किए गए।
- सभी प्रकार के ट्रेड; विदेशी मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति और इसके माध्यम से की जाने वाली अन्य ऋण लिखतों; के लिए केंद्रीय काउंटर पार्टी के रूप में कार्य करने तथा उनके निपटान की गारंटी देने के लिए भारतीय समाशोधन निगम लिमि. की स्थापना की गई।

#### प्रौद्योगिकी, भुगतान और निपटान संबंधी मूलभूत सुविधा

- सुपुर्दगी-बनाम-भुगतान प्रणाली (डीवीपी), तयशुदा लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) तथा बाद में उन्नत तयशुदा निपटान प्रणाली - आर्डर मैचिंग (एनडीएस-ओएम) ट्रेडिंग मोड्यूल तथा तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) से लेनदेन सुकर बनाने और निपटान प्रक्रिया में सुधार लाने में काफी फायदा हुआ है, तथा इससे बाजारों के समेकन में मदद मिली है।
- ईक्विटी बाजार में, फर्श आधारित खुली चिल्लाहट वाली ट्रेडिंग प्रणाली को सभी शेयर बाजारों में इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्रणाली द्वारा प्रतिस्थापित किया गया।

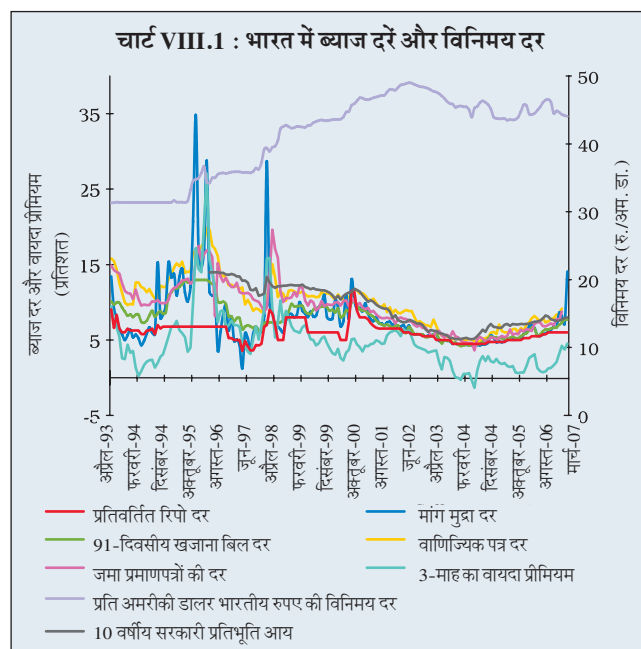
## वित्तीय बाजार समेकन

के लिए भुगतान करने हेतु नलिका के रूप में कार्य करना। मांग मुद्रा और सरकारी प्रतिभूति बाजारों के बीच संबंध मौजूद है जैसाकि समय समय पर देखा गया है कि सरकारी प्रतिभूतियों में बड़े निवेश का निधियन अल्पावधि उधारों के जरिए किया जाता है। विदेशी संस्थागत निवेशकों के परिचालनों के माध्यम से विदेशी मुद्रा बाजार और ईक्विटी बाजार जुड़े हुए हैं। मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति तथा विदेशी मुद्रा बाजारों के बीच उभरते हुए संबंधों ने समय समय पर यह आवश्यक बना दिया कि अस्थिरता को रोकने के लिए मांग-आपूर्ति संबंधी बेमेल को पूरा करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा अल्पावधि मौद्रिक उपायों का प्रयोग किया जाए।

### भारत में बाजार समेकन के चरण

8.21 सुधार की अवधि में, विशेष तौर पर 1990 के दशक के मध्य से, वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों में बेहतर समेकन हो गया है (चार्ट VIII.1)। वित्तीय बाजारों में सुधार में प्रगति आने के साथ बाजार के विभिन्न खंडों तथा देशी और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों के बीच संपर्क में सुधार आया। विश्लेषण के प्रयोजन के लिए वित्तीय बाजार के संपर्कों को 2 अलग चरणों में विभाजित किया जा सकता है। पहला चरण 1990 के दशक की आरंभिक संक्रमण अवधि है तथा दूसरा चरण 2000 से बाद में वित्तीय बाजारों में सापेक्ष स्थिरता की अवधि है।

8.22 पहले चरण में, देशी वित्तीय बाजारों में थोड़ा समेकन देखा गया। आम तौर पर वित्तीय बाजारों में गहराई की कमी थी जिसे विभिन्न बाजार खंडों के पण्यावर्त द्वारा मापा जा सकता है (सारणी 8.1)। इस चरण में देशी वित्तीय बाजारों में विभिन्न प्रतिबंधों को नरम किया गया



जिससे बाजार खंडों के बीच अंतर-संपर्क बढ़ाने के लिए अनुकूल स्थितियां पैदा हुईं। मार्च 1993 में बाजार आधारित विनिमय दर प्रक्रिया बनाने तथा अगस्त 1994 में चालू खाता परिवर्तनीयता में प्रवेश करने के फलस्वरूप मुद्रा और विदेशी मुद्रा बाजारों के बीच अंतर-संपर्क सुकर हुए। 1990 के दशक के दूसरे अर्धखंड के प्रारंभ से, मुद्रा और विदेशी मुद्रा बाजारों में अस्थिरता की कुछ घटनाएं देखी गईं जिससे देशी मुद्रा बाजार और विदेशी मुद्रा बाजार का क्रमिक समेकन महत्वपूर्ण हो गया।

### सारणी 8.1 : भारत में वित्तीय बाजारों की गहराई - औसत दैनिक पण्यावर्त

(करोड़ रुपए)

वर्ष	मुद्रा बाजार*	सरकारी प्रतिभूति बाजार	विदेशी मुद्रा बाजार #	ईक्विटी बाजार** (नकदी खंड)	एनएसई में ईक्विटी डेरिवेटिव
1	2	3	4	5	6
1991-92***	6,579	391	—	469	—
2000-01	40,923	2,802	21,198	9,308	11
2001-02	65,500	6,252	23,173	3,310	410
2002-03	76,722	7,067	24,207	3,711	1,752
2003-04	28,146	8,445	30,714	6,309	8,388
2004-05	31,832	4,826	39,952	6,556	10,107
2005-06	39,997	3,643	56,391	9,504	19,220
2006-07	56,413	4,863	83,894	11,760	29,803

\* : इसमें मांग मुद्रा, नोटिस मुद्रा, मीयादी मुद्रा और रिपो बाजार शामिल हैं। सीबीएलओ खंड में पण्यावर्त 2004-05 में 6,698 करोड़ रु., 2005-06 में 20,040 करोड़ रुपए तथा 2006-07 में 32,390 करोड़ रुपए था।

\*\* : बीएसई और एनएसई दोनों का पण्यावर्त शामिल है।

\*\*\* : सरकारी प्रतिभूति बाजार और ईक्विटी बाजार संबंधी आंकड़े 1995-96 से संबंधित हैं। # : सिर्फ अंतर-बैंक पण्यावर्त - : अनुपलब्ध

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक; बम्बई स्टॉक एक्सचेंज लिमिटेड; नेशनल स्टॉक एक्सचेंज ऑफ इंडिया लिमिटेड।

8.23 1997-98 की दूसरी छमाही में हुए पूर्वी एशियाई देशों के वित्तीय संकटों के संक्रमण के आरंभिक आवेग भारत के वित्तीय बाजारों में महसूस किए गए। वित्तीय संकट के दक्षिण कोरिया तथा सुदूर लैटिन अमरीकी बाजारों तक फैलने के प्रतिसाद में रुख में कमजोरी आने के फलस्वरूप नवम्बर 1997 के मध्य में संक्रमण से दबाव पुनः उभर कर आए। पूर्वी एशियाई संकट ने यह आवश्यक बना दिया कि रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में अतिरिक्त मांग की स्थितियों को शांत करने के लिए नीतिगत कार्रवाई करे। इसने आसान मुद्रा बाजार तथा अस्थिर विदेशी मुद्रा बाजार के बीच अंतरपणन की गुंजाइश कम करने के लिए प्रणाली से अतिरिक्त चलनिधि को भी निकाल लिया। विनिमय दर में अस्थिरता पर नियंत्रण पाने के लिए 1997-98 की तीसरी तिमाही में विदेशी मुद्रा परिचालन किए गए। इसने रुपए की विनिमय दर में स्थिरता लाने में मदद की परंतु सरकारी उधार में मुद्रा बाजार समर्थन में कमी आई जिससे केंद्र के मुद्रीकृत घाटे में वृद्धि हुई। सीआरआर तथा बैंक दर बढ़ाकर रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति के रुख को सख्त बनाया और इस प्रकार सस्ती विवेकाधीन चलनिधि को खर्चीली विवेकाधीन चलनिधि द्वारा प्रतिस्थापित किया। नवम्बर तथा दिसंबर 1997 और जनवरी 1998 में चलनिधि में सख्ती लाने के लिए कई मौद्रिक नीति संबंधी कार्रवाइयां की गई।<sup>1</sup> पूर्वी एशियाई संकट को देखते हुए मौद्रिक नीति में सख्ती लाने के उपायों के कारण मुद्रा बाजार और सरकारी प्रतिभूति बाजार के विभिन्न खंडों में विशेषकर अल्पावधि में देशी ब्याज दरों में तेजी आई। 1998 की दूसरी छमाही में, विशेष तौर पर विदेशी मुद्रा बाजार में, देशी वित्तीय बाजार में स्थिरता बहाल किये जाने पर रिजर्व बैंक ने पहले मौद्रिक नीति में सख्ती लाने संबंधी उपायों में कुछ नरमी लाई। बैंक दर में कटौती के प्रतिसाद में कई बैंकों ने अपनी उधार तथा जमा दरों को कम किया जो मौसमी प्रवृत्तियों के भी अनुरूप था।

8.24 2000 से प्रारंभ हुए दूसरे चरण में वित्तीय बाजारों में, बीच-बीच में हुई अस्थिरता की घटनाओं के साथ, व्यापक स्थिरता दिखाई दी। इस चरण के दौरान वित्तीय बाजार के समेकन की प्रक्रिया अधिक परिलक्षित हुई। मुद्रा, गिल्ट तथा विदेशी मुद्रा बाजार खंडों के बीच बढ़ता हुआ समेकन विभिन्न खंडों के भीतर और के बीच तथा ब्याज दर के सह-चलन में वित्तीय मूल्यों की समाभिरूपता में दिखाई दिया। पूंजी बाजार में देशी वित्तीय बाजारों के अन्य खंडों से आम तौर पर भिन्न व्यवहार दिखाई दिया। तथापि, अंतरदेशीय समेकन के स्पष्ट

संकेत मिले क्योंकि देशी शेयर बाजार 2001 में अंतर्राष्ट्रीय प्रौद्योगिकी स्टाकों द्वारा चालित बाजारों में आई तेज गिरावट के अनुरूप तेजी से गिरे। कई अन्य अवसरों पर भी भारतीय ईक्विटी बाजारों में प्रमुख अंतर्राष्ट्रीय शेयर बाजारों के अनुरूप घटबढ़ की प्रवृत्ति दिखाई दी।

8.25 2000 से प्रारंभ करके वित्तीय बाजारों में बढ़ता हुआ समेकन विभिन्न बाजारों की ब्याज दरों के बीच प्रति सह-संबंध से देखा जा सकता है। ब्याज दरों की सह-संबंध संरचना विशिष्ट बाजार खंडों के समेकन की कई उल्लेखनीय विशिष्टताओं को प्रकट करती है (सारणी 8.2)। पहला, मुद्रा बाजार खंड में 1993-2000 की पिछली अवधि की तुलना में 2000-06 की हाल की अवधि में ब्याज दरों के बीच तीव्रतर सह-संबंध दिखाई देता है जो वित्तीय गंभीरता के लिए की गई नीतिगत पहल के प्रभाव को सुझाता है। ब्याज दरों के बीच बढ़ा हुआ सह-संबंध यह भी सूचित करता है कि विभिन्न लिखतों में ट्रेडिंग करनेवाले वित्तीय मध्यस्थों के परिचालनों की दक्षता में सुधार आया है। दूसरा, जोखिम रहित तथा खजाना बिलों जैसे लिक्विड लिखतों के बीच उच्च सह-संबंध जो बेंचमार्क लिखतों के रूप में कार्य करता है तथा अन्य बाजार लिखत यथा जमा प्रमाणपत्र और वाणिज्यिक पत्र एवं वायदा विनिमय प्रीमियम मूल्य की खोज की प्रक्रिया की क्षमता को रेखांकित करते हैं। तीसरा, हाल की अवधि में रिवर्स रिपो दर तथा मुद्रा बाजार दरों के बीच के सह-संबंध में तीव्र सुधार मौद्रिक नीति के संप्रेषण की बढ़ी हुई प्रभावशालिता का संकेत करता है। चौथा, दीर्घावधि सरकारी बांड आय तथा अल्पावधि खजाना बिल दर के बीच के सह-संबंध की उच्च मात्रा वित्तीय बाजारों में ब्याज दरों की मीयाद संरचना के महत्व का संकेत करती है। पांचवां, मुद्रा बाजार तथा तीन महीने के वायदा प्रीमियम में ब्याज दरों के बीच का सह-संबंध उल्लेखनीय रूप में अधिक था जो अपेक्षाकृत ऊंचे क्षैतिज समेकन का संकेत करता है। मुद्रा बाजार और सरकारी प्रतिभूति बाजार के साथ विदेशी मुद्रा बाजार के समेकन ने मौद्रिक और विनिमय दर नीतियों के घनिष्ठ समन्वय को सुकर बनाया है। मौद्रिक प्रबंधन में विदेशी मुद्रा बाजार के हस्तक्षेप के परिणामों को ध्यान में रखा जाता है जिसमें बैंकिंग प्रणाली की चलनिधि की आपूर्ति पर स्थिर रूप से निगरानी रखना तथा चलनिधि की स्थितियों को समायोजित करने के लिए खुले बाजार परिचालनों का सक्रिय प्रयोग शामिल है। छठा, मुद्रा बाजार खंडों के साथ अपेक्षाकृत कम तथा ऋणात्मक सह-संबंध सहित ईक्विटी बाजार विभाजित प्रतीत होता है।

<sup>1</sup> ब्योरों के लिए अध्याय VI देखें।



वित्तीय बाजार समेकन

सारणी 8.2 : प्रमुख वित्तीय बाजारों के बीच सहसंबंध

(अप्रैल 1993 से मार्च 2000)												
लिखत	आरआरईपीओ	काल	टीबी91	टीबी364	यील्ड10	सीडी	सीपी	एफआर1	एफआर3	एफआर6	विनिमय	एलबीएस ईएस
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
आरआरईपीओ	1.00											
काल	0.35	1.00										
टीबी91	0.44	0.61	1.00									
टीबी364	0.32	0.40	0.90	1.00								
यील्ड10	0.04	0.46	0.57	0.49	1.00							
सीडी	0.30	0.32	0.45	0.41	0.38	1.00						
सीपी	0.39	0.54	0.81	0.75	0.57	0.71	1.00					
एफआर1	0.27	0.80	0.45	0.33	0.46	0.47	0.63	1.00				
एफआर3	0.28	0.68	0.47	0.32	0.56	0.58	0.65	0.97	1.00			
एफआर6	0.30	0.61	0.48	0.36	0.60	0.62	0.68	0.91	0.98	1.00		
विनिमय	0.03	-0.04	-0.23	-0.38	-0.06	-0.19	-0.31	-0.25	0.12	0.13	1.00	
एलबीएसईएस	-0.37	-0.10	-0.24	-0.34	-0.05	-0.40	-0.28	-0.32	-0.28	-0.30	0.35	1.00
(अप्रैल 2000 से मार्च 2007)												
आरआरईपीओ	1.00											
काल	0.77	1.00										
टीबी91	0.85	0.88	1.00									
टीबी364	0.83	0.85	0.99	1.00								
यील्ड10	0.79	0.79	0.96	0.98	1.00							
सीडी	0.75	0.88	0.93	0.92	0.89	1.00						
सीपी	0.80	0.85	0.96	0.94	0.92	0.95	1.00					
एफआर1	0.57	0.64	0.58	0.52	0.51	0.61	0.66	1.00				
एफआर3	0.59	0.58	0.60	0.54	0.54	0.62	0.70	0.97	1.00			
एफआर6	0.60	0.56	0.60	0.55	0.56	0.63	0.71	0.93	0.99	1.00		
विनिमय	0.27	0.06	0.08	0.04	0.06	0.14	0.21	0.51	0.61	0.66	1.00	
एलबीएसईएस	-0.19	0.01	-0.07	-0.05	-0.11	-0.06	-0.13	-0.39	-0.50	-0.56	-0.69	1.00
टीबी91	: 91-दिवसीय खजाना बिल दर					आरआरईपीओ : रिवर्स रिपो दर						
यील्ड10	: 10-वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय					काल : अंतर बैंक मांग मुद्रा दर (भारकित औसत)						
सीपी	: वाणिज्यिक पत्र दर					टीबी364 : 364-दिवसीय खजाना बिल दर						
एफआर1	: एक महीने का वायदा विनिमय प्रीमियम					सीडी : जमा प्रमाणपत्र दर						
एफआर6	: 6-महीने का वायदा विनिमय प्रीमियम					एफआर3 : 3-महीने का वायदा प्रीमियम						
एलबीएसईएस	: बीएसई सेंसेक्स का नैसर्गिक लोकारिथम					विनिमय : प्रति अमरीकी डालर भारतीय रुपयों की विनिमय दर						
<b>टिप्पणी :</b> मासिक आंकड़ों पर आधारित।												

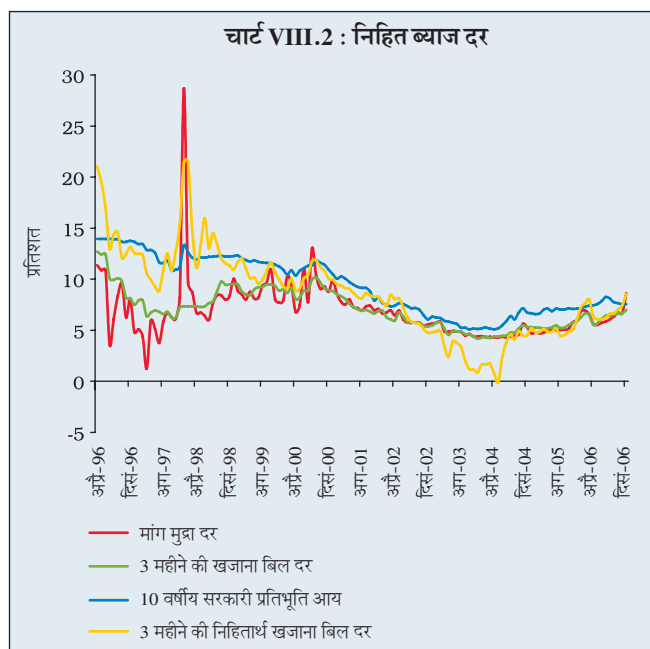
खंडवार समेकन

सरकारी प्रतिभूति बाजार का समेकन

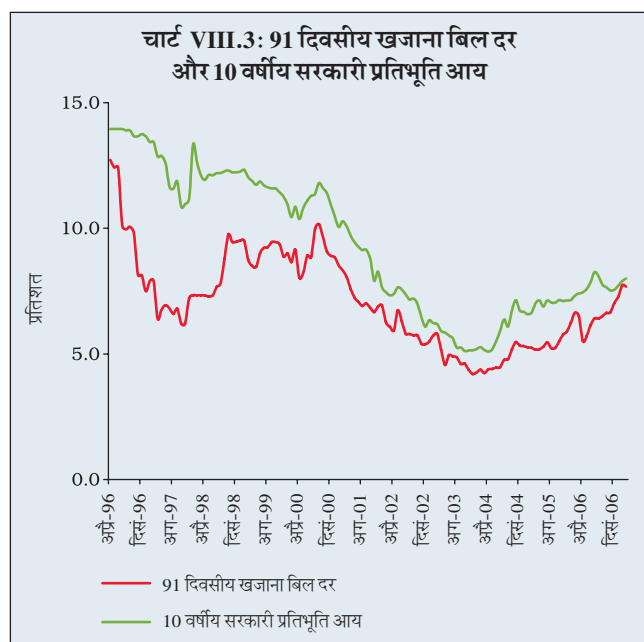
8.26 सुविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार की मौजूदगी बाजार आधारित मौद्रिक नीति और वित्तीय बाजार समेकन को सुकर बनाने के लिए एक पूर्वापेक्षा है। सरकारी प्रतिभूति बाजार से यह भी अपेक्षित है कि वह देशी रुपया आय वक्र विकसित करे, जो अन्य बाजारों में प्रतिभूतियों के मूल्य निर्धारण के लिए एक विश्वसनीय बेंचमार्क बना सकता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार अन्य बाजार खंडों के साथ अधिकाधिक समेकित होता जा रहा है जैसाकि ब्याज दरों के निकट सह-चलन में दिखाई देता है। जैसा पहले संकेत दिया गया है दीर्घावधि सरकारी बांड आय और अल्पावधि खजाना बिलों की दरों के बीच हाल

के वर्षों में अत्यधिक सह-संबंध वित्तीय बाजार में ब्याज दरों की मीयाद-संरचना के महत्व को दर्शाता है। इसके अलावा वायदा प्रीमियम से उपलक्षित तीन महीने की रुपया ब्याज दर की गतिविधि मोटे तौर पर 91 दिवसीय खजाना बिल दर के आसपास रही है, रिसर्जेंट इंडिया बांड के मोचन के दौर को छोड़कर जब वायदा प्रीमियम ऋणात्मक हो गया था जिससे विदेशी मुद्रा बाजार के साथ सरकारी प्रतिभूति बाजार के समेकन का उचित स्तर उपलक्षित होता है (चार्ट VIII.2)।

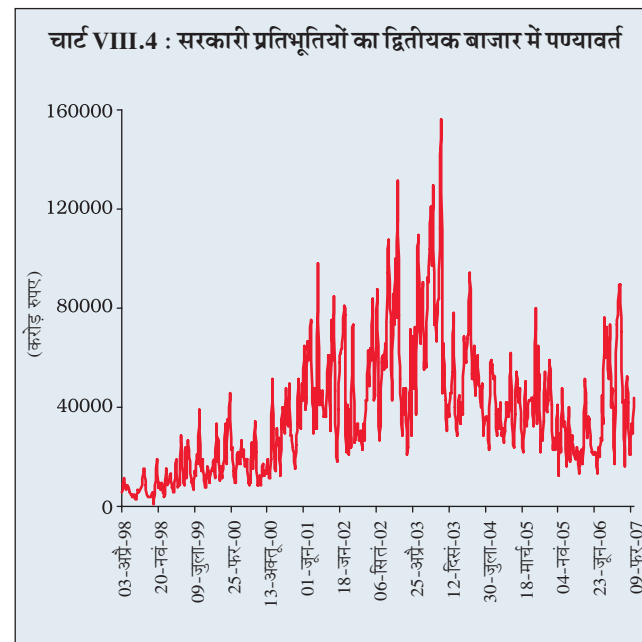
8.27 जैसाकि पहले सूचित किया गया है, मौद्रिक नीति की दक्षता इस बात पर निर्भर रहती है कि कितने कारगर तरीके से विभिन्न वित्तीय बाजारों के बीच आवेगों को संप्रेषित किया जाता है जो, बदले में, बाजार समेकन के स्तर का अनुषंगी होता है। आवेगों के संप्रेषण में हुआ सुधार सरकारी



प्रतिभूति बाजार में अवधि प्रीमियम में तीव्र गिरावट के रूप में, विशेषकर दस वर्षीय सरकारी बांड आय और खजाना बिल लिखतों के स्प्रेड में हाल की अवधि में हुई कमी में, प्रतिबिंबित हुआ (चार्ट VIII.3)। क्योंकि दीर्घावधि ब्याज दरें चलनिधि जोखिम एवं मुद्रास्फूर्ति तथा वृद्धि जैसे समष्टि आर्थिक मूलभूत तत्वों से संबंधित विभिन्न अनिश्चितताओं पर एक प्रीमियम प्रभार है, आय वक्र का मंद पड़ना अथवा दीर्घावधि एवं अल्पावधि ब्याज दरों के बीच के स्प्रेड का कम होना मजबूत अर्थव्यवस्था एवं स्थिर वित्तीय माहौल की ओर संकेत करता है।



8.28 कारगर बाजार समेकन के लिए, यह आवश्यक है कि सरकारी प्रतिभूति बाजार के लिए गंभीर द्वितीयक बाजार मौजूद हो, जो अन्य बाजार लिखतों के मूल्यन के लिए बेंचमार्क उपलब्ध कराता है, तथा प्राथमिक और द्वितीयक दोनों बाजारों में लिखतों का पण्यवर्त काफी अधिक होता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के द्वितीयक खंड का पण्यवर्त, जो इस बाजार खंड की गहराई को सूचित करता है, अन्य बातों के साथ-साथ, मौद्रिक नीति संबंधी रुख, बैंकों की एसएलआर धारिता तथा निजी क्षेत्र द्वारा ऋण की मांग जैसे कुछ प्रमुख कारकों द्वारा प्रभावित होता है। यह सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार के पण्यवर्त में हुई वृद्धि में दिखाई दिया, जो नरम होती ब्याज दरों की अवधि के दौरान बैंकों की अतिरिक्त एसएलआर धारिता द्वारा प्रेरित थी। हाल की अवधि में, नीतिगत रुख में सख्ती तथा ऋण की मांग में वृद्धि के फलस्वरूप बैंकों ने एसएलआर धारिताओं को कम कर उसे निर्धारित सीमा के पास ला दिया है। 2006 की दूसरी छमाही में सरकारी प्रतिभूतियों के द्वितीयक खंड में मात्रा की कटौती अधिकांशतः मांग पक्ष के कारकों के अलावा ब्याज दरों में वृद्धि का परिणाम थी। इस प्रकार द्वितीयक बाजार का पण्यवर्त हाल की अवधि में कम हुआ है (चार्ट VIII.4)। यदि यह प्रवृत्ति लम्बे समय तक बनी रही तो इससे इस खंड में गहराई और आय प्रभावित हो सकती है तथा फलस्वरूप कारगर बाजार समेकन के लिए कुछ चुनौतियां सामने आ सकती हैं। अंतर्राष्ट्रीय साक्ष्य यह सुझाते हैं कि बैंकों में अपने संविभाग में पुनर्संतुलन करने तथा ब्याज दरें बढ़ने पर सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता कम करने की प्रवृत्ति होती है। उदाहरण के लिए, अमरीका में अमरीकी सरकार की कुल प्रतिभूतियों में वाणिज्य बैंकों द्वारा धारित सरकारी प्रतिभूतियों का अनुपात 2003 के 5.3 प्रतिशत से कम होकर 2005 में 1.6

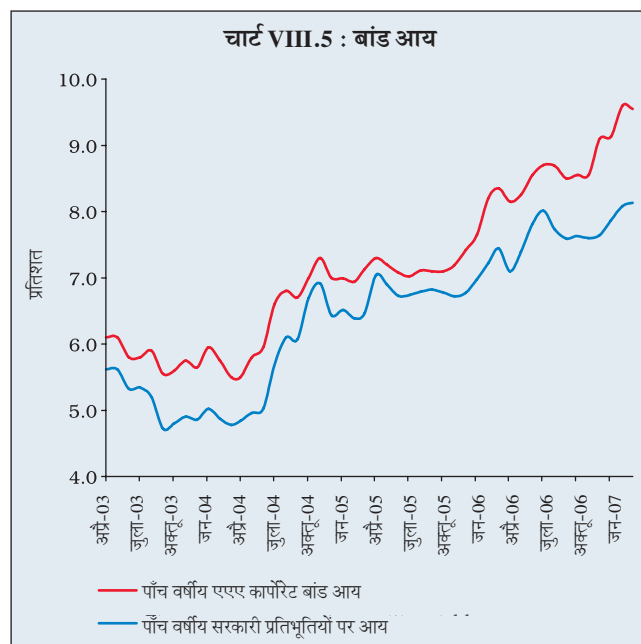


प्रतिशत रह गया, जब ब्याज दरें, फेडरल फंड दर के 2003 के 1.25 प्रतिशत से बढ़कर 2005<sup>2</sup> में 5.0 प्रतिशत होने के फलस्वरूप, बढ़ गई।

#### ऋण बाजार का समेकन

8.29 हाल के वर्षों में अन्य मुद्रा बाजार खंडों के साथ ऋण बाजार का समेकन अधिक दिखाई देता है। ऋण की मांग के बने रहने के कारण निधियों की मांग में तेजी आई जिसका कुछ दबाव चलनिधि पर पड़ा। यह सरकारी प्रतिभूतियों में बैंकों के निवेश में गिरावट तथा अंतर-बैंक मांग मुद्रा, संपाश्वर्कृत उधार और ऋणदायी बाध्यता (सीबीएलओ) और बाजार रिपो दरों जैसे मुद्रा बाजार के सभी खंडों में उच्चतर कार्यकलाप में प्रतिबिंबित हुआ। इन तीनों बाजारों की कुल मात्रा मार्च 2005 के 16,132 करोड़ रुपए से बढ़कर मार्च 2006 में 35,024 करोड़ रुपए तथा फरवरी 2007 में और बढ़कर 38,484 करोड़ रुपए हो गई। बैंकों ने अपनी चलनिधि संबंधी अपेक्षाएं पूरी करने के लिए जमा प्रमाणपत्र बाजार में निर्गमों में वृद्धि का आश्रय लिया। बकाया जमा प्रमाणपत्रों की मात्रा मार्च 2005 के 12,078 करोड़ रुपए से बढ़कर मार्च 2006 में 43,568 करोड़ रुपए तथा 2 मार्च 2007 तक और बढ़कर 77,971 करोड़ रुपए हो गई।

8.30 ऋण बाजार के अन्य बाजारों, विशेषतः, बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूतियों के साथ समेकन के संदर्भ में वाणिज्यिक पत्र की दर तथा खजाना बिलों की दर के बीच उच्च सह-संबंध के साक्ष्य हैं। साथ ही, एएए दर वाले 5-वर्षीय कंपनी बांडों की आय तथा संबंधित परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूतियों की आय में उच्च सह-संचलन दिखाई देता है (चार्ट VIII.5)। तथापि, हाल की अवधि में एएए दर वाले पांच वर्षीय कंपनी बांड की आय का स्प्रेड उसी परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूतियों की आय की तुलना में बढ़ गया है। प्रतिस्पर्धी बाजार की स्थिति के तहत, बाजार दर जोखिम मुक्त दर और जोखिम प्रीमियम<sup>3</sup> के बराबर होनी चाहिए। यद्यपि सामान्य प्रतिगमन मॉडल ने सरकारी प्रतिभूति आय के प्रति कंपनी बांड दर के ऐकिक लोच प्रतिसाद की पुष्टि की, यह मॉडल स्वतः संबद्ध भूलों के अधीन था जो कंपनी बांड बाजार में कुछ अपूर्णता को उपलक्षित करता है। इसके अलावा, साप्ताहिक आंकड़ों का प्रयोग करते हुए वैकल्पिक विनिर्देश में यह पाया गया कि जोखिममुक्त 91 दिवसीय खजाना बिलों की दर की तुलना में एएए दर वाले पांच वर्षीय कंपनी बांड स्प्रेड को उल्लेखनीय रूप से मीयाद स्प्रेड द्वारा,



अर्थात् कंपनी बांड स्प्रेड में दृढ़ता (इसकी अपनी विलंबित अवधि) के अलावा 91 दिवसीय खजाना बिलों की दर की तुलना में पांच वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय का स्प्रेड, और चूक प्रीमियम (एएए दर वाले पांच वर्षीय कंपनी बांड की आय घटा एबी दर वाले पांच वर्षीय कंपनी बांड की आय) द्वारा निर्धारित किया जा सकता था। इस प्रकार, कंपनी बांड आय और बेंचमार्क जोखिममुक्त सरकारी बांड आय के बीच का बढ़ता हुआ स्प्रेड यह सुझाता है कि कंपनी बांड बाजार में पर्याप्त गंभीरता और चलनिधि की कमी बनी हुई है। जैसा कि कंपनी बांड और प्रतिभूतिकरण पर गठित उच्चस्तरीय विशेषज्ञ समिति, 2005 (अध्यक्ष: डॉ. आर.एच.पाटिल) द्वारा सूचित किया गया है, कंपनी ऋण बाजार, जो अभी विकास की शैशवावस्था में हैं, को अन्य बातों के साथ-साथ व्यापक चल स्टॉक का सृजन करके निर्गम प्रक्रिया के समेकन के जरिए निवेशक आधार एवं बढ़ी हुई चलनिधि के रूप में सुदृढ़ किए जाने की जरूरत है।

#### विदेशी मुद्रा बाजार का समेकन

8.31 अन्य बाजारों के साथ विदेशी मुद्रा बाजार के समेकन की मात्रा का निर्धारण अधिकांशतः खुलेपन की मात्रा के द्वारा किया जाता है। अंतर्राष्ट्रीय वित्त की आधारशिला में विदेशी मुद्रा बाजार के माध्यम से समेकन की विशेषता है - क्रयशक्ति समता (पीपीपी) का सिद्धांत तथा तीन अंतर्राष्ट्रीय ब्याज

2 स्रोत : अमरीका में फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ न्यूयार्क। [www.bondmarkets.com](http://www.bondmarkets.com) भी देखें।

3 अप्रैल 2003 से फरवरी 2007 तक की नमूना अवधि के लिए, 5 वर्ष की सरकारी प्रतिभूति आय पर एएए दर वाले पांच वर्षीय कंपनी बांड की आय का प्रतिगमन लागू करने पर निम्नलिखित अनुमान पाए गए : कंपनी बांड आय = 0.40 + 1.05 सरकारी प्रतिभूति आय।

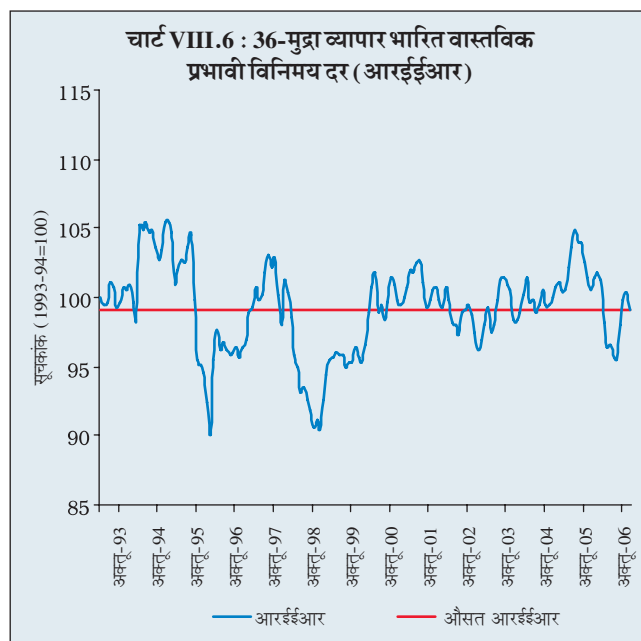
$$(1.50) (25.50)$$

$$\text{आर}^2 = 0.94, \text{डीडब्ल्यू} = 0.34$$

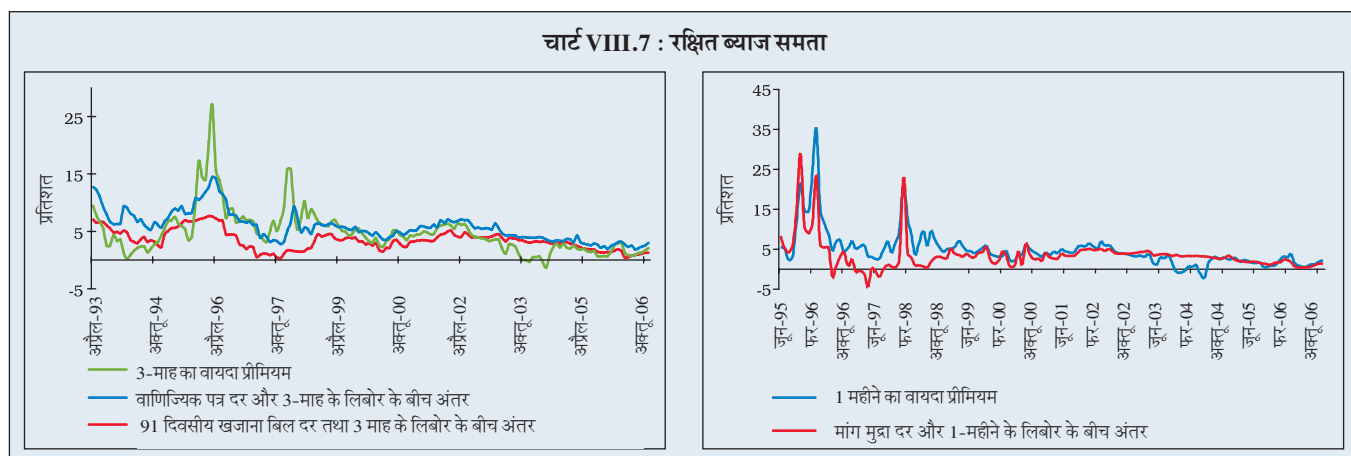
कोष्ठकों के आंकड़े अनुमानित टी-मूल्य हैं। सरकारी प्रतिभूति आय के घातांक पर यूनिटी प्रतिबंध को नकारा नहीं जा सका।

समता शर्तें, यथा आवृत ब्याज समता (सीआइपी), अनावृत ब्याज समता (यूआइपी) तथा वास्तविक ब्याज समता (आरआइपी)। पीपीपी के अनुसार, माल और सेवाओं की एक दूसरे देश में आवाजाही पर प्रतिबंध न होने तथा लेनदेन की लागत शून्य मानने पर किसी एक मुद्रा में व्यक्त पण्य की कीमत पूरे विश्व में एक समान होनी चाहिए। दूसरे शब्दों में, सांकेतिक विनिमय दर का मार्ग माल और सेवाओं की देशी कीमतों की गतिविधियों बनाम प्रमुख व्यापारी भागीदारों की कीमतों द्वारा निर्दिष्ट होता है। अतः वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) का व्यवहार यह दर्शा सकता है कि सांकेतिक विनिमय दर पीपीपी के सिद्धांत के अनुसार चल रहा है या नहीं। पीपीपी की जांच करने का सबसे आसान तरीका यह है कि आरईईआर की स्थिरता का परीक्षण किया जाए अर्थात् यह देखा जाए कि क्या पीपीपी से विचलन अस्थायी है और क्या समय आने पर आरईईआर आधार वर्ष के अधीन किसी माध्य या संतुलन की ओर, सामान्यतः 100 पर बेंचमार्क स्तर, लौटता है। भारत में, 36 मुद्रा वाली आरईईआर में अप्रैल 1993-दिसंबर 2006 के दौरान लम्बी अवधि में कोई धारित मूल्यवृद्धि या मूल्यहास नहीं दिखाई दिया (चार्ट VIII.6)। इस अवधि के दौरान यह 99.2 के माध्य के चारों ओर घूमता रहा जो बेंचमार्क स्तर के निकट था। एक औपचारिक इकाई मूल परीक्षण भी यह सुझाता है कि व्यापक आधार वाली आरईईआर स्थिर है, इस प्रकार, वह लम्बे समय में क्रय-शक्ति समता का समर्थन करती है।

8.32 आवृत ब्याज समता के अनुसार, उसी मुद्रा में मूल्यवर्गित परंतु देश में अथवा विदेश में ट्रेडिंग होनेवाली समरूप वित्तीय लिखतों पर प्रतिलाभ की दरें सक्षम बाजार स्थितियों के तहत समान होनी चाहिए बशर्ते विनिमय नियंत्रण अस्तित्व में नहीं हो तथा दोनों बाजारों में देश जोखिम प्रीमियम एक समान हो। आवृत ब्याज समता का निहितार्थ यह है कि वायदा बाजारों में आवृत विदेशी निवेश पर होनेवाली आय देशी निवेश पर होनेवाली आय के बराबर होती है। ब्याज का अंतर वायदा दर पर प्रीमियम अथवा बट्टे द्वारा प्रतितुलित हो जाता है। आवृत ब्याज



अंतर का अभाव यह सूचित करता है कि वित्तीय समेकन में कुछ अवरोध है जिनका कारण बाजार की अपूर्णता, लेनदेन लागत, बाजार चलनिधि शर्तों, मार्जिन अपेक्षाओं, कराधान और बाजार में घुसने-निकलने की शर्तों जैसे कुछ तत्वों में देखा जा सकता है। भारतीय संदर्भ में, रुपए के वायदा मूल्य का निर्धारण अनिवार्यतः ब्याज दर अंतरों के द्वारा नहीं किया जाता अपितु इस पर निम्नलिखित का भी उल्लेखनीय प्रभाव पड़ता है: (क) वायदा अमरीकी डालरों की आपूर्ति और मांग; (ख) ब्याज दर अंतर तथा भविष्य की ब्याज दरों की प्रत्याशाएं; तथा (ग) भविष्य की अमरीकी डालर-रुपया विनिमय दर की प्रत्याशाएं। आनुभविक साक्ष्य इस विचार का समर्थन करते हैं कि चूंकि तीन महीनों के वायदा प्रीमियम का ब्याज दर अंतर के साथ सह-चलन पूर्ण से कम है (91 दिवसीय खजाना बिल दर तथा 3 महीने के लिबोर के बीच), यह इस बात का संकेत देता है कि जोखिम प्रीमियम समय के साथ बदलने वाले स्वरूप



का है। ब्याज दर अंतर मासिक औसत मांग मुद्रा दर तथा एक महीने के लिबोर पर आधारित होने की स्थिति में अंतर-संबंध सुदृढ़तर हो जाता है (चार्ट VIII.7)। उक्त संबंध में उस समय और सुधार होता है जब ब्याज समता संबंधी आकलनों के लिए भारत में वाणिज्यिक पत्र की दर तथा तीन महीने की अमरीकी डालर लिबोर दर के बीच के अंतर पर विचार किया जाता है। विदेशी मुद्रा बाजार के हाजिर खंड में अस्थिर स्थितियों के दौरान ब्याज समता शर्तों से वायदा प्रीमियम के विचलन में बढ़त प्रतीत होती है।

**8.33** अनावृत ब्याज दर समता का निहितार्थ यह है कि पूर्व में विदेशी बांडों अथवा जमाराशियों पर गृह मुद्रा के प्रतिलाभ समान परिपक्वता की देशी जमाराशियों से अधिक होने की आशा होती है और इसमें चूक संबंधी जोखिम शून्य होनी चाहिए। अतः सापेक्ष प्रतिलाभ निर्धारित करने में आस्ति धारिताओं की मुद्रा संरचना अप्रासंगिक होती है। अनावृत ब्याज दर समता के प्रचलित होने का यह भी निहितार्थ है कि देशी और विदेशी बाजारों में देशी फर्मों के लिए वित्तपोषण की लागत एक समान होगी। तार्किक प्रत्याशाओं के माध्यम से परिचालित अनावृत ब्याज दर समता यह सुझाव देती है कि सांकेतिक ब्याज दरों में आशा किए जानेवाले परिवर्तन ब्याज दर अंतरों के निकट होने चाहिए। भारतीय संदर्भ में, यद्यपि आनुभविक अध्ययन सीआइपी की मौजूदगी की पुष्टि करते हैं, वे यूआइपी के अस्तित्व पर विवाद करते हैं। सामान्यतः यदि सीआइपी धारण करती है तो यूआइपी भी धारण करेगा यदि निवेशक जोखिम-तटस्थ हों तथा अपनी प्रत्याशाएं तर्कपूर्ण रखें ताकि गृह मुद्रा में प्रत्याशित मूल्यहास वायदा बट्टे के बराबर हो (बॉक्स VIII.4)।

#### शेयर बाजार का समेकन

**8.34** जैसा कि पहले बताया जा चुका है, ईक्विटी बाजार का अन्य बाजार खंडों के साथ अपेक्षाकृत कम और ऋणात्मक सह-संबंध है (सारणी 8.2)। जोखिममुक्त लिखतों के साथ ईक्विटी बाजार का कम सह-संबंध स्टॉक के प्रतिलाभ में गुरुतर अस्थिरता तथा बड़े ईक्विटी जोखिम प्रीमियम की मौजूदगी का सूचक है। बड़ा जोखिम प्रीमियम उस समय होता है जब ईक्विटी कीमतों में घटबढ़ को समष्टि आर्थिक मूलभूत तत्वों के मानक अंतर-लौकिक आशावादी मॉडलों, यथा उपभोग और बचत, के साथ युक्तियुक्त नहीं किया जा सकता (मेहरा और प्रेसकाट, 1985)। ऐसा ईक्विटी और अन्य वित्तीय बाजारों में अलग प्रतिभागियों के कारण हो सकता है। उदाहरण के लिए, मुद्रा, सरकारी, विदेशी विनिमय तथा ऋण बाजारों में बैंकों द्वारा सामान्य प्रतिभागिता इन खंडों के बीच काफी अधिक सह-संबंध सुनिश्चित करती है। पूंजी बाजार के प्रति बैंकों का एक्सपोजर विवेकपूर्ण विनियमन के कारण लगाए गए प्रतिबंधों की वजह से

सीमित रहता है। ईक्विटी मूल्यों में वृद्धि का मुख्य कारण ईक्विटी प्रतिभूतियों में मांग-आपूर्ति बेमेल हो सकता है। वस्तुतः अध्याय VII में दिए गए ब्यौरों के अनुसार ईक्विटी का बड़ा भाग प्रवर्तकों तथा संस्थागत निवेशकों द्वारा रखा जाता है। खुदरा निवेशकों के लिए प्रतिभूतियों की आपूर्ति संभवतः उनकी मांग से कम हो सकती है। तथापि, ईक्विटी मूल्यों का वायदा विनिमय दर के साथ सह-संबंध अन्य बाजार की ब्याज दरों की तुलना में अपेक्षाकृत उच्चतर होता है। इसका कारण यह है कि संविभाग निवेशकों, मुख्यतः विदेशी संस्थागत निवेशकों, को अनुमति होती है कि वे वायदा बाजार के माध्यम से विदेशी मुद्रा बाजार में अपने एक्सपोजर का बचाव करें।

#### बाजारों का समेकन और स्थिरता

**8.35** वित्तीय बाजारों की समेकन प्रक्रिया निर्बाध अथवा अस्थिर हो सकती है जो विभिन्न लिखतों के साथ जुड़े जोखिमों पर निर्भर होता है। जब वित्तीय समेकन निर्बाध रूप में होता है, यह संसाधनों के आबंटनों तथा वित्तीय प्रणाली की स्थिरता में दक्षता को संवर्धित करता है। दूसरी ओर, अस्थिरता से प्रेरित समेकन से सट्टेबाजी को बढ़ावा मिलता है तथा यह प्रतिस्पर्धी मूल्य खोज संबंधी प्रक्रिया को क्षति पहुंचाता है, जिससे संसाधनों के आबंटनों का प्रतिकूल परिणाम होता है। भारतीय संदर्भ में, आनुभविक साक्ष्य यह दर्शाते हैं कि वित्तीय बाजार खंडों के बीच बढ़ते हुए समेकन के साथ ब्याज दरों में न्यूनतर अस्थिरता आती है (सारणी 8.3)। शेयर बाजार को छोड़कर, वित्तीय बाजारों के विभिन्न खंडों में सामान्यतः अप्रैल 1993 से मार्च 2000 तक की पिछली अवधि की तुलना में अप्रैल 2000 से मार्च 2007 तक के दौरान उल्लेखनीय रूप से न्यूनतर अस्थिरता (मानक विचलन द्वारा मापित) देखी गई। बाजार की ब्याज दरों में अनुप्रस्थ अस्थिरता में भी गिरावट आई है जो चलनिधि के प्रभावी प्रबंधन तथा वित्तीय बाजारों की बढ़ती गंभीरता के कारण ब्याज दरों की समाभिरूपता का सुझाव देती है।

**8.36** विशेषतः मुद्रा बाजार खंड में अस्थिरता में कटौती की घटना 2000-01 में संपूर्ण चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के साथ हुई। एलएएफ के परिचालन ने एक दिवसीय दर अर्थात् मांग मुद्रा दर को रिवर्स रिपो दर और रिपो दर के गलियारे में रखने का सामान्यतः प्रबंध किया (चार्ट VIII.8)। मांग मुद्रा बाजार से बैंकेतर संस्थाओं को क्रमिक रूप से निकालने के कारण रिपो बाजार तथा सीबीएलओ जैसे संपार्श्विकीकृत बाजारों का विकास हुआ। संपार्श्विकीकृत खंडों में जाने से भी एक दिवसीय मुद्रा बाजार दरों की अस्थिरता में कमी आई है, क्योंकि अल्पावधिक निधियां जुटाने के लिए वैकल्पिक मार्ग की उपलब्धता ने बाजार दरों को एलएएफ के तहत रिपो तथा रिवर्स रिपो दर के अनौपचारिक ब्याज दर गलियारे के अनुरूप बनाने में मदद की है।

### बॉक्स VIII.4

#### विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता

देश के अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय समेकन के संदर्भ में, विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता की मात्रा एक महत्वपूर्ण मुद्दा है, जिसकी जांच 'आवृत ब्याज समता' तथा 'अनावृत समता' की परिकल्पनाओं के आनुभविक मूल्यांकन के माध्यम से की जा सकती है। नीतिगत परिप्रेक्ष्य से ब्याज समता संबंधी परिकल्पना महत्वपूर्ण है (ब्लांडर, 2004)। पहला, आवृत ब्याज समता विदेशी मुद्रा बाजार की सूचना संबंधी दक्षता को दर्शाता है। विदेशी बाजारों के साथ अपूर्ण समेकन के कारण आवृत ब्याज समता से विचलन हो सकता है। दूसरा, अनावृत समता का कारण केंद्रीय बैंकों द्वारा निष्प्रभ विदेशी मुद्रा बाजार हस्तक्षेप तथा विनिमय दर के ब्याज दर बचाव की प्रभावशालिता हो सकती है। जहां तक अनावृत ब्याज समता वैध है, आधिकारिक हस्तक्षेप प्रत्याशित भविष्य की हाजिर दर से सापेक्ष प्रचलित हाजिर विनिमय दर को सफलतापूर्वक नहीं बदल सकेगा, जब तक प्राधिकारी ब्याज दरों को बदलने की अनुमति न दें (इसार्ड, 1995)। तथापि, यह बात जोड़ी जा सकती है कि ऐसे अन्य माध्यम (उदाहरण के लिए संकेत देने संबंधी माध्यम) हैं जिनके जरिए निष्प्रभ हस्तक्षेप अभी भी प्रभावी है। इसी तरह, विनिमय दर का ब्याज दर बचाव अनावृत समता से संभावित विचलनों पर निर्भर है; अन्यथा, विनिमय दर के बचाव के लिए ब्याज दरें बढ़ाने के लिए मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा किए गए अन्य कोई प्रयास प्रत्याशित मुद्रा मूल्यहास द्वारा ठीक तौर पर प्रतिकूलित हो जाएंगे। अतः अनावृत समता से नीति-शोषणीय विचलन ब्याज दर के बचाव की एक आवश्यक शर्त है (फ्लड और रोज़, 2002)।

सीमा पार के परिप्रेक्ष्य से, आनुभविक साहित्य आम तौर पर आवृत ब्याज समता का समर्थन करता है। जहां तक अनावृत समता का संबंध है, आम तौर पर उक्त साहित्य इसका समर्थन नहीं करता, हालांकि परिणाम मुद्रा, समय और देशों के पार भिन्न हो सकते हैं (इसार्ड, 1995; फामा, 1984; फ्रूट और थालेर, 1990; वधवानी, 1999; चिन्न और मेरेडिथ, 2002; बेकर्ट और अन्य 2002; तथा फ्लड और रोज़, 2002)। अनावृत समता की असफलता, अन्य बातों के साथ-साथ, समय के साथ बदलते हुए जोखिम प्रीमियम, तार्किक प्रत्याशाओं से विचलन (क्योंकि अनावृत समता के परीक्षणों में दक्ष बाजार परिकल्पना और तार्किक प्रत्याशाओं का संयुक्त परीक्षण शामिल होता है), लेनदेन लागत, तथा अंतर्जात मौद्रिक नीति का परिणाम हो सकती है (वाधवानी, 1999; किम और रौबिनी, 2000; तथा मेरेडिथ और मा, 2002)।

भारतीय संदर्भ में, अप्रैल 1993 से 1998 की शुरुआत की अवधि का आनुभविक साक्ष्य आवृत ब्याज समता के लिए कुछ समर्थन प्राप्त करता है परंतु अनावृत

समता के लिए नहीं (भोई तथा धल, 1998; और जोशी तथा सग्गर, 1998)। सीमा पार के देशों के अध्ययन से सैद्धांतिक एवं आनुभविक अंतरदृष्टियों से उत्पन्न होते हुए, पट्टनार्क, कपूर और धल (2003) ने अप्रैल 1993 से मार्च 2002 के दौरान भारतीय संदर्भ में समता की स्थितियों का कठोर आनुभविक विश्लेषण किया। इस अध्ययन में यह बात दुहराई गई कि बाजार की दक्षता के पक्ष में समग्र साक्ष्य निष्कर्ष-रहित प्रतीत होता है। यहाँ आवृत ब्याज समता एक औसत को रखे हुए प्रतीत होती है, अनावृत समता के लिए साक्ष्य किन्हीं भविष्यवाणीयोग्य उल्लेखनीय रूप से अधिक विदेशी मुद्रा बाजार प्रतिलाभों की अनुपस्थिति से आता है। बाद की अवधि में पूंजी खाते के चल रहे उल्लेखनीय उदारीकरण को देखते हुए, भारत के लिए ब्याज समता संबंधी नई स्थितियों की परख करने का प्रयास किया गया। तदनुसार, तीन महीने के वायदा प्रीमियम के संबंध में अप्रैल 1993 से सितंबर 2006 तक की अवधि के मासिक आंकड़ों का उपयोग करते हुए अमरीकी डालर की तुलना में रुपया के लिए ब्याज समता संबंधी स्थितियों की जांच की गई। ब्याज दर संबंधी अंतर के लिए, देशी ब्याज दर के दो वैकल्पिक उपायों (मांग मुद्रा दर तथा 91-दिवसीय खजाना बिल दर) का उपयोग किया गया; विदेशी ब्याज दर के लिए एक महीना और तीन महीना के लिबोर का उपयोग किया गया। परिणाम कमोबेश पिछले अध्ययनों के अनुरूप थे<sup>4</sup>। अनावृत समता से विचलन का कारण सिर्फ समय के साथ बदलते अलग-अलग जोखिम प्रीमियम की उपस्थिति नहीं हो सकती परंतु साथ ही, निजी पूंजी प्रवाहों में वृद्धि के कारण भी ऐसा हो सकता है (आरबीआइ, 2001)। यद्यपि अनिवासियों को भारतीय बाजारों में निवेश करने की अधिकाधिक अनुमति दी गई है, विदेशी बाजारों में निवासियों द्वारा उधार लेने और निवेश करने पर प्रतिबंध इस अध्ययन की अधिकांश नमूना अवधि में बना रहा। इसके अलावा, अनिवासियों के संबंध में भी प्रमुख खिलाड़ी यथा विदेशी संस्थागत निवेशकों का ध्यान ईक्विटी बाजारों पर अधिक केंद्रित है। इसके अलावा, बाजार तथा प्रशासनिक उपायों में केंद्रीय बैंक का हस्तक्षेप भी बाजार के व्यवहार को प्रभावित कर सकता है। ये सभी कारक अल्पावधि में अनावृत समता से विचलन का कारण बन सकते हैं, परंतु एक समय में विनिमय दर में घटबढ़ में अनावृत ब्याज समता एवं स्थिर वास्तविक विनिमय दर के अनुरूप होने की प्रवृत्ति होती है। ब्याज दर अंतर का औसत स्तर दीर्घावधि मुद्रा परिवर्तनों का भविष्य बताने का सही मार्ग बता सकता है, हालांकि अल्पावधि सहसंबंध निकट समय के विनिमय दर परिवर्तनों का भविष्य बताने में सामान्यतः गलत मार्ग की ओर इशारा करता है (फ्रूट और थालेर, 1990)।

<sup>4</sup> अनुमानित आवृत ब्याज समता (पीआइपी) संबंधी समीकरण निम्नानुसार हैं :

$$FR3 = 1.70 + 0.45 ID1 + 0.25 ID1(-1) + 0.17 ID1(-2) \\ (4.8) \quad (6.4) \quad (3.2) \quad (2.5) \quad DW = 0.3 \quad \bar{R}^2 = 0.47$$

$$FR3 = 1.08 + 1.08 ID2 \\ (1.7) \quad (6.7) \quad DW = 0.3 \quad \bar{R}^2 = 0.22$$

जहां एफआर 3 तीन महीने का वायदा प्रीमियम है, आइडी1 मांग मुद्रा दर एवं एक महीने के लिबोर के बीच का ब्याज दर अंतर है तथा आइडी2 91-दिवसीय खजाना बिल दर तथा तीन माह के लिबोर के बीच का ब्याज अंतर है। कोष्ठक के आंकड़े अनुमानित टी-मूल्य हैं।

अनुमानित अनावृत समता (यूआइपी) समीकरण निम्नानुसार है :

$$DEPX = -0.06 - 0.04 FR3 (t-3) \\ (0.4) \quad (1.5) \quad DW = 1.5 \quad \bar{R}^2 = 0.01$$

जहां डीईपीएक्स तार्किक प्रत्याशाओं की मान्यता के तहत वास्तविक विनिमय दर मूल्यहास है। कोष्ठक के आंकड़े अनुमानित टी-मूल्य हैं।

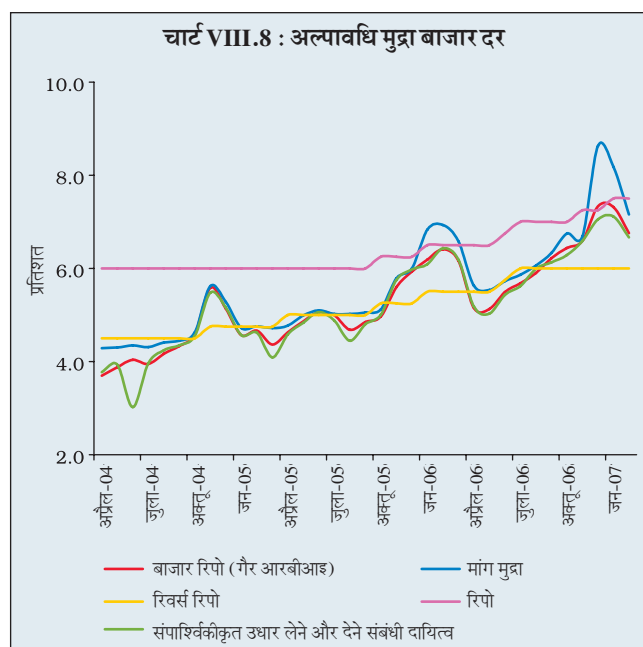
सारणी 8.3: वित्तीय बाजार की अस्थिरता

दर	अप्रैल-1993 से मार्च-2007	अप्रैल-1993 से मार्च-2000	अप्रैल-2000 से मार्च-2007
1	2	3	4
मांग मुद्रा दर	4.30	5.38	1.90
रिवर्स रिपो दर	1.27	1.14	1.32
खजाना बिल दर (91 दिन)	2.29	1.93	1.46
खजाना बिल दर (364 दिन)	2.57	1.56	1.66
जमा प्रमाणपत्र दर	3.17	2.36	1.66
वाणिज्यिक पत्र दर	3.30	2.50	1.99
10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर आय	2.77	0.99	1.78
विनिमय दर (रुपया/अमरीकी डालर)	5.96	4.62	1.61
वायदा विनिमय प्रीमियम (1 माह)	4.69	5.99	1.91
वायदा विनिमय प्रीमियम (3 माह)	3.93	4.51	1.86
वायदा विनिमय प्रीमियम (6 माह)	3.73	4.00	1.84
बीएसई सेंसेक्स (सूचकांक की अस्थिरता)	2582	685	3194
(वार्षिकीकृत सूचकांक प्रतिलाभ अस्थिरता)	(32.94)	(32.44)	(33.36)
सभी खंडों में अस्थिरता*	3.88	4.08	2.53

**टिप्पणी :** 1. अस्थिरता की माप मानक विचलन के रूप में की जाती है।  
2. 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय संबंधी आंकड़े अप्रैल 1996 से उपलब्ध हैं, जबकि 1 माह के वायदा विनिमय प्रीमियम संबंधी आंकड़े जून 1995 से उपलब्ध हैं।  
\* : उक्त सभी ब्याज दरों तथा वायदा प्रीमियम का मानक विचलन।

वित्तीय बाजार का समेकन और मौद्रिक नीति

8.37 विकसित और समेकित वित्तीय बाजार मौद्रिक नीति के आवेगों के संप्रेषण की प्रभावी और विश्वसनीय पूर्वापेक्षाएं हैं। ब्याज दर जैसे मौद्रिक प्रबंधन के अप्रत्यक्ष लिखतों पर निर्भर मौद्रिक नीति संप्रेषण की रूपरेखा की सफलता उस मात्रा और गति पर निर्भर है जिसके साथ केंद्रीय बैंक की नीति दर के बदलाव को अर्थव्यवस्था की बाजार दरों और विनिमय दर के स्पेक्ट्रम को संप्रेषित किया जाता है (मोहन, 2007)। मुद्रा बाजार दरों और नीति ब्याज दर के बीच विचलन का विशेष रूप से दो प्रतिकूल प्रभाव पड़ता है। पहला, उनसे मौद्रिक नीति के संप्रेषण की प्रक्रिया कमजोर होती है तथा अनिश्चितता का तत्व आ जाता है। केंद्रीय बैंक का ब्याज दरों के स्तर पर जितना अधिक प्रभाव होगा, अर्थव्यवस्था में मांग का प्रबंध तथा कम मुद्रास्फीति और सतत वृद्धि का उद्देश्य प्राप्त करना उतना ही आसान होगा (पिटरसन, 2001)। दूसरा, अंतर-बैंक दरों और केंद्रीय बैंक की नीति दर में बेमेल करनेवाला बड़ा स्प्रेड (अंतराल) वित्तीय मध्यस्थता की प्रक्रिया में अक्षमता ला सकता है। भारतीय संदर्भ में, रिवर्स रिपो दर की तुलना में बाजार ब्याज दरों के अंतराल में आयी उल्लेखनीय



गिरावट के साथ बाजार खंडों के बीच समभिरूपता आयी है (सारणी 8.4)। अंतर-बैंक मांग मुद्रा दर के लिए अंतराल न्यूनतम था तथा उसके बाद खजाना बिल, जमा प्रमाणपत्र, वाणिज्यिक पत्र और 10 वर्षीय सरकारी बांड आय की दरों का स्थान था। निजी क्षेत्र को मिलने वाले वित्तीय बाजार के विकास का लाभ नीति दर की तुलना में वाणिज्यिक पत्र के स्प्रेड में कमी से स्पष्ट है। नीति दर और अन्य बाजार दरों के बीच स्प्रेड का कम होना मौद्रिक नीति के संप्रेषण की प्रक्रिया की कार्यक्षमता बढ़ने को सुझाता है।

8.38 सह-संबंध उपाय के अलावा, बाजार समेकन विश्लेषण के प्रति अधिक औपचारिक एवं सख्त दृष्टिकोण के लिए विभिन्न ब्याज दरों के बीच हेतुक संबंध का अन्वेषण आवश्यक है। विशेष रूप में, रिवर्स रिपो दर और बाजार ब्याज दरों के बीच हेतुक संबंध ब्याज दरों की आवधिक संरचना को प्रभावित करने में मौद्रिक संप्रेषण के महत्व पर प्रकाश डालता है। ग्रैंगर हेतुकता का आनुभविक विश्लेषण भारतीय संदर्भ में संप्रेषण

सारणी 8.4 : रिवर्स रिपो दर की तुलना में ब्याज दर स्प्रेड

(प्रतिशत अंक)

ब्याज दर	अप्रैल-1993 से मार्च-2007	अप्रैल-1993 से मार्च-2000	अप्रैल-2000 से मार्च-2007
1	2	3	4
मांग मुद्रा दर	1.78	2.98	0.58
जमा प्रमाणपत्र दर	3.31	5.43	1.19
वाणिज्यिक पत्र दर	3.99	6.09	1.89
91-दिवसीय खजाना बिल दर	1.69	2.90	0.48
364-दिवसीय खजाना बिल दर	2.48	4.18	0.79
10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर आय	3.42	6.21	1.83

प्रक्रिया की कतिपय महत्वपूर्ण विशिष्टताओं को प्रकट करता है।<sup>5</sup> पहला, बाजार दरों के प्रति नीतिगत आवेगों के संप्रेषण से संबद्ध पश्चताएं लिखतों की मीयाद संरचना के साथ अनुरूपित की जाती हैं; नीतिगत दरों में परिवर्तनों के प्रति अल्पकालिक दरें, मध्यावधि एवं दीर्घावधि लिखतों की तुलना में अपेक्षाकृत कम पश्चताएं दर्शाती हैं। दूसरा, रिवर्स रिपो दर का मांग मुद्रा दर और 91 दिवसीय खजाना बिल दर सहित वित्तीय बाजार की अल्पावधि लिखतों पर एक-दिशीय हेतुक प्रभाव पड़ता है। मध्यम से दीर्घ काल में 10 वर्षीय सरकारी बांड आय का रिवर्स रिपो दर के साथ द्विदिशीय हेतुक संबंध होगा। उसका कारण नीतियों और बाजारों के बीच की प्रतिपुष्टि है क्योंकि दीर्घावधि में मुद्रास्फीति और वृद्धि की संभावनाओं के बारे में वित्तीय बाजार निवेश कार्यकलाप और आर्थिक एजेंटों की प्रत्याशाओं के बारे में उपयोगी सूचना रखते हैं।

### बाजार अंतर-संबंधों की गत्यात्मकता

8.39 जैसा पहले संकेत किया गया है, बाजार समेकन के कारण ये हो सकते हैं - चलनिधि, अवधि संरचना, ऋण बाजार की दशाएं, विनिमय दर और समष्टि आर्थिक मूलभूत बातें। आनुभविक परिणाम यह प्रकट करते हैं कि बाजार समेकन की प्रक्रिया पर चलनिधि, सुरक्षा और जोखिम, बाह्य बाजार की गतिविधि, निजी क्षेत्र वृद्धि, ऋण अपेक्षाओं एवं समष्टि आर्थिक गतिविधियों, यथा दीर्घावधि बांड आय<sup>6</sup> द्वारा उपलक्षित वृद्धि एवं मुद्रास्फीति के दृष्टिकोण का प्रभाव पड़ता है। पहला, अंतर्बैंक मांग मुद्रा दर पर अल्पकालिक चलनिधि प्रभाव मुख्यतः विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों द्वारा प्रभावित होता है जो वायदा विनिमय दर में घटबढ़ और बेंचमार्क 91 दिवसीय खजाना बिल दर में परिवर्तनों के जरिए बाजार के अल्पावधि में राजकोषीय नीति द्वारा प्रेरित प्रभाव में प्रतिबिंबित होता है। दूसरा, 91 दिवसीय खजाना बिलों की दर 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय तथा वाणिज्यिक पत्र की दर में परिवर्तन के जरिए निजी क्षेत्र की ऋण स्थिति द्वारा प्रभावित होती है, जबकि विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधि और चलनिधि अल्पकाल में कुछ असर डालती है। तीसरा, वायदा बाजार प्रीमियम अंतरपणन की स्थिति द्वारा चालित होता है, जिसमें अंतर बैंक मांग मुद्रा

बाजार मुख्य चालक होता है हालांकि निजी क्षेत्र (वाणिज्यिक पत्र) और दीर्घावधिक मूलभूत तत्वों (10 वर्षीय सरकारी बांड आय) में हुई गतिविधियों के कारण कुछ कम असर पड़ा। चौथा, निजी क्षेत्र के लिए मध्यावधि से दीर्घावधि में वाणिज्यिक पत्र दीर्घावधि सरकारी प्रतिभूति आय द्वारा चालित होता है जबकि चलनिधि, जोखिम प्रीमियम और विदेशी मुद्रा बाजार स्थिति का अल्पावधि में कम असर पड़ता है। पांचवां, उत्पादक कार्यकलापों में विकास का प्रतिनिधित्व करनेवाले वाणिज्यिक पत्र तथा निजी क्षेत्र की ऋण अपेक्षाओं का चलनिधि, विदेशी मुद्रा बाजार एवं जोखिम प्रीमियम की तुलना में काफी अधिक असर हुआ है। तथापि, उक्त बहुचर वेक्टर स्वतः पश्चगमन मॉडल का संरचनागत प्रतिनिधित्व में विस्तार यह प्रकट करता है कि मध्यावधि से दीर्घावधि में वित्तीय बाजार का समेकन सरकारी प्रतिभूतियों और वाणिज्यिक पत्र दर की दीर्घावधि आय द्वारा प्रेरित होता है जिसका कारण मध्यावधि मुद्रास्फीति दृष्टिकोण और निजी क्षेत्र में वास्तविक क्षेत्र के विकास जैसी समष्टि आर्थिक गतिविधियां होती हैं।

8.40 समाहार के रूप में, बाजार के विभिन्न खंडों में समेकन, विशेषतः हाल की अवधि में, बढ़ा है। यह बाजारों की गंभीरता में वृद्धि तथा बाजार के विभिन्न खंडों में ब्याज दरों के बीच उच्चतर सहसंबंध में प्रतिबिंबित होता है। वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों के बीच बढ़ते हुए समेकन के साथ ब्याज दरों में न्यूनतर अस्थिरता आयी। रिवर्स रिपो दर पर ब्याज दर स्प्रेड का कम होना मौद्रिक नीति संप्रेषण माध्यम में सुधार और गुरुतर वित्तीय बाजार समन्वय को दर्शाता है। वित्तीय बाजार का समन्वयन विभिन्न मानकों यथा चलनिधि, सुरक्षा एवं जोखिम, विदेशी मुद्रा बाजार के विकास, निजी क्षेत्र के कार्यकलाप और समष्टि आर्थिक मूलभूत तत्वों के बीच गत्यात्मक अंतःक्रिया को दर्शाता है। वैकल्पिक रूप से, वित्तीय समन्वय वित्तीय मध्यस्थों, सरकार, निजी क्षेत्र और बाह्य क्षेत्र के बीच अंतःक्रिया को दर्शाता है। विशिष्ट बाजार खंडों के बारे में, यह पाया गया कि रिवर्स रिपो दर का वित्तीय बाजारों की अल्पावधि अर्थात् मुद्रा बाजार के साथ एक पक्षीय हेतुक प्रभाव है, जबकि 10-वर्षीय सरकारी बांड आय के साथ द्विपक्षीय हेतुक संबंध रहता है जो दीर्घावधि में नीति और बाजारों के बीच की प्रतिपुष्टि में अंतर्निहित है। विदेशी मुद्रा बाजार में, वास्तविक प्रभावी

5 निम्नलिखित परिवर्तियों : रिवर्स रिपो दर, 91-दिवसीय खजाना बिल दर, 364 दिवसीय खजाना बिल दर और 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय को लेते हुए वेक्टर भूल सुधार मॉडल (वीईसी) का अनुमान लगाकर अप्रैल 1993 से सितंबर 2006 तक की अवधि के लिए ग्रैंगर हेतुकता परीक्षण किए गए। स्वारज मानदंड के आधार पर वीएआर मॉडल का आर्डर 2 महीना पीछे चुना गया।

6 अप्रतिबद्ध वेक्टर स्वतः प्रतिगमन मॉडल से यह अनुमान था कि अंतर्बैंक मांग मुद्रा दर, 91 दिवसीय खजाना बिल दर, तीन माह के वायदा प्रीमियम, वाणिज्य पत्र दर एवं 10 वर्षीय सरकारी बांड आय जैसी पांच परिवर्तियों के बीच अंतःक्रिया के अनुसार वित्तीय बाजार के अंतः संबंधों का विश्लेषण किया जाएगा। वैकल्पिक परिप्रेक्ष्य से, इस प्रकार की बहुचर गत्यात्मकता अंतर्निहित वित्तीय और वास्तविक संबंधों को दर्शाती है जो मध्यस्थों, सरकार, बाह्य क्षेत्र, निजी क्षेत्र और समष्टि आर्थिक गतिविधियों के बीच अंतःक्रिया से उत्पन्न होता है। अप्रैल 1993 से सितंबर 2006 तक की अवधि के मासिक आंकड़ों का उपयोग करते हुए मॉडल का अनुमान लगाया गया था। वीएआर का आर्डर 9 महीना पीछे पाया गया जो लाइकलीहूड रेशियो परीक्षण पर आधारित था। एक परिवर्तियों के घटबढ़ के प्रणाली की दूसरे परिवर्तियों की घटबढ़ के रूप में व्याख्या करने के लिए वीएआर मॉडल के पूर्वानुमान भूल घटबढ़ अपघटन विश्लेषण का प्रयोग किया गया था।



विनिमय दर में किसी प्रकार की धारित मूल्यवृद्धि/मूल्यहास के अभाव में पीपीपी सिद्धांत को माना गया है। ईक्विटी बाजार की बाजार के अन्य खंडों के साथ अपेक्षाकृत कम अंतःक्रिया होती है, जो बड़े ईक्विटी जोखिम प्रीमियम की मौजूदगी में प्रतिबिंबित होता है।

#### IV. भारत का अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय समेकन

8.41 वित्तीय बाजारों का विकास न सिर्फ प्रच्छन्न बचत संभाव्यता को कार्यान्वित करने एवं प्रभावी मौद्रिक नीति के लिए अपितु वैश्वीकरण एवं क्षेत्रीय समेकन की प्रक्रिया में अर्थव्यवस्था की भूमिका और सहभागिता बढ़ाने के लिए भी जरूरी है। बढ़ते खुलेपन के साथ, देशी नीति निर्माण में वैश्विक कारकों की गुरुतर भूमिका होती है, जिसके फलस्वरूप वित्तीय बाजार में गुरुतर समेकन होता है (रेड्डी, 2006बी)। बढ़ रहे वित्तीय वैश्वीकरण के साथ, भारत जैसी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह महत्वपूर्ण है कि बड़े पूंजी प्रवाहों से जुड़े जोखिमों के प्रबंधन के लिए वित्तीय बाजारों का विकास किया जाए। वैश्वीकृत संसार में ऐसे पूंजी प्रवाहों से निपटने के लिए, जो बहुत बड़े हो सकते हैं तथा बहुत जल्द प्रतिवर्तित हो सकते हैं, सशक्त और सुविनियमित वित्तीय क्षेत्र का अत्यधिक महत्व है। पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता समिति, 2006 (अध्यक्ष: श्री एस.एस.तारापोर) की रिपोर्ट में यह पाया गया है कि पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता की ओर अग्रसर होने के लिए, यह सुनिश्चित किया जाना जरूरी है कि बाजार के विभिन्न खंड न सिर्फ सुविकसित हों अपितु वे सुसमेकित भी हों।

#### वैश्विक और क्षेत्रीय प्रवृत्तियां

8.42 वैश्वीकरण ने औद्योगिक, विकासशील और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के बीच खुद को व्यापार और वित्तीय अंतर-निर्भरता के नये रूप में दर्शाया है। विकासशील और उभरती अर्थव्यवस्थाएं, जो पहले मुख्यतः प्राथमिक वस्तुओं के निर्यात पर निर्भर रहती थीं, विनिर्माण और सेवा व्यापार वाले अग्रणी देशों के रूप में उभरी हैं। यद्यपि, कुल रूप में औद्योगिक देशों का वैश्विक व्यापार में बड़ा हिस्सा बना हुआ है, उनका हिस्सा हाल के वर्षों में कम हुआ है और चीन एवं पूर्वी व दक्षिण पूर्वी एशिया के देशों की अगुवाई में विकासशील एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के हिस्से में वृद्धि हुई है। देशों के बीच उत्पादन प्रक्रिया को फैलाने, जिसके तहत कंपनियां कई देशों में मूल्य श्रृंखला की विभिन्न कड़ियों को आबंटित करने को अधिकाधिक लाभप्रद पा रही हैं, के साथ बाजार का समेकन बढ़ा है। इस प्रकार, व्यापार के खुलेपन के रूप में, विकासशील एवं उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से आगे निकल गयी हैं (सारणी 8.5)। आय समूहों के बीच, कम और मध्यम

आय के देशों का व्यापार संबंधी खुलापन उच्च आय वाले देशों की तुलना में तीव्रतर दर पर बढ़ा है।

8.43 वैश्वीकरण के साथ आज वैश्विक अर्थव्यवस्था की प्रमुख प्रवृत्ति बढ़ रही क्षेत्रीयता है। इस संदर्भ में, नीतिनिर्माताओं और विद्वानों के लिए यह अत्यधिक चर्चा का विषय बन गया है कि वैश्वीकरण की प्रक्रिया तथा बढ़ रही क्षेत्रीयता एक दूसरे के पूरक हैं अथवा बढ़ रही क्षेत्रीयता वैश्वीकरण में बाधक है। कुछ लोगों का विश्वास है कि वैश्वीकरण राष्ट्रीय, क्षेत्रीय एवं वैश्विक स्तरों पर अर्थव्यवस्थाओं के गुरुतर समेकन के सिवा और कुछ भी नहीं है। अन्य लोगों के लिए चूंकि क्षेत्रीय समेकन की प्रक्रिया अनन्य रूप से कुछ देशों में संकेंद्रित रहती है, अतः यह संदेह उत्पन्न होता है कि इस प्रकार की अनन्यता वैश्विक आर्थिक समेकन के पथ का निर्माण करती है या उसमें अवरोध उत्पन्न करती है। इन वैकल्पिक परिप्रेक्ष्यों के बावजूद, अलग विशिष्टताओं तथा विभिन्न क्षेत्रों में पैमाने के साथ 1980 के दशक के मध्य से क्षेत्रीयता की प्रक्रिया तेज हो गयी है। विश्व व्यापार संगठन के अनुसार, मार्च 2007 तक 194 क्षेत्रीय व्यापार व्यवस्थाएं थीं जबकि इसकी तुलना में 1986 में सिर्फ 24 करार तथा 1996 में 66 करार हुए थे। व्यापार और विकास पर संयुक्त राष्ट्र सम्मेलन की विश्व निवेश रिपोर्ट, 2006 के अनुसार अंतर्राष्ट्रीय निवेश करार (आइआइए) में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। वैश्विक स्तर पर, अंतर्राष्ट्रीय निवेश करारों की कुल संख्या 2005 के अंत में 5,500 के निकट थी, जिसमें 2,495 द्विपक्षीय निवेश संधियां (बीआइटी) 2,758 दुहरा कराधान संधियां (डीटीटी) तथा 232 अन्य अंतर्राष्ट्रीय करार थे जिनमें निवेश प्रावधान हैं। विकासशील देशों के बीच द्विपक्षीय निवेश संधियों की कुल संख्या 1990 के 42 से तेजी से बढ़कर 2005 के अंत तक 644 हो गयी, जबकि दुहरा कराधान संधियां 105 से बढ़कर 399 तथा अन्य अंतर्राष्ट्रीय निवेश करार उसी अवधि में 17 से बढ़कर 86 हो गए। सभी बीआइटी के लगभग 40 प्रतिशत, डीटीटी के 35 प्रतिशत और अन्य आइआइए के 39 प्रतिशत में एशियाई देश विशेष रूप से पक्षकार हैं।

#### सारणी 8.5 : वैश्विक व्यापार खुलापन

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में निर्यात जमा आयात)

वर्ग	1980s	1990s	2000s	2006
1	2	3	4	5
विश्व	37.1	41.4	52.7	60.8
उन्नत अर्थव्यवस्थाएं	38.3	40.5	49.3	56.5
विकासशील और उदीयमान अर्थव्यवस्थाएं	33.6	46.2	65.0	73.4
कम आयवाली अर्थव्यवस्थाएं	22.9	33.6	43.0	50.0 *
मध्यम आयवाली अर्थव्यवस्थाएं	35.4	49.4	61.1	67.0 *
उच्च आयवाली अर्थव्यवस्थाएं	38.1	40.0	46.1	45.2 #
* : 2004 के लिए आंकड़े # : 2003 के लिए आंकड़े				
स्रोत : वर्ल्ड इकोनॉमिक आउटलुक, अप्रैल 2007, आइएमएफ और वर्ल्ड डेवलपमेंट इंडिकेटर्स, 2006, विश्व बैंक।				

8.44 जीएटीटी/डब्ल्यूटीओ तथा कई द्विपक्षीय क्षेत्रीय सहयोग करारों के ढांचे के भीतर विदेश व्यापार और विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के उदारीकरण के कारण विशेष रूप से पूर्वी और दक्षिण पूर्वी एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में उल्लेखनीय समेकन आया है। क्षेत्रों के बीच व्यापार सुधारने में टैरिफ में कटौती तथा निवेश मानदंडों के उदारीकरण के रूप में विभिन्न नीतिगत उपायों के साथ बदलती उत्पादन संरचना ने महत्वपूर्ण भूमिका अदा की है (सारणी 8.6)। फलस्वरूप व्यापार और एफडीआई का विस्तार, क्षेत्र में आर्थिक वृद्धि और विकास का वाहक बन गया है।

8.45 वित्त के क्षेत्र में, यह परंपरागत अभिधारणा कि पूंजी का प्रवाह पूंजी अधिशेष वाले विकसित देशों से पूंजी की कमी वाले विकासशील देशों की ओर होता है, हाल के वर्षों में गलत साबित हुई है (रेड्डी 2006बी) आज, विश्व को पूंजी के ऊपरी प्रवाह, अर्थात् विकासशील देशों से विकसित देशों को प्रवाह, की पहली का सामना करना पड़ रहा है (प्रसाद आदि, 2006)। आज विश्व की सबसे बड़ी अर्थव्यवस्था यूनाइटेड स्टेट्स में चालू खाता घाटा है जिसका वित्तपोषण काफी हद तक विकासशील और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं से अधिशेष बचत या पूंजी निर्यात द्वारा किया जाता है (सारणी 8.7)। बढ़ती हुई आय और अधिकाधिक खुली नीतियों के साथ, विकासशील और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं विदेशी प्रत्यक्ष निवेश, बैंक उधार तथा अन्य विकासशील देशों को आधिकारिक विकास सहायता का उल्लेखनीय स्रोत बन गई हैं।

8.46 व्यापार और वित्तीय खुलापन के बीच प्रतिपूरक से बेहतर संबंध है। कुल रूप में, विभिन्न देश समूहों के वैश्विक वित्तीय बाजारों में समेकन के स्तर की माप कुल अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय आस्तियों एवं देयताओं के जोड़ के रूप में की जाती है (प्रसाद आदि, 2006)। जहां वैश्विक स्तर पर व्यापारिक खुलापन 1980 के दशक के दौरान जीडीपी के औसतन 37 प्रतिशत से बढ़कर 2006 में जीडीपी का 61 प्रतिशत हो गया, वहीं वित्तीय खुलेपन में, जीडीपी के प्रतिशत के रूप में सकल विदेशी आस्तियों और देयताओं द्वारा की गयी माप के अनुसार, लगभग चार गुने की वृद्धि हुई

#### सारणी 8.6 : एशिया में अंतर-क्षेत्रीय व्यापार में हिस्सा

रिपोर्टर/भागीदार	(प्रतिशत)			
	1990	1995	2000	2005
1	2	3	4	5
एशिया	47.0	54.9	54.8	58.7
पूर्वी एशिया	30.2	37.1	38.1	42.6
एशियान+3	29.4	37.6	37.3	39.2
दक्षिण पूर्व एशिया	18.8	24.0	24.7	28.1
एशियान	18.8	24.0	24.7	28.1
सार्क	2.7	3.9	3.9	4.8
दक्षिण एशिया	2.1	3.8	3.6	4.7

स्रोत : एशिया रिजनल इंटीग्रेशन सेंटर, एशिया विकास बैंक।

#### सारणी 8.7 : वैश्विक चालू खाता शेष

(बिलियन अमरीकी डालर)

अवधि/वर्ष	विश्व	उन्नत अर्थव्यवस्थाएं	संयुक्त राज्य	विकासशील तथा उदीयमान अर्थव्यवस्थाएं	चीन
1	2	3	4	5	6
1980s	-68	-41	-78	-27	-1
1990s	-85	-4	-122	-81	12
2000	-182	-268	-415	86	21
2001	-174	-213	-389	39	17
2002	-152	-229	-472	77	35
2003	-73	-221	-528	148	46
2004	-43	-255	-665	213	69
2005	-45	-473	-792	428	161
2006	-19	-563	-857	544	239 *

\* : आइएमएफ स्टाफ अनुमान।

स्रोत : वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, ऑनलाइन डेटाबेस, अप्रैल 2007, आइएमएफ।

और वह 1980 के दशक के प्रारंभ के 68 प्रतिशत से बढ़कर 2000-04 में 250 प्रतिशत हो गया। यद्यपि, वैश्विक वित्तीय बाजारों में समेकन का स्तर विकसित देशों के लिए स्पष्टतः सर्वाधिक है, विकासशील अर्थव्यवस्था खंड द्वारा अनुभूत समेकन का अधिकांश हिस्सा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं का है (सारणी 8.8)।

8.47 विकासशील और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में वैश्विक पूंजी प्रवाह ने उतार-चढ़ाव (बूम बस्ट) का चक्रीय स्वरूप देखा है, जो प्रतिरूपी तौर पर वैश्विक अर्थव्यवस्था के विकास की व्यापक प्रक्रिया के एक भाग को दर्शाता है (चार्ट VIII.9)। उधार देने और पूंजी प्रवाहों के अन्य प्ररूपों में उस समय बढ़त की प्रवृत्ति होती है जब प्रौद्योगिकीय परिवर्तन संचार में सुधार लाते हैं, वृद्धि में

#### सारणी 8.8 : सकल विदेशी आस्तियां और देयताएं

(ट्रिलियन अमरीकी डालर)

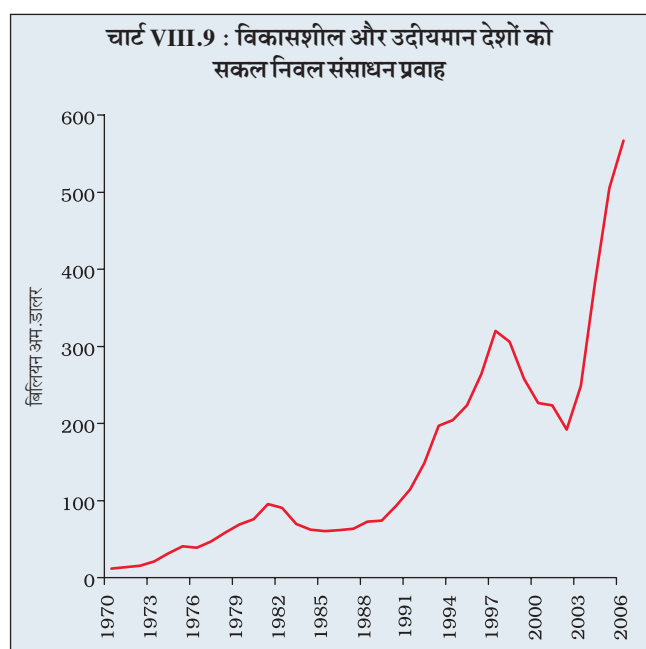
अवधि	विश्व	औद्योगिक अर्थव्यवस्थाएं	विकासशील तथा उदीयमान अर्थव्यवस्थाएं	उदीयमान एशिया
1	2	3	4	5
1980-84	7.9 (67.5)	6.1 (74.5)	1.9 (52.8)	0.5 (53.7)
1985-89	16.4 (97.7)	13.5 (107.7)	2.9 (68.4)	1.2 (102.2)
1990-94	29.0 (120.2)	24.0 (127.1)	5.1 (95.9)	2.6 (141.6)
1995-99	50.7 (170.1)	42.1 (183.0)	8.7 (126.9)	4.5 (162.7)
2000-04	86.0 (250.0)	73.8 (280.5)	12.2 (150.6)	6.2 (179.3)

टिप्पणी : कोष्ठकों के आंकड़े जीडीपी के प्रतिशत दर्शाते हैं।

स्रोत : लेन और फेरेट्टी (2006), ऑनलाइन डेटाबेस, आइएमएफ।

उछाल होती है, व्यापार बढ़ रहा होता है, वित्तीय नवोन्मेष में तेजी रहती है तथा राजनीतिक वातावरण समर्थक होता है (विश्व बैंक 2000)। हाल के वर्षों में कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मूलभूत तत्वों में तीव्र सुधार तथा ऐसे माहौल में, जहां प्रमुख औद्योगिक देशों में दीर्घावधि ब्याज दरें कम रहती हैं, उच्चतर आय के लिए निवेशकों की खोज द्वारा समर्थित उभरते बाजार के ऋण और ईक्विटी की तेज मांग की अगुवाई में विकासशील और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी प्रवाहों में अंतर्निहित उभार आया (विश्व बैंक, 2006)।

8.48 पिछले तीन दशकों में वैश्विक वित्तीय समेकन की प्रमुख विशिष्टता विकासशील और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी प्रवाहों की संरचना में बदलाव है। पहला, बढ़ते हुए उदारीकरण के कारण निजी क्षेत्र के प्रवाहों ने आधिकारिक प्रवाहों को पीछे छोड़ दिया। दूसरा, संघटकों के रूप में 1970 और 1980 के दशक में ऋण प्रवाहों की प्रधानता से 1990 के दशक से विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआइ) और संविभाग प्रवाह की ओर बदलाव आया है (सारणी 8.9)। एफडीआइ प्रवाहों का निर्धारण कई दाब और खींच कारकों द्वारा किया गया, जिसमें सशक्त वैश्विक वृद्धि, अपने देश में नरम ब्याज दर, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के जोखिम में सामान्य सुधार, गुरुतर व्यावसायिक एवं उपभोक्ता विश्वास, कंपनियों की बढ़ती हुई लाभप्रदता, बड़े पैमाने पर कारपोरेट पुनर्विन्यास, आस्ति मूल्यों में तीव्र सुधार और उभरते हुए पण्य मूल्य शामिल हैं। व्यापार और एफडीआइ के खुलेपन ने देशी संस्थागत और शासन सुधारों को प्रोत्साहित किया है, जिससे व्यापार एवं निवेश में और अधिक वृद्धि हुई है। जोखिम के बेहतर विभाजन, पूंजी के अधिक सक्षम आबंटन, अधिक



### सारणी 8.9 : विकासशील और उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं को पूंजी प्रवाह

(कुल का प्रतिशत)

अवधि	एफडीआइ	संविभाग	ऋण	अनुदान
1	2	3	4	5
1970s	14.9	0.0	71.8	13.3
1980s	16.4	0.3	65.7	17.6
1990s	41.5	7.0	37.4	14.2
2000-06	62.9	8.1	16.8	12.3

**टिप्पणी :** 1. आंकड़े अवधियों के औसत हैं।  
2. निवल पूंजी प्रवाह के आंकड़ों पर आधारित।

**स्रोत :** वैश्विक विकास वित्त 2006, विश्व बैंक।

उत्पादक निवेश एवं अंतिम रूप से सभी के लिए रहन सहन के उच्च स्तर की आशा ने भी पूरे विश्व में वित्तीय प्रणालियों के मजबूत क्षेत्रीय संबंधों के अभियान को आगे बढ़ाया है। समग्र वित्तीय प्रवाहों के रूप में, हाल के वर्षों में उभरते बाजारों में निवल पूंजी प्रवाहों में आयी वृद्धि से एशिया को फायदा हुआ है।

8.49 वित्तीय समेकन संबंधी नीतियों के प्रति कोई दृष्टिकोण अपनाते में ऐसे प्रवाहों में मात्रात्मक और गुणात्मक दोनों कारकों पर विचार करना उपयोगी होगा (रेड्डी, 2003)। पूंजी प्रवाहों की गुणवत्ता का एक महत्वपूर्ण मानक ऐसे प्रवाहों की अस्थिरता से संबंधित है। इस संबंध में, 1985-2004 की अवधि में पूंजी प्रवाहों की अस्थिरता के बारे में कई देशों का साक्ष्य यह दर्शाता है कि विकासशील और उभरती अर्थव्यवस्थाओं में एफडीआइ का अंतर्वाह अन्य प्रकार के पूंजी प्रवाहों की तुलना में अपेक्षाकृत स्थिर है (सारणी 8.10)। उदाहरण के लिए, संविभागीय प्रवाहों में तेज घटबढ़ आयी और वह 1993-97 के दौरान औसतन 30 बिलियन अमरीकी डालर की उच्चतम सीमा से गिरकर 1998-2002 में; दक्षिण पूर्व एशिया, लैटिन अमरीका, रूस, अर्जेंटीना और तुर्की में आए कई संकट के चलते; 7 बिलियन अमरीकी डालर रह गया।

### भारतीय संदर्भ

8.50 1990 के दशक के प्रारंभ से लिए गए नीतिगत उपायों के फलस्वरूप, वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ भारत के व्यापार और वित्तीय समेकन में वृद्धि हुई है। सुधार चालू होने से खुलेपन के विभिन्न संकेतकों में उल्लेखनीय वृद्धि से यह स्पष्ट है (सारणी 8.11)। 1990 के दशक में, समग्र व्यापार के खुलेपन के रूप में भारतीय अर्थव्यवस्था चुनिंदा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में बाहरी मांग पर अपेक्षाकृत कम निर्भर थी। तथापि, भारत के व्यापार का खुलापन अमरीका सहित कुछ उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से अधिक था।

8.51 हाल के वर्षों में बाह्य क्षेत्र के प्रति भारतीय अर्थव्यवस्था का बढ़ता हुआ खुलापन शेष एशिया के साथ इसके आर्थिक संबंधों में विस्तार

**सारणी 8.10 : पूंजी प्रवाहों की अस्थिरता (1985-2004)**

श्रेणी	एफडीआइ	ईक्विटी	ऋण	एफडीआइ और ईक्विटी
1	2	3	4	5
<b>सभी देश</b>				
माध्य	0.85	0.98	0.76	0.80
माध्यिका	0.77	0.98	0.66	0.75
उन्नत अर्थव्यवस्थाएं				
माध्य	0.92	0.99	0.64	0.84
माध्यिका	0.87	0.98	0.64	0.77
उभरती अर्थव्यवस्थाएं				
माध्य	0.75	1.07	0.85	0.71
माध्यिका	0.76	1.00	0.67	0.66
अन्य विकासशील				
माध्य	0.89	0.65	0.80	0.87
माध्यिका	0.77	0.70	0.70	0.77
<b>टिप्पणी</b> :	अस्थिरता की माप 1985-2004 की अवधि के लिए आंकड़ों पर आधारित घटबढ़ के सहगुणांक द्वारा की गई है।			
<b>स्रोत</b> :	कोसे आदि, 2006।			

दर्शाता है। हाल के वर्षों में, एशियाई अर्थव्यवस्थाएं भारत के प्रमुख व्यापार भागीदारों के रूप में उभर रही हैं। चीन, हांगकांग, इंडोनेशिया, कोरिया, मलेशिया, फिलीपीन्स, सिंगापुर और थाईलैंड सहित उभरती एशियाई अर्थव्यवस्थाओं का, 2005-06 में भारत के कुल तेलेतर निर्यातों में 24.1 प्रतिशत (1990-91 में 9.7 प्रतिशत) का उल्लेखनीय हिस्सा था तथा भारत के कुल तेलेतर आयातों में 27.8 प्रतिशत (1990-91 में 11.5 प्रतिशत) हिस्सा था। 2004-05 से, अमरीका और यूई के

**सारणी 8.11 : भारत के खुलेपन के चुनिंदा संकेतक**

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)

वर्ष	पण्य व्यापार*	माल और सेवाओं में व्यापार#	सकल पूंजी लेनदेन @
1	2	3	4
1990-91	14.6	17.2	12.1
1995-96	21.5	25.7	12.5
2000-01	22.5	29.2	21.6
2001-02	21.1	27.6	16.3
2002-03	23.3	30.7	16.1
2003-04	24.3	35.5	22.4
2004-05	29.3	40.4	24.2
2005-06	32.5	44.8	32.4

\* : जीडीपी के प्रतिशत के रूप में पण्य निर्यात तथा आयात चालू बाजार मूल्यों पर।

# : चालू बाजार मूल्यों पर जीडीपी के प्रतिशत के रूप में माल और सेवाओं का निर्यात तथा माल और सेवाओं का आयात।

@ : चालू बाजार मूल्यों पर जीडीपी के प्रतिशत के रूप में पूंजी खाता प्राप्तियां तथा अदायगियां।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

बाद चीन, भारत के प्रमुख निर्यात देश के रूप में उभरा है। अब चीन भारत का सबसे बड़ा आयातक बन गया है और उसने अमरीका को दूसरे स्थान पर पहुंचा दिया है। चीन को भारत का निर्यात बढ़कर भारत के कुल तेलेतर निर्यात का 7.4 प्रतिशत (1991-92 में 0.3 प्रतिशत) हो गया है। इसी तरह, चीन से भारत का आयात भारत के कुल तेलेतर आयात का 10.3 प्रतिशत था, जो 1991-92 के 0.2 प्रतिशत की तुलना में तीव्र वृद्धि दर्शाता है। यह दोनों देशों के बीच बढ़ते हुए व्यापारिक संबंधों को दर्शाता है। एशियान-5 (सिंगापुर, थाईलैंड, मलेशिया, इंडोनेशिया और फिलीपीन्स) के मामले में भी इसी तरह की प्रवृत्ति दिखाई दी। भारत के विदेश व्यापार में एशियाई देशों के बढ़ते हुए महत्व को पहचानते हुए, रिजर्व बैंक ने भारांक योजना में चीन के रेनमिन्बी और हांगकांग के डालर को शामिल करने के लिए दो साल पहले जारी की गयी सांकेतिक और वास्तविक प्रभावी विनिमय दर की एक श्रृंखला में संशोधन किया। सूचकांकों में जापान के पहले से शामिल होने के साथ एशियाई अर्थव्यवस्थाओं का प्रतिनिधित्व छः देशों की वास्तविक प्रभावी विनिमय दर में बढ़कर तीन हो गया। उत्पादन और व्यापार की संरचना में रूपांतरण चल रहा है क्योंकि बढ़ रहे क्षेत्रीय सहयोग के वातावरण में कई एशियाई अर्थव्यवस्थाओं का तुलनात्मक लाभ बदल रहा है (बॉक्स VIII.5)। विशेष रूप में, अपेक्षाकृत उच्च मजदूरी लागत वाली अर्थव्यवस्थाएं सेवाओं सहित उच्चतर मूल्य योजित प्रॉडक्टों की ओर शिफ्ट कर रही हैं।

8.52 व्यापार के खुलेपन के आगे-पीछे, भारत के पूंजी खाते में 1990 के दशक के प्रारंभ से संरचनागत रूपांतरण देखा गया है और शासकीय प्रवाहों से बाजार उन्मुख निजी क्षेत्र को प्रवाहों में संरचनागत बदलाव आया है (सारणी 8.12)। आजादी के बाद, पहले तीन दशकों में, व्यापार शेष का वित्तपोषण पूंजी खाता शेष से किया जाता था जिसमें मुख्यतः शासकीय प्रवाह होते थे। 1980 के दशक में, शासकीय प्रवाहों पर निर्भरता में तेजी से कमी आयी तथा बाह्य वाणिज्यिक उधार और अनिवासी भारतीय जमाराशि के रूप में निजी ऋण प्रवाह पूंजी खाते के मुख्य घटक के रूप में उभरे।

8.53 सुधार की अवधि में, ऋण से ऋणेतार प्रवाह की ओर बल में बदलाव के साथ, प्रत्यक्ष निवेश और संविभाग प्रवाह वाला विदेशी निवेश पूंजी खाता के प्रमुख संघटक के रूप में उभरा। भारत का एफडीआइ खुलापन, जिसे जीडीपी के प्रति एफडीआइ स्टाक अनुपात के रूप में मापा जाता है, 1990 के 0.5 प्रतिशत से दस गुना बढ़कर 2005 में 5.8 प्रतिशत हो गया। तथापि, चीन सहित एशिया के अन्य उभरते देशों की तुलना में यह अभी भी काफी कम है (सारणी 8.13)।

8.54 1990 के दशक के बाद के वर्षों से भारत वैश्विक पोर्टफोलियो ईक्विटी प्रवाह के लिए प्रमुख गंतव्य स्थल के रूप में उभरा है। 1999-2005 के दौरान सभी विकासशील देशों को कुल संविभाग प्रवाह में भारत

### बॉक्स VIII.5

#### एशिया में क्षेत्रीय समेकन पर पहल

1997 के दक्षिण पूर्वी एशियाई संकट के बाद, सहयोग संबंधी पहलों की भौगोलिक व्याप्ति एशिया के उप क्षेत्रों में फैल रही है। पूर्वी एशियाई अर्थव्यवस्थाओं ने क्षेत्रीय मौद्रिक एवं वित्तीय सहयोग के लिए विभिन्न पहल किये हैं। एशिया में क्षेत्रीय सहयोग के प्रमुख पहलों में एशियान +3, चिआंग माई इनिशिएटिव, एक्जीक्यूटिव मीटिंग ऑफ ईस्ट एशिया पैसिफिक सेंट्रल बैंक्स (ईएमईएपी), एशियाई बांड बाजार इनिशिएटिव और एशियाई बांड फंड शामिल हैं। एशियान देश - ब्रूनेइ दरुस्सलम, कंबोडिया, इंडोनेशिया, लाओस, मलेशिया, म्यांमार, फिलीपीन्स, सिंगापुर, थाइलैंड और वियतनाम - तथा भारत ने व्यापक आर्थिक सहयोग पर ढांचागत करार किया। एशियान ने उत्तर में स्थित अपने पड़ोसियों अर्थात् चीन, जापान और दक्षिण कोरिया (एशियान +3) के साथ आर्थिक सहयोग बढ़ाने की प्रक्रिया आरंभ की। जहां तक एशियान समुदाय के साथ भारत के संबंध का प्रश्न है, वर्तमान में भारत एशियान नेटवर्क का संपूर्ण अंग नहीं है परंतु उसकी एशियान के साथ नियमित बैठक होती है। तथापि, आगे आने वाले वर्षों में ऐसी परिकल्पना की गयी है कि एशियान +3+3 नेटवर्क<sup>1</sup> विभिन्न वित्तीय मुद्दों पर साझेदारी और सहयोग के लिए भारत की मदद करेगा क्योंकि एशियान+3 का वर्तमान नेटवर्क निरंतर आर्थिक नीति पर अभूतपूर्व व्याप्ति और गहराई के साथ चर्चा कर रहा है।

चिआंग माई पहल<sup>2</sup> के तहत पारस्परिक मुद्रा या स्वैप व्यवस्थाओं के रूप में एशिया में केंद्रीय बैंकिंग सहयोग का एक और उदाहरण है। भुगतान संतुलन की कठिनाइयों को अनुभव करने वाले देशों को प्राथमिक तौर पर चलनिधि समर्थन देने के लिए एशियान स्वैप व्यवस्था का सृजन किया गया। चार प्रमुख क्षेत्रों अर्थात् पूंजी प्रवाह पर निगरानी, क्षेत्रीय निगरानी, स्वैप नेटवर्क और प्रशिक्षण कार्मिक में सहयोग के इरादे के साथ एशियान +3 के वित्त मंत्रियों ने मई 2000 में इस पहल की घोषणा की।

ईएमईएपी के रूप में 1991<sup>3</sup> से एक अधिक स्पष्ट केंद्रीय बैंकिंग सहयोग मौजूद है। ईएमईएपी के चल रहे कार्य में नीतिगत विश्लेषण और क्षेत्र के भीतर सलाह को और सशक्त करने की तथा परिचालनात्मक और संस्थागत केंद्रीय बैंकिंग मुद्दों के संबंध में सहयोग को प्रोत्साहित करने की मांग है। ईएमईएपी से जुड़े केंद्रीय बैंकों ने वित्तीय बाजारों, बैंकिंग पर्यवेक्षण और भुगतान एवं निपटान प्रणाली से संबंधित मुद्दों पर सक्रिय रूप से समन्वयन किया है। ईएमईएपी समूह का एशियाई बांड फंड पहल एशिया में देशों और क्षेत्रीय बांड बाजारों को व्यापक और गहन बनाने के उद्देश्य से किया गया एक प्रमुख पहल है। उक्त पहल एबीएफ1 और एबीएफ2 के रूप में है। अल्पावधि में, एबीएफ2 पहल से अपेक्षित है कि उससे निष्क्रिय रूप में प्रबंधित बांड निधियों के रूप में अभिनव, कम लागत वाले और कारगर प्रॉडक्ट उपलब्ध कराकर एशियाई बांडों में

निवेशकों की जागरूकता और रुचि बढ़ाने में मदद मिलेगी। एशिया में इसी तरह के इंडेक्स-चालित निजी बांड फंड अधिकाधिक मात्रा में तेजी से उभर रहे हैं। वर्तमान में भारत एबीएफ में अंशदान नहीं करता। तथापि, एशिया कोऑपरेशन डायलॉग (एसीडी) द्वारा आयोजित अनौपचारिक बैठक में एशियाई बांडों की आपूर्ति बढ़ाने के लिए चर्चा में भारत सहित प्रतिभागी केंद्रीय बैंक भाग लेते हैं। भारत सरकार ने एबीएफ2 में 1 बिलियन अमरीकी डॉलर तक भाग लेने की वचनबद्धता की है।

एशिया में केंद्रीय बैंक सहयोग के क्षेत्र में 'सिआंजा' (एसईएएनजेडए) और 'सिआकेन'<sup>4</sup> सबसे पुराने पहल हैं। 1956 में लाया गया 'सिआंजा' केंद्रीय बैंकिंग की जानकारी बढ़ाने तथा 'सिआंजा' क्षेत्र में केंद्रीय बैंकों के बीच तकनीकी सहयोग विकसित करने के उद्देश्य से उच्चतर स्तर के केंद्रीय बैंकिंग कार्यपालकों के लिए गहन प्रशिक्षण पाठ्यक्रम संचालित करके केंद्रीय बैंकों के बीच सहयोग का संवर्धन करता है। 'सिआकेन' एक दूसरे से परिचित होने के लिए तथा अलग अलग सिआकेन देशों की आर्थिक स्थितियों की गंभीर समझ के लिए सदस्य केंद्रीय बैंकों के गवर्नरों के लिए एक मंच प्रदान करता है। यह केंद्रीय बैंकिंग के नीति और परिचालनात्मक पहलुओं अर्थात् मौद्रिक नीति, बैंकिंग पर्यवेक्षण और भुगतान तथा निपटान प्रणालियों से संबंधित अनुसंधान और प्रशिक्षण में पहल है तथा उसमें सहयोग को सुकर बनाता है।

एशियाई समाशोधन यूनियन, केंद्रीय बैंकिंग संबंधी सहयोग की एक व्यवस्था, सदस्य देशों के बीच व्यापार और मौद्रिक सहयोग के संवर्धन के लिए भुगतान के बहुपक्षीय निपटान के लिए 1974 से सफलतापूर्वक कार्य कर रहा है।<sup>5</sup> 1989 से, एशियाई समाशोधन यूनियन ने अपने परिचालनात्मक उद्देश्यों में मुद्रा स्वैप व्यवस्था को भी शामिल किया है। सितंबर 1998 में स्थापित सार्कफाइनेंस सार्क के केंद्रीय बैंकों के गवर्नरों तथा वित्त सचिवों का क्षेत्रीय नेटवर्क है जो अंतर्राष्ट्रीय वित्त और मौद्रिक मुद्दों पर विशिष्ट बल देते हुए सार्क को मजबूत बनाने के उद्देश्य से बनाया गया है।<sup>6</sup> भारत सार्कफाइनेंस के कार्यकलापों में बहुत सक्रियतापूर्वक भाग ले रहा है।

मुक्त व्यापार करार को व्यापक बनाना घनिष्ठ आर्थिक संबंध बनाने की एशियाई देशों की इच्छा का स्पष्टतम साक्ष्य है। 2006 तक, सिर्फ पूर्वी एशिया में 30 से अधिक मुक्त व्यापार करारों पर बातचीत की जा रही थी। ये करार अधिकाधिक गंभीर भी हैं तथा ये टैरिफ की कटौती मात्र से आगे के क्षेत्रों को शामिल करते हैं। हाल ही में हस्ताक्षरित भारत-सिंगापुर व्यापक आर्थिक सहयोग करार इसका एक उदाहरण है जिसमें न सिर्फ वस्तुओं में व्यापार को अपितु सेवाओं, निवेशों और प्रौद्योगिकी, शिक्षा, वायुसेवा तथा मानव संसाधन में सहयोग को भी शामिल किया गया है।

1 भारत, ऑस्ट्रेलिया और न्यूजीलैंड को एशियान+3+3 में शामिल किया गया है।

2 इस पहल के तहत, कुल उपलब्ध संसाधनों का वर्तमान अनुमान लगभग 75 बिलि.अम.डालर (मई 2005 के 40 बिलि.अम.डालर से कम से अधिक) है, जो अधिकांश द्विपक्षीय स्वैप करारों पर पुनःबातचीत को दर्शाता है।

3 सदस्य हैं - आस्ट्रेलिया, चीन, हांगकांग, इंडोनेशिया, जापान, कोरिया, मलेशिया, न्यूजीलैंड, फिलीपीन्स, सिंगापुर और थाइलैंड के केंद्रीय बैंक।

4 'सिआंजा' से दक्षिण पूर्व एशिया, न्यूजीलैंड और आस्ट्रेलिया अभिप्रेत हैं। 'सिआकेन' से दक्षिण पूर्व एशिया के केंद्रीय बैंक अभिप्रेत हैं।

5 वर्तमान में, इसकी सदस्यता में स्थापक सदस्यों के रूप में भारत, ईरान इस्लामिक गणतंत्र, नेपाल, पाकिस्तान तथा श्रीलंका सहित आठ सदस्य शामिल हैं (म्यांमार, बांग्लादेश और भूटान बाद में शामिल हुए)।

6 सार्कफाइनेंस सदस्य हैं- भारत, पाकिस्तान, श्रीलंका, बांग्ला देश, भूटान, मालदीव और नेपाल। यह एक स्थायी निकाय है, जिसे जनवरी 2002 में काठमांडू, नेपाल में आयोजित 11 वें सार्क शिखर बैठक में सार्क की औपचारिक मान्यता मिली।

**सारणी 8.12 : भारत का व्यापार और पूंजीगत खाते**

(मिलियन अमरीकी डालर)

अवधि	व्यापार शेष	चालू खाता शेष	पूंजी खाता शेष	पूंजी खाता के प्रमुख घटक			
				बाह्य सहायता	विदेशी निवेश	वाणिज्यिक उधार	एनआरआई जमाराशियां
1	2	3	4	5	6	7	8
वार्षिक औसत							
1950s	-489	-265	126	106	29	0	0
1960s	-938	-831	845	852	48	0	0
1970s	-1,303	-29	615	662	37	114	85
1980s	-7,363	-4,414	3,932	1,487	349	1,044	1,135
1990s	-10,356	-4,368	7,822	1,515	3,390	1,778	1,328
2000s	-22,331	1,584	16,290	-71	12,010	1,080	2,253
2003-06	-33,087	809	23,402	346	17,036	1,820	1,822

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

का हिस्सा औसतन 24 प्रतिशत था (चार्ट VIII.10)। पोर्टफोलियो निवेश आकों के भौगोलिक स्रोत देश के वैश्विक और क्षेत्रीय वित्तीय संपर्क दर्शाते हैं। आइएमएफ का समन्वित संविभाग निवेश डेटाबेस, 2005 यह दर्शाता है कि भारत के पोर्टफोलियो निवेश स्टॉक का प्रमुख स्रोत अमरीका (33.4 प्रतिशत) था और उसके बाद मारीशस (32.6 प्रतिशत), लग्जेम्बर्ग (9.3 प्रतिशत), यूके (8.6 प्रतिशत), स्पेन (3.2 प्रतिशत) और सिंगापुर (2.8 प्रतिशत) का स्थान था।

8.55 वित्तीय बाजार के समेकन का महत्व हाल की अवधि में बढ़ गया है क्योंकि पूंजी नियंत्रणों में कटौती तथा प्रौद्योगिकीय मूलभूत संरचना में सुधार के साथ देशों के बीच पूंजी अधिक चल हो गई है। यह ब्याज दरों, बांड की आय तथा स्टॉक के सूचकांकों के बढ़ते हुए सह-चलनों में प्रतिबिंबित होता है। एशिया में सुधरे हुए समष्टि आर्थिक मूलभूत तत्वों तथा इन

अर्थव्यवस्थाओं में न्यूनतर मुद्रास्फीति के वातावरण में बांड आय का अंतर कम हो गया है। वित्तीय समेकन के मूल्य आधारित उपायों से प्राप्त साक्ष्य एशिया में वित्तीय बाजारों के समेकन में वृद्धि को सुझाता है।

8.56 उदीयमान एशिया के स्टॉक बाजार चीन को छोड़कर उस क्षेत्र के कई देशों के साथ उच्च स्तर के सह-संबंध को दर्शाते हैं (सारणी 8.14)। इस क्षेत्र में, जापान, हांगकांग और सिंगापुर मुख्य चालक हैं। भारतीय स्टॉक बाजार ने चीन और कोरिया को छोड़कर एशियाई स्टॉक बाजारों के साथ उच्च सह-संबंध दर्शाया। तथापि, जापान, हांगकांग और सिंगापुर के साथ भारतीय स्टॉक बाजार का सह-संबंध चीन, कोरिया, मलेशिया और थाईलैंड सहित कुछ अन्य एशियाई देशों की तुलना में उच्चतर था।

**सारणी 8.13 : एफडीआइ खुलापन : चुनिंदा देश**

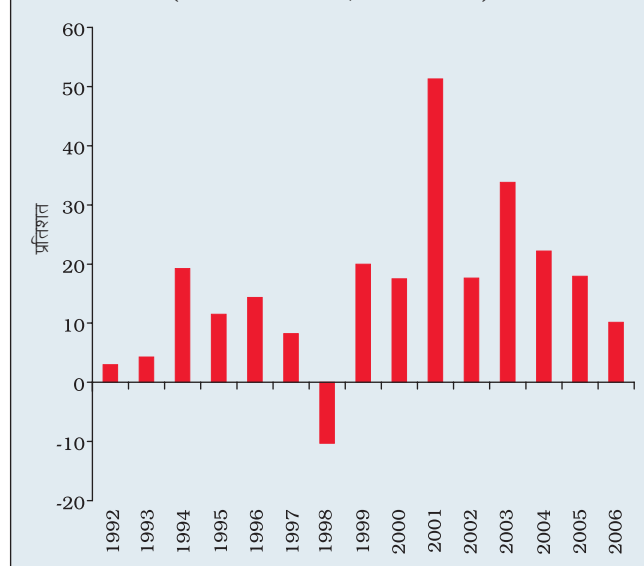
(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)

देश	1990	1997	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6
चीन	5.4	17.1	16.2	14.9	14.3
हांगकांग	59.4	143.6	239.2	275.2	299.9
<b>भारत</b>	<b>0.5</b>	<b>2.5</b>	<b>5.2</b>	<b>5.7</b>	<b>5.8</b>
इंडोनेशिया	7.7	14.6	5.0	7.0	7.7
कोरिया	2.0	3.0	9.0	9.2	8.0
मलेशिया	23.4	42.3	40.4	37.2	36.5
पाकिस्तान	3.6	14.1	8.7	8.8	8.8
फिलीपीन्स	7.4	10.2	15.2	14.9	14.4
सिंगापुर	82.6	78.4	160.2	156.2	158.6
श्रीलंका	8.5	12.2	11.2	11.3	10.4
थाईलैंड	9.7	8.8	33.3	32.9	33.5

**टिप्पणी** : एफडीआइ खुलेपन की माप जीडीपी के प्रतिशत के रूप में एफडीआइ स्टॉक के रूप में की जाती है।

**स्रोत** : ऑनलाइन एफडीआइ डेटा-बेस, व्यापार और विकास पर संयुक्त राष्ट्र सम्मेलन (अंकटाड)।

**चार्ट VIII.10 : भारत को निवल संविभाग प्रवाह (सभी विकासशील देशों का प्रतिशत)**



सारणी 8.14 : क्षेत्रीय स्टॉक बाजार प्रतिलाभ सहसंबंध

देश	चीन	हांगकांग	भारत	इंडोनेशिया	जापान	कोरिया	मलेशिया	फिलीपीन्स	सिंगापुर	थाईलैंड
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
चीन	1.00									
हांगकांग	0.48	1.00								
भारत	0.46	0.93	1.00							
इंडोनेशिया	0.26	0.87	0.80	1.00						
जापान	0.41	0.86	0.86	0.72	1.00					
कोरिया	-0.03	0.44	0.45	0.57	0.60	1.00				
मलेशिया	0.26	0.65	0.56	0.81	0.57	0.70	1.00			
फिलीपीन्स	0.26	0.87	0.80	0.86	0.78	0.43	0.58	1.00		
सिंगापुर	0.30	0.93	0.85	0.91	0.85	0.65	0.74	0.92	1.00	
थाईलैंड	0.53	0.64	0.65	0.61	0.52	0.36	0.66	0.44	0.59	1.00

टिप्पणी : 2003-2005 अवधि के लिए मासिक आंकड़ों पर आधारित ।

स्रोत : क्षेत्रीय समेकन डेटाबेस, एशिया विकास बैंक।

8.57 कुछ प्रमुख शेयर बाजारों में भारतीय कंपनियों के सूचीबद्ध होने के साथ भारतीय स्टॉक बाजार का अंतर्राष्ट्रीय संपर्क बढ़ गया है। अमरीका के नैसडैक में 12 प्रमुख भारतीय कंपनियां सूचीबद्ध हैं। इन कंपनियों का बीएसई सेंसेक्स में लगभग 20 प्रतिशत भारांक है। लंदन स्टॉक एक्सचेंज में बीएसई सेंसेक्स की 8 प्रमुख कंपनियों तथा बीएसई 200 की कुछ अन्य कंपनियों सहित 50 कंपनियां सूचीबद्ध हैं। आनुभविक साक्ष्य यह सुझाते हैं कि बीएसई सेंसेक्स में घटबढ़ का अमरीका, यू.के. के सूचकांकों के साथ सकारात्मक सह-संबंध है। बहुचर ढांचे में, बीएसई सेंसेक्स को शामिल कर किए गए सह-समेकन विश्लेषण में अमरीका, यूके और जापान जैसे प्रमुख शेयर बाजारों और क्षेत्रीय स्टॉकों ने सुझाव

दिया कि क्षेत्र स्तर पर तथा वैश्विक बाजारों में कार्यरत निवेशकों, विशेषकर विदेशी निवेशकों द्वारा संविभाग के विशाखीकरण के अवसर उपलब्ध हैं।<sup>7</sup>

8.58 सामान्यतः, एशिया में मुद्रा और बांड बाजार के खंडों ने स्टॉक बाजारों की तुलना में कम मात्रा में सहसंबंध दर्शाया। देशों के भीतर, कई देशों में बांड और मुद्रा बाजार का सहसंबंध ऋणात्मक था, जिसका अर्थ यह है कि ये बाजार क्षेत्र में खंडित बने रहे (सारणी 8.15 और 8.16)। भारतीय मुद्रा बाजार ने इंडोनेशिया के साथ उच्च सहसंबंध परंतु हांगकांग, कोरिया और थाईलैंड के साथ सामान्य सहसंबंध दर्शाया। सिंगापुर के साथ भारत का मुद्रा बाजार सहसंबंध सकारात्मक परंतु कम था, जबकि जापान के साथ यह शून्य के आसपास और फिलीपीन्स एवं चीन के साथ

सारणी 8.15 : क्षेत्रीय मुद्रा बाजार सहसंबंध

देश	चीन	हांगकांग	भारत	इंडोनेशिया	जापान	कोरिया	मलेशिया	फिलीपीन्स	सिंगापुर	थाईलैंड
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
चीन	1.00									
हांगकांग	-0.43	1.00								
भारत	-0.24	0.55	1.00							
इंडोनेशिया	-0.28	0.47	0.81	1.00						
जापान	0.02	0.10	-0.01	-0.04	1.00					
कोरिया	0.01	-0.08	0.50	0.77	-0.22	1.00				
मलेशिया	-0.15	0.18	0.41	0.47	0.09	0.39	1.00			
फिलीपीन्स	-0.13	-0.28	-0.46	-0.12	0.07	0.04	-0.10	1.00		
सिंगापुर	-0.30	0.80	0.26	0.06	0.29	-0.49	-0.02	-0.31	1.00	
थाईलैंड	-0.44	0.90	0.50	0.38	0.27	-0.22	0.13	-0.24	0.92	1.00

टिप्पणी : 2003-2005 अवधि के लिए मासिक आंकड़ों पर आधारित । मुद्रा बाजार दरें अंतर-बैंक खंड को संदर्भित करती हैं।

स्रोत : क्षेत्रीय समेकन डेटाबेस, एशिया विकास बैंक।

<sup>7</sup> जोहनसेन के सह-समेकन विश्लेषण का उपयोग करते हुए एक आनुभविक प्रयोग किया गया जिसने यह दर्शाया कि पांच दिवसीय पश्चता क्रम वाले वेक्टर चूक-सुधार माडल रूपरेखा के भीतर स्टॉक सूचकांकों को समन्वित किया जा सकता है। द्विचर ढांचे में, स्टॉक सूचकांकों को सकारात्मक रूप से सहसंबद्ध किया जा सकता है। बहुचर रूपरेखा में, जनवरी 2000 - सितंबर 2006 के दौरान दैनिक आंकड़ों का उपयोग करते हुए यह पाया गया कि सहसमेकन वेक्टर को वैश्विक और क्षेत्रीय स्टॉक सूचकांकों के गुणांकों के विपरीत संकेतों के रूप में वर्णित किया जा सकता है।

सारणी 8.16 : क्षेत्रीय बांड बाजार सहसंबंध

देश	हांगकांग	भारत	इंडोनेशिया	जापान	कोरिया	मलेशिया	फिलीपीन्स	सिंगापुर	थाईलैंड
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
हांगकांग	1.00								
भारत	-0.49	1.00							
इंडोनेशिया	0.43	0.17	1.00						
जापान	0.30	-0.04	0.21	1.00					
कोरिया	0.59	-0.33	0.57	-0.12	1.00				
मलेशिया	-0.05	-0.30	-0.38	0.56	-0.34	1.00			
फिलीपीन्स	-0.48	0.15	-0.48	0.22	-0.75	0.53	1.00		
सिंगापुर	0.66	-0.73	0.11	0.32	0.37	0.25	-0.31	1.00	
थाईलैंड	0.09	0.39	0.55	0.53	0.19	0.18	0.03	-0.04	1.00

**टिप्पणी :** 2003-2005 अवधि के लिए मासिक आंकड़ों पर आधारित। बांड बाजार दरें देशी 10 वर्षीय सरकारी बांडों के लिए आय हैं।

**स्रोत :** क्षेत्रीय समेकन डेटाबेस, एशिया विकास बैंक।

ऋणात्मक था। बाजारों के बीच प्रवाहों की अनुपस्थिति में एशियाई देशों के साथ भारत के मुद्रा और बांड बाजारों के समेकन का कारण, अन्य बातों के साथ-साथ, भारतीय वित्तीय बाजारों की सापेक्ष शक्ति, क्षेत्र में विदेशी संस्थागत निवेशकों की सामान्य प्रतिभागिता, एशियाई क्षेत्र में अंतरराष्ट्रीय निवेशकों द्वारा विशेष रूप से भारत में निवेश के लिए बनायी गयी कई निधियों का उदय तथा विशेषतः जापान और कुछ उदीयमान एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में गैर-सुपर्दगीयोग्य वायदों के लिए अपतटीय बाजार का अस्तित्व हो सकता है।

8.59 कुल मिलाकर, पिछले दो दशकों में विकासशील और उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं की सहभागिता में वृद्धि की अगुआई में वैश्वीकरण की गति में त्वरित वृद्धि देखी गई। वित्तीय समेकन व्यापार समेकन से आगे निकल गया है। वास्तविक और वित्तीय पूंजी के सीमापार के प्रवाहों में तीव्र वृद्धि हुई है जो पूंजी बाजारों में देश के प्रति पूर्वग्रह की मात्रा में हुई कमी को दर्शाता है। उदारीकरण संबंधी उपायों, अनेक क्षेत्रीय सहयोग करारों के गठन और क्षेत्र में सशक्त आर्थिक कार्यकलाप के कारण एशिया में क्षेत्रीय समन्वयन में उल्लेखनीय सुधार हुआ। अंतर-क्षेत्रीय व्यापार में तीव्र वृद्धि यह सूचित करती है कि क्षेत्रीय अर्थव्यवस्थाएं बेहतर रूप में समन्वित हैं। स्टॉक, मुद्रा और बांड बाजारों में मूल्य संबंधी सह-गतिविधियों में क्षेत्रीय वित्तीय समेकन दिखाई देता है। एशियाई क्षेत्र में बांड और मुद्रा बाजारों की तुलना में स्टॉक बाजारों में बेहतर सह-संबंध है।

8.60 व्यापार के खुलेपन तथा वित्तीय समेकन के संबंध में विश्व अर्थव्यवस्था के साथ बाहर का समन्वयन उल्लेखनीय रूप से बढ़ गया है। टैरिफ के उदारीकरण तथा टैरिफ से इतर अवरोधों को हटाने की प्रक्रिया ने वैश्विक एवं क्षेत्रीय स्तरों पर भारत के व्यापार समेकन में अंशदान किया है। सुधार की अवधि के दौरान भारत के पूंजी खाते में संरचनागत रूपांतरण देखा गया है तथा सीमापार के ऋणतर सर्जक निजी पूंजी प्रवाह एक प्रमुख

घटक के रूप में उभरे हैं। अब भारत वैश्विक संविभाग ईक्विटी प्रवाहों के लिए एक प्रमुख स्थल है जो यह सुझाता है कि भारतीय अर्थव्यवस्था एवं वित्तीय बाजारों में विदेशी निवेशकों का विश्वास बढ़ रहा है।

8.61 क्षेत्रीय स्तर पर, एशिया के साथ भारत के व्यापार संपर्क तेजी से बढ़ रहे हैं जो चीन एवं दक्षिण-पूर्व एशिया के देशों के साथ हुए व्यापार संपर्कों द्वारा प्रेरित हैं। साथ ही, क्षेत्रीय स्टॉक बाजारों के जुड़ाव तथा बांड एवं मुद्रा बाजारों के बीच संतुलित सह-संबंध के माध्यम से एशियाई क्षेत्र के साथ भारत का वित्तीय समेकन हुआ है।

#### V. भावी पथ

8.62 परेषण की प्रक्रिया तथा मौद्रिक नीति के कारगर संचालन के लिए समेकित वित्तीय बाजार प्रमुख तत्व हैं। वित्तीय समेकन के जोखिमों का बेहतर विशाखीकरण होता है तथा आघात बर्दाश्त करने के लिए अर्थव्यवस्थाओं की क्षमता को सुधार कर वित्तीय स्थिरता लाने में सकारात्मक अंशदान करता है। दूसरी ओर, पूर्णतः समेकित वित्तीय बाजार आघातों के बाजार के प्रतिभागियों के बीच अधिक त्वरित रूप में फैलाने का भी मार्ग बनाते हैं, इससे उपयुक्त सुरक्षोपायों की आवश्यकता होती है। जोखिमों को कम करने तथा वित्तीय समेकन से अधिकतम लाभ उठाने के लिए, यह आवश्यक है कि वित्तीय बाजारों को और अधिक विकसित किया जाए। अधिकाधिक समेकित वातावरण में प्रभावी सुधारात्मक कार्रवाई सुनिश्चित करने के लिए विभिन्न विनियामक प्राधिकारियों के बीच अधिक सहयोग भी महत्वपूर्ण है। साथ ही, वित्तीय मूलभूत संरचना के विभिन्न घटकों - ट्रेडिंग, भुगतान, समाशोधन, निपटान और अभिरक्षक प्रणालियों - के बीच और अधिक जुड़ावों की स्थापना आवश्यक है।

8.63 अंतरराष्ट्रीय अनुभव यह सुझाते हैं कि भारत में वित्तीय बाजार के चार प्रमुख खंडों अर्थात् मुद्रा, विदेशी मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति और



ऋण बाजार खंडों का समन्वयन निम्नलिखित शर्तों पर निर्भर होता है - (i) अधिदेशित पूंजी प्रभार के तहत अपेक्षित जैसे लागू किए जाने योग्य प्रतिबंधों के अधीन नकदी लिखतों के व्यापक विन्यास को खरीदने एवं बेचने (अल्पबिक्री सहित) की बाजार प्रतिभागियों की योग्यता; (ii) निधियों तथा प्रतिभूतियों को उधार देने और उधार लेने की बाजार प्रतिभागियों की योग्यता; (iii) विदेशी मुद्रा, ब्याज दर तथा ऋण में डेरिवेटिव लिखतों में ट्रेडिंग करने की बाजार प्रतिभागियों की योग्यता; तथा (iv) नकदी और डेरिवेटिव लिखतों के बीच अंतरपणन करने की बाजार प्रतिभागियों की योग्यता। इन क्षेत्रों में हुई गतिविधियों का अंशांकन समग्र बाजार गतिविधि, संस्थागत परिष्करण, वास्तविक अर्थव्यवस्था की विकसित जरूरतों तथा बाजार प्रतिभागियों की क्षमता के साथ किया जाना चाहिए। इसके अलावा, सभी नकदी और डेरिवेटिव लिखतों के मूल्यन के लिए एक बेंचमार्क के रूप में काम करने के लिए एक समन्वित आय वक्र के उदय हेतु यह आवश्यक है कि सरकारी प्रतिभूति बाजार के अलावा (क) मीयादी मुद्रा बाजार; (ख) ब्याज दर फ्यूचर बाजार; और (ग) ब्याज दर स्वैप बाजार भी होने चाहिए।

**8.64** भारत में वित्तीय बाजार काफी आगे आ चुके हैं तथा देशी और वैश्विक बाजारों के साथ उनका अधिकाधिक समेकन हो रहा है। मुक्त मूल्यन, प्रवाहों के अवरोधों को हटाने एवं व्यापक आधार वाली सहभागिता के रूप में किए गए सुधार संबंधी उपायों के फलस्वरूप मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार तथा विदेशी मुद्रा बाजार का काफी अधिक मात्रा में, हालांकि अलग-अलग मात्रा में, समेकन हुआ है। मुद्रा बाजार और विदेशी मुद्रा बाजार उचित रूप से सुसमेकित हैं, जो विभिन्न मुद्रा बाजार दरों और वायदा प्रीमियम के बीच ऊंचे सह-संबद्ध गुणांक में प्रतिबिंबित होता है। देशी मुद्रा और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों के बीच अंतर-संबंध भी बढ़े हैं, जैसा कि वायदा प्रीमियम के निर्धारण में ब्याज दर अंतरों के बढ़ते हुए महत्व में दिखाई देता है। सामान्यतः, देशी मुद्रा और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों के बीच ब्याज दर का अंतर बाजार के खिलाड़ियों को बाजारों के बीच निधियों के अंतरण के लिए प्रेरित करता है। इस प्रकार, ब्याज का अंतरपणन देशी और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा बाजारों एवं वायदा बाजारों को जोड़ता है।

**8.65** देशी ऋण बाजार भी अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार के साथ अधिकाधिक समन्वित होता जा रहा है क्योंकि बड़े और साख वाले उधारकर्ता बाह्य वाणिज्यिक उधारों के जरिए बड़ी मात्रा में संसाधन जुटा रहे हैं। अतः उक्त प्रकार की कंपनियों देशी ऋण शर्तों द्वारा कम बाधित हैं। ऋण बाजार के प्रमुख खिलाड़ियों बैंकों द्वारा बाह्य वाणिज्यिक उधारों के जरिए संसाधन जुटाने की प्रक्रिया ने, भले ही वह सीमाओं के भीतर

हो, भी देशी और अंतर्राष्ट्रीय ऋण बाजारों को समेकित किया है। मुद्रा बाजार और सरकारी प्रतिभूति बाजार भी समन्वित हैं क्योंकि मुद्रा बाजार दरों में हुए परिवर्तन सरकारी प्रतिभूति आय में त्वरित रूप से प्रेषित हो जाते हैं। मुद्रा बाजार और ऋण बाजार के बीच भी जुड़ाव मौजूद है भले ही उधार ब्याज दर संरचना में कुछ रूखापन देखा गया है। बैंकों द्वारा किए गए आस्ति प्रतिभूतिकरण के जरिए ऋण बाजार और बांड बाजार के बीच भी अंतर-संबंध बढ़ रहे हैं। तथापि, एक ओर ईक्विटी बाजार तथा दूसरी ओर मुद्रा, विदेशी मुद्रा और सरकारी प्रतिभूति बाजारों के बीच अंतर-संबंध अभी भी कमजोर हैं। भारतीय वित्तीय बाजारों में मीयादी मुद्रा बाजार तथा निजी कंपनी ऋण बाजार के बीच संबंध दिखाई नहीं देते। अच्छी मूलभूत संरचना, सशक्त ईक्विटी बाजार तथा उचित रूप में विकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार की उपलब्धता के बावजूद कंपनी ऋण बाजार के सार्वजनिक निर्गम खंड में अधिक सक्रियता नहीं है। कंपनी ऋण बाजार में, निर्गमकर्ता निजी स्थानन खंड को तरजीह देते हैं जिसमें पारदर्शिता की कमी होती है तथा जिसकी वजह से खुदरा निवेशक ऋण बाजार में भाग लेने से वंचित हो जाते हैं। जहां इस बात की आवश्यकता है कि विभिन्न खंडों को और गहरा तथा व्यापक बनाया जाए जिससे उनके बीच बेहतर अंतर-संबंध बनाना सुकर होगा, विभिन्न बाजार खंडों के बीच समेकन की प्रक्रिया को सुदृढ़ करने वाले कुछ विशिष्ट उपाय नीचे ब्यौरेवार प्रस्तुत किए जा रहे हैं।

#### मीयादी मुद्रा बाजार

**8.66** मुद्रा बाजार आय वक्र के विकास के लिए एक विकसित मीयादी मुद्रा बाजार आवश्यक है। बदले में यह डेरिवेटिव बाजार के विकास तथा विदेशी मुद्रा बाजार एवं देशी मुद्रा बाजार के समेकन को सुकर बनायेगा। अन्य खंडों के विकास में मीयादी मुद्रा बाजार कितनी महत्वपूर्ण भूमिका निभा सकती है इसे देखते हुए, भारत में मीयादी मुद्रा बाजार विकसित करने के लिए सम्मिलित प्रयास किए जाने की जरूरत है।

#### देशी संस्थागत निवेशक

**8.67** यद्यपि अन्य खंडों के साथ ईक्विटी बाजार के समन्वयन का उदय बाजार अभिमुख प्रक्रिया से होना है, इस बात की जरूरत महसूस की जा रही है कि ईक्विटी बाजार में विभिन्न देशी संस्थागत निवेशकों यथा बैंकों, पेंशन और भविष्य निधियों की भूमिका, अध्याय VII में ब्यौरेवार प्रस्तुत कुछ विवेकपूर्ण सीमाओं के अधीन, बढ़ायी जाए। इससे विदेशी संस्थागत निवेशकों के प्रति प्रतिभार के रूप में देशी संस्थागत निवेशकों को विकसित करने के अलावा अन्य खंडों के साथ ईक्विटी बाजार के अंतर-संबंधों को बेहतर बनाने में मदद मिलेगी।

*विभिन्न लिखतों के लिए द्वितीयक बाजारों का संवर्धन*

8.68 कारगर वित्तीय बाजार समन्वयन के लिए, यह आवश्यक है कि चलनिधि प्रदान करने के लिए एवं विभिन्न बाजार खंडों में सक्षम जोखिम मूल्यन को समर्थ बनाने के लिए विभिन्न लिखतों की ट्रेडिंग हेतु द्वितीयक खंड मौजूद हों। जमा प्रमाणपत्र, वाणिज्यिक पत्र और कंपनी बांड जैसी वित्तीय लिखतों के लिए द्वितीयक खंड का लगभग अभाव है। उदाहरण के लिए, चलनिधि की सख्त अवधियों के दौरान बैंकों द्वारा अपेक्षाकृत उच्चतर ब्याज दरों पर (मीयादी जमाराशियों की तुलना में) जमा प्रमाणपत्र जारी किए जाते हैं। जमा प्रमाणपत्रों पर उच्चतर ब्याज दर के कारण अभिदाता परिपक्वता तक जमा प्रमाणपत्र रखना लाभप्रद पाते हैं। फलस्वरूप, जमा प्रमाणपत्रों के लिए द्वितीयक बाजार विकसित करने का कार्य मंद हो गया है। इसी तरह, वाणिज्यिक पत्र के लिए बाजार मुख्यतः म्यूच्युअल फंडों द्वारा, जिनकी प्रबंधनाधीन आस्तियां हाल के वर्षों में कई गुना बढ़ गई हैं, ऐसी लिखतों के लिए मांग द्वारा चालित होता है। वाणिज्यिक पत्र की कीमत सामान्यतः कुछ प्रतिनिधिक मुद्रा बाजार दर और अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की उधार दर के बीच के दायरे में होती है जो निधियों की अवसर लागत को प्रतिबिंबित करता है। म्यूच्युअल फंड परिपक्वता तक वाणिज्यिक पत्र रखते हैं जिसके कारण ऐसी लिखतों के लिए द्वितीयक बाजार मंद हो जाता है। अधिकांश अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में, वाणिज्यिक पत्र थोड़े दिनों के लिए जारी किये जाते हैं तथा उनमें रोल ओवर की सुविधा होती है। तथापि इस सुविधा की अनुमति भारतीय वाणिज्यिक पत्र बाजार में नहीं है। गैर-सरकारी कंपनी ऋण प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार पण्यवर्त महत्वहीन रहा है। उदाहरण के लिए, नेशनल स्टॉक एक्सचेंज ऑफ इंडिया लिमि.में गैर-सरकारी कंपनी ऋण प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार पण्यवर्त ऋण बाजार के कुल पण्यवर्त का लगभग 2 प्रतिशत था। अतः जहां कहीं द्वितीयक बाजार नहीं हों वहां उन्हें विकसित करने के लिए समंजित प्रयास किये जाने की जरूरत है। निवेशक आधार व्यापक बनाने की आवश्यकता है ताकि अलग-अलग दृष्टिकोण सामने आएँ जिससे तरल द्वितीयक बाजारों के सृजन में मदद मिले। इस बात की भी आवश्यकता है कि बाजार के प्रतिभागियों को कौशल अर्जित करने के लिए प्रोत्साहित किया जाए ताकि वे उभर रहे समष्टि आर्थिक परिदृश्य के बारे में अग्रवर्ती दृष्टिकोण बना सकें और इस प्रकार ट्रेडिंग करने के लिए प्रोत्साहित हों।

*निजी कंपनी ऋण बाजार*

8.69 यद्यपि कंपनी बांड पर आय बेंचमार्क सरकारी प्रतिभूतियों पर आय के साथ-साथ चलती है, आनुभविक साक्ष्य इस बात का समर्थन

करते हैं कि बाजार की अपूर्णता कंपनी बांड खंड, जो वित्तीय बाजार का सबसे कम पारदर्शी और अतरल खंड है, में मूल्य की गतिविधि को प्रभावित करती है। जैसा पहले कहा जा चुका है, कंपनी बांड बाजार के लिए भी द्वितीयक खंड का अभाव है। कंपनी बांड बाजार और प्रतिभूतिकरण पर गठित उच्चस्तरीय समिति (अध्यक्ष: डॉ.आर.एच.पाटील) ने कंपनी बांड बाजार के विकास से संबंधित मुद्दों पर व्यापक रूप में विचार किया है। कंपनी बांड बाजार का विकास और अन्य बाजारों के साथ उसका समेकन करने के लिए कंपनी बांडों को वस्तुतः ट्रेडिंगयोग्य लिखत होना चाहिए। इस प्रयोजन के लिए, उच्चस्तरीय समिति की सिफारिशों के आधार पर उन्नत और उल्लेखनीय स्तर के सुधारों की तथा अध्याय VII में ब्यौरेवार बताए गए अन्य उपायों की आवश्यकता होगी।

*वित्तीय बाजार के समन्वयन में सरकारी प्रतिभूति बाजार की प्रमुख भूमिका*

8.70 सरकारी प्रतिभूति बाजार के पास बेहतर समन्वित वित्तीय बाजारों की कुंजी है। सरकारी प्रतिभूतियों की ब्याज दरें अन्य बाजारों में आस्ति मूल्यन के प्रयोजन के लिए जोखिममुक्त बेंचमार्क का कार्य करती हैं। इस प्रकार, वित्तीय बाजारों के समन्वयन के लिए अच्छी तरह कार्य करने वाला और गंभीर सरकारी प्रतिभूति बाजार एक आवश्यक शर्त है। सरकारी प्रतिभूति बाजार में, हाल की अवधि में द्वितीयक खंड में पण्यवर्त कम हो गया है। जहां इसे एक चक्रीय गतिविधि कहा जा सकता है जो ऋण की अधिक मांग और बढ़ते हुए ब्याज दर के वातावरण में निर्धारित स्तरों पर एसएलआर की धारिताएं कम करने के माध्यम से बैंकों के संविभाग के पुनःसंतुलन को दर्शाता है, इसे मानना महत्वपूर्ण है कि ऐसी प्रवृत्ति का बने रहना मूल्य खोज की प्रक्रिया एवं वित्तीय बाजारों के समेकन में जोखिम उत्पन्न करता है। इस खंड में पण्यवर्त को बनाए रखने के प्रयास के लिए स्पष्ट रणनीति बनाने की आवश्यकता है। इस खंड में पण्यवर्त में केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की प्रधानता होती है। बाजार के विकास के लिए अन्य प्रतिभूतियों, विशेषतः राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में ट्रेडिंग को संवर्धित करना सहायक हो सकता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार को तरल बनाने के लिए, निवेशक आधार को भी व्यापक बनाने की आवश्यकता है। अध्याय VI में ब्यौरेवार बताए गए अन्य विभिन्न उपायों पर भी विचार करने की जरूरत है।

*प्रतिभूतिकरण*

8.71 वैश्विक पूंजी बाजार में आस्ति वित्तपोषण के तेजी से बढ़ रहे और सर्वाधिक अभिनव प्ररूप के रूप में प्रतिभूतिकरण की स्वीकार्यता बढ़ रही है। भारत में क्रेडिट बाजार और ऋण बाजार के समन्वयन के संवर्धन में आस्ति प्रतिभूतिकरण एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा कर सकता है।

प्रतिभूतिकरण से बाजार में ऋण लिखतों की संख्या में वृद्धि होती है। प्रतिभूतिकरण के मामले में, प्रतिभूतिकृत लिखत के मूल्य के बांड के मूल्य के साथ अभिरूपित होने की प्रवृत्ति होती है। प्रतिभूतिकरण विपणनीयता के सृजन के द्वारा, ऋणदाताओं के अन्यथा अतरल ऋण आस्ति संविभाग में तरलता लाता है। साथ ही यह निवेशकों को उनकी जोखिम-प्रतिलाभ रूपरेखाओं के उपयुक्त निवेश के मार्ग उपलब्ध कराकर बांड बाजार की वृद्धि करता है। अतः यह बांड बाजार का प्रतिपूरक है। भारतीय संदर्भ में, हाल के वर्षों में प्रतिभूतिकरण बाजार में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। अतः इसे बांड बाजार को और विकसित करने में मदद करनी चाहिए। अंतर्राष्ट्रीय अनुभव यह दर्शाता है कि ऋण के प्रवर्तक के हाथों में ऋण मूल्यांकन और प्रलेखीकरण की प्रक्रिया शिथिल हो सकती है जो, बदले में, ऐसी लिखतों में निवेशक के विश्वास को कम कर सकता है। चूंकि प्रतिभूतिकरण में बड़ी संख्या में अपेक्षाकृत लघु आकार की ऋण संबंधी प्राप्य राशियों के निकाय की रिपैकेजिंग अनिवार्य रूप से शामिल होती है, उस निकाय के बारे में बाजार द्वारा ऋण जोखिम का किसी प्रकार का पुनराकलन कीमतों में अस्थिरता लाने की संभाव्यता रखता है। अतः, यह सुनिश्चित करने के लिए सावधानी बरतनी चाहिए कि ऋणों के प्रवर्तन के समय उपयुक्त ऋण मूल्यांकन और दस्तावेजीकरण की प्रक्रिया का अनुसरण किया जाए।

#### डेरिवेटिव बाजार

8.72 वित्तीय डेरिवेटिव ने वित्तीय बाजार विकसित करने तथा कई अर्थव्यवस्थाओं, विशेषतः विकसित देशों में, के बीच उनका समेकन करने में पिछले दो दशकों में प्रमुख भूमिका निभाई है। डेरिवेटिव से अधिक पूर्ण वित्तीय प्रणाली प्राप्त करने में मदद मिलती है क्योंकि इससे ऋणों और वित्तीय आस्तियों की जोखिमों के पहले से निश्चित संयोगों को नई संश्लिष्ट आस्तियों में बांधा और खोला जा सकता है। उदाहरण के लिए बांडों, स्टॉकों (अथवा ईक्विटियों) एवं उधार लेने और उधार देने संबंधी लिखतों जैसी प्राथमिक आस्तियों अथवा अंतर्निहित आस्तियों को 'पुट' और 'काल' विकल्पों जैसे डेरिवेटिव उत्पादों के संयोजन के साथ जोड़कर विन्यस्त उत्पाद अथवा संश्लिष्ट डेरिवेटिव को बनाया जा सकता है। इस प्रकार से जोखिमों को रिपैकेज करके निवेशक के जोखिम अधिमानों तथा संविभाग की प्रभावी जोखिम या नकदी प्रवाह के बीच अधिक पूर्ण जोड़ा बनाया जा सकता है। डेरिवेटिव आस्ति के अलग-अलग जोखिम तत्वों के अलग-अलग मूल्यन और ट्रेडिंग की अनुमति देते हैं, इस प्रकार आस्ति बाजारों में सक्षम मूल्य प्रणाली का होना सुनिश्चित किया जाता है। भारतीय संदर्भ में, विदेशी मुद्रा बाजार, मुद्रा बाजार और ईक्विटी बाजार में डेरिवेटिव लिखतें उपलब्ध हैं। विदेशी मुद्रा बाजार में, मुद्रा वायदा, स्वैप तथा वायदा दर करारों एवं रुपया विकल्पों के रूप में लिखतें उपलब्ध

हैं। यद्यपि कुछ डेरिवेटिव लिखतों में हाल के वर्षों में वृद्धि हुई है, डेरिवेटिव बाजार निम्नलिखित कारणों से विभिन्न जटिलताओं का सामना करते जा रहे हैं - (i) विश्वसनीय मीयादी मुद्रा बेंचमार्क का अभाव; (ii) सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों, म्यूच्युअल फंडों तथा बीमा कंपनियों जैसे बड़े खिलाड़ियों द्वारा उल्लेखनीय रूप में भाग लेने का अभाव; (iii) चल दर बांडों के लिए नकदी बाजार का अभाव; तथा (iv) मूल्य और मात्रा संबंधी जानकारी में पारदर्शिता का अभाव। भारत में डेरिवेटिव बाजार के विकास के लिए भविष्य में इन मुद्दों का समाधान करना वांछनीय होगा। इस प्रकार, सहभागिता को व्यापक बनाकर तथा कई उत्पादों को अनुमति देकर डेरिवेटिव बाजार की गहराई बढ़ाकर विभिन्न वित्तीय बाजार खंडों के बीच गुरुतर अंतर-संबंध स्थापित किया जा सकता है।

8.73 2000 के प्रारंभ में इसके उदय से, भारत में ब्याज दर स्वैप बाजार में मात्रा एवं प्रतिभागियों दोनों के रूप में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। मीयादी मुद्रा बाजार के अभाव में, स्वैप लेनदेनों में चल दर के लिए पारदर्शी बेंचमार्क का चुनाव हमेशा से एक मुद्दा रहा है। कुछ अन्य उदीयमान देशों में इन्हीं परिस्थितियों में जैसा हुआ है उसी की तरह बाजार ने तथाकथित मिफोर स्वैप (MIFOR SWAPS) विकसित किए जो लिबोर एवं अमरीकी डालर/रुपया वायदा मार्जिन से प्राप्त संश्लिष्ट बेंचमार्क मुद्रा बाजार दर का उपयोग करते हैं। ब्याज दर स्वैप बाजार की प्रभावी वृद्धि के बावजूद वर्तमान में जोखिममुक्त सरकारी प्रतिभूति आय वक्र एवं स्वैप वक्र वर्तमान में समन्वित नहीं हुए हैं। बहुधा स्वैप वक्रों की ट्रेडिंग सरकारी प्रतिभूति वक्र के नीचे हुई है। अल्पावधि ब्याज दरों में परिवर्तनों के प्रति स्वैप दरों की अस्थिरता समय-समय पर सरकारी प्रतिभूतियों पर मिलने वाली आय से उच्चतर रही है। कुछ नीतिगत कार्रवाइयां, जिनके फलस्वरूप सरकारी प्रतिभूति आय और स्वैप दरों का समन्वयन होगा, उनमें एसएलआर में क्रमिक कटौती, अल्प बिक्री के संबंध में अधिक लचीलापन, प्रतिभूति वित्तपोषण व्यवस्थाएं तथा वक्रों के बीच अंतरपणन के संबंध में अधिक खुली व्यवस्था शामिल हैं।

#### प्रौद्योगिकी प्लेटफार्म

8.74 समेकित भुगतान, समाशोधन और निपटान संबंधी मूलभूत संरचना के साथ वित्तीय बाजारों के समेकन में अत्यधिक वृद्धि हुई है। वित्तीय बाजारों की मूलभूत संरचना में सुधार लाने के लिए रिजर्व बैंक बाजार प्रतिभागियों के साथ घनिष्ठतापूर्वक कार्य कर रहा है। भुगतान और निपटान प्रणाली, जो वित्तीय अर्थव्यवस्था का मेरुदंड है, का उद्देश्य प्रणालीगत जोखिम को न्यूनतम करना है। भुगतान प्रणाली देशी और अंतर्राष्ट्रीय लेनदेनों की गति, वित्तीय जोखिम, विश्वसनीयता और लागत को प्रभावित करती है। भुगतान और निपटान प्रणालियों में उल्लेखनीय

सुधार के साथ वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों की गंभीरता और तरलता में सुधार हुआ है। फिर भी, यह माना गया है कि प्रारंभ किये गये प्रौद्योगिकी प्लेटफार्म के माध्यम से सभी ट्रेडिंग नहीं की जाती तथा काउंटर पर होने वाली ट्रेडिंग जारी रहती है। अतः प्रौद्योगिकी प्लेटफार्म के माध्यम से प्रतिभागिता बढ़ाने की जरूरत है। प्रौद्योगिकी प्लेटफार्म के माध्यम से प्रतिभागिता को व्यापक करने से निपटान चक्र कम होगा तथा वह बाजारों के तीव्रतर समन्वयन में अंशदान करेगा।

#### उपयुक्त जोखिम प्रबंधन रणनीतियां

**8.75** अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजार का गुरुतर समेकन होने से देशी बाजारों में कुछ जोखिम तथा संक्रामकता आ जाती है। उदाहरण के लिए, वैश्विक वित्तीय असंतुलन, वित्तीय बाजार के प्रतिभागियों में बढ़ता हुआ परिष्करण तथा जटिल एवं अत्यधिक उत्तोलित वित्तीय लिखतों का प्रचुरोद्भव, जिसमें क्रेडिट डेरिवेटिव तथा संपार्श्विकीकृत ऋण दायित्वों जैसे विन्यस्त उत्पाद शामिल हैं, वित्तीय बाजारों में अस्थिरता को बढ़ा सकते हैं। इस प्रकार, अंतर्राष्ट्रीय समेकन में वृद्धि के साथ, इस बात की जरूरत है कि वित्तीय मध्यस्थकों की जोखिम संबंधी रूपरेखा तथा बाजार मूल्य संबंधी आकस्मिक आघातों के प्रति उनकी असुरक्षा के बारे में सतर्कता बरती जाए। यह उपयुक्त जोखिम प्रबंधन रणनीतियों तथा केंद्रीय बैंकों के बीच गुरुतर समन्वयन और सूचना की हिस्सेदारी की आवश्यकता को रेखांकित करता है ताकि विदेशी प्रतिकूल गतिविधियों के देशी अर्थव्यवस्था और बाजारों में संप्रेषण को रोका जा सके।

## VI. सारांश

**8.76** भारत में देशी वित्तीय बाजार समेकन को बड़े पैमाने पर 1990 के दशक के प्रारंभ से शुरू किए गए व्यापक वित्तीय क्षेत्र सुधारों द्वारा सुकर बनाया गया है। भारत में वित्तीय बाजारों ने अधिक गंभीरता और तरलता अर्जित की है। इस प्रक्रिया में, बाजार के विभिन्न खंड भी कुछ वर्षों में बेहतर रूप में समेकित हो गये हैं। दीर्घावधि सरकारी बांड आय और अल्पावधि खजाना बिल दर के बीच उच्च स्तर का सह-संबंध वित्तीय बाजारों में ब्याज दरों की मीयाद संरचना के महत्व को सूचित करता है। मुद्रा और सरकारी प्रतिभूति बाजारों के साथ विदेशी मुद्रा बाजार के समेकन ने रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि प्रबंधन को सुकर बनाया है। तथापि, ईक्विटी बाजार

का अन्य बाजार खंडों के साथ अपेक्षाकृत कम सह-संबंध है। हाल के वर्षों में रिवर्स रिपो दर और मुद्रा बाजार दरों के बीच सह-संबंध में तीव्र सुधार से मौद्रिक नीति संप्रेषण प्रक्रिया की बढ़ी हुई प्रभावशालिता अभिप्रेत है।

**8.77** पिछले तीन दशकों के दौरान वैश्विक वित्तीय समन्वयन की एक प्रमुख विशिष्टता विकासशील और उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पूंजी प्रवाहों, विशेष तौर पर आधिकारिक से निजी प्रवाहों, की संरचना में बदलाव में प्रतिबिंबित होती है। पिछले दो दशकों के दौरान क्षेत्रीय समेकन ने वैश्विक समेकन प्रक्रिया के प्रमुख उत्प्रेरक का कार्य किया है। विशेष रूप से पूर्वी और दक्षिण पूर्वी एशियाई अर्थव्यवस्थाओं ने पर्याप्त समेकन प्राप्त किया है। शेष विश्व के साथ एशिया के बढ़ते हुए समेकन के अलावा, एशिया के भीतर बढ़ता हुआ समेकन भी बढ़ते हुए अंतर-क्षेत्रीय व्यापार और वित्तीय प्रवाहों को प्रतिबिंबित करता है। मूल्य आधारित उपायों से प्राप्त साक्ष्य यह सुझाता है कि एशिया में वित्तीय बाजार का समेकन बढ़ रहा है। एशिया में मुद्रा और बांड बाजारों की तुलना में स्टॉक बाजार अधिक समेकित हैं। इस क्षेत्र में, जापान, हांगकांग और सिंगापुर ने अन्य स्टॉक बाजारों के लिए नोडल केंद्रों का कार्य किया है।

**8.78** व्यापार तथा सीमा पार के पूंजी प्रवाहों के जरिए भारत के बढ़ते हुए अंतर्राष्ट्रीय समेकन का साक्ष्य मौजूद है। क्षेत्रीय सहयोग के संवर्धन के लिए हाल में किए गए पहल के बीच एशिया के साथ भारत का व्यापार और वित्तीय संपर्क भी बढ़ रहा है। उदीयमान एशिया इस क्षेत्र में उत्पादन आधार शिफ्ट होने के कारण विश्व का 'वृद्धि केंद्र' बन गया है। इससे क्षेत्र में गुरुतर वित्तीय समेकन को प्रेरणा मिलने की संभावना है। भारत में अच्छी वृद्धि की संभावना को देखते हुए भविष्य में क्षेत्र के भीतर तथा अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों के साथ एशिया के वित्तीय समेकन में वृद्धि होने की संभावना है। तथापि, यदि अधिक समेकित अर्थव्यवस्था से लाभ को अधिकतम करना है, तो इस बात की जरूरत है कि ऐसे वित्तीय बाजारों एवं वित्तीय बाजार लिखतों में गुरुतर परिष्करण लाने के प्रयासों का अनुसरण किया जाए जो जोखिमों को अधिक व्यापक तौर पर विभाजित करने तथा पूंजी को सर्वाधिक उत्पादक क्षेत्रों में प्रवाहित करने की अनुमति देते हैं। जोखिम प्रबंधन प्रथाओं की निरंतर समीक्षा करने की भी आवश्यकता है ताकि वित्तीय संस्थाएं तथा वित्तीय बाजार प्रतिकूल बाह्य गतिविधियों के प्रति लचीला बने रहें।