

V

सरकारी प्रतिभूति बाजार

5.1 सरकारी प्रतिभूति बाजार अधिकांश देशों में वित्तीय बाजारों के केन्द्र-बिन्दु हैं। यह बाजार, अपनी वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए सरकार द्वारा जारी की गई कारोबार योग्य ऋण लिखतों का कारोबार करता है¹। इस बाजार के प्राथमिक खण्ड का विकास सार्वजनिक ऋण के प्रबंधकों को संबद्ध जोखिमों को ध्यान में रखते हुए किफायती तरीके से बाजार से संसाधन प्राप्त करने में सहायता करता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार का एक सशक्त गौण खण्ड खुले बाजार परिचालनों जैसे अप्रत्यक्ष लिखतों के प्रयोग के माध्यम से मौद्रिक नीति के संचालन में प्रभावी सहायता करता है जिसके लिए सरकारी प्रतिभूतियाँ संपार्श्विक के रूप में काम करती हैं। सरकारी प्रतिभूति बाजार को नियत आय के लिए प्रतिभूति बाजार का मेरुदण्ड समझा जाता है क्योंकि यह न्यूनतम प्रतिफल उपलब्ध कराता है और अन्य वित्तीय बाजारों को चलनिधि प्रदान करता है। एक सक्षम सरकारी प्रतिभूति बाजार के अस्तित्व को विशेष रूप से कंपनी ऋण बाजार के विकास हेतु आवश्यक प्रारंभिक गतिविधि के रूप में देखा जाता है। इसके अतिरिक्त सरकारी प्रतिभूति बाजार घरेलू वित्तीय बाजार के विभिन्न खण्डों के एकीकरण के माध्यम के रूप में कार्य करता है तथा घरेलू और बाह्य वित्तीय बाजारों के बीच अंतः सहबद्धता स्थापित करने में सहायता करता है।

5.2 सरकारी प्रतिभूति बाजार में सभी देशों में विगत वर्षों के दौरान निर्गमों की प्रणाली, लिखतों, निवेशकों तथा कारोबार और निपटान की मूलभूत सुविधाओं के संबंध में महत्वपूर्ण रूपान्तरण हुआ है। सरकारों की वित्तीय अपेक्षाओं के अनुरूप अन्तरराष्ट्रीय स्तर पर इसका विकास हुआ है। हाल के वर्षों में कई देशों द्वारा वित्तीय अनुशासन के प्रयोग ने बाजार के आकार को सीमित किया है। तदनुसार, सभी देशों ने विभिन्न उपायों के माध्यम से बाजार की कारोबार चलनिधि के सुधार पर ध्यान केन्द्रित किया है। विगत वर्षों में कई देशों ने मध्यावधि से दीर्घावधि के सरकारी उधार लागत के लिए प्रबंध की रणनीति का अनुसरण किया है ताकि ऋण पत्रों में आवर्ती जोखिम और अन्य बाजार जोखिमों में कमी की जा सके, यद्यपि अल्पावधि में इसमें उच्चतर ऋण सेवा लागतें शामिल हो सकती हैं। ऐतिहासिक रूप से अधिकांश देशों में सार्वजनिक ऋण के प्रबंधक के रूप में केन्द्रीय बैंकों ने सरकारी प्रतिभूति बाजारों के विकास में मुख्य भूमिका निभाई है। यद्यपि विभिन्न देशों में केन्द्रीय बैंकों से बाहर लगातार ऋण प्रबंधन प्राधिकार स्थापित किए जा

रहे हैं, केन्द्रीय बैंक सरकारी प्रतिभूति बाजार की कारोबारी और निपटान संबंधी मूलभूत सुविधा का विकास जारी रखे हुए हैं।

5.3 भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास अन्य देशों में विकास के अनुरूप रहा है। 1970 और 1980 के दशक में बाजार का धीमा विकास सरकार की बढ़ती हुई वित्तीय अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए निर्धारित किया गया था। इसका परिणाम वित्तीय नियंत्रण के रूप में प्रतिफलित हुआ क्योंकि सांविधिक अपेक्षाओं में लगातार वृद्धि किए जाने से बैंकों को प्रशासित ब्याज दरों पर निवेश करना पड़ा। यद्यपि इस सीमित वित्तीय सहायता ने सरकार को न्यूनतम लागत पर संसाधन उपलब्ध कराया; इसने बाजार के विकास को अवरुद्ध किया और ब्याज दर संरचना को विरूपित किया। इसके अतिरिक्त, ऐसी व्यवस्था तथा सरकारी घाटे के स्वचालित मौद्रीकरण ने मौद्रिक नीति के संचालन में बाधा पहुँचाई।

5.4 एक सुविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार की आवश्यकता को पहचानते हुए रिजर्व बैंक ने सरकार के समन्वय के साथ प्रशासित मूल्य और मात्रा नियंत्रण के बाजार को अविनियमित करने के लिए वर्ष 1990 के दशक के प्रारंभ से ही कई उपाय शुरू किए। परिणामतः सरकारी प्रतिभूति बाजार में महत्वपूर्ण रूपान्तरण यथा - बाजार आधारित मूल्य खोज, निवेशक आधार का विस्तार, नए लिखतों का प्रवर्तन, प्राथमिक व्यापारियों की स्थापना तथा इलेक्ट्रॉनिक व्यापार और निपटान संबंधी मूलभूत सुविधाएं देखी गईं। इसके कारण रिजर्व बैंक को विकासशील आर्थिक और वित्तीय स्थितियों के अनुरूप अपने कार्यों को सम्पादित करने में सहायता मिली है।

5.5 सरकारी प्रतिभूति बाजार में विस्तृत आधार पर सुधार अधिकांशतः परिवर्तनशील आर्थिक वातावरण की आवश्यकता के चलते शुरू किए गए। उच्चतर राजकोषीय घाटे से उत्पन्न सरकार की बढ़ी हुई उधार अपेक्षाओं को वित्तीय प्रणाली को विरूपित किए बिना किफायती तरीके से पूरा करना था। अतः वित्तीय सुधारों की अन्तर्निहित प्रक्रिया का संबंध बाजार उधार के एक समुचित प्रबंध के माध्यम से सरकारी ऋण संग्रह करना था। अन्य नियत आय लिखतों के मूल्यन और मूल्यांकन के प्रयोजन के लिए एक न्यूनतम मानदण्ड विकसित करने की भी आवश्यकता थी। खुले बाजार परिचालनों और रिपो जैसे अप्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से मौद्रिक नीति परिचालित करने के लिए सरकारी प्रतिभूतियाँ हेतु एक

¹ सरकारें प्रतिभूतियों के निर्गम एक वर्ष से कम से लेकर काफी दीर्घावधि की परिपक्वता राशि के लिए करती हैं जो 50 वर्ष तक की हो सकती है। विशेषतः एक वर्ष तक की अल्पावधि की परिपक्वता राशि वाली प्रतिभूतियां यथा, खजाना बिल मुद्रा बाजार का एक हिस्सा है और सरकार के नकदी प्रबंध परिचालन को सुविधा प्रदान करती है जबकि एक वर्ष से अधिक की परिपक्वता राशि वाले बांड इसकी मध्यावधि से लेकर दीर्घावधि की वित्तीय अपेक्षाओं की पूर्ति करते हैं। इस अध्याय में एक वर्ष से अधिक की परिपक्वता राशि वाले बांडों के संबंध में चर्चा की गई है। खजाना बिल अल्पावधि लिखत होने के कारण उन्हें अध्याय III में शामिल किया गया है।

सक्रिय गौण बाजार की भी आवश्यकता थी। अतः सुधारों में बाजार की समुचित मूलभूत सुविधाओं के विकास, परिपक्वता संविभाग के परिवर्तन, बाजार के विस्तार और सघनता में वृद्धि, जोखिम प्रबंध व्यवहारों में सुधार और पारदर्शिता बढ़ाने पर ध्यान केन्द्रित किया गया।

5.6 राजकोषीय दायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम, 2003 के अनुसार रिजर्व बैंक ने 1 अप्रैल 2006 से सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक बाजार में सहभागिता करना बन्द कर दिया है। संपूर्ण पूँजी खाता परिवर्तनीयता (एफसीएसी) (अध्यक्ष: श्री एस.एस. तारापोर) पर समिति द्वारा यथा-अनुशंसित संपूर्ण पूँजी खाता परिवर्तनीयता की ओर जारी गतिविधि के लिए उन उपायों की आवश्यकता होगी जो घरेलू वित्तीय बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ बृहत्तर एकीकरण को प्रोत्साहित करेगा। अतः सरकारी प्रतिभूति बाजार का सघन होना न केवल नीति संकेतों के संप्रेषण के लिए बल्कि व्युत्पन्नी बाजार के विकास के लिए भी आवश्यक है जो पूँजी खाते के और उदारीकरण द्वारा उत्पन्न भविष्य की चुनौतियों को पूरा करेगा। इसके अतिरिक्त मुक्त पूँजी प्रवाहों के वातावरण के लिए निवेशक आधार के और विविधीकरण के साथ सरकारी प्रतिभूति बाजार के विस्तार की आवश्यकता भी होगी।

5.7 इस पृष्ठभूमि में इस अध्याय में 1990 के दशक के प्रारंभ से भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास का लेखा-जोखा दिया गया है ताकि उभरती चुनौतियों से निपटने हेतु उन मुख्य मुद्दों की पहचान की जा सके जिनके समाधान की आवश्यकता होगी। इस अध्याय को छह खण्डों में विभाजित किया गया है। खण्ड I एक सघन और गतिशील सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने के लिए सुदृढ़ सैद्धान्तिक आधार और सिद्धान्त तथा मौद्रिक रणनीति प्रदान करता है। खण्ड II विकसित और विकासशील देशों में सरकारी प्रतिभूति बाजार की मुख्य विशेषताओं के अनुसार अंतरराष्ट्रीय अनुभव प्रस्तुत करता है। खण्ड III 1990 के दशक के प्रारंभ से भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास और इसके स्वरूप निर्धारण में रिजर्व बैंक द्वारा अदा की गई भूमिका की रूप-रेखा प्रस्तुत करता है। विभिन्न संकेतकों के अनुसार सरकारी प्रतिभूति बाजार का एक आकलन खण्ड IV में प्रस्तुत किया गया है। अंतरराष्ट्रीय अनुभवों से सबक लेते हुए अध्याय V में उन मुख्य मुद्दों को उठाया गया है जिनका, उभरते हुए परिदृश्य में एक अधिक प्रभावी भूमिका अदा करने के लिए सरकारी प्रतिभूति बाजार को सक्षम बनाने हेतु, समाधान किए जाने की जरूरत है।

I. सरकारी प्रतिभूति बाजार की भूमिका

सैद्धान्तिक आधार

5.8 सरकारी प्रतिभूतियों की आपूर्ति सामान्यतः बाजार की आंतरिक प्रक्रिया द्वारा निर्धारित नहीं होती, यह सरकार की राजकोषीय नीति द्वारा

निर्धारित होती है। सरकारी प्रतिभूतियों की माँग यह मानते हुए कई संघटकों में बंटी होती है कि माँग वक्र समान रूप से अवनतिशील वक्र नहीं है बल्कि यह अपेक्षाकृत खमदार (कॉमनवेलथ आस्ट्रेलिया, 2002) होती है। उदाहरण के लिए, बीमा कंपनियों और अधिवर्षिता निधियों जैसी निवेशकों की माँग 'खरीदो और रोक रखो' की प्रवृत्तिवाली होती है क्योंकि सरकारी प्रतिभूतियों से राजस्व प्रवाह सामान्यतः उनके देयता भुगतान प्रवाह से मेल खाता है। इन निवेशकों के लिए अन्य विकल्प बहुत कम हैं और इस प्रकार उनकी माँग मूल्य संवेदी कम होती है। बैंकों और अन्य संस्थाओं द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में अधिदेशित निवेश भी 'खरीदो और रोक रखो' की श्रेणी में आएगा। सरकारी प्रतिभूतियों में अन्य निवेशकों की माँग अधिकतर सक्रिय कारोबार और संविभाग प्रबन्धन के लिए है। इन निवेशकों के पास सरकारी प्रतिभूतियों के लिए कई प्रतिपूरक हैं और इस प्रकार उनकी माँग सामान्यतः मूल्य के प्रति अधिक लचीली है। अतः समग्र माँग लचीलेपन का निर्धारण निवेशकों के इन दो समूहों द्वारा किया जाता है। सक्रिय निवेशकों की अधिकतम हिस्सेदारी से सरकारी प्रतिभूतियों में अधिकतम लचीलापन अथवा मूल्य संवेदनशीलता उत्पन्न होती है। सरकारी प्रतिभूतियों की बढ़ी हुई मात्रा सरकार द्वारा चूक की चिंता को बढ़ा सकती है जो लिखत की जोखिम विशेषता को प्रभावित कर सकती है। इसके कारण जैसे ही प्रतिलाभ बढ़ता है कीमतों में गिरावट आ सकती है। इस परिदृश्य की दूसरी ओर सरकारी प्रतिभूतियों की अत्यन्त सीमित आपूर्ति चलनिधि के लिए चिंताएं पैदा कर सकती है। चलनिधि प्रीमियम तब कीमतों को नीचे ले जा सकता है यद्यपि अवनतशील प्रवृत्ति का कुछ प्रतिरोध हो सकता है यदि 'खरीदो और रोक रखो' निवेशक बाजार पर हावी होते हैं। अतः सरकारी प्रतिभूतियों की अधिक भारी मात्रा के साथ-साथ अत्यन्त कम मात्राएँ सरकारी प्रतिभूतियों की कीमतों में गिरावट के रूप में प्रतिफलित हो सकती हैं।

5.9 सरकारी प्रतिभूति बाजार में गतिविधियाँ दो प्रकार से अर्थव्यवस्था में समग्र निवेश को प्रभावित कर सकती हैं। पहला, सीमित संसाधनों के लिए सीधी प्रतिस्पर्धा करते हुए निजी निवेश पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती है। चूँकि निजी बाँण्डों पर ब्याज दर का निर्धारण सामान्यतः नीचे की ओर ढालू माँग वक्र तथा ऊपर की ओर तिरछे आपूर्ति वक्र के द्वारा किया जाता है, अर्थव्यवस्था में ब्याज दर का निर्धारण सरकारी प्रतिभूतियों और निजी बाँडों के लिए संयुक्त माँग और उनकी आपूर्ति के द्वारा किया जाएगा। उच्चतर बजट घाटे के आलोक में सरकारी प्रतिभूतियों की आपूर्ति में कोई वृद्धि उनकी कीमतों को नीचे लाएगी जिससे सरकारी प्रतिभूतियों के साथ निजी बाँण्डों का, खासकर उन निवेशकों द्वारा प्रतिस्थापन किया जाएगा जिनकी माँग कारोबारी और संविभाग प्रबंधन अपेक्षाओं द्वारा संचालित होती है। इस परिदृश्य को अक्सर 'क्राउडिंग आउट' कहा जाता है।

5.10 दूसरा, सरकारी प्रतिभूति बाजार दो उपायों से - (i) कानूनी, संस्थाओं, उत्पादों, सेवाओं, रिपो और व्युत्पन्नी बाजारों सहित मौलिक

वित्तीय मूलभूत सुविधाएं लागू करके; और (ii) एक सूचनापरक न्यूनतम मानदण्ड की भूमिका निभाते हुए निजी बांड बाजारों के विकास में सहायता करके निजी निवेश पर सकारात्मक प्रभाव भी डाल सकते हैं। प्रतिभूतियों के कोई अकेले निजी निर्गमकर्ता का आकार कभी इतना बड़ा नहीं हो सकता कि वह पूर्ण प्रतिलाभ वक्र उत्पन्न कर सके और उसकी प्रतिभूतियाँ जोखिम-रहित नहीं होंगी क्योंकि केवल सरकार को ही घरेलू मुद्रा मुद्रित करने की शक्ति प्राप्त है (हेरिंग और चतुश्रीपिटक, 2000)। अतः सरकारी प्रतिभूतियों का प्रतिलाभ वक्र वित्तीय बाजारों में सार्वजनिक हित का काम कर सकता है (बॉक्स V.1)।

5.11 सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास की एक मुख्य विशेषता एक समुचित दीर्घ अवधि के दौरान प्रतिलाभ वक्र का विकास है। ऊर्ध्वगामी तिरछा वक्र जिसे सामान्य अवधि संरचना माना जाता है या तो ब्याज दर जोखिम प्रीमियम को अथवा तथाकथित हिक्सियन चलनिधि प्रीमियमों को दर्शा सकता है, अथवा सामान्य अवधि के दौरान ब्याज दरों के सामान्य

स्तर में ऊर्ध्वगामी प्रवृत्ति के बारे में बाजार की अपेक्षाओं को दर्शा सकता है। सैद्धान्तिक विश्लेषण यह पुष्ट करते हैं कि एक सक्षम बाजार में प्रतिलाभ वक्र भविष्य की ब्याज दर में उतार-चढ़ाव के बारे में सामूहिक विश्वास के प्रति बाजार की प्रतिक्रिया पर निर्भर रहता है अर्थात् ब्याज दरों की प्रचलित अवधि संरचना से प्राप्त ब्याज दरें भविष्य की ब्याज दरों के सही अनुमान हैं। अतः सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास वित्तीय बाजारों में जोखिम-मुक्त न्यूनतम मानदण्ड निर्धारित करने और एक सक्षम तरीके से उनके कार्य को सुनिश्चित करने के लिए आवश्यक है।

सरकारी प्रतिभूति बाजारों का महत्व

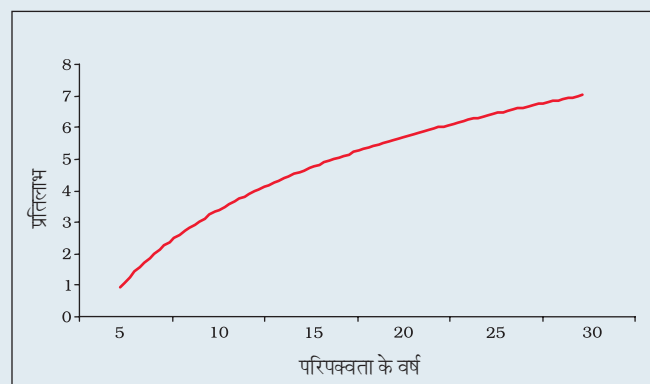
5.12 सरकारी प्रतिभूति बाजारों को विकसित करने की आवश्यकता इसके द्वारा अदा की जाने वाली तीन भूमिकाओं के कारण होती है, उदाहरणार्थ - वित्तीय बाजारों के लिए, सरकार और केन्द्रीय बैंक के लिए (रेड्डी, 2002)। जैसा कि पूर्व में उल्लेख किया गया है, सरकारी प्रतिभूति बाजार किसी सरकारी

बॉक्स V.1

सार्वजनिक हित के रूप में सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ वक्र की भूमिका

प्रतिलाभ वक्र जिसे ब्याज दर की आवधिक संरचना भी कहा जाता है, किसी खास समय पर परिपक्वताओं की एक श्रृंखला के जीरो कूपन प्रतिलाभ का प्रतिनिधित्व करता है। इसकी रचना न्यूनतम मानदण्ड वाली नियत आय प्रतिभूतियों के सामने प्रतिलाभों को स्थापित करते हुए की जाती है। प्रतिलाभ वक्र, वर्तमान बाजार स्थितियों को देखते हुए भविष्य की ब्याज दरों की बाजार प्रत्याशाओं की माप है। सरकार द्वारा जारी प्रतिभूतियों को जोखिममुक्त माना जाता है और इस प्रकार उसी परिपक्वता वाली नियत-आय प्रतिभूतियों के लिए अक्सर न्यूनतम मानदण्ड के रूप में इसका उपयोग किया जाता है। प्रतिलाभ वक्र (विस्तार) के अल्पावधि और दीर्घावधि समापनों के बीच का अन्तर वक्र के

एक सामान्य प्रतिलाभ वक्र का रेखा-चित्रात्मक स्वरूप



स्वरूप का निर्धारण करता है जो अर्थव्यवस्था के प्रत्याशित कार्यनिष्पादन और मुद्रास्फीति का एक महत्वपूर्ण संकेतक है। चूँकि सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ वक्र जोखिममुक्त ब्याज-दर का प्रतिनिधित्व करता है, इसका उपयोग विभिन्न परिपक्वताओं के अन्य लिखतों के मूल्य-निर्धारण के लिए किया जाता है। प्रतिलाभ वक्र का अर्थव्यवस्था के प्रत्याशित कार्यनिष्पादन के आधार पर बांड

निर्गमकर्ता को मूल्य-निर्धारण के साथ-साथ अपने निर्गम की समयावधि के लिए सूचनापरक महत्व है। निवेशकर्ता इस वक्र का उपयोग निवेश की सही अवधि का चुनाव करने में भी कर सकते हैं। विदेशी निवेशक प्रतिलाभ वक्र के आधार पर विभिन्न देशों के प्रत्याशित कार्यनिष्पादन की तुलना करके निवेश संबंधी निर्णय ले सकते हैं।

अधिकांश अन्य ब्याज दरों की गणना सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ वक्र अर्थात् ऋण वक्र और स्वैप वक्र के आधार पर की जाती है। उसी प्रकार, अन्य वित्तीय लिखतों के मूल्य निर्धारण में सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ वक्र का उपयोग किसी न किसी रूप में किया जाता है। इस प्रकार, प्रतिलाभ वक्र सार्वजनिक हित के एक स्वरूप की भूमिका अदा करता है जिसका वित्तीय प्रणाली में सहभागियों द्वारा लगातार उपयोग किया जाता है।

सार्वजनिक हित के रूप में प्रतिलाभ वक्र की क्षमता निम्नलिखित दो स्थितियों में बढ़ जाती है। पहली, समष्टि आर्थिक अस्थिरता, विशेषकर मुद्रास्फीति अस्थिरता अवश्य कम रहनी चाहिए ताकि एक सामान्य प्रतिलाभ वक्र उधार की वास्तविक लागत के बारे में सूचनाप्रद रहे। दूसरी, सरकार पर्याप्त मात्रा में ऋण जारी करे। प्रतिलाभ को एक उपकरण के रूप में वर्णित किया जाता है जो असंगत कारकों को कम करने और संविभाग पर ब्याज दर जोखिम के लिए संगत कारकों पर ध्यान केंद्रित करने का अवसर देता है (क्रिस्टक और मैरीनकोविक, 1997)।

इस तथ्य से कि प्रतिलाभ वक्र सार्वजनिक हित के रूप में कार्य करता है, सभी सहभागियों विशेषतः विनियामकों पर यह सुनिश्चित करने का दायित्व आ जाता है कि यह किसी अवांछनीय और चालबाजी भरे प्रभाव से मुक्त है क्योंकि इससे इसके सूचनाप्रद महत्व में कमी आएगी और अन्य वित्तीय लिखतों के गलत मूल्य-निर्धारण द्वारा बाजार में अक्षमता उत्पन्न होगी।

उधारकर्ता के जोखिम-मुक्त न्यूनतम मानदण्ड के सृजन के माध्यम से नियत आय बाजारों के मेरुदण्ड के रूप में कार्य करता है। तथ्यतः यह वित्तीय बाजार के विभिन्न खण्डों के एकीकरण के एक माध्यम के रूप में कार्य करता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार वस्तुतः ऋण जोखिम-मुक्त अत्यधिक चलनिधि वाले वित्तीय लिखतों का विकल्प प्रस्तुत करता है, बाजार सहभागी जिनकी लेन-देन के लिए अधिक इच्छुक होते हैं और इनकी खरीद-बिक्री करते हैं। दूसरी ओर, सरकारी प्रतिभूतियों में लेन-देन के लिए बाजार सहभागियों की इच्छा इन लिखतों को चल-निधि प्रदान करती है जिससे वित्तीय बाजार के सभी खण्डों को लाभ मिलता है। परिणामतः व्यापारियों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों का उपयोग ब्याज दर जोखिम के लिए एक प्रमुख अभिरक्षा उपकरण और संबंधित बाजारों जैसे कि रेपो, फ्यूचर्स और ऑप्शन्स के लिए अन्तर्निहित आस्तियों एवं संपाश्विक के रूप में किया जाता है (बीआइएस, 1999)। इसके अतिरिक्त, सरकार द्वारा भारी मात्रा में उधार लेने से बांड बाजार के विकास को बढ़ावा मिलता है।

5.13 किसी निर्गमकर्ता जैसे, सरकार के दृष्टिकोण से एक सघन और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाजार उचित लागत पर बाजार से उधार लेने में सुविधा प्रदान करता है। बाजार निर्धारित ब्याज दरों पर बाजार से संसाधन प्राप्त करने के लिए सरकार की जितनी अधिक सामर्थ्य होगी केंद्रीय बैंक निधीयन के माध्यम से घाटे के मौद्रिकरण की जरूरत उतनी ही कम होगी। इसके चलते उसे अपनी उधारी के लिए गिरफ्त बाजार का सहारा लेने की जरूरत नहीं पड़ेगी। इसके विपरीत, निवेशक सहभागिता स्वैच्छिक तथा जोखिम और प्रतिलाभ धारणा पर आधारित होती है। एक विकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार एक बड़े सरकारी उधार की भी परिपक्वता और लागत को इष्टतम बनाने के लिए सार्वजनिक ऋण के प्रबंधक को लचीलापन उपलब्ध कराता है।

5.14 किसी केंद्रीय बैंक के लिए, एक विकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार खुले बाजार परिचालनों (रिपो सहित) जैसे, मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष अथवा बाजार आधारित लिखतों को व्यापक रूप से लागू करने की सुविधा प्रदान करता है। अपनी निधि अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए सरकार द्वारा बाजार का व्यापक सहारा लेने से संपाश्विकों के पात्र सेट का विस्तार होता है जिसके द्वारा केंद्रीय बैंक अप्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से मौद्रिक नीति के संचालन में समर्थ होता है। पात्र संपाश्विकों की बढ़ती हुई मात्रा ने कई विकासशील अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों को अपनी मौद्रिक नीति के संचालन, विशेषतः पूँजी प्रवाह के प्रभाव को नियंत्रित करने में लचीलापन प्रदान किया है। सुधारों के एक भाग के रूप में भले ही सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक बाजार में केंद्रीय बैंक की सहभागिता समाप्त कर दी जाए, वित्तीय प्रणाली में सरकारी प्रतिभूतियों का स्टॉक केंद्रीय बैंक को गौण बाजार में सहभागिता के माध्यम से अपने संविभाग के पुनर्संतुलन में सहायता करना जारी रखेगा।

5.15 सरकारी प्रतिभूति बाजार जो कई अर्थव्यवस्थाओं में समग्र ऋण बाजार का प्रमुख खण्ड होता है, मौद्रिक नीति संप्रेषण व्यवस्था में

एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करता है। इस प्रकार, इस बात से निरपेक्ष रहते हुए कि केंद्रीय बैंक सार्वजनिक ऋण के प्रबंधक के रूप में कार्य करता है या नहीं, ऐसे तीन मुख्य माध्यम यथा, ऋण का परिमाण, ऋण की संरचना और ऋण का स्वामित्व हैं जिनके जरिए सरकारी ऋण संरचना मौद्रिक स्थितियों को प्रभावित कर सकती है (बॉक्स V.2)।

एक अर्थसुलभ बाजार के लिए सिद्धान्त और नीति संबंधी रणनीति

5.16 कई अर्थव्यवस्थाओं में, हाल के 1990 के दशक के अंतिम वर्षों के वित्तीय संकट के परिणामस्वरूप, एक सघन और अर्थसुलभ वित्तीय बाजार विशेषतः सरकारी प्रतिभूति बाजारों को विकसित करने की आवश्यकता पर एक सहमति बनी। अध्ययनों ने सुझाया कि सरकारी प्रतिभूति बाजार का आकार उसकी अर्थसुलभता का मुख्य निर्धारक है (मैककौले और रेमोलोना, 2000)। इस संबंध में महत्वपूर्ण मामला कारोबारी अर्थसुलभता अर्थात् अल्प सूचना, न्यूनतम लागत और मूल्य पर कम प्रभाव के साथ लेन-देन सम्पादित करने का बाजार का सामर्थ्य है (लागना और अन्य, 2006)। किसी बाजार में अर्थसुलभता की सीमा की पहचान प्रायः निम्नलिखित किसी एक अथवा चार संकेतकों यथा, विस्तार (बोली-मांग अंतर का विस्तार), सघनता (मूल्य स्तरों में उल्लेखनीय परिवर्तनों के बिना भारी कारोबार करने के सामर्थ्य), तात्कालिकता (मूल्य स्तरों में उल्लेखनीय परिवर्तनों के बिना तत्परता से भारी कारोबार संचालित करने के सामर्थ्य) और अनुकूलता (तीव्रता से सामान्य स्थिति में लौटने में मूल्यों के सामर्थ्य) द्वारा होती है (हैरिस, 1990)। अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआइएस) ने सघन और अर्थसुलभ बाजारों का स्वरूप निर्धारित करने के लिए चार परस्पर संबंधित सामान्य सिद्धान्तों की पहचान की है (बॉक्स V.3)।

5.17 सरकारी प्रतिभूति बाजार में अर्थसुलभता बढ़ाने के लिए एक पंच-आयामी नीतिगत रणनीतिक उपाय अपनाया जा सकता है (बीआइएस, पूर्वोल्लिखित संदर्भ)। पहला, एक सुसंगत सार्वजनिक ऋण प्रबंध रणनीति का पालन करने की आवश्यकता है जिसके द्वारा विभिन्न परिपक्वताओं में सरकारी प्रतिभूतियों के वितरण और उनके निर्गमों की बारम्बरता को समुचित ढंग से अनुकूल बनाया जाए ताकि बाजार में चलनिधि बढ़ाने के लिए लिखतों की पर्याप्त आपूर्ति की व्यवस्था हो सके। इसे बड़े आकार के निर्गमों के माध्यम से सुनिश्चित किया जा सकता है जो एक सामान्य परिपक्वता तारीख के साथ समान प्रकृति के स्टॉक के सृजन द्वारा चलनिधि को बढ़ाते हैं। वैकल्पिक रूप से वहाँ पर भी जहाँ सरकार की उधार अपेक्षा निर्धारित है, कोई ऋण प्रबंधक निवेशकों की माँग के अनुसार विशिष्ट प्रतिभूतियों के निर्गमों के आकार को प्रतिलाभ वक्र में 'मुख्य परिपक्वताओं' पर मूल परिपक्वताओं की संख्या में कमी करते हुए और/अथवा निर्गमों की बारम्बरता में कमी करते हुए परिवर्धित कर सकता है। तथापि, निर्गम के आकार को बढ़ाने की एक मानक प्रथा यह है कि किसी एकल नीलामी के बदले कई लगातार नीलामियों में समरूप प्रतिभूतियों के नियमित पुनर्निर्गम को संचालित किया जाए। अर्थसुलभतारहित अथवा पुरानी प्रतिभूतियों की पुनर्खरीद भी भारी मात्रा के निर्गमों में सहायता कर सकती है।

बॉक्स V.2

सरकारी ऋण संरचना और मौद्रिक स्थितियाँ

सरकारी उधारों का संपूर्ण आकार विशेषतः तब जब वित्तीय बाजार अविकसित हो, अक्सर सार्वजनिक ऋण प्रबंध के बारे में चिंताएँ उत्पन्न करता है क्योंकि इसके कारण केंद्रीय बैंक से अल्पकालिक वित्त का सहारा लेना पड़ सकता है, जिससे मौद्रिक विस्तार होता है। तथापि, जैसे ही सार्वजनिक ऋण/सकल घरेलू उत्पादन का अनुपात नीचे आता है और नई लिखतें (जैसे सूचकांक संबद्ध गिल्ट लिखतें), नई निर्गमकारी तकनीक (जैसे नीलामियां) लागू किए जाने तथा बाजार की उन्नत मूलभूत सुविधाओं के चलते सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित होता है, मौद्रिक नियंत्रण पर ऋण प्रबंध संबंधी व्यावहारिक चिंताएँ कम हो जाती हैं। उदाहरण के लिए, यूनाइटेड किंगडम में वर्ष 1986 में लंदन प्रतिभूति बाजार में सुधारों के बाद ऋण/सकल घरेलू उत्पाद अनुपात में धीरे-धीरे कमी और पूँजी बाजारों में एक नई संरचना के उदय ने इन चिंताओं को दूर कर दिया था।

परिपक्वता ढाँचे के अनुसार ऋण की संरचना मौद्रिक नीति के संचालन को प्रभावित कर सकती है। एक विचार यह है कि जब अल्पकालिक ऋण ज्यादा हो, तो मौद्रिक प्राधिकारी ब्याज दरों को कम रख सकते हैं ताकि आवर्ती (रोलओवर) लागत को कम किया जा सके। इसके विपरीत एक विचार यह है कि जब ऋण की परिपक्वता संरचना छोटी हो तो वे अधिक आक्रामक ढंग से मुद्रास्फीतिकारी आघातों पर कार्रवाई कर सकते हैं ताकि प्रत्याशित उच्चतर मुद्रास्फीति और भविष्य में सांकेतिक उच्चतर ब्याज दरों के परिणामस्वरूप भविष्य की आवर्ती लागतों को न्यूनतम किया जा सके। अल्पावधि बनाम दीर्घावधि परिपक्वता ऋण

अथवा परम्परागत बनाम सूचकांक-संबद्ध ऋण जारी करने का सरकार का निर्णय लिखतों की प्रतिस्थापनीयता के आधार पर वास्तविक प्रतिलाभों को प्रभावित कर सकता है जिसके द्वारा अर्थव्यवस्था के ब्याज संवेदी क्षेत्र प्रभावित हो सकते हैं।

सार्वजनिक ऋण के स्वामित्व के बारे में केंद्रीय नीति चिंताएँ बैंकों और गैर बैंकों द्वारा धारिता के अनुसार संरचना से संबंधित हैं। कई अनुभवजन्य अध्ययनों ने मुख्य रूप से यूनाइटेड स्टेट्स के आँकड़ों का उपयोग करते हुए यह पता लगाया है कि बड़े हुए ऋण निर्गम बैंक की ऋण धारिताओं में वृद्धि कर सकते हैं। बैंकों द्वारा लिए गए ऋण के नए निर्गम निजी क्षेत्र को उधार के एक स्थानापन्न के रूप में कार्य करते हैं और इस प्रकार इसमें बैंक ऋण की आपूर्ति को कम करते हैं। तथापि, मौद्रिक कड़ाई के दौरान बैंक सरकारी ऋण की अपनी धारिता को कम करते हुए निजी क्षेत्र को ऋण सहायता देते हैं। अतः बैंकों की सार्वजनिक ऋण धारिता एक सुरक्षा के रूप में कार्य करती है। तथापि, यूनाइटेड किंगडम में अनुभव इसके विपरीत था क्योंकि उपलब्ध साक्ष्य यह बताते हैं कि बैंकों को ऋण विक्रय का असर मुद्रा आपूर्ति में वृद्धि अथवा बैंक उधार पर बहुत कम रहा।

स्रोत:

बैंक ऑफ इंग्लैंड, 1999 “सरकारी ऋण संरचना और मौद्रिक स्थितियाँ।”
तिमाही बुलेटिन, नवंबर।

5.18 दूसरा, चूँकि करों से लेन-देन लागत बढ़ती है और बाजार की अर्थसुलभता में बाधा आती है, यह आवश्यक है कि बाजार की अर्थसुलभता में संभाव्य कमी के विपरीत कर-राजस्व में संभावित वृद्धि के असर का आकलन किया जाए। तथापि, लेन-देन कर की चल-निधि बाधा को सक्रिय बाजार सहभागियों को छूट देते हुए कम किया जा सकता था।

5.19 तीसरा, यह आवश्यक है कि निर्गमकर्ताओं, निर्गम समय-सारणी और बाजार सूचना में पारदर्शिता बढ़ायी जाए। सूचना प्रदान करने में सरकार द्वारा बेहतर पारदर्शिता सरकारी प्रतिभूतियों की चलनिधि को सुधारने में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करती है। नियमित निर्गम चक्र का पालन किए जाने और निर्गम समय-सारणी की पूर्व-घोषणा निवेशकों को अपने संविभाग प्रबंधन का एक अवसर उपलब्ध कराती है। इस संबंध में सरकारी प्रतिभूतियों में ‘जब जारी’ कारोबार का अस्तित्व, नीलामी की घोषणा और वास्तविक नीलामी की तारीखों के बीच समय की उपलब्धता के साथ निर्गमों की बेहतर बाजार-स्वीकार्यता को सहायता देता है। बाजार सहभागियों द्वारा व्यापक रूप में पारदर्शिता का अनुपालन भी बाजार चल-निधि में सुधार लाता है। तत्काल आधार पर, बाजार सहभागियों की पहचान प्रकट किए बिना सूचना के प्रसारण से बोली और मांगी कीमत के अंतर में कमी आती है और बाजार की चल-निधि में सुधार होता है।

5.20 चौथा, मानकीकरण, सुदृढ़ कारोबारी नियम और सुरक्षित मूलभूत सुविधाएँ लेन-देन लागतों में कमी करती हैं। कारोबार और निपटान में सुरक्षा बेहतर चल-निधि की पूर्वापेक्षा है। यह वांछनीय होगा कि निपटान अंतराल को टी-3 तक अथवा उससे भी कम किया जाए और सरकारी प्रतिभूतियों

में सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) प्रथाओं को अंगीकार किया जाए। कारोबार और निपटान प्रथाओं का मानकीकरण विखंडन को दूर करते हुए प्रतिभूतियों की आपूर्ति में प्रभावी ढंग से बढ़ोतरी करता है। यह विदेशी सहभागिता को भी प्रोत्साहित करता है। मंदडिंडिया बिक्री करने के लिए व्यापारियों को अनुमति देने से भी बाजार चल-निधि में सुधार होता है क्योंकि वे ग्राहकों की खरीद माँग पर तीव्रता से कार्रवाई कर सकते हैं।

5.21 अंत में संबंधित बाजारों यथा-रिपो, फ्यूचर्स और ऑपशन्स की गतिविधियाँ भी सरकारी प्रतिभूति बाजार की बाजार अर्थसुलभता को उन्नत करती हैं क्योंकि इन स्थितियों में भागीदारों को हेजिंग, अंतरपणन परिचालन (आरबिटेज ऑपरेशन) और सट्टेबाजी के लेनदेन करने में सहूलियत होती है। रिपो लेनदेन बाजार के भागीदारों को दीर्घकालिक स्थितियों की वित्तपूर्ति और लघुकालिक स्थितियों को कवर करने में सक्षम बनाते हैं। एक सुरचित वायदा सट्टा बाजार (फ्यूचर्स मार्केट) के द्वारा हेजिंग लागत में कमी आती है और इस प्रकार यह नकदी लेनदेन को सरल बनाता है। ऑपशन्स मार्केट में हेजिंग और अंतरपणन (आरबिटेज) के लिए लचीलेपन की व्यवस्था रहती है।

5.22 केंद्रीय बैंक भी स्वयं के द्वारा निष्पादित की जानेवाली विभिन्न भूमिकाओं के माध्यम से सरकारी प्रतिभूति बाजार की अर्थसुलभता पर प्रभाव डालते हैं। प्रथमतः, केंद्रीय बैंकों के द्वारा नीतिगत निर्णयों संबंधी सूचना, विभिन्न आर्थिक सूचकों संबंधी आँकड़ों का निर्गम और खुला बाजार परिचालनों (ओएमओ) की अधिसूचना बाजार मूल्यों में सम्मिलित

बॉक्स V.3

एक गहन और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाजार के सिद्धान्त

परिपक्व बाजारों से प्राप्त अनुभव से कुछ परस्पर जुड़े आम सिद्धांत उभरते हैं जो किसी बाजार विशेष की स्थितियों के अनुरूप यथावांछित समायोजन के पश्चात देशों में गहन और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाजारों (बी आइ एस, 1999) के निर्माण में मार्गदर्शन करते हैं। प्रथम, कुशल मूल्य अभिज्ञान (एफिसिएन्ट प्राइस डिस्कवरी) की प्राप्ति में सहायता के लिए सरकारी प्रतिभूतियों में प्रतियोगी बाजार संरचना की आवश्यकता है। एक सरकारी प्रतिभूति किसी अन्य वित्तीय लिखत की भांति होती है, जिसका ट्रेडिंग विभिन्न प्रकार के मैकेनिज्मों यथा - ओवर दि काउंटर बाजारों, संगठित एक्सचेंजों और अन्य प्लेटफॉर्मों, जो इनमें से किसी भी श्रेणी में नहीं आते, के जरिए किया जा सकता है। एक बहुत सामान्य उपाय है डीलरों के बीच आपसी प्रतियोगिता पनपाना जो बिड आस्क स्प्रेड को संकुचित करेगा और बाजार में अर्थसुलभता में वृद्धि होगी। एक्सचेंजों के मामले में, भले ही उनकी संख्या सीमित क्यों न हो, अत्यधिक सक्रिय एक्सचेंज और अन्य एक्सचेंजों के बीच और ओटीसी बाजार और संगठित एक्सचेंजों के बीच की तीव्र प्रतियोगिता बाजार की अर्थसुलभता में योगदान करती है। अतः एक 'प्रतियोगी बाजार' का रहना आवश्यक है जिसमें दबदबा बनाए रखनेवाले बाजार भागीदारों को, एकाधिकार अथवा अल्पाधिकारी प्रथाएं पनपने की स्थिति में, नए प्रतियोगियों से चैलेंज मिल सके।

द्वितीय, सरकारी प्रतिभूति बाजार को विखंडन प्रस्ताव (फ्रगमेंटेशन ऑफरिंग) वाली लिखतों के न्यून स्तर (लो लेवल) की आवश्यकता है जिसमें स्थानापन्नता (सब्टीट्यूटेबिलिटी) की उच्च संभावना रहती है। बाजार अर्थसुलभता तब और भी बढ़ जाती है जब एक लिखत को दूसरी लिखत के द्वारा विस्थापित करना संभव हो क्योंकि इनमें से प्रत्येक लिखत के लिए बाजार में विखंडन कम होता है। स्थानापन्नता की उच्च क्षमता (हाइ डिग्री) प्रतिभूतियों की ट्रेडिंग आपूर्ति में वृद्धि करती है जो लेनदेन मांग की पूर्ति में सुविधादायी होती है। तथापि विशिष्ट निवेशक मांग को पूरा करने के लिए लिखतों में विजातीयता (हेटेरोजेनिटी) की भी कुछ क्षमता होनी आवश्यक है। बृहद मात्रा में सजातीय उत्पाद (होमोजेनियस प्रोडक्ट) और कुछ विजातीयता के बीच असंतुलन को पाटने के लिए यील्ड कर्व के अल्पकालिक से दीर्घकालिक विभिन्न 'प्रमुख परिपक्वताओं' वाले सरकारी बांड जारी करने की प्रणाली अपनायी जा सकती है।

तृतीय, सरकारी प्रतिभूति बाजार की अर्थसुलभता लेनदेन लागतों (जिसमें कर, आवश्यक आधारभूत सुविधाओं की अनुरक्षण लागत तथा अर्थसुलभता प्रावधान सेवाओं के लिए प्रतिपूर्ति की लागत सम्मिलित है) को कम करके बढ़ाई जा सकती है। लेनदेन की उच्च लागत लिखत के विक्रेताओं द्वारा प्राप्त प्रभावी कीमत और क्रेता द्वारा उसके लिए अदा की गयी कीमत के बीच के अंतर को बढ़ाता है। इसके चलते बाजार में न्यून अर्थसुलभता पैदा होती है। तथापि, कुछ लेनदेन लागतें अनिवार्य हैं यथा-टोस भुगतान और निपटान आधारभूत संरचना को सुनिश्चित करने से जुड़ी लागतें तथा बाजार की समग्र मजबूती में उन्नयन सुनिश्चित करने से जुड़ी लागतें। इस प्रकार लेनदेन लागत को तब तक न्यून रखना आवश्यक है जब तक यह प्रश्नगत बाजार की सुरक्षा को कम न करे।

चतुर्थ, आवश्यकता इस बात की है कि एक टोस, फौलादी और सुरक्षित बाजार आधारभूत संरचना सुनिश्चित की जाए जिसमें (i) भुगतान और निपटान प्रणालियां; (ii) विनियामक और पर्यवेक्षी फ्रेमवर्क और (iii) बाजार निगरानी और चौकसी सम्मिलित हों। इन सबसे बाहरी आघातों के विरुद्ध सरकारी प्रतिभूति बाजार की आघात सहनशीलता में वृद्धि होती है और निरंतर मूल्य अभिज्ञान में योगदान मिलता है जिसके फलस्वरूप बाजार अर्थसुलभता में वृद्धि होती है।

अंत में सरकारी प्रतिभूति बाजार में अर्थसुलभता को बढ़ाने के लिए लेनदेन आवश्यकताओं, जोखिम मूल्यांकनों और निवेश क्षितिजों के संदर्भ में बाजार भागीदारी की विजातीयता को बढ़ावा देना आवश्यक है। पुनश्च, विभिन्न घरेलू निवेशक आधार के अलावा विदेशी भागीदारों को अनुमति प्रदान करने की भी आवश्यकता है। अनिवासियों की जोखिम क्षमता निवासियों की जोखिम क्षमता से भिन्न हो सकती है जो उनसे नई सूचना के प्रति भिन्न तरीके से प्रतिक्रिया करवा सकती है। तथापि, घरेलू बाजार के क्रमिक विकास पर उचित ध्यान देने के बाद ही विदेशी भागीदारी को बढ़ावा देने के लिए उदारिकरण को उसके अनुरूप किया जाना चाहिए।

स्रोत :

बीआइएस 1999 "हाउ शुड वी डिजाइन डीप एण्ड लिक्विड मार्केट्स? दि केस फॉर गवर्नमेंट सिक्यूरिटीज" बासेल, अक्टूबर

हो जाती है। द्वितीय, केंद्रीय बैंक, जो प्रमुख बाजार भागीदारों में से एक है, द्वारा ओएमओ के रूप में सरकारी प्रतिभूतियों को इस्तेमाल में लाना वित्तीय प्रणाली में प्रतिभूतियों की आपूर्ति को प्रभावित करता है। तृतीय, सरकारी प्रतिभूतियों के लिए समाशोधन और निपटान सेवाएं उपलब्ध कराकर केंद्रीय बैंक बाजार अर्थसुलभता को प्रभावित करते हैं।

II. अंतरराष्ट्रीय तजुर्बा

5.23 सभी देशों में सरकारी प्रतिभूति बाजार का आकार आम तौर पर वर्षों से सरकारों की बढ़ती वित्तीय आवश्यकताओं के अनुरूप बढ़ता गया है। हाल के वर्षों में कुछ देशों में वित्तीय समेकन प्रक्रिया के प्रारंभ होने और इसके फलस्वरूप प्राथमिक बाजार में निर्गमों की संकुचित होती आपूर्ति के होते हुए भी लोक ऋण प्रबंधकों ने विभिन्न उपायों के

द्वारा सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास को आगे बढ़ाया है। कई सरकारें अब बाजार आधारित मैकेनिज्म के माध्यम से पारदर्शी और अनुमान आधारित तरीके से निधियां बटोर रही हैं। सरकारों ने सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए निवेशक आधार को बढ़ाने में भी प्रयास किया है। सरकारों और केंद्रीय बैंकों ने सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार विकसित करने और साथ ही सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेनों को संभालने के लिए टोस समाशोधन और निपटान प्रणालियां स्थापित करने के लिए भी बाजार भागीदारों के साथ मिलकर काम करने की योजना आरंभ की है। यद्यपि विभिन्न देशों में लोक ऋण प्रबंधन का अनिवार्य लक्ष्य निरंतर यही रहा है कि सरकारी उधारियों को न्यून किया जाए, तथापि पिछले दो दशकों में सर्वाधिक महत्वपूर्ण विशेषता रही है ऋण पोर्टफोलियो (आइएमएफ-वर्ल्ड बैंक, 2002)

में विरासत के तौर पर चले आ रहे प्रबंध जोखिमों पर ध्यान केंद्रित करते हुए इस लक्ष्य को हासिल करना।

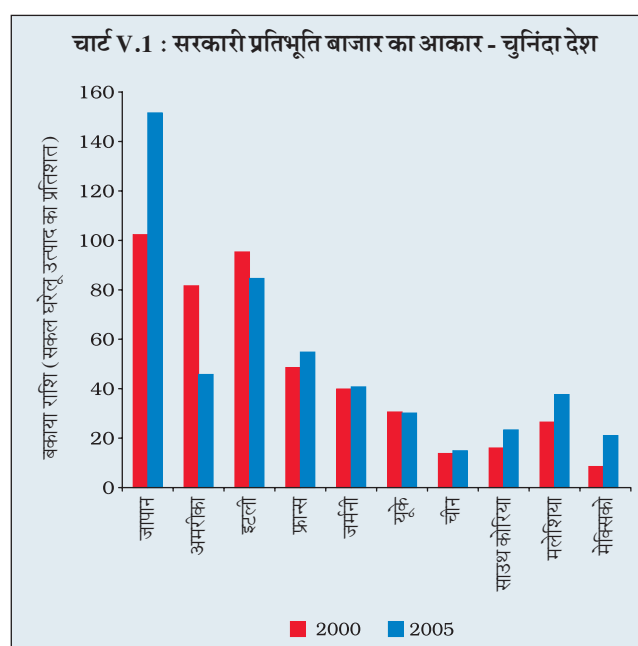
सरकारी प्रतिभूति बाजार का आकार और अर्थसुलभता

5.24 ऐतिहासिक रूप से सरकारी प्रतिभूति बाजार में हुई प्रगति सरकारी बजट घाटे के वित्तीयन की आवश्यकता के कारण है। 1970 के दशक से अमरीका और कई अन्य औद्योगिक देशों में सरकारी प्रतिभूति बाजारों के आकार में उल्लेखनीय विस्तार हुआ है। बृहद राजकोषीय घाटों के चलते राजकोषीय बिलों और बांडों के निर्गम में वृद्धि हुई है। अमरीकी सरकारी प्रतिभूति बाजार ऐतिहासिक रूप से बृहदतम था। तथापि 1990 के दशक में वित्तीय समेकन के परिणामस्वरूप अमरीका में सरकारी बांड बाजार बहुत तेजी से संकुचित हुआ। दूसरी ओर जापानी सरकारी बांड (जेजीबी) बाजार 2005 तक अपने सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) के लगभग 150 प्रतिशत तक महत्वपूर्ण रूप से बढ़ा। कई अन्य देशों में, जिसमें भारत भी सम्मिलित है, 2000 और 2005 के बीच (चार्ट V.1) सरकारी प्रतिभूति बाजार के आकार में वृद्धि हुई।

5.25 यद्यपि सरकारी प्रतिभूति बाजार की अर्थसुलभता के प्रमुख निर्णायक के रूप में उसका आकार ही रहा है तथापि लोक ऋण के प्रबंधकों ने उन देशों में भी जिनके प्राथमिक बाजार में निर्गमों का आकार संकुचित हुआ है 'ट्रेडिंग अर्थसुलभता' पर्याप्त रखने की नीति का अनुसरण किया है। सरकारी प्रतिभूति बाजार में अर्थसुलभता का विश्लेषण करने वाले अधिकतर अध्ययनों में अर्थसुलभता के दो उपायों अर्थात् बिड ऑफर अथवा बिड आस्क स्प्रेड और ट्रेडिंग मात्रा को ध्यान में रखा गया है। बिड आस्क स्प्रेड जितना कम होगा लेन-देन लागत उतनी ही कम होगी और इसके फलस्वरूप बाजार में उच्च अर्थसुलभता हासिल होगी। सरकारी प्रतिभूति बाजार में बिड आस्क स्प्रेड जापान, दक्षिण कोरिया और मलेशिया में सर्वाधिक न्यून था। टर्नओवर अनुपात के संदर्भ में अमरीकी राजकोषीय बाजार 2005 में सर्वाधिक अर्थसुलभ था जबकि उसका आकार संकुचित हुआ था। पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना (पीआरसी) में सरकारी प्रतिभूति बाजार दोनों ही संदर्भों अर्थात् टर्नओवर अनुपात और बिड आस्क स्प्रेड में सर्वाधिक न्यून अर्थसुलभ बाजार सिद्ध हुआ (सारणी 5.1)।

लोक ऋण का प्रबंधन और केंद्रीय बैंक की भूमिका

5.26 दुनियाभर के देशों में सरकारी बांड बाजार में केंद्रीय बैंकों की सक्रियता की मात्रा में काफी परिवर्तन हुआ है। एक ओर जापान, अमरीका, आस्ट्रेलिया, यू.के. (1998 से) और रिपब्लिक ऑफ कोरिया जैसे देश हैं जहाँ एकमात्र वित्त मंत्रालय के द्वारा ही राजकोषीय नीति, सरकारी ऋण से जुड़े मुद्दों और सरकारी बांड बाजार के परिचालन का



मार्ग निर्धारित किया जाता है। परंतु इन देशों की सरकारें केंद्रीय बैंकों के साथ सहयोग करती हैं जो स्वतंत्र रूप से मौद्रिक नीति का अनुसरण करती हैं और द्वितीयक बाजार में प्रतिभूतियों की बिक्री/खरीद करती हैं।² दूसरी ओर ऐसे भी देश हैं जहाँ केंद्रीय बैंक, वित्त मंत्रालय के कार्यक्षेत्र के अंतर्गत सांविधिक निकायों के रूप में होने के कारण, अपनी सरकारों की ओर से सरकारी बांड बाजार में परिचालित करते हैं। उदाहरणार्थ मलेशिया में केंद्रीय बैंक वित्त मंत्रालय के अंतर्गत आनेवाले पांच सांविधिक निकायों में से एक है। सरकार के बैंकर के रूप में मलेशिया का केंद्रीय बैंक सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गमों के ब्योरों के संबंध में सूचनाएं देता है और इस प्रकार के निर्गमों को विभिन्न बाजार की आधारभूत संरचनाओं, जो उसके अधीन है और जिसका परिचालन वह स्वयं करता है, के माध्यम से सुविधाजनक बनाता है। कुछ देशों में केंद्रीय बैंकों के ऊपर स्वतंत्र मौद्रिक नीति संचालित करने और लोक ऋण का प्रबंधन करने का दुहरा दायित्व है। उदाहरणार्थ थाईलैंड में केंद्रीय बैंक पर मौद्रिक नीति बनाने तथा निजी और पब्लिक बचत तथा ऋण प्रबंधन के लिए बांड बाजार विकसित करने के लिए उत्तरदायित्व सौंपा गया है। इस प्रकार बैंक ऑफ थाईलैंड की मौद्रिक नीति का निर्धारण राजकोषीय घाटे और सरकार की भविष्य की वित्तीयन आवश्यकताओं से संबंधित कतिपय प्रयोजनों को ध्यान में रखकर किया जाता है। इन देशों के अनुभवों से पता चलता है कि केंद्रीय बैंक की स्वतंत्रता आवश्यक तो है परंतु यह सरकारी बांड बाजार के विकास के लिए पर्याप्त शर्त नहीं बन सकती।

² केंद्रीय बैंक ऐसे भी हैं जो स्वयं अपने बांड जारी करते हैं जिसके कारण मौद्रिक और राजकोषीय नीति परिचालनों के बीच विवाद उपजते हैं और इस प्रकार आवश्यकता है कि वित्त मंत्रालय और केंद्रीय बैंक के बीच अधिक सहयोग निर्मित हो। ये लिखते सरकारी बांड बाजार को कमजोर कर सकती हैं (मोहंती 2001)।

**सारणी 5.1 : घरेलू मुद्रा सरकारी बांड बाजारों में अर्थसुलभता के संकेतक -
चुनिंदा देश-2006**

देश	सरकारी प्रतिभूतियों के लिए सामान्य नाम	टर्नओवर अनुपात	टर्नओवर अनुपात पर आधारित रैंक	बिड आस्क स्प्रेड	बिड आस्क स्प्रेड पर आधारित रैंक
1	2	3	4	5	6
कनाडा	—	4.0 ***	7	5.00 *	7
जापान	जापानी सरकारी बांड	6.0	6	0.58	1
अमरीका	अमरीकी राजकोष (नोट और बांड)	40.0 ***	1	3.10 *	5
इटली	बोटीपी	10.8 **	3	6.00 *	8
फ्रान्स	ओएटी	38.5 **	2	10.00 *	10
जर्मनी	बंड्स	10.1 **	4	4.00 *	6
आस्ट्रेलिया	राष्ट्रकुल सरकारी प्रतिभूतियां (सीजीएस)	9.0 ***	5	—	—
यूके	गिल्ट्स	9.0 ***	5	4.00 *	6
पीआरसी	राजकोष बांड	1.4	12	7.60	9
कोरिया	कोरिया राजकोष बांड (केटीबी)	2.6	8	1.30	2
मलेशिया	मलेशियन सरकारी प्रतिभूतियां (एमजीएस)	1.9	10	2.25	3
थाइलैण्ड	—	1.7	11	3.00	4
मेक्सिको	सीईटीईएस	2.5	9	—	—

** , * और *** 1997, 2002 और 2005 के आंकड़ों की ओर क्रमशः इंगित करते हैं।

— : अनुपलब्ध।

स्रोत : राइस बेटेलिनो (2004), टोमिटा (2002), हेटोरि एट अल (2001), www.asianbondsonline.adb.org; और मैककॉले और रिमोलोना (2000)

5.27 विभिन्न देशों में लोक ऋण प्रबंधन का प्रमुख उद्देश्य यही रहा है कि सरकारी उधारियों की लागत को कैसे कम किया जाए फिर भले ही लोक ऋण प्रबंधन का प्रबंधक केंद्रीय बैंक हो अथवा कोई सरकारी एजेंसी इस बात से कोई फर्क नहीं पड़ता। तथापि, हाल के वर्षों में जोखिमों के प्रबंधन पर क्रमशः अधिक ध्यान दिया जाता रहा है। विशेष रूप से ऋण प्रबंधन फ्रेमवर्क का फोकस न्यूनतम संभावित लागत पर मध्यम से दीर्घावधि समय फ्रेमवर्क में सरकारी उधारियां जुटाने पर रहता है बजाय इसके कि जोखिमपूर्ण ऋण संरचना का सहारा लेना पड़े जिसमें आरंभ में लागत कम हो सकती है परंतु लंबे समय के दौरान यह जोखिमपूर्ण और अधिक ब्याज को चुकौती की लागत देनेवाला साबित होगा। इसके साथ ही साथ कुछ देशों में सरकारें नियत दर पर दीर्घावधि प्रतिभूतियां जारी करने की लागत अत्यधिक उच्च पाए जाने पर अल्पावधि प्रतिभूतियां जारी करना पसंद करती हैं और साथ ही घरेलू ऋण बाजार को विकसित करने की नीति का अनुसरण करती हैं ताकि एक समय के बाद ऋण स्टॉक में रोलओवर जोखिम तथा अन्य बाजार जोखिमों को घटाया जा सके (आइएमएफ-वर्ल्ड बैंक, 2002)।

प्राथमिक बाजार

निर्गमन प्रक्रिया

5.28 जो देश बाजार विकास के आरंभिक चरणों में हैं, उनमें सरकारी प्रतिभूतियों का निर्गमन आम तौर पर स्वैच्छिक गैर-बाजार प्लेसमेंट द्वारा किया जाता है यथा-वित्तीय संस्थाओं के एक सिंडीकेट द्वारा हामीदारी करके। यह रास्ता अधिक पसंद किया जाता है क्योंकि इसमें भागीदारों की

संख्या कम होने के कारण प्रतियोगिता न के बराबर होती है। कोरिया में, एशियन संकट से पूर्व, बांड निर्गम के एक अंश की हामीदारी कुछ वित्तीय संस्थाओं और बैंक ऑफ कोरिया के द्वारा की जाती थी। तथापि, बैंक ऑफ कोरिया ने जून 1998 से सरकारी बांडों की हामीदारी बंद कर दी। द पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना ने 1991 में हामीदारी सिंडीकेट प्रणाली को अपनाया था परंतु 1995 में इसे त्यागकर नीलामियों का मार्ग प्रशस्त किया। मलेशिया में सरकारी बांडों का निर्गमन नीलामियों के द्वारा होता है परंतु कभी-कभी उन्हें भी विशिष्ट वित्तीय संस्थाओं की निजी क्षमता में दे दिया जाता है।

5.29 ऐसे मामलों में जब सरकार निश्चित रूप से नहीं जानती कि निर्गम का अभिदान सौ फीसदी हो पाएगा अथवा नहीं तथा उसे क्या मूल्य प्राप्त होगा, सरकार अपने देश के केंद्रीय बैंक से कह सकती है कि वह नए निर्गम के एक निश्चित भाग की हामीदारी करे। मलेशिया में केंद्रीय बैंक के द्वारा सरकारी बांड की नीलामियों में भागीदारी की जा सकती है और सकल निर्गम की राशि के 10 प्रतिशत तक वह बाजार परिचालनों के लिए प्रतिभूतियों की खरीद यथा पुनर्खरीद करार के लिए ले सकता है।

5.30 सरकारी प्रतिभूति बाजार को उन्नत बनाने और निवेशकों के आधार को और अधिक विस्तृत करने के प्रयोजनार्थ किसी भी देश के लिए आवश्यक हो जाता है कि वह प्रतियोगी पब्लिक नीलामियों को अपनाते हुए बाजार व्यवस्था में प्रवेश करने के लिए हर संभव प्रयास करे। कुछ देशों के द्वारा नीलामियों का उपयोग प्रतिभूतियों की टैप बिक्री के साथ किया जाता है। अधिकतर देश ऋण के निर्गम के लिए पूर्व-घोषित नीलामियों को उपयोग में लाते हैं। सरकारी प्रतिभूतियों की परंपरागत नीलामियों में

परंपरागत प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए बहु मूल्य नीलामी प्रणाली का तथा बाजार अनिश्चितता की स्थिति में विशेष विशेषताओं युक्त प्रतिभूतियों, यथा मुद्रास्फीति-सूचकांकयुक्त बांडों के निर्गम के लिए एक समान मूल्य नीलामी प्रणाली का पालन किया जाता है (बॉक्स V.4)। तथापि, अपने निवेशकों का आधार विस्तृत करने के लिए अमरीका अब एकसमान मूल्य नीलामी फॉर्मेट को अपना चुका है क्योंकि 'विजेता अभिशाप' (विनर्स कर्स) में कमी होने के कारण इस फॉर्मेट में बोली लगानेवाले अधिक सक्रिय होते हैं। 2000 में कोरियाई सरकार ने बहु मूल्य नीलामी प्रणाली को छोड़कर एकसमान मूल्य नीलामी प्रणाली फॉर्मेट को अपनाया। चाइनीज राजकोषीय बांडों की नीलामी एक समान मूल्य नीलामी प्रणाली को उपयोग में लाकर की जाती है। दूसरी ओर थाइलैंड और मलेशिया में सरकारी बांडों के निर्गमन के लिए बहु मूल्य नीलामी को उपयोग में लाया जाता है।

5.31 अधिकतर सरकारें विदेशी बाजारों में उधार की प्राप्ति के लिए हामीदारी सिंडीकेट पर निर्भर करती हैं ताकि वे प्रतिभूतियों का मूल्य निर्धारित कर सकें और प्रतिभूतियों को विदेशी निवेशकों को दे सकें। ऐसा इसलिए है क्योंकि नीलामी तकनीक का प्रयोग करने के लिए उधार की रकम आम तौर पर पर्याप्त मात्रा में अथवा नियमित रूप से पर्याप्त आधार पर प्राप्त नहीं की जाती। उदाहरणार्थ -यूरोपियन मौद्रिक संघ (ईएमयू) के कुछ छोटे देशों जैसे पुर्तगाल के द्वारा प्रत्येक नए बांड के प्रथम ट्रांश के निर्गमन के लिए सिंडीकेशन को उपयोग में लाया जाता है ताकि नीलामी प्रणाली के द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों के भावी निर्गम को सुविधाजनक बनाने के लिए निर्गम मूल्य पर अधिक लीवरेज और विविध निवेशक आधार प्राप्त किया जा सके।

5.32 कुछ देश, जैसे स्वीडन और यूके, ऐसे भी हैं जो घरेलू मुद्रा ऋण पहले जारी करते हैं और इसके बाद विदेशी मुद्रा बाध्यताओं (फॉरेन करेंसी ऑब्लीगेशन्स) के साथ इस ऋण की अदला-बदली करके विदेशी मुद्रा निधि बटोरते हैं। इस तकनीक में एक और अच्छी बात यह है कि घरेलू उधारी आवश्यकताओं के कम होने पर भी घरेलू बाजारों में बड़े पैमाने पर निर्गमों को बनाए रखा जाता है। बड़े औद्योगिक देशों, जैसे-अमरीका और जापान, मात्र स्थानीय मुद्रा में ही मूल्यवर्गित प्रतिभूतियां अपने घरेलू बाजारों में जारी करते हैं और विदेश से निधि उठाने से दूर ही रहते हैं।

पारदर्शिता और कार्य-कुशलता

5.33 प्राथमिक बाजार में बाजार की अनिश्चितता कम करने और उधार की लागत को कम करने के इरादे से अधिकतर देशों की सरकारें घरेलू बाजार की अपनी नीलामी प्रक्रिया में अधिक पारदर्शी हो गई हैं। पूर्व घोषित उधार योजनाएं और नीलामी शेडयूल्स भावी निवेशकों को सरकारी प्रतिभूतियों के नए निर्गमों में अभिदान के लिए उनके पोर्टफोलियो का समायोजन करते हुए अग्रिम योजना तय करने में मददगार होती हैं। प्राथमिक नीलामियों पर लागू नियम और विनियम तथा प्राथमिक व्यापारियों की भूमिकाएं और उनके दायित्वों का खुलासा बाजार के भागीदारों को

अग्रिम में ही कर दिया जाता है। ब्राजील और पोलैंड में संबंधित वित्त मंत्रालय सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम से संबंधित बेसिक नियमों की जानकारी बाजार के भागीदारों को देता है और विशिष्ट निर्गमों के ब्योरे निर्गम पत्र में लिखकर वेबसाइट पर उपलब्ध करा दिए जाते हैं। पोलैंड में सरकार स्वयं ही नीलामी की तारीखें वर्षारंभ में घोषित करती है वहीं ब्राजील में तारीखों की घोषणा एक माह अग्रिम की जाती है।

5.34 ऑटोमेशन के चलते नीलामी की प्रक्रियाएं अधिक कार्यकुशल हो रही हैं। पुर्तगाल और जमाइका पहले से ही प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए इलेक्ट्रॉनिक नीलामी प्रणाली को उपयोग में ला रहे हैं जिसके परिणामस्वरूप बोली बंद करने और परिणामों की घोषणा के बीच के समय अंतराल में उल्लेखनीय कटौती हुई है।

निवेशक आधार

5.35 कई देश, जैसे-मोरक्को और दक्षिण अफ्रीका, क्रमशः उन विनियमों से छुटकारा प्राप्त कर चुके हैं जो निवेशकों को इस बात के लिए अधिदेश देते थे कि वे अपनी आस्तियों के एक विनिर्दिष्ट भाग का निवेश सरकारी प्रतिभूतियों में ही करें। हो सकता है कि ऐसे गिरफ्त निवेशक आधार को समाप्त करने से अल्पकालिक तौर पर बाजार समाशोधन स्तरों पर ब्याज की दरों में वृद्धि हुई हो, परंतु आनेवाला मध्यम और दीर्घकालिक गहन और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाजार भविष्य में सरकारों के लिए ऋण सेवा की लागत में कटौती होने की उम्मीद जगाता है (आइएमएफ-विश्व बैंक, 2002)।

5.36 यह सुनिश्चित करने के लिए कि नीलामियों में ऊंची बोलियां लगाई जाती हैं, कई देशों ने प्राथमिक व्यापारी/प्राइमरी डीलर (पीडी) प्रणाली को अपनाया है। द्वितीयक बाजार में अर्थसुलभता के एक नियमित स्रोत के रूप में भी पीडी की भूमिका होती है और वे बाजार की गतिविधियों और ऋण प्रबंध के मुद्दों पर लोक ऋण के प्रबंधकों को महत्वपूर्ण सूचनाएं उपलब्ध कराते हैं। कुछ सरकारों ने माना है कि बाजार गतिविधियों के विकास के लिए, विशेष रूप से जब गतिविधियां अपने शैशवकाल में हों, पीडी को विशेष विशेषाधिकार देने की आवश्यकता है। चूंकि पीडी निरंतर रूप से दुतरफा मूल्य दरें उपलब्ध कराते हैं, अतः वे प्रतिभूति बेचने और खरीदने की इच्छा रखनेवालों में विश्वास जगाते हैं। बाजार के लिए अर्थसुलभता उपलब्ध कराने के अलावा पीडी के बीच आपसी प्रतियोगिता होने से सरकारी बांड बाजार में कुशल मूल्य अभिज्ञान में सुविधा मिली है।

5.37 अमरीका में 1966 से अस्तित्व में आए पीडी, फेडरल रिजर्व के लिए बाजार आसूचना के रूप में (यद्यपि उन्हें बाजार निर्माता का नाम नहीं दिया जाता) काम करते हैं। वे फेडरल रिजर्व के साथ मिलकर एक स्वस्थ राजकोषीय बाजार विकसित करने की दिशा में काम करते हैं। यूके में पीडी प्रणाली अथवा गिल्ट एज्ड मार्केट मेकर्स (जीईएमएम) 1986 से अस्तित्व में रहती आई है। ये सभी बाजार निर्माता के रूप में काम करते हैं और ऋण प्रबंध कार्यालय (डीएमओ) द्वारा आयोजित गिल्ट नीलामियों में भागीदारी करते हैं, दुतरफा दरें देकर गिल्ट में द्वितीयक बाजार की

बॉक्स V.4

नीलामी मूल्यन - एकसमान बनाम बहुपक्षीय

किसी नीलामी में बहुपक्षीय मूल्य आधार पर (अमरीकन नीलामी अथवा विभेदक मूल्य नीलामी भी कहा जाता है) अथवा एकसमान मूल्य आधार पर (डच नीलामी भी कहा जाता है) मूल्यन किया जा सकता है। किसी भी नीलामी में क्रेतागण एक विशेष तरीके से बोलियां प्रस्तुत करते हैं जिसमें मात्रा और मूल्य (अथवा यील्ड) का उल्लेख होता है जिस पर वे मांगी गयी मात्रा का क्रय करने के इच्छुक होते हैं। एक बार प्रस्तुत हो जाने के बाद इन बोलियों को उच्चतम से निम्नतम (अथवा निम्नतम से उच्चतम यील्ड) के बीच रैंक दिया जाता है तथा बिक्री की मात्रा सर्वोत्तम बोली को प्रदान की जाती है (अर्थात् उच्चतम मूल्य अथवा निम्नतम यील्ड)।

एकसमान मूल्य नीलामी के अंतर्गत सफल रहनेवाला प्रत्येक बिडर (बोली लगाने वाला) ऋण प्रबंधक द्वारा स्वीकृत निम्नतम मूल्य का भुगतान करता है अर्थात् सफल रहे सभी बिडर समान मूल्य का भुगतान करेंगे भले ही उनकी वास्तविक बोली का मूल्य कुछ भी क्यों न रहा हो। परंतु बहुपक्षीय मूल्य नीलामी के अंतर्गत प्रत्येक सफल बिडर को वास्तविक मूल्य, जो उसने बोली में उद्धृत किया है (भले ही नीलामी में उच्चतम मूल्य कम क्यों न हो), का भुगतान करना होगा। यह 'विजेता अभिशाप (विनर्स कर्स)' को जन्म देता है जिसके चलते सफल रहे बिडर्स को नीलामियों के बाद प्रतिभूति के साधारण बाजार मूल्य से अधिक भुगतान करना पड़ता है।

एकसमान मूल्य नीलामियों नीलामी एवार्डों के बेहतर वितरण को आगे बढ़ाती हैं। इस प्रणाली के अंतर्गत भागीदार 'विजेता के अभिशाप' से डरे बिना अत्यधिक सक्रिय रूप से बोली में हिस्सा लेते हैं क्योंकि वे प्रतिभूतियों को न्यूनतम स्वीकृत बोली द्वारा उद्धृत दर पर, न कि वास्तविक दर पर जो स्वयं उन्होंने उद्धृत किए थे, जारी करवा सकेंगे जो बहुपक्षीय मूल्य नीलामियों से अलग है। अतः एकसमान मूल्य नीलामियां बाजार कार्यकुशलता में वृद्धि करती हैं। तथापि एकसमान मूल्य प्रणाली का सर्वाधिक नुकसान यह है कि इसमें बिना भेदभाव के अथवा गैर जिम्मेदाराना बिडिंग, जो बाजार के साथ फिट नहीं बैठता है, की वजह से बिडर्स हर हाल में सर्वाधिक अनुकूल दर पर सफल हो जाते हैं।

बहुपक्षीय अथवा विभेदक मूल्य नीलामियों (मल्टिपल अथवा डिस्क्रिमेनेटरी प्राइस ऑक्शन) के अंतर्गत बिडर्स अपनी आवश्यकतानुसार और मूल्य के मूल्यांकन के अनुसार विभेदक दरें पा जाते हैं। इससे एकसमान प्रणाली की तुलना में बिडिंग के प्रति अधिक प्रतिबद्धता सुनिश्चित की जा सकती है। बाजार में मांग की तीव्रता भी बिडिंग पैटर्न में साफ नजर आती है।

उक्त दोनों मैकेनिज्म के विकल्प के तौर पर स्पेन में जनवरी 1987 से तथाकथित 'स्पैनिश नीलामी' उपयोग में लायी जा रही है। यह एक संकर प्रणाली है जिसमें एकसमान मूल्यन और विभेदक मूल्यों दोनों ही मैकेनिज्मों की विशेषताएं सम्मिलित हैं। स्पैनिश नीलामी प्रणाली के अंतर्गत विजेता बोलियों (विनिंग

बिड्स), जो भारत औसत विजेता बोली से अधिक होती हैं, को एकसमान मूल्य नीलामी की तरह ही वही मूल्य भुगतान करना होगा अर्थात् भारत औसत विजेता बोली। विजेता बोली जो भारत औसत विजेता बोली से निम्न है, को विभेदक मूल्य नीलामी के जैसे ही संपूर्ण भुगतान करना होगा।

नीलामी व्यवहार की मॉडलिंग के द्वारा कुछ अनुसंधानकर्ताओं ने पाया कि राजस्व के संदर्भ में निर्गमकर्ता के लिए एकसमान मूल्य नीलामियां अनुकूल नहीं हैं, भले ही बिडर्स जोखिम के प्रति उदासीन हो अथवा असंवेदनशील (विल्सन 1979)। कुछ अन्य अनुसंधानकर्ताओं ने पाया है कि विभेदक नीलामियां एक असाधारण संतुलन का लाभ उपलब्ध कराती हैं जिसमें अधिक राजस्व की गुंजाइश रहती है बशर्ते एकसमान नीलामियों के बिडर्स जोखिम के प्रति उदासीन (बैक एण्ड जेण्डर, 1993 एण्ड वंग एण्ड जेण्डर, 2002) रहते हों। वांग एण्ड जेण्डर ने यह भी पाया कि एकसमान मूल्य नीलामियां राजस्व पर अधिक अनुकूल प्रभाव डालती हैं बशर्ते बिडर्स जोखिम के प्रति असंवेदनशील हों तथा आपूर्ति की तुलना में बिडर्स की संख्या अधिक हो। तथापि एकसमान मूल्य नीलामियों में स्वबाध्यकारी कपटपूर्ण बिडिंग नीति (बैक एण्ड जेण्डर, 1993), विशेषकर पक्की सूचना के रहने पर नीलामियां होने के पहले यदि क्रेताओं को एक दूसरे के साथ संप्रेषण की अनुमति दी जाती है, का होना पाया गया है (गोस्वामी, नोए और रेबेल्लो, 1996)। निर्गमकर्ताओं को औसत राजस्व मिलने के अलावा नीलामी प्रक्रिया का चयन भी एक समय के बाद मूल्यों की वोलैटिलिटी को प्रभावित करता है। पाया गया है कि अमरीकी राजकोष (मलवे, आर्चिबाड एण्ड फ्लीन, 1997) द्वारा चयनित प्रतिभूतियों के लिए एकसमान मूल्यन लागू करने के पश्चात नीलामी-दर-नीलामी वोलैटिलिटी में वृद्धि हुई है। बहु मूल्य नीलामियों के मामले में प्राप्त अनुभव बताते हैं कि आस्ट्रि (स्वीडन) की अवधि और बाजार अनिश्चितता (पुर्तगाल) के साथ ही वोलैटिलिटी में वृद्धि होती है (न्योबोर, रेडिकवीस्ट एण्ड सुन्दरेशन 2002 एण्ड गोर्डो, 1999)। स्पैनिश नीलामियों में किए गए प्रयोग बताते हैं कि बहु मूल्य आधारित नीलामियों की तुलना में एकसमान नीलामियां और स्पैनिश नीलामियां दोनों ही महत्वपूर्ण उच्च राजस्व दिलाती हैं क्योंकि बहु मूल्य आधारित नीलामियों में बिडिंग की सक्रियता अन्य दो की तुलना में कम होती है। तथापि बहु मूल्य आधारित नीलामियों की तुलना में एकसमान मूल्य और स्पैनिश नीलामियों दोनों में ही नीलामी-दर-नीलामी वोलैटिलिटी उच्च थी (एबिक, ब्रंडिट्स एण्ड पेजैनिश-क्रिस्टो, 2002)। अतः एक प्रकार की नीलामी की श्रेष्ठता दूसरे प्रकार की नीलामी की तुलना में कितनी है इस बारे में सरकारों से प्राप्त अनुभव प्रमाणित करते हैं कि इसे सिद्ध नहीं किया जा सकता। विभिन्न देशों के अनुभवों से पता चलता है कि यद्यपि दोनों ही विधियां प्रयोग में लायी जाती हैं, प्रतिभूतियों की नीलामी आम तौर पर विभेदक नीलामी विधि के द्वारा की जाती है।

मदद करते हैं और डीएमओ को बाजार सूचनाएं उपलब्ध कराते हैं। ठीक इसी प्रकार मलेशिया और रिपब्लिक ऑफ कोरिया में क्रमशः 1998 और 1999 में पीडी प्रणाली, बाजार निर्माता के रूप में, प्रारंभ की गई। पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना में सरकारी बांडों के लिए द्वितीयक बाजार के दो घटक हैं अर्थात् दि इंटर बैंक मार्केट और दि स्टॉक एक्सचेंज मार्केट। इंटर बैंक मार्केट में बाजार निर्माण की प्रणाली 2004 से स्थापित हुई थी। कतिपय

वाणिज्य बैंकों और प्रतिभूति फर्मों को सरकारी बांडों के लिए दुतरफा दरें उद्धृत करने का कार्य सौंपा गया है।

5.38 कुछ औद्योगिक देशों, जैसे-डेनमार्क, जापान और न्यूजीलैंड में पीडी प्रणाली ही अस्तित्व में नहीं है। आइएमएफ वर्ल्ड बैंक सर्वेक्षण ने रिपोर्ट किया है कि पीडी प्रणाली को समाप्त करने से किसी एक देश विशेष में सरकारी उधारी की लागत में महत्वपूर्ण कटौती हुई है। कुछ विकासशील

देशों के मामले में, जो छोटी सरकारी प्रतिभूति बाजारवाले हैं और जिनमें थोड़े से ही भागीदार हैं, भागीदारों पर ही छोड़ दिया जाता है कि वे खुद ही बाजार निमाताओं का निर्धारण करें। यहाँ तक कि बड़े औद्योगिक देशों जैसे अमरीका में नीलामी प्रणाली को महज पीडी तक ही नहीं सीमित रखा गया है। अन्य बाजार भागीदारों को भी इसमें पहुँच का मौका दिया जाता है बशर्ते वे नीलामी प्रतिबद्धताओं के निपटान की सुविधा के लिए भुगतान, निपटान प्रणाली अपने यहाँ लागू रखते हों। इस प्रकार प्रत्येक देश को लागत के संदर्भ में पीडी प्रणाली का आकलन करना होगा। इन दोनों के बीच संतुलन कायम करना बाजार विकास के ऊपर निर्भर करेगा।

5.39 कई देशों में सरकारी बांड बाजार में बैंकों के अतिरिक्त संस्थागत निवेशक जैसे-कर्मचारी भविष्य निधि और पेंशन निधि भी प्रमुख भागीदारों के रूप में आ चुके हैं। मलेशिया में सरकारी बांड वास्तव में इसलिए विकसित किए गए थे ताकि उनके द्वारा ऐसी संस्थाओं की आवश्यकताएं पूरी की जा सकतीं। आस्ट्रेलिया में कांट्रैक्चुअल संस्थाओं को और यहाँ तक कि बैंकों को आरंभिक चरण में सरकारी बांडों में निवेश करने के लिए भारी कर रियायत दी जाती थी। संस्थागत निवेशकों के पास सामान्यतया दीर्घकालिक निवेश होरिजोन होते हैं, अतः वे सरकारी बांडों (विशेष रूप से आधारभूत संरचना से जुड़े) में निवेश का सबसे बड़ा स्रोत बन सकते हैं। तथापि दीर्घकालिक निवेश होरिजोन होने के परिणामस्वरूप इनमें से अधिकतर संस्थाएं 'खरीदें और रखें' निवेशक होती हैं जो बाजार में अर्थसुलभता को नुकसान पहुँचा सकती हैं।

5.40 गिरफ्त बाजार (कैपिटव मार्केट) व्यवस्थाओं, कुछ देशों में इन्हें अपनाया जाता है, में कतिपय संस्थागत निवेशकों जैसे-बैंकों अथवा कांट्रैक्चुअल बचत संस्थाओं को अधिदेश के तहत अपनी आस्तियों का एक निश्चित प्रतिशत सरकारी बांडों में धारित करना होता है। ये व्यवस्थाएं सरकारी प्रतिभूतियों में ट्रेडिंग करने से निवेशकों को रोकती हैं। अधिकतर विकसित देशों ने अपने बाजार विकास के चरणों के दौरान सरकारी बांडों में किसी भी प्रकार के अधिदेशीय निवेश को तिलांजलि दे दी है। ओईसीडी देशों में सरकारी बांडों में निवेश अब अधिदेशीय नहीं रहा। तथापि, कुछ विकासशील देशों में गिरफ्त बाजार व्यवस्थाएं अभी भी मौजूद हैं। उदाहरणार्थ, दि पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना में निवेश निधियों के 20 प्रतिशत का निवेश सरकारी बांड में किया जाना अधिदेशीय है।

5.41 खुदरा निवेशक बाजार की ट्रेडिंग गतिविधियों में कोई महत्वपूर्ण योगदान नहीं करते परंतु बतौर दीर्घकालिक निवेशक वे बाजार को स्थायित्व प्रदान करते हैं। इस प्रकार कई देशों ने खुदरा निवेशकों को बाजार का आधार विस्तृत करने के लिए इसमें सम्मिलित किया है। उदाहरणार्थ, जापानी सरकार ने विशेष जापानी सरकार बांड (जेजीबी) निर्गम 2003 में और 2006 में लांच किया जो एकमात्र खुदरा निवेशकों के लिए (अस्थिर और स्थिर दरों पर) था और जिसकी अवधि, दर और अन्य विशेषताएं उनके अनुकूल रखी गई थीं। यह लिखत बैंकों और डाकघरों में उपलब्ध है। ब्राजील ने भी जनवरी 2002

से इंटरनेट के द्वारा छोटे निवेशकों को प्रतिभूतियां जारी करना प्रारंभ कर दिया है।

5.42 तमाम देशों ने सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामी में विदेशी भागीदारी को दिन-प्रतिदिन शिथिल किया है। विकासशील देशों में मलेशिया, दि रिपब्लिक ऑफ कोरिया और थाइलैंड में सरकारी बांडों में विदेशी स्वामित्व को अनुमति प्राप्त है। दि पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना में विदेशी निवेशकों (संस्था अथवा व्यक्ति), अर्हताप्राप्त विदेशी संस्थागत निवेशकों का लाइसेंस धारण करनेवाले विदेशी संस्थागत निवेशकों को छोड़कर, को सरकारी बांडों में निवेश करने की अनुमति नहीं है।

लिखत विकास

5.43 सरकारी प्रतिभूतियों का प्रोफाइल प्रत्येक देश के मामले में (i) परिपक्वता; (ii) कूपन और मूलधन भुगतान निर्धारण के तरीकों; (iii) कूपन और मूलधन निपटान की विधियों; (iv) निवेशक अभिमुखीकरण के संदर्भों में भिन्न-भिन्न है। सरकारी बांड बाजारों में विभिन्न लिखतों के विश्लेषण से पता चलता है कि सरकारी बांड बाजारों के विकास के आरंभिक चरण में कई देशों ने एकमात्र साधारण और मानकीकृत लिखतों में केंद्रित रहना ही पसंद किया। वर्षों बाद उन्होंने परंपरागत और अधिक उन्नत तथा जटिल जैसी मिली-जुली लिखतों की ओर कदम बढ़ाया। लिखत विकसित करना सरकारी बांडों की ट्रेडिंग से जुड़े विभिन्न जोखिमों के प्रति अधिक संवेदनशील होता गया।

5.44 विकसित देशों में अधिकतर सरकारी प्रतिभूतियों के बाजारों में लिखतों की अवधि अल्प से दीर्घकालिक रहा करती है। उदाहरणार्थ, अमरीकी राजकोषीय बाजार मुख्य रूप से दो प्रकार के परंपरागत सरकारी बांड का प्रस्ताव देता है अर्थात्-राजकोषीय नोट (दो और दस वर्ष के बीच परिपक्वता) और बांड (जिनकी परिपक्वता 10 वर्ष अथवा इससे अधिक है) जिसमें अर्ध-वार्षिक कूपन अथवा ब्याज भुगतान सम्मिलित है। 10 वर्षीय ट्रेजरी नोट, अमरीकी ट्रेजरी प्रतिभूतियों में सर्वाधिक ट्रेडेड, को अमरीका में सरकारी ऋण बाजार के एक सूचक के रूप में माना जाता है। अमरीकी सरकार द्वारा 30 वर्षीय बांड को पुनः 2006 में प्रचालित किया गया। यूनाइटेड किंगडम में परंपरागत सरकारी प्रतिभूतियां अथवा गिल्ट (5, 10 और 30 वर्षीय) का हिस्सा यूके सरकार की देयताओं में बृहदतम है। यूके सरकार ने 50 वर्षीय 'अल्ट्रा-दीर्घावधि' निर्गम को 2005 में पुनः प्रचालित किया। जापान की केंद्र सरकार 2-5 वर्षीय (मध्यम अवधि), 10 वर्षीय (दीर्घावधि), 15 वर्षीय (फ्लोटिंग) और 20 तथा 30 वर्षीय नियत बांडों (सुपर दीर्घावधि) का निर्गम करती है।

5.45 सामान्यतया विभिन्न सरकारों द्वारा जारी मध्यम और दीर्घ अवधिवाले बांड नियत कूपन दर पर होते हैं। इस प्रकार के बांडों पर भुगतान किए गए ब्याज की दर उसके निर्गम के समय ही नियत की जाती

है। उदाहरणार्थ, सभी मध्यम, दीर्घ और अति दीर्घ जेजीबी, केवल 15 वर्षवाले जेजीबी को छोड़कर, नियत ब्याज दरवाली लिखते होती हैं। 15 वर्षवाले जेजीबी को फ्लोटिंग (अस्थिर) दर वाली लिखत माना जाता है जिसकी कूपन दर संदर्भ दर + नियत स्प्रेड (क्रय-विक्रय दरों का अंतर) के अनुरूप होती है और संदर्भ दर में परिवर्तन के अनुरूप इसमें उतार-चढ़ाव होता है। ब्याज की बाजार दर बढ़ने पर नियत ब्याज प्रतिभूतियों के मूल्य में गिरावट आती है। परंतु फ्लोटिंग ब्याजवाले बांड का मूल्य ब्याज की बाजार दर में वृद्धि के बावजूद नियत ही रहता है क्योंकि इसके कूपन भुगतान में भी वृद्धि होती है। इसके कारण ब्याज अथवा बाजार जोखिम को घटाने में मदद मिलती है। इसकी न्यून जोखिम प्रकृति को देखते हुए सरकारें आरंभ में फ्लोटिंग ब्याज दरों पर प्रतिभूतियों का निर्गम करती हैं। तथापि बाजार के विकसित होते ही सरकारें नियत ब्याज दर दीर्घावधि प्रतिभूतियों का चलन अपना लेती हैं। सरकारी ऋण की परिपक्वता को लंबी अवधि तक विस्तारित करने के लिए कुछ विकसित देशों के द्वारा ऐतिहासिक रूप से फ्लोटिंग दर लिखतों का उपयोग गया है (आइएमएफ-वर्ल्ड बैंक-2001)।

5.46 मुद्रास्फीति के रक्षार्थ (हेजिंग हेतु) लिखतों में से एक है मुद्रास्फीति-इंडेक्सयुक्त बांड जो फ्लोटिंग दर लिखतों की तुलना में अधिक लोकप्रिय हो चुका है। यूके ने 1981 में इंडेक्स से जुड़े गिल्ट का प्रचालन किया और इसके पश्चात् ऑस्ट्रेलिया ने 1985 में पूंजी इंडेक्सयुक्त बांड प्रचालित किया³। यूके ने भी 2005 में एक 50 वर्षीय अल्ट्रा-दीर्घ मुद्रास्फीतियुक्त गिल्ट का निर्गम किया। कनाडा, अमरीका, फ्रांस और हाल ही में जापान विकसित विश्व के कुछ ऐसे देश हैं जिन्होंने मुद्रास्फीति इंडेक्सयुक्त बांड का निर्गम करना प्रारंभ किया है। जापान मुद्रास्फीति इंडेक्सयुक्त मात्र 10 वर्षीय अवधिवाले जेजीबी का निर्गम करता है। अमरीका की सरकार ट्रेजरी मुद्रास्फीति संरक्षित प्रतिभूतियां (टीआइपीएस) और कनाडा की सरकार वास्तविक रिटर्न बांड का निर्गम करती है। इंडेक्सयुक्त बांडों में कूपन तथा मूल भुगतान दोनों (जैसा कि यूके में है) अथवा एकमात्र कूपन (जैसा कि जापान में है) का समायोजन मुद्रास्फीति में परिवर्तन के अनुरूप किया जाता है। मुद्रास्फीति का समायोजन विशेष रूप से दीर्घावधि सरकारी बांडों के मामले में लाभकारी होता है क्योंकि ऐसे बांडों में मूल्य स्तरों में विचलन का जोखिम अधिक रहता है। दुनिया के अधिकांश देश ग्राहक मूल्य सूचकांक जानकारी के प्रकाशन और बांड के वास्तविक इंडेक्सीकरण के बीच पहले के आठ माह के लैग (अंतराल) की जगह अब सर्वोत्तम अंतरराष्ट्रीय प्रथा के रूप में तीन माह के इंडेक्सीकरण लैग को अंगीकार कर रहे हैं।

5.47 विकसित देशों के द्वारा मुद्रास्फीति-इंडेक्सयुक्त सरकारी बांडों का निर्गम किए जाने का आधार यह था कि मुद्रास्फीति अनिश्चितता प्रीमियम के लिए निवेशकों को क्षतिपूर्ति देने की आवश्यकता, जो

नॉमिनल बांड में विद्यमान रहती है, को दूर रखते हुए सरकारों को उधारी की लागत कम करने में सक्षम बनाया जाए। यदि मुद्रास्फीति-इंडेक्सयुक्त प्रतिभूतियों के लिए बाजार अर्थसुलभ और उचित रूप से टिकाऊ रहता है तो ऐसे में भी सरकारी ऋण के नॉमिनल और मुद्रास्फीति-इंडेक्सयुक्त यील्ड के बीच का स्प्रेड संभावित मुद्रास्फीति के सूचक के रूप में केंद्रीय बैंकों के लिए मौद्रिक नीति के संचालन में बहुत ही उपयोगी साबित हो सकता है। तथापि, मुद्रास्फीति-इंडेक्सयुक्त सरकारी प्रतिभूतियों के लिए अर्थसुलभ द्वितीयक बाजार विकसित करने में अधिकांश देशों ने कठिनाइयां पायी हैं जिसका अर्थ है सरकारों के द्वारा अदा की गई यील्ड में प्रीमियम सम्मिलित हो सकता है जो अर्थसुलभता के लिए निवेशकों को क्षतिपूर्ति करती हो। कुछ विकासशील देशों ने भी मुद्रास्फीति-इंडेक्सयुक्त बांड प्रचालित किए हैं। विकसित देशों से भिन्न इस प्रकार के बांड विकासशील देशों में प्रचालित करने का उद्देश्य है यील्ड कर्व में विस्तार करना।

5.48 रजिस्टर्ड ब्याज और प्रतिभूतियों के मूल (एसटीआरआइपीएस) की अलग ट्रेडिंग की प्रणाली के अंतर्गत ब्याज और मूलधन की ट्रेडिंग अलग-अलग जीरो कूपन बांड के रूप में की जा सकती है जो अर्थसुलभता को बढ़ाने और सरकारी प्रतिभूति बाजार में निवेशक आधार विस्तृत करने में मददगार होती है। इसके अलावा एसटीआरआइपीएस को बांड के रूप में भी पुनर्गठित किया जा सकता है। ऐसा होता है कि बाजार के भागीदार स्ट्रिप्ड बांडों की कीमत की जांच परंपरागत बांडों के संदर्भ में निरंतर किया करते हैं, स्ट्रिप्ड बांड परंपरागत कूपन बांडों की अच्छी कीमत देने में मददगार होते हैं। अमरीका ने पदनामित ट्रेजरी प्रतिभूतियों की स्ट्रिपिंग 1995 में प्रारंभ की। यूके ने परंपरागत नियत कूपन की स्ट्रिपिंग 1997 में प्रारंभ की और इसके बाद पदनामित बही प्रविष्टि प्रतिभूतियों के लिए जापान ने 2003 में इसका अनुसरण किया। अमरीका में स्ट्रिप्स का निर्गम सीधे सरकार के द्वारा नहीं किया जाता। इन्हें सरकार द्वारा बही प्रविष्टि प्रतिभूतियों के रूप में पंजीकृत कर लिया जाता है परंतु इन्हें वित्तीय क्षेत्र के निकायों जैसे बैंक के द्वारा निर्मित किया जाता है। अमरीका में कोई भी स्ट्रिप्स की ट्रेडिंग कर सकता है अथवा उसे धारण कर सकता है परंतु मात्र एक बाजार निर्माता (गिल्ट एज्ड मार्केट मेकर), ऋण प्रबंधन कार्यालय (डीएमओ) अथवा बैंक ऑफ इंग्लैंड ही किसी स्ट्रिप-योग्य गिल्ट को स्ट्रिप अथवा पुनर्गठित कर सकता है।

5.49 एशियन वित्तीय संकट से पूर्व अधिकांश एशियन देश जैसे दक्षिण कोरिया सरकारी बांडों पर बहुत अधिक निर्भर नहीं करते थे। संकट के बाद की अवधि में राजकोषीय वित्त की स्थिति में गिरावट के साथ ही दक्षिण कोरिया सरकार को अपनी अर्थव्यवस्था पटरी पर लाने के लिए बांडों का भारी भरकम निर्गम करना पड़ा। इसके चलते सरकारी बांड बाजार आधारभूत संरचना को मजबूत बनाने की आवश्यकता हुई। आरंभ

³ तथापि आस्ट्रेलियन पूंजी इंडेक्सयुक्त बांड का निर्गम 2003 से बंद हो चुका है।

में कोरिया की सरकार ने अनगिनत लिखतों, पहले जिनकी ट्रेडिंग ट्रेजरी बांड में परिवर्तित करके की जाती थी, को सरल बनाया ⁴। कोरियन ट्रेजरी बांड बाजार में मध्यम अवधिवाली परिपक्वता के बांड, अर्थात् तीन और पांच वर्ष के लिए, बेंचमार्क बांड के रूप में उभरे हैं। इसके अलावा कोरिया ने कोरियन ट्रेजरी बांड (केटीबी) की स्ट्रिपिंग की अनुमति दी है। थाईलैंड में घरेलू सरकारी बांडों का निर्गम 1933 से किया जा रहा है यद्यपि बाजार आम तौर पर अल्प विकसित ही बना रहा। एशियन संकट के पश्चात्, जिसने बांड बाजार के महत्व को उजागर किया, सरकार ने अर्थव्यवस्था में बीमार बैंकिंग क्षेत्र को पूंजी उपलब्ध करवाने के लिए भारी मात्रा में बांड का निर्गम प्रारंभ किया ⁵। थाई सरकार की प्रतिभूतियों को नियत दर कूपन बांडों अथवा ब्याज संचयी बांडों के रूप में जारी किया जाता है और इनकी परिपक्वता प्रोफाइल 1 से 10 वर्ष तक होती है। तथापि, सरकारी बांड बाजार में उपलब्ध लिखतों की रेंज में मामूली विविधता है। परिणामस्वरूप बैंक ऑफ थाईलैंड अब मुद्रास्फीति इंडेक्सयुक्त बांड और स्ट्रिप्स (जीरो कूपन बांड) विकसित करने के मार्ग पर अग्रसर है। मलेशियन सरकारी प्रतिभूतियां (एमजीएस) ऐतिहासिक रूप से कर्मचारी भविष्य निधि की निवेश आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए जारी की गई थीं। 1990 के दशक में सरकार इसका उपयोग अपने बजट घाटे की पूर्ति करने के एक टूल के रूप में करने लगी। एमजीएस कूपनवाली लिखतें हैं जिनकी परिपक्वता अवधि तीन से 20 वर्षों के बीच रह सकती है। कूपन का भुगतान छह माह में एक बार किया जाता है। 1994 में पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना के द्वारा ओवरड्राइंग की सुविधा बंद करने के बाद पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना में सरकारी बांड बाजार को विकसित करने की आवश्यकता पूरी शिद्दत के साथ महसूस की जाने लगी। पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना में ट्रेजरी बांड में, ट्रेजरी बिलों को छोड़कर (एक वर्ष से कम परिपक्वतावाले), राजकोषीय बांड, विशेष क्रय बांड, निर्माण बांड और मुद्रास्फीति प्रूफ बांड (जिसमें मुद्रास्फीति को मूल्य इंडेक्स के साथ जोड़ा गया है) सम्मिलित हैं। इन बांडों का निर्गम चीन सरकार करती है। निर्माण बांड का निर्गम कतिपय परियोजनाओं के लिए निधि जुटाने के प्रयोजनार्थ किया जाता है जबकि विशेष क्रय बांडों का निर्गम पेंशन फंड को और घरेलू उद्योगों में लगे कर्मचारियों के लिए बेरोजगार बीमा निधि को किया जाता है। रिपब्लिक ऑफ चाइना (ताइवान) की सरकार ने 5 वर्षों की परिपक्वता अवधि के स्ट्रिप्स को भी 2005 में प्रचालित किया।

बेंचमार्किंग और समेकन

5.50 कई देशों की सरकारों ने यील्ड कर्व (प्रतिलाभ वक्र) के की-पॉइंट पर सीमित संख्या में बेंचमार्क प्रतिभूतियां निर्मित करके सरकारी ऋण स्टॉक के विघटन को न्यूनतम करने के लिए निरंतर प्रयास किए।

आम तौर पर वे परंपरागत सरकारी पेपर, जो एमबेडेड ऑपशन्स रहित होते हैं, का उपयोग इस प्रयोजनार्थ करते हैं। विशेष बात यह है कि बेंचमार्क प्रतिभूतियों का निर्माण कई नीलामियों में एक ही प्रतिभूति का निर्गम करके ('रीओपेनिंग्स') और परिपक्वतापूर्व पुराने निर्गमों का क्रय करके, जिनकी सक्रिय ट्रेडिंग बाजार में बंद हो चुकी है, किया जाता है। राजकोषीय अधिशेष के कारण जिन देशों यथा-ब्राजील, डेनमार्क, आयरलैंड, न्यूजीलैंड, साउथ अफ्रीका, स्वीडेन और यूनाइटेड किंगडम में घरेलू उधारी की आवश्यकता कम हो गई है अथवा एक लंबी अवधि के बाद उसमें आमतौर पर कमी आई है, ऋण प्रबंधकों ने नए ऋण निर्गमों का आकार विस्तृत करने के लिए ऐसी प्रतिभूतियों का क्रय कर लिया है जिनकी सक्रिय ट्रेडिंग अब बंद हो चुकी है। इनके परिणामस्वरूप सरकारें अपने ऋण के विघटन को न्यूनतम करने और बाजार अर्थसुलभता को मात्र कुछ गिनी-चुनी प्रतिभूतियों में केंद्रित करने तथा कुल ऋण स्टॉक के नीचे जा रहे होने पर भी सक्रिय ट्रेडिंग को सुनिश्चित करने में सक्षम हो सकी हैं। डेनमार्क, स्वीडेन और यूके भी बाजार के भागीदारों को अस्थायी तौर पर उधार लेने की सुविधा अथवा रिपो के द्वारा ऐसी विशिष्ट प्रतिभूतियां, जिनकी आपूर्ति बाजार में कम हो पाती है, प्राप्त करने का ऑफर दांडिक दर पर देते हैं ताकि बाजार में मूल्य की गड़बड़ी होने पर सरकारी प्रतिभूति बाजार प्रभावित न हो पाए। दक्षिण कोरिया में भी केटीबी के निर्गमों की अदला-बदली (फंजिबल) अथवा पुनः खोलने की प्रणाली मौजूद है जिसके अंतर्गत एक निश्चित समयावधि के बाद जारी किए गए ऑन द रन बांड को एक ही परिपक्वता और कूपन दर दी जाती है। यूके में ऋण प्रबंध कार्यालय ने हाल ही में विभिन्न प्रकार के कूपन स्ट्रिप्स के बीच अदला-बदली की सुविधा के लिए परंपरागत गिल्ट, जो कूपन तारीखों के साथ होते हैं, का प्रचालन किया है। अमरीका भी कूपन की इस प्रकार की अदला-बदली की अनुमति, परंतु मूल स्ट्रिप्स की अनुमति नहीं, अंतर्निहित अमरीकी ट्रेजरी बांड के होते हुए भी प्रदान करता है।

बाजार भागीदारों के साथ परामर्श

5.51 कई देशों ने सरकारी प्रतिभूति बाजार को विकसित करने के लिए परामर्शदायी दृष्टिकोण अपनाया है और वे इसके लिए सक्रिय निवेशक संबंध कार्यक्रम चालू रखते हैं। इस कार्यक्रम के अंतर्गत लोक ऋण के प्रबंधक बाजार भागीदारों से नियमित रूप से मिलकर सरकार की निधीयन आवश्यकताओं की पूर्ति तथा बाजार विकास पर चर्चा करते हैं और प्राथमिक बाजार को विकसित करने के लिए उपाय ढूंढते हैं। इस प्रकार के कार्यक्रम खास तौर पर उन देशों के लिए अधिक उपयोगी साबित हुए हैं जो अपने लोक ऋणों के प्रबंधन में दबाव के दौर से गुजर रहे हैं। उदाहरणार्थ, दक्षिण अफ्रीका के प्रबंधकों के द्वारा निवेशकों, पीडी और बाजार के अन्य भागीदारों के साथ निवेशक संपर्क कार्यक्रम के आयोजन और

⁴ सरकार ने विभिन्न प्रकार की लिखतों अर्थात् लोकनिधियां, विदेशी मुद्रा स्थिरीकरण निधि बांड (एफईएसएफबी) और डाकघर जमाराशियों से लेकर ट्रेजरी बांड जैसी निधियों को परिवर्तित कर दिया है।

⁵ ये बांड वित्तीय संस्था विकास निधि (एफआइडीएफ) के द्वारा जारी किए गए।

रोड शो के माध्यम से संपर्क करके उन्हें दक्षिण अफ्रीकी सरकारी प्रतिभूति बाजार की गतिविधियों की जानकारी दी जाती है तथा सरकारी वित्त में हुई प्रगति अवगत कराई जाती है।

द्वितीयक बाजार

5.52 सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार एक प्लेटफॉर्म उपलब्ध कराता है जिसके द्वारा मूल निवेशक परिपक्वता से पूर्व अपनी होल्डिंग्स की ट्रेडिंग करते हैं। परंपरागत रूप से विभिन्न देशों के स्टॉक एक्सचेंजों में ट्रेडिंग का प्रचलन आने से पूर्व ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म ओवर दि काउंटर (ओटीसी) होता था। उदाहरणार्थ, चाइना में ट्रेजरी बांडों में ट्रेडिंग 1980 तक प्रतिबंधित कर दी गई है। बाद में एक ओटीसी ट्रेडिंग की शुरुआत हुई। शंघाई स्टॉक एक्सचेंज में ट्रेडिंग 1992 में प्रारंभ हुई। बैंकों के द्वारा आंतर-बैंक बाजार में ट्रेडिंग की जाती है जो आमतौर पर रिपो और 'खरीदें तथा रखें' बाजार ही है। 1997 से चीन में बैंकों को स्टॉक एक्सचेंजों में ट्रेडिंग करने से इसलिए निषिद्ध किया गया ताकि वे सट्टेबाजी न कर सकें। थाईलैंड में थाई बांड मार्केट एसोसिएशन ने 1998 में सरकारी बांडों में ट्रेडिंग शुरू की। मलेशिया का केंद्रीय बैंक मलेशियन ऋण प्रतिभूतियों के लिए केंद्रीकृत डेटा बेस अर्थात् बांड इन्फॉर्मेशन एण्ड डिसेमिनेशन सिस्टम (बीआइडीएस) परिचालित करता है जो मलेशिया में सरकारी बांडों की ओटीसी ट्रेडिंग में मददगार है।

5.53 लोक ऋण प्रबंधक बाजार के भागीदारों और अन्य के साथ सक्रियतापूर्वक कार्य करते हैं ताकि सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार को मध्यस्थों की प्रणाली, विस्तृत निवेशक आधार और कुशल समाशोधन प्रणाली के माध्यम से उन्नत बनाया जा सके। उदाहरणार्थ इटली, पोलैंड, स्वीडन और यूके ने सरकारी प्रतिभूतियों की इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग शुरू करने के लिए बाजार में घनिष्ठ रूप से कार्य किया है। थाईलैंड में दि बांड इलेक्ट्रॉनिक एक्सचेंज (बीईएक्स), जो स्टॉक एक्सचेंज की सबसीडिअरी है, ने 2005 में सरकारी बांडों की ट्रेडिंग प्रारंभ की। इसके अलावा इटली ने संबंधित भागीदारों के साथ कार्य करने की इच्छा जाहिर की ताकि सरकारी प्रतिभूतियों पर प्राप्त रिटर्न के करायान के कारण आई गड़बड़ी को दूर किया जा सके। जापान, न्यूजीलैंड, दक्षिण अफ्रीका और यूके के ऋण प्रबंधकों ने भी बाजार भागीदारों के साथ मिलकर काम किया ताकि अनुषंगी बाजार यथा - फ्यूचर्स, रिपो और स्ट्रिप्स को विकसित किया जा सके। इसने सरकारी बाजार को गहन बनाने में मदद की है।

5.54 सरकारी प्रतिभूति बाजार के लिए ठोस समाशोधन और निपटान प्रणाली विकसित करने के लिए लोक ऋण के प्रबंधक संबंधित स्टेक होल्डरों

के साथ भी काम करते हैं। उदाहरण के लिए, ब्राजील, जापान और पोलैंड ने सरकारी प्रतिभूतियों के लेन-देन के लिए तत्काल सकल निपटान प्रणाली शुरू की है। जमैका के प्राधिकारी भी केंद्रीय निक्षेपागार के अंतर्गत सरकारी प्रतिभूतियों के अमूर्तीकरण के लिए बाजार सहभागियों के साथ कार्य कर रहे हैं जिससे द्वितीयक बाजार के विपणन की कार्य क्षमता को बढ़ाया जा सके।

बाजार व्यवहार

5.55 सरकारी प्रतिभूतियों के द्वितीयक बाजार में अर्थसुलभता को बढ़ाने के इरादे से कई देशों में बाजार व्यवहार को भी उदार किया गया।

अल्प बिक्री (शॉर्ट सेलिंग)

5.56 कई देशों में अब अल्प बिक्री की अनुमति है। उदाहरणार्थ आस्ट्रेलिया में एक विक्रेता को अपनी प्रतिभूतियां किसी क्रेता को स्वामित्व का अंतरण अधिकार हुए बिना बेचने की अनुमति है⁶। अमरीका में कानूनी आवश्यकताओं के एक भाग के रूप में विक्रेता के लिए आवश्यक है कि वह शॉर्टेड प्रतिभूतियों की डिलीवरी की पुष्टि ब्रोकर को करे। पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना में ट्रेजरी बांड की अल्प बिक्री शंघाई और शेन्जेन स्टॉक एक्सचेंजों में पुनः क्रय करार के द्वारा की जाती है। अल्प बिक्री एक वर्ष से कम तक सीमित है और इसकी अनुमति ट्रेजरी बांडों के परंपरागत ओटीसी एक्सचेंज पर नहीं है। मलेशिया में अल्प बिक्री एमजीएस का अधिकार समस्त आंतर-बैंक भागीदारों को दिया गया है जिनमें बैंकारी तथा वित्तीय संस्था अधिनियम के तहत पंजीकृत वाणिज्य बैंक, वित्तीय कंपनियां, मार्चेन्ट बैंक और डिस्काउंट हाउस सम्मिलित हैं परंतु छुपे तौर पर। तथापि, प्रतिभूतियों के ऐसे प्रकार जिन्हें शॉर्ट कर बेचा जा सकता है और जिस सीमा तक विक्रेता शॉर्ट पोजीशन ले सकता है, उस पर प्रतिबंध है।

सरकारी प्रतिभूतियों की 'व्हेन इश्यूड' (जब जारी) ट्रेडिंग

5.57 एक नई प्रतिभूति घोषित किए जाने के समय और वास्तविक रूप से जारी होने में लगे समय के बीच की गयी सरकारी प्रतिभूतियों की ट्रेडिंग को आमतौर पर 'व्हेन इश्यूड' (डब्लू आई) (अथवा अमरीका में 'जब जैसे ही और यदि जारी') ट्रेडिंग कहते हैं। यह प्रतिभूतियों की फ्यूचर ट्रेडिंग के जैसा ही है जहां प्रतिभूतियों के जारी होने की तारीख से पहले ही दीर्घ और अल्प पोजीशन की अनुमति होती है। डब्लू आई की ट्रेडिंग यील्ड आधार पर की जाती है क्योंकि नीलामी के पश्चात ही कूपन निर्धारित किया जाता है। डब्लू आई मूल्य अभिज्ञान में और सरकारी बांड

⁶ अल्प बिक्री में किसी प्रतिभूति की कीमत में गिरावट के कारण मिला लाभ सम्मिलित है। यदि किसी प्रतिभूति की कीमत में गिरावट चालू है, कोई भी व्यक्ति बेचने के इरादे से इसे उधार प्राप्त कर सकता है यह मानकर कि आगे भी प्रतिभूति में गिरावट आएगी और तब कम कीमत पर इसे खरीद कर इसकी डिलीवरी करेगा। प्रतिभूति की बिक्री और क्रय कीमत के बीच का अंतर लाभ है। इसमें चार चरण होते हैं अर्थात् कोई निवेशक स्टॉक उधार ले, इसे बेचे और उसके बाद स्टॉक खरीद कर अपनी पोजीशन 'बंद करे' और फिर इसे उधार देने वाले को लौटाए। यदि कीमत गिरती है तो वह लाभ में होगा अन्यथा वह हानि में रहेगा।

बाजार में अर्थसुलभता को बढ़ाने में मददगार होता है। इसके अलावा यह हामीदारी के जोखिम में भारी भरकम कमी लाता है। अमरीकी ट्रेजरी द्वारा 1970 के दशक में ट्रेजरी नोटों और बांडों पर लगे डब्लू आई ट्रेडिंग प्रतिबंध को समाप्त कर दिया गया था। तथापि, जापान हाल के वर्षों तक डब्लू आई ट्रेडिंग को गैर-कानूनी मानता रहा। जापानीज सिक्यूरिटीज डीलर्स एसोसिएशन (जेएसडीए) द्वारा विनिर्दिष्ट दिशा निदेशों, जो जेजीबी की डब्लू आई ट्रेडिंग की सर्वथा उचित परिभाषा और कानूनी पक्ष से संबंधित है, के अनुसरण में जेजीबी की डब्लूआई ट्रेडिंग 2004 में जापान में साकार हुई। मलेशिया में किसी प्राइमरी निर्गम की घोषणा की तारीख निर्गमन / टेन्डरिंग (एफएएसटी) के लिए पूर्णतया ऑटोमेटेड प्रणाली पर की जाती है तथा डब्लू आई के लिए निर्गम खुल जाता है। डब्लूआई निर्गम का प्रसंस्करण फास्ट के द्वारा स्वयमेव हो जाता है। डब्लूआई ट्रेड के निपटान की तारीख निर्गम तारीख के बाद के दो कार्य दिवसों के बीच होती है।

जोखिम प्रबंधन

5.58 यद्यपि सरकारी बांड ऋण जोखिम से मुक्त होते हैं तथापि इनमें बाजार अथवा ब्याज दर जोखिम होता है। विदेशी मुद्रा बांडों के मामले में ऐसे बांड भी विनिमय दर जोखिम से घिरे रहते हैं। बाजार भागीदारों ने अपने बाजार जोखिमों की हेजिंग परंपरागत रूप से सरकारी बांड फ्यूचर्स की खरीददारी करके की है। फ्यूचर्स की ट्रेडिंग में भागीदार अपनी पोजीशन की हेजिंग कर सकते हैं क्योंकि वे भविष्य में तय होनेवाले ट्रेड के अनुसार कीमत का निर्धारण कर सकते हैं। फ्यूचर्स के प्रचलन के कारण कई देशों में भौतिक प्रतिभूतियों की ट्रेडिंग के टर्नओवर में वृद्धि हुई है।

5.59 ऑस्ट्रेलिया में सरकारी बांड फ्यूचर्स का विकास 1980 के दशक में प्रारंभ किए गए सुधारात्मक उपायों, जो बांड मार्केट से जुड़े थे, का एक हिस्सा था। ऑस्ट्रेलियन फ्यूचर्स मार्केट नियत ब्याज सरकारी बांडों, विशेषतया तीन वर्षीय और दस वर्षीय परिपक्वतावाले, में ट्रेडिंग के लिए सर्वाधिक सक्रिय फ्यूचर्स मार्केट के रूप में उभरा। जापानी सरकारी बांड (जेजीबी) फ्यूचर्स में ट्रेडिंग की शुरुआत 1985 में दस वर्षीय प्रतिभूति के साथ हुई, जो पूरे विश्व में सर्वाधिक ट्रेडेड फ्यूचर्स बनी। टोकियो स्टॉक एक्सचेंज ने 1990 में जेजीबी फ्यूचर्स के ऑपशन्स की ट्रेडिंग शुरू की। रिपब्लिक ऑफ कोरिया ने 1999 में सरकारी बांड फ्यूचर्स का चलन प्रारंभ किया। वर्तमान में कोरिया में दो प्रकार के बांड फ्यूचर्स हैं जो क्रमशः तीन वर्षीय और पांच वर्षीय परिपक्वतावाले हैं। ठीक इसी प्रकार मलेशिया भी तीन वर्षीय, पांच वर्षीय और दस वर्षीय एमजीएस के लिए फ्यूचर्स संविदा रखता है। पीपुल्स ऑफ चाइना में ट्रेजरी बांडों पर डेरिवेटिव्स प्रारंभ में 1993 में प्रचलन में लाये गये थे। तथापि, इनकी ट्रेडिंग 1995 में बंद कर दी गयी क्योंकि इसमें अत्यधिक सट्टेबाजी होती थी और इस प्रकार की ट्रेडिंग में होनेवाले जोखिमों पर काबू पाने की जानकारी उपलब्ध न थी। सितंबर 2005 में चायनीज सिक्यूरिटीज रेग्युलेटरी कमीशन (सीएसआरसी) ने घोषणा की

थी कि वह चायनीज प्रतिभूति बाजार में फ्यूचर्स और अन्य डेरिवेटिव उत्पाद लाने के लिए कार्य करेगा।

5.60 सरकारें दिन प्रतिदिन अपने ऋण पोर्टफोलियो के वित्तीय और परिचालनात्मक जोखिमों के प्रबंध की आवश्यकता के प्रति जागरूक हो रही हैं। ऋण पोर्टफोलियो में संभावित लागतों और जोखिमों के बीच संतुलन के लिए उपयोग में लाया जानेवाला फ्रेमवर्क विभिन्न देशों में भिन्न-भिन्न है। कई देशों में निर्धारक परिदृश्यों (डिटरमिनिस्टिक सीनरियो) पर आधारित साधारण मॉडल उपयोग में लाया जाता है जबकि बहुत कम देशों में (ब्राजील, डेनमार्क, कोलंबिया, न्यूजीलैंड और स्वीडन) स्टॉकस्टिक सिमुलेशन मॉडल उपयोग में लाया जाता है। दुनिया के कई देश दबाव परीक्षण (स्ट्रेस टेस्टिंग) का उपयोग भी ऋण पोर्टफोलियो में बाजार जोखिम और विभिन्न निर्गम नीतियों की मजबूती जानने के साधन के रूप में करते हैं। इनमें से कई देश संबंधित ऋण निर्गम संरचनाओं के लिए लागतों और जोखिमों के विश्लेषण हेतु नकदी प्रवाह मॉडलिंग को उपयोग में लाते हैं जिसके द्वारा मध्यम अवधि से दीर्घावधि तक में ऋण सर्विस लागत और उनकी वोलैटिलिटी का मूल्यांकन किया जाता है। इस तकनीक के पीछे आधार यह है कि ऋण की लागत जानने का सर्वोत्तम उपाय है सरकार के बजट पर पड़े उसके प्रभाव को जानना क्योंकि इस प्रभाव को मात्रात्मक रूप में दिखाने के लिए नकदी प्रवाह एकमात्र नैसर्गिक उपाय है। जोखिम का आकलन विशिष्ट प्रकार से वित्तीय तथा अन्य आघातों से उपजे लागत की संभाव्य वृद्धि के रूप में किया जाता है।

5.61 कुछ देशों ने सीमित रूप में आस्ति-देयता प्रबंधन (एएलएम) दृष्टिकोण अपनाया है, इसके लिए उन्होंने ऋण और आस्ति की उचित संरचना निर्धारित किए जाने के लिए सरकारी वित्तीय आस्तियों और ऋण के संयुक्त चारित्रिक जोखिमों का विश्लेषण किया है। कई देशों में लोक ऋण प्रबंध कार्यालयों के द्वारा परिचालनात्मक जोखिम के प्रबंधन का हल एक औपचारिक संस्थागत फ्रेमवर्क लागू करके प्राप्त किया जा रहा है। इंटरमीडियरी कार्यालयों के द्वारा जोखिम का विश्लेषण और डिजाइनिंग तथा जोखिम नियंत्रण प्रक्रियाओं का कार्यान्वयन किया जा रहा है। ये ऋण कार्यालय भी अपने ऋण की ट्रेडिंग करते हैं अथवा टैक्टिकल जोखिम पोजीशन धारण करते हैं।

सरकारी प्रतिभूतियों के लिए भुगतान और निपटान प्रणाली (पेमेंट एण्ड सेटलमेंट सिस्टम) में हुई प्रगति

5.62 बाजार जोखिम, चूक जोखिम और सिस्टेमिक जोखिम को कम करने के प्रयोजनार्थ सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेन के लिए एक कुशल भुगतान और निपटान प्रणाली हासिल करने के लिए सभी देश प्रयासरत हैं। निपटान प्रणाली पहले के भौतिक मोड से अब डीमैट मोड में प्रवृत्त हो चुकी है। इसके अंतर्गत प्रतिभूतियों की इलेक्ट्रॉनिक बुक प्रविष्टि दर्ज की जाती है। कई देश अब सरकारी प्रतिभूतियों के इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग को अपना रहे हैं। कई देशों ने सुपुर्दगी बनाम भुगतान मैकेनिज्म भी लागू

किया है। इसके अंतर्गत सुनिश्चित किया जाता है कि सुपुर्दगी तभी की जाती है जब भुगतान कर दिया जाता है और इसके विलोमतः स्थिति होती है। इस प्रणाली ने निर्दिष्ट - समय निवल निपटान प्रणाली को प्रतिस्थापित किया है जिसके द्वारा एकमात्र निवल भुगतान/प्राप्ति की राशि का निपटान आरटीजीएस सिस्टम के द्वारा एक निर्दिष्ट समय पर किया जाता था। इन उपायों के कारण निपटान जोखिम का लगभग सफाया हो गया है।

5.63 दुनिया के कई देशों में, जिन्होंने सरकारी प्रतिभूतियों के इलेक्ट्रॉनिक अंतरण को अपना रखा है, केंद्रीय बैंकों की भूमिका सरकारी प्रतिभूतियों के लिए समाशोधन और निपटान प्लेटफॉर्म उपलब्ध कराने में रही है। यह बात उन देशों के मामलों में भी सत्य है जिनमें केंद्रीय बैंक सरकार के लिए ऋण प्रबंधक के रूप में कार्य नहीं करता है। उदाहरणार्थ - रिजर्व बैंक ऑफ ऑस्ट्रेलिया ने 1980 के दशक से रिजर्व बैंक सूचना और अंतरण प्रणाली (आरआइटीएस) को अपना रखा है। आरआइटीएस में सुपुर्दगी बनाम भुगतान 1991 में लागू किया गया। बाजार के सभी परिचालक (ऑपरेटर्स) आरआइटीएस के सदस्य हैं और वे इस प्रणाली का उपयोग सरकारी बांडों के लेनदेन का निपटान करने के लिए करते हैं। आरआइटीएस का संबंध आरटीजीएस के साथ भी है। जापान ने अपनी भुगतान और निपटान प्रणाली बैंक ऑफ जापान नेट (बीओजे एनईटी) में 1994 में जे जीबी के लिए सुपुर्दगी बनाम भुगतान लागू किया। इसने बीओजेएनईटी जेजीबी सर्विस और बीओजे एनईटी निधि अंतरण प्रणाली को आपस में जोड़ा। जापान ने 2001 में आरटीजीएस को अपना लिया। यूनाइटेड किंगडम में प्रतिभूतियां डीमैट फॉर्म में रखी जाती हैं और इनका अंतरण सीआरईएसटी, जो यूनाइटेड किंगडम के गिल्ट और आयरिश प्रतिभूतियों के लिए केंद्रीय डिपॉजिटरी है, द्वारा परिचालित निपटान प्रणाली के माध्यम से सुपुर्दगी बनाम भुगतान आधार पर इलेक्ट्रॉनिक तरीके से किया जाता है। दि बैंक ऑफ थाईलैंड, जो थाई सरकार के बांडों के लिए रजिस्ट्रार और डिपॉजिटरी के रूप में कार्य करता है, ने सरकारी बांडों में आरटीजीएस और सुपुर्दगी बनाम भुगतान को सुविधाजनक बनाने के लिए 2001 में दि बैंक ऑफ थाईलैंड ऑटोमेटेड हाइ वैल्यू ट्रांसफर नेटवर्क (बीएचटीएनईटी), जो इलेक्ट्रॉनिक सेटलमेंट प्लेटफॉर्म है, को पुनर्गठित किया है। पीपुल्स रिपब्लिक ऑफ चायना में सरकारी प्रतिभूति ट्रेडिंग सिस्टम और पीपुल्स बैंक ऑफ चायना के उच्च मूल्य भुगतान सिस्टम को 2004 में आपस में जोड़ा गया जिससे आंतर बैंक बांड बाजार में सुपुर्दगी बनाम भुगतान का मार्ग प्रशस्त हुआ।

5.64 भुगतान और निपटान प्रणाली की समिति के संयुक्त कार्यदल (सीपीएसएस) और प्रतिभूति आयोगों के अंतरराष्ट्रीय संगठन की तकनीकी समिति (आइओएससीओ) ने 2001 में जारी अपनी रिपोर्ट में संस्तुति की है कि सभी देश आवर्ती निपटान (रॉलिंग सेटलमेंट) को अपनाएं जिसके अंतर्गत अंतिम भुगतान टी + 3 दिन⁷ में होना ही चाहिए, इससे

आगे नहीं। इस रिपोर्ट में सभी देशों से आग्रह किया गया है कि वे अंततः उसी दिन निपटान करने के लिए कटिबद्ध हों। विकसित देशों में यूनाइटेड स्टेट्स और यूनाइटेड किंगडम में आउटराइट बिक्री के लिए निपटान चक्र टी + 1 है और जापान में टी + 3 है।

5.65 निष्कर्ष के तौर पर सरकारी प्रतिभूति बाजारों के विभिन्न पक्षों के अंतरराष्ट्रीय अनुभव से पता चलता है कि संरचना, लिखतों, ट्रेडिंग और निपटान व्यवहार और जोखिम प्रबंध प्रणाली के संदर्भ में सभी देशों में कुछ न कुछ अंतर पाया गया है। इन सबके बावजूद कुछ सामान्य बातें भी पायी गयीं। पहली बात प्रतिलाभ वक्र (यील्ड कर्व) पर चहुंओर सरकारी प्रतिभूति बाजार की प्रगति के लिए कुछ अल्पावधिक लागत चुकानी पड़ती है क्योंकि सरकारें मध्यावधि से दीर्घावधि में विशुद्धतः पूंजी बाजार से हटकर विविध निवेशक आधार में प्रवेश करती हैं। दूसरी बात ऋण निर्गम के लिए आवश्यक है कि इसे मानक लिखतों का उपयोग करते हुए पूर्वानुमेय रूप में किया जाए ताकि निर्गमकर्ता का व्यवहार बाजार गतिविधियों को विच्छिन्न न कर सके। तीसरी बात सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने के लिए ठोस प्रतिबद्धता से चल निधि में वृद्धि होती है और सरकारी उधारों की लागत में कमी आती है।

5.66 कुछ चुनिंदा देशों के बीच पुनरीक्षा से सम्मिश्रित नतीजे प्राप्त हुए हैं। कई देशों में लोक ऋण के निर्गम और प्रबंधन का कार्य अब वहाँ के केंद्रीय बैंकों के हाथ में नहीं रहा। ऐसा उन देशों में अधिक है जिनमें विकसित ऋण बाजार हैं और सरकारी ऋण निर्गम का स्थान प्रमुख नहीं है। कई अन्य देशों में केंद्रीय बैंक अभी भी सरकार के लिए ऋण प्रबंधक के रूप में कार्य करते हैं। तथापि, लगभग सभी देशों में केंद्रीय बैंक द्वितीयक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों की ट्रेडिंग और उसके निपटान के लिए आधारभूत संरचना का विकास करने में प्रमुख भूमिका निभाते हैं। ये पीडी के विनियामक होते हैं, जो सरकारी प्रतिभूतियों के लिए बाजार मार्कर के रूप में कार्य करते हैं। इसके अतिरिक्त केंद्रीय बैंकों की भूमिका सरकारी प्रतिभूतियों के लिए भुगतान और निपटान प्रणाली का विकास करने में रही है जिसने सरकारी प्रतिभूतियों में कुशल और सुरक्षित ट्रेडिंग में महत्वपूर्ण योगदान किया है।

III. भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार - नीतिगत प्रगति

5.67 भारत में सुधारपूर्व काल में सरकारी प्रतिभूति बाजार की प्रगति आम तौर पर, जैसा कि अधिकतर विकासशील देशों में होता है, बाधित रही है जो केंद्रीय सरकार बजट घाटों के असीमित मौद्रीकरण, गिरफ्त निवेशकों (मुख्य रूप से बैंक और बीमा कंपनियां) और सरकारी प्रतिभूतियों पर कृत्रिम रूप से न्यून स्तरों पर प्रशासित कूपन दरों के कारण था। परिणामस्वरूप सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार लगभग अस्तित्व में ही नहीं था। इसका असर मूल्य अभिज्ञान प्रक्रिया, जो किसी भी बाजार के विकास के लिए अहम है, पर पड़ा। चूंकि सरकारी उधार की लागत

7 टी द्योतक है ट्रेड तारीख का और 3 दर्शाता है ट्रेड तारीख के बाद के 3 कारोबारी दिनों को।

न्यून रखने को सुनिश्चित करने के लिए ब्याज दरें न्यून रखी जाती थीं, कई वर्षों तक रिटर्न की वास्तविक दरें नकारात्मक रहीं। सरकारी प्रतिभूतियों पर न्यून प्रतिलाभ ने प्रणाली में मौजूदा ब्याज दर संरचना को प्रभावित किया है। सरकारी प्रतिभूतियों पर न्यून प्रतिलाभ की भरपाई करने के प्रयोजनार्थ बैंकों के द्वारा वाणिज्य क्षेत्रों से उच्च ब्याज दर पर वसूली की जाती थी।

5.68 निजी वाणिज्य क्षेत्रों से उच्च ब्याज दर पर वसूली के कारण न सिर्फ निवेश गतिविधियां और आर्थिक प्रगति प्रभावित हुई बल्कि इसके कारण बैंकिंग प्रणाली का वित्तीय स्वास्थ्य भी प्रभावित हुआ है। न्यून आर्थिक वृद्धि के परिणामस्वरूप सरकार को राजस्व, कर और करेतर दोनों ही, की न्यून प्राप्ति हो रही थी और इसके कारण अधिक मात्रा में उधार लेने की आवश्यकता पड़ी। इसकी पूर्ति आम तौर पर सरकार द्वारा रिजर्व बैंक को जारी किए गए तदर्थ राजकोषीय बिलों और एसएलआर में क्रमिक वृद्धि के माध्यम से की जाने लगी। इसके परिणामस्वरूप सरकारी प्रतिभूति बाजार निष्क्रिय बना रहा। स्वयमेव मौद्रीकरण की बाध्यताओं, जिसके फलस्वरूप मौद्रिक आधार में विस्तार हुआ, के वशीभूत होकर रिजर्व बैंक को मौद्रिक प्रबंधन के लिए बैंकों के आरक्षित नकदी अनुपात (सीआरआर) में क्रमिक रूप से वृद्धि करनी पड़ी। बृहद सरकारी उधारियों के चलते और वित्तीय

प्रणाली को पटरी पर लाने के लिए रिजर्व बैंक ने सरकार के साथ परामर्श करके सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधारों की शुरुआत की जो 1990 के दशक के प्रारंभ में वित्तीय क्षेत्र सुधारों का एक हिस्सा था। वित्तीय क्षेत्र के इन सुधारों का प्रमुख लक्ष्य था बाजार में दोषों को हटाना और बाजार को उन्नत बनाने लायक परिस्थितियां निर्मित करना।

5.69 बतौर मौद्रिक प्राधिकारी रिजर्व बैंक सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने में विशेष रुचि रखता है क्योंकि मौद्रिक नीति के संप्रेषण चैनल के रूप में इसकी भूमिका बहुत ही महत्वपूर्ण है। इसके अलावा बतौर लोक ऋण प्रबंधक रिजर्व बैंक के लिए आवश्यक है कि वह सुविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार अपने पास रखे क्योंकि ऐसा बाजार एक लोच लिए होता है जिसका उपयोग इष्टतम परिपक्वता के लिए और साथ ही सरकार को इष्टतम ब्याज लागत देने के लिए विभिन्न विकल्पों के चयन में किया जाता है। यह बाजार बृहदाकार अथवा भारी-भरकम सरकारी ऋण परिचालनों के बाजार प्रभाव को न्यून करने में मदद करता है और मौद्रिक नीति तथा प्रबंध नीति के बीच बेहतर सहयोग सुनिश्चित करता है। एक विस्तृत कानूनी ढांचा विद्यमान है जो सरकारी प्रतिभूति बाजार में रिजर्व बैंक की भूमिका को परिभाषित करता है (बॉक्स V.5)।

बॉक्स V.5

रिजर्व बैंक और सरकारी प्रतिभूति बाजार - कानूनी ढांचा

सरकारी प्रतिभूति बाजार में रिजर्व बैंक के कार्यकलापों पर भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 की धाराएं 20, 21 और 21ए लागू होती हैं। इन प्रावधानों के अंतर्गत रिजर्व बैंक को लोक ऋण का प्रबंधन करने और संघ सरकार तथा राज्य सरकारों के नये ऋण को जारी करने का कार्य सौंपा गया है। रिजर्व बैंक के द्वारा खुले बाजार के कार्यकलापों का संचालन करने के लिए कानूनी ढांचे का प्रावधान भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 की धारा 17 (8) के अंतर्गत किया गया है। इस धारा के अंतर्गत रिजर्व बैंक संघ सरकार अथवा किसी राज्य सरकार की प्रतिभूतियों, चाहे उसका परिपक्वता मूल्य जो भी हो, और रिजर्व बैंक के केंद्रीय बोर्ड की संस्तुति पर केंद्र सरकार द्वारा विनिर्दिष्ट किसी स्थानीय अथॉरिटी की प्रतिभूतियों को खरीद अथवा बेच सकता है। केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों का उपयोग रिजर्व बैंक अपने खुला बाजार के कार्यकलापों और चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के लिए करता है। 3 अप्रैल 2007 से राज्य विकास ऋणों को भी एलएएफ परिचालनों के प्रयोजनार्थ पात्र प्रतिभूतियों के रूप में अनुमति प्रदान कर दी गयी थी। भारतीय रिजर्व बैंक (संशोधन) अधिनियम, 2006 के नये अध्याय III-डी ने रिजर्व बैंक को ब्याज दर उत्पादों के संबंध में नीति निर्धारित करने और अन्य बातों के साथ-साथ प्रतिभूतियों का कारबार करने वाली एजेन्सियों को विनियमित करने के लिए शक्तियां प्रदान कीं।

रिजर्व बैंक को सरकारी प्रतिभूति बाजार के विनियमन की शक्तियाँ प्रतिभूति संविदा (विनियमन) अधिनियम (एससीआरए), 1956 की धारा 16 (मार्च 2000 में यथा संशोधित) से प्राप्त होती हैं, इसके अंतर्गत सरकार ने अपने द्वारा उपयोग की जानेवाली शक्तियों का प्रत्यायोजन रिजर्व बैंक को कर दिया है। इस प्रकार रिजर्व बैंक को अधिकार प्राप्त है कि वह सरकारी प्रतिभूतियों, मुद्रा बाजार प्रतिभूतियों, स्वर्ण से संबंधित प्रतिभूतियों और इन प्रतिभूतियों से व्युत्पन्न प्रतिभूतियों

(डेरिवेटिव्स) के कारबार और साथ ही ऋण प्रतिभूतियों में तैयार वायदा संविदा को विनियमित करे।

सरकारी प्रतिभूति अधिनियम जिसके द्वारा लोक ऋण अधिनियम, 1944 को विस्थापित किया गया है, अगस्त 2006 में पारित हुआ था। इस अधिनियम में रिजर्व बैंक द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों को जारी करने और उनका प्रबंधन करने से संबंधित कानून के समेकन और संशोधन का समावेश किया गया है। इस अधिनियम में नये ऋण जारी करने, ब्याज का छमाही भुगतान करने, रुपया ऋणों की चुकौती करने से संबंधित भूतपूर्व लोक ऋण अधिनियम के प्रावधानों और ऋण प्रमाण पत्र तथा ऋण धारिता के पंजीयन से संबंधित सभी विषयों को सम्मिलित किया गया है। इसके अलावा नये अधिनियम में यह लोच भी है कि सरकारी प्रतिभूतियों को डिपॉजिटरीज में रखा जा सके और इस दौरान सरकारी प्रतिभूतियों को विशेष रूप से डिपॉजिटरी अधिनियम, 1996 के दायरे से भी बाहर रखा जा सके। यह अधिनियम लियन मार्किंग और प्रतिभूतियों को गिरवी रखने के योग्य बनाता है, इलेक्ट्रॉनिक फॉर्म में अभिलेख के रखरखाव को स्वीकार करता है, बांड लेजर खाते के जरिए अमूर्तीकरण सुविधा में विस्तार करता है और नामांकन तथा कानूनी प्रतिनिधित्व के संबंधित मानदंडों में ढील उपलब्ध कराता है। यह अधिनियम अंतरण लिखत को डिजाइन करने और उसे लागू करने, जो कम्प्यूटर परिवेश के योग्य होता हो, की मूल शक्तियां रिजर्व बैंक को उपलब्ध कराता है। यह अधिनियम रिजर्व बैंक को प्रतिभूतियों की नकल जारी करने, परिवर्तन के कारण नई प्रतिभूतियां जारी करने, इसी प्रकार की अन्य सरकारी प्रतिभूतियों के साथ समेकित करने, प्रतिभूतियों का उपविभाजन और नवीयन करने, प्रतिभूतियों को स्ट्रिप (ब्याज और मूल के लिए अलग) अथवा पुनर्गठित करने की अनुमति प्रदान करता है। तथापि, यह अधिनियम अभी लागू नहीं है क्योंकि इसके अंतर्गत बनाई गयी नियमावली की अधिसूचना अभी जारी नहीं हुई है।

5.70 सरकारी प्रतिभूति बाजार के महत्व को समझते हुए भारतीय रिजर्व बैंक ने सरकार के साथ परामर्श करके इस बाजार को विकसित करने के लिए बड़े पैमाने पर सुधार लागू किए। इन सुधारों के प्रमुख उद्देश्य थे - (i) रिजर्व बैंक को परिचालनात्मक स्वतंत्रता देना; (ii) संरचनागत आधारभूत संरचना को मजबूत बनाना; (iii) चलनिधि छोड़ना और बाजार की गहनता में वृद्धि करना; (iv) बाजार माइक्रो संरचना को उन्नत करना; (v) एक सक्षम विधिक और विनियामक ढांचा विनिर्मित करना और (vi) पारदर्शिता बढ़ाना (रेड्डी 2000)। इन उद्देश्यों को ध्यान में रखकर, सरकारी प्रतिभूति बाजार के प्राथमिक और द्वितीयक सेगमेंट को मजबूती प्रदान करने के लिए सुधार लाये गये। विशेष रूप से प्रशासित ब्याज दर व्यवस्था से बाजार से जुड़ी ब्याज दर व्यवस्था में प्रवास करने के आलोक में, प्राथमिक सेगमेंट में इस प्रकार के उपाय किए गए जिससे कम लागत पर बाजार से संसाधन जुटाना संभव हो सका। द्वितीयक सेगमेंट में ऐसे उपाय किए गए जिससे बाजार में चलनिधि की उपलब्धता बढ़ाई जा सके। कुछ ऐसे उपाय किए गए जिससे ट्रेडिंग प्रणाली, समाशोधन और निपटान आधारभूत संरचना तथा जोखिम प्रबंधन ढांचे को मजबूत बनाया जा सके।

प्राथमिक बाजार

5.71 प्राथमिक बाजार में मूल्य अभिज्ञान प्रक्रिया (प्राइस डिसकवरी मैकेनिज्म) को नीलामी प्रणाली लागू करते हुए सक्रिय बनाया गया। निवेशक आधार में विस्तार करने और सरकारी प्रतिभूतियों में स्वैच्छिक अभिदान को बढ़ावा देने की दिशा में भी प्रयास किए गए हैं। एक सघन मेन्यू उपलब्ध कराने के लिए समय-समय पर नयी लिखतें प्रवृत्त की गईं जो निवेशक की आवश्यकताओं को पूरा करती हैं।

निर्गमन प्रक्रिया

5.72 सुधारों के आरंभिक चरण में प्रशासित ब्याज दर व्यवस्था से निकल कर बाजारोन्मुखी मूल्य अभिज्ञान प्रक्रिया में जाने पर सर्वाधिक ध्यान दिया गया। तदनुसार केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के लिए 1992 में एक नीलामी की प्रणाली लागू की गई। इस प्रणाली में राशि तो अधिसूचित होती है परंतु कूपन दर का निर्धारण नीलामी के द्वारा किया जाता है। टैप निर्गम, जिसके लिए कूपन दर पूर्व निर्धारित होती है परंतु राशि अधिसूचित नहीं होती, भी 2000 तक समय-समय पर संचालित किया गया।

5.73 नीलामी प्रणाली के आविर्भाव के समय से ही बहु मूल्य नीलामी प्रणाली का उपयोग दिनांकित प्रतिभूतियों के लिए किया जाता रहा है। एक समान मूल्य नीलामी फॉर्मेट, नवंबर 1998 से 91 दिवसीय राजकोष बिलों के निर्गमन के लिए उपयोग में लाया जाता है, का उपयोग 2001 से चयनित आधार पर केंद्र सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों की नीलामी के लिए किया जा रहा है। यद्यपि मूल्यांकन के दोनों ही तरीके उपयोग में लाये जा रहे हैं, दिनांकित प्रतिभूतियों के निर्गमन के लिए जो बिक्री तकनीक सर्वाधिक

उपयोग में लायी जा रही है वह है बहुमूल्य नीलामी। एक समान मूल्यांकन तकनीक का उपयोग तब किया जाता है जब बाजार में अनिश्चितता व्याप्त हो। नई लिखतें जैसे कि अस्थायी दर वाले बांड और निहित आप्शन्स और साथ ही लंबी अवधि के बांडों को जारी करने के लिए यह तकनीक उपयोग में लायी जाती है क्योंकि ऐसे मामलों में कोई संदर्भ दर बाजार में उपलब्ध नहीं होती।

5.74 1992-93 और 1998-99 के बीच सरकारी प्रतिभूति की नीलामी एकमात्र प्रतिलाभ (कूपन) के आधार पर संचालित की गई थी। किसी एक निर्गम में पर्याप्त मात्रा और चलनिधि को सुनिश्चित करने के लिए अदत्त ऋणों के समेकन के प्रयोजनार्थ मई 1999 में मूल्य आधारित नीलामियां आरंभ की गईं। इनके द्वारा पूर्व निर्धारित कूपनों वाली विद्यमान प्रतिभूतियों के पुनर्निर्गमन के माध्यम से नये ऋण प्राप्त किये जाते हैं। यह बाजार में पहले से ही विद्यमान किसी प्रतिभूति के मूल्य का अभिज्ञान करने में सहायक है। अतः प्रतिलाभ आधारित नीलामियां नये निर्गमनों में और मूल्य आधारित नीलामियां विद्यमान प्रतिभूतियों के पुनर्निर्गमन के लिए उपयोग में लायी जाती हैं।

5.75 उपर्युक्त बोली में पर्याप्त दक्षता न रखने वाले खुदरा निवेशकों को बढ़ावा देने के प्रयोजनार्थ नीलामी के माध्यम से आबंटन के अलावा जनवरी 2002 में गैर प्रतियोगी बोली की एक प्रणाली आरंभ की गई थी। रिजर्व बैंक ने भी 1 अप्रैल 2006 तक सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामियों में गैर प्रतियोगी आधार पर भागीदारी की ताकि निर्गमों के सौ फीसदी अभिदान प्राप्त न हो पाने की दशा में इसके कुछ अंश को वह स्वयं रखे।

5.76 केंद्र सरकार की बाजार उधारियों से उलट राज्य सरकार की बाजार उधारियों के एक बड़े हिस्से का संचालन 2005-06 तक टैप निर्गम आधार पर किया गया। परंपरागत ट्रान्स विधि (इसके अंतर्गत प्रत्येक राज्य के लिए सरकारी प्रतिभूतियों का निर्गम पूर्व निर्धारित कूपन और अधिसूचित राशियों के साथ की जाती है) का उपयोग 1991-92 और 1997-98 के बीच किया गया। 1998-99 के आरंभ में नीलामी विधि और टैप विधि को सम्मिश्र उपयोग में लाया गया। राज्य सरकारें आबंटित बाजार उधारियों के 5 से 35 प्रतिशत (बाद में बढ़ाकर 50 प्रतिशत किया गया) तक के लिए नीलामी विधि का चयन कर सकती थीं। राज्य सरकारों के किसी भी निर्गम के अभिदान में कमी के जोखिम को दूर रखने के लिए 2001-02 के दौरान छाता टैप ट्रान्स विधि लागू की गयी। इस विधि के अंतर्गत राज्य सरकारों की सहमति प्राप्त होने के बाद रिजर्व बैंक उन राज्य सरकारों के नाम घोषित करता है जो टैप में भागीदारी करेंगे और साथ ही, उधार ली जानेवाली सकल लक्ष्य राशि और कूपन दर की घोषणा करता है जो सभी राज्य सरकारों के लिए एकसमान और स्थिर होती है। व्यक्तिगत राज्यों के संबंध में लक्ष्य राशि अलग से घोषित नहीं की जाती। दिसंबर 2002 तक आम तौर पर टैप को तब तक खुला रखा गया था जब तक प्रत्येक राज्य के लिए लक्ष्य राशि प्राप्त नहीं कर ली गयी। इसके परिणामस्वरूप कुछ राज्यों

के संबंध में दो दिन से अधिक के लिए टैप खुला ही था। इस प्रक्रिया के कारण राज्यों को प्रतिष्ठा जोखिम से होकर गुजरना पड़ रहा था, जो टैप को बंद करने में लिए गए दिनों की संख्या के कारण कम या ज्यादा हो सकता था, अतः जनवरी 2003 में निर्णय किया गया कि भले ही लक्ष्य राशि जुटाई न जा सके दूसरे दिन की समाप्ति पर टैप बंद कर दिया जाना चाहिए। जिन राज्यों के निर्गमों का अभिदान सौ फीसदी नहीं हुआ था उनके नाम और अभिदान में कमी की राशि का खुलासा नहीं किया जाता।

निवेशक आधार

5.77 विभिन्न धारणाओं और चलनिधि आवश्यकताओं वाले बृहद और विविध निवेशक आधार की उपस्थिति सरकार के लिए उधार की लागत को कम करती है, एक दिशा संचलनों से बचते हुए बाजार अस्थिरता को दबाती है और बाजार में प्रतियोगिता को बढ़ावा देती है। सुधार लागू किये जाने से पूर्व सरकारी प्रतिभूतियों के लिए निवेशक आधार में मात्र

संस्थाएं सम्मिलित होती थीं जैसे बैंक, वित्तीय संस्थाएं, भविष्य निधि, बीमा कंपनियां और पेंशन फंड जिन्हें इन प्रतिभूतियों में निवेश करने के लिए सांविधिक अधिदेश प्राप्त हैं। सरकार की बढ़ती हुई वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए कई वर्षों तक बैंकों के लिए एसएलआर बढ़ाया जाता रहा और बढ़ते-बढ़ते फरवरी 1992 में यह एनडीटीएल के 38.5 प्रतिशत के सर्वोच्च शिखर पर पहुँच गई। 1990 के दशक के प्रारंभ में सुधारों के लागू होने के साथ और बाजार नीति के प्रत्यक्ष लिखतों से हटकर बाजार आधारित अप्रत्यक्ष लिखतों का विशिष्ट मार्ग अपनाने पर बैंकों के लिए एसएलआर को क्रमिक रूप से कम करते-करते अक्टूबर 1997 तक इसे 25 प्रतिशत पर लाया गया। तथापि, बैंक विनिर्दिष्ट आवश्यकता से अधिक होने पर, अपनी स्वेच्छा से सरकारी प्रतिभूतियों और अन्य अनुमोदित प्रतिभूतियों, में निवेश रखना जारी रख सकते थे। को-ऑपरेटिव बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों, म्युच्युअल फंड, विशेष रूप से गिल्ट फंड और गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के प्रवेश के साथ कुछ समय बाद निवेशक आधार में विस्तार हुआ (बॉक्स V.6)।

बॉक्स V.6

सरकारी प्रतिभूतियों के लिए अधिदेशीय निवेश

बैंक सरकारी प्रतिभूतियों में सबसे बड़े निवेशक हैं। बैंककारी विनियमन अधिनियम, 1949 के एस एल आर उपबंधों के अनुसार बैंकों से अपेक्षा है कि वे अपनी निवल मांग और मीयादी देयताओं का न्यूनतम 25 प्रतिशत चल आस्तियों जैसे नकदी, स्वर्ण और अप्रभारित सरकारी प्रतिभूतियों अथवा अन्य अनुमोदित प्रतिभूतियों में सांविधिक चलनिधि अनुपात (एस.एल.आर.) के रूप में रखें। अनुसूचित शहरी सहकारी बैंकों के लिए एस एल आर की न्यूनतम अपेक्षा 1 अप्रैल 2003 से अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के समान है। लेकिन अनुसूचित शहरी सहकारी बैंकों के लिए, 25 करोड़ रुपए से अधिक की निवल मांग और मीयादी देयताओंवाले बैंकों के लिए न्यूनतम एस एल आर अपेक्षा 15 प्रतिशत तथा शेष गैर-अनुसूचित शहरी सहकारी बैंकों के लिए 10 प्रतिशत है। क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों के लिए न्यूनतम एस एल आर अपेक्षा अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के समान है। 1 अप्रैल 2003 से एस एल आर के अन्तर्गत व्याप्ति भी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के समान कर दी गई है। प्रवर्तक बैंकों के पास रखी गई सभी जमाओं को, जिसे पहले एस एल आर का हिस्सा समझा जाता था, परिपक्वता पर अनुमोदित प्रतिभूतियों में परिवर्तित किया जाएगा ताकि एस एल आर प्रयोजन के लिए उनकी परिगणना की जा सके। हाल में, बैंककारी विनियमन संशोधन अधिनियम, 2007 में अनुसूचित बैंकों के लिए एस एल आर हेतु 25 प्रतिशत की न्यूनतम सीमा को समाप्त कर दिया गया है।

सरकारी प्रतिभूति बाजार में दूसरे सबसे बड़े निवेशकों की श्रेणी में बीमा कंपनियां आती हैं। भारतीय बीमा विनियमन और विकास प्राधिकरण (आइआरडीए) की अपेक्षाओं के अनुसार जीवन बीमा का कारोबार करनेवाली सभी कंपनियों को चाहिए कि वे अपने नियंत्रण वाली निधियों के न्यूनतम 25 प्रतिशत का निवेश सरकारी प्रतिभूतियों में करें। इसी प्रकार साधारण बीमा कारोबार करनेवाली कंपनियों से अपेक्षित है कि वे अपनी कुल आस्तियों के 30 प्रतिशत का निवेश सरकारी प्रतिभूतियों और अन्य गारंटीकृत प्रतिभूतियों में करें, जिसमें से न्यूनतम 20 प्रतिशत निवेश केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों

में होना चाहिए। पेन्शन और साधारण वार्षिकी कारोबार के लिए आइआरडीए की अपेक्षानुसार उनकी 20 प्रतिशत आस्तियों का निवेश सरकारी प्रतिभूतियों में किया जाना चाहिए।

24 जनवरी 2005 से केंद्र सरकार द्वारा अपेक्षा कि गयी है कि गैर-सरकारी भविष्य निधि, अधिवर्षिता निधि और ग्रेच्युटी फंड अपनी वृद्धिशील अनुवृद्धि (इन्क्रीमेंटल एक्रिशन्स) के 40 प्रतिशत का निवेश केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों और / अथवा भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी) द्वारा विनियमित गिल्ट फंड की यूनितों और किन्हीं अन्य परक्राम्य प्रतिभूतियों, जो केंद्र/राज्य सरकारों द्वारा पूर्णतया और बिना शर्त गारंटीयुक्त हों, में करें। तथापि किसी ट्रस्ट का कोई एक्सपोजर किसी एक समय में किसी एकल गिल्ट फंड में उसके कुल पोर्टफोलियो के 5 प्रतिशत से अधिक नहीं होना चाहिए।

जनता से जमाराशियां स्वीकार करने वाली गैर बैंकिंग कंपनियों (एनबीएफसी) से अपेक्षित है कि वे ऐसी अदत्त जमाराशियों के 15 प्रतिशत को चल आस्तियों में रखें जिसके न्यूनतम 10 प्रतिशत का निवेश अनुमोदित प्रतिभूतियों, सरकारी प्रतिभूतियों और सरकार द्वारा गारंटीकृत बांडों सहित, में किया जाना चाहिए। सरकारी प्रतिभूतियों में किये गये निवेश डीमैटोरिअलाइज्ड फॉर्म में होने चाहिए जिन्हें अनुसूचित वाणिज्य बैंक / भारतीय स्टॉक धारिता निगम (एसएचसीआइएल) के ग्राहकों के सहायक सामान्य खाता बही (सीएसजीएल) खाते में रखा जा सकता है। इनकी जमाराशियों की सुरक्षा और चलनिधि में वृद्धि के प्रयोजनार्थ अवशिष्ट गैर बैंकिंग कंपनियों (आरएनबीसी) से अपेक्षित है कि वे 31 दिसंबर 2005 को जमाकर्ताओं के प्रति अपनी सकल देयता (एएलडी), जो बकाया के रूप में है, के न्यूनतम 95 प्रतिशत और इस स्तर से ऊपर की संपूर्ण वृद्धिशील जमाराशियों का निवेश यथानिर्देशित निवेशों अर्थात् सरकारी प्रतिभूतियों, रेटेड और सूचीबद्ध प्रतिभूतियों और ऋणोन्मुखी म्युच्युअल फंडों में करेंगी। 1 अप्रैल 2007 से संपूर्ण एएलडी का निवेश मात्र यथानिर्देशित निवेशों में ही किया जाएगा।

5.78 अन्य श्रेणियों के निवेशकों के बीच सरकारी प्रतिभूतियां स्वैच्छिक रूप से धारित करने को बढ़ावा देने के लिए उपाय किये गये हैं। इस प्रयोजनार्थ विशेषज्ञताप्राप्त संस्थानों को विकसित किया गया। भारतीय मिति काटा और वित्त गृह लि. (डीएफएचआइ) की स्थापना मुख्यतया मुद्रा बाजार विकसित करने के उद्देश्य से अप्रैल 1988 में की गई और इसे भी सरकारी प्रतिभूति बाजार में भागीदारी करने की अनुमति दी गई थी। सरकारी प्रतिभूतियों और सरकारी क्षेत्र के बांडों में एक सक्रिय द्वितीयक बाजार के लिए कुशल आधारभूत संरचना विकसित करने के प्रयोजनार्थ भारतीय प्रतिभूति व्यापार निगम (एसटीसीआइ) ने जून 1994 में कार्य करना प्रारंभ किया। प्राथमिक व्यापारी प्रणाली (पीडी सिस्टम) के लागू होने के साथ ही डीएफएचआइ और एसपीसीआइ दोनों ही बाद में पीडी के रूप में रूपांतरित हो गये।

प्राथमिक व्यापारी प्रणाली

5.79 पीडी के रूप में बाजार मध्यस्थों की एक प्रणाली 1996 में परिचालन में आयी। इसका प्रयोजन था सरकार के लिए बाजार उधारी कार्यक्रम का समर्थन करना, प्रतिभूति बाजार और आधारभूत संरचना को मजबूत बनाना और सरकारी प्रतिभूतियों में द्वितीयक बाजार चलनिधि को उन्नत बनाना। पीडी से यह भी उम्मीद की जाती है कि वे निवेशकों के बीच सरकारी प्रतिभूतियों को स्वैच्छिक रूप से धारित किये जाने को प्रोत्साहन दें। प्राथमिक व्यापारी प्रणाली अथवा पीडी सिस्टम का प्रादुर्भाव मुख्यतया उन संस्थाओं के लिए हुआ था जिनका मूलहित प्रतिभूतियों को धारण करना नहीं है अपितु इस इरादे के साथ प्राथमिक नीलामियों में भागीदारी करना था कि द्वितीयक बाजार में उनकी पहुंच बन सके। पीडी के ऊपर यह जिम्मेदारी भी है कि वे प्राथमिक नीलामियों की सफलता सुनिश्चित करें। प्रभावी रूप से इन जिम्मेदारियों को पूरा करने के लिए पीडी को रिजर्व बैंक में चालू खाता रखने और सहायक सामान्य खाता बही रखने की विशेष सुविधा दी गई है। उनकी पहुंच रिजर्व बैंक की चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के लिए भी है।

5.80 प्राथमिक नीलामियों में अप्रैल 2006 से पूर्व पीडी की सफलता हामीदारी की योजना और बोली प्रतिबद्धताओं की प्रणाली तथा नीलामियों में सफलता अनुपात के द्वारा सुनिश्चित की जाती थी। हामीदारी प्रतिबद्धताएं प्राथमिक निर्गम के लिए वास्तविक नीलामी से पूर्व, जब पीडी विभिन्न कमीशन दरों पर विभिन्न राशियों के लिए हामीदारी हेतु बोली लगाते थे, अलग से निर्णीत की जाती थीं। रिजर्व बैंक ने हामीदारी प्रतिबद्धता के वास्तविक आबंटन का निर्णय विभिन्न तत्वों यथा अपेक्षित विकास और मांगे गये कमीशन की संभावनाओं को ध्यान में रखते हुए किया था। शायद ही कभी संपूर्ण अधिसूचित राशि का आबंटन हामीदारी नीलामियों में किया जाता था। चूंकि हामीदारी एक सर्वथा ओढ़ी गयी स्वैच्छिक जिम्मेदारी थी अतः प्राथमिक नीलामियों की सफलता बोली लगाने की आवश्यकताओं के द्वारा प्राप्त की जानी होती थी, जो प्रत्येक पीडी के लिए मुख्यतः उसके पूंजी आकार पर निर्भर रहकर वित्त वर्ष के प्रारंभ में तय कर दी जाती थी। रक्षात्मक बोली लगाने की नाकामी सुनिश्चित करने के लिए बोली लगाने की प्रतिबद्धताओं के 40 प्रतिशत के

सफलता अनुपात की शर्त को अधिदेशीय किया गया। बोली लगाने की प्रतिबद्धताओं और सफलता अनुपातों के संबंध में पीडी के निष्पादन पर वर्षों तक क्रमिक रूप से निगरानी रखी गयी।

5.81 पीडी प्रणाली में आमूलचूल परिवर्तन किए गए ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि वित्तीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंधन (एफआरबीएम) अधिनियम, 2003 के प्रावधानों (इसके द्वारा 1 अप्रैल 2006 से रिजर्व बैंक को प्राथमिक बाजार में भागीदारी करने से मना किया गया है) के मद्देनजर प्राथमिक व्यापारियों की भागीदारी को और अधिक चुस्त-फुर्त तथा सक्रिय किया जा सके। केंद्र सरकार प्रतिभूति बाजार पर तकनीकी समूह की संस्तुतियों के अनुसरण में रिजर्व बैंक ने बैंकों को अनुमति प्रदान की है कि वे कतिपय शर्तों के अधीन पीडी कारोबार का संचालन कर सकते हैं और बैंकों को यह भी अनुमति दी गई कि वे अपनी पीडी सब्सिडिअरी का विलयन विभागीय रूप में कर सकें। रिजर्व बैंक ने पीडी के लिए संशोधित दिशा-निदेश यह सुनिश्चित करने के लिए भी जारी किए थे कि नीलामियों में अभिदान की न्यूनता न हो पाए। 100 प्रतिशत हामीदारी सुनिश्चित करने और पीडी से संशोधित प्रतियोगी बोली पाने के लिए हामीदारी नीलामियों में एक नयी प्रोत्साहन संरचना लागू की गयी। रिजर्व बैंक ने स्टैंड अलोन पीडी के लिए प्राथमिक नीलामी में उनके निष्पादन और द्वितीयक बाजार में उनके टर्नओवर (बॉक्स V.7) के आधार पर चलनिधि समर्थन सुविधा को भी संशोधित किया। स्टैंड अलोन पीडी को उनकी सरकारी प्रतिभूतियों का कोर कारोबार करने के अतिरिक्त अपनी गतिविधियों का विशाखन सीमाओं के भीतर रहते हुए करने की अनुमति भी प्रदान की गयी ताकि वे कुशलतापूर्वक जोखिम प्रबंधन कर पायें। वर्तमान में 17 पीडी हैं, इनमें से 11 स्टैंड अलोन पीडी है और छह: बैंक-पीडी है।

5.82 सरकारी प्रतिभूति बाजार में पीडी की उपस्थिति के कारण प्राथमिक और द्वितीयक दोनों ही बाजारों में चुस्ती और फुर्ती का माहौल बना है। पीडी सक्रियतापूर्वक सरकारी प्रतिभूति की नीलामियों में भागीदारी करते रहे हैं। निरंतर दुतरफा भाव उपलब्ध कराकर पीडी द्वितीयक बाजार में बाजार निर्माता की भूमिका अदा करते हैं। बदले में द्वितीयक बाजार में उपलब्ध चलनिधि का सहयोग प्राथमिक बाजार परिचालनों की सफलता को प्राप्त होता है। पीडी प्रणाली रिजर्व बैंक के खुला बाजार कार्यकलापों को भी सुगम बनाता है और साथ ही रिजर्व बैंक से बाजार निर्मित करने की जिम्मेदारी अपने ऊपर लेता है।

5.83 बाजार को और व्यापक बनाने तथा द्वितीयक बाजार गतिविधियों को गति देने के लिए दिसंबर 1996 में एक सैटेलाइट व्यापारी (एसडी) प्रणाली का प्रारंभ ट्रेडिंग और वितरण में डीलर प्रणाली के द्वितीय टियर के रूप में किया गया। चूंकि एसडी के पास उत्तम वितरण चैनल होते हैं अतः उनसे यह अपेक्षा की जाती है कि वे अपने खुदरा आउटलेट के जरिए द्वितीयक बाजार ट्रेडिंग को और व्यापक बनाएं तथा निवेशक आधार को विस्तारित करेंगे। तथापि 31 मई 2002 से एसडी प्रणाली समाप्त कर दी गयी क्योंकि इससे वांछित परिणाम प्राप्त नहीं हुए।

बॉक्स V.7

प्राथमिक व्यापारियों के लिए संशोधित दिशा-निर्देश

राजकोषीय जवाबदेही तथा बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम, 2003 के प्रावधानों के अनुसरण में रिजर्व बैंक ने 1 अप्रैल 2006 से सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गम में भागीदारी करना बंद कर दिया है। दिसंबर 2004 में केंद्र सरकार प्रतिभूति बाजार पर गठित एक आंतरिक तकनीकी समूह, जिसका गठन रिजर्व बैंक के द्वारा प्राथमिक बाजार में भागीदारी न करने के कारण इसके ऋण प्रबंधन कार्य पर पड़े प्रभावों की जांच करने तथा नई आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए किया गया था, ने जुलाई 2005 में अपनी रिपोर्ट प्रस्तुत की। समूह की संस्तुतियों की तर्ज पर और बाजार भागीदारों के साथ चर्चा करने के बाद पीडी के लिए हामीदारी प्रतिबद्धता की एक संशोधित योजना अप्रैल 2006 में तैयार की गयी। इस योजना ने पीडी द्वारा पहले की बोली प्रतिबद्धता और स्वैच्छिक हामीदारी को प्रतिस्थापित कर दिया।

संशोधित योजना के अनुसार हामीदारी प्रतिबद्धता को दो भागों अर्थात् (i) न्यूनतम हामीदारी प्रतिबद्धता (एमयूसी) और (ii) अतिरिक्त प्रतियोगी हामीदारी (एसीयू) में बांटा गया है। प्रत्येक पीडी के एमयूसी की गणना यह सुनिश्चित करने के लिए की जाती है कि प्रत्येक निर्गम का न्यूनतम 50 प्रतिशत अधिदेशानुसार पीडी के एमयूसी की सकल राशि द्वारा कवर किया गया है। सभी पीडी के लिए एमयूसी एक समान है भले ही पीडी की पूंजी अथवा उनके तुलनपत्र का आकार कितना भी बड़ा क्यों न हो। वर्तमान में 17 पीडी हैं तथा प्रत्येक पीडी से अपेक्षित है कि वह प्रत्येक नीलामी की अधिसूचित राशि के लगभग 3 प्रतिशत की राशि की हामीदारी एमयूसी के रूप में दे। अधिसूचित राशि का शेष भाग हामीदारी नीलामियों के माध्यम से प्रतियोगी हामीदारी के लिए रहता है। प्रत्येक पीडी के लिए आवश्यक है कि वह न्यूनतम 3.0 प्रतिशत परंतु 30 प्रतिशत से अधिक नहीं के लिए एसीयू में बोली लगाए। एसीयू में सफल रहे सभी बोलीकर्ताओं को नीलामी नियमों के अंतर्गत कमीशन प्राप्त होता है।

पीडी के लिए हामीदारी में परिवर्तन किए जाने के अलावा पीडी कारोबार की अनुमत संरचना को बढ़ाकर उसमें कतिपय न्यूनतम पात्रता मानदंडों की शर्त पर बैंकों को भी सम्मिलित कर लिया गया। ऐसे बैंक जिनके पास आंशिक अथवा पूर्ण स्वामित्व वाली सब्सिडिअरी नहीं है, पीडी लाइसेंस के लिए आवेदन करने के लिए पात्र हैं बशर्ते वे निम्नांकित मानदंड पूरे करते हों: (क) न्यूनतम 1,000 करोड़ रुपये निवल स्वाधिकृत निधियां (एनओएफ); (ख) न्यूनतम 9 प्रतिशत सीआरएआर; और (ग) 3 प्रतिशत से कम निवल एनपीए रखते हों तथा पिछले तीन वर्षों के दौरान लाभ की स्थिति में रहते आए हों। भारत स्थित

भारतीय बैंक और विदेशी बैंक जो अपनी आंशिक / पूर्ण स्वामित्व वाली सहायक कंपनियों के माध्यम से तथा अपनी समूह कंपनियों के माध्यम से पीडी कारोबार करते हैं, को उपर्युक्त मानदंड पूरा करने की शर्त पर यह अनुमति दी गई है कि वे क्रमशः अपनी सहायक कंपनियों / समूह कंपनियों के पीडी कारोबार के विलयन द्वारा / को अपने हाथ में लेकर पीडी कारोबार विभागीकृत रूप में करें। बैंक पीडी को वे सभी शर्तें पूरी करनी होंगी जो स्टैंड अलोन पीडी पर लागू हैं तथा जो समय-समय पर विनिर्दिष्ट की जाएं। बैंक पीडी के लिए आवश्यक है कि वे पीडी कारोबार (सामान्य बैंकिंग कारोबार से अलग) के संबंध में किए गए लेनदेनों हेतु अलग से लेखा बही रखें और आवश्यक ऑडिट ट्रेल करवाएं। उनके लिए यह भी आवश्यक है कि वे प्रत्येक समय पीडी कारोबार के लिए रखी गयी सरकारी प्रतिभूतियों का सौ करोड़ रुपया न्यूनतम शेष के रूप में रखना सुनिश्चित करें। बैंक पीडी से यह भी अपेक्षित है कि वे निम्नांकित विवेकपूर्ण मानदंडों का अनुपालन करेंगे:

- पीडी कारोबार के लिए अलग से कोई पूंजी पर्याप्तता नहीं रखी जाती और किसी बैंक के लिए जो पूंजी पर्याप्तता लागू होती है वही इसके पीडी कारोबार पर भी लागू होगी।
- पीडी कारोबार के अंतर्गत दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों और राजकोष बिलों की गणना एसएलआर के प्रयोजनार्थ की जाती है।
- 'ट्रेडिंग के लिए धारित' पोर्टफोलियो के संदर्भ में जो निवेश मूल्यांकन दिशानिर्देश बैंकों पर लागू होते हैं वही दिशानिर्देश पीडी कारोबार के लिए रखे गए दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों के पोर्टफोलियो पर भी लागू होते हैं।
- रिजर्व बैंक से पीडी के लिए जारी किए गए दिशा निर्देश बैंक - पीडी पर भी उस सीमा तक लागू होंगे जिस सीमा तक उन्हें लागू होना चाहिए।

हामीदारी प्रतिबद्धता की संशोधित योजना और बोली लगाने की प्रतिबद्धता समाप्त कर दिए जाने के परिणामस्वरूप रिजर्व बैंक की चलनिधि समर्थन योजना के अंतर्गत पीडी के लिए सीमा की गणना करने की विधि में भी संशोधन किया गया। कुल चलनिधि समर्थन की 50 प्रतिशत राशि का विभाजन सभी स्टैंड अलोन पीडी के बीच किया गया है। शेष रही आधी राशि का विभाजन पीडी के बीच प्राथमिक और द्वितीयक बाजार में उनके निष्पादन के आधार पर और राजकोष बिलों तथा दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों में उनके टर्नओवर को देखते हुए किया जाता है। पिछले छह माह में पीडी के निष्पादन के आधार पर प्रत्येक छमाही में (अप्रैल-सितंबर और अक्टूबर-मार्च) चलनिधि समर्थन की पीडी-वार मात्रा का संशोधन किया जाता है।

गिल्ट फंड

5.84 सरकारी प्रतिभूतियों में खुदरा धारिता को बढ़ावा देने और निवेशक आधार बढ़ाने के लिए म्युचुअल फंड, जो एकमात्र सरकारी प्रतिभूतियों में ही निवेश करते हैं, को सम्मिलित किया गया। ये म्युचुअल फंडों, जिनका विनियमन भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी) के द्वारा किया जाता है, को उनकी अस्थायी नकदी असमानताओं की पूर्ति के लिए रिजर्व बैंक ने अप्रैल 1996 से चलनिधि सुविधा प्रदान की है। इस योजना के तहत पात्र गिल्ट फंडों को सरकारी प्रतिभूतियों में अदत्त मूल्य के 20 प्रतिशत की सीमा तक बैंक दर पर रिपो उपलब्ध कराकर अधिकतम 14 दिन की अवधि के लिए चलनिधि

समर्थन दिया जाता है। वर्तमान में 15 प्रतिबद्ध गिल्ट फंडों को रिजर्व बैंक चलनिधि समर्थन प्राप्त करने के लिए पात्रता प्राप्त है।

विदेशी संस्थागत निवेशक

5.85 विदेशी भागीदारी को प्रोत्साहित करने के लिए विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफ आइ आइ) को जनवरी 1997 में केंद्र सरकार और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में, प्राथमिक और द्वितीयक दोनों ही बाजारों में, समय-समय पर घोषित ऋण की समग्र सीमा के भीतर निवेश करने हेतु 100 प्रतिशत ऋण निधि स्थापित करने की अनुमति दे दी गई थी। एफआइआइ

द्वारा स्थापित ईक्विटी फंडों को उनके कुल निवेश के अधिकतम 30 प्रतिशत तक को ऋण (डेट) में निवेश करने की अनुमति दी गई थी। एफ आइ आइ (ऋण और इक्विटी फंड दोनों) द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की विद्यमान सीलिंग 2.6 बिलियन अमरीकी डालर है। इसमें से 2.0 बिलियन अमरीकी डालर को 100 प्रतिशत ऋण फंड में निवेश करने के लिए निर्धारित किया गया है तथा शेष 0.6 बिलियन अमरीकी डॉलर का निवेश अन्य एफआइआइ में करने के लिए निर्धारित किया गया है। वर्ष 2006-07 के लिए रिजर्व बैंक की मध्यावधि समीक्षा के अनुसार एफ आइ आइ को पिछले वित्त वर्ष में कुल निवल निर्गमों (निर्गम में से चुकौतियों को घटाकर) के 5 प्रतिशत की वृद्धिशील राशि का निवेशकेंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में करने की अनुमति होगी और 31 मार्च 2007 तक विद्यमान सीमा को बढ़ाकर 3.2 बिलियन अमरीकी डालर किया जाएगा।

खुदरा / फुटकर निवेशक

5.86 नीलामियों में बोली लगाने की प्रक्रिया के लिए चूंकि तकनीकी विशेषज्ञता वांछित है, अतः आम तौर पर इसमें बड़े और जानकार निवेशक जैसे बैंक, पीडी, वित्तीय संस्थाएं, म्युचुअल फंड और बीमा कंपनियाँ ही भागीदारी करती हैं। चूंकि मझोले और छोटे निवेशकों का एक बड़ा भाग सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक बाजार से बाहर ही रह जाता है, अतः जनवरी 2002 में एक गैर-प्रतियोगी बोली लगाने की योजना आरंभ की गई ताकि छोटे और मझोले निवेशकों को बोली में कोई प्रतिलाभ (यील्ड) अथवा मूल्य का उल्लेख किए बगैर सरकारी प्रतिभूतियों की प्राथमिक नीलामी में भागीदारी करने का मौका मिल सके। सरकारी प्रतिभूति में अधिकाधिक भागीदारी और खुदरा होल्डिंग / धारिता को प्रोत्साहन देने के अतिरिक्त यह योजना नीलामियों में प्रतियोगी बोली लगाने की विशेषज्ञता न रखने वाले व्यक्तियों, फर्मों और अन्य बीच के सेगमेंट निवेशकों को नीलामी में उभर कर आई दर पर सुनिश्चित आबंटनों का उचित मौका उपलब्ध कराती है। इस योजना में अधिसूचित राशि के 5 प्रतिशत तक का आबंटन स्वीकृत बोलियों की भारत औसत दर पर दिनांकित प्रतिभूतियों की नीलामियों में करने का प्रावधान है। निवेशक को अनुमति होगी कि वह प्रति नीलामी केवल एकल बोली लगाए और बोली का आकार न्यूनतम 10,000 रुपए से 2 करोड़ रुपए के बीच होगा। पात्र निवेशकों को नीलामी के लिए किसी बैंक अथवा पीडी के माध्यम से आना होगा। अपने संवैधानिक दायित्वों के मद्देनजर क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक, शहरी को-ऑपरेटिव बैंक और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियाँ भी 2 करोड़ की सीमा के भीतर इस योजना के अंतर्गत आवेदन कर सकती हैं।

5.87 अधिक खुदरा भागीदारी को सुनिश्चित करने के लिए यह महत्वपूर्ण है कि द्वितीयक बाजार में चलनिधि को उन्नत किया जाए। इस प्रयोजनार्थ रिजर्व बैंक पीडी को प्रोत्साहित करता रहा है कि वे खुदरा निवेशकों को दुतरफा भाव का प्रस्ताव करें और स्टॉक-एक्सचेंज के सदस्य बनें। सरकारी प्रतिभूति बाजार में खुदरा भागीदारी को प्रोत्साहित करने के लिए जनवरी 2003 में स्टॉक एक्सचेंजों में स्क्रीन आधारित ऑर्डर ड्राइवेन ट्रेडिंग भी लागू किया गया।

लिखतें

5.88 उपलब्ध लिखतों के विविधीकरण से भिन्न - भिन्न प्रकारवाले निवेशकों की भागीदारी को प्रोत्साहन मिलता है क्योंकि निवेशकों की भिन्न-भिन्न श्रेणियों को अपनी विशिष्ट आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए भिन्न-भिन्न प्रकार के लिखतों की आवश्यकता होती है। एक तरफ बैंकों को स्वयं के लिए विनिर्दिष्ट एस एल आर बरकरार रखने के अलावा उनकी आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए सरकारी प्रतिभूति की आवश्यकता होती है वहीं दूसरी तरफ बीमा कंपनियाँ और भविष्य निधि को अपनी देयताएं संतुलित करने के लिए दीर्घ-कालिक निवेशों की आवश्यकता होती है। 1990 के दशक के प्रारंभ में आरंभ किए गए सुधारों के पूर्व अधिकतर सरकारी बांड प्लेन वैनिला निर्धारित कूपन प्रतिभूति के रूप में होते थे। 1994 से रिजर्व बैंक निवेशकों की वैविध्यपूर्ण आवश्यकताओं और प्रतिरक्षा (हेजिंग) आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए लिखतों की एक शृंखला विकसित करता आ रहा है। इनमें जीरो कूपन बांड, फ्लोटिंग रेट बांड और कॉल तथा पुट ऑप्शन सुविधावाले बांड भी सम्मिलित हैं।

5.89 जीरो कूपन बांड (जेडसीबी) 17 जनवरी 1994 से प्रारंभ किए गए थे, जिन पर परंपरागत बांड की तरह नियमित ब्याज भुगतान (कूपन) की व्यवस्था न थी। इन बांडों को बट्टे पर बेचा जाता था और अंतिम परिपक्वता पर सम-मूल्य पर भुनाया जाता था। जेडसीबी सरकार के लिए ब्याज का आस्थगित भुगतान किए जाने के कारण तथा निवेशकों के लिए आकर्षक यील्ड रहने और पुनर्निवेश जोखिम के अनुपस्थित रहने के कारण लाभकारी है। अतः यह दोनों के लिए लाभकारी है। 1994 से 1996 के बीच जेडसीबी के चार-निर्गम हुए थे।

5.90 14 नवंबर 1994 को आंशिक अदायगी स्टॉक लागू किया गया जिसके द्वारा चार समान मासिक किस्तों में सरकारी स्टॉक के लिए भुगतान किया जाता था। निवेश योग्य संसाधनों का नियमित प्रवाह प्राप्त करनेवाली संस्थाओं, जिन्हें नियमित निवेश के अवसरों की आवश्यकता है, के लिए डिजाइन की गई ये लिखतें बाजार में लोकप्रिय हुईं और सक्रियतापूर्वक इनकी ट्रेडिंग की गई। तथापि आंशिक अदायगी स्टॉक का केवल एक और निर्गम 24 जून 1996 को जारी किया गया।

5.91 अस्थायी दर वाले बांड (एफआरबी) सर्वप्रथम 29 सितंबर 1995 को जारी किए गए थे परंतु बाजार में इसके प्रति उत्साह ठंडा रहने के कारण प्रथम निर्गम करने के बाद इसे बंद कर दिया गया। 21 नवंबर 2001 को इन्हें, इनकी संरचना में कुछ आशोधन के बाद, बाजार भागीदारों की मांग पर पुनः प्रचालित किया गया। 9 अक्टूबर 2004 तक एफआरबी के 10 निर्गम हो चुके थे। यद्यपि इन निर्गमों के प्रति बाजार का उत्साह बहुत अच्छा रहा परंतु रिजर्व बैंक और पीडी में पिछली दो नीलामियों के दौरान हुई आंशिक प्रगति से पता चला कि इनमें बाजार रुचि कम होती जा रही थी जिसके कारण एफआरबी को बंद करना पड़ा। उस समय एफआरबी के लिए बाजार रुचि में कमी के लिए अन्य बातों के साथ-साथ एफआरबी में जबरदस्त ऋण उठाव

और न्यून द्वितीयक बाजार चलनिधि जिम्मेदार थे। द्वितीयक बाजार में एफआरबी में चलनिधि में कमी होने के निम्नांकित कारण थे - (i) एफआरबी में बाजार भागीदारों की ट्रेडिंग रुचि कम थी क्योंकि इन लिखतों की डिजाइन हेजिंग लिखतों के जैसी थी और ये ट्रेडिंग लाभ के लिए सीमित अवसर देते थे; (ii) मूल्यन के साथ जुड़ी जटिलताओं के कारण एफआरबी का कोई पुनर्निर्गम नहीं हुआ; (iii) वाणिज्यिक बैंकों द्वारा इन बांडों को 'परिपक्वता तक धारित' (एचटीएम) के अंतर्गत रखने को तरजीह देना जिससे ट्रेडिंग के लिए बांडों की उपलब्धता घट जाती है और (iv) जटिल मूल्यन प्रक्रिया जो बाजार प्रतिभागियों को एफआरबी में आउटराइट लेनदेन करने से रोकती है।

5.92 29 दिसंबर 1997 को 5 वर्षीय परिपक्वता अवधि के पूंजी सूचीबद्ध बांड (सीआइबी) का निर्गम किया गया। बांड में मूलधन के लिए मुद्रास्फीति हेजिंग की व्यवस्था थी परन्तु बांड के कूपनों को मुद्रास्फीति से संरक्षित नहीं किया गया था। इस बांड के निर्गम के प्रति प्राथमिक और द्वितीयक बाजार दोनों में ही मुद्रास्फीति के प्रति सीमित हेजिंग के कारण उत्साह ठंडा रहा। अतः इसके बाद कोई निर्गम नहीं किया गया। इन बांडों को पुनः प्रचालित करने के लिए प्रयत्न किये जा रहे हैं और इसकी प्राप्ति के लिए एक चर्चा पत्र मई 2004 में परिचालित किया गया था। सीआइबी की प्रस्तावित आशोधित संरचना अंतरराष्ट्रीय स्तर पर प्रचलित संरचना के अनुरूप होगी, जो कूपन और मूल चुकौतियों दोनों की परिपक्वता पर मुद्रास्फीति से संबंधित लाभ का प्रस्ताव रखती है। बांडों के लिए कूपन दर का उल्लेख वास्तविक संदर्भ में किया जाएगा। यह दर आवधिक सेमी वार्षिक कूपन भुगतानों की गणना के लिए मुद्रास्फीति समायोजित मूलधन पर लागू की जाएगी। परिपक्वता पर मूल चुकौती, मुद्रास्फीति समायोजित मूलधन अथवा सममूल्य पर इसका मूल्य, दोनों में से जो भी अधिक हो वह होगा। इस प्रकार इसमें एक स्वतः निर्मित बीमा इस बात का है कि भुनाई पर मूलधन का मूल्य सममूल्य से नीचे नहीं जाएगा। कूपनों पर मुद्रास्फीति संरक्षण और बांड पर मूल चुकौती समस्त जिंसों के लिए (1993-94 = 100) थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूपीआइ) के संदर्भ में दी जाएगी।

5.93 कॉल और पुट ऑप्शनसयुक्त सरकारी प्रतिभूतियों, जिनकी परिपक्वता 10 वर्षों के लिए थी, को एक समान मूल्य आधारित नीलामी विधि के आधार पर जुलाई 2002 में लागू किया गया। इन प्रतिभूतियों पर सरकार को 'कॉल ऑप्शन' का उपयोग करने की छूट थी जिसका उपयोग वह दो माह की नोटिस देने के बाद कर सकती थी और ऐसा करने के बाद प्रतिभूतियों की परिपक्वतापूर्व भुनाई सममूल्य पर अथवा उसके निर्गम की तारीख से 5 वर्षों की अवधि पूरी होने के पश्चात कूपन भुगतान की किसी भी तारीख, जो उक्त तारीख के बाद होती हो, को प्राप्त की जा सकती थी। सरकारी स्टॉक के धारकों को भी 'पुट ऑप्शन' उपयोग में लाने का विवेकाधिकार दिया गया है जिसके द्वारा वे कॉल ऑप्शन के लिए लागू शर्तों पर परिपक्वतापूर्व भुनाई प्राप्त कर सकते हैं। इस लिखत का केवल एक निर्गम हुआ है।

व्हेन इश्यूड मार्केट

5.94 'व्हेन इश्यूड' (डब्ल्यूआइ) मार्केट से नीलामीकृत स्टॉक के कुशल वितरण में सहायता मिलती है जिसके लिए प्रत्येक निर्गम की वास्तविक वितरण अवधि में विस्तार किया जाता है और बड़े निर्गमों को पचाने के लिए बाजार को अधिक समय, बिना कोई क्षति पहुंचाए, दिया जाता है। यह निर्गमकर्ता और निवेशक दोनों को ही कुशल मूल्य अभिज्ञान प्रक्रिया में भी सुविधाजनक है क्योंकि यह बाजार मांग का आकलन करने में बोली लगाने वालों को सक्षम बनाते हुए नीलामियों में छाया अनिश्चितता को कम करता है और तदनुसार प्रस्तावित प्रतिभूतियों का मूल्यन करता है। पीडी अपनी नीलामी जोखिम का प्रबंधन नीलामी प्रारंभ होने से पहले डब्ल्यूआइ बाजार में बिक्री के द्वारा करने में भी सक्षम हैं। ऋण निर्गम फ्रेमवर्क की पुनर्रचना के एक भाग के रूप में रिजर्व बैंक द्वारा मई 2006 में डब्ल्यूआइ बाजार में ट्रेडिंग के लिए दिशा-निदेश जारी किए गये थे। बैंकों के लिए और पीडी के लिए क्रमशः अधिसूचित राशि के 5 प्रतिशत (केवल क्रय के लिए) और 10 प्रतिशत (क्रय और विक्रय दोनों) की सीमा विनिर्दिष्ट की गयी थी। डब्ल्यूआइ ट्रेडिंग जो अगस्त 2006 में प्रारंभ हुई आरंभ में पुनर्निर्गमित प्रतिभूतियों में अनुमत थी। यह नीलामी की तारीख की घोषणा के दिन से नीलामीकृत प्रतिभूतियों के आबंटन के एक दिन पूर्व तक लागू रहती है। केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के नये निर्गमों पर डब्ल्यूआइ ट्रेडिंग को लागू करने के संबंध में संशोधित दिशा-निदेश कुछ चुनिंदा आधार पर नवंबर 2006 में जारी किए गए थे। नये निर्गमों में डब्ल्यूआइ ट्रेडिंग का प्रारंभ तब होगा जब एनडीएस - ओएम ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म में आवश्यक सॉफ्टवेयर आशोधन प्रभावी किए जाएं।

पुनःपूंजीकरण बांड का परिवर्तन ट्रेड करने योग्य प्रतिभूतियों में करना

5.95 यूनिनियन बजट 2006-07 में संपूर्ण अदत्त पुनःपूंजीकरण बांडों / विशेष प्रतिभूतियों, जो कुल मिलाकर 20,809 करोड़ रुपये मूल्य के थे और जिन्हें ट्रेड करने योग्य, एसएलआर की पात्रतायुक्त, दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों के माध्यम से राष्ट्रीकृत बैंकों को जारी किया गया था, को बंधनमुक्त करने की घोषणा की गई। तदनुसार पुनःपूंजीकरण बांडों / विशेष प्रतिभूतियों, जिनका मूल्य 8,709 करोड़ रुपये था और जो 19 राष्ट्रीकृत बैंकों को जारी किए गए थे, का परिवर्तन 15 फरवरी 2007 को विपणनयोग्य प्रतिभूतियों में किया गया। इनकी गणना एसएलआर के प्रयोजनार्थ पात्र निवेश के रूप में किये जाने के अतिरिक्त ये प्रतिभूतियां तैयार वायदा लेनदेनों (रीपो) के लिए भी पात्र थीं। इससे सिस्टम में चलनिधि में वृद्धि होगी।

पारदर्शिता

5.96 नीलामी प्रक्रिया में पारदर्शिता में वृद्धि लाने के लिए उपाय किये गये हैं। समय-समय पर सरकार द्वारा जारी सामान्य अधिसूचना में विस्तारपूर्वक सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम की प्रक्रिया की जानकारी दी गयी है। इसके अतिरिक्त सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामी के 7 दिन पूर्व एक विशेष अधिसूचना जारी

करके प्रत्येक निर्गम की विशेषताओं की जानकारी आम जनता को दी जाती है। नीलामी के तुरंत बाद परिणामों की घोषणा की जाती है और सब्सिडिअरी जनरल लेजर (एसजीएल) खातों के माध्यम से निपटाए गए सभी लेनदेनों के ब्यौरे उसी दिन रिजर्व बैंक की वेबसाइट पर प्रेस रिलीज के माध्यम से दिए जाते हैं। इसके अतिरिक्त उधार कार्यक्रमों के बारे में स्पष्ट और सामयिक सूचना उपलब्ध कराने हेतु रिजर्व बैंक ने वित्त वर्ष अप्रैल 2002 से केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में नीलामियों के लिए एक निर्गम कैलेंडर लागू किया। राज्य सरकारों को भी, रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य 2006 में यथाघोषित, अग्रिम सूचक खुला बाजार उधार कैलेंडर विकसित करने के लिए प्रोत्साहित किया जाता है। परिचालनागत संदर्भ में किसी कैलेंडर के निर्गमन का काम होता है बाजार समय के संदर्भ में बाजार में निश्चिन्ता और निर्गमकर्ता को प्राप्त लचीलेपन इन दोनों के बीच के असंतुलन को ठीक तरह से संभालना।

द्वितीयक बाजार

5.97 विविध निवेशक आधारवाले सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक बाजार का विकास भी एक सुविकसित द्वितीयक बाजार के अस्तित्व के चौगिर्द घूमता है। बदले में यह ब्याज दरों के भविष्य के संचलनों के संबंध में विविध चलनिधि आवश्यकताओं वाले और भिन्नात्मक अवधारणा ढूंढता है। गहन और चलनिधि बाजार कुशल और कम अस्थिर होता है। अतः रिजर्व बैंक सरकारी प्रतिभूतियों के द्वितीयक सेगमेंट के विकास के लिए समांतर उपाय करता आ रहा है।

सरकारी प्रतिभूतियों का समेकन

5.98 प्रतिलाभ वक्र पर प्रतिभूतियों के लिए न्यूनतम दर निर्धारित करने और प्रतिभूतियों की समान अदलाबदली और चलनिधि को उन्नत करने के प्रयोजनार्थ रिजर्व बैंक अप्रैल 1999 से विद्यमान प्रतिभूतियों के पुनःनिर्गम / पुनःप्रारंभ के माध्यम से परोक्ष समेकन (पैसिव कंसोलिडेशन) की एक नीति का अनुसरण करता आ रहा है। तथापि, पुनःनिर्गम उस अधिकतम बकाया राशि तक सीमित होते हैं जिसे परिपक्वता के वर्ष में भुनाई के संदर्भ में 'प्रबंधन योग्य' माना जाता है। यद्यपि पुनःनिर्गम ने कुछ हद तक समेकन में सफलता प्राप्त की है तथापि छोटे आकार की प्रतिभूतियों की एक बड़ी संख्या अभी भी ऐसी है जिनकी ट्रेडिंग बाजार में सक्रिय रूप से नहीं की जाती। चलनिधि की कमी पर्याप्त स्टॉक वाले प्रतिभूतियों की पर्याप्त संख्या में आवश्यकता को रेखांकित करती है।

5.99 प्रतिभूतियों के परोक्ष समेकन के लिए किए गए उपायों के बावजूद विगत समय में उच्च ब्याज दर काल के दौरान अनुबंधित केंद्र सरकार के घरेलू ऋण की बैंक धारिता के एक बड़े भाग की ट्रेडिंग बहुत मामूली की जाती है। यद्यपि न्यून ब्याज दर काल में सामान्यतया ऐसी प्रतिभूतियाँ

अपने अंकित मूल्य पर प्रीमियम अर्जित कर सकती थीं, परंतु बैंक आम तौर पर चलनिधि की कमी के कारण उनकी भुनाई करने में सक्षम नहीं थे। इसके चलते चलनिधि की आवश्यकता वाले बैंकों के लिए 19 जुलाई 2003 को ऋण पुनःखरीद (बाइबैक) योजना पूर्णतया स्वैच्छिक आधार पर प्रारंभ की गयी। बैंकों को आयकर के प्रयोजनार्थ अतिरिक्त कटौती की अनुमति दी गई बशर्ते वे प्राप्त प्रीमियम को कारोबारी आय घोषित करते और इसका उपयोग अपनी अनुत्पादक आस्तियों के प्रावधानीकरण के लिए करते। ऋण पुनःखरीद योजना के अंतर्गत प्राप्त प्रीमियम के लिए कर प्रोत्साहन की संरचना के लाभ प्राप्त करने में उन्हें सक्षम बनाने के लिए एक बारगी उपाय के रूप में 'परिपक्वता तक धारित (एचटीएम)' की श्रेणी से 'कैपिटल रिजर्व खाता' को प्रतिभूतियों की बिक्री करने से अर्जित लाभ का विनियोग करने की आवश्यकता से बैंकों को छूट दी गयी थी⁸।

5.100 केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर गठित तकनीकी समूह ने सक्रिय समेकन की प्रक्रिया, जिसके अंतर्गत किसी न किसी रूप में विद्यमान प्रतिभूति धारकों से छोटे आकार वाले गैर चलनिधि प्रतिभूतियों की पुनःखरीद बड़ी मात्रा में और बदले में चलनिधियुक्त प्रतिभूतियाँ अल्प मात्रा में जारी करना सम्मिलित किया जाएगा, के माध्यम से स्टॉक समेकन के तीव्रगामी मार्ग की आवश्यकता को चिह्नित किया था। इस संदर्भ में रिजर्व बैंक ने 2006-07 के लिए अपने वार्षिक नीति वक्तव्य में प्रस्ताव किया था कि द्वितीयक बाजार से गैर चलनिधि प्रतिभूतियों की पहचान और खरीददारी की जाए। एक बार ऐसी प्रतिभूतियों की महत्वपूर्ण राशि हाथ में आ जाने के बाद इनकी खरीद सरकार द्वारा करके इन्हें हमेशा के लिए समाप्त कर दिया जाएगा। वर्ष 2007-08 के लिए यूनियन बजट ने प्रस्तावित सक्रिय ऋण समेकन योजना के अंतर्गत प्रतिभूतियों की पुनःखरीद पर प्रीमियम के रूप में 2,500 करोड़ रुपये का प्रावधान किया है।

5.101 फरवरी 2007 में रिजर्व बैंक ने दो राज्य सरकारों अर्थात् उड़ीसा और राजस्थान के विनिर्दिष्ट राज्य विकास ऋणों (एसडीएल) के लिए ऋण पुनःखरीद योजना लागू की है। तदनुसार उड़ीसा सरकार की प्रतिभूतियों, जिसका अंकित मूल्य 308 करोड़ रुपये और राजस्थान सरकार की प्रतिभूतियों जिसका अंकित मूल्य लगभग 84 करोड़ रुपये था, की पुनःखरीद की गई। ऋण पुनःखरीद के दूसरे चक्र में उड़ीसा सरकार की प्रतिभूतियों, जिसकी राशि 86 करोड़ रुपये थी, की पुनःखरीद मार्च 2007 में की गई।

नीलामीकृत स्टॉक की बिक्री

5.102 सरकारी प्रतिभूति बाजार को गहनतम करने और मूल्य जोखिम को कम करने के इरादे से रिजर्व बैंक ने अक्टूबर 2000 से आबंटन के दिन प्राथमिक निर्गमों में सफल रहे बोलीकर्ताओं को आबंटित सरकारी प्रतिभूतियों

⁸ अक्टूबर 2000 में बैंकों को सूचित किया गया था कि एचटीएम श्रेणी में निवेश की बिक्री पर हुए लाभ को सर्वप्रथम लाभ-हानि खाते में लाया जाएगा और इसके बाद आरक्षित पूंजी खाते में विनियोजित किया जाएगा।

की बिक्री एसजीएल खाता रखने वाले निकायों को करने की अनुमति प्रदान की। इनका निपटान रिजर्व बैंक के सुपुर्दगी बनाम भुगतान के अंतर्गत किया जाता है जिसके परिणामस्वरूप बिक्री और क्रय के बीच की अवधि संबंधी प्रतिबंध हट जाते हैं। यह सुविधा 11 मई 2005 से कांस्टिट्यूएन्ट सव्बिडियरी जनरल लेजर (सीएसजीएल) खाता धारकों को बिक्री करने और सीएसजीएल खाता धारकों के बीच आपसी बिक्री के संबंध में प्रभावी की गई थी।

सरकारी प्रतिभूतियों का मूल्यांकन

5.103 सरकारी प्रतिभूति बाजार के द्वितीयक सेगमेंट के विकास के लिए आवश्यक है कि सरकारी प्रतिभूतियों की मार्किंग बाजार भाव पर की जाए। बाजार मूल्यों पर प्रतिभूतियों का मूल्यांकन करने के लिए प्रतिलाभ वक्र की मौजूदगी जरूरी है। रिजर्व बैंक बिना दर वाली (अनकोटेड) सरकारी प्रतिभूतियों के मूल्यांकन के प्रयोजनार्थ सभी प्रकार की परिपक्वताओं वाली सरकारी प्रतिभूतियों पर प्रतिलाभ (यील्ड) संबंधी सूचना उपलब्ध कराता रहा है। सितंबर 2000 से रिजर्व बैंक ने इस प्रथा को समाप्त कर दिया और अब इस प्रकार का मूल्यांकन आवधिक अंतरालों पर फिक्सड इनकम मनी मार्केट डेरिवेटिव एसोसिएशन ऑफ इंडिया (एफआइएमएमडीए) / प्राइमरी डीलर्स एसोसिएशन ऑफ इंडिया (पीडीएआइ) द्वारा दिए गए मूल्य / परिपक्वता पर प्रतिलाभ के आधार पर किया जाता है।

सरकारी प्रतिभूतियों में अल्प बिक्री

5.104 सरकारी प्रतिभूतियों में अल्प बिक्री की सुविधा अनुपस्थित रहने के कारण आम तौर पर भागीदार गिरते हुए बाजार में टिके रहने से दूर रहा करते थे जिसके परिणामस्वरूप मात्रा कम होती गई। ट्रेडिंग कार्यकलाप, जो उछाल के समय सामान्यतया अपने शीर्ष पर होता है, उस समय थम जाते थे जब प्रतिलाभ (यील्ड) में वृद्धि होनी शुरू होती थी। बाजार में चलनिधि रखने और उसे मंदी के समय भी सक्रिय रखने के लिए और इससे भी अधिक महत्वपूर्ण बात कि भागीदारों को उनके ब्याज दर जोखिम का प्रबंधन भलीभांति करने के लिए उन्हें एक टूल देने के लिए 'केंद्र सरकार की प्रतिभूति बाजार पर तकनीकी समूह' की संस्तुतियों के आधार पर फरवरी 2006 में भागीदारों अर्थात् पात्र अनुसूचित वाणिज्य बैंकों (एससीबी) और पीडी के बीच सरकारी प्रतिभूतियों में आंतर दिवस अल्प बिक्री (इंट्रा डे शॉर्ट सेलिंग) की अनुमति प्रदान गई। अल्प बिक्री लागू करने के साथ ही अगस्त 2006 में 'व्हेन इश्यूड' के लिए भी मार्ग प्रशस्त हो गया। अल्प बिक्री के चरणबद्ध प्रचालन के एक भाग के रूप में लघु स्थितियों (शॉर्टपोजीशन) को आंतर दिवस के आगे 5 ट्रेडिंग दिवसों तक आगे ले जाए जाने की अनुमति 31 जनवरी 2007 से दे दी गई। चूंकि इसमें सभी निपटान चक्रों में लघु स्थितियों को ढोने की व्यवस्था थी, भागीदारों को अनुमति थी की वे रिपो बाजार से उधार लेकर छांटी गयी (शॉर्टेड) प्रतिभूति की सुपुर्दगी करें।

सूचना प्रसार

5.105 सूचना के असमान प्रसार से द्वितीयक बाजार के विकास में बाधा पहुंचती है क्योंकि भागीदार उपलब्ध आंकड़ों के आधार पर मूल्य का निर्णय करते हैं। अतः पारदर्शिता और सूचना प्रसार, कम-से-कम समय में, बाजार के विकास के लिए सर्वाधिक महत्वपूर्ण होते हैं। प्रौद्योगिकीय संसाधनों का उपयोग करके वास्तविक समय आधार पर ट्रेड सूचनाओं का प्रसार बाजार के अधिक से अधिक हिस्से में करने के प्रयास किये जा रहे हैं। ट्रेड के संबंध में मूल्य संबंधी सूचना रिजर्व बैंक की वेबसाइट के माध्यम से प्राप्त की जा सकती है।

बाजार आधारभूत संरचना

5.106 वित्त क्षेत्र के सुधारों के भाग के रूप में सरकारी प्रतिभूतियों के कुशल संचालन के लिए प्रौद्योगिकीय आधारभूत संरचना विकसित करने हेतु रिजर्व बैंक ने कई कदम उठाए हैं। नई संस्थागत व्यवस्थाओं के अंतर्गत इन उपायों के साथ जोखिम प्रबंधन प्रणालियों का मूल्यांकन करना भी जुड़ा हुआ था।

ट्रेडिंग के लिए आधारभूत संरचना

5.107 एक सुविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार के लिए पारदर्शी/मूल्यन और आबंटन मैकेनिज्म की आवश्यकता होती है जो लेनदेन लागत को कम करता है और बाजार कुशलता में अभिवृद्धि करता है। विभिन्न प्रकार की ऋण लिखतों, सरकारी प्रतिभूतियों सहित, की ट्रेडिंग को सुविधाजनक बनाने के लिए थोक ऋण बाजार (डब्ल्यूडीएम) सेगमेंट में नेशनल एक्सचेंज फॉर ऑटोमेटेड ट्रेडिंग (एनईएटी) के नाम से एक पूर्णतया स्वचालित स्क्रीन आधारित पारदर्शी ट्रेडिंग प्रणाली जून 1994 में प्रारंभ की गई।

5.108 यद्यपि नेशनल स्टॉक एक्सचेंज के डब्ल्यूडीएम में ट्रेड के अनुरूप सुविधा दी गयी है तथापि इस सुविधा का अधिकतम उपयोग एक्सचेंज में पंजीकृत दलालों द्वारा किए गए व्यापारिक सौदों की रिपोर्टिंग करने के लिए किया जाता है। इन सौदों का निपटान दोनों पार्टियों के बीच परंतु स्टॉक एक्सचेंज को बीच में लाए बिना किया जाता है। द्वितीयक बाजार के भागीदारों में केवल बैंक, वित्तीय संस्थाएं, म्युच्युअल फंड, एफआइआइ और न्यास सम्मिलित हैं।

5.109 सरकारी प्रतिभूति बाजार में पहुंच को आसान बनाने, ज्यादा से ज्यादा लोगों तक इसे पहुंचाने और इसमें सक्रिय भागीदारी करने के प्रयोजनार्थ स्टॉक एक्सचेंज अर्थात् नेशनल स्टॉक एक्सचेंज (एमएसइ) और ओवर दि काउंटर एक्सचेंज ऑफ इंडिया (ओटिसीआइ) में खुदरा ट्रेडिंग की सुविधा 16 जनवरी 2003 से उपलब्ध कराई गयी थी। 13 मार्च 2003 से तथा 1 जून 2003 से क्रमशः प्राथमिक (शहरी) को-ऑपरेटिव बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को स्टॉक एक्सचेंजों के स्वतः आदेश चलित प्रणालियों (ऑटोमेटेड ऑर्डर ड्राइवेन सिस्टम ऑफ स्टॉक एक्सचेंज) पर डीमैटरलाइज्ड रूप में दिनांकित केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में लेनदेन

करने की अनुमति दी गई थी। इस प्रयोजनार्थ बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को उनके एसजीएल खाते खोलने के अतिरिक्त डिपॉजिटरी भागीदारों के पास डीमैट खाते खोलने की अनुमति प्रदान की गई थी। छोटे निवेशकों के हित का ध्यान रखने के लिए न्यूनतम आदेश का आकार 1,000 रुपये (अंकित मूल्य) रखा गया था। सरकारी प्रतिभूतियों में ट्रेड्स का समाशोधन, एक्सचेंजों के संबंधित निगमों द्वारा किया जाता है। निपटान बैंकों द्वारा और डिपॉजिटरी भागीदारों (डीमैट एकाउंट खोलने के लिए सेबी से अनुमति प्राप्त संस्थाएं) के पास खोले गये डीमैट खातों के माध्यम से निपटान की प्रक्रिया वही है जो एक्सचेंज में किन्हीं अन्य लेनदेनों के लिए होती है। प्रौद्योगिकीय आधारभूत संरचना की मौजूदगी के बावजूद स्टॉक एक्सचेंजों के माध्यम से ट्रेडिंग में दर्शनीय सुधार नहीं आया है।

5.110 रिजर्व बैंक ने फरवरी 2002 में नीगोशिएटेड डीलिंग सिस्टम (एनडीएस) प्रारंभ किया था जिसके उद्देश्य थे - (क) स्वतः इलेक्ट्रॉनिक रिपोर्टिंग और निपटान प्रक्रिया विकसित करना (ख) प्राथमिक नीलामियों में ऑन लाइन इलेक्ट्रॉनिक बोली लगाने को सुविधाजनक बनाना और (ग) द्वितीयक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों की ट्रेडिंग के लिए इलेक्ट्रॉनिक डीलिंग प्लेटफॉर्म उपलब्ध कराना। एनडीएस, जो सुरक्षित नेटवर्क अर्थात् भारतीय वित्तीय नेटवर्क (इनफोनेट) पर एक घनिष्ठ यूजर समूह के लिए उपलब्ध है, द्वितीयक बाजार लेनदेनों का निपटान सीधे-सीधे करता है जिसके द्वारा पारदर्शिता और लेनदेन की क्षमता में वृद्धि होती है। एनडीएस ने ट्रेड से जुड़े आंकड़ों का स्वतः प्रवाह निपटान प्रणाली में होने देकर बाजार की परिचालनात्मक कुशलता में महत्वपूर्ण वृद्धि की है। इसने बाजार भागीदारों को लगभग वास्तविक समय आधार पर मूल्य सूचनाएं उपलब्ध कराना सुविधाजनक बनाया है, इसके परिणामस्वरूप बाजार भागीदार अधिक प्रभावी रूप से ट्रेडिंग निर्णय ले सकते हैं। तथापि, एनडीएस ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म के रूप में, जो उसका मूल रूप था, अधिक प्रचलित न होकर ओटीसी बाजारों में द्विपक्षीय रूप से किए गये ट्रेड के लिए रिपोर्टिंग प्लेटफॉर्म के रूप में अधिक प्रचलित हुआ।

5.111 एनडीएस सदस्यों को अधिक कुशल ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म उपलब्ध कराने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों में स्क्रीन आधारित ट्रेडिंग पर गठित कार्यदल (अध्यक्ष : श्री आर.एच. पाटील) की संस्तुतियों के आधार पर अगस्त 2005 में एनडीएस - ओएम (एनडीएस - ऑर्डर मैचिंग) ट्रेडिंग मॉड्यूल परिचालित किया गया। एनडीएस - ओएम एक बेनामी ऑर्डर मैचिंग प्रणाली है जो स्ट्रेट थ्रू (एसटीपी) की अनुमति देता है। यह विशुद्धतम आदेश चलित है जिसमें सभी आदेश अक्षरशः मूल्य / समय अधिमान आधार पर मैच होते हैं। निष्पादित ट्रेड सीधे भारतीय समाशोधन निगम (सीसीआइएल) को तैयार - निपटान चरण में प्रवाहित होते हैं। भागीदारों के पास अपने ट्रेडिंग परिचालनों के लिए एनडीएस अथवा एनडीएस - ओएम का उपयोग करने का विकल्प है। तथापि, दोनों प्रकार के निपटानों को एकीकृत किया जा चुका है। एनडीएस - ओएम को परिचालित करने के पहले चरण में केवल रिजर्व बैंक द्वारा विनियमित निकायों अर्थात्

बैंकों, पीडी तथा वित्तीय संस्थाओं मात्र को इस प्रणाली को उपयोग में लाने की अनुमति थी। बाद में बीमा कंपनियों को भी इसका उपयोग करने की अनुमति दी गई। जिन बीमा कंपनियों का चालू खाता रिजर्व बैंक में नहीं था उन्हें रिजर्व बैंक में विशेष चालू खाता खोलने की अनुमति दी गई। वर्ष 2006-07 के लिए यूनियन बजट में की गई घोषणा के परिणामस्वरूप एनडीएस - ओएम का उपयोग करने की अनुमति सभी अर्हक म्यूच्युअल फंडों, भविष्य निधियों और पेन्शन फंडों को दे दी गई। यद्यपि उक्त श्रेणियों के अंतर्गत अधिकतर भागीदार प्रत्यक्ष सदस्यता प्राप्त कर एन डी एस ओ एम तक पहुँच प्राप्त कर सकते हैं। तथापि, छोटे भागीदारों को उनके मूल सदस्य (सीएसजीएल रूट) के माध्यम से इस प्रणाली तक पहुँचने दिया जाता है। बाजार भागीदारों के द्वारा एनडीएस - ओएम प्रणाली का जोरदार स्वागत किया गया क्योंकि यह प्रणाली परिचालनात्मक और लेनदेन क्षमताओं को बढ़ाती है। इस प्रणाली, जो सरकारी प्रतिभूतियों के कुल ट्रेड की मात्रा के 60 प्रतिशत से अधिक के लिए उपयोग में लायी जाती है, ने बिड-आस्क स्प्रेड और अन्तर दिवस मूल्य में कमी करके कुशल मूल्य अभिज्ञान मैकेनिज्म उपलब्ध कराया है।

निपटान प्रथा और आधारभूत संरचना

5.112 एक तीव्र, पारदर्शी और कुशल समाशोधन प्रणाली सरकारी प्रतिभूति में द्वितीयक बाजार को सुविकसित करने में आधारस्तंभ की तरह होती है। सब्सिडिअरी जनरल लेजर (एसजीएल) रूप में सरकारी प्रतिभूतियों के डीमैटरलाइज्ड होल्डिंग का प्रारंभ भागीदारों को प्रतिभूतियों की धारिता इलेक्ट्रॉनिक बही प्रविष्टि रूप में रखने में सक्षम बनाने के इरादे से किया गया था। इलेक्ट्रॉनिक बही प्रविष्टि में लेनदेन की क्षमता बढ़ती है और अंतरणों के दौरान प्रतिभूतियों के भौतिक रूप में संचलन को पूरी तरह समाप्त कर दिए जाने के कारण उनके संचलन से जुड़े जोखिमों में कमी आती है। सरकारी प्रतिभूतियों के समस्त भौतिक रूपी धारिताओं को डीमैटरलाइज्ड रूप में करने के लिए एक डीमैटरलाइजेशन अभियान भी आरंभ किया गया था। इसके परिणामस्वरूप इस समय सरकारी प्रतिभूति धारिताओं के लगभग 99 प्रतिशत (मूल्यों के संदर्भ में) को डीमैटरलाइज्ड रूप में किया जा चुका है।

5.113 भारत में सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) प्रणाली 1995 में प्रतिभूतियों का अंतरण नकद भुगतान के साथ ही करने के लिए परिचालित किया गया जिसके द्वारा प्रतिभूतियों के लेनदेन में निपटान जोखिम का सफाया हो गया। रिजर्व बैंक अपने लोक ऋण कार्यालयों में एसजीएल खाते रखने वाले वित्तीय निकायों के लिए सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) प्रणाली के माध्यम से सरकारी प्रतिभूति निपटान प्रणाली का परिचालन करता है। विद्यमान में प्रचलित प्रणाली के अंतर्गत बैंकों, वित्तीय संस्थाओं, बीमा कंपनियों और पीडी को प्रतिभूतियों के लिए एसजीएल खाते तथा नकद के लिए चालू खाते रखने की अनुमति है। इन भागीदारों के लिए सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली के द्वारा निपटान किया जाता है। अन्य भागीदार जिनमें कारपोरेट्स, म्यूच्युअल फंड, को-ऑपरेटिव बैंक तथा

सोसाइटियां, और व्यक्ति (जिन्हें रिजर्व बैंक में सीधे तौर पर एसजीएल खाते रखने की अनुमति नहीं है) सम्मिलित हैं, एसजीएल खाता धारकों द्वारा रखे जाने वाले ग्राहकों के एसजीएल खातों के माध्यम से परिचालन कर सकते हैं। यह सुनिश्चित करने के लिए कि अपने ग्राहकों को कस्टुडियल सेवाएं उपलब्ध कराने वाले उपर्युक्त निकाय उचित लेखांकन प्रैक्टिसेस तथा सुरक्षा उपाय लागू करते हैं, विस्तृत दिशा-निदेश जारी किए गए हैं।

5.114 सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) प्रणाली, जो आरंभ में प्रतिभूतियों और निधियों दोनों (डीवीपी - I विधि) के लिए सकल निपटान के आधार पर आरंभ की गयी थी, के स्थान पर डीवीपी - II विधि अपनायी गयी है जिसके अंतर्गत प्रतिभूतियों का निपटान सकल आधार पर किया जाता था परंतु निधियों का निपटान निवल आधार पर होता था। परंतु 2004 से प्रतिभूतियों और निधियों दोनों का निपटान (डीवीपी - III विधि) निवल आधार पर किया जाने लगा। प्रत्येक प्रतिभूति किसी निपटान चक्र विशेष के लिए निवल आधार पर सुपुर्दगी योग्य / प्राप्य होती थी तथा प्रतिभूतियों को एसजीएल तथा सीएसजीएल लेनदेनों के लिए अलग से निवल करना होता था। निधियों का निवलन बहु पक्षीय आधार पर किया जाता है। इन परिवर्तनों ने पुनः खरीद लेनदेनों के रोलओवर में तथा सुपुर्दगी की प्रतीक्षा किए बिना उसी निपटान चक्र के दौरान खरीदी गयी प्रतिभूतियों की बिक्री में सुविधा प्रदान की। डीवीपी - III ने भागीदारों को उनकी ब्याज दर जोखिम के प्रबंधन में सहायता की क्योंकि इसके द्वारा वे नीलामी में आबंटन के दिन ही अपनी स्थिति कवर करने में सक्षम होते थे। निधियों के निवल निपटान ने ट्रेडिंग क्रिया कलापों में वृद्धि निपटान चक्र के दौरान निधि अपेक्षा (सकल निवल) में कमी लाकर की।

5.115 सीसीआइएल की स्थापना 15 फरवरी 2002 को हुई थी। इसका उद्देश्य सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेन के लिए नवाचार के माध्यम से केंद्रीय प्रतिपक्ष के रूप में एक समाशोधन गृह के रूप में कार्य करना था। सीसीआइएल के 154 सदस्य थे जो प्रतिभूति निपटान सेगमेंट में भागीदारी करते थे। सीसीआइएल की स्थापना के कारण सरकारी प्रतिभूतियों में ट्रेड के निपटान की गारंटी सुनिश्चित हो सकी जिसके द्वारा बाजारों को बड़ी हद तक स्थायित्व की प्राप्ति हुई। बहुपक्षीय निवलन व्यवस्था के माध्यम से इस मैकेनिज्म ने निधीयन अपेक्षाओं को सकल से घटाकर निवल आधार पर ला दिया, इसके परिणामस्वरूप चलनिधि जोखिम घट गया और प्रतिपक्षी क्रेडिट जोखिम में भारी कमी हुई। सीसीआइएल जोखिम प्रबंधन प्रणाली से पूर्णतया सुसज्ज होकर निपटान जोखिम को सीमित करने में सक्षम (बॉक्स V.8) था। सीमित उद्देश्य के लिए सरकारी प्रतिभूति उधारी योजना के लिए अप्रैल 2003 में सीसीआइएल को परिचालनात्मक दिशा-निदेश जारी किए गए। तदनुसार, निपटान करने में प्रतिभूतियों की आई कमी को पूरा करने के प्रयोजनार्थ सरकारी प्रतिभूतियाँ उधार लेने के लिए सीसीआइएल को अपने किसी भी सदस्य के साथ व्यवस्था करने की अनुमति दी गई है। सरकारी प्रतिभूतियों में किये गये अथवा एनडीएस पर रिपोर्ट

किए गए सभी लेनदेनों और साथ ही साथ एनडीएस - ओएम पर किए गए लेनदेनों का निपटान हर हाल में सीसीआइएल के माध्यम से किया जाना होता है। सदस्यों के निवल दायित्वों की गणना सीसीआइएल द्वारा निधियों और प्रतिभूतियों दोनों के लिए की जाती है और गणना पश्चात इसे डीवीपी मैकेनिज्म के अंतर्गत निपटान के लिए रिजर्व बैंक को भेज दिया जाता है।

5.116 विभिन्न समाशोधन गृहों की समाशोधन स्थिति का निपटान केंद्रीकृत करने के उद्देश्य से एक राष्ट्रीय निपटान प्रणाली (एनएसएस) प्रचालित करने के उपायस्वरूप एकीकृत लेखांकन प्रणाली का एकीकरण तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) के साथ करने की शुरुआत अगस्त 2006 में की गयी। इसने विभिन्न सीसीआइएल परिचालित समाशोधनों (अंतर बैंक सरकारी प्रतिभूतियां, अंतर बैंक विदेशी मुद्रा, सीबीएलओ और राष्ट्रीय वित्तीय स्वच) का निपटान मुंबई स्थित आरटीजीएस में बहुपक्षीय निवल निपटान बैच (एमएनएसबी) मोड के माध्यम से करने में सुविधा प्रदान की। मुंबई में एमएनएसबी के स्थिरीकरण के बाद अन्य केंद्रों पर एनएसएस के अंतर्गत भुगतान का कार्य चरणबद्ध रूप में किया जाएगा।

निपटान चक्र

5.117 पूर्व में सरकारी प्रतिभूति बाजार टी + 0 और टी + 1 दोनों निपटान प्रणालियों का अनुसरण करता था। भागीदारों को प्रसंस्करण के लिए अधिक समय देने और निधियों तथा जोखिम प्रबंधन भलीभांति करने में सहायता उपलब्ध कराने के प्रयोजनार्थ द्वितीयक बाजार सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेनों के लिए निपटान चक्र को 11 मई 2005 से मानकीकृत करके टी + 1 किया गया।

जोखिम प्रबंधन

5.118 वर्तमान मूल्य स्थापित करने और लेखाबहियों में लाभ अथवा हानि का पता करने के लिए प्रतिभूतियों की मार्किंग बाजार भाव पर करना आवश्यक है। रिजर्व बैंक के दिशा-निदेशों के अनुसरण में बैंकों के निवेश पोर्टफोलियो का वर्गीकरण तीन श्रेणियों यथा - 'हेल्ड फॉर ट्रेडिंग (एचएफटी) / ट्रेडिंग के लिए धारित', 'अवेलेबल फॉर सेल (एएफएस) / बिक्री के लिए उपलब्ध' और 'हेल्ड टू मैच्युरिटी (एचटीएम) / परिपक्वता तक धारित' में करना अपेक्षित है। एचएफटी के अंतर्गत श्रेणीबद्ध प्रतिभूतियों की मार्किंग अगर अधिक बार न सही तो कम-से-कम मासिक आधार पर बाजार भाव पर करनी ही चाहिए। एएफएस के अंतर्गत श्रेणीबद्ध प्रतिभूतियों की मार्किंग अगर अधिक बार न सही तो वर्षांत पर बाजार भाव पर किया जाना होता है। एचटीएम के अंतर्गत श्रेणीबद्ध प्रतिभूतियों को बही मूल्य पर कतिपय शर्तों के अधीन रखा जा सकता है। बैंकों को बाजार भाव पर मार्क करने के लाभ को बुक करने की अनुमति नहीं है।

बॉक्स V.8

सीसीआइएल द्वारा अपनाई गई जोखिम प्रबंधन प्रथाएं

सरकारी प्रतिभूति बाजार में ट्रेड के निपटान के लिए सीसीआइएल उत्तरदायी होता है। यह अपने सदस्यों द्वारा किए गए ट्रेड के लिए केंद्रीय प्रतिपक्ष के रूप में भी कार्य करता है और असफल रहे ट्रेड से अपने सदस्यों के प्रति आप जोखिम, जो उनके प्रतिपक्षियों की चूक से उत्पन्न हैं, का अवशोषण भी करता है। चूंकि सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुपुर्दगी बनाम भुगतान आधार पर निपटान की निर्भरता रहती है, अतः चूक के कारण उत्पन्न जोखिम बाजार-जोखिम होता है अर्थात् संबंधित प्रतिभूति के मूल्य में परिवर्तन। सीसीआइएल इन जोखिमों को अपनी मार्जिनिंग प्रक्रिया के माध्यम से कवर करता है। यह अपने सदस्यों से उनके बकाया ट्रेड के संबंध में आरंभिक मार्जिन और मार्क टू मार्केट मार्जिन एकत्र करता है। इन दोनों मार्जिनों की गणना ट्रेडवार की जाती है और इसके बाद सदस्यवार इन्हें सकल रूप में रख लिया जाता है।

संबंधित प्रतिभूति के भविष्य में होनेवाले प्रतिकूल मूल्य संचलन से संभावित जोखिम को कवर किए जाने के लिए आरंभिक मार्जिन वसूल किया जाता है। इसकी गणना प्रतिभूति विनिर्दिष्ट (आरंभिक) मार्जिन फैक्टर के आधार पर की जाती है। किसी प्रतिभूति के लिए मार्जिन फैक्टर प्रतिभूति की जोखिम पर लगभग 3 दिन के समकक्ष होता है। किसी निपटान की तारीख पर प्रतिभूति में ट्रेड्स के समायोजन के लिए निवलन की अनुमति आरंभिक मार्जिन की गणना के लिए दी जाती है।

मार्क टू मार्केट (एमटीएम) मार्जिन की वसूली किसी सदस्य द्वारा पहले ही वहन की जा चुकी काल्पनिक हानि (अर्थात् ट्रेड द्वारा कवर किए गए प्रतिभूति के चालू बाजार मूल्य और संविदा मूल्य के बीच के अंतर) को कवर करने/ के रक्षार्थ की जाती है। किसी दिन के लिए आरोपित एमटीएम मार्जिन अगले कारोबार के दिन, कतिपय अपवादों को छोड़कर, अदा करना होता है।

अतिरिक्त आरंभिक मार्जिन : कभी ऐसा भी होता है जब ट्रेड का संचालन उस मूल्य पर किया जाता है जो बाजार में प्रचलित मूल्यों से अलग होते हैं। यह प्रणाली के लिए जोखिम में वृद्धि करता है क्योंकि चूक हो जाने के मामले में देयता का होना तय है। एक प्रावधान निर्मित किया जा रहा है जिसके द्वारा उक्त सभी ट्रेड पर अतिरिक्त आरंभिक मार्जिन वसूल किया जाएगा जिसकी राशि उस राशि के समकक्ष होगी जो ट्रेड प्रतिफल और ऐसे एमटीएम मूल्यों पर ट्रेड के मूल्य के बीच के अंतर की राशि हो। यह मार्जिन आंतरदिवसीय होगा और दिवसांत पर इसे, जब ऐसे ट्रेड के लिए एमटीएम मार्जिनिंग की जा चुकी होगी, जारी किया जाएगा।

इन मार्जिनों के अतिरिक्त सीसीआइएल के द्वारा उतार-चढ़ाव (वोलाटिलिटी) मार्जिन और केंद्रीकरण मार्जिन भी वसूला जाना होता है।

उतार-चढ़ाव मार्जिन (वोलाटिलिटी मार्जिन) : बाजार में अचानक आए उतार-चढ़ाव से निपटने के लिए सीसीआइएल वोलाटिलिटी मार्जिन आरोपित कर सकता है। वोलाटिलिटी मार्जिन तभी आरोपित किया जाएगा जब सदस्यों को इस मार्जिन के लगाए जाने के बावत सीसीआइएल रिपोर्ट सर्वर और सीसीआइएल वेबसाइट के माध्यम से अधिसूचना द्वारा सूचित किया गया हो। वोलाटिलिटी मार्जिन या तो विद्यमान मार्जिन तत्वों का प्रतिशत होगा अथवा व्यक्तिगत प्रतिभूतियों के लिए विनिर्दिष्ट दरों पर वसूला जाएगा और इसकी गणना उसी प्रकार की जाएगी जिस प्रकार आरंभिक मार्जिन की गणना की जाती है। एक बार आरोपित किए जाने के बाद सभी बकाया ट्रेड के लिए वोलाटिलिटी मार्जिन वसूल किया जाएगा। वोलाटिलिटी मार्जिन दिवस के दौरान किसी भी समय वापस लिया जा सकेगा।

संकेन्द्रण मार्जिन (कन्सेन्ट्रेशन मार्जिन) : यह वह मार्जिन बाध्यता है जिसकी पूर्ति सदस्य द्वारा किसी प्रतिभूति अथवा प्रतिभूतियों के समूह के लिए उसके

बकाया एक्सपोजर के संबंध में पूर्वनिर्धारित सीमा के पार किसी निपटान की तारीख के लिए अथवा निपटान की तारीखों के लिए की जाती है। सीसीआइएल ने अभी तक ऐसी कोई सीमा निर्धारित नहीं की है।

सदस्यों से अपेक्षित है कि वे निपटान गारंटी फंड (एसजीएफ) में अपनी शेष राशियां इस प्रकार रखें कि वह राशि उनके द्वारा किए गए ट्रेड के लिए आरंभिक और एमटीएम दोनों ही मार्जिन की आवश्यकता पूरी करने के लिए पर्याप्त हो। किसी प्रकार की कमी होने पर सीसीआइएल के द्वारा मार्जिन कॉल निर्मित कर दिया जाता है और संबंधित सदस्य से अपेक्षा होती है कि वह अगले कार्यदिवस की विनिर्दिष्ट अवधि से पहले उक्त कमी को पूरा कर देगा। एसजीएफ में सदस्यों का अंशदान केंद्र सरकार की पात्र प्रतिभूतियों/राजकोषीय बिलों और नकदी के रूप में होती है जबकि इसमें नकदी घटक किसी भी समय कुल मार्जिन आवश्यकता के 10 प्रतिशत से कम नहीं होगा। चलनिधि और अवधि के आधार पर सीसीआइएल द्वारा प्रतिभूतियाँ विनिर्दिष्ट की जाती हैं जिन्हें किसी भी सदस्य द्वारा एसजीएफ के लिए जमा किया जा सकता है। प्रतिभूतियों के रूप में एसजीएफ अंशदान पर हेअरकट लगाया जाएगा जो दो पुनर्मूल्यांकनों के बीच की अवधि के दौरान बाजार मूल्य में प्रतिकूल संचलन से उत्पन्न किसी हानि की भरपाई करने के लिए अलग सुरक्षित रखा जाता है। प्रतिभूति रूपी एसजीएफ का पुनर्मूल्यन प्रतिदिन किया जाता है ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि इन प्रतिभूतियों का बाजार मूल्य मार्जिन अपेक्षाओं से नीचे न जाने पाए।

चलनिधि जोखिम (लिक्विडिटी रिस्क) : चलनिधि जोखिम को कम करने के लिए और बेरोकटोक निपटान सुनिश्चित करने के लिए सीसीआइएल से अपेक्षित है कि वह फंड और प्रतिभूतियां दोनों के लिए ही चलनिधि का प्रबंध करे। सीसीआइएल ने बैंकों से ऋण श्रृंखला की व्यवस्था की है ताकि वह किसी सदस्य के द्वारा चूक के कारण उसकी प्रतिभूति सेगमेंट अथवा विदेशी मुद्रा सेगमेंट में आई निधियों की किसी उचित कमी को पूरा कर सके। एसजीएफ के प्रतिभूति सेगमेंट में सदस्यों का अंशदान मुख्यतया प्रतिभूति के रूप में हैं। एसजीएफ में अंशदान के लिए स्वीकार्य प्रतिभूतियों की सूची विनिर्दिष्ट करके सीसीआइएल सुनिश्चित करता है कि ज्यादातर चलनिधि प्रतिभूतियां, जिनमें ट्रेड के एक महत्वपूर्ण भाग का निपटान किया जाता है, एसजीएफ में संभवतः उपलब्ध रहती हैं। अन्य प्रतिभूतियों की अपेक्षा के लिए सीसीआइएल ने दो प्रमुख बाजार भागीदारों के साथ सीमित प्रयोजन प्रतिभूति उधार व्यवस्था लागू कर रखी है। चूक की दुरुस्ती (डिफॉल्ट हैंडलिंग) : यदि कोई सदस्य अपनी प्रतिभूतियों के भुगतान दायित्व को पूरा करने में चूक करता है तो सीसीआइएल ऋण की प्रतिभूति श्रृंखला के अंतर्गत प्रतिभूतियां उधार लेकर अथवा अपने एसजीएफ में उपलब्ध प्रतिभूतियों को उपयोग में लाकर अथवा इन प्रतिभूतियों को प्रोप्राइटी होल्डिंग के रूप में उपयोग में लाकर आई हुई कमी को पूरा करता है। यदि प्रतिभूति उपलब्ध न होने के कारण कमी पूरी कर पाना संभव नहीं हो पाता तो सीसीआइएल पूरी न की गई कमी की राशि का आबंटन अपने पूर्व परिभाषित अल्गोरिथम का उपयोग करके करता है। यदि कोई सदस्य फंड भुगतान की देयता में चूक करता है तो सीसीआइएल अपने ऋण श्रृंखला के माध्यम से इस कमी को पूरा करता है। चूककर्ता सदस्य द्वारा अंशदान किया गया मार्जिन भी सहायता के रूप में उपलब्ध रहता है। सीसीआइएल के द्वारा चूककर्ता सदस्य को देय भुगतान भी इस प्रक्रिया के अंश के रूप में रोख रखा जाएगा और यदि चूककर्ता सदस्य अगले दिन के पूर्व विनिर्दिष्ट समय पर कमी को पूरा नहीं कर पाता तो सीसीआइएल के द्वारा सदस्य को देय भुगतान का निपटान कर दिया जाएगा।

स्रोत :

भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड. 2006. तथ्य पुस्तक

5.119 चूंकि सरकारी प्रतिभूतियां बाजार जोखिमों के प्रति उघड़ी होती हैं, अतः रिजर्व बैंक यह सुनिश्चित करने के लिए कि बैंक तथा उसके द्वारा विनियमित निकाय ऐसे जोखिमों के प्रति रक्षा (कवर) प्राप्त करते हैं, मानदंड विनिर्दिष्ट करता रहा है। बाजार जोखिम के लिए पूंजी प्रभार विनिर्दिष्ट करने की दिशा में पहले कदम के रूप में रिजर्व बैंक ने शर्त रखी है कि मार्च 2001 को समाप्त वर्ष से सरकारी प्रतिभूतियों के संबंध में बाजार जोखिम से बचाव के लिए सभी बैंक 2.5 प्रतिशत का जोखिम भार समनुदेशित करें। तथापि, बाद में बैंकों से अपेक्षित था कि वे बासेल मानदंडों के अनुसार बाजार जोखिम के लिए पूंजी प्रभारित करें। तदनुसार बैंकों से अपेक्षित था कि वे मार्च 2005 से एचएफटी श्रेणी के लिए और मार्च 2006 से एएफएस श्रेणी के लिए बाजार जोखिम हेतु पूंजी प्रभार रखें। उनसे अपेक्षित है कि वे प्रत्येक स्थिति के लिए अलग से मूल्य संवदेनशीलता (आशोधित अवधि) की गणना द्वारा ब्याज दर जोखिम के लिए सामान्य बाजार जोखिम प्रभार की पैमाइश करें। पूंजी अपेक्षाएं निरंतर आधार पर अनुरक्षित रखनी हैं और बैंकों से अपेक्षित है कि वे बाजार जोखिमों के प्रति आंतर दिवस (इंट्राडे) एक्सपोजर पर निगरानी और नियंत्रण रखने के लिए जोखिम प्रबंधन प्रणालियां बनाये रखें।

5.120 कुछ दलाल निकायों की मिलीभगत से कुछ को-ऑपरेटिव बैंकों द्वारा भौतिक रूप में सरकारी प्रतिभूतियों के कपटपूर्ण लेनदेन करने के मामले प्रकाश में आने के बाद रिजर्व बैंक ने 7 जून 2003 से को-ऑपरेटिव बैंकों के कार्यकलापों पर कतिपय प्रतिबंध आरोपित किया। तदनुसार भागीदारों से अपेक्षित था कि वे सरकारी प्रतिभूतियों के पोर्टफोलियो संबंधी अपने निवेशों को एसजीएल (रिजर्व बैंक में) अथवा गिल्ट खाते (आरआरबी के मामले में राज्य को-ऑपरेटिव बैंक / पीडी / वित्तीय संस्थाओं / स्पॉन्सर बैंकों में) में अथवा एसएचसीआइएल में अथवा नेशनल सिक्यूरिटी डिपॉजिटरी लिमिटेड (एनएसडीएल) / सेंट्रल डिपॉजिटरी सर्विसेस (इंडिया) लिमिटेड (सीडीएसएल) के डिपॉजिटरी भागीदारों (डीपी) में डीमैटरलाइज्ड खाते, संबंधित संस्था पर निर्भर करता है, में अनिवार्यतया धारित करें। प्रत्येक निकाय को केवल एक गिल्ट खाता अथवा एक डीमैटरलाइज्ड खाता खोलने की अनुमति थी। यदि गिल्ट खाते किसी एससीबी अथवा राज्य को-ऑपरेटिव बैंक में खोले जाते हैं तो खाता धारक के लिए अपेक्षित है कि वह उसी बैंक में अपना एक विनिर्दिष्ट निधि खाता (गिल्ट खाते से संबंधित समस्त लेनदेनों के लिए) खोले। इसके अलावा रिजर्व बैंक द्वारा विनियमित सभी निकायों को प्रतिभूतियों के भौतिक लेनदेनों से वर्जित किया गया था।

सरकारी प्रतिभूति बाजार और ऋण प्रबंधन नीति

5.121 ऋण प्रबंधक के रूप में रिजर्व बैंक की अविचल जिम्मेदारी रही है-रोलओवर जोखिम को ध्यान में रखते हुए लोक ऋण की लागत

को मौद्रिक नीति के समग्र उद्देश्यों के भीतर न्यूनतम रखना, विशेष रूप से सरकारी उधारियों की बाजार निर्धारित लागत की प्रणाली में संक्रमण करने के आलोक में, जो 1990 के दशक से प्रारंभ है।

5.122 एक ओर आर्थिक वृद्धि की उन्नति के लिए अनुकूल ब्याज दरें और दूसरी ओर वित्तीय स्थायित्व सुनिश्चित करने के लिए ऋण प्रबंधक के रूप में रिजर्व बैंक का प्रबंधन कौशल सरकार के घरेलू ऋण की उच्च मात्रा द्वारा बाधित हुई। वित्तीय बाजार में सरकारी ऋण के बड़े स्टॉक के कारण अनिश्चितताएं निर्मित हुईं, अतः रिजर्व बैंक को नब्बे के दशक के पहले आठ वर्षों के दौरान बाजार में थोड़े ही समय के बाद बांड जारी करना पड़ा। इस प्रकार बाजार अभिधारणा और पूर्व घोषित कूपन से बाजारोन्मुखी दरों में संक्रमण करने और साथ ही निवेशक आधार बढ़ाने की आवश्यकता को ध्यान में रखकर अधिकतम परिपक्वता को 20 वर्षों से घटाकर 10 वर्ष तथा न्यूनतम परिपक्वता को 5 वर्षों से घटाकर 2 वर्ष किया गया। इसके परिणामस्वरूप कुल बकाया दिनांकित प्रतिभूतियों के एक अंश के रूप में लघु दिनांकित प्रतिभूतियों (अर्थात् 5 वर्षों तक) का भाग मार्च 1991 और मार्च 1998 के बीच तीव्रता से बढ़ा जबकि 10 वर्षों से अधिक वाली प्रतिभूतियों का भाग घटा।

5.123 रिजर्व बैंक ने 1993-94 और 1997-98 के बीच 91 दिवसीय और 364 दिवसीय नीलामी राजकोष बिलों के निधीयन कार्य की नीति का भी अनुसरण किया जिसमें इन राजकोष बिलों का परिवर्तन उसके धारकों की इच्छानुसार दिनांकित प्रतिभूतियों में किया जाना सम्मिलित है⁹। इस प्रकार के परिवर्तन के माध्यम से राजकोष बिलों की परिपक्वता में विस्तार के चलते सरकार का नकदी प्रवाह व्यवस्थित हो गया। इस तरह बाजार द्वारा धारित अल्पावधि प्रतिभूति को दीर्घकालिक परिपक्वता में लगाया गया। इसके कारण प्रणाली में तीव्र चलनिधि वृद्धि की निरंतर चली आयी समस्या से छुटकारा मिला और अल्पकालिक दरों में उतार-चढ़ाव में कमी आयी।

5.124 1990 के दशक के पूर्वार्ध में सरकारी प्रतिभूतियों की परिपक्वता को लघु करके लागत में कमी करने के उद्देश्य ने अनिवार्य रूप से प्रतिभूतियों, भुनाई और अल्पकालिक निर्गमों के बारंबार रोलओवर के लिए, की तीव्र बंचिंग को प्रोत्साहन दिया। इसने चलनिधि के प्रबंधन में रिजर्व बैंक के लिए समस्याएं खड़ी कीं। भविष्य के भुगतानों के लिए ऐसी बंचिंग न होने देने के प्रयोजनार्थ रिजर्व बैंक ने 1998 से सोची-समझी नीति अपनायी जिसके द्वारा सरकारी ऋण की परिपक्वता प्रोफाइल का प्रसार, पुनर्वित्त जोखिम को कम करने की दृष्टि से, दीर्घकालिक पेपर के निर्गम द्वारा किया जाता था। ऐसा करते समय रिजर्व बैंक को उधार की लागत न्यून करने के निर्णय की तुलना परिपक्वता

⁹ इस प्रकार ऐसा करके पूर्व के वर्षों में किये जा रहे निधीयन कार्य, जिसमें रिजर्व बैंक के द्वारा धारित तदर्थ राजकोष बिलों को बिना परिपक्वता वाली विशेष प्रतिभूतियों में लगाया जाता था, से प्रस्थान कर दिया गया।

प्रोफाइल में प्रसार करने के निर्णय के साथ सावधानीपूर्वक करनी होती थी जिसके कारण ब्याज की लागत में वृद्धि अनिवार्यतः हो सकती थी। तथापि, न्यून मुद्रास्फीति के वातावरण के कारण 1990 के दशक के अंत से 2004-05 तक कम ब्याज दर की स्थितियों ने रिजर्व बैंक को सरकारी प्रतिभूतियों पर प्रतिलाभ घटाने में मदद की और साथ ही साथ अवधि में क्रमिक वृद्धि करके इसे 30 वर्षों तक किया जो 1990 के दशक में दस वर्षों तक चलती रही। इसके कारण संभावित भुनाई के दबाव और पुनर्वित्त जोखिम में कमी आई और इसने लंबी अवधि तक के लिए प्रतिलाभ वक्र विकसित करने में मदद किया।

सरकारी प्रतिभूति बाजार और मौद्रिक नीति

5.125 रिजर्व बैंक द्वारा सरकारी प्रतिभूति बाजार के प्राथमिक और द्वितीयक सेगमेंट को विकसित करने के लिए किए गए उपायों ने बड़े हुए बाजार अभिमुखीकरण को दर्शाने के लिए मौद्रिक नीति फ्रेम वर्क में परिवर्तन करने को सुविधाजनक बनाया है (संलग्नक V.1)। मौद्रिक नियंत्रण की प्रत्यक्ष लिखतों जैसे-रिजर्व अपेक्षाएं और ऋण नियंत्रण की जगह खुला बाजार के कार्यकलाप (ओएमओ) जैसी अप्रत्यक्ष लिखतों पर क्रमशः अधिक ध्यान दिया जाने लगा।

5.126 मौद्रिक नीति के एक सक्रिय औजार के रूप में ओएमओ विकास के लिए सबसे पहली शर्त होती है सरकारी प्रतिभूतियों के लिए एक सुविकसित बाजार जो अंततः मूल्य अभिज्ञान मैकेनिज्म के अस्तित्व पर निर्भर करता है। इस दिशा में उठाया गया पहला कदम 1992 में नीलामी प्रणाली लागू करना था जिसने बाजार से जुड़ी ब्याज दर प्रणाली में संक्रमित होने का संकेत दिया। तदर्थ खजाना बिलों के माध्यम से स्वचालित मौद्रिकीकरण को समाप्त करने और अप्रैल 1997 से अर्थोपाय अग्रिम प्रणाली (डब्ल्यूएमए) लागू करने से सरकारी प्रतिभूतियों के लिए परिचालनात्मक स्वतंत्रता और बृहद बाजार अभिमुखीकरण की प्राप्ति हुई। यद्यपि रिजर्व बैंक के द्वारा न्यागमन / निजी प्लेसमेंट्स के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों का अवशोषण करना जारी रहा, तथापि ये अनिवार्य रूप से बाजार संचालित थे और चलनिधियों की स्थिति में स्थिरता आने के बाद बाजार में इन्हें बेचे जाने के इरादे से इनका संचालन किया जाता था। इस प्रकार आउटराइट ओएमओ के साथ निजी प्लेसमेंट / न्यागमन को सम्मिश्र करने की नीति इसलिए लागू की गई ताकि सरकारी ऋण की ब्याज लागत पर चलनिधि की शर्तों को अस्थायी रूप से कसे जाने के प्रभाव को निष्प्रभावी किया जा सके। ऐसा करना वस्तुतः तदर्थ खजाना बिलों के युग में 'निजी रूप से निर्धारित निजी प्लेसमेंट के विपरीत है जिसके कारण मौद्रिक नीति के संचालन में वस्तुतः प्रबंध कौशल के लिए बहुत कम जगह बच पाती है।

5.127 कई वर्षों के बाद रिजर्व बैंक के पोर्टफोलियो में सरकारी प्रतिभूतियों के निर्मित स्टॉक ने और सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार की सक्रियता ने बड़ी मात्रा में पूंजी के अप्रवाह के प्रभाव

को निष्क्रिय करने के लिए रिजर्व बैंक को प्रभावी रूप से ओएमओ का प्रयोग करने में सक्षम बनाया। रिजर्व बैंक ने तदर्थ और टैप राजकोषीय बिलों के निर्धीयन से निर्मित प्रतिभूतियों, जो विपणन योग्य नहीं हैं, के स्टॉक को विपणन योग्य प्रतिभूतियों में भी परिवर्तित किया और 1997-98 तथा 2002-04 के दौरान देखे गए सशक्त पूंजी अप्रवाह के अवशोषण हेतु ओएमओ की बिक्री प्रभावी की। अतः बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) अप्रैल 2004 में अधिक मजबूत प्रकृति वाली चलनिधि को समेटने के लिए लागू की गई। इस योजना के अंतर्गत केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां और राजकोषीय बिल सामान्य बाजार उधारीकरण कार्यक्रम के अतिरिक्त जारी किए जाते हैं तथा इस प्रकार जुटाए गए संसाधनों को सरकार द्वारा रिजर्व बैंक में रखे गए एक अलग नाम से पहचाने जाने वाले नकद खाते में रखा जाता है, जिसका विनियोजन एमएसएस के अंतर्गत निर्गमों की भुनाई और / अथवा पुनःखरीद के प्रयोजनार्थ किया जाना होता है।

5.128 बतौर निष्कर्ष सुधारों के आरंभिक चरण में सरकारी प्रतिभूति बाजार में मूल्य अभिज्ञान मैकेनिज्म को तरजीह इसलिए दी गई क्योंकि प्रशासित ब्याज दर प्रणाली को छोड़कर नीलामी प्रणाली में संक्रमण हो रहा था। 1990 के मध्य में अधिदेशीय निवेश को कम करने और पारंपरिक निवेशकों द्वारा स्वैच्छिक निवेश को प्रोत्साहन देने पर अधिक ध्यान दिया गया। इस अवधि के दौरान सर्वाधिक समर्पित बाजार मध्यस्थों (पीडी के रूप में) का आगमन हुआ। निवेशकों को लिखतों का विस्तृत मेनू उपलब्ध कराने के लिए कई नवोन्मेष उत्पाद लाए गए। 1990 के दशक के उत्तरार्ध में निवेशक आधार में विस्तार हुआ जिसमें कारपोरेट / मिड सेगमेंट और खुदरा निवेशक सम्मिलित किए गए। द्वितीयक बाजार को विकसित करने के लिए किए गए उपायों में नए बेंचमार्क वाली सरकारी प्रतिभूतियों का विकास जो प्रमुख परिपक्वताओं में प्रतिभूतियों के समेकन द्वारा किया जाता है; विद्यमान ऋणों के पुनर्निर्गम के द्वारा अदलाबदली और चलनिधि में वृद्धि; और अल्प बिक्री लागू करके बाजार कुशलता बढ़ाना सम्मिलित है। रिजर्व बैंक ने हाल के वर्षों में नीलामियों के संचालन के लिए एक कैलेण्डर की घोषणा के द्वारा पारदर्शिता बढ़ाने का उपाय किया है। जोखिममुक्त निपटान और बाजार चलनिधि सुनिश्चित करने के लिए उचित ट्रेडिंग और निपटान आधारभूत संरचना प्रवृत्त की गई है। ऋण की लागत और रोल ओवर जोखिमों को कम करने के ऋण प्रबंधन उद्देश्यों की पूर्ति के लिए रिजर्व बैंक ने कम ब्याज दर की स्थितियों के दौरान परिपक्वता में प्रसार करने की नीति का अनुसरण किया है।

IV. भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार: विश्लेषण और आकलन

5.129 1990 के दशक के प्रारंभ से सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने के लिए किए गए उपायों के प्रभाव के आकलन से यह

सारणी 5.2 : भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार*

संकेतक	1991-92	1995-96	2000-01	2003-04	2004-05	2005-06
1	2	3	4	5	6	7
बकाया स्टॉक (मार्च अंत) (करोड़ रुपए)	76,908	1,69,526	4,53,668	8,24,612	9,29,612	10,32,296
जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बकाया स्टॉक (मार्च अंत) प्रतिशत	11.8	14.3	21.6	29.8	29.7	28.9
टर्नओवर/जीडीपी (प्रतिशत)	—	—	49.7	115.2	56.7	37.9
वर्ष (वर्षों) के दौरान जारी प्रतिभूतियों की औसत परिपक्वता	—	5.70	10.6	14.94	14.13	16.89
वर्ष के दौरान जारी प्रतिभूतियों की भारित औसत लागत (प्रतिशत)	11.78	13.75	10.95	5.71	6.11	7.34
सरकारी प्रतिभूति बाजार में पीडी का हिस्सा # (प्रतिशत)						
क) प्राथमिक बाजार	—	—	—	51.47	52.88	40.36
ख) द्वितीयक बाजार टर्नओवर	—	—	—	23.91	28.24	31.13
* : केंद्रीय सरकार की प्रतिभूतियां	# : केंद्र और राज्य सरकारों से संबंधित					

स्पष्ट होता है कि आकार और चलनिधि दोनों रूपों में बाजार में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। सरकारी प्रतिभूतियों के बकाया स्टॉक में कुल रूप में तथा जीडीपी की तुलना में दोनों तरफ से उल्लेखनीय वृद्धि हुई है जो सरकार की वित्तपोषण संबंधी बढ़ती हुई अपेक्षा के अनुरूप है। व्यापक सहभागिता तथा मूल्य की बेहतर खोज के रूप में प्राथमिक बाजार में उल्लेखनीय परिवर्तन भी देखे गए हैं (सारणी 5.2)।

सरकारी प्रतिभूतियों की मात्रा

5.130 तदर्थ खजाना बिलों को चरणबद्ध रूप से समाप्त करने तथा राज्यों के लिए लघु बचत समाहरणों को उद्दिष्ट करने के साथ केंद्र सरकार अपने घाटे का वित्तपोषण व्यापक तौर पर बाजार के लिए लिये गये उधारों के जरिए कर रही है। तदनुसार, केंद्र सरकार के सकल राजकोषीय घाटे के वित्तपोषण में बाजार उधारों का हिस्सा 1990-91 के लगभग 18 प्रतिशत से बढ़कर 2005-06 में 70 प्रतिशत हो गया। तथापि राज्य सरकारों के सकल राजकोषीय घाटे के वित्तपोषण में बाजार उधारों के हिस्से में, लघु बचत जैसे वित्तपोषण के अन्य स्रोतों की उपलब्धता के कारण अल्प वृद्धि हुई। फलस्वरूप, केंद्र तथा राज्यों के संयुक्त सकल राजकोषीय घाटे के लगभग 46 प्रतिशत का वित्तपोषण 2005-06 में बाजार उधारों द्वारा किया गया जबकि इसकी तुलना में 1990-91 में यह लगभग 20 प्रतिशत था। तदनुसार, कुछ वर्षों में केंद्र तथा राज्य सरकार दोनों की प्रतिभूतियों के बकाया स्टॉक में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। 2004-05 से बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) कार्यान्वित किए जाने से भी हाल के वर्षों में बकाया सरकारी प्रतिभूतियों में वृद्धि हुई है (सारणी 5.3)।

परिपक्वता की अवधि को बढ़ाना

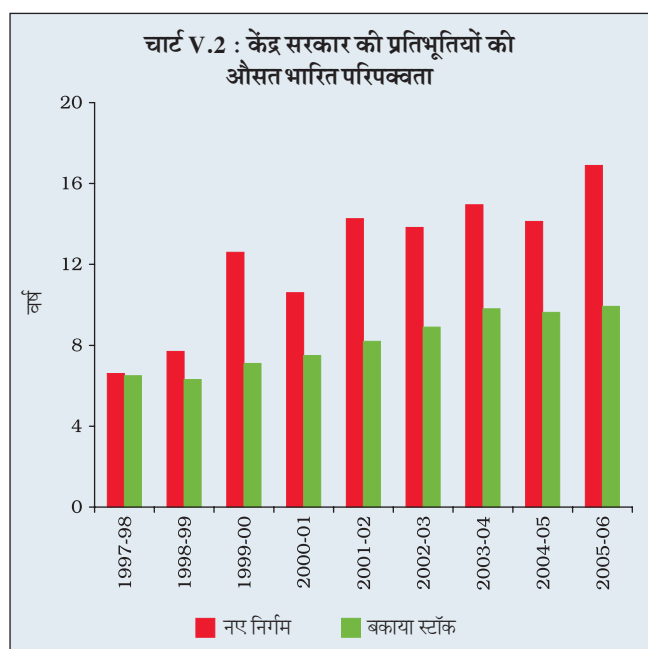
5.131 विवेकपूर्ण ऋण प्रबंधन नीति के भाग के रूप में रिज़र्व बैंक ने दीर्घतर परिपक्वता वाली प्रतिभूतियां जारी करके परिपक्वता अवधि में वृद्धि की है। केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गमों की भारित औसत परिपक्वता 1997-98 के 6.6 वर्ष की तुलना में बढ़कर चालू दशक की पहली छमाही में 14-15 वर्ष हो गई है। इस पैटर्न को देखते हुए, सरकारी प्रतिभूतियों के बकाया स्टॉक की भारित औसत परिपक्वता मार्च 1998 के अंत के 6.5 वर्ष से बढ़कर मार्च 2006 के अंत में 9.9 वर्ष हो गई है (चार्ट V.2)।

सारणी 5.3 : केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों का बकाया स्टॉक

(करोड़ रुपए)

मार्च अंत	केंद्र	राज्य	संयुक्त
1	2	3	4
1991	70,377	15,644	86,021
1992	76,909	18,971	95,879
1993	81,693	23,646	1,05,339
1994	1,10,581	26,087	1,36,668
1995	1,37,515	31,208	1,68,723
1996	1,69,526	37,931	2,07,457
1997	1,92,893	43,582	2,36,475
1998	2,49,024	50,828	2,99,852
1999	3,11,605	61,531	3,73,136
2000	3,81,881	73,885	4,55,766
2001	4,53,668	86,765	5,40,433
2002	5,36,324	1,04,026	6,40,350
2003	6,74,203	1,33,090	8,07,293
2004	8,24,612	1,79,465	10,04,077
2005	9,29,612	2,35,172	11,64,784

सरकारी प्रतिभूति बाजार



5.132 सरकारी प्रतिभूतियों की परिपक्वता बढ़ाने की नीति के अनुसरण में प्रतिभूतियों की अधिकतम परिपक्वता बढ़ाकर 2001-02 में 25 वर्ष तथा 2002-03 में उसे और बढ़ाकर 30 वर्ष कर दिया गया है। 20 वर्ष तथा अधिक की अवशिष्ट परिपक्वता वाली दीर्घकालिक प्रतिभूतियां 1998-99 में 32 निर्गमों में से मात्र 2 प्रतिभूतियां थीं, जो बढ़कर 2005-06 में 12 प्रतिभूतियां हो गईं, जो बीमा कंपनियों और पेंशन निधियों के बीच इन प्रतिभूतियों की बढ़ती हुई मांग को दर्शाता है। 2002-03 में जारी की गई प्रतिभूतियों की भारत औसत परिपक्वता में थोड़ी गिरावट आई जिसका मुख्य कारण था औसतन 9.3 वर्ष की अवधि के लिए परिपक्वता तुलित आधार पर विदेशी ऋण की पूर्व चुकौती के लिए प्रतिभूतियों का निर्गम। कारगर ऋण प्रबंधन के उद्देश्य के अलावा, निवेशकों, विशेष रूप से बीमा कंपनियों जैसे बैंकेतर निवेशकों, के प्रतिसाद को ध्यान में रखते हुए परिपक्वता अवधि भी बढ़ा दी गई। दस वर्ष से अधिक परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों का हिस्सा 2005-06 के दौरान हुए कुल निर्गमों का 74 प्रतिशत था, जबकि 5 वर्ष से कम परिपक्वता अवधि वाली जारी की गई प्रतिभूतियों का हिस्सा नगण्य था (सारणी 5.4)।

5.133 प्राथमिक निर्गमों की परिपक्वता अवधि में हुई वृद्धि को दर्शाते हुए बकाया सरकारी प्रतिभूतियों की संरचना में, 1998-99 से कुल बकाया स्टॉक में 10 वर्ष से अधिक परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों के हिस्से में तीव्र वृद्धि के साथ, रूपांतरण हुआ है (सारणी 5.5)। परिपक्वता अवधि बढ़ने से दीर्घतर सीमा के लिए आय वक्र के निर्माण में मदद मिली है।

सारणी 5.4 : वर्ष के दौरान जारी केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की परिपक्वता प्रोफाइल

(कुल का प्रतिशत)

वर्ष	5 वर्ष के भीतर	5-10 वर्ष	10 वर्ष से ऊपर
1	2	3	4
1997-98	18	82	0
1998-99	18	68	14
1999-00	0	35	65
2000-01	6	41	53
2001-02	2	24	74
2002-03	0	36	64
2003-04	5	18	77
2004-05	4	19	77
2005-06	0	26	74

प्राथमिक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों पर आय

5.134 परिपक्वता बढ़ाने की प्रक्रिया को कम ब्याज दर के युग, जो चालू दशक के प्रथमार्ध में प्रचलित था, द्वारा सुकर बनाया गया। इसने सरकारी घाटे के वित्तपोषण के लिए जुटाए गए संसाधनों की लागत को कम किया। भारत औसत आय, जो 1996-97 से कम होना शुरू हुई, 2003-04 तक घटकर केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों के लिए क्रमशः 5.7 प्रतिशत तथा 6.1 प्रतिशत हो गई (सारणी 5.6)।

5.135 तथापि, सरकारी प्रतिभूतियों पर भारत औसत आय ने 2004-05 में बढ़त दिखाई तथा 2005-06 में उसमें वृद्धि जारी रही। ऐसा अंतर्राष्ट्रीय तेल कीमतों में बनी हुई अनिश्चितता, वैश्विक ब्याज दर चक्र में वृद्धि, देशी वृद्धि में उछाल तथा देशी मुद्रास्फीति में वृद्धि के कारण ब्याज दरों में वृद्धि के फलस्वरूप हुआ। जैसी ऊपर चर्चा की जा

सारणी 5.5 : केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के बकाया स्टॉक की परिपक्वता प्रोफाइल

(कुल का प्रतिशत)

वर्ष	5 वर्ष के भीतर	5 और 10 वर्ष के बीच	10 वर्ष से ऊपर
1	2	3	4
1990-91	8.6	5.6	85.8
1991-92	7.4	16.8	75.8
1992-93	8.1	14.2	77.8
1993-94	21.4	22.3	56.3
1994-95	25.3	27.4	47.3
1995-96	38.3	30.3	31.3
1996-97	45.2	29.0	25.8
1997-98	41.0	40.8	18.2
1998-99	41.4	42.4	16.1
1999-00	37.5	38.7	23.9
2000-01	35.0	39.3	25.7
2001-02	30.6	35.6	33.8
2002-03	26.4	34.7	39.0
2003-04	22.4	30.9	46.6
2004-05	23.8	30.5	45.7
2005-06	23.8	29.8	46.5

सारणी 5.6 : सरकारी प्रतिभूतियों पर भारित औसत ब्याज दर

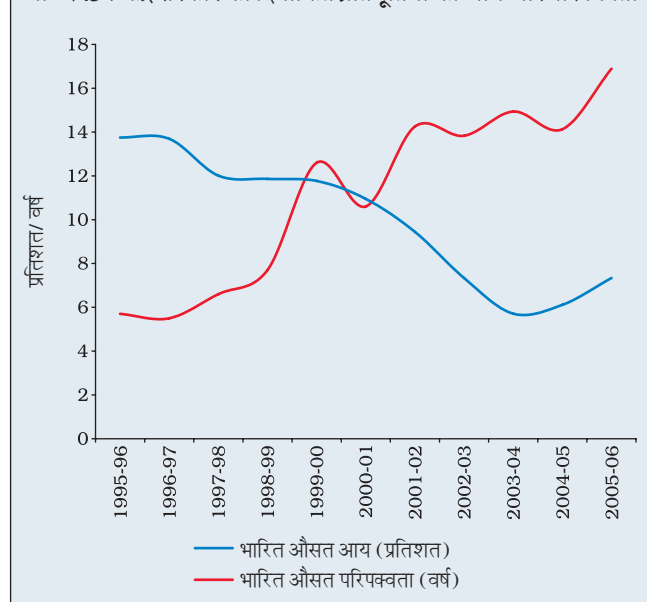
वर्ष	केंद्र	राज्य
1	2	3
1990-91	11.4	11.5
1991-92	11.8	11.8
1992-93	12.5	13.0
1993-94	12.6	13.5
1994-95	11.9	12.5
1995-96	13.8	14.0
1996-97	13.7	13.8
1997-98	12.0	12.8
1998-99	11.9	12.4
1999-00	11.8	11.9
2000-01	11.0	11.0
2001-02	9.4	9.2
2002-03	7.3	7.5
2003-04	5.7	6.1
2004-05	6.1	6.4
2005-06	7.3	7.6

चुकी है, मुख्यतः उत्साहजनक निवेशक प्रतिसाद के कारण प्राथमिक निर्गमों की औसत परिपक्वता में वृद्धि हुई (चार्ट V.3)।

बाजार का विकास

5.136 आरंभ से ही सरकारी प्रतिभूतियों के लिए कारगर व सक्रिय बाजार विकसित करना आर्थिक सुधारों के ऋण प्रबंधन परिचालनों का मुख्य उद्देश्य रहा है। इस उद्देश्य को प्राप्त करने के लिए किए गए उपायों के मोटे तौर पर ये उद्देश्य थे - सहभागिता आधार को व्यापक करना, लिखतों का विशाखीकरण तथा ट्रेडिंग, समाशोधन और निपटान प्रणालियों के रूप में बाजार संबंधी मूलभूत सुविधा का विकास करना।

चार्ट V.3 : केंद्र सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों की आय और परिपक्वता



प्राथमिक व्यापारी

5.137 प्राथमिक नीलामीकृत स्टॉक के बेहतर वितरण को सुकर बनाकर तथा द्वितीयक बाजार में चलनिधि उपलब्ध कराकर प्राथमिक व्यापारी प्रणाली ने सरकारी प्रतिभूतियों के विकास को आगे बढ़ाया है (सारणी 5.7)। तथापि, बीमा कंपनियों द्वारा, विशेष तौर पर दीर्घावधि प्रतिभूतियों में, तथा बैंकों द्वारा बोली लगाने में अधिक दिलचस्पी दिखाने के कारण हाल की अवधि में प्राथमिक निर्गमों में प्राथमिक व्यापारियों के हिस्से में गिरावट आई है।

लिखतों का विशाखीकरण

5.138 जैसा पहले संकेत किया गया है, प्रतिभागियों की विविध निधीयन तथा बचाव संबंधी आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए लिखतों के विशाखीकरण के लिए जो उपाय किए गए उनमें शून्य कूपन बांड, पूंजी सूचकांकित बांड, चल दर बांड, और 'काल' एवं 'पुट' विकल्पों सहित बांड जारी करना शामिल हैं। 1990 के दशक के मध्य में शून्य कूपन बांडों की नीलामी के प्रति बाजार का आरंभिक प्रतिसाद उत्साहजनक था और प्राप्त बोलियों का मूल्य अधिसूचित राशि के दुगुने से भी अधिक था। तथापि, 7 अक्टूबर 1996 को की गई अंतिम नीलामी में न्यून अभिदान मिला जिसके परिणामस्वरूप प्राथमिक व्यापारियों और रिजर्व बैंक पर आंशिक अंतरण हुआ। अन्य नए उत्पादों के प्रति बाजार का प्रतिसाद उत्साहहीन रहा, जिसके फलस्वरूप ऐसी लिखतें रुक-रुक कर जारी की गईं। हाल ही में 6 नवम्बर 2001 तथा 9 अक्टूबर 2004 के बीच 10 निर्गमों सहित एफआरबी को दुबारा लागू किया गया। तथापि, अंतिम दो एफआरबी आंशिक रूप से रिजर्व बैंक तथा प्राथमिक व्यापारियों पर अंतरित होने के साथ की मात्रा कम हो गई।

सारणी 5.7 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की भूमिका

वर्ष	प्राथमिक अभिदान में हिस्सा	टर्नओवर में हिस्सा (तत्काल)	पीडी की कुल आस्तियों में सरकारी प्रतिभूतियों का हिस्सा
1	2	3	4
2001-02	65.01	27.70	79.8
2002-03	58.49	26.99	83.9
2003-04	51.47	23.91	82.2
2004-05	52.88	28.24	71.5
2005-06	40.36	31.13	60.9

नोट: आंकड़ों में डिवोल्वमेंट शामिल नहीं है लेकिन एमएसएस और गैर-प्रतियोगी बोलियां शामिल हैं।

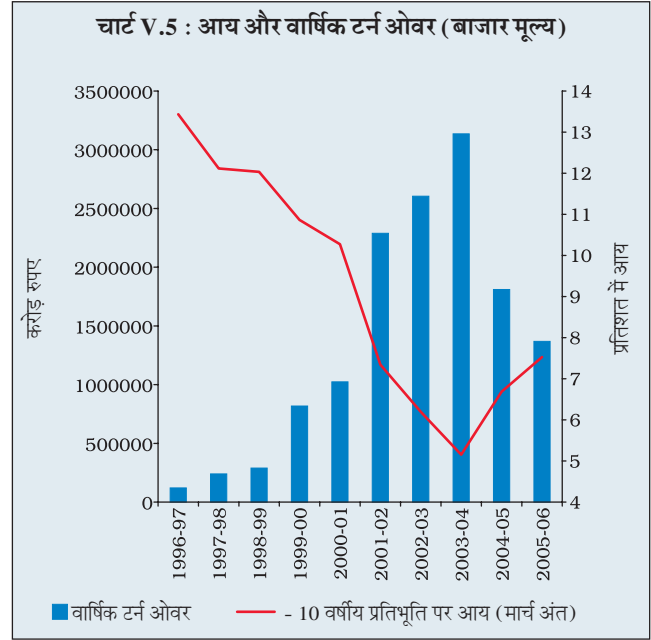
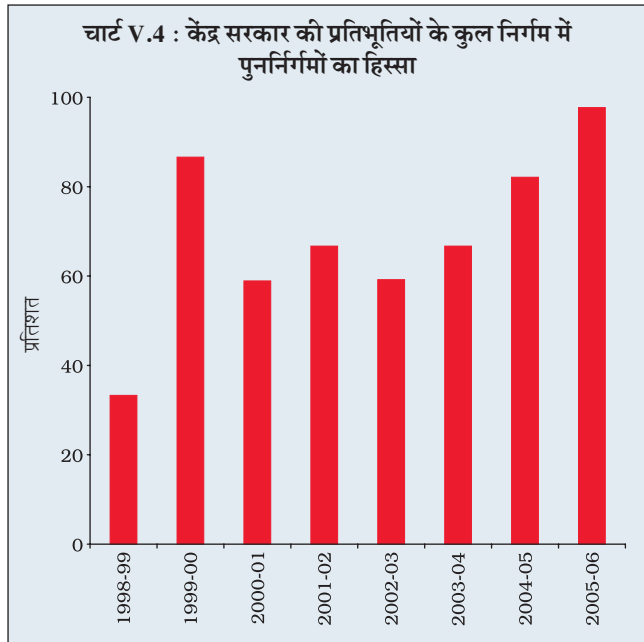
ऋण का समेकन

5.139 मूल्य की बेहतर खोज के लिए बाजार के विकास का एक प्रमुख मुद्दा प्रतिभूतियों की तरलता है। यह देखा गया कि बड़ी संख्या ने बकाया प्रतिभूतियों के संसार में सिर्फ कुछ प्रतिभूतियों की द्वितीयक बाजार में सक्रिय रूप से ट्रेडिंग होती है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के द्वितीयक खंड में चलनिधि बढ़ाने की दृष्टि से रिजर्व बैंक वर्तमान प्रतिभूतियों को दुबारा जारी करने के माध्यम से निष्क्रिय समेकन की नीति का अनुसरण कर रहा है। 2005-06 के दौरान कुल प्रतिभूतियों में पुनः निर्गमित प्रतिभूतियों का हिस्सा 97.7 प्रतिशत था (चार्ट V.4)।

5.140 जुलाई 2003 में शुरू की गई ऋण पुनःखरीद योजना के तहत सरकारी प्रतिभूतियों के सक्रिय समेकन के लिए भी प्रयास किया जा रहा है। इस योजना के तहत, पारदर्शी आधार पर निर्धारित प्रीमियम का प्रस्ताव करके 14,434 करोड़ रुपए के अंकित मूल्य की सरकारी प्रतिभूतियों की पुनःखरीद की गयी तथा पूर्वघोषित तरीके से समान अंकित मूल्य की चार वर्तमान प्रतिभूतियों को पुनः जारी किया गया। पुनः खरीद की गई प्रतिभूतियों का बाजार मूल्य 19,394 करोड़ रुपए हो गया।

सरकारी प्रतिभूति बाजार में पण्यवर्त

5.141 विकासात्मक उपाय करने के फलस्वरूप, सरकारी प्रतिभूति बाजार के द्वितीयक खंड में लेनदेनों की मात्रा पिछले दशक में कई गुना बढ़ गई। तथापि, ब्याज दर में गिरावट आने पर बाजार सक्रिय और तरल थे परंतु दरों में वृद्धि होने पर वे निस्तेज और अतरल हो गए। उसके फलस्वरूप हाल के वर्षों में पण्यवर्त में कमी हो गई (चार्ट V.5)।

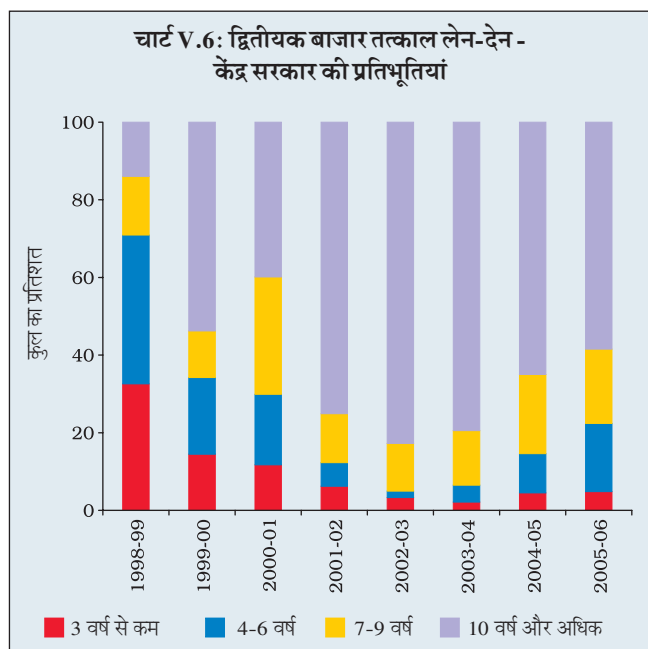


5.142 सरकारी प्रतिभूतियों का ट्रेडिंग पैटर्न यह दर्शाता है कि ट्रेडिंग संबंधी अधिकांश कार्यकलाप केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में होता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के वार्षिक पण्यवर्त में राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों का हिस्सा 2003-04 के पूर्व 1 प्रतिशत से कम था, जबकि बकाया सरकारी प्रतिभूतियों में उनका हिस्सा 16-17 प्रतिशत के आसपास था। तथापि, कुल पण्यवर्त में राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों का हिस्सा सुधर कर 2004-05 में लगभग 3 प्रतिशत हो गया (सारणी 5.8)।

5.143 ट्रेडिंग पैटर्न की एक और विशेषता यह है कि ट्रेडिंग अधिकांशतः 10 वर्ष से अधिक परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों में सकेन्द्रित था (चार्ट V.6)। तथापि, 2004-05 और 2005-06 में सरकारी प्रतिभूति बाजार में पूर्ण लेनदेनों में गिरावट आई है, विशेषकर 10 वर्ष से अधिक की प्रतिभूतियों के बारे में। उस अवधि

सारणी 5.8 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में वार्षिक टर्नओवर

वर्ष	(करोड़ रुपए)			(कुल (प्रतिशत) में हिस्सा)	
	केंद्र	राज्य	केंद्र और राज्य	केंद्र	राज्य
1	2	3	4	5	6
1998-99	2,83,334	3,032	2,86,366	98.9	1.1
1999-00	8,15,075	7,357	8,22,432	99.1	0.9
2000-01	10,13,470	5,900	10,19,370	99.4	0.6
2001-02	22,63,781	12,135	22,75,916	99.5	0.5
2002-03	25,77,170	18,016	25,95,186	99.3	0.7
2003-04	31,43,646	32,563	31,76,209	99.0	1.0
2004-05	17,70,446	52,929	18,23,375	97.1	2.9
2005-06	13,47,009	40,139	13,87,148	97.1	2.9



में 4-6 वर्ष की परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों के बारे में एकमुश्त लेनदेन में वृद्धि हुई।

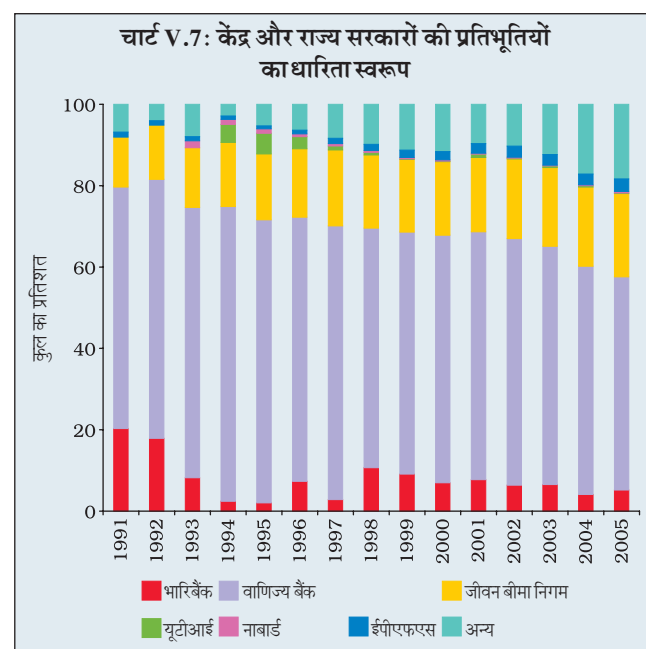
5.144 ट्रेडिंग की कुल मात्रा में दीर्घतर परिपक्वतावाली प्रतिभूतियों के हिस्से में आई गिरावट का कारण था - ब्याज दरों में सामान्य वृद्धि तथा फलस्वरूप अल्पावधि प्रतिभूतियों के लिए भागीदारों की तरजीह में बदलाव। बढ़ती ब्याज दर के परिदृश्य में, प्रतिभागी लघुतर अवधि के बांडों में निवेश कर अवधि को कम करना पसंद करते हैं जो ट्रेडिंग संबंधी कार्यकलाप को आय वक्र के लघुतर खंड की ओर अधिक मुड़ जाता है। इसने नीति में परिवर्तन को भी दर्शाया, जिससे 2 सितंबर 2004 से बैंकों को 'परिपक्वता तक धारित' (एनडीएम) श्रेणी के तहत कुल निवेश के 25 प्रतिशत की सीमा को पार करने की अनुमति दी गई बशर्ते अतिरिक्त में सिर्फ एमएलआर प्रतिभूतियां हों तथा एचटीएम श्रेणी में धारित कुल एसएलआर प्रतिभूतियां उनकी मांग और मीयादी देयताओं के 25 प्रतिशत से अधिक न हों। इसे सुकर बनाने के लिए बैंकों को अनुमति दी गयी कि वे एक बार के उपाय के रूप में 2004-05 के दौरान एचटीएम श्रेणी में एलएलआर प्रतिभूतियों को अंतरित कर दें। आय वक्र के दीर्घतर छोर पर कार्यकलाप में गिरावट आना भी कुल सरकारी प्रतिभूतियों में भविष्य निधियों एवं बीमा कंपनियों जैसे 'खरीदो और रखे रहो' निवेशकों के हिस्से में वृद्धि का कारण हो सकता है।

5.145 प्रतिभूतिगत विश्लेषण यह संकेत करता है कि जिन प्रतिभूतियों में सक्रिय रूप से ट्रेडिंग होती है उनकी संख्या कुल बकाया प्रतिभूतियों की संख्या की तुलना में बहुत कम है। दिसंबर 2006 के अंत में, केंद्र सरकार की 102 प्रतिभूतियां थीं तथा उनकी कुल बकाया राशि 10,55,703 करोड़

रूप थी। इनमें से 10,000 करोड़ रुपये और अधिक के बकाया निर्गमों वाली 46 प्रतिभूतियां कुल बकाया राशि का 77 प्रतिशत थीं। कुल बकाया के प्रति पण्यवर्त अनुपात तेजी से गिरकर 2005-06 में 1.1 रह गया जबकि 2003-04 में यह 3 से अधिक था। दैनिक आधार पर मुश्किल से 10-12 प्रतिभूतियों में ट्रेडिंग होती थी, जिनमें से सक्रिय रूप से ट्रेडिंग वाली प्रतिभूतियों की संख्या 4-5 थी। बाजारों में सक्रिय ट्रेडिंग के बिना, आय वक्र में बल पड़ जाता है और इस प्रकार प्रतिभूतियों का मूल्यन कठिन हो जाता है। इससे ऐसी स्थिति भी आती है जहां एकसमान परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों की अलग-अलग आय पर और कुछ अवसरों पर व्यापक अंतरल प्रीमियम के साथ ट्रेडिंग होती है।

सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता का पैटर्न

5.146 सरकारी प्रतिभूतियों के स्वामित्व के पैटर्न से ऐसा लगता है कि हाल की अवधि में सहकारी बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों, म्यूच्युअल फंडों और गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के आने से निवेशक आधार विशाखीकृत हुआ है। 100 प्रतिशत गिल्ट म्यूच्युअल फंड आने से खुदरा निवेशक आधार व्यापक हुआ है। फलस्वरूप, बकाया सरकारी प्रतिभूतियों में 'अन्य' श्रेणी का हिस्सा बढ़ गया, विशेषतः हाल के वर्षों में (चार्ट V.7)। तथापि, वाणिज्य बैंकों एवं भारतीय जीवन बीमा निगम के पास सरकारी स्टॉक का सबसे बड़ा हिस्सा बना रहा। केंद्र तथा राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों में जीवन बीमा निगम की धारिता का हिस्सा निरंतर बढ़कर मार्च 1999 के अंत के 17.9 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2005 के अंत में 20.5 प्रतिशत हो गया। दूसरी ओर, वाणिज्य बैंकों की धारिता के हिस्से में 2001-02 से नियमित रूप से गिरावट आई।



5.147 वाणिज्य बैंकों की सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता सांविधिक चलनिधि अनुपात की अपेक्षा के अलावा, ब्याज दर में हुए परिवर्तनों द्वारा चालित थी। वित्तीय सुधारों के अंग के रूप में, बैंकों के लिए सांविधिक चलनिधि अनुपात संबंधी अपेक्षा फरवरी 1992 के 38.5 प्रतिशत के शिखर से क्रमिक रूप से घटकर अक्टूबर 1997 तक 25 प्रतिशत हो गई। तथापि, बैंकों ने 1998-99 से 2002-03 तक की अवधि में निवल मांग और मीयादी देयताओं का औसतन 37.3 प्रतिशत एसएलआर बनाये रखा। ब्याज दरों में गिरावट तथा ऋण की अल्प मांग के कारण बैंकों ने एसएलआर प्रतिभूतियों में निवेश करना आकर्षक पाया। तथापि हाल के वर्षों में ब्याज दर में वृद्धि तथा ऋण की मांग में वृद्धि के कारण हाल के वर्षों में सरकारी प्रतिभूतियों में परिसमाप्त अतिरिक्त निवेश तथा वृद्धिशील निवेश को प्रतिबंधित रखा। इस प्रकार अब वाणिज्य बैंकों द्वारा धारित एसएलआर प्रतिभूतियां 25 प्रतिशत की निर्धारित सीमा के काफी निकट हैं (चार्ट V.8)।

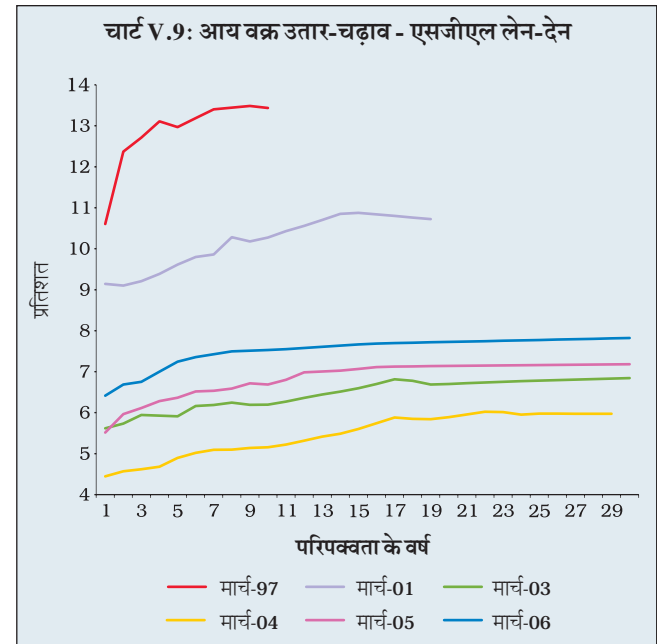
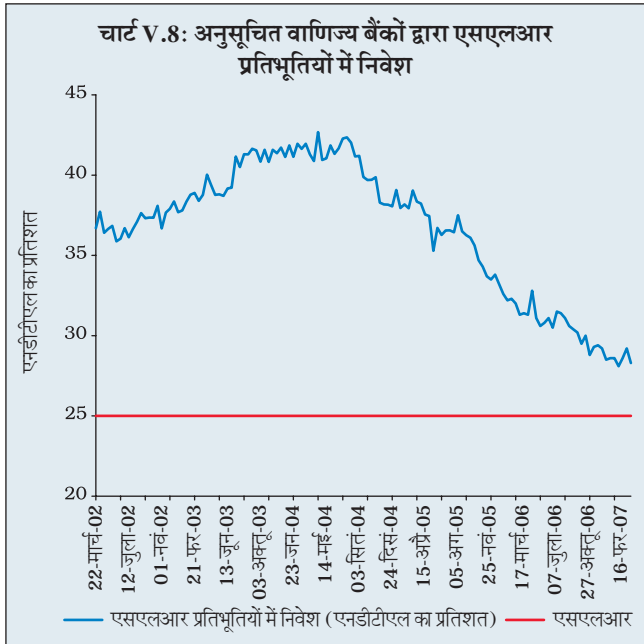
आय वक्र

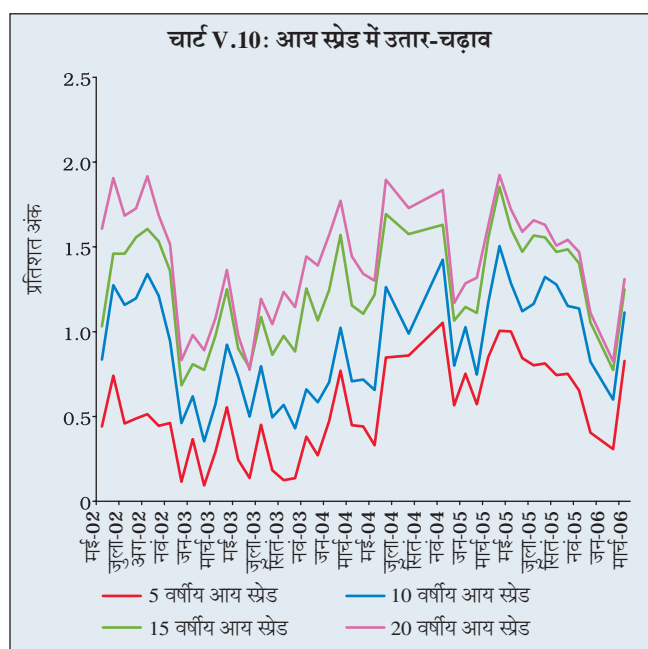
5.148 1990 के दशक के मध्य में परिपक्वता पैटर्न को लंबा करने की आवश्यकता महसूस की गई परंतु निवेशकों ने बाजार की अनिश्चितता के कारण अल्पावधि परिपक्वता को तरजीह दिया। मुद्रास्फीति संबंधी स्थितियां स्थिर होने पर, सही अनुपात में दीर्घावधि और अल्पावधि प्रतिभूतियों, जो जारीकर्ता और निवेशकर्ता दोनों की पसंद के उपयुक्त हैं, को जारी करके 1990 के दशक के अंत से आय वक्र को लम्बा करने की रणनीति का अनुसरण किया गया है। तथापि, भारत में आयवक्र आम तौर पर सपाट रहा है। नीतिगत दरों में परिवर्तन के प्रति अल्पावधि दरों का प्रतिसाद त्वरित तथा दीर्घावधि दरों की

तुलना में अधिक मुखर है जो नीति में हुए परिवर्तनों के ऊर्मिल प्रभाव को प्रतिबिंबित करता है। 2002-03 के दौरान, रिपो दर में कटौती, नियंत्रित ब्याज दरों में कटौती तथा अमरीका की ब्याज दरों में और कटौती की आशा के फलस्वरूप चलनिधि की स्थिति तथा आय के नीचे की ओर झुकाव में नरमी आई। तथापि, आय में कमी कम ब्याज दरों की अवधि में दीर्घकाल में सक्रिय ट्रेडिंग के कारण, अल्प छोर की तुलना में परिपक्वता के दीर्घ छोर में अधिक थी। इसके फलस्वरूप आयवक्र सपाट हो गया। वस्तुतः ऐसे मौके आए जब कुछ परिपक्वताओं के बारे में आयवक्र व्युत्क्रमित हो गया (चार्ट V.9)।

5.149 आय वक्र के आकार में अस्थिरता को दर्शाते हुए, विभिन्न परिपक्वताओं के बीच आय स्प्रेड में अस्थिरता दिखायी दी। बाजार में ईराक युद्ध की अनिश्चितता की प्रधानता होने पर, जनवरी-फरवरी 2003 में 1 वर्षीय और 5 वर्षीय बेंचमार्क प्रतिभूतियों के बीच आय स्प्रेड गिरकर 9 आधार अंक हो गयी। 1-वर्षीय बेंचमार्क प्रतिभूतियों से लेकर सभी परिपक्वताओं में आय स्प्रेड मई 2004 तक गिरती ब्याज दर की अवस्था में कम बने रहे तथा आय में वृद्धि के साथ उसके बाद उनमें वृद्धि हुई (चार्ट V.10)।

5.150 2002-03 में 30 वर्षीय पत्र जारी होने पर, आय वक्र दीर्घतर काल के लिए बना है, यद्यपि यह लंबे समय के बाद तरल नहीं रहता। तथापि, भारत में आय वक्र अभी भी विकास के शैशावावस्था में है तथा तरलता सिर्फ कुछ परिपक्वता कालखंडों तक सीमित है। तथापि, प्रमुख परिपक्वताओं में प्रतिभूतियों को जारी करने/पुनः जारी करने का कार्य इस तरह से किया जा रहा है ताकि तरल और भरोसेमंद जोखिममुक्त बेंचमार्क के रूप में आय वक्र को विकसित किया जा सके।





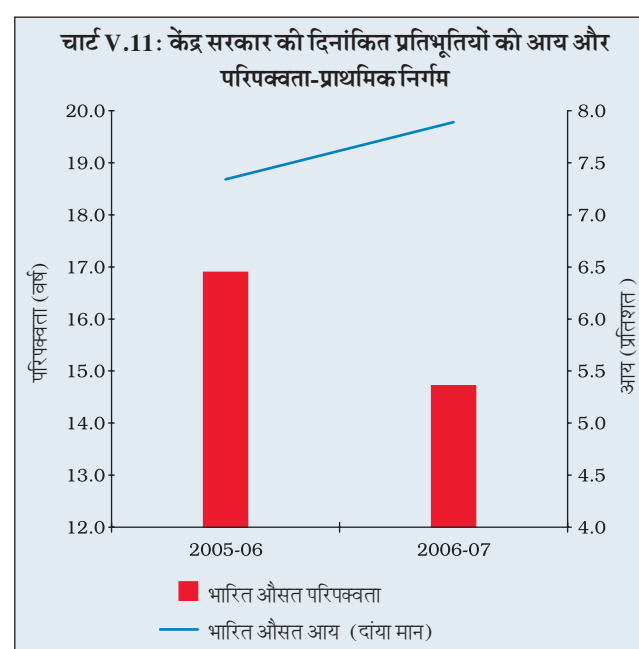
एफआरबीएम की शर्तें तथा बाजार परिचालन

5.151 एफआरबीएम अधिनियम, 2003 में किए गए अनुबंध के अनुसार रिजर्व बैंक ने 1 अप्रैल 2006 से केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के लिए प्राथमिक बाजार में भाग लेना बंद कर दिया। सभी प्रणाली में निर्बाध अंतरण सुनिश्चित करने के लिए, रिजर्व बैंक ने ट्रेडिंग/निपटान और संस्थागत मूलभूत संरचना में सुधार लाते हुए बाजार को गंभीर, व्यापक और अधिक तरल बनाने के लिए कई उपाय किए हैं। जून और जुलाई 2006 में की गयी नीलामी में, चलनिधि की स्थितियों एवं निवेशक मांग को हिसाब में लेते हुए अधिसूचित राशि को बदल दिया गया। अतिरिक्त चलनिधि के अवशोषण के लिए जून 2006 में अतिरिक्त निर्गम भी किया गया। फलस्वरूप, 2006-07 की पहली छमाही में निर्गम की मूलराशि रिजर्व बैंक के परामर्श से भारत सरकार द्वारा जारी संकेतक सूची के अनुरूप थी। तथापि, 2006-07 की दूसरी छमाही में, 12 जनवरी 2007 को होने वाली 10 वर्षीय खंड की अनुसूचित नीलामी को निरस्त कर दिया गया तथा सरकार की उधार संबंधी अपेक्षाओं को संशोधित करने के बाद मार्च 2007 में हुई नीलामी की अधिसूचित राशि को कम कर दिया गया। वर्ष के दौरान, 33 प्रतिभूतियां जारी की गईं। इनमें से 30 प्रतिभूतियाँ पुनर्निर्गम थीं, जबकि संबंधित खंडों में बेंचमार्क प्रदान करने के लिए 10 वर्ष, 15 वर्ष और 30 वर्ष की परिपक्वताओं वाली नई प्रतिभूतियाँ थीं। 2006-07 के दौरान दिनांकित प्रतिभूतियों का कुल निर्गम 1,46,000 करोड़ रुपए था जो पिछले वर्ष जुटाए गए 1,27,000 करोड़ रुपए से अधिक था। 2006-07 में दिनांकित प्रतिभूतियों की भारत औसत परिपक्वता 14.72 वर्ष थी जो पिछले वर्ष के 16.90 वर्ष की तुलना में कम थी। दूसरी ओर, 2006-07 में जारी दिनांकित प्रतिभूतियों की भारत औसत

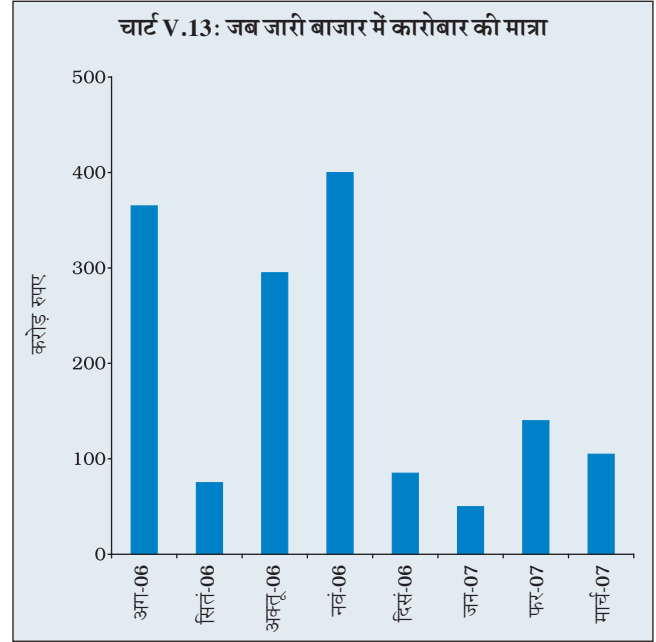
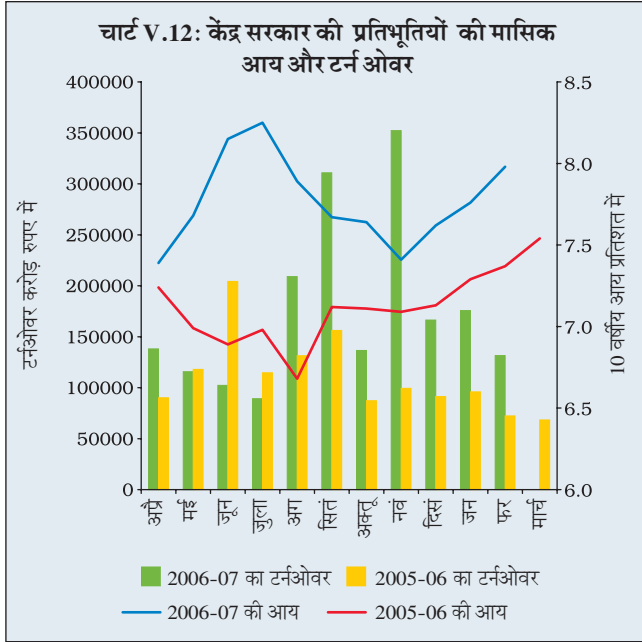
आय पिछले वर्ष के 7.34 प्रतिशत से बढ़कर 7.89 प्रतिशत हो गई (चार्ट V.11)।

5.152 प्राथमिक व्यापारी प्रणाली अप्रैल 2006 से निर्बाध रूप में संशोधित योजना में अंतरित हो गई। 2006-07 के दौरान, दिनांकित प्रतिभूतियों में प्राथमिक व्यापारियों का हिस्सा पिछले वर्ष के 31 प्रतिशत से थोड़ा बढ़कर 32 प्रतिशत हो गया जो मुख्यतः आय में गिरावट के कारण बैंकों द्वारा कम बोली लगाने को दर्शाता है। नीलामी खजाना बिलों (एमएसएस के तहत जारी बिलों सहित) में उनका हिस्सा, पिछले वर्ष के 35 प्रतिशत की तुलना में अधिसूचित राशि का 34 प्रतिशत था। इस प्रकार, 2006-07 के दौरान प्राथमिक अभिदानों में प्राथमिक व्यापारियों का हिस्सा कमोबेश पिछले वर्ष जैसा ही था।

5.153 द्वितीयक बाजार ने आय बढ़ने के बावजूद पिछले वर्ष की तुलना में 2006-07 (फरवरी 2007 तक) के दौरान कामकाज में वृद्धि दर्शायी। माह के अंत की आय, जो जुलाई 2006 में शिखर पर पहुँच गई थी, नवंबर 2006 तक नीचे आ गई। चलनिधि की सख्त स्थिति, मुद्रास्फीति में वृद्धि और एसएलआर के बारे में एनडीटीएल के 25 प्रतिशत की निर्धारित निचली सीमा हटाने संबंधी अध्यादेश प्रख्यापित करने को दर्शाते हुए बाद में आय में वृद्धि हुई। फरवरी 2007 तक कुल पण्यावर्त 19,27,465 करोड़ रुपए था जो पिछले वर्ष की उसी अवधि की तुलना में 52.9 प्रतिशत की वृद्धि दर्शाता है। फरवरी 2007 के अंत में 10 वर्ष की परिपक्वता पर आय 7.98 प्रतिशत थी जो पिछले वर्ष की तुलना में 61 आधार अंक अधिक थी (चार्ट V.12)।



सरकारी प्रतिभूति बाजार



‘जब जारी’ बाजार

5.154 रिजर्व बैंक ने ‘जब जारी’ बाजार में ट्रेडिंग संबंधी दिशानिर्देश 3 मई 2006 को जारी किए। 1 से 8 अगस्त 2006 के कैलेंडर सप्ताह में केंद्र सरकारी की प्रतिभूतियों की नीलामी के साथ ‘जब जारी’ बाजार में वास्तविक ट्रेडिंग शुरू हुई। तथापि, ‘जब जारी’ बाजार में ट्रेडिंग की मात्रा नगण्य रही है (चार्ट V.13)। एसएलआर में कटौती तथा चलनिधि के समग्र दबावों की प्रत्याशा में हाल के महीनों में मात्रा में प्रतिकूल प्रभाव पड़ा है।

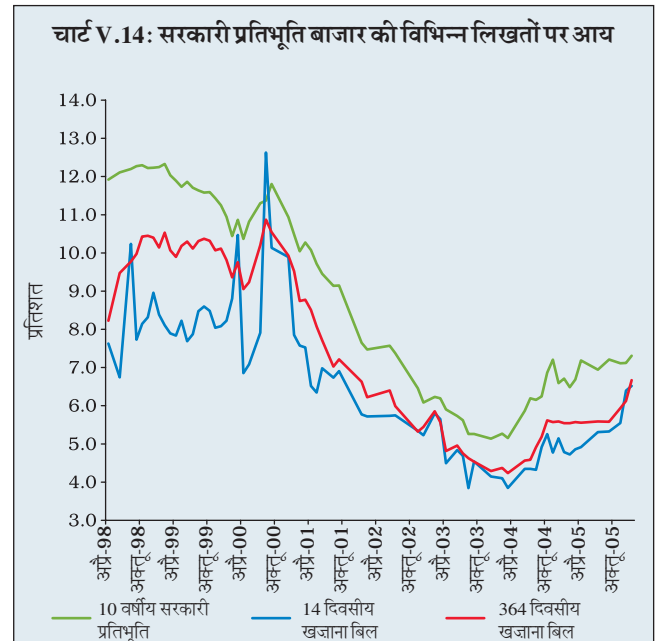
5.155 अधिकाधिक प्रतिभागियों द्वारा अपनी आंतरिक नीतियों को क्रमिक रूप से रखने के साथ ऐसी आशा की जा रही है कि ‘जब जारी’ बाजार में ट्रेडिंग की मात्रा में वृद्धि होगी। वर्ष 2006-07 के लिए वार्षिक नीति की मध्यावधि समीक्षा में घोषित किए गए अनुसार नई जारी चुनिंदा प्रतिभूतियों में ‘जब जारी’ ट्रेडिंग के विस्तार से, जो एनडीएस - ओएम में साफ्टवेयर आशोधन किये जाने के बाद शुरू होगा, ऐसी आशा है कि इस खंड में मात्रा में वृद्धि को प्रेरणा मिलेगी।

बाजार समेकन

5.156 भारत में वित्तीय क्षेत्र के सुधार की प्रगति वित्तीय बाजार के भीतर विभिन्न खंडों में बढ़ते हुए समेकन द्वारा चिह्नित है। बाजार के अंतर-संपर्कों का साक्ष्य प्रतिलाभ की दरों के घनिष्ठ सह-चलन में दिखायी देता है। विभिन्न लिखतों की आय के आंकड़े यह दर्शाते हैं कि 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों की आय की गतिविधियां 364-दिवसीय

खजाना बिलों के पूर्ण समक्रमण में हैं। 14-दिवसीय खजाना बिलों की आय भी चालू दशक के दौरान 10-वर्षीय परिपक्वता के अनुरूप रही (चार्ट V.14)।

5.157 विभिन्न परिपक्वता खंडों के बीच बाजार समेकन प्रक्रिया में सुधार की जांच करने के लिए, 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर आय के ‘पहले अंतर’ के 14 दिवसीय खजाना बिलों और 364 दिवसीय खजाना बिलों पर आय के ‘पहले अंतर’ के साथ सहसंबंध



सारणी 5.9 : अन्य लिखतों के साथ 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों की आय का सह संबंध

लिखत	स्तरों के बीच सह संबंध			पहले अंतर के बीच सह संबंध		
	अप्रैल 1998- जनवरी 2006	अप्रैल 1998- अगस्त 2000	सितंबर 2000- जनवरी 2006	अप्रैल 1998- जनवरी 2006	अप्रैल 1998- अगस्त 2000	सितंबर 2000- जनवरी 2006
1	2	3	4	5	6	7
14-दिवसीय खजाना बिल	0.88	-0.04	0.89	0.24	0.17	0.25
364-दिवसीय खजाना बिल	0.98	0.37	0.98	0.62	0.62	0.62

की जाँच की गई¹⁰। सहसंबंध यह दर्शाते हैं कि 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों पर हुई आय ने उच्चतर परिपक्वता खंड के साथ गुरुतर समेकन को प्रदर्शित किया। तथापि, सभी खंडों के बीच समेकन की मात्रा में चालू दशक में उल्लेखनीय सुधार हुआ (सारणी V.9)।

5.158 समग्र आकलन यह दर्शाता है कि किये गये विभिन्न उपायों ने सरकारी प्रतिभूति बाजार की कार्यप्रणाली में महत्वपूर्ण सुधार किया है। संस्थाओं और लिखतों के विकास के लिए लिए गए उपायों से लाभ उभते हुए प्राथमिक बाजार में गुरुतर लचीलापन आया है। निपटान और ट्रेडिंग संबंधी बुनियादी सुविधाओं की स्थापना से द्वितीयक बाजार में कार्यकलापों में वृद्धि हुई है। बाजार के विकास तथा विवेकपूर्ण ऋण प्रबंधन रणनीति से एफआरबीएम की अवस्था में निर्बाध अंतरण में मदद मिली है। इस प्रकार, भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार ने बढ़ते हुए व्यापक आधार वाले बाजार की ओर अंतरण देखा है, जिसकी विशेषता सक्षम नीलामी प्रक्रिया, सक्रिय द्वितीयक बाजार तथा 30 वर्ष तक तरल आयवक्र है (मोहन, 2006)। तथापि, कुछ चिंताओं में नयी लिखतों के प्रति निरुत्साह प्रतिसाद, आय वक्र की सापेक्ष सपाटता, तथा द्वितीयक बाजार में ब्याज दर की गतिविधियों के प्रति असममित प्रतिसाद शामिल हैं।

V. भावीपथ

5.159 सरकारी प्रतिभूति बाजार अधिकांश देशों में प्रतिरूपी तौर पर वित्तीय बाजारों का प्रजनक और आंगिक घटक है। यह इस मायने में वास्तविक सार्वजनिक अच्छाई है कि इस बाजार के आधार पर डेरिवेटिव सहित सभी जमा/ऋण बाजार लिखतों का प्रतिरूपी तौर पर मूल्यन किया जाता है। अतः कई देशों में गंभीर, चल और सक्षम सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित और पोषित करने के लिए प्राधिकारियों द्वारा विभिन्न उपाय शुरू किए गए। पहला, जहाँ सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम का आकार बड़ा होने पर बाजार में चलनिधि में वृद्धि होती है, वहीं स्थिर अथवा गिरावट वाली उधार संबंधी अपेक्षाओं का सामना करनेवाले देशों ने 'प्रमुख परिपक्वताओं' पर बेंचमार्क प्रतिभूतियों का निर्गम बढ़ाकर

तथा अन्यो की छँटाई करके बाजार की चलनिधि को सक्रिय तौर पर बढ़ा दिया है। उदाहरण के लिए, 1997 में, अमरीका में सरकारी वित्तपोषण आवश्यकताएं कम होने पर पूरे आय वक्र के दौरान समग्र निर्गम आकार में कटौती करने के बजाय 3 वर्ष के खजाना पत्रों को जारी करना बंद कर दिया गया। वैकल्पिक तौर, बाजार की चलनिधि के संवर्धन के लिए निर्गम का आकार बढ़ाने के लिए भी कुछ देशों ने नये निर्गमों की बारंबारता घटा दी है। दूसरा, कारगर मूल्य खोज के लिए डीलरों के बीच प्रतिस्पर्धा पैदा करना भी एक प्रमुख रणनीति रही है। एक ओर एक्सचेंजों के बीच तथा दूसरी ओर ओटीसी और संगठित एक्सचेंजों के बीच गतिशील प्रतिस्पर्धा बाजार की चलनिधि में अंशदान करती है। तीसरा, निर्गम अनुसूची तथा बाजार सूचना के प्रसार के मामले में भी देश अधिक पारदर्शी हो रहे हैं। चौथा, कई देशों ने निपटान पश्चताओं (लैग) को कम एवं मानकीकृत करके तथा सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली अपनाकर ट्रेडिंग और सरकारी प्रतिभूति लेनदेनों के निपटान में सुरक्षा बढ़ा दी है। बाजार निर्माण को संवर्धित करने के लिए उन्होंने शार्टसेल की भी अनुमति दे दी है। इस संदर्भ में उन्होंने असफल सुपुर्दगियों के लिए नियमों और प्रथाओं को मानकीकृत किया है और विशेष प्रतिभूति उधार और / अथवा रिपो सुविधाओं के लिए गवाक्ष खोल दिए हैं जिसके माध्यम से प्राधिकारी कम आपूर्ति वाली प्रतिभूतियाँ प्रदान कर सकते हैं।

5.160 देश प्रत्याशित लागत और ऋण संविभाग की जोखिमों के बीच के तालमेल के आकलन के लिए उपयुक्त मॉडलों को अधिकाधिक अपना रहे हैं। कई देश ऋण पोर्टफोलियो के बाजार जोखिम के आकलन के लिए आघात परीक्षण भी अपना रहे हैं। देशों द्वारा वित्तीय और अन्य आघातों से हुई लागत में संभाव्य वृद्धि के रूप में प्रतिरूपी तौर पर जोखिम की माप की जाती है। ब्राजील, पुर्तगाल और स्वीडन आघातों के प्रति ऋण और जीडीपी अथवा बजट प्रवाहों के संयुक्त विश्लेषण को दर्शाते हुए 'बजट के प्रति लागत' अथवा 'जोखिम पर बजट' जैसी संकल्पनाओं का भी उपयोग कर रहे हैं। विभिन्न बाजार परिवर्तियों के प्रति ऋण संविभाग के एक्सपोजर पर विचार करने के लिए विभिन्न

10 विभिन्न लिखतों पर आय का सह-चलन परिवर्तियों की 'यादृच्छिक चाल' व्यवहार को दर्शा सकता है। श्रृंखला की 'यादृच्छिक चाल' चर्चा की जा रही विभिन्न लिखतों पर आय के 'स्तरों' के बीच उच्च सहसंबंधों में भी परिणत होती है। 'यूनिट रूट टेस्ट' का प्रयोग करने पर यह सूचित होता है कि चर्चा के तहत सभी चार श्रृंखलाएं स्तरों पर स्थिर नहीं हैं परंतु पहले अंतर पर स्थिर हैं।

देश 'जोखिम पर' मॉडलों के विभिन्न रूपांतरों का उपयोग कर रहे हैं। अधिकांश देशों में संस्थागत ढांचा में ऋण संविभाग के लागत और जोखिम आयामों के प्रबंधन के लिए अब मध्य कार्यालय है।

5.161 कई देशों में सार्वजनिक ऋण के प्रबंधक अपने ऋण संविभाग का सक्रिय रूप से प्रबंधन कर रहे हैं। जहां स्थिति लेने के लिए उन्हें प्रेरित करने वाले कारक देशों के बीच अलग-अलग होते हैं, वहीं सामान्य विशिष्टता यह है कि कई देशों ने केंद्रीय बैंक के बाहर अपने ऋण प्रबंधन कार्यकलापों को केंद्रीकृत किया है। जब केंद्रीय बैंक ऋण बाजार में ऋण प्रबंधकों के रूप में सक्रिय स्थिति लेते हैं, तो उन्हें वित्तीय बाजारों को भेजने वाले नीतिगत संकेतकों के संबंध में समनुरूप होने की जरूरत पड़ती है। कई ऋण प्रबंधन प्राधिकरण भी अंतरल प्रतिभूतियों की पुनर्खरीद करके तथा उन्हें तरल प्रतिभूतियों द्वारा प्रतिस्थापित करके मूल्य संबंधी अनियमितता का फायदा उठाते हैं। देशों के बीच का अनुभव यह बताता है कि केंद्रीय बैंक सार्वजनिक ऋण के प्रबंधक के रूप में कार्य करें अथवा नहीं, वे निम्नलिखित मामले में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं - (i) द्वितीयक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों के लिए ट्रेडिंग संबंधी मूलभूत सुविधा का विकास करना, (ii) उपयुक्त भुगतान और निपटान प्रणाली का विकास करना, तथा (iii) सरकारी प्रतिभूति लेनदेनों में सुरक्षा और दक्षता का संवर्धन करना। जहां ऋण प्रबंधन केंद्रीय बैंक के बाहर का कार्य हो वहां यह सुनिश्चित करने के लिए सावधानी बरती जानी चाहिए कि ऋण प्रबंधक के ट्रेडिंग संबंधी कार्यकलाप उनके मौद्रिक प्रबंधन के प्रतिकूल न हों। फलस्वरूप, जब ऋण प्रबंधन का कार्य केंद्रीय बैंक के बाहर का हो तो उपयुक्त समन्वय की व्यवस्था की जानी है ताकि संघर्ष के संकेत न दिए जाएं।

5.162 जैसा प्रलेखित किया गया है, भारत के सरकारी प्रतिभूति बाजार में अनेक गतिविधियां हुई हैं परंतु अभी भी सभी परिपक्वताओं के बीच अधिक गंभीरता और तरलता की जरूरत है ताकि पूरे रेंज में सार्थक आय वक्र बनाया जा सके। सरकारी प्रतिभूति बाजार को और विकसित करने के लिए जिन प्रमुख मुद्दों पर विचार किये जाने की जरूरत है उनमें से कुछ नीचे दिए गए हैं।

समेकन और चलनिधि

5.163 जैसा ऊपर नोट किया गया है, चलनिधि सशक्त सरकारी प्रतिभूति बाजार की आवश्यक विशिष्टता है। भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार में ट्रेडिंग कुछ प्रतिभूतियों तक सीमित है। अंतरलता प्रीमियम आकृष्ट करने वाली बड़ी संख्या में प्रतिभूतियों की मौजूदगी के कारण आय वक्र में बल पड़ जाता है, जिसके द्वारा एक समान परिपक्वता और ब्याज वाले दो सरकारी प्रतिभूतियों की ट्रेडिंग अलग-अलग आय पर हो सकती है। जहां निष्क्रिय समेकन की प्रक्रिया से तरलता में सुधार हुआ है, वहीं अंतरल प्रतिभूतियों की पुनर्खरीद करके तथा तरल प्रतिभूतियां जारी करके सक्रिय समेकन की रणनीति का अनुसरण किए जाने की जरूरत है। तथापि, यह रणनीति बाजार की आवश्यकताओं

के अनुरूप होनी चाहिए ताकि चुनाव के लिए पर्याप्त प्रसूची दी जा सके। निर्गमकर्ता के परिप्रेक्ष्य से, यह नोट करना महत्वपूर्ण है कि कुछ बेंचमार्क बनाने से चुकौतियों और रोल-ओवर के गुच्छन की सहयोजित समस्या आ सकती है। इस प्रकार, सक्रिय समेकन की रणनीति का अनुसरण करते हुए, कुछ परिपक्वताओं तथा चुकौती अनुसूची के बीच बेंचमार्कों के सृजन के बीच तालमेल पर निकट से निगरानी किए जाने की जरूरत होगी।

मूल्य की खोज तथा अल्प बिक्री

5.164 ब्याज दर चक्र के प्रति प्रतिभागियों का असममित प्रतिसाद भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार में होने वाले कार्यकलाप की विशिष्टता है अर्थात् ब्याज दर में कमी आने के दौरान बाजार के पण्यावर्त में उछाल आता है परंतु ब्याज दरें बढ़ने के दौरान उसमें कमी आती है। इसका आंशिक कारण यह है कि प्रतिभागियों को सरकारी प्रतिभूतियों में 'अल्प बिक्री' करने की अनुमति नहीं होती है। अल्प बिक्री करने की क्षमता का अभाव ब्याज दर दृष्टिकोणों के द्विपक्षीय प्रकटन का निवारण करता है। एक ओर, ब्याज दर में गिरावट की आशा करने वाले निवेशक सिर्फ 'लांग पोजीशन' लेकर आशा पूरी न होने पर संभावित पूंजी हानि का खतरा स्वयं मोल लेते हैं। दूसरी ओर, ब्याज दर बढ़ने की आशा रखने वाले निवेशक 'अल्प बिक्री' की सुविधा के अभाव के कारण अपनी प्रत्याशाओं को अभिव्यक्त नहीं कर पाते। इस स्थिति के फलस्वरूप मांग और आपूर्ति के असंतुलनों के कारण विभिन्न खंडों के बीच अधिमूल्यन/निम्न मूल्यन की स्थिति भी आ जाती है। इस संदर्भ में, सिर्फ फरवरी 2006 से अंतर्विषयीय शार्ट सेलिंग की अनुमति दी गई तथा 31 जनवरी 2007 से हाल ही में अवधि बढ़ाकर 5 ट्रेडिंग दिवस कर दी गई। 5 दिवसीय सीमा हटाने पर विचार करने के पहले अल्प बिक्री की कार्यप्रणाली पर निगरानी रखने की जरूरत है।

सरकारी प्रतिभूतियों के बीच खुदरा खंड का संवर्धन

5.165 खुदरा तथा मध्य खंड के निवेशकों को संवर्धित करने की जरूरत है। यद्यपि खुदरा निवेशक सरकारी प्रतिभूति बाजार का छोटा-सा हिस्सा है, दीर्घावधि निवेशकों के रूप में वे बाजार को स्थिरता प्रदान करते हैं। जोखिम मुक्त श्रेष्ठ प्रतिभूतियों तक पहुंच उपलब्ध कराने से छोटे निवेशकों को भी फायदा होगा। सरकारी प्रतिभूतियों में खुदरा निवेश सीधे अथवा गिल्ट म्यूच्युअल फंडों के जरिए संवर्धित किया जा सकता है। यद्यपि ऐसी प्रणाली विकसित की गई है जिसके द्वारा वाणिज्य बैंक अपने ग्राहकों की ओर से डी-मैट रूप में सुरक्षित अभिरक्षा में सरकारी प्रतिभूतियां रखने के लिए ग्राहकों का एसजीएल खाता रख सकते हैं, उनमें से कई बैंकों ने अभी तक अपनी शाखाओं के ग्राहकों को यह सुविधा उपलब्ध नहीं करायी है। प्राथमिक व्यापारियों को भी चाहिए कि वे अपने मध्यावधि निवेशकों, यथा भविष्य और पेंशन निधि, सहकारी बैंक और न्यास, को संवर्धित करने के लिए गुरुतर प्रयास

करें। इस संदर्भ में, केंद्र सरकार प्रतिभूति बाजार पर गठित आंतरिक तकनीकी समूह ने इस बात की सिफारिश की कि प्राथमिक व्यापारियों को उनके द्वितीयक बाजार के लेनदेनों (एकमुश्त) का कम से कम 10 प्रतिशत गैर-एनडीएस सदस्यों के साथ अवश्य करना चाहिए। इस सिफारिश को लागू करने पर सरकारी प्रतिभूतियों के लिए निवेशक आधार को व्यापक बनाने में मदद मिलेगी। अतः ऐसी नीतियों और प्रक्रियाओं को लागू करना वांछनीय है जिसके द्वारा बैंक और प्राथमिक व्यापारी सक्रिय बाजार निर्माताओं के रूप में कार्य कर सकें तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार में खुदरा निवेशकों, व्यक्तियों और संस्थाओं दोनों, के द्वारा गुरुतर सहभागिता का प्रोत्साहित कर सकें।

प्राथमिक व्यापारियों द्वारा बही-निर्माण

5.166 केंद्र सरकार प्रतिभूति बाजार पर आंतरिक तकनीकी दल ने एफआरबीएम के पश्चात की अवधि में प्राथमिक निर्गम की रूपरेखा के पुनर्विन्यास के लिए एक उपाय के रूप में बही-निर्माण का सुझाव दिया। बाजार की स्थितियां अत्यधिक अनिश्चित रहने पर बही-निर्माण की पद्धति अधिक उपयुक्त होगी और इस प्रकार नीलामियों ने बोली लगाने संबंधी जोखिम कम होगी। पहली बार नई लिखतें जारी करते समय भी इसका उपयोग किया जा सकता है जिसके लिए बाजार का प्रतिसाद ज्ञात नहीं है। चुनिंदा प्राथमिक व्यापारियों को निर्गम के लिए व्यवस्थापक के रूप में नियुक्त किया जा सकता है। एक निर्गम के लिए तीन अथवा चार व्यवस्थापकों की नियुक्ति की जा सकती है ताकि एकाधिकारवादी प्रथाओं के आने को टाला जा सके। प्रत्येक प्राथमिक व्यापारी इसके द्वारा रिजर्व बैंक के साथ परस्पर सहमत कीमत दायरे के भीतर स्टॉक को रखने की व्यवस्था करेगा। चूंकि प्राथमिक व्यापारी निर्गम की व्यवस्था करते हैं अतः निर्गम की सफलता गारंटीकृत होती है भले ही उसकी एक लागत होती है। इस पद्धति का उपयोग प्राथमिक और द्वितीयक बाजारों में बेहतर कार्य-निष्पादन के लिए प्राथमिक व्यापारियों के लिए प्रोत्साहन के रूप में भी किया जा सकता है। प्राथमिक व्यापारियों को प्राथमिक नीलामियों में सफलता और द्वितीयक बाजार में पण्यवर्त के रूप में निर्धारित मानदंडों के अनुसार श्रेणी देकर बही-निर्माण के लिए चुना जा सकता है।

लिखतों का विशाखीकरण

5.167 हाल में लागू किए गए सरकारी प्रतिभूति बाजार के 'जब जारी' खंड में ट्रेडिंग संबंधी कार्यकलाप अभी भी शैशवावस्था में है तथा मात्रा कम है। तथापि पुनर्निर्गमों में 'जब जारी' ट्रेडिंग के अलावा चयनात्मक आधार पर नए निर्गमों में 'जब जारी' ट्रेडिंग के परिचालित होने के बाद तथा इस ट्रेडिंग की प्रथा से बाजार का परिचय बढ़ने के साथ कार्यकलाप में सुधार आने की आशा है। इसी तरह एफआरबी, जिनका उपयोग प्राथमिक तौर पर ब्याज दरों की अस्थिरता के विरुद्ध बचाव के रूप में किया जाता है, के प्रति भी निवेशक प्रतिसाद सीमित

रहा है। एफआरबी के प्रति निवेशक प्रतिसाद का अवरोध करनेवाला एक प्रमुख कारण इन बांडों के मूल्यन में जटिलता है। पूंजी सूचकांकित बांडों, जो मुद्रास्फीति के प्रति बचाव प्रदान करते हैं, के प्रति भी निवेशकों का प्रतिसाद भावशून्य रहा है। रिजर्व बैंक द्वारा किए गए प्रस्ताव के अनुसार उक्त लिखत का पुनर्विन्यस्त रूपान्तर, जिसमें मुद्रास्फीति सूचकांक के उपयुक्त चयन तथा सूचकांकन पश्चता को कम करना समाविष्ट है, इस लिखत के प्रति बाजार के प्रतिसाद को बढ़ा सकता है। नई लिखतों का विकास करने में मंद प्रगति के लिए उत्तरदायी सामान्य तत्व परिचय की कमी है, जिसका निहितार्थ यह है कि नई लिखतों के लिए आकांक्षा दर्शाने के पहले बाजार को कुछ और समय की जरूरत होती है।

स्ट्रिप्स के लिए रोडमैप

5.168 प्रतिभूतियों के पंजीकृत ब्याज और मूल की अलग ट्रेडिंग (स्ट्रिप्स) में बाजार विकसित करने के लिए रिजर्व बैंक सक्रिय कदम उठा रहा है। स्ट्रिप्स लागू करने से बेंचमार्क दरों की एक श्रृंखला बनाना सुकर होगा तथा इससे प्रतिभूतियों की खुदरा बिक्री के लिए बाजार की संरचना का विकास हो सकेगा। निवेशक आधार बढ़ाने के अलावा, स्ट्रिप्स लागू करने से उपयुक्त आयवक्र का विकास भी सुकर होगा (बॉक्स V.9)। सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, 2003 पारित होने के साथ स्ट्रिप्स लागू करने के लिए एक रूपरेखा तैयार की जा रही है। तथापि, एक बड़ी मात्रा में प्रतिभूतियों का स्टॉक, समान ब्याज अदायगी की तारीखों सहित, आवश्यक है ताकि 'समूहन (बंचिंग)' किया जा सके। इसमें प्राथमिक निर्गमों के लिए रणनीति शामिल है जो अंतर्निहित प्रतिभूतियों पर ब्याज की अदायगियों का संरेखन करेगी। यह नोट किया जाए कि ब्याज अदायगियों को संरेखित करने की प्रक्रिया अगस्त 2003 में शुरू हुई। इस प्रयोजन के लिए सिस्टम रिक्वायरमेंट स्टडी (एसआरएस) ने अपेक्षित प्रौद्योगिकीय और परिचालनात्मक व्यवस्थाओं की पहले ही जांच की है।

राज्य सरकार के पत्रों की कम तरलता

5.169 द्वितीयक बाजार का ट्रेडिंग पैटर्न यह प्रकट करता है कि राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में काफी कम ट्रेडिंग होती है। इसका मुख्य कारण सक्रिय ट्रेडिंग के लिए आवश्यक महत्वपूर्ण न्यूनतम परिमाण का अभाव है। यह बदले में राज्यों द्वारा बाजार उधारों का सीमित आश्रय लिया जाना तथा निर्गमकर्ताओं (28 राज्यों) के बीच विखंडन को दर्शाता है। ऐसी प्रतिभूतियों में 'खरीदो और रखे रहो' निवेशकों की प्रधानता ने भी राज्य सरकार की प्रतिभूतियों को तरलता-रहित करने में योगदान दिया है।

5.170 राज्य सरकारी प्रतिभूतियों में चलनिधि में सुधार लाने की आवश्यकता अधिक महसूस की जाती है क्योंकि कई कारणों से राज्यों को बाजार से उधार लेने में वृद्धि करनी पड़ सकती है। पहला, बारहवें वित्त

बॉक्स V.9

प्रतिभूतियों के पंजीकृत ब्याज और मूल की अलग-अलग ट्रेडिंग (स्ट्रिप्स)

कूपन बांड का निवेशक समय-समय पर कूपन की अदायगी प्राप्त करता है तथा उसके बाद परिपक्वता के समय कूपन की अंतिम अदायगी तथा बांड का अंकित मूल्य प्राप्त करता है। इसके विपरीत शून्य कूपन बांड में परिपक्वता पर कूपन संबंधी किसी अदायगी के बिना बांड के अंकित मूल्य की अदायगी की जाती है तथा एक प्रकार से कूपन बांड की पुनर्निवेश जोखिम को समाप्त कर दिया जाता है। कूपन बांड में पुनर्निवेश संबंधी अनिश्चितता से मूल्यन में समस्या आती है। एक निश्चित समय पर कूपन बांड के मूल्यन के लिए यह माना जाता है कि प्रत्येक कूपन अदायगी का पुनर्निवेश उसी दर पर - परिपक्वता पर आय दर पर - किया जाता है। भविष्य के सभी कूपन प्रभावों के वर्तमान मूल्य के जोड़ के रूप में बाजार मूल्य की गणना की जाती है तथा बदले में वर्तमान मूल्य उसी परिपक्वता पर आय दर पर सभी कूपन प्रभावों को भुनाकर प्राप्त किये जाते हैं।

स्ट्रिप्स शून्य कूपन बांड की तरह हैं जिसके द्वारा कूपन तथा अंतर्निहित प्रतिभूति को अलग कर दिया जाता है तथा उनकी ट्रेडिंग अलग से शून्य कूपन बांड की तरह की जा सकती है। स्ट्रिप्स अथवा शून्य कूपन बांड के मूल्यन के लिए शून्य कूपन आय वक्र अपेक्षित है। शून्य कूपन वक्र का उपयोग कूपन बांडों के मूल्यन के लिए भी किया जा सकता है; सिर्फ ऐसे मामले में, प्रत्येक नकदी प्रवाह को परंपरागत आय वक्र से पढ़ी गई दर (परिपक्वता पर आय) पर सभी नकदी प्रवाहों को भुनाने के बजाय शून्य कूपन आय वक्र द्वारा दी गई संबंधित दरों पर भुनाया जाना होता है। यदि शून्य कूपन आय वक्र ऊपर की ओर झुक रहा हो, तो परिपक्वता पर शून्य कूपन आय की तुलना में परिपक्वता पर आय (वाईटीएम) न्यूनतर होगी क्योंकि शून्य वक्र पर भुनाते समय पहले के नकदी प्रवाहों को न्यूनतर आय पर तथा बाद के नकदी प्रवाहों को उच्चतर आय पर भुनाया जाता है। उद्योग में यह प्रथा है कि कूपन बांडों के मामले में नकदी प्रवाहों को भुनाने के लिए परंपरागत आय वक्र से पढ़ी गई वाईटीएम दर का उपयोग किया जाए। बाजार में स्ट्रिप्स की ट्रेडिंग वास्तविक शून्य कूपन आय वक्र के उद्भव की ओर ले जाएगा जिसके फलस्वरूप, सरकारी प्रतिभूतियों का अधिक सही मूल्यांकन हो सकेगा।

कूपनों को अलग करने से ट्रेडिंग में अधिक प्रतिभागियों तथा उच्चतर मात्राओं को आकृष्ट कर गहराई एवं चलनिधि में वृद्धि होती है क्योंकि स्ट्रिप्स में निवेश करने से ट्रेडर अधिक नकदी डाले बिना अपने संविभाग की अवधि बढ़ा सकेगा। यह बाजार

निर्माताओं के रूप में प्राथमिक व्यापारियों को नया मार्ग भी प्रदान करता है तथा खुदरा निवेशकों को भी आकृष्ट करता है। पेंशन निधियों तथा बीमा कंपनियों जैसे दीर्घकालिक निवेशक गारंटीकृत प्रतिलाभ अर्जित करने के अलावा, स्ट्रिप्स का उपयोग अपनी आस्तियों एवं देयताओं की परिपक्वताओं के बीच अंतर को कम करने के लिए कर सकते हैं। इससे कंपनियों को पुनर्निवेश जोखिम के बिना उनके नकदी प्रवाहों के प्रबंधन में मदद मिलेगी। स्ट्रिप्स में ट्रेडिंग अवधि तथा उत्तलता (कन्वेक्सिटी) को बढ़ाता है तथा उसने नकदी का न्यूनतर परिव्यय शामिल होता है, जिससे प्रतिभागियों को ब्याज दर बढ़ने के दौरान हानियों को न्यूनतम करने तथा ब्याज दर गिरने के दौरान लाभ को अधिकतम करने में मदद मिलती है। स्ट्रिप्स से विदेशी निवेशक न्यूनतर नकदी परिव्यय पर उच्चतर अवधि के कारण सरकारी ऋण में निवेश करने के प्रति अधिक इच्छुक होंगे।

‘स्ट्रिपिंग ऑफ गिल्ड्स: स्कोप, मेकनिक्स एण्ड आपरेशनल आस्पेक्ट्स’ के बारे में गठित अनौपचारिक कार्यदल ने सरकारी प्रतिभूतियों के स्ट्रिप्स बाजार को विकसित करने के लिए निम्नलिखित पूर्वापेक्षाओं की पहचान की: (i) अनुकूल कराधान वातावरण, बही प्रविष्टि का अनन्य उपयोग, अथवा सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेन करने के लिए अभौतिकीकृत प्रणाली; (ii) स्ट्रिप्स में चलनिधि सुनिश्चित करने के लिए लोक ऋण कार्यालयों द्वारा अलग किए जाने योग्य प्रतिभूतियों के बारे में निवेशकर्ता जनता को सूचना का प्रसार किया जाना तथा स्ट्रिप्स की खंडवार धारिताएं, तथा स्ट्रिप्स के निर्गम की मात्रा को काफी बड़ा बनाना (नामोद्दिष्ट अलग की जाने योग्य प्रतिभूतियों में पुनर्निर्गम, विभिन्न अलग किए जाने योग्य प्रतिभूतियों से कूपनों को प्रतिमोच्य बनाने जैसी विभिन्न पद्धतियों के माध्यम से); (iii) स्वचालित और जोखिममुक्त समाशोधन और निपटान प्रणाली में जाकर सरकारी प्रतिभूति बाजार के परिचालनों में पारदर्शिता एवं भविष्यवचनीयता सुनिश्चित करना और; (iv) अलग करने और पुनर्गठन के सफल कार्यान्वयन के लिए आधुनिक प्रौद्योगिकी का उपयोग।

स्रोत :

भारतीय रिजर्व बैंक, 2002 स्ट्रिप्स के बारे में परिचालनात्मक और विवेकपूर्ण दिशानिर्देश सुझाने के लिए गठित कार्यदल की रिपोर्ट, अगस्त।

आयोग की सिफारिशों के अनुसार, राज्य योजनाओं के लिए केंद्र सरकार के ऋणों को बंद कर दिया गया है। दूसरा, राष्ट्रीय लघु बचत निधि से उधार लेने का राज्य सरकारों का न्यूनतम दायित्व 1 अप्रैल 2007 से निवल वसूलियों के 100 प्रतिशत से कम करके 80 प्रतिशत कर दिया गया है। इससे राज्यों की बाजार से उधार लेने पर निर्भरता को प्रोत्साहन मिलेगा क्योंकि बाजार उधारों पर ब्याज की दरें अभी भी राष्ट्रीय लघु बचत निधि से कम हैं। तीसरा, लघु बचतों और बैंक जमा राशियों के बीच ब्याज दर स्प्रेड कम होने तथा 5 वर्ष और अधिक की बैंक जमा राशियों पर कर प्रोत्साहन प्रदान करने के कारण लघु बचतों की वसूली में भी कमी आई है। अतः राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में चलनिधि बढ़ने से राज्यों द्वारा उनकी उधार की लागत कम किये जाने में मदद मिलेगी। इस संदर्भ में, राज्य सरकार की प्रतिभूतियों की चलनिधि पर गठित कार्यदल (अध्यक्ष

: श्री वी.के. शर्मा) ने चलनिधि में सुधार लाने के लिए एक महत्वपूर्ण रणनीति के रूप में प्रतिभूतियों के निष्क्रिय समेकन पर विचार किया। तथापि, इसके लिए राज्य सरकारों द्वारा राजकोषीय स्थिति में सुधार लाया जाना, अपने पत्रों के लिए क्रेडिट रेटिंग किया जाना तथा बार-बार नीलामियों का आश्रय लिया जाना अपेक्षित होगा। राज्य विकास ऋण के लिए दुर्तरफा भाव प्रदान करने तथा खुदरा निवेशक आधार विकसित करने के रूप में दल ने प्राथमिक व्यापारियों की अधिक सक्रिय भूमिका की सिफारिश की। दल ने खुदरा विपणन तथा बाजार निर्माण को प्रोत्साहित करने के लिए बाजार उधार की प्रत्येक श्रृंखला में 1000 करोड़ रुपए का न्यूनतम आकार रखने, शार्ट सेल लागू करने तथा कट-ऑफ मूल्य/आय पर आबंटन आरक्षित रखने की भी सिफारिश की। इसने राज्य विकास ऋणों की प्राथमिक नीलामी गैर-प्रतिस्पर्धी बोली लगाने, अंतर्निहित लिखत के रूप में राज्य

सरकार की प्रतिभूतियों के साथ ओटीसी डेरिवेटिव का उपयोग करने, राज्य सरकार की प्रतिभूतियों का उपयोग करते हुए एलएएफ रिपो शुरू करने तथा आरटीजीएस के तहत अंतर्दिवसीय चलनिधि के प्रावधान के लिए संपार्श्विक के रूप में राज्य विकास ऋणों का उपयोग करने का सुझाव दिया। दल ने निवेशक आधार को व्यापक बनाने के लिए राज्य विकास ऋणों के साथ लघु बचतों पर कर संरचना को संरेखित करने तथा मात्रा बढ़ाने के लिए बकाया राज्य सरकार प्रतिभूतियों के समेकन हेतु केंद्र सरकार की गारंटी द्वारा समर्थित एसपीवी प्रतिभूतियों को जारी करने के लिए एसपीवी की स्थापना करने के लिए सिफारिश की। 2006-07 के दौरान, राज्य सरकारों ने अनन्य रूप से नीलामियों के जरिए संसाधन जुटाये हैं। इसके अलावा, 2006-07 के रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य में राज्य सरकार ऋणों की प्राथमिक नीलामी के लिए अप्रतिस्पर्धी बोली लगाने की सुविधा आरंभ करने तथा एक दिवसीय एलएएफ रिपो परिचालनों के तहत रिजर्व बैंक द्वारा राज्य सरकार ऋणों की खरीद और पुनर्विक्रय शुरू करने के लिए भी प्रस्ताव किया गया। दो राज्य सरकारों के विनिर्दिष्ट राज्य सरकारों की ऋण पुनर्खरीद के माध्यम से सक्रिय समेकन को भी लागू किया गया है। राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में चलनिधि में सुधार लाने के लिए इन प्रयासों को जारी रखा जाए।

उचित मूल्य लेखांकन

5.171 ब्याज दर के बढ़ते हुए परिदृश्य में एएफएस श्रेणी में सरकारी प्रतिभूतियां रखने के लिए बैंक इच्छुक नहीं होते हैं क्योंकि प्रतिभूतियों का मूल्यहास लाभ और हानि खाते में प्रभारित करना अपेक्षित होता है, जबकि मूल्यवृद्धि की अनदेखी की जानी होती है। यदि मूल्यहास तथा मूल्यवृद्धि को लाभ और हानि खाते के बजाय आरक्षित खाते में प्रभारित किए जाने की अनुमति हो, तो वर्तमान की तुलना में सरकारी प्रतिभूतियों को रखने / उनमें ट्रेडिंग करने के लिए बैंकों को गुरुतर प्रोत्साहन मिलेगा। अंतर्राष्ट्रीय लेखांकन मानक 39 में ईक्विटी खाते में एएफएस प्रतिभूतियों पर मूल्यहास लगाने की अनुमति है। इसी तरह, अंतर्राष्ट्रीय प्रथा के अनुसार उचित मूल्य लेखांकन पद्धति में एचएफटी संविभाग पर लाभ और हानि दोनों को मान्यता दी गई है, इस प्रकार बाजार प्रतिभागियों को लचीलापन प्रदान किया गया है। इस संबंध में, रिजर्व बैंक ने वर्गीकरण तथा निवेशों के मूल्यन पर जुलाई 2006 में दिशानिर्देशों का मसौदा जारी किया। दिशानिर्देशों के मसौदे के अनुसार, एएफएस संविभाग ने मूल्यन में परिवर्तनों से हुए लाभ अथवा हानि को आरक्षित खाते में 'एएफएस संविभाग पर वसूल न किए गए लाभ/हानि' शीर्षक के तहत दर्शाया जायेगा। इस शीर्षक के तहत शेष राशियों पर सांविधिक आरक्षित निधि अपेक्षाएं तथा विवेकपूर्ण मानदंड लागू नहीं होंगे। बिक्री पर इस शीर्षक के तहत संचयी लाभ अथवा हानि को लाभ और हानि खाते में मान्यता दी जायेगी। इन दिशानिर्देशों के कार्यान्वयन से सरकारी प्रतिभूतियों में ट्रेडिंग को प्रोत्साहन मिलना चाहिए।

एफआरबीएम तथा एसएलआर का लचीलापन

5.172 एक विवेकपूर्ण ऋण प्रबंधन नीति के जरिए रिजर्व बैंक सरकार की उधार संबंधी अपेक्षाओं का सफलतापूर्वक प्रबंधन कर रही है। न्यागत/ निजी स्थानन को, विशेष रूप से चलनिधि की सख्त स्थिति के दौर में, लेने की रिजर्व बैंक की नीति ने सरकार के उधार कार्यक्रम के प्रबंधन में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी। एफआरबीएम अधिनियम में यह शर्त लगाने पर कि 1 अप्रैल 2006 के बाद रिजर्व बैंक केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गमों में अभिदान नहीं करेगा, बाजार में सरकारी उधार और चलनिधि का प्रबंधन करने के लिए मौद्रिक नीति और ऋण प्रबंधन के परिचालन में कुछ परिवर्तन करना आवश्यक हो गया। तदनुसार, रिजर्व बैंक ने संस्थागत परिवर्तन किया ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि बाजार की स्थितियों को विकृत किये बिना ऋण प्रबंधन के उद्देश्य पूरे किये जा सकें।

5.173 वर्तमान में, सरकारी प्रतिभूतियों की मांग अधिकांशतः सांविधिक चलनिधि अनुपात संबंधी अपेक्षाओं द्वारा चालित होती है। क्योंकि कई बैंक अब निर्धारित न्यूनतम स्तर के निकट सांविधिक चलनिधि अनुपात संबंधी प्रतिभूतियां रख रहे हैं, भविष्य में सरकारी प्रतिभूतियों की मांग में वृद्धि बैंकों की निवल मांग और मीयादी देयताओं के विस्तार के अनुरूप होगी। तथापि, बैंककारी विनियमन अधिनियम, 1949 के संशोधन, जिसमें एसएलआर अपेक्षा निर्धारित करने में लचीलापन प्रदान किया गया है, को देखते हुए बैंकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों की मांग में आई किसी कमी को बैंकेतर निवेशक वर्ग को पूरा करना होगा। यद्यपि एफआरबीएम अधिनियम में 2008-09 से केंद्र सरकार के राजकोषीय घाटे की सीमा सकल देशी उत्पाद के तीन प्रतिशत पर रखी गई है, सांकेतिक सकल देशी उत्पाद में अत्यधिक वृद्धि को देखते हुए सरकारी प्रतिभूतियों के निवल निर्गम के कुल स्तर में इसके फलस्वरूप उल्लेखनीय कटौती नहीं होगी। इस प्रकार, निवेशक आधार को विशाखीकृत करना, बाजार की अपेक्षाओं के साथ लिखत की रूपरेखा का मिलान करना और बाजार में चलनिधि का संवर्धन करना महत्वपूर्ण है।

पूंजी खाता परिवर्तनीयता का प्रभाव

5.174 सरकारी प्रतिभूति बाजार अब मुख्यतः देशी समष्टि आर्थिक स्थितियों, वित्तीय बाजार की गतिविधियों और भावुकता द्वारा चालित है। पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता युग से शेष विश्व के साथ देशी वित्तीय बाजारों के समेकन की उच्चतर मात्रा और विदेशी मुद्रा प्रवाहों में वृद्धि अभिप्रेत है। सुविकसित तथा समेकित वित्तीय प्रणाली में बाजार के किसी खंड में अस्थिरता दूसरे खंडों में भी संप्रेषित हो जाती है। जैसा पहले संकेत दिया गया है, मुद्रा बाजार के साथ सरकारी प्रतिभूति बाजार का समेकन हाल के वर्षों में बढ़ गया है। ऐसी आशा की जा सकती है कि भविष्य में विदेशी संस्थागत निवेशक सरकारी प्रतिभूति बाजार में गुरुतर भूमिका निभाएं क्योंकि कुछ समय में पूर्ण पूंजी खाता

परिवर्तनीयता के लिए नपेतुले उपाय किए जाने हैं। भारतीय सरकारी प्रतिभूति बाजार में विदेशी निवेशकों द्वारा पहुंच का विस्तार सतर्कतापूर्वक करना होगा तथा ऐसा करते समय अंतरपणन के अवसरों के संबंधित मुद्दों, समग्र समष्टि आर्थिक स्थितियों तथा वित्तीय स्थिरता की आवश्यकता को हिसाब में लिया जायेगा।

5.175 उक्त परिदृश्य में, बाह्य समष्टि आर्थिक गतिविधियां सरकारी प्रतिभूति बाजार में अधिकाधिक महत्वपूर्ण भूमिका अदा करेंगी। अतः, देशी सरकारी प्रतिभूति बाजार का लचीलापन बनाये रखने के लिए बाजार की गहराई में वृद्धि करना तथा देशी निवेशक आधार को विशाखीकृत करना आवश्यक होगा। विदेशी निवेशकों से उत्पन्न अवधारणा में गुरुतर विशाखीकरण को लंबे समय में सरकारी प्रतिभूति बाजार में समग्र स्थिरता के संवर्धन में मदद करनी चाहिए। तथापि, विदेशी निवेशकों की बढ़ी हुई सहभागिता को सतर्कतापूर्वक प्रबंधित करने की जरूरत होगी।

5.176 कुल मिलाकर, यद्यपि हाल के वर्षों में सरकारी प्रतिभूति बाजार में उल्लेखनीय परिवर्तन हुए हैं, गंभीरता तथा चलनिधि के रूप में इसमें अभी भी परिपक्वता की प्रक्रिया चल रही है। जहां केंद्र तथा राज्य सरकार की प्रतिभूतियों का कुल बकाया स्टॉक बढ़कर लगभग 12 लाख करोड़ रुपया हो गया है, केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में अधिकांश ट्रेडिंग औसतन 10 वर्ष की परिपक्वता सहित चुनिंदा परिपक्वताओं में केंद्रित है जो दैनिक ट्रेडिंग मात्रा का लगभग 50 प्रतिशत है। अन्य अधिकांश केंद्र सरकार तथा राज्य सरकार की प्रतिभूतियों की चलनिधि कम है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के प्रतिभागियों में मुख्यतः बैंक, बीमा कंपनियां तथा भविष्य निधि शामिल हैं। सरकारी प्रतिभूति बाजार की गंभीरता और चलनिधि में सुधार लाने के लिए गैर-अधिदेशित निवेशक आधार के संवर्धन की जरूरत है। शॉर्ट सेलिंग पहले किए गए उल्लेख के अनुसार प्रमुख नीतिगत अग्रिम कदम है, तथा आगे जाने पर ऐसी आशा है कि नकदी और ब्याज दर डेरिवेटिव बाजारों में इससे अपेक्षित चलनिधि, गहराई और दक्षता आएगी।

VI. सारांश

5.177 हाल के वर्षों में समग्र वित्तीय प्रणाली में अधिकांश देशों में सरकारी प्रतिभूति बाजारों का महत्व बढ़ गया है। चलनिधि तथा गहराई में सुधार लाकर, प्राथमिक निर्गमों की पारदर्शिता बढ़ाकर, निवेशक आधार व्यापक बनाकर, नीलामी की प्रक्रिया को परिष्कृत करके, प्रमुख परिपक्वताओं को बेंचमार्क तथा समेकित करके, नई लिखतें विकसित करके, तथा उपयुक्त सुरक्षा एवं सुदृढ़ ट्रेडिंग और निपटान संबंधी मूलभूत सुविधा प्रदान करके उन्हें अधिक सशक्त और सक्रिय बनाने के लिए पहल किए गए हैं। इसके अलावा, अल्पकाल में लागतों और जोखिमों के बीच संतुलन स्थापित करते हुए मध्यम से लम्बे समय तक उधार की लागत को न्यूनतम करने के लिए देश भर के सार्वजनिक ऋण के प्रबंधक अधिक ध्यान दे रहे हैं।

5.178 पिछले कुछ वर्षों से भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित हुआ है। 1990 के दशक के शुरू से सरकारी बाजार की उधार की लागत कम करने, अन्य वित्तीय लिखतों के मूल्यन के लिए उपयुक्त बेंचमार्क प्रदान करने तथा लचीले तरीके से मौद्रिक नीति संचालित करने के लिए गहरा तथा तरल सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने के लिए कई उपाय किए गए हैं। जहां इस दिशा में उल्लेखनीय प्रगति हुई है, आर्थिक स्थितियां विकसित करने तथा पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता की ओर अग्रसर होने के लिए परिचालनात्मक ढांचे को और परिष्कृत करने की जरूरत है ताकि कारगर ऋण प्रबंधन परिचालन सुनिश्चित किया जा सके।

5.179 1990 के दशक के प्रारंभ में सरकारी प्रतिभूति जारी करने की नीलामी आधारित प्रणाली की ओर अंतरण सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने की दिशा में एक प्रमुख कदम था। बैंकेतर संस्थाओं द्वारा भाग लेने के साथ निवेशक आधार अधिक ऐच्छिक और विशाखीकृत हो गया है। बाजार की तरजीह को ध्यान में रखते हुए, अभिनव विशिष्टताओं के साथ समय-समय पर नई लिखतें लागू की गईं। प्रौद्योगिकीय गतिविधियों ने स्क्रीन-आधारित गुमनाम ट्रेडिंग और रिपोर्टिंग प्लेटफार्म तैयार करने में मदद की है। इससे प्राथमिक नीलामियों में इलेक्ट्रॉनिक रूप में बोली लगाने तथा कारगर आर्डर मैचिंग के अलावा न्यूनतम समय पश्चता सहित ट्रेडिंग संबंधी जानकारी प्रसारित करना सुकर हुआ है। इसके अलावा, सीसीआईएल के परिचालन ने ट्रेड का गारंटीकृत निपटान सुनिश्चित किया है और इस प्रकार सरकारी प्रतिभूति बाजार को पर्याप्त हिस्सा प्रदान की गई। मुख्यतः पुनर्निर्गमों के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों के समेकन की रणनीति के फलस्वरूप प्रमुख परिपक्वताओं ने महत्वपूर्ण परिमाण प्राप्त कर लिया है, जिससे बाजार बेंचमार्क का उदय संभव हुआ है। प्राथमिक व्यापारियों के रूप में बाजार के मध्यस्थों की प्रणाली के परिचालन ने एफआरबीएम अधिनियम में किए गए प्रावधान के अनुसार 1 अप्रैल 2006 से प्राथमिक बाजार से रिजर्व बैंक के कारगर आहरण को सुकर बनाया है।

5.180 1990 के दशक के मध्य से सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार कार्यप्रणाली यह संकेत देती है कि केंद्र सरकार तथा राज्य सरकार दोनों के बाजार उधारों में वृद्धि के अनुरूप बाजार के आकार में अनुरूपी वृद्धि हुई है। 2003-04 तक बाजार उधार की भारत औसत लागत में निरंतर गिरावट आई है, जिसने प्राथमिक निर्गमों की भारत औसत परिपक्वता को बढ़ाने में मदद की है। ऋण के निष्क्रिय समेकन की रणनीति के तहत, पुनर्निर्गमों के जरिए सरकार क्रमिक रूप से बाजार उधार का उच्चतर हिस्सा जुटा रही है। बाजार विकसित करने के लिए आरंभ किए गए विभिन्न उपायों की प्रभावशालिता प्रदर्शित करते हुए 2004-05 और 2005-06 में गिरावट आने के पहले कुछ वर्षों में द्वितीयक बाजार में कई गुना वृद्धि हुई है। सरकारी ऋण की धारिता का पैटर्न यह दर्शाता है कि बैंक से इतर संस्थाओं के सापेक्ष अंश में कुछ वृद्धि हुई है, जो निवेशक आधार के क्रमिक विशाखीकरण को प्रतिबिंबित करता है।



मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सरकारी प्रतिभूति बाजार ने मुद्रा बाजार के साथ अधिकाधिक सह-चलन को प्रदर्शित किया है तथा उसने समय समय पर अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों में परिवर्तनों के प्रति प्रतिसाद भी प्रकट किया है।

5.181 सरकारी प्रतिभूति बाजार में हुई काफी प्रगति के बावजूद इसे और अधिक विकसित करने के लिए कुछ मुद्दों का समाधान करना जरूरी है। एफआरबीएम युग के तहत रिजर्व बैंक प्राथमिक बाजार में भाग नहीं ले सकता। अतः प्राथमिक व्यापारियों और हामीदारी से अपेक्षित है कि वे नीलामियों में अभिदान न की गई प्रतिभूतियों को खरीदें। सरकारी उधार की लागत में हुई किसी प्रकार की परिणामी वृद्धि को निवेशक आधार के गुरुतर विशाखीकरण के द्वारा कम किया जा सकता है। बंधुआ निवेशक आधार में संभावित

कठौती का सामना करने के लिए भी इसे व्यापक बनाने की जरूरत है। द्वितीयक बाजार में ट्रेडिंग की मात्रा में वृद्धि करना व्यापक तौर पर आय वक्र के बीच प्रमुख परिपक्वताओं में ट्रेडिंग संबंधी चलनिधि में सुधार लाने पर निर्भर होगा। इसके लिए निष्क्रिय समेकन की वर्तमान प्रणाली के अलावा सरकारी प्रतिभूतियों का सक्रिय समेकन अपेक्षित होगा। प्रमुख प्रतिभूतियों में महत्वपूर्ण परिमाण तथा अनुरूप ब्याज भुगतान तारीखों का विकसित करना स्ट्रिप्स लागू करने के लिए मार्ग प्रशस्त करेगा। राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में चलनिधि नहीं होने से राज्य सरकारों की उधार की लागत प्रभावित होती है। अतः केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में चलनिधि बढ़ाने के लिए किए गए उपायों को राज्य सरकार की प्रतिभूतियों पर भी लागू करने की जरूरत है।

सरकारी प्रतिभूति बाजार

अनुबंध V.1 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधार

वर्ष	शुरू किया गया सुधार	उद्देश्य	परिणाम
1	2	3	4
जून 1992	केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां जारी करने के लिए नीलामी पद्धति लागू करना।	सरकारी प्रतिभूतियों पर आय को बाजार निर्धारित बनाना।	कुछ समय से मूल्य की खोज में सुधार हुआ है।
जनवरी 1994	पहली बार शून्य कूपन बांड जारी किया गया। भारतीय प्रतिभूति व्यापार निगम (एसटीसीआइ) ने परिचालन शुरू किया।	नई लिखतें तथा मध्यस्थ जोड़ना।	एसटीसीआइ तथा अन्य प्राधिकृत व्यापारी सरकारी प्रतिभूति बाजार में महत्वपूर्ण मध्यस्थ हो गए हैं।
अगस्त 1994	तदर्थ खजाना बिलों के निर्गम को सीमित करने के बारे में रिजर्व बैंक तथा भारत सरकार के बीच समझौता।	स्वतः मुद्राकरण को समाप्त करना।	सरकार के नकदी प्रबंधन में सुधार हुआ है।
मार्च 1995	प्राथमिक व्यापारी प्रणाली लागू की गई।	बाजार की मध्यस्थता को सुदृढ़ करना तथा प्राथमिक निर्गम का समर्थन करना।	प्राथमिक व्यापारी प्रणाली सरकारी प्रतिभूति बाजार के महत्वपूर्ण खंड के रूप में विकसित हुई है।
जुलाई 1995	सरकारी प्रतिभूतियों में सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली लागू की गई।	निपटान संबंधी जोखिम कम करना।	डीवीपी - I पद्धति (सकल आधार पर निधियों और प्रतिभूतियों का निपटान) से डीवीपी - III पद्धति (निवल आधार पर निधियों और प्रतिभूतियों का निपटान) में अंतरण किया गया है।
सितंबर 1995	चल दर बांड (एफआरबी) शुरू किए गए।	अधिक लिखतें शामिल करना।	बाजार में कम उत्साह के कारण पहली बार जारी किए जाने के बाद एफआरबी को बंद कर दिया गया। नवंबर 2001 में एफआरबी को दुबारा शुरू किया गया परंतु अक्टूबर 2004 में उन्हें पुनः बंद कर दिया गया।
जनवरी 1997	तकनीकी सलाहकार समिति गठित की गयी।	सरकारी प्रतिभूति, मुद्रा और विदेशी मुद्रा बाजार विकसित करने के बारे में रिजर्व बैंक को सलाह देना।	परामर्शी दृष्टिकोण पर आधारित रिजर्व बैंक की सुधार संबंधी कार्यसूची लागू करने में प्रमुख भूमिका निभाता है।
मार्च 1997	केंद्र के लिए डब्ल्यूएमए प्रणाली लागू करना।	स्वतः मुद्राकरण को बंद करना।	पारदर्शिता और मूल्यन में सुधार हुआ है। मौद्रिक नीति निर्माण में गुरुतर स्वायत्तता प्रदान की है।
अप्रैल 1997	एफआइएमएमडीए की स्थापना की गई।	स्व-विनियमन लागू करना तथा बाजार की प्रथाओं और नैतिकताओं का विकास करना।	बाजार की प्रथाओं में सुधार हुआ है।
जुलाई 1997	विदेशी संस्थागत निवेशकों को सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की अनुमति दी गयी।	बाजार को व्यापक बनाना।	बाजार, विशेषतः खजाना बिल खंड में विदेशी संस्थागत निवेशक महत्वपूर्ण खिलाड़ी बन गए हैं।
दिसंबर 1997	पूंजी सूचकांकित बांड जारी किए गए।	मुद्रास्फीति जोखिम से बचाव के लिए निवेशकों की मदद करना।	इस उत्पाद को पुनः सशक्त करने के लिए प्रयास किए जा रहे हैं।
अप्रैल 2000	प्राथमिक निर्गमों में आबंटित प्रतिभूतियों की उसी दिन बिक्री।	द्वितीयक बाजार में सुधार लाना।	इसने भी एक-दिवसीय जोखिम के प्रबंधन में मदद की है।

(जारी)

अनुबंध V.1 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधार (समाप्त)

वर्ष	शुरू किया गया सुधार	उद्देश्य	परिणाम
1	2	3	4
फरवरी 2002	भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआइएल) की स्थापना की गई।	सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेनों के लिए समाशोधन एजेन्सी के रूप में कार्य करना।	बाजार में स्थिरता में सुधार हुआ है, जिससे निपटान जोखिम काफी कम हुआ है।
जून 2002	प्राथमिक व्यापारियों को वित्तीय पर्यवेक्षण बोर्ड के अधिकार क्षेत्र के तहत लाया गया।	बाजार के समन्वित पर्यवेक्षण के लिए।	स्थिति को आवधिक तौर पर वित्तीय पर्यवेक्षण बोर्ड को सूचित किया जा रहा है।
अक्टूबर 2002	एनडीएस के व्यापार आंकड़े रिजर्व बैंक की वेबसाइट पर उपलब्ध कराए गए।	पारदर्शिता में सुधार लाना।	इस उपाय से छोटे निवेशकों की भी मदद हो रही है।
जनवरी 2003	शेयर बाजारों पर सरकारी प्रतिभूतियों की खुदरा ट्रेडिंग की अनुमति दी गयी।	आसान पहुँच और व्यापक सहभागिता को सुकर बनाने के लिए।	यह बहुत अच्छी तरह शुरू नहीं हो पाया है। स्थिति में सुधार लाने के प्रयास किए जा रहे हैं।
फरवरी 2003	विनियमित घटकों को रिपो बाजारों में भाग लेने की अनुमति दी गई।	बाजार को व्यापक बनाना।	रिपो बाजार में कार्यकलाप में सुधार हुआ है।
जून 2003	ब्याज दर फ्यूचर लागू किए गए।	ब्याज दर जोखिम के बचाव को सुकर बनाना।	ये फ्यूचर शुरू नहीं हो पाये हैं।
जुलाई 2003	सरकारी ऋण पुनर्खरीद योजना लागू की गई।	सरकार के ब्याज भार को कम करना तथा तरल प्रतिभूतियां निकालने में बैंकों की मदद करना।	सक्रिय समेकन के लिए अन्य उपायों पर विचार किया जा रहा है।
मार्च 2004	डीवीपी - III लागू करना।	निवल राशि प्राप्त करने की दक्षता पाना तथा रिपो के रोलओवर में मदद करना।	सफलतापूर्वक चल रहा है।
अप्रैल 2004	आरटीजीएस लागू करना।	वास्तविक समय पर ऑनलाइन बड़े मूल्य के अंतर बैंक भुगतान और निपटान के लिए प्रावधान करना।	सफलतापूर्वक चल रहा है।
अगस्त 2005	वार्तालय निपटान प्रणाली - आर्डर मैचिंग (एनडीएस-ओएम), जो एक गुमनाम आर्डर मैचिंग प्रणाली है तथा स्ट्रेट थ्रू प्रोसेसिंग की अनुमति देती है, की स्थापना की गई।	एनडीएस के सदस्यों को अधिक सक्षम ट्रेडिंग प्लेटफार्म प्रदान करना।	सरकारी प्रतिभूतियों में 60 प्रतिशत से अधिक लेनदेन एनडीएस - ओएम के जरिए किए जा रहे हैं।
फरवरी 2006	अंतर्दिवस अल्प बिक्री की अनुमति दी गई। इसे बाद में 31 जनवरी 2007 से पांच ट्रेडिंग दिनों तक बढ़ा दिया गया।	बाजार में, विशेषतः बढ़ती हुई ब्याज दरों की अवस्था में, चलनिधि में सुधार लाना।	यह विकास की शैशवावस्था में है।
अगस्त 2006	'जब जारी' ट्रेडिंग शुरू करना।	सक्षम मूल्य खोज तथा नीलाम किए गए स्टॉक का वितरण।	यह विकास की शैशवावस्था में है।
अगस्त 2006	संसद ने सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, 2006 पारित किया।	सरकारी प्रतिभूति बाजार में व्यापक सहभागिता को सुकर बनाना तथा अलग से ट्रेडिंगवाली पंजीकृत ब्याज और मूल प्रतिभूतियां (स्ट्रिप्स) जारी करने के लिए समर्थक प्रावधान करना।	नियमावली की अधिसूचना प्रतीक्षित।