



# मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट 2005-06

वित्तीय बाजारों का विकास एवं केंद्रीय बैंक की भूमिका



भारतीय रिज़र्व बैंक



“इस रिपोर्ट में व्यक्त परिणाम, विचार तथा निष्कर्ष पूर्णतया आर्थिक विश्लेषण और नीति विभाग में योगदान देने वाले स्टाफ के हैं और यह ज़रूरी नहीं कि ये भारतीय रिज़र्व बैंक के अपने विचार हों।”

- भारत में - 280 रुपए (सामान्य)  
- 300 रुपए (डाक प्रभार सहित)  
- 210 रुपए (रियायती)  
- 235 रुपए (रियायती, डाक प्रभार सहित)  
विदेश में - 35 अमरीकी डॉलर (एयरमेल कुरियर प्रभार सहित)

© भारतीय रिज़र्व बैंक 2006

सर्वाधिकार सुरक्षित। सामग्री के पुनःप्रयोग की अनुमति है, बशर्ते कि स्रोत का उल्लेख किया जाए।

आइएसएसएन 0972-8759

ए. करुणागरन द्वारा भारतीय रिज़र्व बैंक, मुंबई - 400 001 के लिए प्रकाशित और उनके द्वारा एल्को कॉर्पोरेशन, ए-2/72, शाह एण्ड नाहर इंडस्ट्रियल इस्टेट, लोअर परेल, मुंबई - 400 013 में डिज़ाइन की गई और मुद्रित।

## प्रस्तावना

विगत 10 वर्षों के दौरान बहुत सी उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों सहित अपनी घरेलू वित्तीय प्रणालियों को सुदृढ़ बनाने की दिशा में महत्त्वपूर्ण प्रयास किये हैं। एक अच्छी तरह से कार्य करनेवाला वित्तीय बाजार निरंतर आर्थिक वृद्धि की कुंजी है। वित्तीय बाजार मौद्रिक नीति और वास्तविक अर्थव्यवस्था के बीच संप्रेषण व्यवस्था में एक संपर्क सूत्र के रूप में कार्य करके मौद्रिक नीति के कारगर कार्यान्वयन को भी आसान बनाते हैं। भारत में यद्यपि वित्तीय बाजारों का अस्तित्व काफी लंबे समय से है लेकिन वे विभिन्न कारणों से कुछ उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कम विकसित हैं। वैश्विक मानकों के अनुरूप वित्तीय बाजारों को विकसित करने के संगठित प्रयास वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के एक व्यापक अंग के रूप में नब्बे के दशक के प्रारंभ में शुरू हुए।

वित्तीय बाजारों के सुधारों में सभी खंडों का समावेश था - मुद्रा बाजार, क्रेडिट बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार, इक्विटी बाजार और निजी कंपनी ऋण बाजार। वित्तीय बाजारों का विकास बाजारों की संरचना, कुशलता और स्थिरता में कायापालट करने के उद्देश्य से किया जा रहा है। कुछ प्रमुख उपाय जो वित्तीय बाजारों को विकसित करने के लिए शुरू किए जा रहे हैं उनमें विभिन्न वित्तीय आस्तियों का बाजार निर्धारित मूल्यन, सहभागियों पर से प्रतिबंध हटाना, इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म शुरू करना और नई लिखतें लाना शामिल हैं। इन सभी उपायों का वित्तीय बाजारों की संरचना और कुशलता पर महत्त्वपूर्ण प्रभाव पड़ा है। तथापि, भारत में वित्तीय बाजार अभी भी पूरी तरह विकसित नहीं हो पाए हैं। अभी भी बहुत से मुद्दे शेष हैं जिनका निवारण होना है। विकसित वित्तीय बाजारों की आवश्यकता अनेक कारणों, जैसे कि आर्थिक वृद्धि की मौजूदा उच्च दर बनाए रखना; मौद्रिक नीति की संप्रेषण व्यवस्था सुधारना; वैविध्यपूर्ण वित्तीय प्रणाली विकसित करना और लागतों को न्यूनतम रखते हुए वैश्वीकरण से अधिकाधिक लाभ उठाना, से इतनी ज्यादा कभी महसूस नहीं की गयी जितनी कि इस समय महसूस की जा रही है।

वर्ष 1998-99 में जब से थीम आधारित **मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट** शुरू की गई है, तब से आर्थिक विश्लेषण और नीति विभाग ने सात रिपोर्टें जारी की हैं जिनमें भारत से संबंधित केंद्रीय बैंकिंग और समष्टि आर्थिक विषयों से संबंधित अनेक महत्त्वपूर्ण समसामयिक विषयों का समावेश है। वर्तमान रिपोर्ट पिछली रिपोर्टों में शामिल थीमों की कड़ी के रूप में है और इसमें वित्तीय बाजार विकास की समस्याओं को दूर करने का प्रयास किया गया है। इस रिपोर्ट में यह प्रयास किया गया है कि भारत में वित्तीय बाजार के परिचालन जिस तरह से उभरे हैं उन्हें व्यापक रूप में कवर किया जा सके। इस रिपोर्ट में जोर इस बात पर है कि देश के संदर्भ को मान्यता देते हुए, खास तौर से यह कि भारत एक उभरती हुई अर्थव्यवस्था है, अब तक हासिल अपने अनुभव तथा अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं को दृष्टिगत रखते हुए भारत में वित्तीय बाजारों को और अधिक विकसित, कुशल और एकीकृत करने के दृष्टिकोणों पर विचार किया जाए। वित्तीय बाजार विकास में परिवर्तन के कदम को वृद्धि समावेशक रखते हुए समष्टि आर्थिक और वित्तीय स्थिरता बनाये रखने की प्रमुख अनिवार्यताओं के द्वारा निर्देशित करना जरूरी होगा।

यह रिपोर्ट परिचालन विभागों के सक्रिय सहयोग से आर्थिक विश्लेषण और नीति विभाग में तैयार की गई है। यह रिपोर्ट जनक राज, परामर्शदाता के निर्देशन और पर्यवेक्षण में तैयार की गई है। आर.के. पट्टनायक, परामर्शदाता का भी इसमें सहयोग रहा।

इस रिपोर्ट के लेखन में लगे मुख्य दल में राजीव रंजन, धृतिद्युति बोस, आर.के. जैन, राजन गोयल, मुनीश कपूर, ए. करुणागरन, कुमुदिनी हाजरा, एम. रामय्या, शरत धल, दीपा एस. राज, इंद्रनील भट्टाचार्य, बिनोद बी. भोई, सत्यानंद साहू, सिद्धार्थ सान्याल, अत्री मुखर्जी, एस. सूरज, एस.एम. लोकरे, संगीता मिश्रा, जय चंद्र, राज राजेश, वी. धन्या, हरेन्द्र बेहेरा, अमरनाथ यादव, ए.के. शुक्ला, पल्लवी चव्हाण, समीर बेहेरा, राजीव जैन, बी.एस. मिश्रा, सुनील कुमार और इंद्राणी मन्ना शामिल थे।

डॉ. पी.डी. जेरोमी, जिनका दुर्भाग्यवश इस रिपोर्ट को तैयार करने के दौरान देहावसान हो गया, ने इस कार्य में अपना महत्त्वपूर्ण योगदान दिया।



इस दल को वी. लीलाधर, श्यामला गोपीनाथ, ऊषा थोरात, वी.के. शर्मा, के. कनकसभापति और जी.एस. भाटी से महत्वपूर्ण सुझावों का लाभ मिला।

इस रिपोर्ट को तैयार करने के विभिन्न चरणों में परिचालन विभागों के अधिकारियों यथा -हिमाद्री भट्टाचार्य, प्रशांत सरन, सलीम गंगाधरन, माइकल डी. पात्र, चंदन सिन्हा, जी. महालिंगम, मृदुल सग्गर, हिमांशु जोशी, पार्थ रे, टी. रविशंकर, टी.बी.बी. वर्मा, दीपक कुमार और महुआ रॉय का उल्लेखनीय योगदान रहा।

इसके अलावा परिचालन विभागों यथा - मौद्रिक नीति विभाग, बैंकिंग परिचालन और विकास विभाग, वित्तीय बाजार विभाग, विदेशी मुद्रा विभाग, बाह्य निवेश और परिचालन विभाग के महत्वपूर्ण योगदान अत्यंत सराहनीय रहे। आर्थिक विश्लेषण और नीति विभाग के लगभग प्रत्येक प्रभाग ने 'हाल की आर्थिक गतिविधियां' (अध्याय II) शीर्षक अध्याय को तैयार करने में अपना योगदान दिया।

मुझे विश्वास है कि इस रिपोर्ट में प्रस्तुत विश्लेषण और दिये गये सुझाव वित्तीय बाजारों को और विकसित करने में हमारे प्रयासों के लिए मार्गदर्शक सिद्ध होंगे।

इस अवसर पर मैं आर्थिक विश्लेषण और नीति विभाग के अधिकारियों के व्यावसायिक कौशल और पूर्ण निष्ठा की हृदय से सराहना करता हूँ जिसके बिना इस रिपोर्ट को प्रकाशित करना संभव नहीं हो पाता।

24 मई 2007

राकेश मोहन  
उप गवर्नर

## विषयवस्तु

	पृष्ठ सं.
<b>प्रस्तावना</b>	
<b>I. रिपोर्ट का विषय .....</b>	<b>1 से 8</b>
निरंतर उच्च वृद्धि प्राप्ति के लिए संसाधन जुटाना .....	2
वित्तीय बाजार और मौद्रिक नीति .....	3
विविधतापूर्ण वित्तीय प्रणाली .....	4
वित्तीय एकीकरण और वित्तीय बाजार .....	5
<b>II. हाल की आर्थिक गतिविधियां .....</b>	<b>9-66</b>
वास्तविक क्षेत्र .....	10
राजकोषीय स्थिति .....	21
मौद्रिक और ऋणस्थिति .....	30
वित्तीय बाजार .....	41
बैंक तथा वित्तीय संस्थाएं .....	52
बाह्य क्षेत्र .....	56
समग्र मूल्यांकन .....	64
<b>III. मुद्रा बाजार .....</b>	<b>67-118</b>
मुद्रा बाजार की भूमिका - सैद्धांतिक आधार .....	68
परिचालन प्रक्रियाएं तथा मुद्रा बाजार - अंतर्राष्ट्रीय अनुभव .....	73
भारत में मुद्रा बाजार - 1980 के बाद के मध्य दशक तक .....	80
रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन का विकास .....	81
मुद्रा बाजार की गतिविधियां - 1980 के बाद का मध्य दशक और उसके बाद .....	91
भावी पथ .....	106
सारांश .....	108
प्रदर्श III.1 : ब्याज दर सरणी के माध्यम से मौद्रिक नीति संबंधी सम्प्रेषण .....	70
अनुलग्नक III.1: विकसित देशों में चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं .....	110
अनुलग्नक III.2: उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं .....	111
अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना .....	112

(जारी)



	पृष्ठ सं.
<b>IV. क्रेडिट बाज़ार .....</b>	<b>119-163</b>
क्रेडिट बाजार का महत्त्व .....	120
भारत में क्रेडिट बाजार का संस्थागत ढांचा .....	121
भारत में क्रेडिट बाजार में नीतिगत गतिविधियां .....	124
क्रेडिट की प्रवृत्तियां - नब्बे का दशक और उससे आगे .....	129
भावी पथ .....	157
सारांश .....	160
प्रदर्श IV.1 : ऋण बाजार संरचना .....	123
अनुबंध IV.1 : तीव्र ऋण वृद्धि को रेसपाँड करने में नीतिगत विकल्पों की सूची .....	162
अनुबंध IV.2 : तीव्र ऋण वृद्धि के प्रमुख जोखिमों के प्रबंधन के लिए पर्यवेक्षी उपाय .....	163
<b>V. सरकारी प्रतिभूति बाजार .....</b>	<b>164-210</b>
सरकारी प्रतिभूति बाजार की भूमिका .....	165
अंतरराष्ट्रीय तजुर्बा .....	169
भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार - नीतिगत प्रगति .....	179
भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार: विश्लेषण और आकलन .....	193
भावी पथ .....	202
सारांश .....	207
अनुबंध V.1 : सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधार .....	209
<b>VI. विदेशी मुद्रा बाज़ार .....</b>	<b>211-257</b>
उभरते बाजारों में विनिमय दर व्यवस्था .....	212
भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार: ऐतिहासिक परिदृश्य .....	216
विदेशी मुद्रा बाजार का ढांचा .....	220
विदेशी मुद्रा बाजार : एक मूल्यांकन .....	228
एकीकरण के बाद की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार का बरताव .....	236
विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप से जुड़े मुद्दे .....	248
भावी पथ .....	253
सारांश .....	256
प्रदर्श V1.1 : कोष सदस्यों की वास्तविक विनिमय दर प्रणाली .....	214

(जारी)



	पृष्ठ सं.
<b>VII. ईक्विटी और कंपनी ऋण बाजार .....</b>	<b>258-284</b>
ईक्विटी बाजार .....	258
निजी कंपनी ऋण बाजार .....	271
भावी पथ .....	279
सारांश .....	282
अनुबंध VII.1 : कंपनी बांडों संबंधी व्यापारी ढांचे की विशेषताएं .....	284
<b>VIII. वित्तीय बाजार समेकन .....</b>	<b>285-312</b>
वित्तीय बाजार समेकन की संकल्पना और आयाम .....	286
भारत में बाजार समेकन को समर्थ बनाने के लिए नीतिगत उपाय .....	289
भारत में देशी वित्तीय बाजार समेकन .....	289
भारत का अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय समेकन .....	301
भावी पथ .....	308
सारांश .....	312
<b>IX. समग्र आकलन .....</b>	<b>313-322</b>
मुद्रा बाजार .....	314
क्रेडिट बाजार .....	316
सरकारी प्रतिभूति बाजार .....	317
विदेशी मुद्रा बाजार .....	319
ईक्विटी तथा कंपनी ऋण बाजार .....	320
सारांश .....	321
<b>चुनिंदा संदर्भ .....</b>	<b>I से XVIII</b>

## बॉक्स मदों की सूची

बॉक्स सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
III.1	मौद्रिक संप्रेषण के प्रक्रिया-तंत्र में मुद्रा बाजार की भूमिका .....	72
III.2	चलनिधि समायोजन सुविधा .....	85
III.3	मौद्रिक नीतिगत घोषणाओं और वित्तीय बाजार के व्यवहार के बीच परस्पर प्रतिक्रिया .....	89
III.4	बाजार की व्यष्टि संरचना : मुद्रा बाजार चलनिधि के मुद्दे .....	90
III.5	अल्पावधिक आय-वक्र का विकास-कुछ मुद्दे .....	94
IV.1	मौद्रिक नीति का क्रेडिट चैनल .....	122
IV.2	क्रेडिट बाजार सुधार .....	126
IV.3	आस्ति प्रतिभूतिकरण .....	127
IV.4	ऋण सूचना ब्यूरो .....	127
IV.5	क्रेडिट डेरिवेटिव .....	128
IV.6	ग्रामीण क्षेत्रों में प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र, माइक्रो-वित्त और क्रेडिट कार्ड से संबंधित नीतियां .....	133
IV.7	लघु और मझौले उद्योगों के प्रति ऋण प्रवाह - हाल के उपाय .....	140
IV.8	घरेलू ऋण बाजार - अंतरराष्ट्रीय अनुभव .....	144
IV.9	ऋण में तीव्र वृद्धि - विवेकपूर्ण मानदंड .....	145
IV.10	बैंक ऋण के निर्धारक .....	149
IV.11	ऋण तेजी : विश्लेषणात्मक मुद्दे .....	151
IV.12	ऋण तेजी और मौद्रिक नीति .....	152
V.1	सार्वजनिक हित के रूप में सरकारी प्रतिभूति प्रतिलाभ वक्र की भूमिका .....	166
V.2	सरकारी ऋण संरचना और मौद्रिक स्थितियाँ .....	168
V.3	एक गहन और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाजार के सिद्धान्त .....	169
V.4	नीलामी मूल्यन - एकसमान बनाम बहुपक्षीय .....	173
V.5	रिजर्व बैंक और सरकारी प्रतिभूति बाजार - कानूनी ढांचा .....	180
V.6	सरकारी प्रतिभूतियों के लिए अधिदेशीय निवेश .....	182
V.7	प्राथमिक व्यापारियों के लिए संशोधित दिशा-निदेश .....	184
V.8	सीसीआईएल द्वारा अपनाई गई जोखिम प्रबंधन प्रथाएं .....	191
V.9	प्रतिभूतियों के पंजीकृत ब्याज और मूल की अलग-अलग ट्रेडिंग (स्ट्रिप्स) .....	205
VI.1	विनिमय दर प्रणाली तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति .....	213

(जारी)





बॉक्स सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
VI.2	भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित विशेषज्ञ दल की सिफारिशें .....	219
VI.3	भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के लिए किए गए उपाय .....	220
VI.4	भारत में विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी लिखत .....	223
VI.5	व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार : व्यापक दिशानिर्देश .....	224
VI.6	एशियन संकट के परिणामस्वरूप प्रारंभ किए गए नीतिगत उपाय .....	239
VI.7	व्यापार का इनवाइसिंग पैटर्न तथा विनिमय दर प्रभाव(पास-थ्रू) .....	245
VII.1	क्या भारत में शेयर बाजार आर्थिक वृद्धि का संवर्धन करते हैं ? .....	260
VII.2	भारत में निजी स्थानन बाजार .....	273
VII.3	कंपनी ऋण और प्रतिभूतिकरण पर उच्च विशेषज्ञ समिति की सिफारिशें .....	276
VII.4	कंपनी बांड बाजारों का विकास - चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं का अनुभव .....	278
VIII.1	वित्तीय बाजार समेकन का सिद्धांत .....	287
VIII.2	वित्तीय समेकन के लाभ और जोखिम .....	288
VIII.3	भारत में वित्तीय बाजार समेकन को समर्थ बनाने वाले उपाय .....	290
VIII.4	विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता .....	298
VIII.5	एशिया में क्षेत्रीय समेकन पर पहल .....	305

## चार्ट की सूची

चार्ट सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
II.1	कारक लागत पर जीडीपी की वार्षिक वृद्धि दर (1999-2000 की कीमतों पर) .....	10
II.2	संस्थागत स्रोतों की बचत (1999-2000 की कीमतों पर) .....	13
II.3	संस्थागत स्रोतों का सकल पूंजी निर्माण (1999-2000 की कीमतों पर) .....	13
II.4	राज्य सरकारों की बाजार उधारी पर भारित औसत ब्याज दर .....	29
II.5	राज्यों द्वारा अर्थोपाय अग्रिम (डब्ल्यूएमए) और ओवरड्राफ्ट का उपयोग (साप्ताहिक औसत) .....	29
II.6	राज्य सरकारों द्वारा 14 दिवसीय मध्यवर्ती खजाना बिलों में निवेश (साप्ताहिक औसत) .....	30
II.7	व्यापक मुद्रा में वृद्धि (वर्ष-दर-वर्ष) .....	33
II.8	खाद्येतर ऋण .....	34
II.9	उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति .....	37
II.10	अंतरराष्ट्रीय पण्य मूल्य .....	37
II.11	थोक मूल्य मुद्रास्फीति .....	39
II.12	प्रमुख बाजार दरों में घट-बढ़ .....	43
II.13	खजाना बिलों के प्राथमिक आय में घट-बढ़ .....	46
II.14	सरकारी प्रतिभूतियों का कारोबार तथा आय वक्र .....	47
II.15	प्रमुख मुद्राओं की तुलना में रुपया .....	49
II.16	वायदा प्रीमियम में घट-बढ़ .....	49
II.17	क्षेत्रवार स्टॉक सूचकांकों की प्रवृत्ति .....	51
II.18	वैश्विक उत्पादन वृद्धि .....	55
II.19	विश्व व्यापार की मात्रा तथा कीमतों में वृद्धि .....	56
II.20	अदृश्य अधिशेष में घट-बढ़ .....	60
II.21	चालू खाता शेष .....	61
II.22	विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निवल अंतर्वाह/बहिर्वाह .....	62
II.23	एनआरआई की जमाराशियां-बकाया .....	62
II.24	विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि .....	63
II.25	बाहरी ऋण की मुद्रा संरचना .....	64
III.1	एल ए एफ गलियारा तथा मांग दर .....	86
III.2	रिजर्व बैंक के खुले बाजार के परिचालन .....	86
III.3	चलनिधि समायोजन सुविधा तथा मांग दर .....	88

(जारी)



चार्ट सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
III.4	रात्रिभर के लिए ब्याज दरें .....	91
III.5	मांग मुद्रा दर .....	95
III.6	खजाना बिलों पर आय .....	98
III.7	वाणिज्यिक पत्र .....	100
III.8	जमा प्रमाणपत्र .....	101
III.9	ओआईएस तथा सरकारी प्रतिभूति आय .....	103
III.10	माईफोर स्वैप तथा सरकारी सिक्क्योरिटी आय .....	104
III.11	मौद्रिक नीति तथा स्वैप दरें .....	104
III.12	मुद्रा बाजार की दरें .....	105
IV.1	वित्तीय मध्यस्थों की कुल आस्तियां - संबंधित शेयर .....	124
IV.2	बैंक ऋण और खाद्येतर क्रेडिट वृद्धि .....	130
IV.3	क्षेत्रवार सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) और क्रेडिट .....	132
IV.4	औद्योगिक क्षेत्र की अल्पकालिक ऋण सघनता .....	138
IV.5	निजी कंपनी क्षेत्र के उधार के प्रकार .....	138
IV.6	लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए ऋण की प्रवृत्ति .....	139
IV.7	लघु उद्योग क्षेत्र की ऋण सघनता .....	140
IV.8	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के कुल खातों/राशियों में वैयक्तिक ऋण खातों/राशि का हिस्सा .....	141
IV.9	आवास ऋण की प्रवृत्ति .....	142
IV.10	कुल ऋण में वैयक्तिक ऋण का हिस्सा .....	142
IV.11	कुल ऋण में मध्यम तथा दीर्घकालिक ऋण का हिस्सा .....	145
IV.12	वृद्धिशील ऋण-जमा अनुपात .....	145
IV.13	ऋण और निवेश .....	146
IV.14	सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा निवेश .....	147
IV.15	ऋण सकल घरेलू उत्पाद अनुपात .....	147
IV.16	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की अनर्जक आस्तियां .....	147
IV.17	अनर्जक आस्तियों में वृद्धिशील अभिवृद्धि .....	147
IV.18	वास्तविकता के प्रतिशत के रूप में चक्रीय घटक .....	150
IV.19	बैंकों की नीति और उधार दरें .....	154
IV.20	सरकारी प्रतिभूतियों की उधार दर और आय .....	155

(जारी)



चार्ट सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
V.1	सरकारी प्रतिभूति बाजार का आकार - चुनिंदा देश .....	170
V.2	केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की औसत भारत परिपक्वता .....	195
V.3	केंद्र सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों की आय और परिपक्वता .....	196
V.4	केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के कुल निर्गम में पुनर्निर्गमों का हिस्सा .....	197
V.5	आय और वार्षिक टर्न ओवर (बाजार मूल्य) .....	197
V.6	द्वितीयक बाजार तत्काल लेन-देन - केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां .....	198
V.7	केंद्र और राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों का धारिता स्वरूप .....	198
V.8	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा एसएलआर प्रतिभूतियों में निवेश .....	199
V.9	आय वक्र उतार-चढ़ाव - एसजीएल लेन-देन .....	199
V.10	आय स्प्रेड में उतार-चढ़ाव .....	200
V.11	केंद्र सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों की आय और परिपक्वता प्राथमिक निर्गम .....	200
V.12	केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की मासिक आय और टर्न ओवर .....	201
V.13	जब जारी बाजार में कारोबार की मात्रा .....	201
V.14	सरकारी प्रतिभूति बाजार की विभिन्न लिखतों पर आय .....	201
VI.1	रुपया-डालर विनिमय दर की प्रवृत्ति .....	217
VI.2	भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में टर्नओवर .....	229
VI.3	अनुसूचित वाणिज्य बैंक - कुल लाभ की तुलना में विदेशी मुद्रा लेनदेनों से प्राप्त लाभ .....	230
VI.4	विदेशी मुद्रा टर्नओवर - खंड-वार .....	230
VI.5	विदेशी मुद्रा बाजार में अंतर बैंक तथा व्यापारिक लेनदेन .....	231
VI.6	हाजिर विदेशी मुद्रा बाजार में बोली-मांग का अंतर (स्प्रेड) .....	232
VI.7	वायदा प्रीमियम एवं रुपया डालर विनिमय दर में उतार-चढ़ाव .....	233
VI.8	मांग मुद्रा बाजार से वायदा बाजार की ओर अंतरण .....	233
VI.9	हाजिर, वायदा और एनडीएफ बाजारों में भारतीय रुपयों में उतार-चढ़ाव .....	235
VI.10	मांग-पूर्ति असंतुलन और भारिबैंक के हस्तक्षेप के बीच संबंध .....	251
VI.11	भारतीय रिजर्व बैंक का निष्प्रभावीकरण परिचालन .....	252
VII.1	चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं में निवेशक रक्षा सूचकांक .....	261
VII.2	भारत में जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बाजार पूंजीकरण .....	262
VII.3	चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं में जीडीपी के प्रतिशत के रूप में बाजार पूंजीकरण .....	263
VII.4	चुनिंदा देशों में कारोबार अनुपात .....	263

(जारी)



चार्ट सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
VII.5	ईक्विटी बाजार (हाजिर) में प्रभाव लागत .....	264
VII.6	एन एस ई में ईक्विटी डेरिवेटिव में कारोबार .....	264
VII.7	बी एस ई सेंसेक्स की घट-बढ़ के तिमाही सहगुणांक .....	265
VII.8	पारस्परिक निधियों द्वारा निवल निधि संग्रह - योजनावार .....	266
VII.9	पारस्परिक निधियों द्वारा प्रबंधन के अंतर्गत योजनावार निवल आस्तियां .....	267
VII.10	पारस्परिक निधियों द्वारा धारित कुल आस्तियां .....	267
VII.11	सार्वजनिक निर्गमों द्वारा जुटाए गए संसाधन और पूंजी निर्गमों की संख्या .....	267
VII.12	जीडीपी और जीडीसीएफ के प्रति नए पूंजी निर्गमों (एनसीआई) का अनुपात .....	267
VII.13	चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं में नए पूंजी निर्गम .....	268
VII.14	यूरो निर्गमों के माध्यम से संसाधन जुटाना .....	269
VII.15	चुनिंदा देशों के सकल अंतरराष्ट्रीय ईक्विटी निर्गम .....	269
VII.16	भारतीय कंपनियों द्वारा जुटाए गए संसाधन - घरेलू और अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार .....	269
VII.17	एनएसई में सूचीबद्ध कंपनियों की शेयरधारिता पद्धति .....	270
VII.18	ऋण निर्गमों के माध्यम से संसाधन जुटाना .....	272
VII.19	अमरीका में बांड बाजार की संरचना .....	277
VIII.1	भारत में ब्याज दरें और विनिमय दर .....	291
VIII.2	निहित ब्याज दर .....	294
VIII.3	91 दिवसीय खजाना बिल दर और 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति आय .....	294
VIII.4	सरकारी प्रतिभूतियों के द्वितीयक बाजार में पण्यवर्त .....	294
VIII.5	बांड आय .....	295
VIII.6	36-मुद्रा व्यापार भारत वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईईआर) .....	296
VIII.7	रक्षित ब्याज समता .....	296
VIII.8	अल्पावधि मुद्रा बाजार दर .....	299
VIII.9	विकासशील और उदीयमान देशों को सकल निवल संसाधन प्रवाह .....	303
VIII.10	भारत को निवल संविभाग प्रवाह .....	306

## सारणियों की सूची

सारणी सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
2.1	वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद .....	10
2.2	सकल घरेलू उत्पाद की त्रैमासिक वृद्धि दरें .....	11
2.3	वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद में वृद्धि, 2007-08 : भारत के लिए पूर्वानुमान .....	11
2.4	उत्पादन में वृद्धि : विभिन्न देशों के बीच तुलना .....	12
2.5	सकल घरेलू बचत और निवेश .....	12
2.6	बचत-निवेश अंतर .....	13
2.7	संचयी वर्षा .....	14
2.8	फसल-वार लक्ष्य / उपलब्धियाँ .....	15
2.9	मौसमवार कृषि उत्पादन .....	15
2.10	खाद्य भंडार का प्रबंधन .....	16
2.11	औद्योगिक उत्पादन सूचकांक-मासिक वृद्धि .....	18
2.12	विनिर्माण उद्योगों में वृद्धि (2-अंक स्तर वर्गीकरण) .....	18
2.13	औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आइआइपी) की वृद्धि में क्षेत्रवार योगदान .....	19
2.14	हांचागत उद्योगों की वृद्धि दर .....	19
2.15	सेवा क्षेत्र के उप - क्षेत्रों में तिमाही वृद्धि दर .....	20
2.16	केंद्र सरकार के प्रमुख घाटा संकेतक .....	22
2.17	केंद्र की प्राप्तियाँ .....	23
2.18	केंद्र के व्यय का पैटर्न .....	24
2.19	सकल राजकोषीय घाटे के वित्तपोषण का पैटर्न .....	25
2.20	राज्य सरकारों के प्रमुख घाटा संकेतक .....	25
2.21	राज्य सरकारों की कुल प्राप्तियाँ .....	26
2.22	राज्य सरकारों के व्यय का पैटर्न .....	27
2.23	राज्यों के सकल राजकोषीय घाटे के वियोजन और वित्तपोषण का पैटर्न .....	28
2.24	2006-07 के दौरान राज्य सरकारों की बाजार उधारियाँ .....	29
2.25	संयुक्त देयताएं और ऋण-जीडीपी अनुपात .....	30
2.26	आरक्षित मुद्रा .....	32
2.27	मौद्रिक संकेतक .....	33
2.28	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का सर्वेक्षण .....	34
2.29	खाद्येतर बैंक ऋण का विनियोजन .....	35

(जारी)



सारणी सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
2.30	उद्योग के लिए निधियों के चुनिंदा स्रोत .....	36
2.31	वार्षिक उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति .....	36
2.32	वैश्विक मुद्रास्फीति संकेतक .....	38
2.33	भारत में थोक मूल्य मुद्रा स्फीति .....	40
2.34	भारत में उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति (सीपीआई) .....	41
2.35	घरेलू वित्तीय बाजार-चयनित संकेतक .....	42
2.36	वाणिज्य पत्र - प्रमुख जारीकर्ता .....	45
2.37	प्राथमिक बाजार से संसाधन संग्रहण .....	50
2.38	म्युचुअल फंडों द्वारा निवल संसाधन संग्रहण .....	50
2.39	शेयर बाजारों की प्रवृत्तियाँ .....	51
2.40	शेयर बाजार में संस्थागत निवेश .....	52
2.41	राष्ट्रीय शेयर बाजार में नकदी के मुकाबले डेरिवेटिव्स बाजार में कारोबार .....	52
2.42	चुनिंदा बैंक समूहों के महत्वपूर्ण प्राचल (पैरामीटर्स) .....	53
2.43	शहरी सहकारी बैंक - चुनिंदा वित्तीय संकेतक .....	54
2.44	वित्तीय संस्थाएं - चुनिंदा निष्पादन संकेतक .....	54
2.45	एनबीएफसी के समेकित तुलनपत्र .....	54
2.46	अवशिष्ट गैर बैंकिंग कंपनियों की प्रोफाइल .....	55
2.47	देश-वार वृद्धि दर .....	56
2.48	वैश्विक वाणिज्यिक माल के निर्यात में वृद्धि .....	57
2.49	भारत का विदेश व्यापार .....	58
2.50	भारत के प्रमुख निर्यात .....	58
2.51	भारतीय निर्यात के प्रमुख गंतव्य देश .....	59
2.52	भारत के प्रमुख आयात .....	59
2.53	भारत का चालू खाता .....	60
2.54	पूंजी प्रवाह (निवल) .....	61
2.55	श्रेणी के अनुसार विदेशी निवेश प्रवाह .....	61
2.56	एनआरआई जमाराशि योजना के अंतर्गत अंतर्वाह .....	62
2.57	बाहरी ऋण के घटक .....	63
2.58	ऋण संकेतक .....	64

(जारी)



सारणी सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
3.1	चलनिधि अवशोषण .....	87
3.2	पहली और दूसरी एलएएफ .....	88
3.3	मुद्रा बाजार के घटकों में गतिविधि .....	92
3.4	खजाना बिल - प्राथमिक बाजार .....	99
3.5	मुद्रा बाजार की दरों में उद्वेगशीलता .....	101
4.1	सभी ऋण संस्थाओं द्वारा दिये गये क्रेडिट का कुल बकाया .....	129
4.2	बकाया क्रेडिट की संस्थावार वृद्धि .....	129
4.3	क्रेडिट का विभाजन-संवर्गवार हिस्सा .....	130
4.4	वाणिज्य बैंकों का क्षेत्रवार क्रेडिट - चक्रवृद्धि वार्षिक वृद्धि दर .....	131
4.5	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के बकाया क्रेडिट का विभाजन .....	132
4.6	प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के बकाया अग्रिमों की प्रवृत्तियां .....	134
4.7	स्वयं सहायता समूह-बैंक संपर्क कार्यक्रम की प्रगति .....	135
4.8	किसान क्रेडिट कार्ड योजना की प्रगति .....	136
4.9	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के एसएलआर से इतर निवेश .....	136
4.10	उद्योगों के लिए बैंक से इतर निधियों के स्रोत .....	137
4.11	बैंकों द्वारा उद्योग को दिए गए ऋण का प्रकार .....	137
4.12	बुनियादी क्षेत्रों को बैंक ऋण .....	138
4.13	लघु उद्योग क्षेत्र का कार्यनिष्पादन - प्रमुख मानदंड .....	139
4.14	एसएसआइ क्षेत्र में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की सकल अनर्जक आस्तियां .....	140
4.15	कुल बैंक ऋण में वैयक्तिक ऋण का हिस्सा तथा वृद्धि .....	141
4.16	वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए घरेलू ऋण की संरचना .....	142
4.17	वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए आवास ऋण की प्रवृत्ति .....	142
4.18	निधियों के जमा से इतर स्रोत .....	146
4.19	ऋण वृद्धि की प्रवृत्ति .....	148
4.20	निजी क्षेत्र को ऋण .....	152
4.21	ऋण खातों की संख्या - चुनिंदा देश .....	153
4.22	भारत में वाणिज्य बैंक ऋण सुविधा की पहुंच .....	153
4.23	प्रति 100 व्यक्तियों पर ऋण खातों की क्षेत्र-वार संख्या - भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंक .....	153
4.24	भारत के परिवारों में ऋणग्रस्तता की स्थिति .....	153
4.25	परिवारों का ऋण-आस्ति अनुपात .....	154
4.26	दबाव परीक्षण : विभिन्न परिदृश्यों में पूंजी पर्याप्तता अनुपात .....	154

(जारी)





सारणी सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
4.27	अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा बीपीएलआर से कम दरों पर दिए गए ऋण का हिस्सा .....	154
4.28	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों की रिपो दर और अग्रिम दर में परिवर्तन .....	155
4.29	प्रमुख एशियाई देशों में बैंकों की मध्यस्थता लागत .....	155
5.1	घरेलू मुद्रा सरकारी बांड बाजारों में अर्थसुलभता के संकेतक - चुनिंदा देश .....	171
5.2	भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार .....	194
5.3	केंद्र और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों का बकाया स्टॉक .....	194
5.4	वर्ष के दौरान जारी केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की परिपक्वता प्रोफाइल .....	195
5.5	केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के बकाया स्टॉक की परिपक्वता प्रोफाइल .....	195
5.6	सरकारी प्रतिभूतियों पर भारित औसत ब्याज दर .....	196
5.7	सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की भूमिका .....	196
5.8	सरकारी प्रतिभूति बाजार में वार्षिक टर्नओवर .....	197
5.9	अन्य लिखतों के साथ 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों की आय का सह संबंध .....	202
6.1	1996-अप्रैल 2006 के दौरान विनिमय दर प्रणाली का विकास क्रम .....	214
6.2	उभरते बाजार वाले देश : अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर संक्रमण .....	215
6.3	विदेशी मुद्रा बाजार में प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी I) .....	222
6.4	वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार टर्नओवर .....	228
6.5	उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं वाली मुद्राओं में पारंपरिक विदेशी मुद्रा बाजार के टर्नओवर - अप्रैल 2004 .....	229
6.6	भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार गतिविधियों के संकेतक .....	229
6.7	भारत में विदेशी मुद्रा बाजार का सापेक्ष आकार .....	229
6.8	विदेशी मुद्रा टर्नओवर - बैंक समूह-वार हिस्सा .....	230
6.9	भारत में व्युत्पन्नी टर्नओवर .....	230
6.10	चुनिंदा एशियाई देशों की आरईईआर एवं एनईईआर .....	238
6.11	विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप .....	238
6.12	एसएण्डपी, मूडीज़ और फिच रेटिंग्स द्वारा भारत की सावरिन क्रेडिट रेटिंग .....	241
6.13	चुनिंदा उभरती अर्थव्यवस्थाओं में दैनिक विनिमय दरों में उतार-चढ़ाव .....	242
6.14	भारतीय रुपए-अमरीकी डॉलर विनिमय दरों में घट-बढ़ .....	243
6.15	भारतीय रुपए के बाह्य मूल्य की प्रवृत्ति .....	244
6.16	वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार में विनिमय दरों में उतार-चढ़ाव .....	244
6.17	भारत के निर्यात तथा आयात की मुद्रा-वार इनवाइसिंग .....	246
6.18	क्रॉस करेंसी सह-संबंध .....	246
6.19	यूनाइटेड स्टेट्स के समष्टि आर्थिक मानदंड .....	247
6.20	उभरती अर्थव्यवस्थाओं में बचत-निवेश अंतर .....	247

(जारी)



सारणी सं.	शीर्षक	पृष्ठ सं.
6.21	विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप का प्रभाव .....	249
6.22	केंद्रीय बैंक हस्तक्षेप के संबंध में हाल ही के अध्ययनों का प्रमुख निष्कर्ष .....	250
6.23	भारत का पूंजी प्रवाह : संयोजन .....	251
6.24	विदेशी मुद्रा बाजार में भारतीय रिजर्व बैंक के हस्तक्षेप की सीमा .....	252
7.1	भारत में शेयर बाजार में चलनिधि .....	263
7.2	विश्व के शीर्षस्थ पांच ईक्विटी डेरिवेटिव बाजार .....	265
7.3	चुनिंदा वैश्विक शेयर बाजारों में घट - बढ़ .....	265
7.4	भारत में घरेलू क्षेत्र की सकल वित्तीय बचत में विभिन्न लिखतों का हिस्सा .....	266
7.5	भारतीय कंपनियों की निधि के स्रोतों का स्वरूप .....	268
7.6	घरेलू कंपनी ऋण बाजार का आकार और स्थानीय मुद्रा निधीयन के अन्य स्रोत .....	274
7.7	ऋण प्रतिभूतियों का कारोबार .....	274
8.1	भारत में वित्तीय बाजारों की गहराई - औसत दैनिक पण्यवर्त .....	291
8.2	प्रमुख वित्तीय बाजारों के बीच सहसंबंध .....	293
8.3	वित्तीय बाजार की अस्थिरता .....	299
8.4	रिवर्स रिपो दर की तुलना में ब्याज दर स्प्रेड .....	299
8.5	वैश्विक व्यापार खुलापन .....	301
8.6	एशिया में अंतर-क्षेत्रीय व्यापार में हिस्सा .....	302
8.7	वैश्विक चालू खाता शेष .....	302
8.8	सकल विदेशी आस्तियां और देयताएं .....	302
8.9	विकासशील और उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं को पूंजी प्रवाह .....	303
8.10	पूंजी प्रवाहों की अस्थिरता .....	304
8.11	भारत के खुलेपन के चुनिंदा संकेतक .....	304
8.12	भारत का व्यापार और पूंजीगत खाते .....	306
8.13	एफडीआइ खुलापन : चुनिंदा देश .....	306
8.14	क्षेत्रीय स्टॉक बाजार प्रतिलाभ सहसंबंध .....	307
8.15	क्षेत्रीय मुद्रा बाजार सहसंबंध .....	307
8.16	क्षेत्रीय बांड बाजार सहसंबंध .....	308

## संक्षेपाक्षर

ABF	-	एशियन बांड निधि	BITs	-	द्विपक्षीय निवेश संधि
ABS	-	आस्ति समर्थित प्रतिभूति	BOJ NET	-	बैंक ऑफ जापान एनईटी
ACD	-	एशिया सहयोग वार्ता	BPLR	-	बेंचमार्क मूल उधार दर
ACU	-	अतिरिक्त स्पर्धात्मक हामीदारी	BPO	-	बिजनेस प्रोसेस आउटसोर्सिंग
ADR	-	अमरीकन डिपॉजिटरी रसीद	BSE	-	बंबई शेयर बाजार लिमिटेड
ADs	-	प्राधिकृत व्यापारी	CAD	-	चालू खाता घाटा
AFS	-	बिक्री के लिए उपलब्ध	CAPM	-	पूंजी आस्ति मूल्यन मॉडल
AGL	-	सकल अंतर सीमा	CAS	-	ऋण प्राधिकरण योजना
AIBP	-	त्वरित सिंचाई लाभ कार्यक्रम	CBLOs	-	संपार्श्विक उधार और ऋणदायी बाध्यता
AIFI	-	अखिल भारतीय वित्तीय संस्था	CBO	-	संपार्श्विक बांड देयता
ALD	-	जमाकर्ताओं के प्रति सकल देयता	CCC	-	क्रेडिट काउंसिलिंग कनाडा
ALM	-	आस्ति देयता प्रबंध	CCDM	-	क्रेडिट परामर्श एवं ऋण प्रबंधन
AMC	-	आस्ति प्रबंध कंपनी	CCIL	-	भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड
AML	-	धनशोधन निवारण	CCP	-	केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी
ARC	-	आस्ति पुनर्निर्माण कंपनी	CCS	-	क्रेडिट काउंसिलिंग ऑफ सिंगापुर
ASEAN	-	दक्षिण पूर्व एशियाई राष्ट्र संघ	CDO	-	संपार्श्विक ऋण देयता
ATM	-	स्वचालित टेलर मशीन	CDR	-	कंपनी ऋण पुनर्संरचना
BAHTNET	-	बैंक ऑफ थाइलैंड का स्वचालित उच्च मूल्य निधि अंतरण नेटवर्क	CDs	-	जमा प्रमाणपत्र
BCD	-	बांड, करेंसी और व्युत्पन्नी उत्पाद (डेरिवेटिव)	CDS	-	ऋण चूक अदला-बदली (स्वैप)
BCR	-	बैंक क्रेडिट	CENVAT	-	केंद्रीय मूल्यवर्धित कर
BE	-	विनिमय बिल	CFMS	-	केंद्रीकृत निधि प्रबंध प्रणाली
BEX	-	बांड इलेक्ट्रॉनिक एक्सचेंज	CGS	-	राष्ट्रकुल (कॉमनवेल्थ )सरकार प्रतिभूतियां
BFS	-	वित्तीय पर्यवेक्षण बोर्ड	CIB	-	पूंजी इंडेक्स्ड बांड
BIDS	-	बांड सूचना और प्रसार प्रणाली	CIBIL	-	ऋण आसूचना ब्यूरो (भारत) लिमिटेड
BIS	-	अंतर्राष्ट्रीय निपटान बैंक	CIP	-	रक्षित ब्याज समता
			CLF	-	संपार्श्विक उधार सुविधा



CLN	-	क्रेडिट लिंक्ड नोट	ECS	-	इलेक्ट्रॉनिक समाशोधन सेवा
CLO	-	संपाश्विक उधार देयताएं	EEFC	-	विदेशी मुद्रा अर्जक विदेशी मुद्रा
CP	-	वाणिज्यिक पत्र	EFP	-	बाह्य वित्त प्रीमियम
CPI	-	उपभोक्ता मूल्य सूचकांक	EFT	-	इलेक्ट्रॉनिक निधि अंतरण
CPI-IW	-	उपभोक्ता मूल्य सूचकांक - (औद्योगिक कामगार)	EMEAP	-	पूर्व एशिया प्रशांत क्षेत्र के केंद्रीय बैंकों के कार्यपालकों की बैठक
CPSS	-	भुगतान और निपटान प्रणाली संबंधी समिति	EMEs	-	उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाएं
CPSUs	-	केंद्रीय सार्वजनिक क्षेत्र उपक्रम	EMU	-	यूरोपियन मौद्रिक यूनियन
CRAR	-	जोखिम भारित आस्तियों में पूंजी का अनुपात	ET	-	शेयर बाजार में खरीदी / बेची गई
CRR	-	नकदी -आरक्षित अनुपात	FAST	-	जारी करने / देने की पूर्ण स्वचालित प्रणाली
CRT	-	ऋण जोखिम अंतरण	FCA	-	विदेशी मुद्रा आस्तियां
CDSL	-	केंद्रीय डिपॉजिटरी सेवाएं (भारत ) लिमिटेड	FCAC	-	पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता
CSGL	-	ग्राहकों की सहायक सामान्य खाता-बही	FCCBs	-	विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांड
CSO	-	केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन	FCNR (A)	-	विदेशी मुद्रा अनिवासी (लेखा)
CSRC	-	चायनीज सिक्यूरिटीज रेग्युलेटरी कमीशन	FCNR (B)	-	विदेशी मुद्रा अनिवासी (बैंक)
CV	-	घट-बढ़ गुणांक	FDI	-	विदेशी प्रत्यक्ष निवेश
DAD	-	जमा लेखा विभाग	FEDAI	-	भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ
DCCB	-	जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंक	FEMA	-	विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम
DFHI	-	भारतीय मित्रीकाटा एवं वित्त गृह	FERA	-	विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम
DFI	-	विकास वित्त संस्था	FESFBs	-	विदेशी मुद्रा स्थिरीकरण निधि बांड
DMO	-	ऋण प्रबंध कार्यालय	FFMCs	-	संपूर्ण मुद्रा परिवर्तक
DRT	-	ऋण वसूली न्यायाधिकरण	FIDF	-	वित्तीय संस्था विकास निधि
DTL	-	मांग तथा मीयादी देयताएं	FIIs	-	विदेशी संस्थागत निवेशक
DTTs	-	दोहरा कराधान संधियां	FIMMDA	-	भारतीय नियत आय मुद्रा बाजार और व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव्स) संघ
DvP	-	भुगतान बनाम सुपुर्दगी	FMCG	-	तेज खपत वाली उपभोक्ता वस्तुएं
ECB	-	यूरोपियन सेंट्रल बैंक	FIs	-	वित्तीय संस्थाएं
ECBs	-	बाह्य वाणिज्यिक उधार	FOMC	-	फेडरल ओपन मार्केट कमिटी
			FRAs	-	वायदा दर करार



FRBM Act	– राजकोषीय जबाबदेही और बजट प्रबंध अधिनियम	IMDs	– इंडिया मिलेनियम डिपाजिट
FRBs	– अस्थिर दर बांड	IMF	– अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष
FRL	– संपूर्ण जलाशय स्तर	INFINET	– भारतीय वित्तीय नेटवर्क
FRLs	– राजकोषीय उत्तरदायित्व विधान	INR	– भारतीय रुपए
GATS	– व्यापार एवं सेवा संबंधी सामान्य करार	IOC	– इंडियन ऑयल कॉर्पोरेशन
GCC	– सामान्य क्रेडिट कार्ड	IOMA	– इंटरनेशनल ऑप्शंस मार्केट्स एसोसिएशन
GDCF	– सकल देशी पूंजी निर्माण	IOSCO	– अंतर्राष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन
GDP	– सकल घरेलू उत्पाद	IPAs	– जारीकर्ता और अदाकर्ता एजेंट
GDR	– वैश्विक डिपाजिटरी रसीद	IPF	– निवेशक सुरक्षा निधि
GDS	– सकल देशी बचत	IPO	– प्रारंभिक सार्वजनिक प्रस्ताव
GEMM	– श्रेष्ठ प्रतिभूति बाजार निर्माता	IRDA	– भारतीय बीमा विनियामक एवं विकास प्राधिकरण
GFD	– सकल राजकोषीय घाटा	IRFs	– ब्याज दर फ्यूचर्स
HFT	– व्यापार के लिए धारित	IRS	– ब्याज दर स्वैप
HPEC	– उच्च अधिकारप्राप्त विशेषज्ञ समिति	ISMA	– अंतर्राष्ट्रीय प्रतिभूति बाजार संघ
HTM	– परिपक्वता तक धारित	IT	– सूचना प्रौद्योगिकी
IAS	– समन्वित लेखा प्रणाली	ITES	– सूचना प्रौद्योगिकी समर्थित सेवाएं
IBA	– भारतीय बैंक संघ	JGBs	– जापानी सरकारी बांड
IBPCs	– अंतर- बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र	JLG	– संयुक्त देयता समूह
ICDs	– अंतर कंपनी जमाराशियां	JSDA	– जापानी सिक्यूरिटीज डीलर्स एसोसिएशन
IDBI	– भारतीय औद्योगिक विकास बैंक	KCC	– किसान क्रेडिट कार्ड
IDR	– भारतीय डिपाजिटरी रसीद	KTBs	– कोरियाई खजाना बांड
IFC	– अंतर्राष्ट्रीय वित्त निगम	KYC	– अपने ग्राहक को जानिए
IFCI	– भारतीय औद्योगिक वित्त निगम	LAF	– चलनिधि समायोजन सुविधा
IAs	– अंतर्राष्ट्रीय निवेश करार	LERMS	– उदारीकृत विनिमय दर प्रबंध प्रणाली
IIBI	– भारतीय औद्योगिक निवेश बैंक	LIBOR	– लंदन अंतर- बैंक प्रस्तावित दर
IIP	– औद्योगिक उत्पादन सूचकांक	LIC	– जीवन बीमा निगम
ILAF	– अंतरिम चलनिधि समायोजन सुविधा	LOLR	– अंतिम उधारदाता
IMD	– भारतीय मौसम विभाग	LOOP	– एक मूल्य का नियम



LPA	– दीर्घावधि औसत	NBC	– निवल बैंक ऋण
LPG	– तरल पेट्रोलियम गैस	NBFCs	– गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियां
LTCCS	– दीर्घावधि सहकारी ऋण ढांचा	NCAER	– राष्ट्रीय अनुप्रयुक्त आर्थिक अनुसंधान परिषद
LTO	– दीर्घावधि परिचालन	NCCF	– राष्ट्रीय आपदा आकस्मिक निधि
M <sub>3</sub>	– व्यापक मुद्रा	NCDs	– परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र
MAS	– मॉनिटरी अथॉरिटी ऑफ सिंगापुर	NDA	– निवल घरेलू आस्तियां
MBS	– बंधक समर्थित प्रतिभूतियां	NDF	– गैर-सुपुर्दगीवाला वायदा
MCAP	– बाजार पूंजीकरण	NDS	– तयशुदा लेनदेन प्रणाली
MCI	– मौद्रिक स्थिति सूचकांक	NDS-OM	– तयशुदा लेनदेन प्रणाली-ऑर्डर मैचिंग
MFI	– माइक्रो वित्त संस्था	NDTL	– निवल मांग और मीयादी देयताएं
MGSs	– मलेशियाई सरकार की प्रतिभूतियां	NEAT	– स्वचालित व्यापार हेतु राष्ट्रीय बाजार
MIBOR	– मुंबई अंतर-बैंक प्रस्तावित दर	NEER	– सांकेतिक प्रभावी विनिमय दर
MIFOR	– मुंबई अंतर-बैंक वायदा प्रस्तावित दर	NFA	– निवल विदेशी आस्तियां
MME	– परिपक्व बाजार अर्थव्यवस्थाएं	NFC	– खाद्येतर ऋण
MMIs	– मुद्रा बाजार लिखतें	NGO	– गैर सरकारी संगठन
MMMFs	– मुद्रा बाजार पारस्परिक निधियां	NOF	– निवल स्वाधिकृत निधियां
MNSB	– बहुपक्षीय निवल निपटान बैंक	NPAs	– अनर्जक आस्तियां
MoU	– सहमति ज्ञापन	NPL	– अनर्जक ऋण
MPBF	– अधिकतम स्वीकार्य बैंक वित्त	NRE	– अनिवासी बाह्य
MSS	– बाजार स्थिरीकरण योजना	NRIs	– अनिवासी भारतीय
MTM	– बाजार मूल्य को बही में अंकित करना	NSDL	– राष्ट्रीय प्रतिभूति निक्षेपागार (डिपॉजिटरी) लिमिटेड
MUC	– न्यूनतम हामीदारी वचनबद्धता	NSE	– भारतीय राष्ट्रीय शेयर बाजार लिमिटेड
NABARD	– राष्ट्रीय कृषि और ग्रामीण विकास बैंक	NSS	– राष्ट्रीय निपटान प्रणाली
NASDAQ	– प्रतिभूति व्यापारी स्वचालित दर प्रणाली राष्ट्रीय संघ (नैस्टैक)	NSSF	– राष्ट्रीय अल्प बचत निधि
NASSCOM	– साफ्टवेयर और सेवा कंपनियों का राष्ट्रीय संघ	NSSO	– राष्ट्रीय नमूना सर्वेक्षण संगठन
NASSD	– साफ्टवेयर और सेवा विभाग का राष्ट्रीय संघ	NTR	– करेतर राजस्व



OD	- ओवरड्राफ्ट	RIDF	- ग्रामीण मूलभूत सुविधा विकास निधि
ODA	- आधिकारिक विकास सहायता	RIP	- वास्तविक ब्याज समता
OECD	- आर्थिक सहयोग और विकास संगठन	RITS	- रिजर्व बैंक सूचना एवं अंतरण प्रणालियां
OIS	- ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप	RMDS	- रायटर बाजार आंकड़ा प्रणाली
OLS	- सामान्य न्यूनतम वर्ग	RNBCs	- अवशिष्ट गैर बैंकिंग कंपनियां
OMOs	- खुला बाजार परिचालन	RRBs	- क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक
OPEC	- पेट्रोलियम निर्यातक देशों का संगठन	RTGS	- वास्तविक समय सकल निपटान
OTC	- काउंटर पर	RTP	- आरक्षित अंश की स्थिति
OTCEI	- ओवर दि काउंटर एक्सचेंज ऑफ इंडिया	SAARC	- दक्षिण एशियाई क्षेत्रीय सहयोग संघ
OWS	- अन्य कल्याण सेवाएं	SACP	- विशेष कृषि ऋण योजना
P&L	- लाभ और हानि	SARFAESI	- वित्तीय आस्तियों का प्रतिभूतिकरण और पुनर्संरचना एवं प्रतिभूति हित का प्रवर्तन
PACS	- प्राथमिक कृषि ऋण समिति	SC(R)A	- प्रतिभूति संविदा (विनियमन) अधिनियम, 1956
PCARDB	- प्राथमिक सहकारी कृषि और ग्रामीण विकास बैंक	SCARDB	- राज्य सहकारी कृषि और ग्रामीण विकास बैंक
PCs	- सहभागिता प्रमाणपत्र	SCB	- राज्य सहकारी बैंक
PD	- प्राथमिक घाटा	SCBs	- अनुसूचित वाणिज्य बैंक
PDAI	- भारतीय प्राथमिक व्यापारी संघ	SDDS	- विशेष आंकड़ा प्रसार मानक
PDO	- लोक ऋण कार्यालय	SDLs	- राज्य विकास ऋण
PDs	- प्राथमिक व्यापारी	SDs	- अनुषंगी व्यापारी
PIO	- भारतीय मूल के व्यक्ति	SEACEN	- दक्षिण पूर्व एशियाई केंद्रीय बैंक
PLF	- प्लान्ट लोड फैक्टर	SEANZA	- दक्षिण पूर्व एशिया, न्यूजीलैंड और ऑस्ट्रेलिया
PLR	- मूल उधार दर	SEBI	- भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड
PPP	- क्रय शक्ति समता	SFC	- राज्य वित्त निगम
PSCFC	- विदेशी मुद्रा में अंकित पोतलदानोत्तर ऋण	SGF	- निपटान गारंटी निधि
PSU	- सार्वजनिक क्षेत्र उपक्रम	SGL	- सहायक सामान्य खाताबही
PTC	- पास-थ्रू प्रमाणपत्र	SHCIL	- भारतीय स्टॉक धारिता निगम लिमिटेड
RD	- राजस्व घाटा	SHG	- स्वयं सहायता समूह
REER	- वास्तविक प्रभावी विनिमय दर		
RIBs	- रिसर्जेंट इंडिया बांड		



SIDBI	– भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक	UIP	– अरक्षित ब्याज समता
SLR	– सांविधिक चलनिधि अनुपात	UK	– युनाइटेड किंगडम
SME	– लघु एवं मध्यम उद्यम	US	– संयुक्त राज्य
SPV	– विशेष प्रयोजन संस्था	USAID	– अंतर्राष्ट्रीय विकास हेतु संयुक्त राज्य एजेन्सी
SR	– प्रतिभूति रसीद	UTI	– भारतीय यूनिट ट्रस्ट
SROs	– स्वविनियामक संगठन	VAR	– वेक्टर ऑटो रिगेशन
SRS	– प्रणाली आवश्यकता अध्ययन	VaR	– जोखिम पर मूल्य
SSI	– लघु उद्योग	VCF	– जोखिम पूंजी निधि
STCCS	– अल्पावधि सहकारी ऋण ढांचा	VSAT	– वेरी स्माल अपचर टर्मिनल
STCI	– भारतीय प्रतिभूति व्यापार निगम	VTR	– मूल्य व्यापार अनुपात
STP	– सीधी प्रक्रिया	WADR	– भारित औसत बड़ा दर
STRIPS	– पंजीकृत प्रतिभूतियों के ब्याज और मूलधन का अलग-अलग व्यापार	WDM	– थोक ऋण बाजार
STT	– प्रतिभूति लेनदेन कर	WI	– जब जारी
TAC	– तकनीकी सलाहकार समिति	WMA	– अर्थोपाय अग्रिम
TDS	– स्रोत पर काटा गया कर	WOS	– पूर्ण स्वामित्ववाली सहायक संस्थाएं
TFC	– 12वां वित्त आयोग	WPI	– थोक मूल्य सूचकांक
TIPS	– खजाना स्फीति से संरक्षित प्रतिभूतियां	WSS	– साप्ताहिक सांख्यिकी संपूरक
TOR	– टर्नओवर अनुपात	WTO	– विश्व व्यापार संगठन
TPDS	– लक्षित सार्वजनिक वितरण प्रणाली	YTM	– परिपक्वता प्रतिफल
TRS	– कुल प्रतिलाभ स्वैप	ZCBs	– जीरो कूपन बांड
UCBs	– शहरी सहकारी बैंक		

यह रिपोर्ट इंटरनेट के माध्यम से [www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in)  
नामक यूआरएल पर भी देखी जा सकती है।



1.1 स्थायित्व के साथ आर्थिक प्रगति पाने के लिए एक कार्य-कुशल वित्तीय प्रणाली का होना अनिवार्य है। एक सुविकसित वित्तीय प्रणाली का सर्वाधिक महत्वपूर्ण कार्य है बचत करने वालों से अंतिम उपभोक्ता तक संसाधनों की सुगम और कुशल व्यवस्था सुनिश्चित करना। कुशल वित्तीय प्रणाली का होना विकास के लिए सर्वाधिक महत्वपूर्ण है, यह बात आर्थिक साहित्य में कोई नई नहीं रह गई है। वस्तुतः वाल्टर बैगहॉट ने अपनी प्रतिष्ठित पुस्तक *लोमबार्ड स्ट्रीट : ए डिस्क्रिप्शन ऑफ द मनी मार्केट* (1873) में यह तर्क दिया था कि इंग्लैंड का कुशल पूंजी बाजार ही वह बात थी जिसकी वजह से औद्योगिक क्रांति संभव हो सकी। बैगहॉट ऐसे पहले व्यक्ति थे जिन्होंने वित्तीय बाजारों की दो प्राथमिक भूमिकाओं को परिभाषित किया। प्रथम, वे पूंजी का संचय सुगम बनाते हैं। द्वितीय, वे निवेश परियोजनाओं और उद्योग विशेष में स्वभावतः निहित जोखिमों का प्रबंधन करते हैं।

1.2 आर्थिक विकास में वित्तीय विकास की भूमिका को सर्वाधिक प्रमुख और आद्योपांत मान्यता 1912 में मिली जब जोसेफ शूमपीटर ने तर्क दिया कि वित्तीय विकास आर्थिक वृद्धि को उत्पादकता में उन्नति लाकर बढ़ाता है। यद्यपि यह मत लंबे समय तक मुख्य विचारधारा में प्रचलित नहीं हो पाया क्योंकि तमाम ख्यातिप्राप्त अर्थशास्त्रियों ने बाद में माना कि किसी उन्नत अर्थव्यवस्था के लिए वित्तीय प्रणालियाँ आवश्यक अंग के रूप में भले ही हो सकती हैं परंतु उनका तर्क था कि वे स्वयं वृद्धि में कोई योगदान नहीं करतीं। उदाहरणार्थ जॉन रॉबिन्सन (1952) का तर्क था कि वित्तीय प्रणालियाँ वास्तविक अर्थव्यवस्था की आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए धीमी गति से उभरती हैं। वास्तव में पूर्व के अनुभवजन्य कार्य सुझाते हैं कि यद्यपि आर्थिक वृद्धि और वित्तीय विकास आगे-पीछे हुए हैं, दोनों में किसी प्रकार के आकस्मिक संबंध का कोई प्रमाण नहीं है। उपर्युक्त मत आम तौर पर 1950 के दशक के बाद से 1970 के दशक के पूर्वार्ध तक स्वीकार किया जाता रहा। इस अवधि के दौरान शिक्षाविदों और नीति निर्माताओं का मानना था कि किसी अर्थव्यवस्था में विकास का एक निश्चित चरण पूरा होने के बाद ही वित्त का उभार होता है। पूर्व विकास साहित्य में वित्त के बारे में जो कुछ लिखा गया, केवल यह प्रचारित करना था कि कतिपय सामाजिक लक्ष्यों की प्राप्ति के लिए वित्तीय प्रणाली का प्रबंधन किया जा सकता था। वास्तव में कई विकसित देशों को प्रोत्साहित किया जाता था कि वे राशनिंग अथवा ब्याज दर सीलिंगों के माध्यम से कतिपय अधिमानप्राप्त क्षेत्रों में क्रेडिट के प्रवाह को सुगम बनाएं। तथापि इन नीतियों में पायी गई नाकामियों को मैक किनॉन-शाँ (1973) द्वारा 'वित्तीय मंदी' कहा गया - जिसने वित्तीय प्रणाली की केंद्रीय भूमिका की अनुमति करने की ओर धकेला।

1.3 एंडोजीनस ग्रोथ थ्योरी (अन्तर्देशीय वृद्धि सिद्धान्त) के माध्यम से अग्रणी अर्थव्यवस्थाओं में वित्तीय प्रणालियों की भूमिका को भी अच्छी

तरह समझा गया। इस मॉडल में वृद्धि के लिए सर्वाधिक महत्वपूर्ण है निरंतर उत्पादकता में वृद्धि जो प्रौद्योगिकीय रूप से अग्रणी रहने पर संभव हो पाती है। यह उत्पादकता को वृद्धि का मुख्य इंजन बना देता है। सर्वाधिक महत्वपूर्ण संरचनात्मक घटकों में से एक है वित्तीय प्रणाली (किंग एण्ड लेविन, 1993) जो उत्पादकता को प्रभावित करती है। यह मत शूमपीटर द्वारा पहले सुझाए गए मत के अनुरूप था। लेकिन लेविन (1997) के अनुसार वित्तीय सेवाएं आर्थिक वृद्धि को पांच मुख्य सरणियों - बचत संग्रहण, संसाधन वितरण, जोखिम प्रबंधन, प्रबंध मॉनिटरिंग और व्यापार सुविधाओं के द्वारा प्रभावित करती हैं। पांचों सरणियों में से प्रत्येक पूंजी संचयन और प्रौद्योगिकीय नवोन्मेष प्रक्रिया दोनों में ही योगदान करती है। ये सभी बदले में आर्थिक वृद्धि में प्रत्यक्ष योगदान सोलो ग्रोथ मॉडल के द्वारा करते हैं।

1.4 वित्तीय सुधार और उदारीकरण जो 1980 के दशक में उभरती अर्थव्यवस्थाओं में लागू हुए तथा 1990 का दशक आम तौर पर मैकिनोन शाँ थेसिस (1973) द्वारा प्रेरित था। तथापि, पिछले दशक के वित्तीय संकट ने सुर्खियों में यह स्थापित किया कि एक दुर्बल वित्तीय प्रणाली न सिर्फ किसी देश को अंतरराष्ट्रीय पूंजी आप्रवाहों के प्रति उघाड़ते हुए संकट के प्रति अधिक संवेदनशील बनाती है बल्कि किसी वित्तीय संकट के आ पड़ने पर उसकी लागत में तीव्र वृद्धि करती है। पिछले दशक में कई उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने अपनी घरेलू वित्तीय प्रणालियों जिसमें वित्तीय बाजार - मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार और ईक्विटी बाजार सम्मिलित हैं, को मजबूत बनाने के लिए महत्वपूर्ण प्रयास किए हैं। दुनिया के कई देशों में सरकारों की निधीयन आवश्यकताओं के मुख्य स्रोत के रूप में अब स्थानीय बांड बाजार उभरकर आए हैं। घरेलू कारपोरेट बांड बाजार में और साथ ही कुछ देशों में थोड़ी उन्नति हुई है तथापि बाजार के सेगमेंट में यह उन्नति धीमी रही है।

1.5 इन हालातों में वित्तीय बाजार विकास के प्रमुख उद्देश्य क्या हों? एक उभरती हुई अर्थव्यवस्था, जैसे भारत, के नज़रिए से वित्तीय बाजार विकास का प्रमुख उद्देश्य आर्थिक वृद्धि और विकास को अनिवार्य रूप से सहायता करना होना चाहिए। सामान्य अर्थ में वित्तीय बाजारों की मुख्य भूमिका होती है मध्यस्थ बनकर बचत करने वालों से निवेशकों तक संसाधनों को प्राप्त करना और अर्थव्यवस्थाओं में प्रतियोगी उपयोगों के बीच कुशल रूप से आबंटित करना ताकि बढ़े हुए निवेश और संसाधन उपयोग में बढ़ी हुई कुशलता दोनों ही माध्यमों से वृद्धि में योगदान किया जा सके (मोहन, 2007)।

1.6 भारत में लंबे अरसे से वित्तीय बाजारों का अस्तित्व रहा है। तथापि कई कारणों से ये बाजार सापेक्षिक रूप से अल्प विकसित रहे।

भारत ने 1990 के दशक के प्रारंभ में संरचनात्मक सुधारों के रूप में वित्तीय क्षेत्र के सुधार लागू किए। तब से भारतीय वित्त क्षेत्र, वित्तीय बाजारों को सम्मिलित करते हुए, में तेज रफ्तार से परिवर्तन हुए हैं। वित्तीय बाजारों में हुए सुधार के अंतर्गत सभी सेगमेंट आ जाते हैं यथा - मुद्रा बाजार, क्रेडिट बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार, ईक्विटी बाजार और निजी कार्पोरेट ऋण बाजार। भारत में वित्तीय बाजारों का विकास इस प्रकार किया जा रहा है जिससे संरचना, बाजारों की कुशलता और स्थायित्व में आमूलचूल परिवर्तन लाया जा सके और साथ ही बाजारों को एकीकृत किया जा सके। इसके केंद्र बिंदु में मूल्य अभिज्ञान को मजबूत बनाना, प्रवाहों अथवा लेनदेनों पर प्रतिबंधों में ढील देना, लेनदेन लागतों में कमी करना और अर्थसुलभता में वृद्धि करना रहा है। सुधार-पश्च अवधि के दौरान वित्तीय बाजारों की संरचना ने वित्तीय बाजार के विभिन्न सेगमेंट्स में ट्रेड किए गए वित्तीय लिखतों और बाजार भागीदारों के संदर्भ में दर्शनीय परिवर्तन देखे हैं। इन बाजारों में किए गए विकास चरणबद्ध, क्रमिक और सावधानीपूर्वक वास्तविक अर्थव्यवस्था में अन्य बाजारों के अनुरूप किए गए थे। क्रमिक विकास में बाजार आधारभूत संरचना, प्रौद्योगिकी तथा नियत विधि से बाजार भागीदारों और वित्तीय संस्थाओं की क्षमताओं को विकसित करने की आवश्यकता का ध्यान रखा गया है। भारत जैसे कम आय वाले देश में मूल्य में गिरावट जोखिम (डाउन साइड रिस्क) की लागत बहुत अधिक है, अतः वित्तीय बाजारों का विकास करने के दौरान वित्तीय स्थायित्व बरकरार रखने के उद्देश्य को निरंतर ध्यान में रखना होगा (मोहन, 2007)।

1.7 वृद्धि को बढ़ाने के संदर्भ में वित्तीय क्षेत्र के सुधार गहरा प्रभाव डालते हैं और साथ ही साथ संकटों को निवारित करते हुए वित्तीय मध्यस्थों की कार्यकुशलता बढ़ाते हैं और प्रणाली को एक लोच उपलब्ध कराते हैं (रेड्डी, 2000)। यद्यपि वित्तीय बाजार के विभिन्न सेगमेंट आम तौर पर निश्चित रूप से अधिक गहन और अधिक अर्थसुलभ बन चुके हैं तथापि वित्तीय बाजार के सभी सेगमेंट के पूर्णतया विकसित होने के पहले अभी भी बहुत कुछ करना बाकी है। यथा अर्थारिठियों की ओर से वित्तीय बाजारों को विकसित करने के प्रयास हमेशा किए जाते हैं, वित्तीय बाजारों को समय के इस पड़ाव पर विकसित किए जाने की आवश्यकता इतनी शिद्धत से इससे पहले कभी नहीं महसूस की गयी। उच्च आर्थिक वृद्धि जारी रखने की आवश्यकता, मौद्रिक नीति के संप्रेषण तंत्र को उन्नत करने, एक विविधतापूर्ण वित्तीय प्रणाली विकसित करने, वित्तीय एकीकरण से अधिकाधिक लाभ लेना और उसकी लागत न्यूनतम करना, और सुचारू रूप से पूंजी लेखा परिवर्तनीयता के लिए तैयार होना ये सभी बातें भारत में वित्तीय बाजारों को विकसित करने की दिशा में निरंतर और तीव्र गति से प्रयास करते रहने की आवश्यकता की ओर इंगित करती हैं।

### निरंतर उच्च वृद्धि प्राप्ति के लिए संसाधन जुटाना

1.8 किसी भी अर्थव्यवस्था में वित्तीय प्रणाली की प्राथमिक भूमिका होती है उत्पादक निवेश के लिए संसाधन जुटाना और इसके द्वारा

अर्थव्यवस्था की उत्पादक क्षमता में वृद्धि करना। निधियों के एकसेस (सुलभता) को एक विकसित वित्तीय प्रणाली अधिकाधिक विस्तृत करती है। दूसरे अर्थों में किसी अल्प विकसित वित्त प्रणाली में निधियों की सुलभता सीमित होती है और लोगों को उनकी अपनी ही निधियां प्राप्त करने में तमाम कठिनाइयां आती हैं और उन्हें उच्च लागत पर अनौपचारिक स्रोतों जैसे साहूकारों का सहारा लेना पड़ता है (मोहन, 2006ग)। किसी बाजार आधारित अर्थव्यवस्था में घरेलू वित्तीय बाजार सर्वाधिक महत्वपूर्ण स्तंभ होते हैं। वित्तीय बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका इस तथ्य से प्रकट होती है कि आम तौर पर बचतकर्ताओं और निवेशकों की आवश्यकताएं प्रकृति रूप में एक जैसी नहीं हैं। वित्त बाजार लिखतों की ट्रेडिंग में भी सुविधाजनक है और इसमें त्वरित बाह्य गमन की अनुमति भी है। बचत में अनिवार्यतः भविष्य के लिए उपभोग को सम्मिलित किया जाता है जिसके लिए अधिमान में घटबढ़ होती है जो चलनिधि, समय (अथवा परिपक्वता), सुरक्षा और जोखिम की आवश्यकता और भावी लाभ पर निर्भर करती है। इसी प्रकार विभिन्न उद्योगों में निवेश की आवश्यकताएं भिन्न-भिन्न हैं। अतः वित्तीय बाजार विभिन्न प्रकार की परिपक्वताओं वाली और अन्य विशेषताओं से युक्त लिखतों की एक श्रृंखला बचतकर्ताओं और निवेशकों की विभिन्न प्रकार की आवश्यकताओं की संतुष्टि के लिए उपलब्ध कराने में मुख्य भूमिका का निर्वाह करते हैं। ऐसी लिखतों की अनुपस्थिति में पूंजी का जुटाना अपर्याप्त होगा। एक उथली वित्तीय प्रणाली में लिखतों की संख्या सीमित होती है। यह प्रणाली संभावित बचत नहीं कर सकती और न ही विभिन्न उत्पादक क्षेत्रों के लिए निवेश आवश्यकताओं की पूर्ति कर सकती है और इसमें अर्थव्यवस्था के निष्पादन के लिए निहित प्रभाव होते हैं।

1.9 उच्च और सतत वृद्धि तथा विकास के लिए वित्तीय क्षेत्र के विकास के महत्व को समझते हुए उभरती हुई, बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) और विकासशील देशों के नीति निर्माताओं के द्वारा वित्तीय बाजारों के लिए उचित विनियामक पर्यावरण उपलब्ध कराने के लिए प्रयास किए जाते रहे हैं जो (i) प्रतियोगी ताकतों को बढ़ावा देते हैं; (ii) विभिन्न प्रकार की लिखतों के उपयोग को सुविधाजनक बनाते हैं; (iii) संभावित बचतकर्ताओं और निवेशकों को वित्तीय लिखतों और सेवाओं की बृहद रेंज उपलब्ध कराने वाली विभिन्न प्रकार की संस्थाओं की वृद्धि को बढ़ावा देते हैं; (iv) उनके जोखिम में कमी लाकर बचतकर्ताओं के हित की रक्षा करते हैं और (v) जोखिम प्रबंधन करनेवाली लिखतों का विकास करते हैं। आम तौर पर विनियमन का उद्देश्य जमाकर्ताओं और निवेशकों के हित की रक्षा (सुरक्षा और कारबार का संचालन) करना, वित्तीय समेकन को बढ़ावा देना, मौद्रिक और वित्तीय स्थायित्व सुनिश्चित करना तथा सतत आर्थिक प्रगति प्राप्त करना है।

1.10 2005-06 में भारतीय अर्थव्यवस्था में 9 प्रतिशत की वृद्धि हुई है और केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन का अनुमान है कि 2006-07 के दौरान यह 9.2 प्रतिशत से बढ़ेगी। औसत वार्षिक वृद्धि दर पिछले चार वर्षों के दौरान 8 प्रतिशत से अधिक रही है। 2001-02 में सकल घरेलू निवेश दर सकल घरेलू उत्पाद का 23.0 प्रतिशत थी जो 2005-06 में

महत्वपूर्ण रूप से बढ़कर 33.8 प्रतिशत हो गयी। उसी अवधि के दौरान सकल घरेलू बचत दर भी 23.6 प्रतिशत से बढ़कर 32.4 प्रतिशत हो गयी जो सरकारी क्षेत्र की बचत में महत्वपूर्ण टर्नअराउंड और निजी कार्पोरेट क्षेत्र की बचत में वृद्धि पर आधारित थी। भारत में आर्थिक वृद्धि के बढ़ते रहने की संभावना को देखते हुए आशावादिता चारों ओर थी। ग्यारहवीं पंच वर्षीय योजना (2007-08 से 2011-12) दृष्टिकोण परचे का लक्ष्य है अर्थव्यवस्था को सतत वृद्धि पथ पर ले जाना जिसमें अंतिम वर्ष में लगभग 10 प्रतिशत वृद्धि दर मिलती हो और जो योजना अवधि में लगभग 9 प्रतिशत की औसत वृद्धि दर का यील्ड दे पायेगा। तथापि योजना आयोग द्वारा निवेशों से संबंधित निर्गमों का एक सेट चिह्नित किया गया है। ग्यारहवीं योजना अवधि में 9 प्रतिशत की औसत वृद्धि पाने के लिए दसवीं योजना की घरेलू निवेश की 27.8 प्रतिशत दर को बढ़ाकर ग्यारहवीं योजना की 35.1 प्रतिशत करने की आवश्यकता है। निवेश की यह वृद्धि कृषि में निजी निवेश करके, लघु और मध्यम उद्योगों और कार्पोरेट क्षेत्र से प्राप्त करने की उम्मीद है तथा शेष निवेश सरकारी क्षेत्र से, जिसमें सर्वाधिक ध्यान आधारभूत क्षेत्र पर होगा, प्राप्त करने की उम्मीद है।

1.11 मनोवांछित बचत और निवेश दरों की प्राप्ति के लिए स्वदेश में ही बड़े पैमाने पर संसाधन जुटाने की आवश्यकता होगी। भारत में उचित रूप से उच्च और वृद्धिकारी बचत दरें प्रचलित हैं। तथापि बढ़ती हुई व्यवस्था की निधीयन आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए सर्वाधिक आवश्यक है वित्तीय बचत जुटा पाना। इस संदर्भ में यह नोट किया जाए कि भौतिक बचत की वृद्धि दर हाल में वित्तीय बचतों की वृद्धि दर से अधिक रही है। यद्यपि यह चलन 2005-06 में उलट गया था, भौतिक बचतों में इसके बावजूद बढ़त जारी रही। भौतिक बचत को वित्तीय बचतों से विस्थापित करने को सुविधाजनक बनाने के प्रयोजनार्थ नवोन्मेष और आकर्षक वित्तीय लिखतों की आवश्यकता होगी। दीर्घावधि बचतों, जिनकी आवश्यकता वित्तीयन आधारभूत संरचना के लिए होती है, के निर्माण के लिए उचित लिखतें भी उपलब्ध होनी चाहिए। अतः वांछित प्रकृति के संसाधन जुटाने में वित्तीय बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका होगी।

### वित्तीय बाजार और मौद्रिक नीति

1.12 केंद्रीय बैंक के दृष्टिकोण से संपूर्ण अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीति की नब्ज का प्रभावी संप्रेषण करने के लिए विकसित वित्तीय बाजारों का होना बहुत ही महत्वपूर्ण है। मौद्रिक संप्रेषण तब तक नहीं हो सकता जब तक कुशल मूल्य अभिज्ञान न हो, विशेष रूप से ब्याज दरों और विदेशी मुद्रा दरों के संदर्भ में (मोहन, 2007)। केंद्रीय बैंकों के द्वारा नीतिगत कार्रवाइयों के लिए संप्रेषण प्रक्रिया दो चरणों में की जाती है। पहले चरण में नीतिगत कार्रवाइयां वित्तीय बाजारों को संप्रेषित की जाती हैं। संप्रेषण तंत्र के दूसरे चरण में वित्तीय प्रणाली से मौद्रिक नीति नब्ज तथा सकल मूल्यों का प्रचार वास्तविक अर्थव्यवस्था में करना सम्मिलित है। नीति के सफल कार्यान्वयन के लिए आवश्यक है कि नीतिगत कार्रवाइयों के प्रभाव कितनी शीघ्रता से वित्तीय प्रणाली, वित्तीय मूल्य और मात्राओं से

गुजर कर वास्तविक अर्थव्यवस्था में पहुंचते हैं जो घरेलू व्यक्तियों और फर्मों के सकल व्यय के निर्णयों को प्रभावित करते हैं और इसके बाद सकल मांग और मुद्रास्फीति को प्रभावित करते हैं, इस बात का उचित और सटीक मूल्यांकन किया जाए।

1.13 संप्रेषण तंत्र का पहला चरण इस बात पर निर्भर करता है कि किस प्रकार केंद्रीय बैंकों के बाजार परिचालनों में हुए परिवर्तन मुद्रा बाजार से अन्य बाजारों को, जैसे बांड बाजार और बैंक ऋण बाजार के माध्यम से, संप्रेषित होते हैं और इस प्रकार व्यक्तियों और फर्मों के व्यय करने के निर्णयों को प्रत्यक्ष रूप से प्रभावित करते हैं। इसमें अवधि संरचना, जिसके द्वारा अल्पावधि मुद्रा बाजार दरें दीर्घावधि बांड दरों को प्रभावित करती हैं, और निधीयन, जिसके द्वारा बैंक दरें प्रभावित होती हैं, की मार्जिनल लागत सम्मिलित होती है। चूँकि पहले चरण में नीति लिखतों में परिवर्तनों की जानकारी वित्तीय प्रणाली के माध्यम से देना सम्मिलित है, मौद्रिक नीति को प्रभावी बनाने के लिए वित्तीय बाजार विकास की स्थिति, संस्थाओं अथवा मध्यस्थों की कार्यक्षमता और वित्तीय प्रणाली के संस्थागत तथा संरचनागत चारित्रिक विशेषताओं का होना आवश्यक है।

1.14 विकसित वित्तीय बाजार मौद्रिक नीति के बाजार आधारित लिखतों को उपयोग में लाने के लिए केंद्रीय बैंकों को सक्षम बनाते हैं ताकि वे मौद्रिक परिवर्तियों को अधिक प्रभावशाली ढंग से अपने निशाने पर ले सकें। विकसित वित्तीय बाजार कतिपय मैक्रो इकॉनॉमिक परिवर्तियों यथा - आर्थिक वृद्धि के लिए सम्भावित मार्ग, मुद्रास्फीति और वित्तीय परिस्थितियां जो प्रभावी मौद्रिक नीति के निर्माण हेतु आवश्यक होते हैं, के बारे में भविष्य की जानकारी प्राप्त करने में मौद्रिक अर्थारटियों को भी सक्षम बनाते हैं।

1.15 वैश्विक अर्थव्यवस्था में हाल ही में हुई प्रगति ने उन चुनौतियों को बढ़ाया है जो अर्थारटियां अब तक झेल रही थीं। मौद्रिक नीति के संचालन में मौद्रिक अर्थारटियों द्वारा झेली जा रही प्रमुख चुनौती का आगमन नये पर्यावरण से हुआ है जिसकी पहचान है हाल के वर्षों में बढ़ा हुआ वैश्वीकरण। विशेष रूप से यह अर्थव्यवस्थाओं को बाह्य मांग, पूंजी प्रवाह में वोलैटिलिटी (अस्थिरता) और विदेशी मुद्रा दर आघात के प्रति भेद्य बनाती है। इस प्रकार सभी अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति निर्माण में अधिकाधिक परस्पर निर्भरता आ जाती है जो पहले नहीं थी और यह निर्भरता वैश्विक आर्थिक स्थितियों, अंतरराष्ट्रीय मुद्रास्फीतिकारी परिस्थिति, ब्याज दर, विदेशी मुद्रा दर संचलनों और पूंजी आप्रवाहों में पाई जाती है। इसके परिणामस्वरूप यद्यपि घरेलू विकास लगातार प्रमुखता में हैं तथापि वैश्विक कारकों की प्रमुखता निरंतर बढ़ती जा रही है। भारी भरकम विदेशी पूंजी आप्रवाह, वित्तीय बाजारों का वैश्वीकरण और सूचना प्रौद्योगिकी में हुई उन्नति इन सबने मिलकर मौद्रिक नीति लिखतों के विकल्प, परिचालनात्मक सेटिंग्स, अवधि संरचना और संप्रेषण तंत्र में महत्वपूर्ण बदलाव किए हैं (मोहन, 2004)। मौद्रिक नीति के संचालन में पायी जाने वाली बढ़ी हुई अनिश्चितता ने अर्थव्यवस्था पर प्रभाव डालनेवाले आघातों की प्रकृति के और उसके फलस्वरूप मूल्य स्थायित्व के लिए

जोखिमों के उचित मूल्यांकन को अपारदर्शी बना दिया है। इसने मैक्रो इकॉनॉमिक और वित्तीय डेटा के अर्थ निरूपण को भी कठिन बना दिया है।

1.16 भारतीय अर्थव्यवस्था के धीरे-धीरे उदार होने के साथ ही भारत में विदेशी पूंजी का भारी भरकम आप्रवाह शुरू हो गया जो प्रचलित चालू खाता घाटे से भी अधिक था। यद्यपि अर्थव्यवस्था को खोलने से विदेशी निवेशों के आप्रवाह के संदर्भ में लाभ हुआ जो उत्पादन और रोजगार के लिए सकारात्मक प्रभाव डालता है, तथापि इसने बृहद और वोलैटाइल पूंजी आप्रवाहों के बीच मैक्रो इकॉनॉमी के प्रबंधन के सामने नयी चुनौती खड़ी की। आवश्यकता से अधिक पूंजी प्रवाह के कारण पैदा लिक्विडिटी ओवरहैंग के ज्यादा देर बने रहने वाले अंतर्वाहों को अवशोषित करने के लिए बाजार स्थिरीकरण योजना (एसएमएस) लागू की गई। चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) में भी आवश्यक परिवर्तन किए गए। तथापि आगे चलकर प्रभावी मौद्रिक प्रबंधन और वित्तीय स्थायित्व के लिए सक्रिय अर्थसुलभता प्रबंधन और अल्पावधि ब्याज को उचित बनाने की एक सही नीति अपनाने की निरंतर आवश्यकता होगी। बाहरी देशों से पूंजी के निर्बाध आगमन में उपर्युक्त मुद्दा और भी अधिक महत्वपूर्ण हो जाता है (मोहन, 2006ख)।

1.17 मौद्रिक नीति के संप्रेषण तंत्र को उन्नत बनाने के लिए रिजर्व बैंक का दृष्टिकोण मुद्रा बाजार के विभिन्न सेगमेंट्स का संतुलित विकास करना रहा है। तथापि मुद्रा बाजार के कतिपय अंग अभी भी विकसित नहीं हुए हैं। सरकार के ऋण प्रबंधक के रूप में सरकारी प्रतिभूतियों के लिए एक गहन और अर्थसुलभ बाजार का विकास रिजर्व बैंक के लिए सर्वाधिक महत्वपूर्ण है, क्योंकि मूल्य अभिज्ञान और सरकारी उधार की कम लागत इससे मालूम की जाती है। सरकारी प्रतिभूति बाजार मौद्रिक नीति के लिए भी प्रभावी संप्रेषण तंत्र उपलब्ध कराता है, हेजिंग उत्पादों को लागू करने और उनके मूल्यन में सुविधाजनक होता है तथा अन्य लिखतों के मूल्यन के लिए बेंचमार्क का काम करता है। वर्षों बाद सरकारी प्रतिभूति बाजार महत्वपूर्ण रूप से विकसित हुआ है तथापि पूर्णरूपेण विकसित होने के लिए अभी भी बहुत कुछ करने की आवश्यकता है। एक अर्थसुलभ और विश्वसनीय यिल्ड कर्व, विशेषकर लंबी परिपक्वता पर, को और अधिक विकसित करने की आवश्यकता है। विकसित निजी कापोरेट ऋण बाजार का न होना भी मौद्रिक नीति की नब्ज के सुचारू संप्रेषण को नुकसान पहुँचाता है। भारत में हाल के वर्षों में वित्तीय बाजारों में ऊंचे दर्जे की गहनता और परिपक्वता आई है, विभिन्न वित्तीय बाजार सेगमेंट्स के बड़े पैमाने पर एकीकरण का मुद्दा भी प्रमुखता से रहा है, विशेषकर मौद्रिक नीति संप्रेषण के संदर्भ में। अतः मौद्रिक नीति के संदर्भ में विकसित और पूर्णतया एकीकृत वित्तीय बाजारों के महत्व को नजर अंदाज नहीं किया जा सकता।

### विविधतापूर्ण वित्तीय प्रणाली

1.18 यद्यपि वित्त के महत्व को चहुँओर मान्यता प्राप्त हुई है, तथापि हाल ही के वर्षों तक यह नहीं पता था कि सफल वित्त प्रणाली की प्रमुख विशेषताएं क्या होती हैं। अधिक व्यय करनेवाली यूनिटों से संसाधनों का

स्थानांतरण व्यय के लिए पर्याप्त साधनों की कमीवाली यूनिटों को करने के लिए वित्तीय संस्थाएं और वित्तीय बाजार दो जेनेरिक तंत्र के रूप में काम करते हैं। यद्यपि अमरीका, यूके और अन्य एंग्लो सैक्सन देश की वित्तीय प्रणालियां पूंजी बाजार पर अधिक निर्भर करती हैं, जापान और जर्मनी में वित्तीय प्रणालियों में बैंकों का दबदबा है। दोनों ही प्रणालियों, बैंक आधारित तथा बाजार आधारित, में उनके विलक्षण लाभ और हानियां समाहित हैं। आम तौर पर निवेश अवसरों के बारे में सूचनाएं प्राप्त करने और उनका अर्थ निरूपण करने तथा परियोजनाओं की मॉनिटरिंग करने में बैंकों की स्थिति अधिक सुविधाजनक है। ऐसी प्रणाली में काम करने के लिए जिसमें कानूनी फ्रेमवर्क पर्याप्त रूप से विकसित नहीं हुआ है, बैंकों की स्थिति अधिक सुसज्ज है क्योंकि वे अपने द्वारा मांगी गई जानकारी उधारकर्ताओं से प्राप्त करने और उनसे चुकौती प्राप्त करने में सक्षम हैं। तथापि मध्यस्थों का झुकाव न्यून जोखिम परियोजनाओं की ओर रहता है। दूसरी ओर पूंजी बाजारों को यह सहूलियत है कि वे अनिश्चितता और नई अवधारणाओं से निपटने में सक्षम हैं और जोखिम वाली परियोजनाओं के निधीयन को सम्भव बनाते हैं। व्यवहार में दोनों ही प्रकार के तंत्रों का अस्तित्व साथ-साथ है और ये दोनों एक दूसरे के पूरक हैं तथापि एक प्रणाली दूसरी प्रणाली पर हावी हो सकती है।

1.19 कुछ लोग कहते हैं कि वित्तीय संरचना में अंतर का होना गंभीर विषय है। उदाहरणार्थ संबंध आधारित वित्तीय प्रणालियों की तुलना में दूरस्थ लेन-देन (ऐसे बाजार जिसमें बैंक घनत्व कम है और मध्यस्थरहित स्थिति अधिक है) वाली वित्तीय प्रणालियों में घाटे के क्षेत्रों से संसाधनों का पुनर्वितरण विस्तार प्राप्त कर रहे क्षेत्रों को बेहतर तरीके से किया जाता है। चूँकि दूरस्थ लेनदेनों में पूंजी बाजारों की विशेषताएं अधिक होने की संभावना है और बैंकों की कम, अतः इससे जाहिर है कि अधिक विकसित पूंजी बाजारोंवाली अर्थव्यवस्थाएं अधिक लोचपूर्ण और डायनेमिक हो सकती हैं और इस प्रकार वे बैंक आधारित वित्तीय प्रणालियों की तुलना में उच्चतर उत्पादकता और वृद्धि का लाभ पा सकती हैं (रैटो, 2006)। तथापि ऐतिहासिक अनुभवों से जाहिर है कि दोनों ही तंत्रों ने भलीभांति कार्य किया है। अगर बाजार आधारित प्रणालियां यूके और अमरीका में सफल रहीं तो वहीं बैंक आधारित प्रणालियां जर्मनी और जापान में सफल हुईं। पूर्व-एशियाई संकट के पश्चात यह आम तौर पर मान लिया गया कि एक संतुलित वित्तीय प्रणाली अपनायी जानी चाहिए जिसमें वित्तीय संस्थाएं और वित्तीय बाजार दोनों ही अहम भूमिका का निर्वाह करते हों।

1.20 ऐतिहासिक रूप से, उभरते हुए बाजारों और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं की वित्तीय प्रणालियों में उनकी बैंकिंग प्रणालियों का स्थान प्रमुख है। बैंकिंग प्रणाली पर अत्यधिक निर्भरता वित्तीय प्रणाली को आघातों के प्रति दुर्बल बनाती है तथा संकट को बढ़ाती है, जैसाकि पूर्व एशियाई देशों में संकट के दौरान देखा गया है। विकसित पूंजी बाजार देशों को विदेशी पूंजी पर निर्भरता कम करने में भी मदद करता है। यह विशेष रूप से उभरते बाजार देशों के लिए अधिक आवश्यक है। चूँकि बाहरी ऋण ईएमई में दुर्बलता के एक प्रमुख स्रोत के रूप में रहता आया है, पूंजी



बाजार विकास संभवतः स्थिरीकरण प्रभाव(राटो,2006)का उपयोग कर सकता था। इसी प्रकार रिपो बाजार,मार्जिन ट्रेडिंग और डेरिवेटिव्स के जैसी कॉम्प्लीमेंटरी अथवा समर्थनीय आधारभूत संरचना,यदि ईएमई में उचित फ्रेमवर्क में विकसित की जाए,लेनदेन लागत को कम करने का प्रमुख साधन बन सकती है। यह बाजार भागीदारों को जोखिम प्रबंधन करने और उन लोगों को अंतरित करने की अनुमति प्रदान करता है जो सक्षम और उसे ग्रहण करने की क्षमता रखते हैं। इस प्रकार इसके द्वारा एक सशक्त वित्तीय प्रणाली विकसित करने में मदद मिलती है।

1.21 ऐतिहासिक रूप से भारत में भी वित्तीय प्रणाली में आमतौर पर वित्तीय मध्यस्थों और विशेष रूप से बैंकिंग प्रणाली का दबदबा रहा है। यह प्रवृत्ति आमतौर पर कई वर्षों तक ज्यों का त्यों ही चलती रही है। घरेलू व्यक्ति अपनी बचत का एक अल्प भाग ही प्रत्यक्ष रूप से अथवा अप्रत्यक्ष रूप से म्युचुअल फंड के माध्यम से प्रतिभूति बाजार में निवेश करता है। अतः एक लंबी अवधि के बाद एक विविधतापूर्ण वित्तीय प्रणाली विकसित करने की आवश्यकता महसूस की गई जिसमें वित्तीय संस्थाएं और वित्तीय बाजार दोनों ही प्रमुख भूमिका अदा करते हैं।

1.22 विकसित पूंजी बाजार से सिर्फ इतना ही अपेक्षित नहीं है कि वे कारपोरेट्स को बाजार से संसाधन जुटाने में सहायता करें अपितु उनसे यह भी अपेक्षित है कि वे बैंकों को भी अपनी वृद्धि बनाए रखने के प्रयोजनार्थ संसाधन जुटाने में मदद करें। बैंकों को अपनी वृद्धि बनाए रखने के लिए निरंतर आधार पर बाजार से पूंजी जुटाने की आवश्यकता है। पूंजी की उनकी आवश्यकता बासेल-II का कार्यान्वयन करने पर बढ़ने की उम्मीद है। अतः पूंजी बाजार से संसाधन जुटाने में बैंकों की अक्षमता उनकी वृद्धि को रोक सकती है जिसमें आर्थिक वृद्धि के लिए दुष्प्रभाव निहित होते हैं। भारत में पेंशन और भविष्य निधि मिलकर अपने पास एक बृहद कॉरपस रखते हैं। तथापि ये निधियाँ न्यून लाभ दे पाती हैं क्योंकि उनके पास अपनी निधियों को उच्च मानवाले कारपोरेट बांड में निवेश करने के मौके सीमित होते हैं। विकसित निजी कारपोरेट बाजार इन पेंशन और भविष्य निधियों को अपनी निधियां कारपोरेट बांडों में लगाने में सक्षम बनाते हैं और उच्च लाभ देते हैं।

### वित्तीय एकीकरण और वित्तीय बाजार

1.23 विकसित वित्तीय बाजारों की आवश्यकता घरेलू वित्तीय बाजारों के अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों के साथ बढ़ते हुए एकीकरण के संदर्भ में भी उभरती है। आज के युग में वैश्वीकरण केवल अपने वित्तीय संदर्भ तक ही सीमित नहीं रह गया है अर्थात् केवल वस्तुओं और सेवाओं के सीमा-पार लेनदेनों के प्रकारों तक ही सीमित नहीं है अपितु इसके दायरे में अंतरराष्ट्रीय पूंजी आप्रवाह, जो प्रौद्योगिकी के त्वरित और दूर-दूर तक प्रसार से संचालित है, भी आ चुका है। वास्तव में वैश्वीकरण के संबंध में हाल के वर्षों में अधिकतर साहित्य के केंद्र में वित्तीय एकीकरण रहा है जो विश्व स्तर पर वित्तीय बाजारों के उभरकर आने और विभिन्न घरेलू निकायों के लिए बाह्य वित्तीयन तक पहुंच उपलब्ध होने के कारण है। वैश्विक

अर्थव्यवस्था के साथ घरेलू अर्थव्यवस्था का एकीकरण निवासियों को विविधीकरण के लाभ भी उपलब्ध करा सकता है। 1980 के दशक दौरान पूंजी खाता उदारीकरण को अनिवार्य माना गया और यहाँ तक कि उन्हें आर्थिक प्रगति के पथ पर अपरिहार्य कदम के रूप में जाना गया जो वस्तुओं और सेवाओं के अंतरराष्ट्रीय व्यापार की रुकावटों में कमी लाने के पूर्व प्रचलित मत के अनुरूप था। तथापि पूंजी खाता उदारीकरण घरेलू अर्थव्यवस्था को कतिपय जोखिमों के प्रति उघाड़ता है। पूंजी का बड़ी मात्रा में देश में आना वोलैटिलिटी को बढ़ाता है, अर्थात् वित्तीय बाजार की प्रवृत्ति जिसमें बाजार उछाल पर पहुंचकर फिर औंधे मुंह नीचे गिरता है इसे बूम और बस्ट चक्र कहते हैं। दूसरा जोखिम संक्रमण का है अर्थात् बाजार की अक्षमता जिसके कारण वह उधार लेनेवालों के बीच भेद नहीं कर पाता। इन जोखिमों, यदि भली भांति इनका प्रबंधन न किया गया, का बहुत ही भयानक दुष्परिणाम हो सकता है जैसा कि 1990 के दशक के मध्य में पूर्व एशियाई देशों के मामले में पाया गया था। अपर्याप्त अधूरे प्रबंधनयुक्त घरेलू वित्तीय क्षेत्र उदारीकरण का योगदान संकट में सर्वाधिक रहा है और हो सकता है यह संकट वित्तीय एकीकरण के परिणामस्वरूप आया हो (मिशकिन,2006)। इस प्रकार वित्तीय एकीकरण बढ़ने के साथ ही एक विकसित, सशक्त, प्रभावी और स्थायी वित्तीय प्रणाली का महत्व अत्यधिक प्रमुखता प्राप्त कर लेता है।

1.24 वैश्विक विकास की गतिविधियां, विशेष रूप से अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में, अपना प्रभाव सर्वाधिक गंभीर और प्रभावी रूप से किसी उभरते हुए बाजार की वित्तीयन स्थितियों पर डालती हैं। वित्तीय बाजारों की वोलैटिलिटी ईएमई को कई प्रकार से विपरीत और जटिल तथा परस्परसंबंधित रूप में प्रभावित करती है। विश्लेषण की सुविधा के लिए इस प्रभाव को सामान्यतया निम्नांकित वर्गों में रखा जा सकता है:-  
(i) ईएमई जिन वित्तीय स्थितियों में परिचालन करते हैं उन पर प्रभाव  
(ii) बैंकिंग क्षेत्र के तुलनपत्रों का असंतुलन और (iii) वास्तविक क्षेत्र में वृद्धि की संभावनाओं को बाधित करना (रेड्डी,2005)।

1.25 भारत 1990 के दशक के प्रारंभ से क्रमिक रूप से और सावधानीपूर्वक अपने पूंजी खाते को उदार करता आ रहा है। तथापि, अभी भी कतिपय क्षेत्रों में पूंजी खाते का रखरखाव भारतीय रिजर्व बैंक के द्वारा किया जाता है। देश के लिए अपार निवेश की आवश्यकता को देखते हुए घरेलू बचतों को विदेशी पूंजी की सहायता की आवश्यकता है यद्यपि विदेशी पूंजी का अवशोषण मैक्रोइकोनोमिक आधार पर बनाए रखने लायक चालू खाता घाटे की मात्रा पर निर्भर करता है।

1.26 व्यापार के वैश्वीकरण और वित्तीय आस्ति का संचलन पहले की तुलना में अधिक स्वतंत्र रूप से होने के साथ ही भारत में डेरिवेटिव उत्पादों के माध्यम से जोखिम प्रबंधन की भूमिका भी महत्वपूर्ण हो गई है। भारतीय कंपनियों के ओवरसीज बाजारों के साथ बढ़ते हुए एकीकरण और अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजार में उनकी पहुंच होने के कारण एक व्यापक आधारवाले, सक्रिय और अर्थसुलभ विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव्स बाजार विकसित करने की आवश्यकता हुई जो उन्हें अपनी विदेशी मुद्रा के एक्सपोजरों के

प्रभावी प्रबंधन के लिए हेजिंग उत्पादों की शृंखला उपलब्ध कराता है। डेरिवेटिव बाजार जोखिम का पुनः आवंटन वित्तीय बाजार के भागीदारों के बीच किया जाता है और इस प्रकार निवेशकों के बीच सूचना असमिति को वित्तीय बाजार कम करता है। डेरिवेटिव बाजारों में कुशल मूल्य अभिज्ञान में भी सहायता करता है और जोखिमों के प्रकटन को आसान बनाता है (गंभीर एण्ड गोयल, 2003)।

1.27 अतः यदि वित्तीय एकीकरण से मिलनेवाले लाभों को अधिकाधिक करना है तो अनिवार्य रूप से वित्तीय बाजारों को अत्याधुनिक बनाने की दिशा में सतत प्रयत्न होने चाहिए और ऐसी लिखतें विकसित की जानी चाहिए जो उचित मूल्यन, सहभागिता और जोखिमों के अंतरण की अनुमति देती हों।

1.28 वित्तीय बाजार को विकसित करने की आवश्यकता दो उच्च शक्तिप्राप्त समितियों अर्थात् पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता पर समिति और मुंबई को अंतरराष्ट्रीय वित्तीय केंद्र में परिवर्तित करने पर उच्च शक्तिप्राप्त समिति के द्वारा रेखांकित की जा चुकी है। पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता पर बनी समिति ने जुलाई 2006 में प्रस्तुत अपनी रिपोर्ट में उल्लेख किया है कि पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने के लिए आवश्यक है कि यह सुनिश्चित किया जाए कि विभिन्न वित्तीय बाजार सेगमेंट न सिर्फ भली भांति विकसित हैं अपितु वे भली भांति एकीकृत भी हैं। ऐसा न होने पर किसी एक अथवा एक से अधिक बाजार सेगमेंट को पहुंचे आघातों का प्रवाह अन्य सेगमेंट को कुशलतापूर्वक नहीं होगा अन्यथा संपूर्ण वित्तीय प्रणाली ही उन आघातों को न्यूनतम क्षति के साथ ग्रहण करने में सक्षम हो जाती।

1.29 विकसित और भली भांति एकीकृत वित्तीय बाजार उच्च वृद्धि को कायम रखने, मौद्रिक नीति के प्रभावी संचालन, विविधतापूर्ण वित्तीय प्रणाली विकसित करने, वित्तीय एकीकरण और वित्तीय स्थायित्व सुनिश्चित करने के लिए बहुत ही महत्वपूर्ण होते हैं। अतः प्रश्न यह नहीं है कि क्या हमें विकसित वित्तीय बाजारों की आवश्यकता है अपितु प्रश्न यह है कि कैसे हम उन्हें पूर्णरूपेण विकसित करें। आज के वित्तीय बाजार जटिल और अत्याधुनिक उत्पादों के लेनदेन से जुड़े हुए हैं। ऐसे उत्पादों को लागू करने के लिए स्पष्ट विनियामक फ्रेमवर्क, उचित संस्थाओं और मानव संसाधन योग्यताओं को विकसित करने की आवश्यकता होगी। वित्तीय बाजारों में और परिवर्तनों की गति इस बात पर निर्भर होगी कि हम कितनी तेजी से इन अपेक्षाओं को पूरा कर पाते हैं।

1.30 वित्तीय बाजारों से जुड़े अविनियमन, उदारीकरण और वैश्वीकरण वित्तीय स्थायित्व के प्रति विभिन्न जोखिमों को न्योता देते हैं। वित्तीय बाजारों में आमतौर पर भेड़चाल पायी जाती है और वित्तीय संस्थाओं के बीच संक्रमण और अत्यधिक प्रतियोगिता भी इन बाजारों को कहीं का नहीं छोड़ती। 1990 के दशक के एशियाई संकट से पता चलता है कि वैश्विक वित्तीय बाजार से घरेलू बाजारों में संकट आ सकता है। वित्तीय बाजार विवेकपूर्ण नीतियों से विचलन को दंडित करता है, इस परंपरागत बुद्धिमानी

की बात के बावजूद यह पाया गया है कि कई बार वित्तीय बाजार अविवेकपूर्ण व्यवहार को सहन भी करता है और अन्य मौकों पर अपरिपक्वतापूर्ण तरीके से प्रतिक्रिया दिखाता है (लिप्सचिट्ज, 2007)। इन अस्थिरताकारी संभावित तत्वों को ध्यान में रखते हुए भारत में घरेलू वित्तीय बाजारों का उदारीकरण करने की प्रक्रिया के दौरान उचित विवेकपूर्ण सुरक्षा उपाय लागू किए गए हैं। वित्तीय बाजारों में अत्यधिक घट-बढ़ और वोलैटिलिटी निहित मूल्यों को छुपा सकते हैं और विरोधाभासी संकेतों को बढ़ा सकते हैं जिसके द्वारा कुशल मूल्य अभिज्ञान प्राप्त होने में कठिनाई पैदा होगी। तदनुसार नीतिगत प्रयासों में एक लक्ष्य यह भी रखा गया कि वित्तीय बाजारों में अनुशासन को सुनिश्चित किया जाए (मोहन, 2006 क)। भारत में विनियामकों के लिए यह चुनौती रही है कि प्रणाली में अस्थिरता से बचते हुए कुशलता में किस प्रकार वृद्धि की जाए (रेड्डी, 2004)। वित्तीय बाजारों को विकसित करने और उन्हें विनियमित करने के इस दृष्टिकोण ने वित्तीय बाजारों को लोच प्रदान किया।

1.31 समग्र अर्थव्यवस्था की दृष्टि से वित्तीय बाजारों को विकसित करते समय यह ध्यान में रखना आवश्यक है कि किस प्रकार ऐसे विकास समग्र वृद्धि और विकास को सहायता पहुंचाते हैं। ब्याज दर और विदेशी मुद्रा दर का मूल्य अभिज्ञान और बाजारों के बीच इस प्रकार के मूल्यों का एकीकरण अर्थव्यवस्था के वास्तविक क्षेत्रों में संसाधनों के कुशल वितरण में मदद करता है। वित्तीय मध्यस्थ, जैसे बैंक, भी वित्तीय बाजारों में ब्याज दरों के बेहतर निर्धारण से स्वयं के उत्पादों का बेहतर मूल्यन करने का लाभ उठा सकेंगे। इसके अलावा वित्तीय लिखतों के विभिन्न प्रकारों की उपलब्धता की मदद से स्वयं उनका अपना जोखिम प्रबंधन भी उन्नत हो सकता है। वास्तविक क्षेत्र की संस्थाओं की वित्त तक पहुंच होने में वित्त बाजारों के उचित विकास और बेंचमार्क ब्याज दर तथा प्रचलित विदेशी मुद्रा दरों की पारदर्शी सूचनाओं का भी योगदान है। वित्तीय बाजारों के विकास में रिजर्व बैंक का दृष्टिकोण इन सभी बातों से निर्देशित है और साथ ही वित्तीय बाजारों में भागीदारी के लिए उचित विशेषज्ञता और क्षमताओं, वित्तीय बाजार भागीदारों और वास्तविक क्षेत्र की संस्थाओं तथा व्यक्तियों दोनों के बीच, की उपलब्धता को भी ध्यान में रखता है (मोहन, 2007)। रिजर्व बैंक का दृष्टिकोण, प्रणाली में वित्तीय स्थायित्व बनाए रखने के पक्ष में सतर्कता बरतते हुए, बाजारों का निरंतर विकास करते रहने का रहा है।

1.32 पिछले 15 वर्षों के दौरान भारत में वित्तीय बाजारों को विकसित करने के लिए कई सुधारात्मक उपाय प्रारंभ किए गए। इसके परिणामस्वरूप वित्तीय बाजार के विभिन्न सेगमेंट अब अधिक विकसित और एकीकृत हुए हैं। अब तक महत्वपूर्ण वृद्धि हासिल करने के बावजूद वित्तीय बाजारों को उभरकर आनेवाली स्थितियों के अनुरूप और भी अधिक विकास करने की आवश्यकता है। भारतीय वित्तीय बाजारों की संरचना की समझ और भी आसान बनाने के लिए और मूल मुद्दों, जिन्हें इस प्रयोजन की प्राप्ति के लिए सुलझाना आवश्यक है, को चिह्नित करने के लिए 2005-06 के लिए इस रिपोर्ट के विषय का चयन “**वित्तीय बाजारों का विकास और केंद्रीय**

**बैंक की भूमिका** के रूप में किया गया है। इस रिपोर्ट में भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न सेगमेंटों का विश्लेषण अंतर-कालिक विकास, विभिन्न देशों के साथ परस्पर तुलना के संदर्भ में वर्तमान प्रमुख मुद्दों और नीतिगत पहलों को प्रमुखता देते हुए गहराई से किया गया है। एक प्रयास वित्तीय बाजार के प्रत्येक सेगमेंट के लिए आगे के मार्ग की रूपरेखा तैयार करने के लिए भी किया गया। रिपोर्ट का मूल भाव विभिन्न नीतिगत उपायों के प्रभाव का मूल्यांकन करना था और यह देखना था कि भारत में वित्तीय बाजारों को विकसित करने के लिए आगे और क्या किया जाए। इस रिपोर्ट में सुझाए गए विभिन्न उपाय केवल एक विस्तृत दिशा का उल्लेख करते थे जिसके अनुसार भविष्य में बाजार के सुधारों को होना चाहिए। इनके कार्यान्वयन में उभरते हुए घरेलू और वैश्विक विकासों के अनुरूप सावधानीपूर्वक गुणानुक्रमांकन करना चाहिए। सुझाए गए उपायों का कार्यान्वयन उचित बाजार आधारभूत संरचना के विकास और बाजार खिलाड़ियों के ऊपर निर्भर होगा। वित्तीय बाजार के भागीदार विभिन्न जोखिमों के प्रति खुले होते हैं। अतः इन जोखिमों का मूल्यांकन सावधानीपूर्वक करने की आवश्यकता है। इसके मद्देनजर बाजार के खिलाड़ियों को विकसित करने की आवश्यकता है जो जोखिमों को समझ सकें और जिनके पास उनसे निपटने के उपाय भी मौजूद हैं। जोखिमों का अंतरण ऐसे भागीदारों को करना जिन्हें उनकी समझ नहीं है और जो उनका प्रबंधन नहीं कर सकते, वित्तीय प्रणाली के लिए गंभीर परिणामोंवाला साबित हो सकता है। उपायों की गति और उनका गुणानुक्रम विश्वसनीय तरीके से आगे बढ़ने के मार्ग में सुविधा की डिग्री को ध्यान में रखकर किया जाना चाहिए।

**1.33** यह रिपोर्ट, जिसमें यह अध्याय भी सम्मिलित है, नौ अध्यायों में पूरी होती है। मूल विषय आधारित चर्चा का प्रारंभ करने के रूप में रिपोर्ट का अध्याय-II, जिसका शीर्षक है 'हाल की आर्थिक गतिविधियां', 2005-06 और 2006-07 के दौरान (उस अवधि तक जिसके लिए आंकड़े उपलब्ध हैं) भारतीय अर्थव्यवस्था में मैक्रो इकोनोमिक विकास का एक विश्लेषणात्मक लेखा-जोखा प्रस्तुत करता है। इसके अलावा 2007-08 के लिए अद्यतन मैक्रोइकोनोमिक विकास, जहाँ कहीं भी उपलब्ध हैं, को भी इसमें सम्मिलित किया गया है। इस अध्याय में छह बड़े अनुभागों को सम्मिलित किया गया है अर्थात् वास्तविक क्षेत्र, राजकोषीय परिस्थितियां, मौद्रिक और ऋण स्थिति, वित्तीय बाजार, वित्तीय संस्थाएं और बाढ़ क्षेत्र।

**1.34** विषय आधारित रिपोर्ट का प्रारंभ अध्याय III "मुद्रा बाजार" से होता है। मुद्रा बाजार वित्तीय बाजार का एक प्रमुख सेगमेंट है जो मौद्रिक नीति के उद्देश्यों की प्राप्ति में केंद्रीय बैंक द्वारा संचालित मौद्रिक परिचालनों को एक आधार उपलब्ध कराता है। बैंकों तथा अन्य निकायों को अल्पकालिक निधियों की मांग और आपूर्ति की स्थिति में संतुलन उपलब्ध कराने के अतिरिक्त यह कुशल बाजार समाशोधन मूल्य सुनिश्चित करते हुए केंद्रीय बैंक को इतना सक्षम बनाता है कि वह वित्तीय प्रणाली में अर्थसुलभता की मात्रा और लागत दोनों ही को प्रभावित करने के लिए

हस्तक्षेप कर सकता है और इस तरह वास्तविक अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीति की धड़कनों से अवगत कराता है। मौद्रिक बाजार के परिचालनों से जुड़ी कार्यविधि, लिखतों, उद्देश्यों, अर्थसुलभता प्रबंधन परिचालनों में उभरते कार्यव्यवहार और साथ ही साथ मुद्रा बाजारों की संरचनाओं के संबंध में अंतरराष्ट्रीय खाका खींचने के बाद इस अध्याय में भारत में मुद्रा बाजार के विभिन्न पहलुओं पर चर्चा की गई है। यह अध्याय रिजर्व बैंक के अर्थसुलभता प्रबंधन परिचालनों की भूमिका में परिवर्तन, परिचालन कार्यविधियों में बदलाव के अनुरूप, पर प्रकाश डालता है जो मुद्रा बाजार विकास को एक ठोस शक्ति देता है। यह जोखिम प्रबंधन की भूमिका और मुद्रा बाजार में विभिन्न जोखिमों को न्यून करने में रिजर्व बैंक की सक्रिय भूमिका का भी वर्णन करता है। अध्याय में भारत में मौद्रिक और अर्थसुलभता प्रबंधन के उभरते हुए मुद्दों तथा मुद्रा बाजार के सुचारु रूप से कार्य करने और मौद्रिक नीति के कुशल संचालन के लिए भविष्य में इन मुद्दों का हल ढूंढने की आवश्यकता पर भी प्रकाश डाला गया है।

**1.35** अध्याय IV में, जिसका शीर्षक 'क्रेडिट बाजार' है, भारत में क्रेडिट बाजार के विभिन्न पहलुओं का वर्णन किया गया है। आर्थिक वृद्धि में बाजार के महत्व पर सैद्धांतिक आधार की संक्षिप्त तस्वीर पेश करने के बाद यह अध्याय भारत में 1990 के दशक के प्रारंभ से क्रेडिट बाजार की संरचना और इसे ठोस रूप से विकसित करने के लिए प्रारंभ किए गए उपायों पर प्रकाश डालता है। अध्याय का फोकस, विशेष रूप से हाल के वर्षों में तीव्र गति से क्रेडिट वृद्धि पर अधिक जोर देते हुए, 1990 के दशक के प्रारंभ से भारत में क्रेडिट वृद्धि की प्रवृत्ति पर केंद्रित है। मौद्रिक नीति के क्रेडिट चैनलों से जुड़े पहलुओं, क्रेडिट में उछाल और मौद्रिक नीति से जुड़े विश्लेषणात्मक मुद्दों तथा बैंक क्रेडिट और आस्ति मूल्यों के बीच संबंधों को विस्तारपूर्वक समझाया गया है। क्रेडिट बाजार की भूमिका को और अधिक मजबूत बनाने के लिए आगे के मार्ग की रूपरेखा तैयार की गई है।

**1.36** अध्याय V में, जिसका शीर्षक "सरकारी प्रतिभूति बाजार" है, भारत में 1990 के दशक के प्रारंभ से सरकारी प्रतिभूतियों के विभिन्न पहलुओं को शामिल किया गया है और उन प्रमुख मुद्दों को चिह्नित करने की कोशिश की गई है जिनका समाधान ढूंढना उभरती चुनौतियों का सामना करने के लिए आवश्यक है। इस अध्याय की शुरुआत सैद्धांतिक आधार और अंतरराष्ट्रीय अनुभवों पर आधारित एक गहन और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाजार, प्राथमिक और द्वितीयक दोनों ही, के लिए सिद्धांतों तथा नीतिगत बातों से होती है। भारत में सरकारी प्रतिभूति बाजार विकसित करने के खाके को प्रस्तुत करते हुए यह अध्याय 1990 के दशक के प्रारंभ से इस बाजार सेगमेंट के विकास में रिजर्व बैंक द्वारा अदा की गई भूमिका के महत्व को रेखांकित करता है। अंत में इस अध्याय में कुछ मुद्दे उठाए गए हैं जिनका समाधान ढूंढना आवश्यक है क्योंकि सरकारी प्रतिभूति बाजार तभी उभरते हुए परिदृश्य में, विशेष रूप से राजकोषीय जिम्मेदारी और बजट प्रबंधन अधिनियम (एफआरबीएम) के परिप्रेक्ष्य में, और सशक्त भूमिका का निर्वाह करेंगे तथा पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता की ओर अग्रसर होंगे।

1.37 अध्याय VI जिसका शीर्षक “विदेशी मुद्रा बाजार” है, विदेशी मुद्रा बाजार को विकसित करने में केंद्रीय बैंक की भूमिका का विश्लेषण करने की दिशा में एक प्रयास करता है। ईएमई में अनुपालन किए जा रहे विभिन्न विदेशी मुद्रा प्रणालियों का एक संक्षिप्त अवलोकन करने के पश्चात इस अध्याय में भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास का प्रारंभ स्वतंत्रता के बाद की अवधि में विदेशी मुद्रा प्रणाली में हुए बदलावों के साथ पाया गया है। अध्याय में एक सशक्त विदेशी मुद्रा बाजार विकसित करने के लिए रिजर्व बैंक तथा भारत सरकार के द्वारा विनियामक और नीतिगत पहलकदमी का उल्लेख किया गया है। यह वर्तमान में विदेशी मुद्रा बाजार की संरचना और बाजार खिलाड़ियों, ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म, लिखतों और निपटान तंत्रों के संदर्भ में बाजार की आधारभूत संरचनाओं का भी उल्लेख करता है। इसके बाद इसमें बाजार अर्थसुलभता और कार्यकुशलता के संदर्भ में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के निष्पादन का मूल्यांकन भी सम्मिलित किया गया है। फॉरवर्ड प्रीमिया, बिड ऑफर स्प्रेड्स और बाजार टर्नओवर के निर्धारकों के व्यवहार से संबंधित उदाहरणवाले अभ्यासों का भी इसमें समावेश किया गया है। यह 1990 के दशक के प्रारंभ से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार की यात्रा, विशेष रूप से प्राधिकारियों द्वारा वोलैटिलिटी और इसके प्रबंधन की अवधि को भी इसमें सम्मिलित करते हुए, प्रारंभ करता है। वित्तीय एकीकरण की उभरती हुई चुनौतियों से निपटने हेतु विदेशी मुद्रा बाजार को और अधिक गहन करने के लिए आवश्यक समझे गए उपायों का उल्लेख इसमें किया गया है।

1.38 अध्याय VII जिसका शीर्षक है “ईक्विटी और कंपनी ऋण बाजार”, मुख्यतया दो अनुभागों में विभक्त है अर्थात् ईक्विटी बाजार और कारपोरेट ऋण बाजार। आर्थिक वृद्धि के वित्तीयन में स्टॉक बाजार की भूमिका के सैद्धांतिक आधार पर चर्चा के बाद भारत में 1990 के दशक के प्रारंभ से पूंजी बाजार में सुधार लाने के वास्ते प्रारंभ किए गए उपायों का उल्लेख किया गया है। इसके बाद इस अध्याय में भारत में स्टॉक बाजार में आकार, अर्थसुलभता, लेनदेन लागत तथा वोलैटिलिटी पर विभिन्न सुधार उपायों के प्रभाव का मूल्यांकन किया गया है। जहाँ कहीं भी संभव हो सका है चयनित अंतरराष्ट्रीय बाजारों के साथ भारत में ईक्विटी बाजार के निष्पादन की तुलना की गई है। संपदा प्रभावों के साथ आस्त

मूल्यों का एक लेखा-जोखा और सकल मांग पर इसके प्रभाव को भी इसमें प्रस्तुत किया गया है। कारपोरेट बाजार पर लिखे गए खंड में आर्थिक वृद्धि को बढ़ाने तथा बहु वित्तीयन चैनल्स निर्मित करने, विशेषतया भारत जैसे उभरते हुए देश के लिए, निजी कारपोरेट बांड बाजार विकसित करने की आवश्यकता को रेखांकित किया गया है। इसके बाद 1980 के दशक के मध्य से भारत में बाजार के विकास, निजी प्लेसमेंट बाजार के उद्भव और उनकी प्रमुखता का वर्णन और उन कारकों का वर्णन किया गया है जो बाजार के इस सेगमेंट की स्वस्थ तथा सशक्त वृद्धि को बाधित करते हैं। यह अध्याय चयनित सीमा-पार के देशों के प्रकाश में भारत में प्राथमिक ईक्विटी बाजार और निजी कारपोरेट बाजार विकसित करने की भूमिका को और अधिक महत्वपूर्ण बनाने के लिए आगे के मार्ग की ओर ध्यान आकर्षित करता है।

1.39 अध्याय VIII जिसका शीर्षक है “वित्तीय बाजार समेकन” वित्तीय बाजार समेकन के संकल्पनात्मक फ्रेमवर्क से प्रारंभ होता है जिसके बाद वित्तीय बाजार समेकन के विभिन्न आयामों और लाभों तथा जोखिमों पर चर्चा की गई है। इसके बाद यह अध्याय भारत में प्रारंभ किए गए विभिन्न नीतिगत उपायों का उल्लेख करता है जिन्होंने विभिन्न वित्तीय बाजार सेगमेंट के समेकन में मदद की है। भारत में घरेलू बाजार समेकन के चरणों पर संक्षेप में चर्चा के बाद यह अध्याय भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न सेगमेंट, अर्थात् सरकारी प्रतिभूति बाजार, क्रेडिट बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार और पूंजी बाजार, के समेकन के संबंध में एक विस्तृत अनुभव आधारित विश्लेषण प्रस्तुत करता है। बाजार समेकन और मौद्रिक नीति से जुड़े हुए मुद्दों पर भी प्रमुखता से प्रकाश डाला गया है। वैश्विक और क्षेत्रीय समेकन तथा भारत का वित्तीय समेकन भी इसमें सम्मिलित किया गया है। भविष्य पथ के रूप में यह अध्याय भारत में वित्तीय बाजार समेकन की प्रक्रिया को और अधिक मजबूत बनाने के लिए कतिपय उपायों का सुझाव देता है।

1.40 अध्याय IX में जिसका शीर्षक है “समग्र आकलन”, भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न सेगमेंट को और अधिक विकसित करने तथा उनका समेकन करने के लिए कुछ अंतिम उपायों का उल्लेख किया गया है।



2.1 2006-07 की दौरान भारतीय अर्थव्यवस्था ने अच्छा समष्टि आर्थिक कार्य-निष्पादन दर्शाना जारी रखा। औद्योगिक उत्पादन ने गति बनाए रखा तथा 2006-07 के दौरान वृद्धि बढ़कर 2 अंकों तक पहुंच गई, जो विनिर्माण क्षेत्र में सुदृढ़ वृद्धि द्वारा प्रेरित थी। औद्योगिक क्षेत्र के निष्पादन की एक उल्लेखनीय विशेषता पूंजीगत माल क्षेत्र में उच्च वृद्धि दर का बने रहना है। थोड़े दिनों की मंदी के बाद 2005-06 की दूसरी छमाही में निजी कंपनी क्षेत्र के निष्पादन में सुधार हुआ है, जो देशी तथा निर्यात मांग में उछाल द्वारा समर्थित है। निवेश का माहौल उत्साहजनक बना हुआ है। 2006-07 की पहली तीन तिमाहियों में सेवा क्षेत्र की वृद्धि में तेजी रही जो मुख्यतः 'व्यापार, होटल, परिवहन तथा संचार' तथा 'वित्तपोषण, बीमा, भू-संपदा और व्यावसायिक सेवा' नामक उप क्षेत्रों के योगदान से हुई। दक्षिण-पश्चिम मानसून 2006 की शुरुआत में एक सप्ताह से अधिक की देरी हुई। यद्यपि मानसून का समग्र निष्पादन सामान्य के नजदीक था, पर कालिक तथा स्थानिक वितरण में समानता नहीं थी। तथापि, कुल मिलाकर भारतीय अर्थव्यवस्था में अच्छी गति से वृद्धि होने की संभावना है।

2.2 नवम्बर 2006 से हेडलाइन मुद्रास्फीति का स्तर ऊंचा बना रहा, जो मुख्यतः प्राथमिक खाद्य वस्तुओं तथा विनिर्मित उत्पादों द्वारा चालित था। पूरे साल के दौरान उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति के ऊपर बनी रही, जो मुख्यतः खाद्यान्नों की ऊंची कीमतों के प्रभाव को दर्शाता है। अक्टूबर 2006 में रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य की मध्यावधि समीक्षा में यह देखा गया कि बढ़ रही आस्ति कीमतों तथा मूलभूत संरचना संबंधी अवरोधों में आयी सख्ती के साथ उच्च वृद्धि तथा उपभोक्ता मुद्रास्फीति के संमिश्रण ने ओवरहीटिंग के खतरों तथा मौद्रिक नीति के निर्धारण के समय और दिशा के निहितार्थों की आवश्यकता पर बल दिया है। तथापि इस बात पर भी बल दिया कि यह मानना महत्वपूर्ण है कि ओवरहीटिंग की आशंका का स्वरूप अस्थायी हो सकता है क्योंकि उल्लेखनीय निवेश होने के साक्ष्य हैं, जिसके साथ समग्र उत्पादकता बढ़ेगी जिससे संभाव्य उत्पादन में वृद्धि होनी चाहिए। रिजर्व बैंक ने अतिरिक्त कुल मांग की ओर इशारा करने वाले सभी उपलब्ध संकेतकों की निगरानी के महत्व पर बल देना जारी रखा।

2.3 2006-07 के दौरान रिजर्व बैंक ने उपलब्ध साधनों अर्थात् चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) तथा बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के तहत प्रतिभूतियों के निर्गम के न्यायपूर्ण मिश्रण के साथ चलनिधि का प्रबंधन किया। प्रभावी चलनिधि प्रबंधन सुनिश्चित करने के लिए, मार्च 2007 में रिजर्व बैंक ने आशोधन करके एमएसएस के तहत

प्रतिभूतियां जारी करने का आवर्धित कार्यक्रम बनाया जो अधिक लचीले तौर पर खजाना बिलों और दिनांकित प्रतिभूतियों का मिश्रण था। तदनुसार, दैनिक रिवर्स रिपो के अवशोषण को अधिकतम 3,000 करोड़ रुपए तक सीमित रखा गया। अंतर्निहित स्फीतिकारी दबावों को देखते हुए, रिजर्व बैंक ने पूर्वक्रयात्मक मौद्रिक नीति उपायों की एक श्रृंखला का सहारा लिया अर्थात् जून 2006 से चरणों में नकदी आरक्षित अनुपात (सीआरआर) में 150 आधार अंकों की एवं रिपो/रिवर्स रिपो दर में 125 / 50 आधार अंकों की वृद्धि की गई। आपूर्ति पक्ष के राजकोषीय उपायों तथा ईंधन की कीमतों में कमी के साथ उक्त उपायों ने मुद्रास्फीतिकारी प्रत्याशाओं को नियंत्रित करने में मदद की। तथापि, चलनिधि प्रबंधन के प्रति दृष्टिकोण ने यह सुनिश्चित करना जारी रखा कि उत्पादक प्रयोजनों के लिए ऋण की सभी वैध अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए प्रणाली में उपयुक्त चलनिधि बनाए रखा जाए, जो मूल्य तथा राजकोषीय स्थिरता के उद्देश्य के अनुरूप हो, जिस पर जनवरी 2007 में तीसरी तिमाही की समीक्षा में बल दिया गया था।

2.4 नवम्बर और दिसम्बर 2006 के मध्य तथा मार्च 2006 के मध्य के संक्षिप्त समय को छोड़कर, जब चलनिधि में कमी के कारण मांग मुद्रा दरों में उच्चस्तरीय तेजी आई, वित्तीय बाजार व्यवस्थित बने रहे। मई-जून 2006 तथा फरवरी/मार्च 2007 के दौरान ईक्विटी बाजार में भी अस्थिरता के संक्षिप्त दौर आए। इन घटनाओं को छोड़कर, वित्तीय बाजार स्थिर रहे।

2.5 वित्तीय संस्थाओं, विशेषतः अनुसूचित वाणिज्य बैंकों, ने 2005-06 के दौरान कारोबार तथा वित्तीय कार्यनिष्पादन में सुधार देखा, जो अच्छे समष्टि आर्थिक मूलभूत तत्वों द्वारा समर्थित था। संशोधित अनुमानों के अनुसार केंद्र तथा राज्य दोनों के सार्वजनिक वित्तपोषण में कर और करेतर राजस्व दोनों में उछाल, जो उच्चतर व्यय को प्रतिफलित करने से भी अधिक था, के समर्थन से सुधार दिखाई दिया।

2.6 माल तथा सेवाओं के पण्य निर्यातों में सशक्त वृद्धि के साथ बाह्य क्षेत्र में गतिशीलता बनी रही। साल के अधिकांश हिस्सों में अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतें ऊंची और अस्थिर होने के बावजूद भुगतान संतुलन की स्थिति सुखद बनी रही। चालू खाता घाटा से अधिक मात्रा में बड़े पूंजी प्रवाहों का आना जारी रहा जिसके फलस्वरूप विदेशी मुद्रा आरक्षित निधियों में पर्याप्त मात्रा में निवल वृद्धि हुई।

2.7 उक्त पृष्ठभूमि में इस अध्याय में 2005-06 तथा 2006-07 के दौरान (उस अवधि तक जिसके लिए नवीनतम आंकड़े उपलब्ध हैं)

**सारणी 2.1 : वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद  
(1999-2000 की कीमतों पर)**

(प्रतिशत)

क्षेत्र	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05	2005-06 (त्व.अनु.)	2006-07 (अग्रि.अनु.)
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>विकास दर</b>							
<b>1. कृषि और सहायक गतिविधियाँ</b>	<b>-0.2</b>	<b>6.3</b>	<b>-7.2</b>	<b>10.0</b>	<b>0.0</b>	<b>6.0</b>	<b>2.7</b>
क) कृषि	-0.6	6.5	-8.1	10.9	-0.2	6.3	..
<b>2. उद्योग</b>	<b>6.4</b>	<b>2.4</b>	<b>6.8</b>	<b>6.0</b>	<b>8.4</b>	<b>8.0</b>	<b>10.2</b>
क) विनिर्माण	7.7	2.5	6.8	6.6	8.7	9.1	11.3
ख) खनन और उत्खनन	2.4	1.8	8.8	3.1	7.5	3.6	4.5
ग) विद्युत, गैस और जल आपूर्ति	2.1	1.7	4.7	4.8	7.5	5.3	7.7
<b>3. सेवाएं</b>	<b>5.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.4</b>	<b>8.9</b>	<b>10.0</b>	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>
क) व्यापार, होटल और रेस्टोरेंट	5.2	9.6	6.9	10.3	8.4	8.2	13.0 \$
ख) परिवहन, भंडारण और संचार	11.2	8.2	13.6	15.1	15.2	13.9	
ग) वित्तपोषण, बीमा, जमीन-जायदाद और व्यावसायिक सेवाएं	4.1	7.3	8.0	5.6	8.7	10.9	11.1
घ) समुदाय, सामाजिक और वैयक्तिक सेवाएं	4.8	4.1	3.9	5.4	7.9	7.7	7.8
ड) निर्माण	6.2	4.0	7.9	12.0	14.1	14.2	9.4
<b>4. सकल देशी उत्पाद- कारक लागत पर</b>	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>3.8</b>	<b>8.5</b>	<b>7.5</b>	<b>9.0</b>	<b>9.2</b>
<b>क्षेत्रवार संरचना</b>							
1. कृषि और सहायक गतिविधियाँ	23.9	24.0	21.5	21.7	20.2	19.7	18.5
2. उद्योग	20.0	19.3	19.9	19.5	19.6	19.4	19.6
3. सेवाएं	56.1	56.7	58.7	58.8	60.2	60.9	61.9
<b>4. कुल</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>ज्ञापन :</b>							
वास्तविक जीडीपी 1999-2000 की कीमतों पर कारक लागत पर (करोड़ रूपए)	18,64,773	19,72,912	20,47,733	22,22,591	23,89,660	26,04,532	28,44,022
.. : उपलब्ध नहीं	त्व.अनु.:	त्वरित अनुमान	अग्रि.अनु.:	अग्रिम अनुमान			
\$ : 'व्यापार, होटल और रेस्टोरेंट' और 'परिवहन, भंडारण और संचार' शामिल है।							
<b>स्रोत:</b> केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन।							

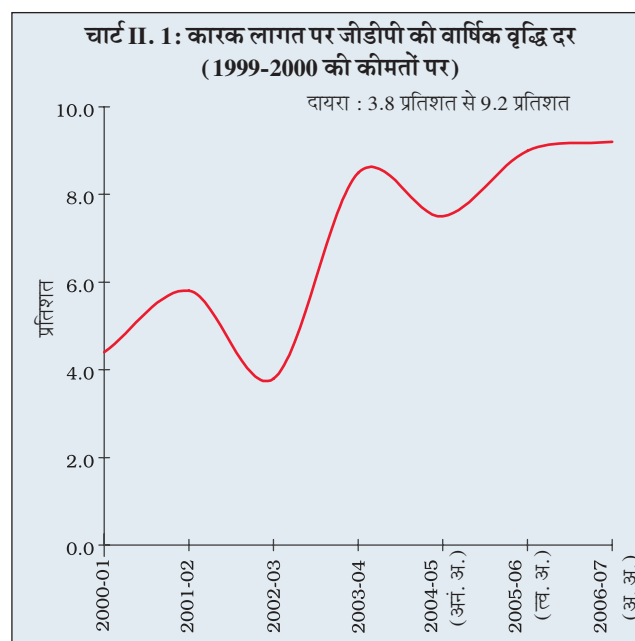
समष्टि आर्थिक गतिविधियों का ब्यौरेवार वर्णन प्रस्तुत किया गया है। जहां कहीं उपलब्ध हुआ, 2007-08 के लिए नवीनतम समष्टि आर्थिक गतिविधियां भी शामिल की गई हैं। खंड I में वास्तविक क्षेत्र की गतिविधियां प्रस्तुत की गई हैं, खंड II में केंद्र तथा राज्य सरकार के वित्तपोषण का ब्यौरा दिया गया है। खंड III में मुद्रास्फीति की प्रवृत्तियों सहित मौद्रिक और ऋण संबंधी गतिविधियों पर चर्चा की गई है। खंड IV में वित्तीय बाजारों की गतिविधियों का वर्णन है। वित्तीय संस्थाओं के व्यावसायिक परिचालनों को खंड V में दिया गया है। खंड VI में बाह्य क्षेत्र की गतिविधियां दी गई हैं। समग्र मूल्यांकन खंड VII में दिया गया है।

## I. वास्तविक क्षेत्र

### राष्ट्रीय आय

2.8 वास्तविक जीडीपी वृद्धि 2004-05 के 7.5 प्रतिशत से बढ़कर 9.0 प्रतिशत होने के साथ 2005-06 के दौरान भारतीय अर्थव्यवस्था में तेज वृद्धि दिखाई दी। 2005-06 के दौरान कार्यनिष्पादन में हुआ सुधार कृषि तथा सहायक कार्यकलापों में वृद्धि में टर्नअराऊंड और सेवा क्षेत्र में वृद्धि बने रहने द्वारा समर्थित था। औद्योगिक क्षेत्र में ऊंची

वृद्धि बनी रही हालांकि वह 2004-05 की तुलना में थोड़ी कम थी (सारणी 2.1 तथा चार्ट II.1)। कृषि तथा सहायक कार्यकलापों में हुई



**सारणी 2.2 : सकल घरेलू उत्पाद की त्रैमासिक वृद्धि दरें  
(1999-2000 की कीमतों पर)**

(प्रतिशत)

क्षेत्र	2001-02 से 2006-07 (औसत)	2005-06*	2006-07#	2005-06				2006-07			अप्रैल-दिसंबर	
				1ति	2ति	3ति	4ति	1ति	2ति	3ति	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>1. कृषि और सहायक गतिविधियाँ</b>	<b>3.0</b>	<b>6.0</b>	<b>2.7</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>8.7</b>	<b>5.5</b>	<b>3.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>6.0</b>	<b>2.2</b>
1.1 कृषि	(20.9)	(19.7)	(18.5)									
<b>2. उद्योग</b>	<b>7.0</b>	<b>8.0</b>	<b>10.2</b>	<b>9.8</b>	<b>6.6</b>	<b>7.2</b>	<b>7.9</b>	<b>9.7</b>	<b>10.5</b>	<b>10.0</b>	<b>7.8</b>	<b>10.1</b>
2.1 खनन और उत्खनन	(19.5)	(19.4)	(19.6)									
2.2 विनिर्माण	4.9	3.6	4.5	6.0	0.1	2.7	3.0	3.4	3.1	5.7	3.0	4.1
2.3 विद्युत, गैस और जल आपूर्ति	7.5	9.1	11.3	10.7	8.1	8.2	8.9	11.3	11.9	10.7	9.0	11.3
<b>3. सेवाएं</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>7.7</b>	<b>7.4</b>	<b>2.6</b>	<b>5.0</b>	<b>6.1</b>	<b>5.4</b>	<b>7.7</b>	<b>9.3</b>	<b>5.0</b>	<b>7.5</b>
3.1 व्यापार, होटल, परिवहन और संचार	<b>9.1</b>	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>	<b>10.4</b>	<b>10.7</b>	<b>11.1</b>	<b>9.8</b>	<b>10.8</b>
3.2 वित्तपोषण, बीमा, जमीन-जायदाद और कारोबार सेवाएं	(59.5)	(60.9)	(61.9)									
3.3 समुदाय, सामाजिक और वैयक्तिक सेवाएं	10.8	10.4	13.0	10.2	9.5	10.0	12.9	13.1	13.8	13.0	9.9	13.3
3.4 निर्माण	8.6	10.9	11.1	8.9	10.6	9.8	10.5	9.0	9.5	11.6	9.8	10.1
<b>4. कारक लागत पर वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद</b>	<b>6.2</b>	<b>7.7</b>	<b>7.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.9</b>	<b>8.3</b>	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>7.9</b>	<b>7.2</b>
	10.3	14.2	9.4	12.7	11.3	16.6	12.0	9.5	9.8	9.9	13.6	9.7
	<b>7.3</b>	<b>9.0</b>	<b>9.2</b>	<b>8.4</b>	<b>8.0</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.9</b>
	(100.0)	(100.0)	(100.0)									

\* : त्वरित अनुमान

# : अग्रिम अनुमान

.. : उपलब्ध नहीं

नोट : कोष्ठकों के आंकड़े वास्तविक जीडीपी में हिस्सा दर्शाते हैं।

स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन।

वृद्धि खाद्यान्न और खाद्यान्नेतर दोनों उत्पादन तथा बागबानी, पशुधन, मत्स्यपालन और पादरोपण फसलों में सुधार से संभव हुई। औद्योगिक क्षेत्र से उत्पन्न वास्तविक जीडीपी वृद्धि मुख्यतः सुदृढ़ निर्माण कार्यकलाप द्वारा चालित थी। देशी तथा निर्यात मांग में धारित वृद्धि, क्षमता उपयोग में वृद्धि, क्षमताओं का आवर्धन तथा व्यवसाय एवं उपभोक्ता विश्वास की सकारात्मकता के समर्थन से विनिर्माण क्षेत्र में वृद्धि हुई। पिछले साल की दोहरे अंक वाली वृद्धि जारी रखते हुए सेवा क्षेत्र में उत्पन्न वास्तविक जीडीपी में 2005-06 के दौरान 10.3 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की गई। 2005-06 के दौरान सेवा क्षेत्र प्रमुख चालक बना रहा जिसने समग्र वास्तविक जीडीपी में तीन बटा पांच का अंशदान किया। मुख्यतः 'व्यापार, होटल, परिवहन और संचार' तथा वित्तपोषण, बीमा, भू-संपदा और व्यावसायिक सेवा' जैसे उप क्षेत्रों की अगुवाई में सेवा क्षेत्र के कार्यनिष्पादन में उछाल आई।

2.9 केंद्रीय सांख्यिकी संगठन के अग्रिम अनुमानों ने 2006-07 के लिए 9.2 प्रतिशत की जीडीपी वृद्धि का अनुमान लगाया है जो देशी आर्थिक कार्यकलापों में उछाल बने रहने की ओर इशारा करता है। 2006-07 की पहली तीन तिमाहियों (अप्रैल-दिसम्बर) के लिए वास्तविक जीडीपी वृद्धि एक वर्ष पहले की तदनु रूप अवधि के 8.6 प्रतिशत की तुलना में 8.9 प्रतिशत के उच्चतर स्तर पर रखी गई है (सारणी 2.2)। 2006-07 की तीन तिमाहियों (अप्रैल-दिसम्बर) में कुल औद्योगिक उत्पादन में 2005-06 की तदनु रूप अवधि के 7.8

प्रतिशत की तुलना में 10.1 प्रतिशत की तीव्र वृद्धि हुई। 2006-07 की पहली तीन तिमाहियों (अप्रैल-दिसम्बर) में सेवा क्षेत्र की वृद्धि 2005-06 की तदनु रूप अवधि के 9.8 प्रतिशत की तुलना में 10.8 प्रतिशत पर उच्चतर रहने का अनुमान है।

2.10 विभिन्न राष्ट्रीय और अंतरराष्ट्रीय संगठनों ने 2007-08 के लिए वास्तविक जीडीपी वृद्धि दर 7.9 - 8.5 प्रतिशत रहने का अनुमान लगाया है (सारणी 2.3)। इस दर पर भारत विश्व की उभरती बाजार

**सारणी 2.3 : वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद में वृद्धि,  
2007-08 : भारत के लिए पूर्वानुमान**

(प्रतिशत)

संस्थान	अद्यतन	अनुमान का महीना
1	2	3
एशियाई विकास बैंक	8.0	(मार्च 2007)
भारतीय अर्थव्यवस्था निगरानी केंद्र	8.5	(मई 2007)
भारतीय उद्योग परिसंघ	8.5	(अप्रैल 2007)
क्रेडिट रेटिंग इंफॉर्मेशन सर्विसेस ऑफ इंडिया लिमिटेड	7.9-8.4	(मार्च 2007)
राष्ट्रीय अनुप्रयुक्त आर्थिक अनुसंधान परिषद	8.3	(अप्रैल 2007)
अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष	8.4	(अप्रैल 2007)
<b>भारतीय रिजर्व बैंक</b>	<b>लगभग 8.5</b>	<b>(अप्रैल 2007)</b>
<b>ज्ञापन :</b>		
दायरा	7.9-8.5	

सारणी 2.4 : उत्पादन में वृद्धि : विभिन्न देशों के बीच तुलना

(प्रतिशत)

देश	औसत 1999-2008	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007अ	2008अ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>विश्व</b>	<b>4.4</b>	<b>3.7</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>
<b>उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ</b>	<b>2.6</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>3.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>
<b>अन्य उभरते बाजार और विकासशील देश</b>	<b>6.4</b>	<b>4.1</b>	<b>6.0</b>	<b>4.3</b>	<b>5.0</b>	<b>6.7</b>	<b>7.7</b>	<b>7.5</b>	<b>7.9</b>	<b>7.5</b>	<b>7.1</b>
अर्जेंटीना	2.9	-3.4	-0.8	-4.4	-10.9	8.8	9.0	9.2	8.5	7.5	5.5
बांग्लादेश	5.9	5.4	5.6	4.8	4.8	5.8	6.1	6.3	6.7	6.6	6.5
ब्राजील	3.1	0.3	4.3	1.3	2.7	1.1	5.7	2.9	3.7	4.4	4.2
चिली	4.0	-0.4	4.5	3.5	2.2	4.0	6.0	5.7	4.0	5.2	5.1
चीन	9.4	7.6	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	10.0	9.5
<b>भारत</b>	<b>7.0</b>	<b>6.7</b>	<b>5.3</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>7.3</b>	<b>7.8</b>	<b>9.2</b>	<b>9.2</b>	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>
इंडोनेशिया	4.8	0.8	5.4	3.6	4.5	4.8	5.0	5.7	5.5	6.0	6.3
मलेशिया	5.5	6.1	8.9	0.3	4.4	5.5	7.2	5.2	5.9	5.5	5.8
मैक्सिको	3.1	3.8	6.6	-	0.8	1.4	4.2	2.8	4.8	3.4	3.5
पाकिस्तान	5.3	3.7	4.3	2.0	3.2	4.9	7.4	8.0	6.2	6.5	6.5
फ़िलीपीन्स	4.9	3.4	6.0	1.8	4.4	4.9	6.2	5.0	5.4	5.8	5.8
श्रीलंका	5.2	4.3	6.0	-1.5	4.0	6.0	5.4	6.0	7.5	7.0	7.0
थाइलैंड	4.9	4.4	4.8	2.2	5.3	7.1	6.3	4.5	5.0	4.5	4.8

अ : अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष का अनुमान।

स्रोत : वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, अप्रैल 2007।

अर्थव्यवस्थाओं के बीच तीव्रतम वृद्धिवाली अर्थव्यवस्थाओं में से एक बना रहेगा (सारणी 2.4)।

**बचत और निवेश**

2.11 चालू बाजार मूल्यों पर जीडीपी के अनुपात के रूप में सकल देशी बचत (जीडीएस) की दर, जो 2000-01 से लगातार बढ़ रही है,

2005-06 में 32.4 प्रतिशत पर रखी गई है (सारणी 2.5 तथा चार्ट II.2)। 32.4 प्रतिशत पर जीडीएस की दर 1950-51 से अधिकतम है। घरेलू क्षेत्र जीडीएस में प्रमुख अंशदाता बना हुआ है तथा उसकी बचत दर 2004-05 के 21.6 प्रतिशत की तुलना में 2005-06 में 22.3 प्रतिशत पर रखी गयी है। 2000-01 से 2004-05 के दौरान भौतिक आस्तियों

सारणी 2.5 : सकल घरेलू बचत और निवेश

(चालू बाजार कीमतों पर जीडीपी का प्रतिशत)

क्षेत्र	1999-00	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05 अ	2005-06 त्व.अनु.
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>1. सकल घरेलू बचत(जीडीएस) (1.1+1.2+1.3)</b>	<b>24.8</b>	<b>23.4</b>	<b>23.5</b>	<b>26.4</b>	<b>29.7</b>	<b>31.1</b>	<b>32.4</b>
1.1 घरेलू बचत	21.1	21.0	21.8	22.7	23.8	21.6	22.3
क) वित्तीय आस्तियाँ	10.6	10.2	10.8	10.3	11.3	10.2	11.7
ख) भौतिक आस्तियाँ	10.5	10.8	10.9	12.4	12.4	11.4	10.7
1.2 निजी कंपनी क्षेत्र	4.5	4.3	3.7	4.2	4.7	7.1	8.1
1.3 सार्वजनिक क्षेत्र	-0.8	-1.9	-2.0	-0.6	1.2	2.4	2.0
<b>2. सकल घरेलू पूंजी निर्माण (जीडीसीएफ)#</b>	<b>25.9</b>	<b>24.0</b>	<b>22.9</b>	<b>25.2</b>	<b>28.0</b>	<b>31.5</b>	<b>33.8</b>
<b>3. बचत-निवेश अंतर (1-2)</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.3</b>
<b>4. सकल पूंजी निर्माण (4.1+4.2+4.3+4.4)</b>	<b>26.1</b>	<b>24.1</b>	<b>23.8</b>	<b>25.0</b>	<b>26.6</b>	<b>29.7</b>	<b>32.2</b>
4.1 घरेलू क्षेत्र	10.5	10.8	10.9	12.4	12.4	11.4	10.7
4.2 निजी कंपनी क्षेत्र	7.4	5.7	5.4	5.9	6.9	9.9	12.9
4.3 सार्वजनिक क्षेत्र	7.4	6.9	6.9	6.1	6.3	7.1	7.4
4.4 बहुमूल्य वस्तुएं@	0.8	0.7	0.6	0.6	0.9	1.3	1.2

अ. : अनंतिम त्व.अनु. : त्वरित अनुमान

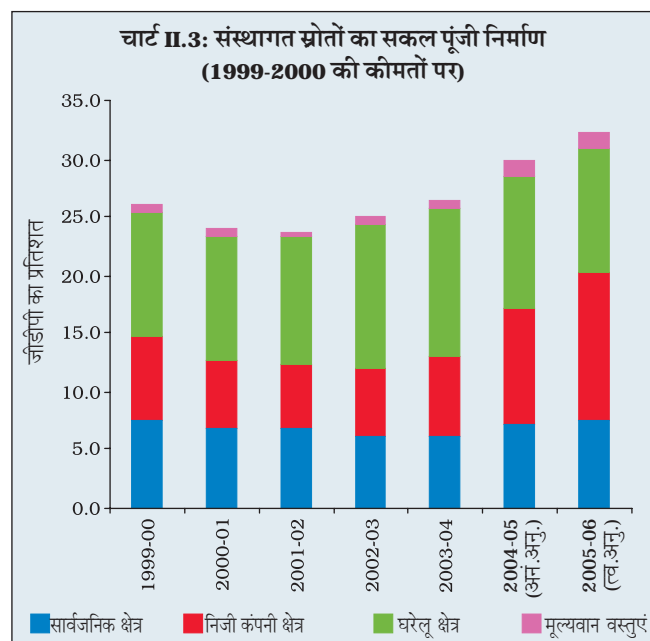
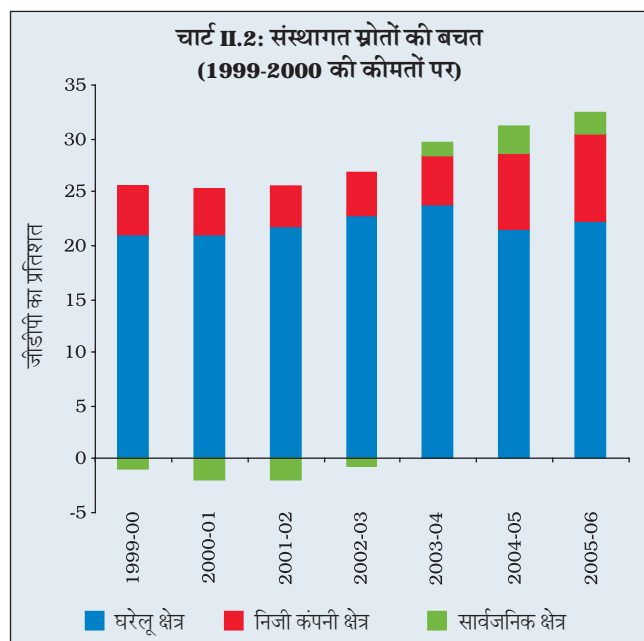
# : त्रुटियों और चूक के लिए समायोजित।

@ : बहुमूल्य वस्तुओं में सकल पूंजी निर्माण में शामिल बहुमूल्य वस्तुओं के अर्जन में किए गए व्यय शामिल हैं।

टिप्पणी : पूर्णांकन के कारण आँकड़ों का योग, कहीं-कहीं जोड़ के बराबर नहीं है।

स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन।

## हाल की आर्थिक गतिविधियां



के रूप में घरेलू क्षेत्र द्वारा की गई बचत वित्तीय आस्तियों से अधिक रही। तथापि, 2005-06 में यह प्रवृत्ति पलट गई। निजी कंपनी बचत, जो 2001-02 से स्थिरतापूर्वक बढ़ रही है, में 2005-06 में 8.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो लाभ में उल्लेखनीय वृद्धि को दर्शाता है। सार्वजनिक क्षेत्र, जिसमें 2003-04 से सकारात्मक बचत दर रही है, ने 2005-06 में 2.0 प्रतिशत की बचत दर दर्ज की जो राजकोषीय स्थिति में सतत सुधार से संभव हुआ।

2.12 चालू बाजार मूल्यों पर जीडीपी के अनुपात के रूप में सकल देशी पूंजी निर्माण की दर सार्वजनिक निवेश तथा निजी कंपनी निवेश में सुधार के कारण 2004-05 के 31.5 प्रतिशत के स्तर से तेजी से बढ़कर 2005-06 में 33.8 प्रतिशत हो गई। बचत दर की तुलना में निवेश की

दर में उच्चतर वृद्धि 2005-06 में समग्र बचत - निवेश संतुलन में, 2004-05 के 0.4 प्रतिशत के घाटे की तुलना में, 1.3 प्रतिशत के घाटे में दिखाई देती है (सारणी 2.6 तथा चार्ट II.3)।

### कृषि

2.13 2005-06 में उल्लेखनीय सुधार दशानिके बाद मुख्यतः खाद्यान्न उत्पादन में न्यूनतर वृद्धि की प्रत्याशा के कारण 2006-07 के दौरान कृषि वृद्धि में मंदी बने रहने की आशा है। तीसरे अग्रिम अनुमानों के अनुसार, 2006-07 के दौरान कुल खाद्य उत्पादन 211.8 मिलियन टन होने का अनुमान है जो पिछले वर्ष (5.2 प्रतिशत) की तुलना में 1.5 प्रतिशत की वृद्धि दर्शाता है।

### सारणी 2.6 : बचत-निवेश अंतर (1999-2000 की कीमतों पर)

(चालू बाजार कीमतों पर जीडीपी का प्रतिशत)

मद	1999-00	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05 अं.	2005-06 त्व.अनु.
1	2	3	4	5	6	7	8
बचत-निवेश अंतर (जीडीएस-जीडीसीएफ)	-1.1	-0.6	0.6	1.2	1.6	-0.4	-1.3
निजी क्षेत्र*	7.7	8.8	9.2	8.6	9.2	7.4	6.9
सार्वजनिक क्षेत्र*	-8.2	-8.8	-8.9	-6.6	-5.2	-4.7	-5.4
चालू खाता शेष	-1.0	-0.6	0.7	1.2	2.3	-0.8	-1.3
<b>ज्ञापन :</b>							
बहुमूल्य वस्तुएं@	0.8	0.7	0.6	0.6	0.9	1.3	1.2
अं. : अर्न्तम त्व.अनु. : त्वरित अनुमान. जीडीएस : सकल घरेलू बचत, जीडीसीएफ : सकल देशी पूंजी निर्माण							
* : निजी और सार्वजनिक निवेश सकल पूंजी निर्माण (जीसीएफ) को दर्शाते हैं, त्रुटियाँ और चूक समायोजित नहीं हैं।							
@ : बहुमूल्य वस्तुओं में सकल पूंजी निर्माण में बहुमूल्य वस्तुओं के अर्जन के लिए किए गए व्यय शामिल हैं।							
<b>टिप्पणी :</b> आंकड़े सीएसओ और रिजर्व बैंक आंकड़ों से लिए गए हैं। त्रुटियों और चूक के कारण कहीं-कहीं अलग-अलग हिस्सों का योग जोड़ के बराबर नहीं है।							

दक्षिण-पश्चिम मानसून 2006

2.14 दक्षिण-पश्चिम मानसून के आने के समय के संबंध में अनिश्चितता तथा इसके कालिक और स्थानिक वितरण का कृषि क्षेत्र के कार्य-निष्पादन पर काफी प्रभाव पड़ता है। क्योंकि दो-तिहाई कृषि क्षेत्र असिंचित है, अतः कृषि संबंधी संभाव्यता काफी सीमा तक दक्षिण-पश्चिम मानसून की प्रगति और उसके निष्पादन द्वारा निर्धारित होती है। 30 जून 2006 को जारी भारतीय मौसम विभाग की व्यापक भविष्यवाणी के अनुसार देश के लिए दक्षिण-पश्चिम मानसून की बरसात कुल मिलाकर दीर्घ अवधि औसत (एलपीए) का 92 प्रतिशत होने की संभावना है तथा इसमें +/- 4 प्रतिशत की प्रतिरूप भूल-चूक हो सकती है। तथापि, दक्षिण-पश्चिम मानसून के दौरान वास्तविक बरसात सामान्य का 99 प्रतिशत थी जिसके फलस्वरूप मिट्टी और जलाशयों की आर्द्रता की पुनःपूर्ति हुई।

2.15 यद्यपि दक्षिण-पश्चिम मानसून 2006 का समग्र निष्पादन पिछले साल जैसा ही था तथापि इसका स्थानिक वितरण पिछले साल की तुलना में विषम था। 36 मौसम उपखंडों में से 26 उपखंडों में (पिछले साल 32 उपखंडों में) संचयी बरसात अधिक / सामान्य थी तथा 10 उपखंडों में (पिछले साल के दौरान 4 उपखंडों में) संचयी बरसात कम/अपर्याप्त/नहीं के बराबर थी (सारणी 2.7)। मौसम के दौरान, समय के भीतर बरसात सुवितरित भी नहीं थी। जून और जुलाई के दूसरे से चौथे सप्ताह तक, अगस्त के अंतिम सप्ताह में और सितंबर 2006 के मध्य में बरसात में व्यापक कमी देखी गई। विशेष तौर पर मध्य भारत में अगस्त के पहले तीन सप्ताहों के दौरान हुई अधिक बरसात के कारण देश में बरसात के परिदृश्य में पुनर्जीवन देखा गया।

सारणी 2.7 : संचयी वर्षा

श्रेणी	उप खंडों की संख्या					
	दक्षिण-पश्चिम मानसून			उत्तर-पूर्व मानसून		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
	(जून 1 से सितंबर 30)			(अक्टूबर 1 से दिसंबर 31)		
1	2	3	4	5	6	7
अधिक	0	9	6	8	11	3
सामान्य	23	23	20	10	6	6
अपूर्ण	13	4	10	17	5	14
कम वर्षा/ वर्षा नहीं	0	0	0	1	14	13

स्रोत : भारतीय मौसम विज्ञान विभाग।

2.16 पूरे देश में कुल मिलाकर बरसात जून में सामान्य से कम (एलपीए से 13 प्रतिशत नीचे) तथा जुलाई (एलपीए से 2 प्रतिशत नीचे) और सितंबर में (एलपीए से 1 प्रतिशत नीचे) सामान्य के आसपास थी। तथापि, अतिरिक्त बरसात के साथ अगस्त में मौसम सक्रिय था (एलपीए से 5 प्रतिशत अधिक)। इस प्रकार, सिर्फ जून के महीने में दक्षिण-पश्चिम मानसून की बरसात में कमी देखी गई तथा वह बाद के महीनों में सामान्य के निकट बनी रही। 4 समरूप क्षेत्रों के बीच, उत्तर-पूर्व भारत, उत्तर-पश्चिम भारत तथा दक्षिणी प्रायद्वीप में दक्षिण-पश्चिम मानसून की बरसात कम थी तथा उनमें क्रमशः एलपीए का 83 प्रतिशत, 94 प्रतिशत और 95 प्रतिशत बरसात हुई। देश भर में दक्षिण-पश्चिम मानसून की बरसात के सामान्य के आसपास होने में मुख्यतः केंद्रीय भारत में हुई अतिरिक्त बरसात (एलपीए का 116 प्रतिशत) का अंशदान था। उपखंड के स्तर पर पांच उपखंडों (अंदमान और निकोबार द्वीपसमूह, अरुणाचल प्रदेश, असम और मेघालय, पश्चिमी उत्तर प्रदेश और हरियाणा) में मौसम के अंत में थोड़े सूखे की स्थिति रही। 533 मौसम वैज्ञानिक जिलों में से, 130 जिलों (25 प्रतिशत) में सामान्य सूखा था जबकि 30 जिलों (6 प्रतिशत) में मौसम के अंत में सख्त सूखे की स्थिति रही।

जलाशय की स्थिति

2.17 केंद्रीय जल आयोग 76 प्रमुख जलाशयों में, जो देश की कुल जलाशयों की क्षमता का लगभग 63 प्रतिशत है, जल के कुल भंडारण पर निगरानी रखता है। दक्षिण-पश्चिम मानसून मौसम के अंत में (28 सितंबर 2006 की स्थिति के अनुसार), पूर्ण जलाशय स्तर (एफएलआर) के 91 प्रतिशत पर कुल जल भंडार के साथ जलाशय की स्थिति पिछले साल की स्थिति (81 प्रतिशत) तथा पिछले 10 सालों के औसत (71 प्रतिशत) से उच्चतर थी। जलाशय की सुखद स्थिति के फलस्वरूप 2006-07 के दौरान रबी की फसल का उत्पादन तथा जल विद्युत बनाने की स्थिति अच्छी रहने की आशा है। 12 अप्रैल 2007 की स्थिति के अनुसार कुल जल भंडार एफएलआर का 35 प्रतिशत (29 मार्च 2006 को 32 प्रतिशत) था। दक्षिण-पश्चिम मानसून के सामान्य के आसपास रहने तथा जल भंडार स्तरों में सुधार को देखते हुए कृषि मंत्रालय ने 2006-07 के दौरान कुल खाद्यान्न उत्पादन के लिए 220 मिलियन टन का लक्ष्य निर्धारित किया जो पिछले साल के 215 मिलियन टन के लक्ष्य से अधिक था (सारणी 2.8)।

उत्तर-पूर्व मानसून 2006

2.18 उत्तर-पूर्व मानसून (1 अक्टूबर 2006 से 31 दिसंबर 2006 तक) के दौरान दर्ज की गई संचयी बरसात, पिछले वर्ष की तदनुसार

1 भारतीय मौसम विज्ञान विभाग के अनुसार, शुष्कता सूचकांक में सामान्य स्तर से अंतर को प्रतिशत में व्यक्त किया जाता है तथा तदनुसार सूखे को अत्यधिक सूखाग्रस्त (50 प्रतिशत से अधिक), सामान्य सूखाग्रस्त (26-50 प्रतिशत) तथा कम सूखाग्रस्त (25 प्रतिशत तक) के रूप में वर्गीकृत किया गया है।



## हाल की आर्थिक गतिविधियां

### सारणी 2.8 : फसल-वार लक्ष्य / उपलब्धियाँ

(मिलियन टन)

फसल	2004-05		2005-06		2006-07	
	ल	उ	ल	उ	ल	अ.अनु.
1	2	3	4	5	6	7
धान	93.5	83.1	87.8	91.8	92.8	91.1
गेहूँ	79.5	68.6	75.5	69.4	75.5	73.7
मोटे अनाज	36.8	33.5	36.5	34.1	36.5	32.9
दालें	15.3	13.1	15.2	13.4	15.2	14.1
<b>कुल खाद्यान्न</b>	<b>225.1</b>	<b>198.4</b>	<b>215.0</b>	<b>208.6</b>	<b>220.0</b>	<b>211.8</b>
तिलहन	26.2	24.4	26.6	28.0	29.4	23.3
गन्ना	270.0	237.1	237.5	281.2	270.0	322.9
कपास*	15.0	16.4	16.5	18.5	18.5	21.0
जूट और मेस्टा **	11.8	10.3	11.3	10.8	11.3	11.3

ल : लक्ष्य उ : उपलब्धि

अ.अनु. : 4 अप्रैल 2007 को तीसरा अग्रिम अनुमान।

\* : मिलियन गट्टों में, प्रत्येक 170 किलोग्राम का।

\*\* : मिलियन गट्टों में, प्रत्येक 180 किलोग्राम का।

स्रोत : कृषि मंत्रालय, भारत सरकार।

अवधि के दौरान सामान्य से 10 प्रतिशत अधिक की तुलना में, सामान्य से 21 प्रतिशत कम थी। 36 मौसम वैज्ञानिक उपखंडों में से, 9 उपखंडों में (पिछले साल 17 उपखंडों में) संचयी बरसात अधिक/सामान्य थी तथा 27 उपखंडों में (पिछले साल 19 उपखंडों में) बरसात कम/अपर्याप्त/नहीं के बराबर थी (सारणी 2.7)।

#### खरीफ 2006

2.19 सामान्य मानसून की पृष्ठभूमि में, खरीफ 2005 के दौरान खाद्यान्नों के उत्पादन (109.9 मिलियन टन) में पिछले वर्ष की तुलना में

6.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई। तीसरे अग्रिम अनुमानों के अनुसार, 2006-07 के दौरान खरीफ खाद्यान्नों का उत्पादन 108.4 मिलियन टन होने का अनुमान है, जो पिछले वर्ष की तुलना में 1.4 प्रतिशत कम है (सारणी 2.9)। खरीफ के खाद्यान्नों में, जहां मोटे अनाजों (6.5 प्रतिशत) तथा दालों (0.8 प्रतिशत) के उत्पादन में गिरावट आई वहीं चावल (0.3 प्रतिशत) के उत्पादन में पिछले वर्ष की तुलना में थोड़ा सुधार हुआ। 2005-06 के दौरान तीव्र सुधार होने के बाद, 2006-07 के दौरान खरीफ के तिलहनों के उत्पादन में तेज गिरावट आने की आशा है। तथापि, 2003-04 से निरंतर वृद्धि होने के साथ 2006-07 के दौरान गन्ना और रूई का उत्पादन नई ऊंचाई तक पहुंचने की आशा है।

#### रबी 2006-07

2.20 रबी 2005-06 के दौरान खाद्यान्नों के पूर्व उत्पादन में 3.7 मिलियन टन की वृद्धि हुई और वह 98.7 मिलियन टन हो गया (सारणी 2.9)। फलस्वरूप, 208.6 मिलियन टन पर 2005-06 के लिए समग्र खाद्यान्न उत्पादन पिछले वर्ष की तुलना में 5.2 प्रतिशत की वृद्धि दर्शाता है। रबी 2006-07 के दौरान लाभकारी खुले बाजार तथा समर्थन मूल्यों सहित मिट्टी की अनुकूल आर्द्र स्थिति के फलस्वरूप बोने की स्थिति में सुधार हुआ। अब तक (27 अप्रैल 2007 तक) रबी फसलों के तहत बोया गया क्षेत्र एक साल पहले की तुलना में लगभग 2.2 प्रतिशत अधिक है। तिलहनों और चावल को छोड़कर, बोये गये क्षेत्र के रूप में हर प्रमुख फसल समूह में सुधार दिखाई दिया है। कृषि मंत्रालय, भारत सरकार, के अनुसार तिलहनों के अंतर्गत कम व्याप्ति का मुख्य कारण मध्य प्रदेश में अलसी और सरसों के क्षेत्र का बंगाल चना के लिए तथा हरियाणा, राजस्थान और उत्तर प्रदेश में गेहूँ के लिए किया गया उपयोग है।

### सारणी 2.9 : मौसमवार कृषि उत्पादन

(मिलियन टन)

फसलें	खरीफ			रबी		
	2004-05 उ	2005-06 उ	2006-07 अ.अनु.	2004-05 उ	2005-06 उ	2006-07 अ.अनु.
1	2	3	4	5	6	7
धान	72.2	78.3	78.5	10.9	13.5	12.5
गेहूँ	..	..	..	68.6	69.4	73.7
मोटे अनाज	26.4	26.7	25.0	7.1	7.3	7.9
दालें	4.7	4.9	4.8	8.4	8.5	9.3
<b>कुल खाद्यान्न</b>	<b>103.3</b>	<b>109.9</b>	<b>108.4</b>	<b>95.1</b>	<b>98.7</b>	<b>103.4</b>
तिलहन	14.1	16.8	13.9	10.2	11.2	9.4
गन्ना	237.1	281.2	322.9	..	..	..
कपास*	16.4	18.5	21.0	..	..	..
जूट और मेस्टा **	10.3	10.8	11.3	..	..	..

उ : उपलब्धि। अ.अनु. : 4 अप्रैल 2007 को तीसरा अग्रिम अनुमान (2006-07)।

.. : उपलब्धि नहीं। \* : मिलियन गट्टों में, प्रत्येक 170 किलोग्राम का। \*\* : मिलियन गट्टों में, प्रत्येक 180 किलोग्राम का।

स्रोत : कृषि मंत्रालय, भारत सरकार।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

2.21 रबी की फसल की समय पर बुवाई तथा उसके क्षेत्र में सुधार के कारण 2006-07 के दौरान रबी फसलों का भविष्य उज्ज्वल हुआ है। तदनुसार, तीसरे अग्रिम अनुमान ने रबी के खाद्यान्न के उत्पादन का अनुमान 103.4 मिलियन टन लगाया गया है जो पिछले साल की तुलना में 4.8 प्रतिशत की वृद्धि दर्शाता है। गेहूँ का कुल उत्पादन 73.7 मिलियन टन होने की आशा है जो पिछले वर्ष की तुलना में 6.3 प्रतिशत की वृद्धि दर्शाता है।

खाद्यान्नों की सरकारी खरीद, उठाव और भंडारण

2.22 2006-07 के दौरान खाद्यान्नों (चावल और गेहूँ) की सरकारी खरीद 35.9 मिलियन टन थी जो पिछले वर्ष की तदनु रूप अवधि की तुलना में 13.2 प्रतिशत कम थी (सारणी 2.10)। इसका मुख्य कारण था 2006-07 के दौरान, पिछले वर्ष की तदनु रूप अवधि के 14.8 मिलियन टन की तुलना में, 9.2 मिलियन टन पर गेहूँ की अत्यंत कम

सारणी 2.10 : खाद्य भंडार का प्रबंधन

(मिलियन टन)

वर्ष / माह	खाद्यान्न का प्रारंभिक स्टॉक	खाद्यान्न की खरीद	खाद्यान्नों का उठाव				अंतिम स्टॉक	सुरक्षित भंडार मानक \$
			पीडीएस	ओडब्ल्यूएस	ओएमएस-देशी	निर्यात		
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>2005</b>								
अप्रैल	18.0	14.2	2.4	1.0	0.0	0.0	28.5	16.2
मई	28.5	3.0	2.5	0.8	0.0	0.0	27.9	
जून	27.9	0.9	2.5	1.7	0.0	0.0	25.1	
जुलाई	25.1	0.8	2.8	0.8	0.1	0.0	21.4	26.9
अगस्त	21.4	0.4	2.6	0.8	0.1	0.0	18.4	
सितंबर	18.4	0.4	2.7	0.7	0.1	0.0	15.5	
अक्टूबर	15.5	7.5	2.7	0.5	0.0	0.0	19.8	16.2
नवंबर	19.8	2.7	2.3	0.5	0.1	0.0	19.0	
दिसंबर	19.0	2.9	2.7	0.7	0.2	0.0	19.3	
<b>2006</b>								
जनवरी	19.3	4.0	2.7	0.8	0.1	0.0	19.5	20.0
फरवरी	19.5	2.9	2.7	0.6	0.3	0.0	18.3	
मार्च	18.3	1.9	2.5	0.9	0.2	0.0	16.6	
अप्रैल	16.6	10.3	2.5	0.3	0.0	0.0	22.8	16.2
मई	22.8	2.2	2.9	0.4	0.0	0.0	22.3	
जून	22.3	1.5	2.6	0.6	0.0	0.0	20.5	
जुलाई	20.5	0.8	2.7	0.4	0.0	0.0	17.1	26.9
अगस्त	17.1	0.5	2.7	0.4	0.0	0.0	15.5	
सितंबर	15.5	0.2	2.6	0.5	0.0	0.0	12.6	
अक्टूबर	12.6	8.0	2.5	0.3	0.0	0.0	18.6	16.2
नवंबर	18.6	2.0	2.5	0.4	0.0	0.0	17.8	
दिसंबर	17.8	2.6	2.6	0.3	0.0	0.0	17.5	
<b>2007</b>								
जनवरी	17.5	4.3	2.7	0.4	0.0	0.0	18.1	20.0
फरवरी	18.1	2.4	2.7	0.5	0.0	0.0	19.1	
मार्च	19.1	1.2	..	..	..	..	..	
अप्रैल	..	8.7	..	..	..	..	..	16.2
मई*	..	1.4	..	..	..	..	..	
<b>ज्ञापन :</b>								
2005-06 @	18.0	41.4	28.6	8.9	0.9	0.0	18.3	
2006-07 @	16.6	35.9	28.9	4.6	0.0	0.0	19.1	
2007-08 *	..	10.1	..	..	..	..	..	

पीडीएस : सार्वजनिक वितरण प्रणाली।

ओडब्ल्यूएस : अन्य कल्याणकारी योजनाएँ।

ओएमएस : खुला बाजार बिक्री।

\$ : 1 अप्रैल, 1 जुलाई, 1 अक्टूबर और 1 जनवरी में कायम रखे जाने वाले न्यूनतम सुरक्षित भंडार मानकों को, 29 मार्च 2005 से नई सुरक्षित भंडार नीति के अंतर्गत, संशोधित किया गया है।

\* : 8 मई 2007 तक खरीद।

@ : फरवरी के अंत तक उठाव तथा 1 मार्च का अंतिम स्टॉक।

.. : उपलब्ध नहीं।

टिप्पणी : अंतिम स्टॉक आँकड़े, प्रारंभिक स्टॉक और खरीदी जोड़ने और उठाव को घटाने से प्राप्त आँकड़ों से भिन्न हो सकते हैं क्योंकि स्टॉकों में मोटे अनाज भी शामिल हैं।

स्रोत : उपभोक्ता कार्य मंत्रालय, खाद्य और सार्वजनिक वितरण, भारत सरकार।



सरकारी खरीद। इसी तरह, 2006-07 के दौरान (1 अप्रैल से 28 फरवरी 2007 तक) चावल तथा गेहूँ का उठाव पिछले वर्ष की तुलनीय अवधि की तुलना में 12.7 प्रतिशत कम था। मुख्यतः अन्य कल्याण योजनाओं के तहत उठाव में आई तेज गिरावट के फलस्वरूप उक्त उठाव में गिरावट आई। इसके अलावा लक्षित सार्वजनिक वितरण प्रणाली के तहत गेहूँ के उठाव में भी 14.5 प्रतिशत की गिरावट आई। भारतीय खाद्य निगम तथा अन्य सरकारी एजेंसियों के पास खाद्यान्नों का कुल स्टॉक 1 मार्च 2007 को 19.1 मिलियन टन था जो पिछले साल की तदनुसूच अवधि के 18.3 मिलियन टन की तुलना में 4.3 प्रतिशत अधिक था। 2007-08 के दौरान (8 मई 2007 तक) 10.1 मिलियन टन पर गेहूँ और चावल की कुल सरकारी खरीद पिछले वर्ष की तदनुसूच अवधि की 11.0 मिलियन टन की तुलना में 7.5 प्रतिशत कम थी।

#### हाल के नीतिगत पहल

2.23 ग्यारहवीं योजना के दृष्टिकोण पत्र में की गई परिकल्पना के अनुसार लगभग 4.0 प्रतिशत कृषि वृद्धि का लक्ष्य प्राप्त करने की दृष्टि से कृषि क्षेत्र को प्रभावित करनेवाली समस्याओं का निपटान करने के लिए पिछले साल के दौरान सरकार ने कई नए पहल किए। अन्य बातों के साथ-साथ ये इस प्रकार हैं - (i) शुष्क भूमि तथा बरसात से पोषित कृषि के उन्नयन और प्रबंधन में समर्थन देने के लिए नवम्बर 2006 में राष्ट्रीय वर्षापोषित क्षेत्र प्राधिकरण बनाना, (ii) विपणन में सुधार लाने के लिए राज्य सरकारों/संघशासित क्षेत्रों के परामर्श से कृषि संबंधी माल के विपणन के लिए मॉडल कानून तैयार करना, (iii) जनवरी 2006 में अल्पावधि ग्रामीण सहकारी ऋण संरचना के पुनर्जीवन के लिए पैकेज, (iv) खरीफ 2006-07 से शुरू करके 7.0 प्रतिशत ब्याज दर पर 3,00,000 रुपए तक की मूलराशि फसल ऋण के लिए उधार देने हेतु ब्याज सहायता, (v) आंध्र प्रदेश, महाराष्ट्र, कर्नाटक और केरल में जिन जिलों में किसानों की आत्महत्या की घटनाएं अधिक होती हैं ऐसे 31 जिलों में किसानों के लिए विशेष राहत पैकेज, तथा (vi) किसानों के समूह, पंचायती राज संस्थाओं और निजी क्षेत्र को शामिल कर जीविका की सुरक्षा बढ़ाने के उद्देश्य से जुलाई 2006 में राष्ट्रीय कृषि अभिनव परिवर्तन परियोजना शुरू करना।

2.24 अधिक व्यापक आधार वाली तथा समावेशक वृद्धि के संवर्धन के लिए केंद्रीय बजट 2007-08 में कृषि वृद्धि को बढ़ावा देने की बात सरकारी कार्यसूची में ऊपर रखी गई है। आगामी वित्त वर्ष के लिए बजट में 2,25,000 करोड़ रुपए के कृषि ऋण का लक्ष्य रखा गया है जिसका उद्देश्य 5 मिलियन नए किसानों को बैंकिंग प्रणाली की परिधि में लाना है। ग्रामीण ऋण सहकारिताओं के पुनर्वित्त के लिए संसाधन बढ़ाने हेतु, नाबार्ड को अनुमति दी गई है कि वह 5,000 करोड़ रुपए के ग्रामीण बांड जारी करे तथा क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों से कहा गया है कि वे उल्लेखनीय शाखा विस्तार कार्यक्रम तैयार करें। साथ ही, बजट में यह प्रस्ताव किया गया है कि सरफेसी अधिनियम (SARFAESI Act) के दायरे में क्षेत्रीय ग्रामीण

बैंकों द्वारा दिए गए ऋणों को लाया जाए, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को एनआरई/एफसीएनआर जमा स्वीकार करने के लिए अनुमति दी जाए तथा ऋणात्मक निवल मालियत वाले क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को चरणबद्ध कार्यक्रम में पुनः पूंजीकृत किया जाए। वित्तीय समावेशन के संवर्धन के लिए बजट में प्रस्ताव है कि विकासात्मक एवं संवर्धनात्मक हस्तक्षेपों की लागत पूरी करने के लिए नाबार्ड में एक निधि तथा प्रौद्योगिकी को अपनाने की लागत पूरी करने के लिए एक प्रौद्योगिकी निधि बनाई जाए।

2.25 किसानों पर गठित राष्ट्रीय आयोग ने ज्ञान की कमी की ओर ध्यान आकृष्ट किया है जिसकी वजह से कृषि की उत्पादकता ने बाधा पड़ती है। देश के अधिकांश हिस्सों में कृषि पद्धतियां इष्टतम नहीं हैं। 2007-08 के केंद्रीय बजट में कृषि क्षेत्र में वर्तमान प्रौद्योगिकी का पूरा उपयोग करने के लिए अच्छी विस्तार प्रणाली स्थापित करने की आवश्यकता पर बल दिया गया है। बजट में यह भी प्रस्ताव है कि (i) समेकित तिलहन, आयल पाम, दाल और मक्का विकास कार्यक्रम का विस्तार किया जाए, (ii) त्वरित सिंचाई लाभ कार्यक्रम के तहत खर्च बढ़ाया जाए तथा (iii) फसलों की उत्पादकता सुधारने के लिए जल निकायों तथा भूमिगत रिचार्ज को बहाल किया जाए।

#### उद्योग

2.26 2006-07 के दौरान औद्योगिक क्षेत्र का लगातार पांचवें वर्ष तेज गति से विस्तार हुआ है। औद्योगिक क्षेत्र में इस उछाल का मुख्य वाहक विनिर्माण कार्य है, जिसने औद्योगिक वृद्धि में 90 प्रतिशत से अधिक का अंशदान किया है। 2006-07 के दौरान औद्योगिक उत्पादक सूचकांक में 11.3 प्रतिशत की तेज द्विअंकीय वृद्धि दर्ज की गई जो 1995-96 से (13.1 प्रतिशत) अधिकतम है (सारणी 2.11)। इस तीव्र वृद्धि ने अंशदान करने वाले मुख्य कारक हैं - उपभोग की सशक्त मांग, निवेश में वृद्धि तथा क्षमता में वृद्धि। यह वृद्धि सभी क्षेत्रों में अच्छी तरह विविधीकृत है। हाल के महीनों में मध्यवर्ती माल क्षेत्र में उल्लेखनीय वृद्धि भारतीय उद्योग की नए सिरे से अर्जित गतिशीलता और स्पर्धात्मकता को रेखांकित करती है। मूल तथा पूंजीगत माल क्षेत्रों में अच्छा कार्य-निष्पादन बने रहना धारित उच्च औद्योगिक वृद्धि के लिए आधार प्रदान करता है।

2.27 2006-07 के दौरान, विनिर्माण क्षेत्र ने 12.3 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की जो 1995-96 से, जब 14.1 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की गई थी, सर्वाधिक है। कच्चे तेल के उच्चतर उत्पादन का लाभ उठाते हुए खनन क्षेत्र ने 5.1 प्रतिशत की उच्चतर वृद्धि दर्ज की। कच्चे तेल का अधिक उत्पादन जुलाई 2005 में मुंबई हाई में आग लगने के बाद उत्पादन में आई रुकावट से सुधार की स्थिति दर्शाता है। इस अवधि में बिजली क्षेत्र ने 7.2 प्रतिशत की उच्चतर वृद्धि दर्ज की जो मुख्यतः ताप बिजली संयंत्रों में अधिक संयंत्र भार कारक (पीएलएफ) तथा जल बिजली उत्पादन में द्विअंकीय वृद्धि को प्रतिबिंबित करती है।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.11: औद्योगिक उत्पादन सूचकांक-मासिक वृद्धि

(प्रतिशत)

माह / भार	सामान्य		विद्युत		खनन और उत्खनन		विनिर्माण	
	(100.00)		(10.17)		(10.47)		(79.36)	
	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5	6	7	8	9
अप्रैल	8.1	9.9	3.1	5.9	2.8	3.4	9.2	11.0
मई	10.8	11.7	10.5	5.0	5.2	2.9	11.3	13.3
जून	12.2	9.7	9.6	4.9	4.8	4.7	13.2	10.7
जुलाई	4.7	13.2	-0.9	8.9	-1.9	5.1	6.0	14.3
अगस्त	7.6	10.3	7.9	4.1	-2.5	-1.7	8.5	11.9
सितंबर	7.2	12.0	-0.8	11.3	-1.9	4.3	8.9	12.7
अक्टूबर	9.8	4.5	7.7	9.7	-0.1	5.9	10.9	3.8
नवंबर	6.0	15.8	3.4	8.7	-2.1	8.8	7.0	17.2
दिसंबर	5.7	13.4	3.4	9.1	-0.1	6.1	6.4	14.5
जनवरी	8.5	11.4	6.4	8.3	2.0	7.2	9.4	12.1
फरवरी	8.8	10.8	9.1	3.3	3.8	7.1	9.2	11.9
मार्च	8.9	12.9	3.4	7.9	2.0	6.2	10.1	14.1
<b>अप्रैल-मार्च</b>	<b>8.2</b>	<b>11.3</b>	<b>5.2</b>	<b>7.2</b>	<b>1.0</b>	<b>5.1</b>	<b>9.1</b>	<b>12.3</b>

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन।

2.28 विनिर्माण क्षेत्र में बना हुआ उछाल हाल के वर्षों में औद्योगिक वृद्धि की उल्लेखनीय विशेषता है। 2006-07 के दौरान, 16 विनिर्माण उद्योग समूह ने (द्विअंकीय स्तर वर्गीकरण के रूप में) सकारात्मक वृद्धि दर्ज की (सारणी 2.12)। उल्लेखनीय रूप से मशीनरी तथा उपकरण और रसायन तथा रासायनिक उत्पाद नामक दो उद्योगों ने,

जिनका औद्योगिक उत्पादन सूचकांक में लगभग 24 प्रतिशत भारांक है, 2006-07 के दौरान विनिर्माण क्षेत्र में 32.9 प्रतिशत का उल्लेखनीय अंशदान किया। 'धातु उत्पाद तथा पुर्जे', 'लकड़ी और लकड़ी उत्पाद', 'चमड़ा तथा चमड़ा और फर उत्पाद', 'कागज और कागज उत्पाद' तथा 'ऊन, रेशम और मानव निर्मित रेशा वस्त्र' में टर्नअराउंड आया

सारणी 2.12 : विनिर्माण उद्योगों में वृद्धि (2-अंक स्तर वर्गीकरण) - अप्रैल-मार्च 2006-07

15 प्रतिशत से ऊपर	10-15 प्रतिशत	0-10 प्रतिशत	ऋणात्मक
1	2	3	4
1. लकड़ी और लकड़ी उत्पाद, फर्नीचर और जुड़नार (29.1)	1. परिवहन उपकरण और कल पुर्जे (14.9)	1. रसायन और रासायनिक उत्पाद, पेट्रोलियम तथा कोयला उत्पादों को छोड़कर (9.2)	1. जूट और अन्य वनस्पति रेशों के वस्त्र (-17.2)
2. आधारभूत धातु और मिश्रधातु (22.8)	2. सूती वस्त्र (14.8)	2. कागज और कागज उत्पाद (8.3)	
	3. मशीनरी और उपकरण, परिवहन उपकरण के अलावा (14.0)	3. ऊन, रेशम और मनुष्य-निर्मित रेशों के कपड़े (8.2)	
	4. गैर धात्विक खनिज उत्पाद (12.8)	4. खाद्य उत्पाद (8.2)	
	5. रबड़, प्लास्टिक, पेट्रोलियम और कोयला उत्पाद (12.7)	5. अन्य विनिर्माण उद्योग (6.5)	
	6. धातु उत्पाद और कल पुर्जे (11.4)	6. चमड़ा और चमड़ा और फर उत्पाद (0.3)	
	7. मादक पेय, तंबाकू और संबंधित उत्पाद (11.3)		
	8. वस्त्र उत्पाद (परिधान समेत) (11.2)		

टिप्पणी : कोष्ठक में दिए गए आंकड़े वृद्धि दर के हैं।

स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन।

हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.13 : औद्योगिक उत्पादन सूचकांक (आइआइपी) की वृद्धि में क्षेत्रवार योगदान (अप्रैल-मार्च)

(प्रतिशत)

उद्योग समूह	आइआइपी में भार	वृद्धि			तुलनात्मक योगदान		
		2004-05	2005-06	2006-07 अ	2004-05	2005-06	2006-07 अ
1	2	3	4	5	6	7	8
मूल माल	<b>35.57</b>	5.5	6.7	10.2	20.9	25.4	27.5
पूँजीगत माल	<b>9.26</b>	13.9	15.8	17.7	16.4	20.0	17.4
मध्यवर्ती माल	<b>26.51</b>	6.1	2.5	11.7	20.3	8.4	26.7
उपभोक्ता वस्तुएँ (क +ख)	<b>28.66</b>	11.7	12.0	10.0	42.6	46.3	28.7
क) उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएँ	<b>5.36</b>	14.3	15.3	9.0	12.9	14.9	6.7
ख) उपभोक्ता गैर-टिकाऊ वस्तुएँ	<b>23.3</b>	10.8	11.0	10.3	29.6	31.4	22.0
<b>आइआइपी</b>	<b>100.0</b>	<b>8.4</b>	<b>8.2</b>	<b>11.3</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

अ : अनंतिम  
 स्रोत : केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन ।

जबकि 'जूट और अन्य वनस्पति रेशा वस्त्र' ने वर्ष के दौरान ऋणात्मक वृद्धि दर्ज की।

2.29 उपयोग आधारित वर्गीकरण के रूप में उद्योग का निष्पादन 2006-07 के दौरान उतना ही प्रभावी था। आधारभूत माल क्षेत्र ने 10.2 प्रतिशत की वृद्धि दर्ज की जो 1995-96 से सर्वाधिक वृद्धि है (सारणी 2.13)। आधारभूत माल क्षेत्र की उच्चतर वृद्धि में सीमेंट की तीव्र वृद्धि, उच्च स्पीड डीजल तथा अन्य विभिन्न लोहा और इस्पात उत्पादों यथा कार्बन स्टील, दंड और छड़, पाइप और ट्यूब, स्ट्रक्चरल आदि में हुई तेज वृद्धि ने अंशदान किया। मध्यवर्ती माल क्षेत्र में हुई 11.7 प्रतिशत की वृद्धि भी 1995-96 से (19.3 प्रतिशत) सर्वाधिक है। इस वृद्धि के प्रमुख वाहक कुछ धागों, पोलिएस्टर रेशा, विस्कोस स्टेपल रेशा, पीवीसी पाइप और ट्यूब तथा चमकीले टाइलों/सिरामिक टाइलों में हुई उच्चतर वृद्धि हैं। 2006-07 के दौरान पूँजीगत माल क्षेत्र ने भी, 2005-06 के 15.8 प्रतिशत की तुलना में, 17.7 प्रतिशत की उच्च वृद्धि दर्ज की तथा इसे पूर्ण ट्रैक्टर, बाइलर, डीजल इंजन, वस्त्र मशीनरी, सामान हैंडल करनेवाले उपकरण, संरक्षण प्रणाली/

स्विच-बोर्ड तथा प्रोसेस नियंत्रक साधनों ने बनाए रखा। 2006-07 में उपभोक्ता माल क्षेत्र ने, पिछले वर्ष की तदनु रूप अवधि के दौरान हुई 12.0 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में, 10.0 प्रतिशत की सामान्यतः न्यूनतर वृद्धि दर्ज की। यह मुख्यतः कुछ खाद्य उत्पादों के ऋणात्मक निष्पादन तथा खाद्य तेलों तथा दवाओं के कारण उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं तथा गैर-टिकाऊ वस्तुओं दोनों की वृद्धि में कमी के कारण हुआ।

मूलभूत संरचना

2.30 2006-07 के दौरान, 8.6 प्रतिशत पर मूल इन्फ्रास्ट्रक्चर उद्योगों में हुई समग्र वृद्धि (2005-06 में हुई 6.2 प्रतिशत वृद्धि की तुलना में) 1999-00 से सर्वाधिक थी (सारणी 2.14)। उच्चतर वृद्धि मुख्यतः अवधि के दौरान बिजली एवं पेट्रोल परिशोधन उत्पादों में सशक्त वृद्धि तथा कच्चे पेट्रोल की वृद्धि में हुए टर्नअराउंड को प्रतिबिंबित करती है। मूल क्षेत्र समूहों में पेट्रोल परिशोधन उत्पादों ने उक्त अवधि के दौरान 12.6 प्रतिशत की सर्वाधिक वृद्धि दर्ज की।

सारणी 2.14 : ढांचागत उद्योगों की वृद्धि दर

(प्रतिशत)

क्षेत्र	आइआइपी में भारांक	2002-03	2003-04	2004-05	2005-06	2006-07 (अ.)
1	2	3	4	5	7	8
1. बिजली	10.17	3.2	5.1	5.2	5.2	7.2
2. कोयला	3.22	4.5	5.1	6.2	6.6	5.9
3. तैयार स्टील	5.13	7.3	9.8	8.4	11.2	10.9
4. सीमेंट	1.99	8.8	6.1	6.6	12.4	9.1
5. कच्चा पेट्रोलियम	4.17	3.4	0.7	1.8	-5.3	5.6
6. पेट्रोलियम रिफाइनरी उत्पाद	2.00	4.9	8.2	4.3	2.4	12.6
<b>संमिश्र सूचकांक</b>	<b>26.68</b>	<b>5.0</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>	<b>6.2</b>	<b>8.6</b>

स्रोत: आर्थिक सलाहकार कार्यालय, वाणिज्य एवं उद्योग मंत्रालय, भारत सरकार।

2.31 सुदृढ़ देशी मांग के बावजूद, ऊंचे आधार ने इस्पात के उत्पादन में द्विअंकीय परंतु सामान्य वृद्धि में अंशदान किया। बढ़ती हुई देशी और बाहरी मांग ने सीमेंट क्षेत्र की वृद्धि को समर्थन देना जारी रखा, हालांकि आधार प्रभाव के कारण कुछ मंदी आई थी। सितंबर में कोयला उत्पादन में हुई ऋणात्मक वृद्धि वर्ष के दौरान कोयला क्षेत्र में न्यूनतर वृद्धि में परिणत हुई। मुंबई हाई ने ओएनजीसी के संयंत्र में कच्चे तेल का उत्पादन बहाल होने के कारण तथा निजी एवं संयुक्त उद्यम कंपनियों में कच्चे तेल के उत्पादन में वृद्धि के कारण कच्चे पेट्रोल ने टर्नअराउंड दर्ज किया। पूरे देश में स्थित विभिन्न तेलशोधन शालाओं में उच्चतर क्षमता उपयोग तथा पेट्रोलियम रिफाइनरी उत्पादों के उच्चतर निर्यात ने पेट्रोलियम रिफाइनरी उत्पाद को प्रभावी वृद्धि दर्ज करने के लिए समर्थ बनाया।

### सेवा क्षेत्र

2.32 सेवा क्षेत्र पिछले कुछ वर्षों में भारत की वृद्धि का प्राथमिक वाहक रहा है। 2005-06 के दौरान सेवा क्षेत्र में, 2004-05 में हुई 10.0 प्रतिशत की वृद्धि के ऊपर, 10.3 प्रतिशत की अच्छी वृद्धि जारी रही। सेवा क्षेत्र ने वृद्धि की गति बनाए रखते हुए, उच्चतर आधार (2005 की उसी अवधि में 9.8 प्रतिशत) के बावजूद, अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान एक प्रभावी द्विअंकीय वृद्धि (10.7 प्रतिशत) दर्ज की। 'व्यापार, होटल, परिवहन और संचार' की अगुवाई में वृद्धि में तेजी आई जिसने अवधि के दौरान उप क्षेत्रों में 13.3 प्रतिशत की सर्वाधिक वृद्धि दर्ज की (सारणी 2.15)।

2.33 औद्योगिक क्षेत्र के साथ सहक्रिया में वृद्धि तथा अच्छी आर्थिक स्थिति के कारण व्यापार, परिवहन, संचार, निर्माण और वित्तीय सेवाओं में सुदृढ़ वृद्धि हुई। व्यापार क्षेत्र में द्विअंकीय वृद्धि दर्ज की गई क्योंकि निर्यात और आयात दोनों ने तेज वृद्धि दर्ज की। देशी और अंतर्राष्ट्रीय पर्यटन, व्यवसाय और अवकाश दोनों, में तेज वृद्धि ने होटल उद्योग की

वृद्धि में मदद की। रेलवे के विकसित हो रहे राजस्व अर्जक भाड़ा ट्रैफिक तथा हवाई क्षेत्र में तेज वृद्धि ने परिवहन क्षेत्र को आगे बढ़ाया। सेल फोन के अभिदाताओं के आधार में तेज वृद्धि तथा ब्राडबैंड कनेक्शन में तीव्र वृद्धि में संचार क्षेत्र ने तेज वृद्धि को समर्थन दिया। 'वित्तपोषण, बीमा, भू-संपदा तथा व्यावसायिक सेवा' नामक उप क्षेत्र को बैंक जमाराशियों तथा खाद्येतर ऋण में अधिक वृद्धि, सार्वजनिक तथा निजी दोनों बीमा कंपनियों के बीमा कारोबार में वृद्धि और बढ़ी हुई व्यवसाय प्रोसेस आउटसोर्सिंग - सूचना प्रौद्योगिकी समर्थित सेवाओं के निर्यात से फायदा हुआ। 'समुदाय, समाज और वैयक्तिक सेवा' नामक उप क्षेत्र में योजना और योजनेतर दोनों तरह के व्यय में हुई वृद्धि के कारण उच्चतर वृद्धि दर्ज की गई।

### सूचना प्रौद्योगिकी समर्थित सेवा तथा व्यवसाय-प्रक्रिया आउटसोर्सिंग

2.34 अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर कुशल, कम खर्चीले अंग्रेजीभाषी भारतीय कर्मचारियों की बढ़ती हुई मांग के कारण निर्यात उन्मुख सूचना प्रौद्योगिकी तथा व्यवसाय-प्रक्रिया आउटसोर्सिंग (बीपीओ) क्षेत्रों में अच्छा कार्य-निष्पादन जारी रहा। सूचना प्रौद्योगिकी समर्थित सेवाओं (आइटीईएस) और बीपीओ खंडों ने सेवा क्षेत्र की वृद्धि बनाए रखने में उल्लेखनीय अंशदान किया है। सॉफ्टवेयर और सेवा कंपनियों के राष्ट्रीय संघ (नैसकॉम) के अनुसार विदेशी तथा देशी उपभोक्ताओं से मांग में हुई तेज वृद्धि के कारण 2005-06 में आइटीईएस-बीपीओ का राजस्व उल्लेखनीय रूप से बढ़कर 29.6 बिलियन अमरीकी डालर हो गया। भारतीय आइटी-आइटीईएस उद्योग के निर्यात में 33 प्रतिशत की वृद्धि हुई तथा उसने 2004-05 के 17.7 बिलियन अमरीकी डालर की तुलना में 2005-06 में 23.6 बिलियन अमरीकी डालर का राजस्व कमाया। वैश्विक सुपुर्दगी मॉडल के विकास तथा भारतीय आधार वाली बड़ी कंपनियों के साथ आइटी आउटसोर्सिंग का बड़ा सौदा होने जैसे कारकों

सारणी 2.15 : सेवा क्षेत्र के उप - क्षेत्रों में तिमाही वृद्धि दर (आधार: 1999-2000)

उप-क्षेत्र	2004-05				2005-06				2006-07		
	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3	ति4	ति1	ति2	ति3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
निर्माण	12.4	8.5	14.5	13.5	12.7	11.3	16.6	12.0	9.5	9.8	9.8
व्यापार, होटल, परिवहन एवं संचार	11.7	12.2	10.2	11.0	10.2	9.5	10.0	12.9	13.1	13.8	13.0
वित्तपोषण, बीमा, जमीन जायदाद एवं कारोबारी सेवाएं	9.7	8.4	10.6	10.7	8.9	10.6	9.8	10.5	9.0	9.5	11.6
सामुदायिक, सामाजिक और वैयक्तिक सेवाएं	11.2	5.1	8.9	12.7	7.5	7.9	8.3	7.6	7.4	6.9	7.5
<b>सेवाएं</b>	<b>11.2</b>	<b>9.1</b>	<b>10.4</b>	<b>11.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>	<b>10.4</b>	<b>10.7</b>	<b>11.1</b>
<b>कारक लागत पर जीडीपी</b>	<b>8.1</b>	<b>6.9</b>	<b>5.5</b>	<b>8.6</b>	<b>8.4</b>	<b>8.0</b>	<b>9.3</b>	<b>9.3</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>8.6</b>

स्रोत: केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन।

ने निर्यात निष्पादन की उछाल में अंशदान किया। हाल के वर्षों में बड़े ग्राहकों को अपनाने, विदेशों में विलय और अधिग्रहण तथा स्थिर मूल्य मॉडल की ओर उद्योग के झुकाव के जरिए आइटी समर्थित तथा बीपीओ खंड में भारत की शक्ति बढ़ी है।

### औद्योगिक संभावना

2.35 हाल के वर्षों में निरंतर अच्छा कार्य करनेवाला औद्योगिक क्षेत्र सशक्त उपभोग मांग, निवेश में वृद्धि तथा क्षमता में वृद्धि के समर्थन से 2006-07 के दौरान उल्लसित रहा। 2006-07 में खनन क्षेत्र के कार्य-निष्पादन में सुधार हुआ। साधारण वृद्धि होने की आशा है क्योंकि इस्पात एवं पावर कंपनियों द्वारा उनके अपने उपभोग के लिए कोयले के भंडार को हाल में डब्लूक करने से देश में कोयला उत्पादन के कामकाज में वृद्धि होगी। पावर का क्षेत्र गैस आपूर्ति में कमी के कारण भुगत रहा है जिसके कारण गैस आधारित संयंत्र कम क्षमता पर कार्य करने के लिए बाध्य हैं। विनिर्माण क्षेत्र की वृद्धि अच्छी तरह विविधीकृत है। देश में अच्छे औद्योगिक वातावरण को देखते हुए विनिर्माण क्षेत्र की वृद्धि को द्विअंकीय स्तर पर बनाये रखने की आशा है।

## II. राजकोषीय स्थिति

### केंद्र सरकार के वित्त

2.36 सुदृढ़ समष्टि आर्थिक मौलिक तत्वों की पृष्ठभूमि में केंद्रीय बजट, 2007-08 प्रस्तुत किया गया, हालांकि मुद्रास्फीति के क्षेत्र में कुछ चिंता प्रकट की गई। बजट में राजकोषीय जवाबदेही तथा बजट प्रबंधन नियमावली, 2004 में किए गए उल्लेख के अनुसार राजकोषीय सुधार को और सुदृढ़ करने की वचनबद्धता व्यक्त की गई है तथा राजस्व घाटा और राजकोषीय घाटा में कटौती करने के प्रस्ताव के साथ सामाजिक क्षेत्र के व्यय के लिए उच्चतर निधियां आबंटित की गईं।

2.37 2007-08 के बजट में मुख्यतः तीव्रतर और अधिक समावेशक वृद्धि प्राप्त करने पर बल दिया गया। समावेशक वृद्धि के लक्ष्य को प्राप्त करने के लिए, बजट संसाधनों का अधिकांश भाग सरकार के आठ प्रमुख कार्यक्रमों के लिए आबंटित किया गया है, जिसमें शिक्षा, स्वास्थ्य और ग्रामीण रोजगार शामिल हैं। वृद्धि की गति बनाए रखने के लिए, बजट में बजटेतर संसाधनों को जुटाने और निवेश, विशेष तौर पर मूलभूत संरचना में निवेश, के लिए उनके उत्तोलन के लक्ष्य को ध्यान में रखकर नीतियों का प्रस्ताव किया गया है।

2.38 बजट में सामान्य और स्थिर कर दरों तथा करदाता के अनुरूप कर कानूनों को लागू करने की रणनीति अपनाकर कर के क्षेत्र में प्रभावी

कार्य-निष्पादन जारी रखने की मंशा व्यक्त की गई है। प्रत्यक्ष करों में रणनीति इस प्रकार है (क) कर संरचना को युक्तयुक्त करके तथा कर आधार बढ़ाकर और सामान्य कर दर बनाये रखकर कर संरचना के भीतर विकृतियों को न्यूनतम करना, और (ख) कर प्रशासन की क्षमता और प्रभाविता को सुधारना ताकि उच्चतर निवारण स्तर के माध्यम से ऐच्छिक अनुपालन को बढ़ाया जा सके। अप्रत्यक्ष करों के मामले में रणनीति यह है कि सीमा शुल्क कम करके उसे पूर्वी एशियाई देशों के तुलनीय स्तरों पर लाया जाए, कर आधार को बढ़ाया जाए और उत्पाद शुल्क को **सेनवैट** दर पर अभिमुख किया जाए। सेवा कर के मामले में, यह रणनीति है कि कर आधार बढ़ाया जाए तथा साथ ही छोटे सेवा प्रदाताओं को छूट दी जाए। अप्रत्यक्ष करों के मामले में करनीति का उद्देश्य अर्थव्यवस्था में स्फीतिकारी दबावों को नियंत्रित करना तथा 1 अप्रैल 2010 तक पूर्णतः समन्वित माल और सेवा कर को लागू करने के लिए कदम उठाना है।

### संशोधित अनुमान 2006-07<sup>2</sup>

2.39 2006-07 के संशोधित अनुमानों में सभी प्रमुख घाटा संकेतकों यथा, जीडीपी से संबद्ध राजस्व घाटा, सकल राजकोषीय घाटा तथा प्राथमिक घाटा में उनके बजट स्तरों की तुलना में सुधार दिखाई देता है। घाटा संकेतकों में मुख्यतः कर तथा करेतर दोनों प्रकार की राजस्व प्राप्तियों में सुधार, जिसने उच्चतर व्यय को प्रतितुलित कर दिया, के कारण कटौती हुई। समस्त व्यय राजस्व व्यय, विशेषतः ब्याज अदायगी, उर्वरक और ब्याज सब्सिडी और योजनेतर रक्षा से इतर पूंजीगत परिव्यय, के कारण बजट अनुमानों की तुलना में अधिक था। योजना व्यय बजट अनुमानों के अनुरूप था।

2.40 संशोधित अनुमानों में राजस्व घाटा 2.1 प्रतिशत के बजट स्तर की तुलना में 2006-07 में सकल देशी उत्पाद का 2.0 प्रतिशत था। राजस्व प्राप्तियों में 19,866 करोड़ रुपए (4.9 प्रतिशत) के उल्लेखनीय सुधार, जिसने राजस्व व्यय में वृद्धि को प्रतितुलित कर दिया, के कारण राजस्व घाटे में गिरावट आई। राजस्व घाटे में गिरावट के बावजूद सकल राजकोषीय घाटा ऋणेतर पूंजी प्राप्तियों में गिरावट तथा योजनेतर रक्षा से इतर पूंजी परिव्यय में वृद्धि के कारण बजट स्तर की तुलना में 3,642 करोड़ रुपए (2.4 प्रतिशत) अधिक था। तथापि, सकल देशी उत्पाद के संबंध में यह 3.8 प्रतिशत के बजट अनुमानों की तुलना में 3.7 प्रतिशत पर कम था। सकल देशी उत्पाद के 0.1 प्रतिशत पर प्राथमिक घाटा बजट अनुमानों की तुलना में 2006-07 के लिए संशोधित अनुमानों में 30.8 प्रतिशत कम था (सारणी 2.16)।

2 इस खंड में अन्यथा उल्लेख न किए जाने पर 2006-07 की सभी तुलनाएं बजट अनुमानों के साथ की गई हैं।



सारणी 2. 16: केंद्र सरकार के प्रमुख घाटा संकेतक

(करोड़ रुपए)

मद	2005-06 (खाते)	2006-07 (बअ)	2006-07 (संअ)	2007-08 (बअ)	घट-बढ़ (प्रतिशत)	
					स्तंभ 3 की तुलना में 4	स्तंभ 4 की तुलना में 5
1	2	3	4	5	6	7
सकल राजकोषीय घाटा	1,46,435 (4.1)	1,48,686 (3.8)	1,52,328 (3.7)	1,50,948 (3.3)	2.4	-0.9
राजस्व घाटा	92,299 (2.6)	84,727 (2.1)	83,436 (2.0)	71,478 (1.5)	-1.5	-14.3
सकल प्राथमिक घाटा	13,805 (0.4)	8,863 (0.2)	6,136 (0.1)	-8,047 (-0.2)	-30.8	-231.1

बअ : बजट अनुमान । संअ : संशोधित अनुमान।

टिप्पणी: कोष्ठक में दिए गए आँकड़े सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत हैं।

2.41 2006-07 के लिए संशोधित अनुमानों में राजस्व प्राप्तियों में बजट के स्तर से 4.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई। 2006-07 के संशोधित अनुमानों में कुल कर राजस्व बजट अनुमानों की तुलना में 25,695 करोड़ रुपए अधिक था। सभी करों के तहत वसूली बजट स्तर की तुलना में अधिक होने की आशा है। हाल ही में लागू किए गए करों में 2006-07 में सीमांत लाभ कर से 5,500 करोड़ रुपए, प्रतिभूति लेनदेन कर से 3,750 करोड़ रुपए तथा बैंकिंग नकदी लेनदेन कर से 550 करोड़ रुपए प्राप्त होने का अनुमान है। निवल कर राजस्व [सकल कर राजस्व घटा केंद्रीय करों में राज्यों का हिस्सा एवं राष्ट्रीय आपदा आकस्मिकता निधि (एनसीसीएफ)] में 5.7 प्रतिशत की वृद्धि हुई तथा वह जीडीपी का 8.4 प्रतिशत हो गया (सारणी 2.17)।

2.42 ऋणोत्तर पूंजी प्राप्तियों के तहत, ऋणों और अग्रिमों की वसूली में बजट अनुमानों की तुलना में 31.9 प्रतिशत की गिरावट आई (सारणी 2.17)। बारहवें योजना आयोग के अधिनिर्णय के तहत ऋण माफी के प्रभाव से राज्य सरकारों के दिए गए ऋणों की वसूली 2006-07 के संशोधित अनुमानों में 4,102 करोड़ रुपए कम होने का अनुमान है। तथापि, सरकारी क्षेत्र के उद्यमों, सांविधिक निकायों आदि से वसूली में 1,596 करोड़ रुपए की वृद्धि होने का अनुमान है।

2.43 2006-07 के संशोधित अनुमानों में राजस्व व्यय बजट अनुमानों की तुलना में 3.8 प्रतिशत अधिक था, जबकि पूंजीगत व्यय में बजट अनुमानों की तुलना में 1.2 प्रतिशत की गिरावट आई (सारणी 2.18)। ब्याज अदायगी, उर्वरक एवं ब्याज सब्सिडी, राज्यों को अनुदान तथा पेंशन के कारण राजस्व व्यय अधिक था। पूंजीगत व्यय में रक्षेत्र पूंजी परिव्यय तथा ऋण और अग्रिम बजट अनुमानों की तुलना में अधिक थे।

बजट अनुमान 2007-08<sup>3</sup>

2.44 पिछले साल लक्ष्य प्राप्त करने के बाद, 2007-08 के केंद्रीय बजट में एफआरबीएम नियमावली, 2004 में किए गए उल्लेख के अनुसार राजकोषीय सुधार को और मजबूत करने के प्रस्ताव हैं। तदनुसार, जीडीपी के प्रतिशत के रूप में राजस्व घाटा, सकल राजकोषीय घाटा और प्राथमिक घाटा जैसे प्रमुख घाटा संकेतकों के पिछले वर्ष के 2.0 प्रतिशत, 3.7 प्रतिशत और 0.1 प्रतिशत की तुलना में 2007-08 में क्रमशः 1.5 प्रतिशत, 3.3 प्रतिशत और -0.2 प्रतिशत पर कम होने का बजट अनुमान लगाया गया है (सारणी 2.16)। 2007-08 के केंद्रीय बजट में भारतीय स्टेट बैंक में रिजर्व बैंक की ईक्विटी धारिता अर्जित करने का प्रस्ताव है जिसके लिए 40,000 करोड़ रुपए की राशि का प्रावधान किया गया है। तथापि यह लेनदेन पूंजीगत व्यय द्वारा तुलना करने पर ऋणोत्तर पूंजी प्राप्ति के रूप में दर्शाया गया है तथा घाटा संकेतकों पर इसका प्रभाव नहीं होगा।

2.45 2007-08 में राजस्व प्राप्तियों में 2006-07 में दर्ज की गई 21.8 प्रतिशत की उच्च वृद्धि के ऊपर 14.9 प्रतिशत वृद्धि का बजट अनुमान लगाया गया है जो प्राथमिक तौर पर सकल कर वसूलियों में 2006-07 की 27.8 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में 17.2 प्रतिशत की वृद्धि को दर्शाता है। प्रत्यक्ष करों में निगम कर की वसूलियों में 2006-07 की 44.6 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में 2007-08 में 15.0 प्रतिशत की वृद्धि का अनुमान है। वैयक्तिक आय कर से प्राप्त राजस्व में 2006-07 की 29.9 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में 19.4 प्रतिशत की वृद्धि होने का अनुमान है। अप्रत्यक्ष करों के मामले में, सीमा शुल्क के तहत वसूलियों में एक वर्ष पूर्व के 25.7 प्रतिशत की तुलना में 20.7 प्रतिशत

3 इस खंड में अन्यथा उल्लेख न किए जाने पर 2007-08 की सभी तुलनाएं 2006-07 के संशोधित अनुमानों के साथ की गई हैं।

हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.17 : केंद्र की प्राप्तियाँ

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	2005-06 (खाते)	2006-07 (बअ)	2006-07 (संअ)	2007-08 (बअ)	घट-बढ़ (प्रतिशत)	
					स्तंभ 3 की तुलना में 4	स्तंभ 4 की तुलना में 5
1	2	3	4	5	6	7
<b>कुल प्राप्तियाँ (1+2)</b>	<b>5,06,123</b> (14.2)	<b>5,63,991</b> (14.3)	<b>5,81,637</b> (14.2)	<b>6,40,521 *</b> (13.8)	<b>3.1</b>	<b>10.1</b>
1. राजस्व प्राप्तियाँ	3,47,462 (9.7)	4,03,465 (10.2)	4,23,331 (10.3)	4,86,422 (10.5)	4.9	14.9
i) कर आय (निवल)	2,70,264 (7.6)	3,27,205 (8.3)	3,45,971 (8.4)	4,03,872 (8.7)	5.7	16.7
ii) कर से इतर आय	77,198 (2.2)	76,260 (1.9)	77,360 (1.9)	82,550 (1.8)	1.4	6.7
2. पूंजीगत प्राप्तियाँ	1,58,661 (4.4)	1,60,526 (4.1)	1,58,306 (3.9)	1,54,099 * (3.3)	-1.4	-2.7
उसमें से:						
बाजार उधार	1,06,241 (3.0)	1,13,778 (2.9)	1,10,500 (2.7)	1,10,827 (2.4)	-2.9	0.3
ऋणों की वसूली	10,645 (0.3)	8,000 (0.2)	5,450 (0.1)	1,500 (0.0)	-31.9	-72.5
सार्वजनिक क्षेत्र उपक्रमों की ईक्विटी का विनिवेश	1,581 (0.0)	3,840 (0.1)	528 (0.0)	1,651 * (0.0)	-86.3	212.7
<b>ज्ञापन मदें:</b>						
<b>सकल कर राजस्व</b>	<b>3,66,152</b> (10.3)	<b>4,42,153</b> (11.2)	<b>4,67,848</b> (11.4)	<b>5,48,122</b> (11.8)	<b>5.8</b>	<b>17.2</b>
उसमें से:						
i) निगम कर	1,01,277 (2.8)	1,33,010 (3.4)	1,46,497 (3.6)	1,68,401 (3.6)	10.1	15.0
ii) आय पर कर, निगम कर के आलावा #	60,749 (1.7)	73,409 (1.9)	78,210 (1.9)	93,629 (2.0)	6.5	19.7
iii) सीमा शुल्क	65,067 (1.8)	77,066 (1.9)	81,800 (2.0)	98,770 (2.1)	6.1	20.7
iv) केंद्रीय उत्पाद शुल्क	1,11,226 (3.1)	1,19,000 (3.0)	1,17,266 (2.9)	1,30,220 (2.8)	-1.5	11.0
v) सेवा कर	23,055 (0.6)	34,500 (0.9)	38,169 (0.9)	50,200 (1.1)	10.6	31.5
vi) प्रतिभूति लेनदेन कर	2,559 (0.1)	3,500 (0.1)	3,750 (0.1)	4,500 (0.1)	7.1	20.0
vii) बैंकिंग नकदी लेनदेन कर	321 (0.0)	500 (0.0)	550 (0.0)	645 (0.0)	10.0	17.3
viii) संघ शासित क्षेत्रों का कर (स्थानीय निकाय को समनुदेशन के बाद निवल)	1,125 (0.0)	903 (0.0)	1,341 (0.0)	1,442 (0.0)	48.5	7.5
ix) अन्य कर	773 (0.0)	265 (0.0)	265 (0.0)	315 (0.0)	0.0	18.9

बअ : बजट अनुमान. संअ : संशोधित अनुमान.  
\* : भा. स्टेट बैंक में रिजर्व बैंक की धारिता के सरकार को अंतरण संबंधी 40,000 करोड़ रुपए समायोजित।  
# : अनुषंगी लाभ कर सहित  
टिप्पणी : कोष्ठक में दिए गए आँकड़े सकल घरेलू उत्पाद (जी डी पी) के प्रतिशत हैं।

की वृद्धि का बजट अनुमान है। तथापि, उत्पाद शुल्क की वसूली में 5.4 प्रतिशत की तुलना में 11.0 प्रतिशत की उच्चतर वृद्धि होने का बजट अनुमान है। करेतर राजस्व 2006-07 के 77,360 करोड़ रुपए की

तुलना में 2007-08 में बढ़कर 82,550 करोड़ रुपए होने का बजट अनुमान है, जो लाभांश और लाभों से मिलनेवाले अधिक राजस्व को दर्शाता है (सारणी 2.17)। दूसरी ओर, प्राथमिक तौर पर बारहवें वित्त

सारणी 2.18 : केंद्र के व्यय का पैटर्न

(करोड़ रुपए)

मद	2005-06 (खाता)	2006-07 (बअ)	2006-07 (संअ)	2007-08 (बअ)	घट-बढ़ (प्रतिशत)	
					स्तंभ 3 की तुलना में 4	स्तंभ 4 की तुलना में 5
1	2	3	4	5	6	7
<b>कुल व्यय (1+2)</b>	<b>5,06,123</b> (14.2)	<b>5,63,991</b> (14.3)	<b>5,81,637</b> (14.2)	<b>6,40,521 *</b> (13.8)	<b>3.1</b>	<b>10.1</b>
<b>1. राजस्व व्यय</b>	<b>4,39,761</b> (12.3)	<b>4,88,192</b> (12.4)	<b>5,06,767</b> (12.4)	<b>5,57,900</b> (12.0)	<b>3.8</b>	<b>10.1</b>
ब्याज भुगतान	1,32,630 (3.7)	1,39,823 (3.5)	1,46,192 (3.6)	1,58,995 (3.4)	4.6	8.8
उपदान	47,520 (1.3)	46,213 (1.2)	53,463 (1.3)	54,330 (1.2)	15.7	1.6
राज्यों को अनुदान	30,475 (0.9)	35,361 (0.9)	36,152 (0.9)	38,403 (0.8)	2.2	6.2
रक्षा राजस्व	48,211 (1.4)	51,542 (1.3)	51,542 (1.3)	54,078 (1.2)	0.0	4.9
<b>2. पूंजीगत व्यय</b>	<b>66,362</b> (1.9)	<b>75,799</b> (1.9)	<b>74,870</b> (1.8)	<b>82,621 *</b> (1.8)	<b>-1.2</b>	<b>10.4</b>
ऋण और अग्रिम	11,337 (0.3)	8,861 (0.2)	9,706 (0.2)	7,498 (0.2)	9.5	-22.7
रक्षा पूंजी	32,338 (0.9)	37,458 (0.9)	34,458 (0.8)	41,922 (0.9)	-8.0	21.7
गैर रक्षा पूंजी परिव्यय	22,687 (0.6)	29,480 (0.7)	30,706 (0.7)	33,201 * (0.7)	4.2	8.1

बअ : बजट अनुमान. संअ : संशोधित अनुमान.

\* : भा. स्टेट बैंक में रिजर्व बैंक की धारिता के सरकार को अंतरण संबंधी 40,000 करोड़ रुपए समायोजित।

टिप्पणी : कोष्ठक में दिए गए आंकड़े सकल घरेलू उत्पाद (जी डी पी) के प्रतिशत हैं।

आयोग की सिफारिशों के अनुसरण में बाह्य रूप से सहायता प्राप्त परियोजनाओं के तहत दिए जानेवाले ऋणों को छोड़कर राज्यों को अन्य कोई ऋण देने से केंद्र की मुक्ति के कारण ब्याज प्राप्तियों में गिरावट आई। कम ब्याज प्राप्तियों के अन्य कारकों में राज्यों को दिए जानेवाले ऋणों को कम ब्याज दर, राजकोषीय उत्तरदायित्व संबंधी कानून बनाने वाले राज्यों में प्रोत्साहन से संबद्ध ऋण पुनर्विन्यास का परिचालन, 2002-03 से 2004-05 तक परिचालित ऋण स्वैप योजना जिसमें राज्यों को कुछ लागत वाले ऋण की पूर्व-चुकोती की अनुमति तथा केंद्रीय सरकारी क्षेत्र उपक्रमों द्वारा ऋणों की पूर्व अदायगी शामिल हैं।

2.46 हाल के वर्षों में राजकोषीय समेकन की प्रक्रिया की एक प्रमुख विशेषता राजस्व व्यय को नियंत्रित करने के लिए सरकार का सतत प्रयास है। 2007-08 में राजस्व व्यय में 10.1 प्रतिशत की वृद्धि का बजट अनुमान है, जो 2006-07 के 15.2 प्रतिशत से कम है। कुल सब्सिडी में 2006-07 के 12.5 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में 1.6 प्रतिशत की वृद्धि का बजट अनुमान है। भारतीय स्टेट बैंक में रिजर्व बैंक की हिस्सेदारी को सरकार को अंतरित करने संबंधी लेनदेनों के कारण खर्च होने के लिए प्रस्तावित 40,000 करोड़ रुपए का समायोजन करने पर पूंजीगत व्यय में 2006-07 के 12.8 प्रतिशत की वृद्धि की

तुलना में 2007-08 में 10.4 प्रतिशत की वृद्धि का बजट अनुमान है। भारतीय स्टेट बैंक में हिस्सेदारी खरीदने संबंधी लेनदेनों को समायोजित करने पर, पूंजीगत परिव्यय में 2006-07 की 10,139 करोड़ रुपए (18.4 प्रतिशत) की वृद्धि की तुलना में 9,959 करोड़ रुपए (15.3 प्रतिशत) की वृद्धि होने का बजट अनुमान है। रक्षा पूंजी परिव्यय में 7,464 करोड़ रुपए तथा रक्षेत्र पूंजी परिव्यय में 2,495 करोड़ रुपए की वृद्धि का अनुमान है (सारणी 2.18)।

2.47 निवल बाजार उधार (एमएसएस के तहत बजटित समर्थक आबंटनों को छोड़कर) से पिछले वर्ष के 72.5 प्रतिशत की तुलना में 2007-08 में जीएफडी के 73.4 प्रतिशत का वित्तपोषण किया जाएगा। बजट अनुमानों में नकद शेष की गिरावट के लिए कोई प्रावधान नहीं किया गया है। लघु बचतों के प्रति प्रतिभूतियों द्वारा 2006-07 में जीएफडी के केवल 2.0 प्रतिशत का वित्तपोषण किया गया था, जबकि 2007-08 में इसके द्वारा 7.0 प्रतिशत के वित्तपोषण की आशा है (सारणी 2.19)। यह वृद्धि एमएसएस से उधार लेने संबंधी राज्यों के न्यूनतम दायित्व को कम करके निवल वसूलियों का 80 प्रतिशत करने के निर्णय के बाद मोचन आगमों के पुनर्निवेश तथा लघु बचत वसूलियों से निवेश को दर्शाती है। बाह्य सहायता से पिछले वर्ष के 5.2 प्रतिशत



## हाल की आर्थिक गतिविधियां

### सारणी 2.19: सकल राजकोषीय घाटे के वित्तपोषण का पैटर्न

(राशि करोड़ रूप में)

मद	2006-07(संअ)	2007-08 (बअ)
1	2	3
सकल राजकोषीय घाटा	1,52,328	1,50,948
<i>निम्नलिखित द्वारा वित्तपोषित :</i>		
बाजार से उधार	1,10,500 (72.5)	1,10,827 (73.4)
लघु बचतों के बदले प्रतिभूतियों में एनएसएसएफ निवेश	3,010 (2.0)	10,510 (7.0)
बाह्य सहायता	7,892 (5.2)	9,111 (6.0)
राज्य भविष्य निधि कोष	5,000 (3.3)	5,000 (3.3)
राष्ट्रीय लघु बचत निधि	-3,128 (-2.1)	17,850 (11.8)
आरक्षित निधियाँ	4,265 (2.8)	738 (0.5)
जमाराशि और अग्रिम	11,647 (7.6)	-2,411 (-1.6)
डाक बीमा और जीवन वार्षिकी निधियाँ	1,237 (0.8)	1,261 (0.8)
नकदी शेष का आहरण	10,926 (7.2)	0 (0.0)
अन्य #	979 (0.6)	-1,938 (-1.3)

संअ : संशोधित अनुमान। बअ : बजट अनुमान।

# : बचत (कर युक्त) बंधपत्र 2003 और सेवानिवृत्त कर्मचारियों के लिए जमाराशि की योजना शामिल है।

**टिप्पणी :** कोष्ठक में दिए गए आंकड़े सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) के प्रतिशत हैं।

की तुलना में जीएफडी के 6.0 प्रतिशत के वित्तपोषण का बजट अनुमान लगाया गया है।

### राज्य वित्त

2.48 2006-07 के दौरान राज्य सरकारों ने राजकोषीय सुधार तथा समेकन कार्यक्रमों का अनुसरण जारी रखा। नवीनतम उपलब्ध सूचना के अनुसार, 25 राज्य सरकारों ने राजकोषीय उत्तरदायित्व संबंधी कानून बनाए हैं। 5 अप्रैल 2007 तक उत्तर प्रदेश को छोड़कर सभी राज्यों ने बिक्री कर के स्थान पर मूल्य योजित कर (वीएटी) लागू कर दिया।

2.49 अपने 2006-07 के बजटों में राज्य सरकारों ने राजकोषीय सुधार और समेकन की प्रक्रिया को आगे बढ़ाने के लिए विभिन्न नीतिगत पहलों का प्रस्ताव किया। राज्यों ने कर प्रणाली को व्यापक और युक्तियुक्त बनाकर राजकोषीय सशक्तीकरण पर बल दिया है। साथ ही, उन्होंने कर प्रशासन में सुधार, मौजूदा कर तथा करेतर वसूलियों को कारगर और सुदृढ़ बनाने, राजस्व के रिसाव और रस्त्र को बंद करने तथा प्रभावी व्यय प्रबंधन पर बल दिया है।

### बजट अनुमान -2006-07<sup>4</sup>

2.50 समेकित स्थिति यह संकेत देती है कि राज्यों में हुए कुछ घटबढ़ के बावजूद, राज्य सरकारों ने 2006-07 के दौरान राजस्व संतुलन के पास तक जाने का बजट अनुमान लगाया है। राजस्व घाटे में बजटित कटौती से जीएफडी-जीडीपी अनुपात 2005-06 के 3.2 प्रतिशत (संशोधित अनुमान) से 0.5 प्रतिशत अंक गिरकर 2006-07 में 2.7 प्रतिशत पर आना संभव होगा। प्राथमिक घाटा भी पिछले वर्ष के 0.7 प्रतिशत से तेजी से गिरकर 2006-07 में जीडीपी का 0.2 प्रतिशत होने का बजट अनुमान है (सारणी 2.20)। 2006-07 में

### सारणी 2.20: राज्य सरकारों के प्रमुख घाटा संकेतक

(राशि करोड़ रूप में)

मद	1990-95 (औ)	1995-00 (औ)	2000-04 (औ)	2004-05	2005-06 (बअ)	2005-06 (संअ)	2006-07 (बअ)	घट-बढ़ प्रतिशत में		
								स्तंभ 7/5	स्तंभ 7/6	स्तंभ 8/7
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
सकल राजकोषीय घाटा	(2.8)	(3.4)	(4.3)	1,09,257 (3.5)	1,10,050 (3.1)	1,13,888 (3.2)	1,09,610 (2.7)	4.2	3.0	-3.8
राजस्व घाटा	(0.7)	(1.6)	(2.4)	36,423 (1.2)	24,913 (0.7)	17,178 (0.5)	4,511 (0.1)	-52.8	-31.0	-73.7
प्राथमिक घाटा	(1.1)	(1.4)	(1.5)	21,268 (0.7)	17,252 (0.5)	24,894 (0.7)	10,185 (0.2)	17.0	44.3	-59.1

बअ : बजट अनुमान संअ : संशोधित अनुमान औ. : औसत

**टिप्पणी :** 1. कोष्ठक में दिए गए आंकड़े जीडीपी के प्रतिशत हैं।

2. 1990-91 से 1998-99 तक जीडीपी पुराने आधार (1993-94) पर है जबकि 1999-2000 से नए आधार (1999-2000) पर है।

3. वर्ष 2006-07 के जीडीपी के आंकड़े के. सां. संगठन के अग्रिम अनुमानों के अनुसार हैं जबकि 2005-06 के आंकड़े त्वरित अनुमानों पर आधारित हैं।

**स्रोत :** 1. राजकोषीय परिवर्तन के आंकड़े राज्य सरकारों के बजट दस्तावेजों से संकलित किए गए हैं।

2. जीडीपी के आंकड़े केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन (सीएसओ) की वेबसाइट से लिए गए हैं।

<sup>4</sup> 2006-07 (बजट अनुमान) के राज्य वित्त का विश्लेषण 29 राज्य सरकारों (एनसीटी दिल्ली सहित) के बजटों पर आधारित है।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.21 : राज्य सरकारों की कुल प्राप्तियाँ

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	1990-95 (औ)	1995-00 (औ)	2000-04 (औ)	2004-05	2005-06 (बअ)	2005-06 (संअ)	2006-07 (बअ)	प्रतिशत घट-बढ़		
								स्तंभ 7 / 5	स्तंभ 7 / 6	स्तंभ 8 / 7
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>कुल प्राप्तियाँ (1+2)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(17.4)</b>	<b>5,76,762 (18.4)</b>	<b>5,80,092 (16.3)</b>	<b>6,13,379 (17.2)</b>	<b>6,72,116 (16.4)</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>	<b>9.6</b>
1. कुल राजस्व प्राप्तियाँ (क+ख)	(12.1)	(10.9)	(11.3)	3,72,075 (11.9)	4,30,679 (12.1)	4,54,243 (12.7)	5,20,148 (12.7)	22.1	5.5	14.5
(क) राज्यों का अपना राजस्व	(7.3)	(6.9)	(7.1)	2,36,668 (7.6)	2,61,796 (7.3)	2,71,518 (7.6)	3,10,540 (7.6)	14.7	3.7	14.4
राज्यों का अपना कर	(5.4)	(5.3)	(5.7)	1,89,133 (6.0)	2,15,246 (6.0)	2,24,817 (6.3)	2,57,203 (6.3)	18.9	4.4	14.4
राज्यों की कर से इतर प्राप्तियाँ	(1.8)	(1.6)	(1.4)	47,535 (1.5)	46,550 (1.3)	46,702 (1.3)	53,337 (1.3)	-1.8	0.3	14.2
(ख) केंद्रीय अंतरण	(4.9)	(4.0)	(4.2)	1,35,406 (4.3)	1,68,883 (4.7)	1,82,725 (5.1)	2,09,608 (5.1)	34.9	8.2	14.7
हिस्सेदारी योग्य कर	(2.6)	(2.4)	(2.4)	78,550 (2.5)	90,002 (2.5)	92,723 (2.6)	1,09,419 (2.7)	18.0	3.0	18.0
केंद्रीय अनुदान	(2.3)	(1.6)	(1.9)	56,857 (1.8)	78,882 (2.2)	90,002 (2.5)	1,00,188 (2.4)	58.3	14.1	11.3
2. पूंजीगत प्राप्तियाँ (क+ख)	(4.0)	(4.2)	(6.0)	2,04,687 (6.5)	1,49,413 (4.2)	1,59,136 (4.5)	1,51,969 (3.7)	-22.3	6.5	-4.5
(क) केंद्र से ऋण @	(1.2)	(1.0)	(1.0)	26,157 (0.8)	31,216 (0.9)	10,911 (0.3)	13,525 (0.3)	-58.3	-65.0	24.0
(ख) अन्य पूंजीगत प्राप्तियाँ	(2.9)	(3.2)	(5.0)	1,78,529 (5.7)	1,18,197 (3.3)	1,48,224 (4.2)	1,38,443 (3.4)	-17.0	25.4	-6.6

बअ : बजट अनुमान

संअ : संशोधित अनुमान

औ : औसत

@ : लेखा प्रणाली में 1999-2000 से बदलाव के कारण, राज्यों का लघु बचतों में हिस्सा, जो पहले केंद्र से ऋण के अंतर्गत शामिल था, आंतरिक ऋणों में शामिल किया गया है और केंद्र सरकार के राष्ट्रीय लघु बचत कोष (एनएसएसएफ) को जारी विशेष प्रतिभूतियों के रूप में दर्शाया गया है। तथापि, 1999-2000 से पहले के वर्षों के आंकड़ों में, जैसा कि इस सारणी में बताया गया है, तुलना के लिए, लघु बचतों की जमानत पर लिए गए ऋण को शामिल नहीं किया गया है।

**टिप्पणी :** 1. कोष्ठक में दिए गए आंकड़े जी डी पी के प्रतिशत हैं।

2. 1990-91 से 1998-99 तक जीडीपी पुराने आधार (1993-94) पर है जबकि 1999-2000 से आगे वह नए आधार (1999-2000) पर है।

3. वर्ष 2006-07 के आंकड़े केंद्रीय सां. सं. के अग्रिम अनुमानों के अनुसार है जबकि 2005-06 के आंकड़े शीघ्र अनुमानों पर आधारित है।

4. पूंजीगत प्राप्तियों में निवल आधार पर लोक लेखा शामिल है।

5. राज्यों द्वारा अतिरिक्त संसाधन जुटाने के प्रस्तावित उपायों के संदर्भ में राजस्व प्राप्त संबंधी 2005-06 (ब.अ.) तथा 2006-07 (ब.अ.) की क्रमशः 742 करोड़ रुपए तथा 273 करोड़ रुपए की राशि समायोजित की गई है।

**स्रोत :** 1. राजकोषीय परिवर्तियों के आंकड़े राज्य सरकारों के बजट दस्तावेजों से संकलित किए गए हैं।

2. जीडीपी के लिए आंकड़े केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन (सीएसओ) के वेबसाइट से प्राप्त किए गए हैं।

राज्यों की राजकोषीय स्थिति में सुधार बारहवें वित्त आयोग के सिफारिश के अनुसार अधिक अनुदान एवं विभाजनीय केंद्रीय करों में वृद्धि द्वारा संभव हुआ। 2006-07 के दौरान राजस्व घाटे में तीव्र सुधार मुख्यतः केंद्र से उच्चतर अंतरणों, विशेषकर विभाजनीय केंद्रीय करों से प्रकट होगा<sup>5</sup>

(सारणी 2.21)। अंशतः प्रशासनिक सेवाओं और पेंशन पर होनेवाले व्यय में कमी के कारण राजस्व व्यय में कमी के द्वारा भी 2006-07 में राजस्व घाटे में सुधार होगा। 2006-07 के दौरान पूंजीगत परिव्यय कम होने का बजट अनुमान है, हालांकि जीडीपी के अनुपात के रूप में

<sup>5</sup> 2007-08 का केंद्रीय बजट यह सूचित करता है कि केंद्र सरकार से राज्य सरकारों को अंतरणों में 2006-07 (बजट अनुमान) की तुलना में 2006-07 (संशोधित अनुमान) में 10,391 करोड़ रुपए (जीडीपी के 0.3 प्रतिशत) की वृद्धि होगी।

सारणी 2.22 : राज्य सरकारों के व्यय का पैटर्न

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	1990-95 (औ)	1995-00 (औ)	2000-04 (औ)	2004-05	2005-06 बअ	2005-06 संअ	2006-07 बअ	प्रतिशत घट-बढ़		
								स्तंभ 7/5	स्तंभ 7/6	स्तंभ 8/7
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>कुल व्यय (1+2+3+4+5)</b>	<b>(16.0)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(17.3)</b>	<b>5,66,303 (18.1)</b>	<b>5,78,891 (16.2)</b>	<b>6,07,753 (17.0)</b>	<b>6,68,129 (16.3)</b>	<b>7.3</b>	<b>5.0</b>	<b>9.9</b>
1. राजस्व व्यय				4,08,497	4,55,593	4,71,421	5,24,658	15.4	3.5	11.3
उसमें से :	(12.8)	(12.6)	(13.7)	(13.1)	(12.8)	(13.2)	(12.8)			
ब्याज भुगतान				87,989	93,298	88,994	99,425	1.1	-4.6	11.7
	(1.7)	(2.0)	(2.8)	(2.8)	(2.6)	(2.5)	(2.4)			
2. पूंजीगत व्यय				1,57,805	1,23,299	1,36,332	1,43,471	-13.6	10.6	5.2
उसमें से :	(3.2)	(2.7)	(3.6)	(5.0)	(3.5)	(3.8)	(3.5)			
पूंजी परिव्यय				61,559	77,048	85,350	96,506	38.6	10.8	13.1
	(1.6)	(1.4)	(1.6)	(2.0)	(2.2)	(2.4)	(2.4)			
3. विकासात्मक व्यय				2,93,538	3,26,482	3,62,300	3,92,926	23.4	11.0	8.5
	(10.8)	(9.6)	(9.7)	(9.4)	(9.2)	(10.2)	(9.6)			
4. गैर विकासात्मक व्यय				1,88,298	2,11,447	2,03,189	2,30,225	7.9	-3.9	13.3
	(4.3)	(4.9)	(6.0)	(6.0)	(5.9)	(5.7)	(5.6)			
5. अन्य*				84,467	40,962	42,265	44,978	-50.0	3.2	6.4
	(0.9)	(0.8)	(1.6)	(2.7)	(1.1)	(1.2)	(1.1)			

बअ : बजट अनुमान

संअ : संशोधित अनुमान

औ : औसत

\* : 2002-03 तक स्थानीय निकायों को क्षतिपूर्ति और आबंटन, सहायक अनुदान और योगदान, वित्त विभाग के पास रिजर्व, आंतरिक ऋण की अदायगी, केंद्र को ऋणों की चुकौती शामिल हैं। 2003-04 से, अंतर-राज्यीय निपटान, आकस्मिकता कोष, लघु बचत, भविष्य निधि कोष इत्यादि आरक्षित निधियाँ, जमाराशि और अग्रिम, उंचत और फुटकर, आकस्मिकता कोष से विनियोजन और प्रेषण भी शामिल हैं।

**टिप्पणी :** 1. कोष्ठक में दिए गए आंकड़े जीडीपी के प्रतिशत हैं।

2. 1990-91 से 1998-99 तक जीडीपी पुराने आधार (1993-94) पर है जबकि 1999-2000 से आगे वह नए आधार (1999-2000) पर है।

3. वर्ष 2006-07 के आंकड़े केंद्रीय सां. सं. के अग्रिम अनुमानों के अनुसार है जबकि 2005-06 के आंकड़े त्वरित अनुमानों पर आधारित हैं।

4. पूंजीगत व्यय में लोक लेखा शामिल नहीं है।

**स्रोत :** 1. राजकोषीय परिवर्तियों के आंकड़े राज्य सरकारों के बजट दस्तावेजों से संकलित किए गए हैं।

2. जीडीपी के आंकड़े केंद्रीय सांख्यिकीय संगठन (सीएसओ) की वेबसाइट से प्राप्त किए गए हैं।

इसे 2.4 प्रतिशत पर बनाए रखा जाएगा। विकासात्मक व्यय पिछले साल की तेज वृद्धि की तुलना में 2006-07 के दौरान कम होगा (सारणी 2.22)।

2.51 जीएफसी का अपघटन यह सूचित करता है कि 2006-07 के दौरान राजकोषीय घाटा मुख्यतः पूंजीगत परिव्यय के कारण हुआ क्योंकि राजस्व घाटे में तेज गिरावट आई थी। लघु बचत जीएफडी के वित्तपोषण का प्रमुख स्रोत बना रहा तथा उसके बाद बाजार उधार राशियों का स्थान था (सारणी 2.23)।

2.52 2006-07 के दौरान सभी राज्यों के लिए बाजार उधार राशियों का निवल आबंटन 17,242 करोड़ रुपए था। बाजार उधार का सकल आबंटन 26,597 करोड़ रुपए था जिसमें 2,803 करोड़ रुपए का अतिरिक्त आबंटन

शामिल है। 2006-07 के दौरान, सभी राज्यों द्वारा जुटाया गया कुल बाजार उधार 20,825 करोड़ रुपए था। 2006-07 के दौरान बाजार ऋण जुटाने के लिए सभी राज्य सरकारों ने नीलामी का मार्ग अपनाया (सारणी 2.24)।

2.53 2006-07 के दौरान राज्य सरकारों के बाजार ऋणों की भारांकित औसत ब्याज दर पिछले साल के 7.63 प्रतिशत की तुलना में 8.10 प्रतिशत थी (चार्ट II.4)।

2.54 2006-07 के दौरान राज्य सरकारों द्वारा अर्थोपाय अग्रिमों और ओवरड्राफ्टों का साप्ताहिक औसत उपयोग पिछले वर्ष के 482 करोड़ रुपए के औसत उपयोग की तुलना में 234 करोड़ रुपए था, जो राज्यों में चलनिधि की सुखद स्थिति को दर्शाता है। 2006-07 के दौरान, सिर्फ 8 राज्यों ने सामान्य अर्थोपाय अग्रिमों का तथा 2 राज्यों ने ओवरड्राफ्टों का आश्रय लिया (चार्ट II.5)।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.23 : राज्यों के सकल राजकोषीय घाटे के वियोजन और वित्तपोषण का पैटर्न

(प्रतिशत)

मद	1990-95 (औ)	1995-00 (औ)	2000-04 (औ)	2004-05	2005-06 बअ	2005-06 संअ	2006-07 बअ
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>वियोजन (1 से 4 तक)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
1. राजस्व घाटा	24.7	44.8	56.3	33.3	22.5	15.1	4.1
2. पूंजीगत परिव्यय	55.3	43.3	36.7	56.3	69.7	74.9	88.0
3. निवल प्रदत्त ऋण	20.0	12.2	7.0	10.3	7.8	10.0	8.8
4. विनिवेश	..	-0.2	..	..	..	..	-0.9
<b>वित्तपोषण (1 से 11 तक)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
1. बाजार उधार राशियाँ	16.0	16.1	24.6	31.6	16.2	16.4	20.8
2. केंद्र से ऋण	49.0	40.6	7.8	-10.8	15.7	1.9	4.4
3. एनएसएसएफ को जारी की गई प्रतिभूतियों की जमानत पर ऋण	-	28.9*	35.4	62.2	50.0	65.4	53.1
4. एलआइसी, नाबार्ड, एनसीडीसी, भारतीय स्टेट बैंक और अन्य बैंकों से लिए गए ऋण	1.8	2.8	4.9	-**	7.7	4.9	6.9
5. राज्य भविष्य निधि	14.3	13.4	8.3	7.2	7.2	7.9	8.0
6. आरक्षित निधियाँ	6.8	5.5	4.5	6.5	3.8	2.9	4.0
7. जमाराशियाँ और अग्रिम	9.8	9.8	3.4	7.4	-2.5	-0.6	-1.1
8. उचंत और फुटकर	4.3	2.7	-0.4	-2.4	-1.4	3.3	3.3
9. प्रेषण	-1.4	-3.6	0.6	1.1	1.5	0.8	1.8
10. कुल अधिशेष (+) / घाटा (-)	4.4	-2.6	1.1	9.6	0.4	4.9	3.6
11. अन्य	-5.0	9.5	9.8	-12.4 \$	1.2	-7.9	-4.7

बअ : बजट अनुमान संअ : संशोधित अनुमान औ : औसत .. : कुछ नहीं - : नहीं लागू

\* : 1999-2000 से संबंधित है क्योंकि उसे केवल उस वर्ष से ही लागू किया गया था। 1995-2000 (औ) के लिए मदों का जोड़ 100 नहीं होगा।

\*\* : तमिलनाडु ने अपने बजट में तमिलनाडु इंडस्ट्रियल डेवलपमेंट कॉर्पोरेशन द्वारा जारी बांडों और तमिलनाडु स्टेट इलेक्ट्रिसिटी बोर्ड के पावर बांडों को एनसीडीसी तथा अन्य संस्थाओं से लिए गए ऋणों को ऋणात्मक आंकड़ों के रूप में दिखाते हुए, अपने बजट में हिसाब में लिया है। अतः समेकित स्थिति में परिवर्तन दिखाई देता है।

\$ : तमिलनाडु सरकार द्वारा 2004-05 के दौरान जारी भूमि क्षतिपूर्ति तथा अन्य बांडों (1,962 करोड़ रुपए) के कारण।

**टिप्पणी :** 1. वर्ष 1999-2000 से लेखाविधि में परिवर्तन के कारण केंद्र से लिए गए ऋणों में लघु बचत संग्रहणों में राज्यों के हिस्से को, जिसे आंतरिक ऋण के अंतर्गत एनएसएसएफ के अधीन जारी प्रतिभूतियों के रूप में दिखाया जाता है, शामिल नहीं किया गया है। तदनुसार प्राप्ति तथा व्यय की एक समान लेखाविधि प्रक्रिया अपनाई जाने के उद्देश्य से केंद्र से लिए गए ऋणों की चुकौती के अंतर्गत शामिल अल्प बचतों के भुगतान को इस समय आंतरिक ऋण की चुकौती के अंतर्गत दिखाया जा रहा है।

2. जम्मू और कश्मीर तथा झारखंड के 2004-05 (लेखा) के आंकड़े संशोधित अनुमान हैं।

3. वित्तपोषण की मदें निवल आधार पर हैं।

4. 'अन्य' मद की राशि अवशिष्ट राशि है जिसमें अन्य बातों के साथ-साथ, आकस्मिकता निधि, आकस्मिकता निधि में विनियोजन, विविध पूंजीगत प्राप्ति, आंतर-राज्य निपटान, भूमि क्षतिपूर्ति एवं अन्य बांड तथा वित्तीय संस्थाओं से लिए गए ऋण, सारणी में उल्लिखित संस्थाओं को छोड़कर, शामिल हैं।

**स्रोत :** राज्य सरकारों के बजट दस्तावेज।

2.55 2006-07 के दौरान 14 दिवसीय मध्यवर्ती खजाना बिलों में राज्यों का साप्ताहिक औसत निवेश पिछले साल की तदनुसूच अवधि के 35,278 करोड़ रुपए के साप्ताहिक औसत निवेश की तुलना में 43,075 करोड़ रुपए था (चार्ट II.6)। अधिशेष नकदी शेष का बढ़ना राज्य सरकारों द्वारा नकदी एवं वित्तीय प्रबंधन के समक्ष चुनौती खड़ा कर सकता है।

### संभावना

2.56 सरकार के लेनदेनों में पारदर्शिता एवं दक्षता में सुधार लाने के लिए, कई राज्यों ने अपने राजकोषों का कम्प्यूटरीकरण तथा लेनदेनों के लिए ई-अंतरण शुरू करने का प्रस्ताव किया है। बजट प्रस्तावों की

जवाबदेही में सुधार लाने के लिए, कुछ राज्यों ने 'परिणाम बजट' शुरू करने का प्रस्ताव किया है। इसके अलावा, कई राज्य सरकारों ने 'लिंग बजटिंग' शुरू करने का प्रस्ताव किया है। कुछ राज्यों ने राज्य सरकारी क्षेत्र उपक्रमों के व्यापक पुनर्विन्यास, उन्हें बजट समर्थन कम करने के लिए चिरकाल से हानि उठाने वाली इकाइयों को बंद करने सहित, का प्रस्ताव किया है। कुछ राज्यों ने बढ़ रहे पेंशन संबंधी दायित्वों को नियंत्रित करने के लिए परिभाषित अंशदान के आधार पर नई पेंशन योजना लागू करने की घोषणा की है। कुछ राज्यों ने रिक्त पदों को समाप्त करके, मितव्ययिता उपायों को अपनाकर तथा योजनेतर व्यय में कटौती कर गैर-विकासात्मक व्यय कम करने का भी प्रस्ताव किया है।

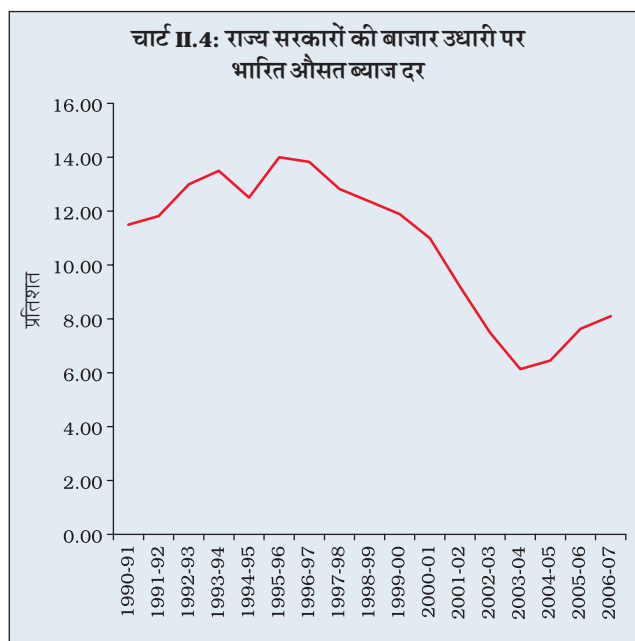
हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.24 : 2006-07 के दौरान राज्य सरकारों की बाजार उधारियां

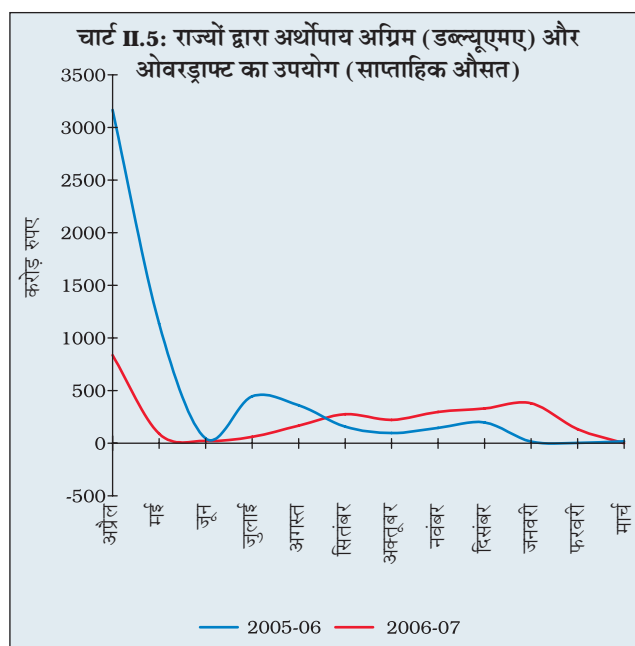
(राशि करोड़ रुपए में)

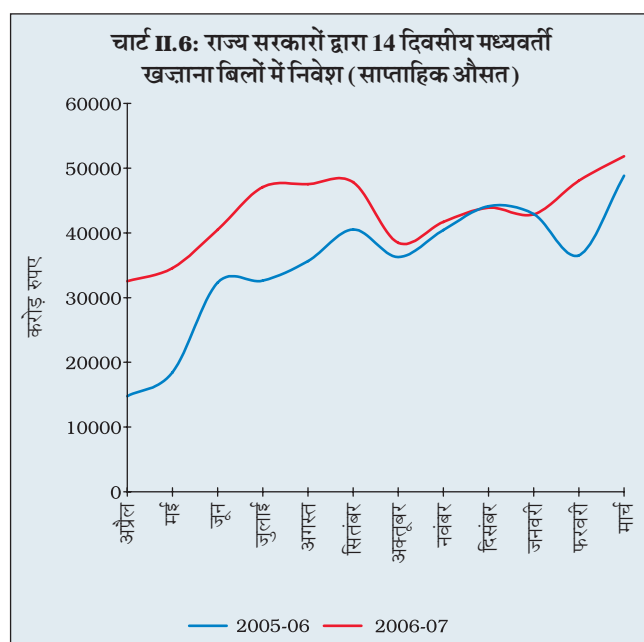
मद	तारीख	अधिकतम दर (%)	अवधि (वर्ष)	उगाही गई राशि
1	2	3	4	5
<b>(क) तैयार निर्गम</b>	-	-	-	-
<b>(ख) नीलामियां</b>				
i. पहली	27 अप्रैल 2006	7.65	10	300
ii. दूसरी	11 मई 2006	7.87	10	400
iii. दूसरी	11 मई 2006	7.89	10	500
iv. दूसरी	11 मई 2006	7.91	10	500
v. दूसरी	11 मई 2006	7.93	10	1,307
vi. दूसरी	11 मई 2006	7.95	10	881
vii. दूसरी	11 मई 2006	7.96	10	130
viii. दूसरी	11 मई 2006	7.98	10	57
ix. दूसरी	11 मई 2006	8.00	10	1,646
x. दूसरी	11 मई 2006	8.04	10	150
xi. दूसरी	11 मई 2006	8.05	10	15
xii. तीसरी	13 जुलाई 2006	8.62	10	225
xiii. तीसरी	13 जुलाई 2006	8.65	10	933
xiv. तीसरी	13 जुलाई 2006	8.66	10	300
xv. चौथी	25 अगस्त 2006	8.11	10	1,050
xvi. पांचवीं	17 अक्टूबर 2006	7.99	10	153
xvii. पांचवीं	17 अक्टूबर 2006	8.04	10	48
xviii. छठी	16 नवंबर 2006	7.74	10	2,184
xix. छठी	16 नवंबर 2006	7.80	10	91
xx. छठी	16 नवंबर 2006	7.82	10	156
xxi. सातवीं	14 दिसंबर 2006	7.81	10	340
xxii. सातवीं	14 दिसंबर 2006	7.89	10	166
xxiii. सातवीं	14 दिसंबर 2006	7.93	10	809
xxiv. सातवीं	14 दिसंबर 2006	7.94	10	455
xxv. सातवीं	14 दिसंबर 2006	7.99	10	193
xxvi. आठवीं	18 जनवरी 2007	7.96	10	500
xxvii. आठवीं	18 जनवरी 2007	7.99	10	715
xxviii. नौवीं	2 फरवरी 2007	7.95	10	200
xxix. दसवीं	22 फरवरी 2007	8.10	10	47
xxx. दसवीं	22 फरवरी 2007	8.17	10	375
xxxi. दसवीं	22 फरवरी 2007	8.19	10	800
xxxii. दसवीं	22 फरवरी 2007	8.20	10	563
xxxiii. दसवीं	22 फरवरी 2007	8.45	10	1,615
xxxiv. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.38	10	212
xxxv. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.45	10	250
xxxvi. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.40	10	470
xxxvii. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.39	10	67
xxxviii. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.39	10	70
xxxix. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.39	10	90
xxxx. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.32	10	300
xxxxi. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.25	10	200
xxxvii. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.32	10	414
xxxviii. ग्यारहवीं	13 मार्च 2007	8.38	10	211
xxxix. बारहवीं	23 मार्च 2007	8.35	10	738
<b>कुल - ख (I से xxxiv तक)</b>				<b>20,825</b>
<b>कुल योग (क+ख)</b>				<b>20,825</b>

2.57 2004-05 से राजकोषीय समेकन में प्रगति के बावजूद, संरचनागत कठोरता बनी हुई है जो करेतर राजस्व में मंदी, नीचे की ओर अनम्य गैर-विकासात्मक व्यय तथा स्वास्थ्य और शिक्षा जैसे सामाजिक क्षेत्रों में कम आबंटन में दिखाई देता है। शिक्षा और स्वास्थ्य



जैसी सामाजिक और आर्थिक सेवाओं तथा सड़क, जलकार्य और बिजली जैसी आर्थिक मूलभूत संरचना प्रदान करने के संबंध में राज्य सरकारों को प्रमुख उत्तरदायित्व निभाना है। राजकोषीय समेकन की प्रक्रिया को टिकाऊ और धारणीय बनाने के लिए आर्थिक मूलभूत संरचना में पर्याप्त निवेश तथा सामाजिक सेवाओं पर व्यय की आवश्यकता होगी। इस पृष्ठभूमि में, राजकोषीय सशक्तीकरण के माध्यम से, अर्थात् राजकोषीय दुर्बलता के बजाय राजस्व प्रवाहों की गुंजाइश और उनके आकार को बढ़ाकर, राजकोषीय सुधार का वांछित मार्ग उपलब्ध होगा। उपयुक्त





उपयोगकर्ता प्रभारों के जरिए संसाधन जुटाने में वृद्धि तथा राज्य सरकारी क्षेत्र के उपक्रमों के पुनर्विन्यास का अत्यधिक महत्व बना हुआ है।

### लोक ऋण

2.58 जीडीपी के अनुपात के रूप में केंद्र तथा राज्य सरकारों की संयुक्त बकाया देयताएं मार्च 2006 के अंत के 78.5 प्रतिशत से गिरकर मार्च 2007 के अंत तक 75.7 प्रतिशत रह जाने का बजट अनुमान लगाया गया है। केंद्र तथा राज्यों में चल रही राजकोषीय समेकन की प्रक्रिया तथा सुदृढ़ समष्टि आर्थिक निष्पादन ने संयुक्त सरकारी देयताओं में गिरावट का बजट अनुमान लगाने में योगदान दिया है (सारणी 2.25)।

### III. मौद्रिक और ऋणस्थिति

#### मौद्रिक स्थितियां

2.59 इस खंड में 2006-07 के दौरान मौद्रिक नीति के संचालन का आकलन किया गया है तथा इसमें मौद्रिक और ऋण स्थिति संबंधी गतिविधियों की जानकारी दी गई है तथा उसके बाद रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन परिचालनों पर चर्चा की गई है। अप्रैल 2006 में घोषित रिजर्व बैंक के वार्षिक वक्तव्य के अनुरूप, वार्षिक नीतिगत वक्तव्य की पहली तिमाही की समीक्षा (जुलाई 2006), मध्यावधि समीक्षा (अक्टूबर 2006) तथा तीसरी तिमाही की समीक्षा (जनवरी 2007) में यह दर्शाया गया कि प्रणाली के अंतर्गत उपयुक्त चलनिधि बनाए रखना सुनिश्चित किया जाता रहेगा ताकि ऋण संबंधी सभी उचित आवश्यकताओं, विशेषकर उत्पादक प्रयोजनों की अपेक्षा को पूरा किया जा सके जोकि मूल्य एवं वित्तीय स्थिरता के उद्देश्य के अनुरूप हो। इस लक्ष्य के प्रति यह सूचित किया गया कि यह एमएसएस, एलएएफ तथा सीआरआर सहित खुले बाजार परिचालनों के माध्यम से चलनिधि के सक्रिय मांग प्रबंधन की नीति जारी रखेगा तथा आवश्यकता पड़ने पर अपने पास उपलब्ध सभी नीतिगत लिखतों का लचीलेपन से उपयोग करेगा।

2.60 रिजर्व बैंक के 2006-07 के वार्षिक नीति वक्तव्य की मध्यावधि समीक्षा (31 अक्टूबर 2006) में यह नोट किया गया कि अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में किसी तरह की प्रतिकूल और अप्रत्याशित गतिविधियां पैदा होने को छोड़कर तथा मुद्रास्फीति की संभावना सहित अर्थव्यवस्था के आकलन को ध्यान में रखते हुए, मौद्रिक नीति का समग्र रुख यह होगा कि ऐसा मौद्रिक एवं ब्याज दर माहौल सुनिश्चित किया जाए जो अर्थव्यवस्था में निर्यात और निवेश मांग का समर्थन करे ताकि वृद्धि की गति बनी रहे तथा विकासमान वैश्विक एवं देशी परिस्थितियों के लिए उपयुक्त सभी संभव उपायों पर त्वरित गति से विचार करते हुए समष्टि आर्थिक और

### सारणी 2.25 : संयुक्त देयताएं और ऋण-जीडीपी अनुपात

वर्ष (मार्च-अंत)	बकाया देयताएं (करोड़ रुपए)			ऋण-जीडीपी अनुपात (प्रतिशत)		
	केंद्र	राज्य	संयुक्त	केंद्र	राज्य	संयुक्त
1	2	3	4	5	6	7
1990-91	3,14,558	1,28,155	3,68,824	55.3	22.5	64.9
1995-96	6,06,232	2,50,889	7,28,208	51.0	21.1	61.3
2002-03	15,59,201	7,98,921	19,83,298	63.4	32.5	80.7
2003-04	17,36,678	9,23,500	22,52,074	62.8	33.4	81.4
2004-05	19,94,422	10,42,305	25,75,146	63.8	33.3	82.4
2005-06 संअ	21,95,387	11,52,652	28,01,050	61.5	32.3	78.5
2006-07 बअ	24,73,562	12,58,672	31,04,262	60.3	30.7	75.7

संअ: संशोधित अनुमान      बअ: बजट अनुमान

**टिप्पणी** : वर्ष 2002-03 से जीडीपी के अनुपात राष्ट्रीय लेखा सांख्यिकी की नई श्रृंखला पर आधारित हैं जिसका आधार वर्ष 1999-2000 है। वर्ष 2006-07 बअ का ऋण-जीडीपी अनुपात के.सां.संगठन के अग्रिम अनुमानों पर आधारित है।

**स्रोत** : केंद्र सरकार का बजट दस्तावेज और “राज्य वित्त-2006-07 के राज्य बजटों का अध्ययन”, भारतीय रिजर्व बैंक, दिसंबर 2006।



विशेष रूप से वित्तीय स्थिरता बनाए रखने पर बल देते हुए मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशाओं को नियंत्रित करने की दृष्टि से मूल्य की स्थिरता पर बल दिया जाए।

2.61 वर्ष 2006-07 के लिए मौद्रिक नीति संबंधी वार्षिक वक्तव्य की तीसरी तिमाही समीक्षा में इस बात पर भी बल दिया गया कि नीति पर निगरानी रखने तथा कार्रवाई के रूप में मुद्रास्फीति की संभावना महत्वपूर्ण है और तदनुसार साल के शेष भाग में चलनिधि के प्रबंधन को नीति संबंधी अनुक्रम में प्राथमिकता प्राप्त होगी। इसके अलावा, मौद्रिक नीति के उद्देश्यों को भारांकों का न्यायपूर्ण संतुलन दिया गया है ताकि धारणीय आधार पर वृद्धि का समर्थन करने के लिए स्थिरता को प्राथमिकता दी जाए और यह प्रदर्शित किया जाए कि एक सीमा के बाहर मुद्रास्फीति को बर्दाश्त करना रिजर्व बैंक को स्वीकार्य नहीं है तथा यह मूल्य स्थिरता सुनिश्चित करने का संकल्प हमेशा समय पर और उपयुक्त नीति संबंधी प्रतिसादों द्वारा समर्थित हो।

2.62 जनवरी 2007 में वर्ष 2006-07 के लिए मौद्रिक नीति संबंधी वार्षिक वक्तव्य की तीसरी तिमाही की समीक्षा में यह सूचित किया गया कि अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में किसी प्रतिकूल और अप्रत्याशित गतिविधि के उदय को छोड़कर तथा मुद्रास्फीति के बारे में संभावना सहित अर्थव्यवस्था के उस समय के आकलन को ध्यान में रखते हुए, आगे आनेवाली अवधि में मौद्रिक नीति का समग्र रुख निम्नानुसार होगा :

- अर्थव्यवस्था में निर्यात एवं निवेश संबंधी मांग को समर्थन देने वाला मौद्रिक और ब्याज दर संबंधी माहौल सुनिश्चित करते हुए कीमत में स्थिरता एवं सुनियंत्रित मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं पर बल दिया जाए ताकि वृद्धि की गति बनाई रखी जा सके।
- समष्टि आर्थिक तथा विशेष रूप से, वित्तीय स्थिरता प्राप्त करने के लिए ऋण की गुणवत्ता एवं वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थितियों पर बल दिया जाए तथा साथ ही ऋण के अधिक विस्तार और वित्तीय समावेशन का अनुसरण किया जाए।
- मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं और वृद्धि की गति का अतिक्रमण करते हुए विकास मांग और वैश्विक एवं देशी स्थिति के लिए उपयुक्त रूप में सभी संभव उपायों के साथ तीव्रतापूर्वक प्रतिसाद किया जाए।

2.63 मौद्रिक नीति के संचयी और पिछड़े प्रभावों को देखते हुए, रिजर्व बैंक ने 2004 के मध्य में, उस समय मुद्रास्फीति सहन सीमा के भीतर होने के बावजूद, निभाव का क्रमिक आहरण शुरू किया। सितंबर 2004 से रिपो/रिवर्स रिपो दरों में 175/150 आधार अंकों की तथा सीआरआर में 200 आधार अंकों की वृद्धि की गई है। विशिष्ट क्षेत्रों में बैंकों के एक्सपोजर को देखते हुए मानक अग्रिमों के लिए सामान्य

प्रावधानीकरण अपेक्षाओं और जोखिम भारांकों को बढ़ा दिया गया है। मौद्रिक नीति का रुख क्रमिक रूप से बदलकर वृद्धि के साथ मूल्य स्थिरता पर समान बल देने के बजाय तात्कालिक मौद्रिक उपायों के साथ मूल्य स्थिरता पर बल देना और विकासमान परिस्थितियों के प्रतिसाद में त्वरित रूप से सभी संभव उपायों का आश्रय लेना हो गया।

2.64 मौद्रिक नीति के रुख के अनुसरण में खजाना बिलों और दिनांकित प्रतिभूतियों के संमिश्र को एमएसएस के तहत अधिक लचीले रूप में जारी करने का आवर्धित कार्यक्रम शुरू करने के लिए 2 मार्च 2007 को चलनिधि प्रबंधन को आशोधित किया गया। वर्धित एमएसएस कार्यक्रम तथा अत्यंत अल्पकालिक असंतुलनों को संतुलित करने की सुविधा के रूप में एलएएफ के संचालन की जरूरत को देखते हुए 5 मार्च 2007 से दैनिक रिवर्स रिपो अवशोषणों को 3000 करोड़ रुपए की अधिकतम सीमा तक सीमित किया गया। प्रचलित समष्टि आर्थिक, मौद्रिक एवं प्रत्याशित चलनिधि स्थितियों को देखते हुए तथा मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशाओं को नियंत्रित करने की दृष्टि से रिजर्व बैंक ने 30 मार्च 2007 से एलएएफ के तहत स्थिर रिपो दर में 25 आधार अंकों की वृद्धि की तथा 14 अप्रैल 2007 एवं 28 अप्रैल 2007 से दो चरणों में सीआरआर में 50 आधार अंकों की वृद्धि की। वैश्विक स्तर पर मौद्रिक नीति में निभाव को हटाने की प्रक्रिया का बलपूर्वक अनुसरण किया जा रहा है। फरवरी 2007 के मध्य से, अग्रणी केंद्रीय बैंकों में से यूरोपीयन सेंट्रल बैंक और बैंक ऑफ जापान में से प्रत्येक ने प्रमुख नीतिगत दरों में 25 आधार अंकों की वृद्धि की, जबकि पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना ने एक साल की बेंचमार्क उधार दर में 45 आधार अंकों की (मार्च 2007 में 27 आधार अंकों तथा मई 2007 में 18 आधार अंकों की) तथा आरक्षित निधि अपेक्षाओं में 150 आधार अंकों की (5 जून 2007 से प्रभावी 50 आधार अंकों की वृद्धि सहित) वृद्धि की। यूएस फडरल रिजर्व, बैंक ऑफ इंग्लैंड, बैंक ऑफ कनाडा तथा रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया की नीति दरों में कोई परिवर्तन नहीं हुआ है तथा इनमें से सभी ने पूर्व नीतिगत कार्रवाई की थी।

### आरक्षित मुद्रा का सर्वेक्षण

2.65 आरक्षित मुद्रा में 31 मार्च 2007 को साल-दर-साल 23.7 प्रतिशत की वृद्धि एक वर्ष पूर्व की 17.2 प्रतिशत की वृद्धि से अधिक थी। सीआरआर में वृद्धि के प्रभाव को समयोजित करने पर 31 मार्च 2007 को आरक्षित मुद्रा का विस्तार 18.9 प्रतिशत था। आरक्षित मुद्रा में विस्तार की अगुवाई मुख्यतः रिजर्व बैंक की चालू विदेशी आस्तियों ने की जिसमें पिछले वर्ष के 68,834 करोड़ रुपए की वृद्धि की तुलना में 2006-07 में 1,64,601 करोड़ रुपए की वृद्धि हुई। दूसरी ओर, केंद्र को रिजर्व बैंक के निवल ऋण में पिछले वर्ष की 28,417 करोड़ रुपए की वृद्धि की तुलना में 2006-07 में 1,042 करोड़ रुपए की गिरावट आयी (सारणी 2.26)। 2006-07 में केंद्र को भारतीय रिजर्व

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.26 : आरक्षित मुद्रा

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	31 मार्च 2007 को बकाया	निम्नलिखित के दौरान घट-बढ़					
		2005-06	2006-07	2006-07			
				ति1	ति2	ति3	ति4
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>आरक्षित मुद्रा</b>	7,08,950	83,922 (17.2)	1,35,892 (23.7)	13,470	18,666	14,210	89,546
<b>घटक (1+2+3)</b>							
1. संचलन में करैसी	5,04,167	62,015 (16.8)	73,491 (17.1)	22,283	-2,011	26,871	26,348
2. रिजर्व बैंक के पास बैंकर की जमा	1,97,295	21,515 (18.9)	61,784 (45.6)	-7,204	20,224	-12,165	60,929
3. रिजर्व बैंक के पास 'अन्य' जमा	7,487	393 (6.1)	617 (9.0)	-1,610	453	-495	2,269
<b>प्रोत (1+2+3+4-5)</b>							
1. रिजर्व बैंक द्वारा सरकार को निवल ऋण	4,362	26,111	-3,775	53	2,826	-12,754	6,100
उसमें से : केंद्र को (i+ii+iii+iv-v)	4,118	28,417	-1,042	3,071	2,584	-12,568	5,871
i. ऋण तथा अग्रिम	0	0	0	0	0	0	0
ii. भा.रि.बैंक द्वारा धारित राजकोषीय बिल	0	0	0	0	0	0	0
iii. भा.रि.बैंक की दिनांकित प्रतिभूतियों की धारिता	97,172	13,869	26,763	-27,610	24,944	22,733	6,696
iv. भा.रि.बैंक की रुपए सिक्कों की धारिता	12	7	-143	9	-107	97	-142
v. केंद्र सरकार की जमा राशियां	93,066	-14,541	27,662	-30,672	22,253	35,398	683
2. भा.रि.बैंक द्वारा बैंक तथा वाणिज्य क्षेत्र को ऋण	9,173	535	1,990	-3,135	3,107	2,065	-47
3. भा.रि.बैंक का एनएफईए	8,66,153	60,193 (9.8)	1,93,170 (28.7)	71,845	11,392	27,250	82,682
जिसमें से: एफसीए, पुनर्मूल्यन के लिए समायोजित	-	68,834	1,64,601	28,107	10,948	31,634	93,913
4. सरकार की जनता के प्रति मुद्रा देयताएं	8,229	1,306	-525	-920	155	166	75
5. भा.रि.बैंक की निवल गैर-मौद्रिक देयताएं	1,78,967	4,222	54,968	54,373	-1,186	2,517	-736
<b>जापन:</b>							
निवल देशी आस्तियां	-1,57,203	23,729	-57,277	-58,376	7,274	-13,040	6,864
रिजर्व बैंक का दिनांकित प्रतिभूतियों में प्राथमिक अंशदान	0	10,000	0	0	0	0	0
एलएएफ, रेपो (+) / रिवर्स रेपो (-)	29,185	12,080	36,435	-23,060	28,395	22,195	8,905
खुले बाजार में निवल बिक्री # *	-	3,913	5,125	1,536	1,176	389	2,024
एमएसएस के अंतर्गत संग्रहण *	62,974	-35,149	33912	4,062	8,940	-3,315	24,225
निवल खरीद (+) / बिक्री (-) प्राथमिक व्यापारी से	-	32,884	1,18,994	21,545	0	19,776	77,673
एनएफईए / रिजर्व मुद्रा £	122.2	117.4	122.2	127.0	125.0	126.5	122.2
एनएफईए / मुद्रा £	171.8	156.3	171.8	164.4	167.7	164.0	171.8
एनएफईए : निवल विदेशी मुद्रा आस्तियां	एफसीए : विदेशी मुद्रा आस्तियां	एलएएफ : चलनिधि समायोजन सुविधा					
* : अंकित मूल्य पर	# : राजकोषीय बिलों को छोड़कर	£ : प्रतिशत, अवधि के अंत में					
<b>नोट :</b>							
1. ति. 4 के आंकड़े 31 मार्च के हैं और अन्य तिमाहियों के आंकड़े रिपोर्ट करने के लिए नियत शुक्रवार के हैं।							
2. कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े राजकोषीय वर्ष के दौरान प्रतिशत घट-बढ़ को दर्शाते हैं।							
3. 31 मार्च 2007 की सरकार की शेष राशियां लेखाबंदी से पहले की हैं।							

बैंक के निवल ऋण में आयी गिरावट का कारण केंद्र की उच्चतर जमा राशियां थीं जिसने, बदले में, एमएसएस के तहत प्रतिभूतियों का नया निर्गम दर्शाया। अंशतः सीआरआर में वृद्धि के कारण रिजर्व बैंक के साथ बैंकरों की जमा राशियों में वृद्धि हुई।

2.66 आरक्षित मुद्रा में साल-दर-साल विस्तार एक वर्ष पूर्व के 17.1 प्रतिशत की तुलना में 18 मई 2007 को 23.6 प्रतिशत (सीआरआर में

वृद्धि के लिए समायोजित 16.3 प्रतिशत) हुआ। रिजर्व बैंक की विदेशी मुद्रा आस्तियों में (पुनर्मूल्यन के लिए समायोजित) साल-दर-साल आधार पर एक वर्ष पूर्व के 90,841 करोड़ रुपए की वृद्धि की तुलना में 18 मई 2007 को 1,55,105 करोड़ रुपए की वृद्धि हुई। केंद्र को रिजर्व बैंक के निवल ऋण में एक वर्ष पूर्व के 8,458 करोड़ रुपए की वृद्धि की तुलना में 4,414 करोड़ रुपए की वृद्धि हुई।



हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.27 : मौद्रिक संकेतक

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	मार्च 31, 2007 को बकाया	घट-बढ़			
		2005-06		2006-07	
		राशि	प्रतिशत	राशि	प्रतिशत
1	2	3	4	5	6
I. आरक्षित मुद्रा	7,08,950	83,922	17.2	1,35,892	23.7
II. संकीर्ण मुद्रा (एम <sub>1</sub> )	9,59,875	1,43,825	21.1	1,33,497	16.2
III. व्यापक मुद्रा (एम <sub>3</sub> )	32,96,919	3,96,881	17.0	5,67,372	20.8
क) जनता के पास मुद्रा	4,84,171	58,248	16.4	71,052	17.2
ख) कुल जमाराशियाँ	28,05,261	3,38,081	17.1	4,95,704	21.5
i) माँग जमाराशियाँ	4,68,216	85,025	26.5	61,829	15.2
ii) मीयादी जमाराशियाँ	23,37,045	2,53,056	15.3	4,33,875	22.8
उसमें से: अनिवासी विदेशी मुद्रा जमाराशियाँ	66,242	-16,876	-22.2	6,967	11.8
IV. एनएम <sub>3</sub>	33,06,958	4,21,126	18.1	5,59,370	20.4
उसमें से: वित्तीय संस्थाओं से माँग मीयादी निर्धन	86,151	11,224	15.6	3,007	3.6
V. क) एल <sub>1</sub>	34,21,762	4,36,397	18.1	5,70,256	20.0
उसमें से: डाक जमाराशियाँ	1,14,804	15,271	17.2	10,886	10.5
ख) एल <sub>2</sub>	34,24,694	4,37,206	18.1	5,70,256	20.0
ग) एल <sub>3</sub>	34,50,758	4,41,207	18.1	5,72,479	19.9
VI. व्यापक मुद्रा के प्रमुख घटक					
क) सरकार को निवल बैंक ऋण (i+ii)	8,32,867	17,888	2.4	66,272	8.6
i) सरकार को निवल रिजर्व बैंक ऋण	4,362	35,799		-3,775	
ii) सरकार को अन्य बैंक ऋण	8,28,505	-17,910	-2.3	70,046	9.2
ख) वाणिज्य क्षेत्र को बैंक ऋण	21,23,290	3,61,746	27.2	4,30,287	25.4
ग) बैंकिंग क्षेत्र की निवल विदेशी मुद्रा आस्तियाँ	9,30,319	78,291	12.1	2,04,125	28.1
जापन: अ.वा.बैंकों की सकल जमाराशि	25,94,259	3,23,913	18.1	4,85,210	23.0
अ.वा.बैंकों का खाद्येतर ऋण	18,76,672	3,54,193	31.8	4,10,285	28.0

अ.वा.बैं : अनुसूचित वाणिज्य बैंक

एनएम<sub>3</sub> आवासीय व्यापक मुद्रा समुच्चय है तथा एल<sub>1</sub>, एल<sub>2</sub> और एल<sub>3</sub> मुद्रा आपूर्ति संबंधी कार्यदल (अध्यक्ष: डॉ. वाइ.वी.रेड्डी, 1998) की सिफारिशों के अनुसार निर्धारित चलनिधि संबंधी समुच्चय हैं। चलनिधि समुच्चयों को निम्नानुसार परिभाषित किया गया है:

एल<sub>1</sub> = एनएम<sub>3</sub> + डाक घर बचत बैंकों की चुनिंदा जमाराशियाँ    एल<sub>2</sub> = एल<sub>1</sub> + मीयादी ऋणदाता संस्थाओं तथा पुनर्वित्त संस्थाओं के पास मीयादी जमाराशियाँ + वित्तीय संस्थाओं द्वारा मीयादी उधारियाँ + वित्तीय संस्थाओं द्वारा जारी जमा प्रमाणपत्र। एल<sub>3</sub> = एल<sub>2</sub> + गैर बैंकिंग द्वितीय कंपनियों की सार्वजनिक जमाराशियाँ

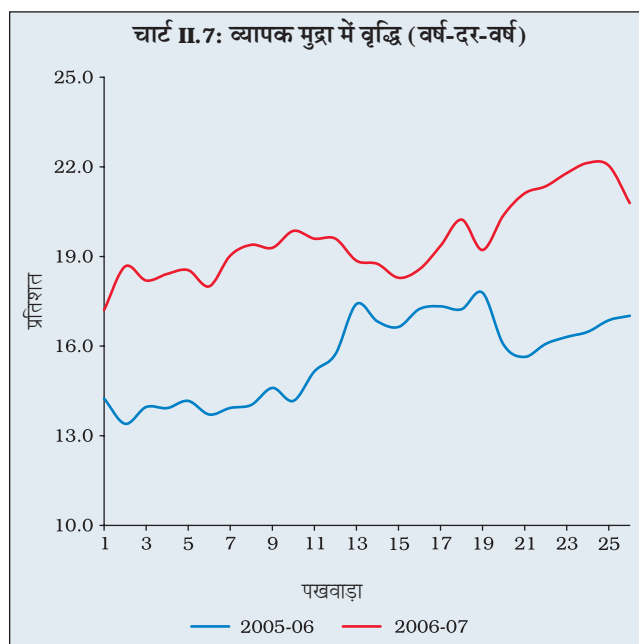
टिप्पणी: 1. आंकड़े अंतिम हैं।

- आंकड़ों में 29 दिसंबर 2005 को किए गए इंडिया मिलेनियम डिफाइज्ड के शोधन की राशि शामिल है।
- 31 मार्च 2007 की सरकार की शेष राशि लेखाबंदी से पहले की है।
- वर्ष 2006-07 के दौरान की घट-बढ़ 31 मार्च 2006 से तथा वर्ष 2005-06 की घट-बढ़ 1 अप्रैल 2005 से हिसाब में ली गई है।
- डाकघर की जमाराशियों के आंकड़े फरवरी 2007 के हैं।

मौद्रिक सर्वेक्षण

2.67 स्थूल मुद्रा (एम<sub>3</sub>) की वृद्धि पिछले वर्ष के 17.0 प्रतिशत की तुलना में 31 मार्च 2007 को साल-दर-साल 20.8 प्रतिशत थी (सारणी 2.27 तथा चार्ट II.7)। इस प्रकार एम<sub>3</sub> में वृद्धि अप्रैल 2006 के वार्षिक नीति वक्तव्य में निर्धारित 15.0 प्रतिशत (साल-दर-साल) के प्रक्षेपण के ऊपर बनी रही।

2.68 उच्चतर आवधिक जमाराशियों के समर्थन से बैंकों की समस्त जमाराशियों में वृद्धि हुई। माँग जमाराशियों में एक वर्ष पूर्व के 26.5 प्रतिशत की वृद्धि के ऊपर 31 मार्च 2007 को 15.2 प्रतिशत (साल-दर-साल) की वृद्धि दर्ज की गई। आवधिक जमाराशियों में एक वर्ष पूर्व के 15.3 प्रतिशत की तुलना में 22.8 प्रतिशत की वृद्धि हुई, जो, अन्य बातों के साथ-साथ, उच्चतर ब्याज दरों और 5 वर्ष एवं उससे ऊपर की परिपक्वता वाली जमाराशियों के लिए मिलने वाले कर लाभों का परिणाम था। सहवर्ती रूप में, डाक जमाराशियों में एक वर्ष पूर्व के 17.2 प्रतिशत की तुलना में साल-दर-साल, फरवरी 2007 के अंत में 10.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

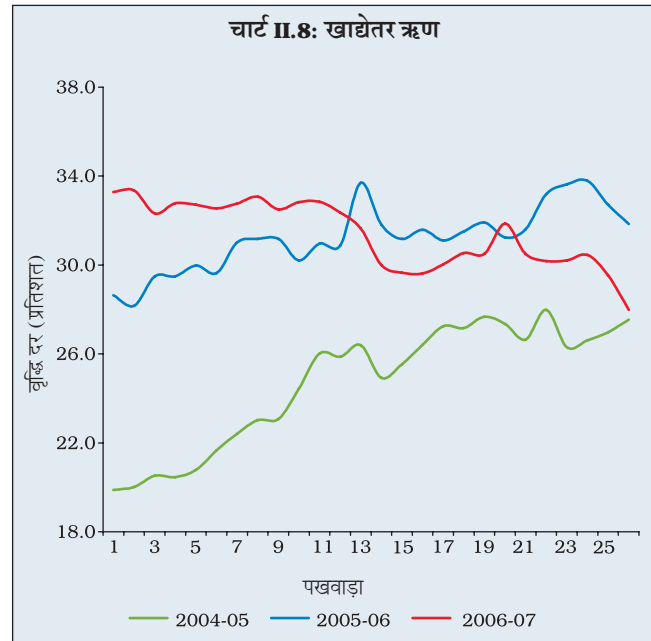


2.69 स्थूल मुद्रा (एम<sub>3</sub>) में वृद्धि एक वर्ष पूर्व के 18.2 प्रतिशत की तुलना में 11 मई 2007 को 20.2 प्रतिशत (साल-दर-साल) थी। प्रमुख घटकों में, कुल जमाराशियों में वृद्धि एक वर्ष पूर्व के 18.6 प्रतिशत की तुलना में 21.1 प्रतिशत थी।

### बैंक ऋण

2.70 बैंक ऋण की मांग 2006-07 में सुदृढ़ बनी रही, अलबत्ता इसमें कुछ मंदी रही। 30 मार्च 2007 को, अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा प्रदान किये खाद्येतर ऋण में 31 मार्च 2006 के 31.8 प्रतिशत की वृद्धि के ऊपर 28.0 प्रतिशत (साल-दर-साल) की वृद्धि हुई। 2006-07 के दौरान, सरकारी प्रतिभूतियों में बैंकों के निवेश में 10.0 प्रतिशत की वृद्धि हुई (सारणी 2.28 और चार्ट II.8)। तथापि, बैंकों के एसएलआर निवेशों में वृद्धि उनकी निवल मांग और मीयादी देयताओं की तुलना में कम थी। फलस्वरूप, वाणिज्य बैंकों की सरकारी प्रतिभूतियों की धारिताएं मार्च 2006 के अंत के 31.3 प्रतिशत से गिरकर मार्च 2007 के अंत में उनकी निवल मांग और मीयादी देयताओं का 28.0 प्रतिशत रह गयीं।

2.71 बैंक ऋण के क्षेत्रवार विनियोजन संबंधी अनंतिम सूचना यह दर्शाती है कि ऋण में वृद्धि का आधार काफी व्यापक था। उद्योग और कृषि को ऋण की साल-दर-साल वृद्धि जनवरी 2007 के अंत में क्रमशः 28.8



प्रतिशत और 30.4 प्रतिशत थी। औद्योगिक कार्यकलाप में उछाल के अनुरूप औद्योगिक ऋण में वृद्धि मुख्यतः इंफ्रास्ट्रक्चर (पावर, सड़क, बंदरगाह, दूरसंचार आदि), धातुओं, वस्त्रों, पेट्रोलियम, रसायन, खाद्य प्रसंस्करण और इंजीनियरिंग के कारण थी। आवास क्षेत्र और वाणिज्यिक भूसंपदा को ऋण की स्थिति सुदृढ़ बनी रही (सारणी 2.29)।

### सारणी 2.28 : अनुसूचित वाणिज्य बैंकों का सर्वेक्षण

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	30 मार्च 2007 को बकाया राशि	घट-बढ़			
		31 मार्च 2006 को		30 मार्च 2007 को	
		सकल राशि	प्रतिशत	सकल राशि	प्रतिशत
1	2	3	4	5	6
<b>निधियों के स्रोत</b>					
1. सकल जमाराशि	25,94,259	3,23,913	18.1	4,85,210	23.0
2. वित्तीय संस्थाओं से मांग/मीयादी वित्तपोषण	86,151	11,224	15.6	3,007	3.6
3. विदेशी मुद्रा में लिए गए अपतटीय ऋण	32,377	1,295	4.5	2,543	8.5
4. पूंजी	33,868	5,705	21.2	1,254	3.8
5. आरक्षित निधि	1,66,290	34,616	31.3	21,177	14.6
<b>निधियों का उपयोग</b>					
1. बैंक ऋण	19,23,192	3,54,868	30.8	4,16,115	27.6
जिसमें से: खाद्येतर ऋण	18,76,672	3,54,193	31.8	4,10,285	28.0
2. सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश	7,71,060	-19,514	-2.7	70,318	10.0
3. अन्य अनुमोदित प्रतिभूतियों में निवेश	21,100	-3,295	-16.5	4,388	26.3
4. गैर एसएलआर प्रतिभूतियों में निवेश	1,43,750	-11,838	-8.0	8,410	6.2
5. विदेशी मुद्रा आस्तियां	39,287	14,059	47.8	-4,207	-9.7
6. भा.रि. बैंक के पास शेष राशि	1,80,222	34,077	36.6	53,161	41.8
<b>नोट :</b> आंकड़े अनंतिम हैं।					

हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.29 : खाद्येतर बैंक ऋण का विनियोजन

(राशि करोड़ रुपए में)

क्षेत्र / उद्योग	19 जनवरी 2007 को बकाया राशि	वर्ष-दर-वर्ष घट-बढ़			
		2005-06 *		2006-07**	
		राशि	प्रतिशत	राशि	प्रतिशत
1	2	3	4	5	6
<b>खाद्येतर सकल बैंक ऋण (1 से 4 तक)</b>	<b>16,47,521</b>	<b>2,56,580</b>	<b>25.7</b>	<b>3,84,187</b>	<b>30.4</b>
<b>1. कृषि और बद्ध गतिविधियाँ</b>	<b>2,01,927</b>	<b>28,089</b>	<b>22.4</b>	<b>47,044</b>	<b>30.4</b>
<b>2. उद्योग (लघु, मध्यम और बड़े)</b>	<b>6,34,804</b>	<b>66,480</b>	<b>15.6</b>	<b>1,41,774</b>	<b>28.8</b>
लघु उद्योग	1,03,089	7,453	10.0	20,179	24.3
<b>3. वैयक्तिक ऋण</b>	<b>4,34,860</b>	<b>68,386</b>	<b>27.9</b>	<b>1,03,587</b>	<b>31.3</b>
गृह निर्माण	2,21,072	37,431	29.1	46,501	26.6
मीयादी जमाराशियों की जमानत पर अग्रिम	35,627	2,378	8.0	3,517	11.0
क्रेडिट कार्ड	12,307	3,072	53.3	3,749	43.8
शिक्षा	13,910	3884	75.9	4,742	51.7
उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएं	8,731	-220	-2.4	1,690	24.0
<b>4. अन्य सेवाएं</b>	<b>3,75,930</b>	<b>12,049</b>	<b>39.4</b>	<b>91,782</b>	<b>32.3</b>
यातायात परिचालक	23,179	1,990	20.7	10,045	76.5
प्रोफेशनल व अन्य	19,377	1,513	11.4	5,252	37.2
व्यापार	99,460	13,975	24.1	24,135	32.0
स्थावर संपदा ऋण	40,790	11,225	84.4	17,899	78.2
गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियाँ	41,093	6,023	26.8	10,653	35.0
<b>ज्ञापन:</b>					
<b>प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र</b>	<b>5,75,282</b>	<b>78,172</b>	<b>20.5</b>	<b>1,11,551</b>	<b>24.1</b>
<b>उद्योग (लघु, मध्यम और बड़े)</b>	<b>6,34,804</b>	<b>66,480</b>	<b>15.6</b>	<b>1,41,774</b>	<b>28.8</b>
खाद्य प्रसंस्करण	35,619	3,878	15.9	7,675	27.5
वस्त्र	71,274	8,989	20.4	17,849	33.4
कागज और कागज उत्पाद	10,416	1,650	24.0	1,882	22.1
पेट्रोलियम, कोयला उत्पाद और न्यूक्लियर ईंधन	33,991	2,203	14.1	15,399	82.8
रसायन और रासायनिक उत्पाद	51,073	5,265	13.3	6,880	15.6
रबड़, प्लास्टिक और उनके उत्पाद	8,318	2,403	65.5	2,141	34.7
लोहा और इस्पात	59,356	7,841	21.8	15,096	34.1
अन्य धातु और धातु उत्पाद	20,261	2,046	17.6	6,460	46.8
अभियांत्रिकी	39,741	2,913	9.9	7,212	22.2
वाहन, वाहन के पुर्जे और परिवहन उपकरण	19,311	4,964	41.8	2,483	14.8
रत्न और आभूषण	22,249	4,276	29.9	3,053	15.9
निर्माण	17,131	3,696	45.5	5,550	47.9
इन्फ्रास्ट्रक्चर	1,28,405	22,717	28.8	27,162	26.8

\* : 28 जनवरी 2005 की तुलना में 20 जनवरी 2006।

\*\* : 20 जनवरी 2006 की तुलना में 19 जनवरी 2007।

**नोट :** 1. आंकड़े अनंतिम हैं तथा ये चुनिंदा वाणिज्य बैंकों के हैं।

2. क्षेत्रों / उद्योगों के वर्गीकरण तथा बैंकों के कवरेज में परिवर्तन के कारण 2006 के आंकड़े पिछले आंकड़ों के साथ तुलनीय नहीं हैं।

2.72 बैंक ऋण के अलावा, कंपनी क्षेत्र 2006-07 के दौरान अपनी वित्तीय आवश्यकताओं के लिए निधियों के बैंकेतर स्रोतों पर निर्भर रहा। 2006-07 के दौरान, विदेश में ईक्विटी जारी करके (एडीआर/जीडीआर) संसाधन जुटाने में एक वर्ष पूर्व के स्तर से दुगुने से अधिक की वृद्धि हुई। अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान, बाह्य वाणिज्यिक उधारों में ऋण प्रवाहों का आश्रय भी एक वर्ष पूर्व की तुलना में उच्चतर था। निधियों के आंतरिक

स्रोतों ने अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान कंपनी क्षेत्र को सुदृढ़ समर्थन देना जारी रखा (सारणी 2.30)।

2.73 अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के खाद्येतर ऋण में एक वर्ष पूर्व के 32.3 प्रतिशत के ऊपर 11 मई 2007 को 27.2 प्रतिशत (साल-दर-साल) की वृद्धि दर्ज की गयी, जबकि सरकारी प्रतिभूतियों में उनके निवेश में 9.5 प्रतिशत (एक वर्ष पूर्व 2.0 प्रतिशत) की वृद्धि हुई।

सारणी 2.30 : उद्योग के लिए निधियों के चुनिंदा स्रोत

(करोड़ रुपए)

मद	2005-06	2006-07
1	2	3
अ. उद्योग को बैंक ऋण #	1,27,192 (66,244) *	74,981 *
आ. गैर बैंकों से कंपनियों को प्रवाह		
1. पूंजी निर्गम (i+ii)	13,781	29,180
i) गैर- सरकारी सार्वजनिक लिमिटेड कंपनियां (क + ख)	13,408	29,180
क) बंधपत्र / डिबेंचर	245	585
ख) शेयर	13,163	28,595
ii) सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम और सरकारी कंपनियाँ	373	0
2. एडीआर/जीडीआर निर्गम	7,263	16,184
3. बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी)	45,078 (27,228) *	48,328 *
4. वाणिज्यिक पत्रों का निर्गम	-1,517	4,970
इ. मूल्यहास प्रावधान +	28,883 (22,044) *	24,557 *
ई. करोत्तर लाभ +	67,506 (52,891) *	75,460 *

# : आंकड़े चुनिंदा अनुसूचित वाणिज्य बैंकों से संबंधित हैं। 2005-06 के आंकड़े नमूने के तौर पर लिए गए चुनिंदा बैंकों की संख्या में वृद्धि के कारण 2006-07 के साथ तुलनीय नहीं हैं।  
+ : आंकड़े गैर वित्तीय गैर सरकारी कंपनियों के चुनिंदा नमूने के लेखापरीक्षित अलेखापरीक्षित संक्षिप्त परिणामों पर आधारित हैं।  
\* : आंकड़े अप्रैल-दिसंबर से संबंधित हैं।

**टिप्पणी:** 1. आंकड़े अनंतिम हैं।  
2. पूंजी निर्गम के आंकड़े सकल निर्गम से संबंधित हैं जिसमें बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं के निर्गम शामिल नहीं हैं। पूंजी निर्गम में बैंकों के निवेश के लिए वे आंकड़े समायोजित नहीं किए गए हैं, जो उल्लेखनीय नहीं हैं।  
3. एडीआर/जीडीआर निर्गम के आंकड़ों में बैंकों तथा वित्तीय संस्थाओं के निर्गम शामिल नहीं हैं।  
4. बाह्य वाणिज्यिक उधार के आंकड़ों में अल्पावधि ऋण शामिल है। 2005-06 के आंकड़ों में आइएमडी शोधन शामिल नहीं है।

मूल्य की स्थिति

2.74 प्रमुख उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में हेडलाइन मुद्रास्फीति 2006-07 के दौरान मोटे तौर पर अंतरराष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों के अनुरूप रही। अगस्त 2006 तक हेडलाइन मुद्रास्फीति कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि के अनुरूप तेज बनी रही तथा सितंबर-अक्टूबर 2006 के दौरान आधार प्रभावों और कच्चे तेल की अंतरराष्ट्रीय कीमतों में तीव्र

गिरावट के कारण वह नरम रही (सारणी 2.31 और चार्ट II.9)। तथापि, दिसंबर 2006 - मार्च 2007 में इसमें पुनः वृद्धि हुई। प्रमुख अर्थव्यवस्थाओं में मूल मुद्रास्फीति सुदृढ़ बनी रही। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति (खाद्यान्न और ऊर्जा को छोड़कर) मार्च 2007 में अमरीका में 2.5 प्रतिशत (एक वर्ष पूर्व 2.1 प्रतिशत) तथा मार्च 2007 में ओईसीडी देशों में 2.1 प्रतिशत (एक वर्ष पूर्व 1.6 प्रतिशत) रही।

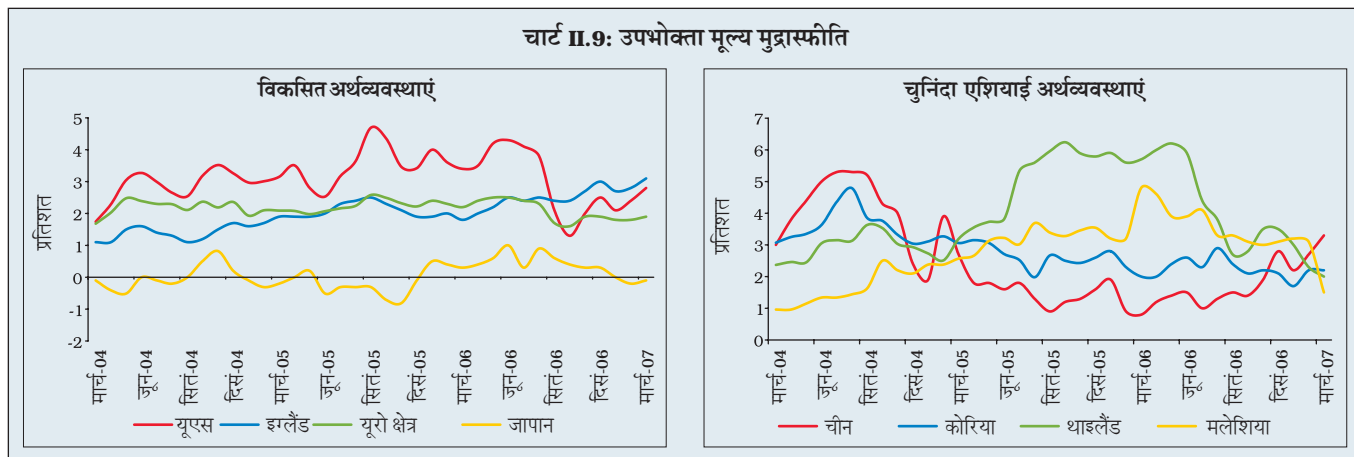
सारणी 2.31 : वार्षिक उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति

(प्रतिशत)

देश/क्षेत्र	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 पी
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>उन्नत अर्थव्यवस्थाएँ</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>
यूएस	2.8	1.6	2.3	2.7	3.4	3.2	1.9
जापान	-0.8	-0.9	-0.2	-	-0.6	0.2	0.3
यूरो क्षेत्र	2.4	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.0
<b>अन्य उभरते बाजार और विकासशील देश</b>	<b>6.7</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>
विकासशील एशिया	2.7	2.0	2.5	4.1	3.6	4.0	3.9
चीन	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	2.2
<b>भारत</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>4.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>

पी : अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष अनुमान  
स्रोत: वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, अप्रैल 2007, आइएमएफ।

चार्ट II.9: उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति

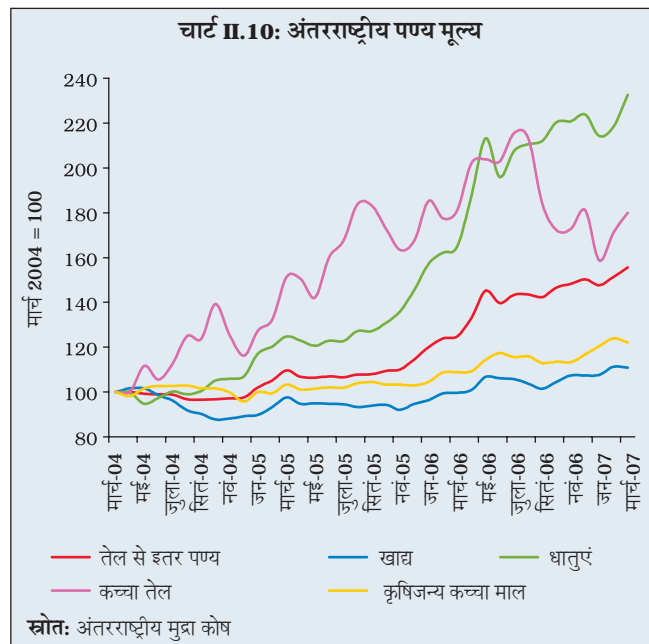


2.75 सुदृढ़ मांग को दर्शाते हुए, तेल से इतर अंतरराष्ट्रीय पण्य कीमतें ऊंचे स्तरों पर रहीं। 2006-07 के दौरान धातुओं की कीमतों में तेजी आयी जो व्यापक तौर पर सटोरिया हित के बीच तेज मांग और आपूर्ति संबंधी अवरोधों को प्रतिबिंबित करती है (चार्ट II.10)। खाद्य मर्दों में, मार्च 2007 में (साल-दर-साल) गेहूं की कीमतें 14 प्रतिशत ऊपर रहीं, जो व्यापक तौर पर वैश्विक उत्पादन में कमी और उपयोग में सुदृढ़ वृद्धि को दर्शाता है। खाद्य तेलों की कीमतों में भी वृद्धि हुई, मार्च 2007 में (साल-दर-साल) पाम आइल में 41.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई और सोयाबीन तेल में 33.2 प्रतिशत की। दूसरी ओर, कच्चे तेल की कीमतें 14 जुलाई 2006 के 78.4 अमरीकी डॉलर की ऐतिहासिक ऊँचाई से नरम होकर जनवरी 2007 में वैश्विक मांग में कमी, अमरीकी स्टॉक में वृद्धि और अमरीका में कम सर्दी के कारण लगभग 51 अमरीकी डॉलर

प्रति बैरल हो गयीं। तथापि, जनवरी 2007 के अंतिम सप्ताह से पुनः बढ़कर कच्चे तेल की कीमतें मार्च 2007 के अंत तक लगभग 67 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल हो गयीं। हाल के महीनों में चीनी की कीमतों में नरमी आयी, जो उत्पादन की संभावनाओं में सुधार को दर्शाता है।

2.76 मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं को नियंत्रित करने के लिए 2006-07 और 2007-08 (अप्रैल-मई) में कई केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नीति में सख्ती लायी। यूरो क्षेत्र में मुद्रास्फीति में कुछ नरमी आने के बावजूद मूल्य बढ़ने की संभावना का जोखिम था, जिसके कारण थे - तेल की कीमतों में और वृद्धि की संभावना, प्रशासित मूल्यों एवं अप्रत्यक्ष करों में अतिरिक्त वृद्धि तथा वर्तमान में संभावित से अधिक मजदूरी संबंधी गतिविधियां। अतः यूरोपियन सेंट्रल बैंक ने यूरो क्षेत्र में मध्यावधि से दीर्घावधि मुद्रास्फीति संभावनाओं को मूल्य स्थिरता के अनुरूप स्तर पर नियंत्रित रखने के लिए जून, अगस्त, अक्टूबर और दिसंबर 2006 में से प्रत्येक में प्रमुख नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की वृद्धि की - दिसंबर 2005 से कुल 175 आधार अंकों की वृद्धि। यूके में, सुदृढ़ आर्थिक कार्यकलाप, सीमित स्पेयर क्षमता, स्थूल मुद्रा और ऋण की तेज वृद्धि, आस्ति कीमतों में वृद्धि तथा मुद्रास्फीति की प्रत्याशाओं के निकट अवधि में लक्ष्य से ऊपर रहने को देखते हुए बैंक ऑफ इंग्लैंड ने अगस्त और नवंबर 2006 तथा जनवरी और मई 2007 में हुए हर बार नीतिगत दरों में 25 आधार अंकों की वृद्धि करके उसे 5.50 प्रतिशत कर दिया (सारणी 2.32)। सुदृढ़ आर्थिक कार्यकलाप और मुद्रास्फीति के अंतर्निहित दबावों के प्रतिसाद में रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया ने नवंबर 2006 में अपनी नीतिगत दर में 25 आधार अंकों की वृद्धि करके उसे 6.25 प्रतिशत - मई 2006 से कुल 75 आधार अंकों की वृद्धि-कर दिया। विस्तारित अवधि तक शून्य प्रतिशत, ब्याज दर बनाये रखने के बाद, बैंक ऑफ जापान ने असंपाश्वर्कृत दिन भर की मांग दर (जिसे मार्च 2006 से मौद्रिक नीति के परिचालन लक्ष्य के रूप में अपनाया गया) को जुलाई 2006 और फरवरी 2007 में हर बार 25 आधार अंक बढ़ाकर उसे 0.50 प्रतिशत कर दिया। दूसरी ओर, जून 2004 और जून

चार्ट II.10: अंतरराष्ट्रीय पण्य मूल्य



सारणी 2.32 : वैश्विक मुद्रास्फीति संकेतक

(प्रतिशत)

देश/क्षेत्र	प्रमुख नीतिगत दरें	नीतिगत दर (19 मई 2007 को)	नीतिगत दर में परिवर्तन (आधार अंक)		सीपीआई मुद्रास्फीति ( वर्ष-दर-वर्ष )		वृद्धि ( वर्ष-दर-वर्ष )	
			मार्च 2005 के अंत से	मार्च 2006 के अंत से	2006 (मार्च)	2007 (मार्च)	2005 (ति4)	2006 (ति4)
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>विकसित अर्थव्यवस्थाएं</b>								
ऑस्ट्रेलिया	कैश रेट	6.25 (8 नव. 2006)	75	75	3.0	2.4	2.7	2.8
कनाडा	ओवरनाइट रेट	4.25 (24 मई 2006)	175	50	2.2	2.3	2.9	2.3
यूरो क्षेत्र	प्रमुख पुनर्वित्त परिचालनों पर ब्याज दर	3.75 (8 मार्च 2007)	175	125	2.2	1.9	1.7	3.3
जापान	अनकोलेटेराइज्ड ओवरनाइट कॉल रेट	0.50 (21 फर. 2007)	**	50	-0.2	-0.1	4.0	2.3
यूके	ऑफिसियल बैंक रेट	5.50 (10 मई 2007)	75	100	1.8	3.1	1.8	3.0
यूएस	फेडरल फंड्स रेट	5.25 (29 जून 2006)	250	50	3.4	2.8	3.2	3.1
<b>विकासशील अर्थव्यवस्थाएं</b>								
ब्राजील	सेलिक रेट	12.50 (18 अप्रै. 2007)	(-)675	(-)400	5.3	3.0	1.4	3.8
भारत	रिवर्स रेपो रेट	6.00 (25 जुला. 2006)	125	50	4.9	6.7	9.3	8.6
	रेपो रेट	7.75 (30 मार्च 2007)	175	125				
चीन	1 वार्षिक बेंचमार्क लेंडिंग रेट	6.57 (19 मई 2007)	99	99	0.8	3.3	9.9	10.7
इंडोनेशिया	बीआइ रेट	8.75 (8 मई 2007)	25@	(-)400	15.8	6.5	4.9	6.1
इजराइल	की रेट	3.75 (22 अप्रै. 2007)	25	(-)100	3.6	-0.9	4.8	3.7
कोरिया	ओवरनाइट कॉल रेट	4.50 (10 अग. 2006)	125	50	2.0	2.2	5.3	4.0
फिलीपींस	रिवर्स रेपो रेट	7.50 (20 अक्टू. 2005)	75	0	7.6	2.2	6.1	6.5
दक्षिण अफ्रीका	रेपो रेट	9.00 (8 दिसं. 2006)	150	200	3.4	6.1	4.5	6.1
थाइलैंड	14 दिवसीय पुनर्खरीद दर	5.00 (7 जून 2006)	275	50	5.7	2.0	4.7	4.2
	1 दिवसीय पुनर्खरीद दर	4.00 (11 अप्रै. 2007)	—	(-)94 ^				

\*\* : बैंक ऑफ जापान ने 1 मार्च 2006 से मुद्रा बाजार के परिचालनगत लक्ष्य को बैंक में चालू खाते में स्थित बकाया शेष राशि से बदलकर असंपाश्वर्कृत ओवरनाइट मांग दर करने का निर्णय लिया।

@ : यह परिवर्तन जुलाई 2005 से हुआ जब बैंक इंडोनेशिया ने मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण को औपचारिक तौर पर स्वीकार करते हुए बीआइ रेट को संदर्भ दर के रूप में स्वीकार किया।

^ : 16 जनवरी 2007 से परिवर्तित। 17 जनवरी 2007 से 14 दिवसीय पुनर्खरीद दर को नीति दर के रूप में स्वीकार किया गया।

नोट : 1. भारत के संदर्भ में मुद्रास्फीति संबंधी आंकड़े औद्योगिक कामगारों के उपभोक्ता मूल्य सूचकांक के हैं।  
2. कॉलम (3) में कोष्ठकों में दी गई तारीख वह तारीख है जब नीति दर में पिछली बार परिवर्तन किया गया था।

प्रोट : अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, संबंधित केंद्रीय बैंक की वेबसाइट तथा इकॉनॉमिस्ट।

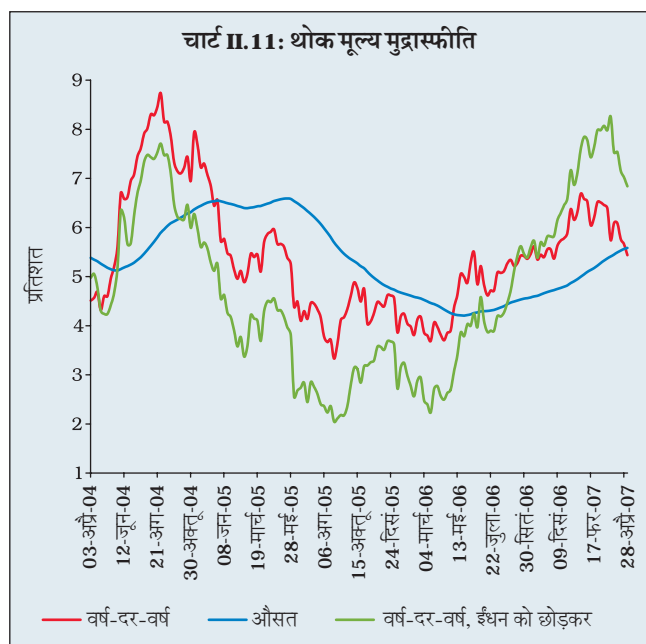
2006 के बीच लगातार 17 बार हर बार लक्षित फेडरल निधि दर में 25 आधार अंक की वृद्धि करके यूएस फेड रुक गया क्योंकि आर्थिक वृद्धि अपनी काफी सुदृढ़ गति से कम हो गयी जो अंशतः आवास बाजार में

सुस्ती को दर्शाता है। यूएस फेड ने संकेत दिया है कि आने वाली सूचना के निहितार्थ के अनुसार भविष्य के नीतिगत समायोजन मुद्रास्फीति और आर्थिक वृद्धि दोनों के लिए संभावना के विकास पर निर्भर होंगे।



2.77 उभरते एशिया की कुछ अर्थव्यवस्थाओं में मुद्रास्फीति की दर अपेक्षतया सामान्य रही जो पूर्वोपायी मौद्रिक सख्ती तथा विनिमय दर में वृद्धि की ओर इंगित करता है। तथापि, विशेष रूप से बाहर से बड़ी मात्रा में पूंजी आगम के चलते अतिरिक्त चलनिधि संबंधी चिंताएं बरकरार हैं। चीन में उपभोक्ता वस्तु मुद्रास्फीति एक वर्ष पूर्व के 0.8 प्रतिशत की तुलना में बढ़कर मार्च 2007 में 3.3 प्रतिशत हो गई। मुद्रा आपूर्ति तथा ऋण में अत्यधिक वृद्धि को देखते हुए पिपुल्स बैंक ऑफ चाइना ने अप्रैल 2006, अगस्त 2006, मार्च 2007 में प्रत्येक बार उधार दर में 27 आधार अंक की, तथा मई 2007 में 18 आधार अंक की वृद्धि के साथ ही नई परियोजनाओं के अनुमोदन में प्रशासनिक रोक भी लगाई। उसने जुलाई 2006 से आरक्षित नकदी निधि अनुपात में आठ चरणों में 400 आधार अंकों की वृद्धि करके उसे 11.50 प्रतिशत (5 जून 2007 से लागू होनेवाली 50 आधार अंकों की बढ़ोतरी सहित) तक बढ़ाया। एशिया की अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में कोरिया ने अगस्त 2006 से अपनी दरें अपरिवर्तित रखीं। दूसरी ओर, वृद्धि को समर्थन देने के लिए थाइलैंड ने नीतिगत दरों में 94 आधार अंकों की (जनवरी 2007 से) तथा इंडोनेशिया ने 400 आधार अंकों की (मई 2006 से) कटौती की।

2.78 भारत में थोक मूल्य सूचकांक में वर्ष-दर-वर्ष परिवर्तन के आधार पर मापी जाने वाली हेडलाइन मुद्रास्फीति की दर, एक वर्ष पूर्व के 4.0 प्रतिशत के मुकाबले 31 मार्च 2007 को समाप्त सप्ताह के दौरान 5.7 प्रतिशत थी। औसत थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति दर (52 सप्ताह का औसत) एक वर्ष पूर्व के 4.4 प्रतिशत की तुलना में वर्ष 2006-07 में 5.4 प्रतिशत थी (चार्ट II.11)। आपूर्ति तथा मांग दोनों पक्षों के दबावों के प्रभाव को प्रतिबिंबित करते हुए वर्ष 2006-07 में मुद्रास्फीति में जो उतार-चढ़ाव हुआ वह प्राथमिक खाद्य वस्तुओं तथा विनिर्मित उत्पादों की कीमतों में हुए उतार-चढ़ाव से संचालित था।



2.79 प्राथमिक वस्तुओं, विशेष रूप से गेहूं, दालें, दूध, तिलहन तथा कपास की कीमतों में वृद्धि के चलते वर्ष 2006-07 में हेडलाइन मुद्रास्फीति की दर में वृद्धि हुई (सारणी 2.33)। देश में गेहूं का स्टॉक कम होने तथा ऊंची अंतरराष्ट्रीय कीमत के चलते गेहूं की कीमतों में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 7.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई। घरेलू उत्पादन में मंदी को प्रतिबिंबित करते हुए दाल की कीमतों में 12 प्रतिशत की वृद्धि हुई। दूध की कीमतों में 8.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई। तिलहन की कीमतों में, एक वर्ष पूर्व 9.2 प्रतिशत की कमी के मुकाबले अंतरराष्ट्रीय प्रवृत्ति के अनुरूप 30.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई। समग्र रूप में, प्राथमिक वस्तुओं की कीमतों में 31 मार्च 2007 को वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 10.7 प्रतिशत (एक वर्ष पूर्व 4.8 प्रतिशत) की वृद्धि हुई।

2.80 31 मार्च 2007 को इंधन समूह में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर मुद्रास्फीति की दर, पिछले वर्ष के 8.3 प्रतिशत के मुकाबले घटकर 1.0 प्रतिशत रह गई। 6 जून 2006 को पेट्रोल तथा डीजल की घरेलू कीमतों में वृद्धि के चलते 17 जून 2006 को ईंधन समूह में वर्ष-दर-वर्ष आधार पर मुद्रास्फीति की दर बढ़कर 9.9 प्रतिशत के उच्च स्तर तक पहुंच गई। बाद में, आधार वर्ष प्रभाव तथा नवंबर 2006 और फरवरी 2007 में पेट्रोल व डीजल की घरेलू कीमतों में कमी के चलते ईंधन समूहों की मुद्रास्फीति में कमी आई। यहां यह बात उल्लेखनीय है कि तेल की उच्चतर अंतरराष्ट्रीय कीमतों का असर पेट्रोल व डीजल तक सीमित रहा। सामाजिक जरूरत को ध्यान में रखते हुए नवंबर 2004 से एलपीजी की तथा अप्रैल 2002 से मिट्टी के तेल की घरेलू कीमतों में कोई परिवर्तन नहीं किया गया।

2.81 मुख्य रूप से खाद्य तेल/खली, सीमेंट, धातु तथा इलेक्ट्रिकल मशीनरी की कीमतों में वृद्धि के कारण विनिर्मित उत्पादों की वर्ष-दर-वर्ष आधारित मुद्रास्फीति एक वर्ष पहले के 1.9 प्रतिशत की तुलना में बढ़कर 31 मार्च 2007 को 5.8 प्रतिशत हो गई। धातुओं की कीमतें अंतरराष्ट्रीय कीमतों की प्रवृत्ति के अनुरूप बनी रहीं। 'मूल धातु, मिश्र धातु तथा उत्पाद' समूह की वर्ष-दर-वर्ष आधारित मुद्रास्फीति की दर 31 मार्च 2007 को 11.0 प्रतिशत थी जबकि एक वर्ष पूर्व इसमें 0.6 प्रतिशत की कमी आई थी। सीमेंट की घरेलू कीमतें, अंशतः घरेलू मांग में मजबूती को प्रतिबिंबित करते हुए, वर्ष-दर-वर्ष आधार पर पिछले वर्ष के 14.9 प्रतिशत की वृद्धि के स्तर से और 11.6 प्रतिशत बढ़ गई। इलेक्ट्रिकल मशीनरी की कीमतों में पिछले वर्ष के 4.1 प्रतिशत की तुलना में 12.8 प्रतिशत की वृद्धि हुई। गेहूं की घरेलू कीमतों में वृद्धि के अनुरूप अनाज मिल उत्पादों की कीमतों में 21.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई, जबकि चीनी की कीमतों में विश्व स्तर पर कमी आने के चलते उसकी घरेलू कीमतों में हाल के महीनों में नरमी आई। खाद्य तेल की कीमतों में 14.7 प्रतिशत की वृद्धि हुई जबकि पिछले वर्ष इसमें 3.3 प्रतिशत की गिरावट आई थी।

2.82 प्राथमिक वस्तुओं तथा विनिर्मित वस्तुओं की कीमतों की रोकथाम के लिए रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति की प्रत्याशा को रोकने के लिए मौद्रिक



मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.33 : भारत में थोक मूल्य मुद्रास्फीति (वर्ष-दर-वर्ष)

(प्रतिशत)

पण्य	1अप्रैल 2006			31मार्च 2007 अ	
	भार	मुद्रास्फीति	भा.अं.	मुद्रास्फीति	भा.अं.
1	2	3	4	5	6
<b>सभी पण्य</b>	<b>100.0</b>	<b>4.0</b>	<b>100.0</b>	<b>5.7</b>	<b>100.0</b>
<b>1. प्राथमिक वस्तुएँ</b>	<b>22.0</b>	<b>4.8</b>	<b>25.8</b>	<b>10.7</b>	<b>40.4</b>
खाद्यान्न वस्तुएँ	15.4	5.9	22.5	8.3	22.3
i. चावल	2.4	2.1	1.1	5.7	2.1
ii. गेहूँ	1.4	12.7	4.3	7.6	1.9
iii. दालें	0.6	33.3	4.5	12.0	1.4
iv. सब्जियाँ	1.5	7.6	2.4	1.4	0.3
v. फल	1.5	-3.9	-1.9	5.5	1.7
vi. दूध	4.4	1.9	2.0	8.4	6.0
vii. अंडे, मांस, मछली	2.2	13.2	7.3	11.1	4.6
खाद्येतर (वस्तुएँ)	6.1	-2.4	-3.5	16.6	15.5
i. कपास	1.4	-1.7	-0.4	21.4	3.6
ii. तिलहन	2.7	-9.2	-5.5	30.6	11.0
iii. गन्ना	1.3	0.7	0.3	1.1	0.3
खनिज	0.5	43.6	6.9	17.0	2.6
<b>2. ईंधन, ऊर्जा, बिजली और लुब्रिकेट्स</b>	<b>14.2</b>	<b>8.3</b>	<b>45.5</b>	<b>1.0</b>	<b>4.1</b>
i. खनिज तेल	7.0	12.0	37.2	0.5	1.2
ii. विद्युत	5.5	4.5	8.3	2.3	2.9
iii. कोयला खनन	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>3. निर्मित उत्पाद</b>	<b>63.8</b>	<b>1.9</b>	<b>27.7</b>	<b>5.8</b>	<b>55.9</b>
i. खाद्य पदार्थ	11.5	1.0	2.6	6.4	11.3
जिसमें से: चीनी	3.6	6.2	4.7	-12.7	-6.9
खाद्य तेल	2.8	-3.3	-1.8	14.7	5.1
ii. सूती वस्त्र	4.2	2.3	2.1	-1.0	-0.6
iii. मनुष्य निर्मित रेशे	4.4	-3.9	-2.1	3.7	1.3
iv. रसायन तथा रसायनिक उत्पाद	11.9	3.3	9.7	2.9	5.8
जिसमें से: खाद	3.7	0.2	0.1	1.8	1.0
v. मूल धातु, मिश्र धातु तथा धातु उत्पाद	8.3	-0.6	-1.5	11.0	17.6
जिसमें से: लोहा और इस्पात	3.6	-4.2	-5.1	7.5	5.8
vi. गैर धातु खनिज उत्पाद	2.5	9.6	5.4	9.0	3.7
जिसमें से: सीमेंट	1.7	14.9	5.6	11.6	3.3
vii. मशीनरी तथा मशीन औजार	8.4	3.2	5.2	8.0	8.8
जिसमें से: बिजली की मशीनरी	5.0	4.1	3.1	12.8	6.9
viii. परिवहन उपकरण और कल पुर्जे	4.3	0.9	0.8	2.1	1.2
<b>ज्ञापन:</b>					
<b>खाद्य वस्तुएँ (मिश्रित)</b>	<b>26.9</b>	<b>3.9</b>	<b>25.1</b>	<b>7.5</b>	<b>33.6</b>
<b>थो.मू.सू. खाद्य वस्तुओं को छोड़कर</b>	<b>73.1</b>	<b>4.0</b>	<b>74.9</b>	<b>5.1</b>	<b>66.4</b>
<b>थो.मू.सू. ईंधन को छोड़कर</b>	<b>85.8</b>	<b>2.8</b>	<b>54.5</b>	<b>7.1</b>	<b>95.9</b>

अ : अनंतिम भा.अं. : भारत अंश

उपाय किए। इसके अतिरिक्त वर्ष के दौरान सरकार ने भी इस दिशा में राजकोषीय और आपूर्ति पक्ष संबंधी कतिपय उपाय किए।

2.83 हेडलाइन थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति वर्ष-दर-वर्ष आधार पर 5 मई 2007 को 5.4 प्रतिशत थी जबकि मार्च 2007 के अंत में यह

5.7 प्रतिशत और उससे एक वर्ष पूर्व 4.4 प्रतिशत थी। प्राथमिक वस्तुओं और विनिर्मित वस्तु समूह की मुद्रास्फीति बढ़कर क्रमशः 11.1 प्रतिशत (एक वर्ष पूर्व 5.1 प्रतिशत) और 5.1 प्रतिशत (2.3 प्रतिशत) हो गई जबकि इंधन समूह की मुद्रास्फीति घटकर 0.7 प्रतिशत (9.0 प्रतिशत)

**सारणी 2.34 : भारत में उपभोक्ता मूल्य मुद्रास्फीति (सीपीआई) (वर्ष-दर-वर्ष)**

(प्रतिशत)

मुद्रास्फीति माप	मार्च 2003	मार्च 2004	मार्च 2005	मार्च 2006	जून 2006	सितं. 2006	दिसं.2006	मार्च 2007
1	2	3	4	5	6	7	8	9
सीपीआई-आइ डब्ल्यू	4.1	3.5	4.2	4.9	7.7	6.8	6.9	6.7
सीपीआई-यूएनएमई	3.8	3.4	4.0	5.0	6.5	6.6	6.9	7.6
सीपीआई-एएल	4.9	2.5	2.4	5.3	7.2	7.3	8.9	9.5
सीपीआई-आरएल	4.8	2.5	2.4	5.3	7.2	7.0	8.3	9.2
<b>ज्ञापन:</b>								
डब्ल्यूपीआई मुद्रास्फीति	6.5	4.6	5.1	4.1	4.8	5.4	5.9	5.7
आइडब्ल्यू : औद्योगिक कामगार।	यूएनएमई : शहरी गैर मैन्युअल कर्मचारी।		एएल : कृषि श्रमिक।		आरएल : ग्रामीण श्रमिक।			

रह गई। औसत थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति की दर बढ़कर 5 मई 2007 को 5.6 प्रतिशत हो गई जबकि एक वर्ष पूर्व यह दर 4.2 प्रतिशत के स्तर पर थी।

**2.84** वर्ष 2006-07 के दौरान उपभोक्ता वस्तुओं की मुद्रास्फीति में भी वृद्धि हुई और यह थोक मूल्य सूचकांक से अधिक के स्तर पर बनी रही। इसका कारण खाद्य वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि की दर अधिक होना और उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में खाद्य वस्तुओं के लिए उच्चतर भार निर्धारित किया जाना है (सारणी 2.34)।

**2.85** संक्षेप में, वर्ष 2006-07 के दौरान बैंक ऋण की मांग काफी अधिक रही। इस मांग की पूर्ति बैंक जमाराशियों में वृद्धि करके की गई। साथ ही, मुद्रा की आपूर्ति में वृद्धि भी एक वर्ष पूर्व के स्तर से अधिक रही; यह वृद्धि वार्षिक नीति वक्तव्य में घोषित दर से अधिक है। वर्ष 2006-07 के दौरान प्राथमिक खाद्य वस्तुओं और विनिर्मित वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि के चलते मुद्रास्फीति की दर में वृद्धि हुई और यह वृद्धि आपूर्ति तथा मांग के दबावों के पारस्परिक प्रभाव को प्रतिबिंबित करती है। तेल की घरेलू कीमतों में वृद्धि का असर (पास-थ्रू) एलपीजी तथा मिट्टी के तेल की कीमतों पर नहीं पड़ा। वर्ष 2006-07 के दौरान उपभोक्ता वस्तु मूल्य मुद्रास्फीति की माप संबंधी आंकड़े थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति के आंकड़ों से उच्चतर थे जो प्राथमिक खाद्य वस्तु मूल्यों में तेज वृद्धि को दर्शाते हैं।

**IV. वित्तीय बाजार**

**2.86** वर्ष 2006-07 के दौरान वित्तीय बाजार, उतार-चढ़ाव की कुछेक स्थितियों को छोड़कर, सुव्यवस्थित बना रहा। अल्पकालीन मुद्रा दरें, दिसंबर 2006 के मध्य तक रिवर्स रेपो और रेपो दर के दायरे में रहीं। तथापि, दिसंबर 2006 के दूसरे पखवाड़े से सरकार की नकद शेष राशि में भारी परिवर्तन और विदेशी मुद्रा के प्रवाह में भारी उतार-चढ़ाव तथा मौद्रिक नीति में कड़ाई के दौर में कतिपय सहभागियों के पास समपाश्वर्क की कमी के चलते चलनिधि में घट-बढ़ के कारण मांग दरों में बीच-बीच

में वृद्धि होती रही। वित्तीय वर्ष के दौरान विदेशी मुद्रा बाजार में यूएस डॉलर की तुलना में भारतीय रुपए के मूल्य में उतार-चढ़ाव देखा गया, साथ ही मार्च 2007 के बाद डॉलर के मुकाबले रुपए के मूल्य में उल्लेखनीय वृद्धि हुई। वर्ष 2006-07 के दौरान सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्रतिफल में कमी आई। वित्तीय वर्ष के दौरान ईक्विटी बाजार, मई-जून 2006 और फरवरी-मार्च 2007 के दौरान के उतार-चढ़ाव को छोड़कर, सुव्यवस्थित रहा। इस खंड में वर्ष 2006-07 तथा 2007-08 (जहां तक आंकड़े उपलब्ध हैं) के दौरान वित्तीय बाजार के विभिन्न खंडों की समीक्षा तथा मूल्यांकन किया गया है।

**मांग मुद्रा बाजार**

**2.87** वर्ष 2006-07 के दौरान, उतार-चढ़ाव वाली कुछेक अवधियों को छोड़कर, मुद्रा बाजार की स्थिति काफी अच्छी थी। वर्ष 2005-06 के उत्तरार्ध में मांग मुद्रा दरों में जो बढ़ोतरी हुई थी वह अप्रैल-मई 2006 के दौरान घट गई तथा यह रिवर्स रेपो दर (चलनिधि समायोजन सुविधा के दायरे का निचला स्तर) के आसपास रही जो चलनिधि की अच्छी उपलब्धता को दर्शाता है। 9 जून 2006 से नियत रिवर्स रेपो/रेपो दर में 25 आधार अंकों की बढ़ोतरी के चलते मांग दरों में भी तदनु रूप वृद्धि हुई। नियत रिवर्स रेपो/ रेपो दर में 25 आधार अंक की वृद्धि (25 जुलाई 2006 से) के चलते जुलाई 2006 में मांग दरों में फिर से बढ़ोतरी हुई। अन्य बातों के साथ-साथ कर के अग्रिम भुगतान और ऋण की अधिक मांग के साथ त्योहारों के मौसम में मुद्रा की मांग में वृद्धि के चलते चलनिधि में कमी आने के कारण जब मांग मुद्रा दर बढ़कर 6.33 प्रतिशत हो गई तो सितंबर 2006 में तुलनामूलक रूप में चलनिधि में कमी आ गई। अक्टूबर 2006 में औसत मासिक मांग मुद्रा दर में वृद्धि हुई तथा यह 6.75 तक पहुंच गई। 31 अक्टूबर 2006 से नियत रेपो दर में 25 आधार अंक वृद्धि करके उसे 7.25 प्रतिशत किये जाने पर मांग दर में मामूली वृद्धि हुई और नवंबर 2006 के पहले तीन सप्ताह के दौरान औसत मांग दर 6.90 प्रतिशत के स्तर पर आ गई। तथापि नवंबर के अंत के आसपास मांग दरों में कमी आने के कारण मासिक औसत मांग दर घटकर

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.35 : घरेलू वित्तीय बाज़ार-चयनित संकेतक

वर्ष/ महीना	माँग मुद्रा		सरकारी प्रतिभूतियाँ		विदेशी मुद्रा			चलनिधि प्रबंध		ईक्विटी				
	औसत दैनिक कारोबार (करोड़ रुपए)	औसत माँग दरें * (प्रति शत)	औसत 10-वर्षीय आय @ (प्रति शत)	स.प्रति. में औसत दैनिक कारोबार (करोड़ रुपए) +	औसत दैनिक अंतर बैंक कारोबार (अमरीकी\$ मिलियन)	औसत विनिमय दर (रुपए प्रति अमरीकी \$)	रिज़र्व बैंक की निवल विदेशी मुद्रा बिज़नेस (-)/ खरीद (+) (अमरीकी \$ मिलियन)	औसत वायदा प्रिमियम 3- माह (प्रति शत)	औसत एमएसएस बकाया रिवर्स रेपो (एलएएफ) रुपए)	औसत दैनिक बोएसई कारोबार (करोड़ रुपए)	औसत दैनिक एनएसई कारोबार (करोड़ रुपए)	औसत बोएसई सेसेक्स** (करोड़ रुपए)	औसत एसएंडपी सीएनएक्स निपटी **	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2005-06</b>														
अप्रैल	17,213	4.77	7.02	3,001	9,880	43.74	-	1.96	65,638	30,675	1,890	4,136	6,379	1,987
मई	15,269	4.99	7.11	3,805	10,083	43.49	-	1.57	68,539	22,754	1,971	3,946	6,483	2,002
जून	20,134	5.10	6.88	6,807	10,871	43.58	-104	1.40	70,651	13,916	2,543	4,843	6,926	2,134
जुलाई	20,046	5.02	7.13	3,698	11,003	43.54	2,473	1.56	70,758	10,754	3,095	6,150	7,337	2,237
अगस्त	16,158	5.02	7.04	4,239	11,749	43.62	1,552	0.69	71,346	34,832	3,451	6,624	7,726	2,358
सितंबर	16,292	5.05	7.04	5,207	11,040	43.92	-	0.62	67,617	30,815	3,871	6,923	8,272	2,512
अक्टूबर	17,164	5.12	7.14	2,815	13,087	44.82	-	0.69	68,602	18,608	2,955	6,040	8,220	2,487
नवंबर	22,620	5.79	7.10	3,314	11,228	45.73	-	0.67	67,041	3,268	2,635	5,480	8,552	2,575
दिसंबर	21,149	6.00	7.13	2,948	13,808	45.64	-6,541	1.51	52,040	1,452	3,516	6,814	9,162	2,773
जनवरी	17,911	6.83	7.15	3,094	16,713	44.40	-	2.60	40,219	-15,386	3,966	7,472	9,540	2,893
फरवरी	13,497	6.95	7.32	2,584	15,798	44.33	2,614	2.85	33,405	-13,532	3,688	7,125	10,090	3,019
मार्च	18,290	6.58	7.40	2,203	17,600	44.48	8,149	3.11	29,652	-6,319	5,398	9,518	10,857	3,236
<b>2006-07</b>														
अप्रैल	16,909	5.62	7.45	3,685	17,712	44.95	4,305	1.31	25,709	46,088	4,860	9,854	11,742	3,494
मई	18,074	5.54	7.58	3,550	18,420	45.41	504	0.87	26,457	59,505	4,355	9,155	11,599	3,437
जून	17,425	5.73	7.86	2,258	15,310	46.06	-	0.73	31,845	48,610	3,261	6,828	9,935	2,915
जुलाई	18,254	5.86	8.26	2,243	14,325	46.46	-	0.83	36,936	48,027	2,605	5,652	10,557	3,092
अगस्त	21,294	6.06	8.09	5,786	15,934	46.54	-	1.22	40,305	36,326	2,869	5,945	11,305	3,306
सितंबर	23,665	6.33	7.76	8,306	18,107	46.12	-	1.31	40,018	25,862	3,411	6,873	12,036	3,492
अक्टूबर	26,429	6.75	7.65	4,313	16,924	45.47	-	1.67	41,537	12,983	3,481	6,919	12,637	3,649
नवंबर	25,649	6.69	7.52	10,654	20,475	44.85	3,198	2.07	38,099	9,937	4,629	8,630	13,416	3,869
दिसंबर	24,168	8.63	7.55	5,362	19,932	44.64	1,818	3.20	38,148	-1,713	4,276	8,505	13,647	3,918
जनवरी	22,360	8.18	7.71	4,822	21,065 P	44.33	2,830	4.22	39,553	-10,738	4,380	8,757	13,984	4,037
फरवरी	23,254	7.16	7.90	4,386	20,050 P	44.16	11,862	3.71	40,827	648	4,680	9,483	14,143	4,079
मार्च	23,217	14.07	8.00	2,991	24,231 P	44.03	-	4.51	52,944	-11,858	3,716	7,998	12,850	3,731

\* : दैनिक भारित माँग मुद्रा उधार दरों का औसत ।

@ : दैनिक लेखाबंदी दरों का औसत ।

+ : केंद्रीय सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों का एकमुश्त कारोबार ।

# : बाजार स्थिरीकरण योजना के साप्ताहिक बकाया का औसत ।

\*\* : दैनिक लेखाबंदी सूचकांक का औसत । - : कुछ नहीं ।

अ : अनंतिम ।

6.69 प्रतिशत रह गई। दिसंबर के दूसरे सप्ताह से मांग दरों में वृद्धि प्रारंभ हुई और 29 दिसंबर 2006 को यह 16.9 प्रतिशत तक पहुंच गई तथा माह के दौरान औसत दर 8.63 प्रतिशत रही। मांग दरों में वृद्धि का कारण, सीआरआर में बढ़ोतरी और कर के अग्रिम भुगतान के कारण चलनिधि की मात्रा में कमी आना है (सारणी 2.35)। तथापि जनवरी 2007 में मांग दरों में कमी आई और औसत मांग दर 8.18 प्रतिशत रही। फरवरी 2007 में मांग दर में और कमी आई और दूसरे सप्ताह के अंत तक यह 6.5 प्रतिशत रह गई। 13 फरवरी 2007 को सीआरआर में बढ़ोतरी की घोषणा के बाद फरवरी के मध्य तक मांग दर बढ़कर लगभग 8.0 प्रतिशत हो गई और फरवरी के अंत तक यह घटकर 6.0 प्रतिशत तक आ गई। फरवरी 2007 के दौरान मांग दर औसतन 7.16 प्रतिशत रही।

2.88 मार्च के प्रथम सप्ताह के दौरान मांग मुद्रा दरें रेपो/रिवर्स रेपो दर के दायरे की निचली सीमा से भी नीचे तक आ गई तथा मार्च के मध्य तक मांग मुद्रा की औसत दर 5.62 प्रतिशत थी। 17 से 31 मार्च 2007 के दौरान

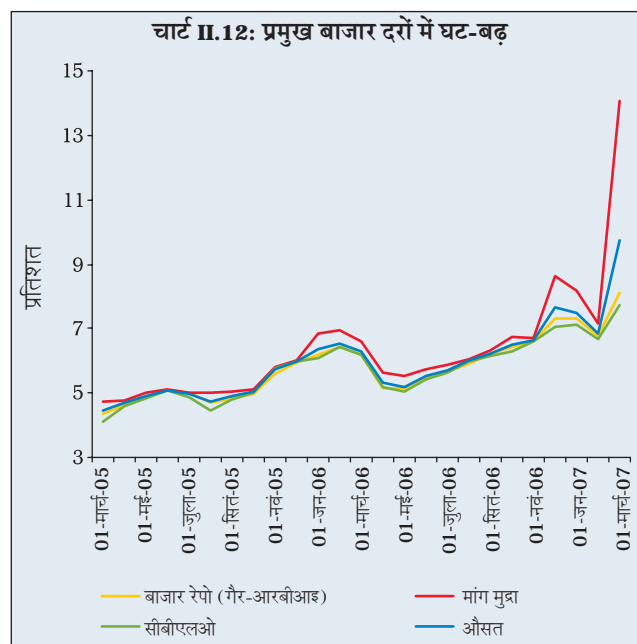
रात्रिपर्यंत मांग दर दायरे की ऊपरी सीमा से अधिक के स्तर के आसपास बनी रही और अगले पांच दिनों तक यह 20 प्रतिशत से अधिक के स्तर पर थी। 21 मार्च तथा 30 मार्च 2007 को मांग दर 50 प्रतिशत से ऊपर तक पहुंच गई। माह के दौरान औसत मांग दर 14.07 प्रतिशत बनी रही। सरकार की नकदी शेष राशि में तेजी से गिरावट आने से चलनिधि की स्थिति में सुधार होने के कारण मांग मुद्रा दर में कमी आई तथा अप्रैल 2007 के पूर्वार्ध में दैनिक भारित औसत आधार पर यह दर 3.27 से 12.83 प्रतिशत के बीच रही। मौद्रिक उपाय के रूप में 30 मार्च 2007 को आरक्षित नकदी निधि (सीआरआर) अनुपात में बढ़ोतरी का प्रथम चरण 14 अप्रैल 2007 से लागू हो जाने और बाजार उधार कार्यक्रम के अंतर्गत सरकार द्वारा संसाधन जुटाने के चलते अप्रैल के उत्तरार्ध में मांग दर बढ़कर 7.36 प्रतिशत से 15.01 प्रतिशत के बीच रही तथा इस दौरान की औसत मांग दर 9.76 प्रतिशत थी। अप्रैल 2007 में औसत मांग दर 8.33 प्रतिशत थी। मई 2007 (19 मई 2007 तक) के दौरान दैनिक भारित औसत मांग मुद्रा दरें 2.80 से

## हाल की आर्थिक गतिविधियां

9.08 प्रतिशत के बीच रहीं और इसकी औसत दर 7.24 प्रतिशत अर्थात् चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) रेपो दर से कम थी। हाल की अवधि में मुद्रा बाजार में बढ़ते उतार-चढ़ाव का आंशिक कारण बैंकों के बीच निधियों तथा पात्र समर्थक प्रतिभूति का असमान वितरण होना है। इस उतार-चढ़ाव को कुछ बैंकों में अस्ति देयता में हुए असंतुलन से भी बल मिला क्योंकि उनके पास समर्थक प्रतिभूतियां बहुत कम थीं तथा परिपक्वता अवधि के आसपास उनके पास प्रावधान की राशि पर्याप्त मात्रा में नहीं थी। इसके कारण संपाश्वर्कृत बाजार से उधार लेने अथवा रिजर्व बैंक की चलनिधि समायोजन सुविधा का लाभ उठाने की उनकी क्षमता सीमित हो जाने से उन्हें असंपाश्वर्कृत बाजार से अधिक दरों पर निधि जुटाने के लिए मजबूर होना पड़ा। एलएएफ के माध्यम से चलनिधि के लिए जो भी मांग होती रही, रिजर्व बैंक ने उसे पूरा किया। इस प्रकार, कर के अग्रिम भुगतान के कारण मार्च 2007 के उत्तरार्ध से चलनिधि में जो कमी आई वह अप्रैल/मई तक बनी रही तथा इसके कारण मांग दरों में बढ़ोतरी हुई।

### संपाश्वर्कृत बाजार

2.89 अगस्त 2005 से बैंक से इतर सहभागियों (प्राथमिक व्यापारियों को छोड़कर) को गैर-संपाश्वर्कृत मुद्रा बाजार में भाग लेने के लिए रोक लगाए जाने के बाद संपाश्वर्कृत खंड मुद्रा बाजार के महत्वपूर्ण खंड के रूप में उभर कर सामने आया है। वर्ष 2006-07 के पहले दो महीनों में मुद्रा बाजार के संपाश्वर्कृत खंड - मार्केट रेपो (एलएएफ से बाहर) तथा संपाश्वर्कृत उधार और ऋणदायी बाध्यता खंड - की ब्याज दरों में वर्ष 2005-06 की अंतिम तिमाही के मुकाबले कमी आई है। तथापि, नियत रिवर्स रेपो दर में वृद्धि तथा उसके बाद सितंबर 2006 में चलनिधि की मात्रा में आई कमी के कारण जून 2006 से संपाश्वर्कृत मुद्रा बाजार में दरों का क्रमशः बढ़ना शुरू हुआ। मार्केट रेपो और सीबीएलओ दरें जो अप्रैल 2006 के दौरान घटकर क्रमशः 5.15 और 5.18 तक आ गई थी, दिसंबर 2006 में बढ़कर क्रमशः 7.33 और 7.05 प्रतिशत हो गईं। फरवरी 2007 के दौरान बाजार रेपो तथा सीबीएलओ खंड की दरें घटकर क्रमशः 6.76 प्रतिशत तथा 6.67 प्रतिशत हो गईं तथा मार्च 2007 में ये मांग मुद्रा बाजार दरों की तर्ज पर बढ़कर क्रमशः 8.13 तथा 7.73 प्रतिशत हो गईं। भारत औसत आधार पर सीबीएलओ दर तथा बाजार रेपो दर औसत रूप में फरवरी 2007 में 6.70 प्रतिशत तथा मार्च 2007 में 7.86 प्रतिशत थी। तथापि, वर्ष 2006-07 में इन खंडों में ब्याज दरें मांग दर से कम रहीं (चार्ट II.12)। दिसंबर 2006 के मध्य तक सीबीएलओ तथा बाजार रेपो खंड में ब्याज दरें रेपो-रिवर्स रेपो दर के दायरे में बनी रहीं। मुद्रा बाजार में चलनिधि की कमी के अनुरूप इन खंडों की ब्याज दरें भी बढ़ गईं तथा दिसंबर 2006 के उत्तरार्ध से ये दरें रेपो रेट के आसपास बनी रहीं, परंतु ये दरें मांग दरों से कम थीं। चलनिधि में कमी वाली परवर्ती अवधियों में भी संपाश्वर्कृत खंड में ब्याज दरें कमोबेश रेपो रेट



के आसपास बनी रहीं; केवल मार्च के अंत के आसपास ये दरें एलएएफ रेपो दर से काफी अधिक थीं, फिर भी ये दरें मांग दरों से नीचे थीं।

2.90 वर्ष 2006-07 के दौरान सीबीएलओ तथा बाजार रेपो दर का औसत 6.24 प्रतिशत तथा 6.34 प्रतिशत था जबकि मांग मुद्रा बाजार दर 7.22 प्रतिशत थी। सीबीएलओ और बाजार रेपो दरें दायरे के अंदर रहीं तथा अप्रैल 2007 में इनकी औसत दर क्रमशः 6.12 प्रतिशत और 6.76 प्रतिशत थी। मई 2007 के पूर्वार्ध में सीबीएलओ और बाजार रेपो दरें घटकर रिवर्स रेपो दर से नीचे आ गईं तथा तीसरे सप्ताह में ये दरें रेपो रेट के आसपास बनी रहीं। अप्रैल तथा मई 2007 (19 मई 2007 तक) के दौरान मुद्रा बाजार के संपाश्वर्कृत खंडों की दरें प्रायः एलएएफ रेपो दर के दायरे के अंदर अथवा उसके आसपास बनी रहीं।

2.91 वर्ष 2006-07 के दौरान कुल मात्रा में 70 प्रतिशत की हिस्सेदारी के साथ संपाश्वर्कृत बाजार अब मुद्रा बाजार का एक प्रमुख हिस्सा बन गया है। म्यूच्युअल फंड तथा वित्तीय संस्थाएं सीबीएलओ बाजार के प्रमुख ऋणदाता हैं जबकि राष्ट्रीयकृत बैंक प्रमुख उधारकर्ता। बाजार रेपो खंड में म्यूच्युअल फंड प्रमुख निधि प्रदाता हैं जबकि विदेशी बैंक, निजी क्षेत्र के बैंक तथा प्राथमिक व्यापारी प्रमुख उधारकर्ता हैं।

2.92 वर्ष 2005-06 के वार्षिक नीति वक्तव्य में की गई घोषणा के अनुसार 18 सितंबर 2006 को मांग/नोटिस तथा मियादी मुद्रा बाजार के सभी लेनदेनों के लिए स्क्रीन आधारित तयशुदा भाव बोली द्वारा निर्धारित एक प्रणाली प्रारंभ की गई है। एनडीएस-कॉल का विकास भारतीय रिजर्व बैंक के लिए भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआइएल) द्वारा किया गया है और यह आशा की जाती है कि इससे पारदर्शिता बढ़ाने और

बेहतर मूल्य की खोज करने में सहायता मिलेगी। यद्यपि इस प्लेटफॉर्म के जरिए कारोबार करना वैकल्पिक है, तथापि अब तक 84 बैंकों (16 सहकारी बैंकों सहित) तथा 7 प्राथमिक व्यापारियों ने एनडीएस-कॉल की सदस्यता ले रखी है।

#### चलनिधि की स्थिति

2.93 बैंक ऋण में निरंतर बढ़ोतरी के बावजूद वर्ष 2006-07 में चलनिधि की स्थिति सामान्यतः अच्छी रही। रिजर्व बैंक स्थित केंद्र सरकार के खाते में अतिरिक्त शेष राशि में कमी आने तथा रिजर्व बैंक के विदेशी मुद्रा बाजार परिचालन के असर के चलते अप्रैल-जून 2006 के दौरान चलनिधि की स्थिति में सुधार हुआ। रिजर्व बैंक ने एलएएफ के अंतर्गत परिचालनों के जरिए चलनिधि का अवशोषण किया तथा मई 2006 में एमएसएस के अंतर्गत खजाना बिलों की नीलामी प्रारंभ की। एलएएफ के अंतर्गत अप्रैल-जून 2006 के दौरान रिजर्व बैंक ने रिवर्स रेपो के जरिए औसतन 51,490 करोड़ रुपए की चलनिधि का अवशोषण किया जबकि पिछली तिमाही (जनवरी-मार्च 2006) के दौरान रिपो के जरिए 11,686 करोड़ रुपए की चलनिधि का अंतःक्षेपण (इंजेक्शन) किया गया था। रिवर्स रेपो के जरिए औसत निवल अवशोषण की राशि जुलाई 2006 के 48,000 करोड़ रुपए के मुकाबले अक्टूबर 2006 में घटकर 12,983 करोड़ रुपए हो गई। नवंबर में रिवर्स रेपो के जरिए औसत निवल अवशोषण की राशि 9,937 करोड़ रुपए थी। तथापि, कर के अग्रिम भुगतान के कारण चलनिधि में कमी आने तथा ऋण की मात्रा में उच्चतर वृद्धि के साथ-साथ मुद्रास्फीति में भी बढ़ोतरी होने के कारण सीआरआर में वृद्धि किए जाने से दिसंबर 2006 तथा जनवरी 2007 में औसत क्रमशः 1,713 करोड़ रुपए तथा 10,738 करोड़ रुपए की निवल चलनिधि का अंतःक्षेपण किया गया। 3 मई 2006 से एमएसएस के अंतर्गत निर्गमों का फिर से प्रारंभ किए जाने के बाद उसके जरिए चलनिधि का अवशोषण किया गया। पिछले वित्तीय वर्ष में एमएसएस के अंतर्गत 33,912 करोड़ रुपए की अतिरिक्त राशि का अवशोषण किया गया था। फरवरी 2007 के दूसरे सप्ताह में एलएएफ के जरिए अवशोषण प्रारंभ किया गया तथा चलनिधि की स्थिति तथा मुद्रास्फीति की अपेक्षा को रोकने की अत्यावश्यकता को ध्यान में रखते हुए रिजर्व बैंक ने 13 फरवरी 2007 को सीआरआर में और बढ़ोतरी करने की घोषणा की।

2.94 फरवरी 2007 में रिवर्स रेपो के जरिए औसत दैनिक अवशोषण की राशि 648 करोड़ रुपए थी। चलनिधि की स्थिति की समीक्षा के बाद रिजर्व बैंक ने 2 मार्च 2007 को चलनिधि के प्रबंधन के लिए संशोधित व्यवस्था प्रारंभ की जिसमें अति अल्पावधि के असंतुलों के संतुलक के रूप में एलएएफ सुविधा के महत्व पर बल देते हुए यह निर्णय लिया गया कि दैनिक रिवर्स रेपो नीलामियों के जरिए चलनिधि के अवशोषण को संयोजित किया जाएगा। तदनुसार 5 मार्च 2007 से दैनिक रिवर्स रेपो

अवशोषण को प्रति दिन (आबंटन यथानुपात आधार पर आनुपातिक होगा) अधिकतम 3000 करोड़ रुपए तक सीमित रखा गया जिसमें 2,000 करोड़ रुपए पहले एलएएफ के लिए और 1,000 करोड़ रुपए दूसरे एलएएफ के लिए होगा। 5 मार्च से 15 मार्च 2007 के दौरान चलनिधि की मात्रा अधिक होने के कारण दैनिक अवशोषण की राशि 3,000 करोड़ रुपए की ऊपरी सीमा के आस-पास थी। परंतु, 16 मार्च 2007 से मुख्यतः प्रत्यक्ष कर के भुगतान की तिमाही अनुसूची के चलते प्रणाली में चलनिधि की मात्रा कम हो गई। मार्च के उत्तरार्ध के दौरान चलनिधि के अंतःक्षेपण की निवल दैनिक औसत राशि 31,124 करोड़ रुपए थी तथा पूरे माह के लिए ऐसी औसत राशि 11,858 करोड़ रुपए थी।

2.95 अप्रैल 2007 में सीआरआर में दो चरणों में वृद्धि लागू हो जाने से प्रणाली में चलनिधि की मात्रा में कमी आई जिसके चलते एलएएफ के जरिए चलनिधि का अंतःक्षेपण बढ़ गया। एलएएफ के जरिए चलनिधि का औसत दैनिक निवल अंतःक्षेपण 8,937 करोड़ रुपए था। माह के दौरान केवल सात दिन अर्थात् 9 से 15 अप्रैल 2007 के बीच, चलनिधि का अवशोषण किया गया। मई 2007 (19 मई 2007 तक) के दौरान, 7 से 13 मई 2007 के दौरान को छोड़कर, रिजर्व बैंक ने चलनिधि का अंतःक्षेपण किया।

2.96 हाल के वर्षों में चलनिधि प्रबंधन के प्रमुख मुद्दों में अप्रत्याशित रूप में बड़ी मात्रा में पूंजी का आगम होना शामिल है। इसके चलते बाहरी कारकों से चलनिधि में वृद्धि के साथ-साथ मुद्रा की आपूर्ति, कीमतों तथा विनिमय दरों में बढ़ोतरी होती है। इसके कारण उपयुक्त निष्प्रभावीकरण उपायों की आवश्यकता हुई। तिमाही भुगतान अनुसूची के कारण प्रत्यक्ष कर का भुगतान एक साथ किए जाने से रिजर्व बैंक स्थित सरकार की नकदी शेष राशि में काफी बड़ी मात्रा में आवधिक घटबढ़ होता है जिसका असर कर राजस्व में भारी वृद्धि के रूप में हाल की तिमाहियों में देखा गया। सरकार की नकदी शेष राशि में अत्यधिक घटबढ़ होने से मौद्रिक आधार में अप्रत्याशित संकुचन अथवा विस्तार होता है और इसके परिणामस्वरूप मुद्रा आपूर्ति का प्रबंधन और कठिन हो जाता है। पिछले कुछ वर्षों से एलएएफ चलनिधि प्रबंधन तथा मौद्रिक नीति दोनों के लिए प्रमुख परिचालनगत लिखत के रूप में उभरा है। दूसरी ओर, बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) ने चलनिधि के अल्पावधि प्रबंधन में एलएएफ की भूमिका पर असर डाले बिना, पूंजी के निरंतर अंतर्वाह से उत्पन्न स्थिति से निपटने के लिए वैकल्पिक लिखत के रूप में कार्य किया है। इसके अतिरिक्त, यह आशा की जाती है कि एलएएफ तथा एमएसएस के लिए मार्च 2007 में स्थापित संशोधित व्यवस्था से प्रणाली में आवश्यक चलनिधि को बनाए रखने में सुविधा होगी, साथ ही मौद्रिक नीति के रुख तथा उद्देश्य के अनुसार चलनिधि से उत्पन्न स्थिति से शीघ्रता से निपटने में सुविधा होगी।



जमा प्रमाणपत्र

2.97 राजकोषीय वर्ष 2006-07 के दौरान अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा जारी जमा प्रमाणपत्रों की मांग काफी अधिक रही। ऋण की निरंतर मांग को देखते हुए अनुसूचित वाणिज्य बैंकों ने जमा प्रमाणपत्रों के जरिए जमाराशि जुटाना प्रारंभ कर दिया। जमा प्रमाणपत्रों की बकाया राशि मार्च 2006 के अंत के 43,568 करोड़ रुपए (जारीकर्ता बैंक की सकल जमाराशि का 4.8 प्रतिशत) की तुलना में 30 मार्च 2007 में बढ़कर 93,272 करोड़ रुपए (अंतर-समूह में महत्वपूर्ण परिवर्तन सहित जारीकर्ता बैंकों की सकल जमाराशि का 4.83 प्रतिशत) हो गई। जमा प्रमाणपत्रों का समग्र भारत औसत बढ़ा दर (डब्ल्यूएडीआर), जो मार्च 2006 के अंत में बढ़कर 8.62 प्रतिशत हो गयी थी, अप्रैल 2006 के अंत में घटकर 7.03 प्रतिशत हो गई। डब्ल्यूएडीआर बढ़कर 30 मार्च 2007 को 10.75 प्रतिशत हो जाने के चलते जमा प्रमाणपत्रों की ब्याज दरों में जुलाई से पुनः वृद्धि हुई। 13 अप्रैल 2007 को जमा प्रमाणपत्रों की डब्ल्यूएडीआर 10.15 प्रतिशत थी। संसाधनों की कमी को पूरा करने के लिए निजी क्षेत्र के बैंक तथा विदेशी बैंक भी जमा प्रमाणपत्रों के जरिए अधिक मात्रा में संसाधन जुटा रहे हैं। संस्थागत निवेशक, जैसे म्यूच्युअल फंड आदि अपने-अपने अल्पावधि संसाधनों के निवेश हेतु इन प्रमाणपत्रों में निवेश कर रहे हैं।

वाणिज्य पत्र

2.98 जारी किए गए वाणिज्य पत्रों (सीपी) की कुल बकाया राशि में उल्लेखनीय वृद्धि हुई और यह 31 मार्च 2006 के 12,718 करोड़ रुपए की तुलना में बढ़कर 31 मार्च 2007 को 17,688 करोड़ रुपए हो गई। भारत औसत बढ़ा दर जो मार्च 2006 के अंत में 8.59 प्रतिशत तक बढ़ गई थी, मई 2006 के मध्य तक उसमें कमी आई। मुद्रा बाजार दरों में वृद्धि के अनुरूप वाणिज्य पत्रों की ब्याज दरों में भी अगस्त के मध्य के बाद थोड़ी-सी वृद्धि हुई। कंपनियां, मुद्रा बाजार के अन्य खंडों द्वारा दिए जा

रहे प्रतिलाभ के अनुरूप, तीन माह से अधिक अवधि की परिपक्वता वाले वाणिज्य पत्रों के लिए 10.25 प्रतिशत से 12.50 प्रतिशत तक का प्रतिलाभ दे रही हैं। वाणिज्य पत्र जारी करने वाली कंपनियों में मुख्य रूप से पट्टादायी और वित्त कंपनियां थीं। वर्ष 2006-07 के दौरान जारी किए गए वाणिज्य पत्रों में वित्तीय संस्थाओं का हिस्सा बढ़ा है। (सारणी 2.36)। 15 अप्रैल 2007 को वाणिज्य पत्रों की भारत औसत बढ़ा दर 10.5 प्रतिशत थी।

सरकारी प्रतिभूति बाजार

केंद्र सरकार की नकदी का प्रबंधन

2.99 राजकोषीय जवाबदेही और बजट प्रबंध अधिनियम, 2003 की अपेक्षानुसार नयी व्यवस्था में सुगमता से संक्रमण की दृष्टि से, भारत सरकार से परामर्श करके वर्ष 2006-07 की अर्थोपाय अग्रिम व्यवस्था में संशोधन किया गया। संशोधित व्यवस्था के अनुसार अर्थोपाय अग्रिम की सीमा वर्तमान के छमाही आधार के बजाए तिमाही आधार पर निर्धारित की गई है। तदनुसार, वर्ष 2006-07 की पहली और दूसरी छमाही के लिए क्रमशः 20,000 करोड़ रुपए तथा 10,000 करोड़ रुपए की सीमा तथा तीसरी और चौथी तिमाही प्रत्येक के लिए 6,000 करोड़ रुपए की सीमा निर्धारित की गई। संक्रमणकालीन मुद्दों तथा तत्कालीन परिस्थितियों को ध्यान में रखते हुए, सरकार से परामर्श करके, रिजर्व बैंक द्वारा इन सीमाओं में संशोधन किया जा सकेगा। इसके अतिरिक्त, रेपो दर के अल्पावधि संदर्भ दर के रूप में उभरने के कारण अर्थोपाय अग्रिम तथा ओवरड्राफ्ट की ब्याज दर को रेपो दर के साथ संबद्ध किया गया है। तदनुसार अर्थोपाय अग्रिम की ब्याज दर रेपो दर पर निर्धारित की गई है जबकि ओवरड्राफ्ट की ब्याज दर को रेपो दर से दो प्रतिशत अंक अधिक निर्धारित किया गया है। वर्ष 2006-07 के दौरान केंद्र सरकार ने कोई ओवरड्राफ्ट नहीं लिया, लेकिन पांच अवसरों पर अर्थोपाय अग्रिम लिया (कुल 39 दिन), जो नकदी की अच्छी स्थिति को दर्शाता है।

केंद्र सरकार का बाजार उधार 2006-07

2.100 राजकोषीय जवाबदेही और बजट प्रबंध अधिनियम, 2003 के अंतर्गत 1 अप्रैल 2006 से प्रारंभ होने वाले वित्तीय वर्ष से केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गमों में अभिदान करने पर रिजर्व बैंक को रोक है। नई व्यवस्था में सहज संक्रमण को सुनिश्चित करने के लिए रिजर्व बैंक ने संस्थागत तथा व्यापार/समाशोधन संबंधी मूलभूत सुविधाओं में सुधार के साथ-साथ बाजार को गहन एवं व्यापक बनाने तथा चलनिधि की उपलब्धता में वृद्धि के लिए कई उपाय किए।

2.101 वर्ष 2006-07 के लिए केंद्र सरकार के बाजार उधार (दिनांकित प्रतिभूतियों तथा 364 दिन की राजकोषीय बिल सहित) में 1,81,875 करोड़ रुपए (निवल 1,13,778 करोड़ रुपए) की राशि का बजट किया गया था जो वर्ष 2005-06 में उगाही गई राशि वास्तविक राशि से 21,857

सारणी 2.36: वाणिज्य पत्र - प्रमुख जारीकर्ता

(राशि करोड़ रुपए में)

जारीकर्ता की श्रेणी	के अंत में		
	मार्च-05	मार्च-06	मार्च-07
1	2	3	4
पट्टादायी और वित्त	8,479 (59.6)	9,400 (73.9)	12,419 (70.2)
विनिर्माण	2,881 (20.2)	1,982 (15.6)	2,754 (15.6)
वित्तीय संस्थाएं	2,875 (20.2)	1,336 (10.5)	2,515 (14.2)
जोड़	14,235 (100)	12,718 (100)	17,688 (100)

नोट : कोष्ठकों में दिए गए आंकड़े कुल का प्रतिशत हिस्सा दर्शाते हैं।

करोड़ रुपए अधिक है। 24 मार्च 2006 को केंद्र सरकार से परामर्श करके वर्ष 2006-07 के पूर्वार्ध के लिए दिनांकित प्रतिभूतियों के निर्गम कैलेंडर की राशि 89,000 करोड़ रुपए (पिछले वर्ष इसी अवधि के लिए 81,000 करोड़ रुपए उगाहे गए थे) निर्धारित की गई। वर्ष के दौरान उगाही गई वास्तविक राशि 89,000 करोड़ रुपए थी जो निर्गम कैलेंडर के अनुरूप थी। राजकोषीय वर्ष के उत्तरार्ध के लिए भारत सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों का निर्गम कैलेंडर 25 सितंबर 2006 को जारी किया गया। उगाही जाने वाली कुल राशि 63,000 करोड़ रुपए निर्धारित की गई थी जिसमें से 57,000 करोड़ रुपए की राशि उगाही गई।

#### दिनांकित प्रतिभूतियां

2.102 वर्ष 2006-07 के दौरान दिनांकित प्रतिभूतियों के जरिए केंद्र सरकार के सकल बाजार उधार की राशि 1,46,000 करोड़ रुपए थी जबकि पिछले वर्ष यह राशि 1,31,000 करोड़ रुपए थी। वर्ष 2006-07 के दौरान दिनांकित प्रतिभूतियों के जरिए सकल बाजार उधार की राशि बजट अनुमान का 94 प्रतिशत थी जो पिछले वर्ष की राशि के बराबर है। द्वितीयक बाजार के संबंधित खंडों में बेंचमार्क के निर्धारण के लिए तीन नई प्रतिभूतियां जारी की गईं, यथा - (i) 10 वर्षीय प्रतिभूति (7.59% सरकारी प्रतिभूति 2016, अप्रैल 2006 में पहली बार जारी); (ii) 15 वर्षीय प्रतिभूति (मई 2006 में जारी 7.94% सरकारी प्रतिभूति 2021); तथा (iii) 30 वर्षीय प्रतिभूति (जून 2006 में जारी 8.33% सरकारी प्रतिभूति 2036)। जून 2006 के दौरान प्रणाली की अतिरिक्त चलनिधि को कम करने के लिए निर्गम कैलेंडर से बाहर 4,000 करोड़ रुपए की राशि उगाही गई। जुलाई 2006 में हुई परवर्ती निलामियों में निलामी की राशि में कमी करके अतिरिक्त निर्गम का ऑफसेट किया। सरकार की उधार आवश्यकता की समीक्षा के बाद, 10-14 वर्ष के खंड (रु. 5,000 करोड़) की अनुसूचित निलामी को 12 जनवरी 2007 को हुई निलामी में रद्द किया गया। वर्ष 2006-07 के दौरान जारी की गई 33 प्रतिभूतियों में से 30 का फिर से निर्गमन किया गया। वित्तीय वर्ष के दौरान प्राथमिक व्यापारियों पर हुए अंतरण (डिवाल्वमेंट) की राशि 5,604 करोड़ रुपए थी।

2.103 2006-07 के दौरान जारी दिनांकित प्रतिभूतियों का भारत औसत प्रतिफल वर्ष 2005-06 के 7.34 प्रतिशत के मुकाबले 7.89 प्रतिशत के उच्चतर स्तर पर था। वर्ष के दौरान जारी दिनांकित प्रतिभूतियों का भारत औसत परिपक्वता पिछले वर्ष के 16.90 वर्ष के मुकाबले 14.72 वर्ष रहा।

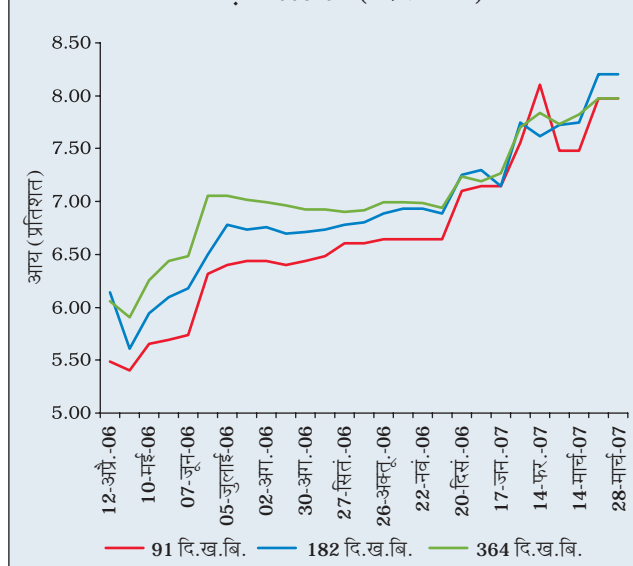
#### खजाना बिल

2.104 24 मार्च 2006 को जारी निर्गम कैलेंडर के अनुसार, सामान्य बाजार उधार कार्यक्रम के अंतर्गत 91 दिवसीय, 182 दिवसीय तथा 364 दिवसीय खजाना बिलों की अधिसूचित राशि क्रमशः 500 करोड़

रुपए (साप्ताहिक निलामी), 500 करोड़ रुपए (पाक्षिक निलामी) तथा 1,000 करोड़ रुपए (पाक्षिक निलामी) अपरिवर्तित रखी गई। अप्रैल-जून 2006 के दौरान 91 दिवसीय, 182 दिवसीय तथा 364 दिवसीय खजाना बिलों के प्राथमिक बाजार प्रतिफल में विभिन्न कारणों से बढ़ोतरी हुई, जैसे मुद्रास्फीति में वृद्धि की संभावना, एमएसएस के अंतर्गत अधिक राशि का निर्गम तथा 8 जून 2006 को रेपो तथा रिवर्स रेपो दर में अप्रत्याशित वृद्धि। जुलाई से दिसंबर 2006 के दौरान प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि की उपलब्धता के चलते प्रतिफल की दर सामान्यतः स्थिर रही। तथापि, 8 दिसंबर 2006 को सीआरआर में बढ़ोतरी की घोषणा के बाद 91 दिवसीय, 182 दिवसीय तथा 364 दिवसीय खजाना बिलों के प्रतिफल में, पिछली निलामियों की तुलना में क्रमशः 45 आधार अंक, 36 आधार अंक और 30 आधार अंक की वृद्धि हुई। फरवरी 2007 में सीआरआर में एक और बढ़ोतरी किए जाने तथा कर के अग्रिम भुगतान के कारण मार्च 2007 के मध्य में चलनिधि की मात्रा में कमी के चलते प्रतिफल की दरों में और वृद्धि हुई। मार्च 2007 की समाप्ति का 91 दिवसीय 182 दिवसीय तथा 364 दिवसीय प्राथमिक बाजार प्रतिफल क्रमशः 7.98 प्रतिशत, 8.20 प्रतिशत तथा 7.98 प्रतिशत था जो वर्ष 2006-07 की पहली निलामी की तुलना में क्रमशः 1.87 प्रतिशत, 1.59 प्रतिशत तथा 1.56 प्रतिशत की बढ़ोतरी को दर्शाता है (चार्ट II.13)।

2.105 अप्रैल तथा मई 2007 के दौरान खजाना बिलों के द्वितीयक बाजार का प्रतिफल दायरे के अंदर रहा। मई 2007 के दौरान 91 दिवसीय खजाना बिलों (23 मई 2007 को), 182 दिवसीय खजाना बिलों (16 मई 2007 को), तथा 364 दिवसीय खजाना बिलों (23 मई 2007 को) का प्राथमिक बाजार प्रतिफल क्रमशः 7.64 प्रतिशत 7.75 प्रतिशत तथा 7.80 प्रतिशत रहा।

चार्ट II.13 : खजाना बिलों के प्राथमिक आय में घट-बढ़ : 2006-07 (अप्रैल-मार्च)





2.106 वर्ष 2006-07 के दौरान राज्यों की चलनिधि की स्थिति संतोषजनक रही। आठ राज्यों ने अर्थोपाय अग्रिम लिया तथा दो राज्यों ने ओवरड्राफ्ट का सहारा लिया। राज्यों द्वारा लिए गए अर्थोपाय अग्रिमों तथा ओवरड्राफ्टों का वर्ष 2006-07 का साप्ताहिक औसत 234 करोड़ रुपए था जो वर्ष 2005-06 के 482 करोड़ रुपए से कम है। साथ ही, वर्ष 2006-07 के दौरान राज्यों द्वारा 14 दिवसीय मध्यवर्ती खजाना बिलों में निवेश का साप्ताहिक औसत 43,075 करोड़ रुपए था जो पिछले वर्ष के 35,278 करोड़ रुपए से काफी अधिक है।

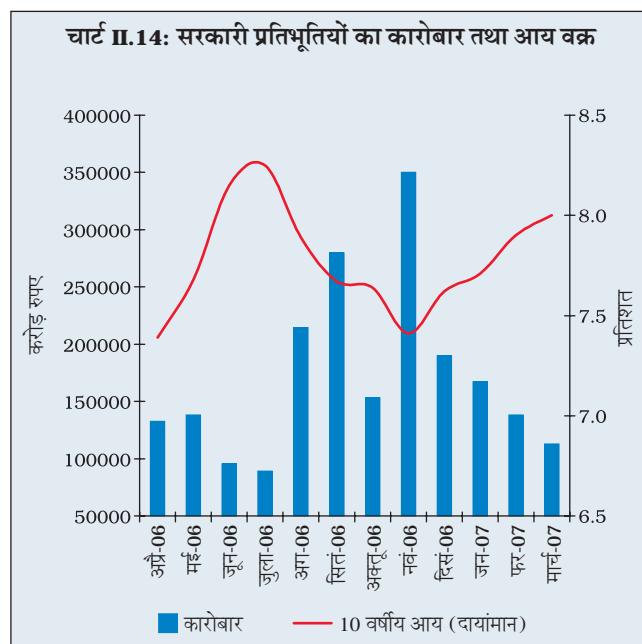
#### राज्य सरकारों का बाजार उधार

2.107 बारहवें वित्त आयोग की सिफारिश के अनुसार, वर्ष 2005-06 से राज्य योजनाओं के लिए केंद्रीय ऋण को समाप्त कर दिया गया है तथा राज्यों से यह अपेक्षा की गई है कि अपने संसाधनों की आवश्यकता को पूरा करने के लिए वे बाजार से सीधे धन की उगाही करें। साथ ही, राजकोषीय समेकन संबंधी प्रयासों तथा केंद्रीय अंतरण की राशि में वृद्धि के चलते जीडीपी के अनुपात के रूप में राज्यों की समग्र उधार आवश्यकता में कमी आई। इसके अलावा, राष्ट्रीय लघु बचत निधि में लगातार वृद्धि के चलते, यद्यपि यह वृद्धि घटती दर पर थी, राज्यों के स्तर पर नकद शेष राशि में तेज वृद्धि हुई और इसके कारण वर्ष 2006-07 में राज्यों द्वारा खुले बाजार से लिए गए निवल उधार (सकल उधार भी) की मात्रा पिछले वर्ष की तुलना में कम थी।

2.108 वर्ष 2006-07 के बाजार उधार कार्यक्रम के अंतर्गत राज्य सरकारों के लिए 17,242 करोड़ रुपए का निवल आबंटन (अर्न्तम) किया गया। वर्ष के दौरान 2,803 करोड़ रुपए के अतिरिक्त आबंटन तथा 6,551 करोड़ रुपए के भुगतान को हिसाब में लेते हुए पिछले वर्ष के 21,729 करोड़ रुपए के वास्तविक सकल उधार की तुलना में सकल आबंटन की राशि 26,597 करोड़ रुपए थी। वर्ष के दौरान राज्य सरकारों के सकल उधार की राशि 20,825 करोड़ रुपए (केवल नीलामी के जरिए उगाही गई) थी जबकि पिछले वर्ष यह राशि 21,729 करोड़ रुपए (नीलामी के जरिए 8,723 करोड़ रुपए तथा सतत (टैप) निर्गम के जरिए 11,186 करोड़ रुपए) थी। वर्ष के दौरान राज्य सरकार ऋणों की नीलामियों में अधिकतम प्रतिफल का स्प्रेड 50 आधार अंक से कम रहा।

2.109 वर्ष 2006-07 के दौरान राज्य सरकार द्वारा जारी प्रतिभूतियों का भारित औसत प्रतिफल 8.10 प्रतिशत था जबकि पिछले वर्ष यह 7.63 प्रतिशत था। इस अवधि में अधिकतम प्रतिफल 7.65 प्रतिशत तथा 8.66 प्रतिशत के बीच रहा। वित्तीय वर्ष में जारी सभी निर्गमों की परिपक्वता अवधि 10 वर्ष थी। वर्ष के दौरान छह राज्य बाजार में नहीं आए।

2.110 सामान्य अर्थोपाय अग्रिमों की राज्यवार सीमा की समीक्षा के बाद यह निर्णय लिया गया कि वर्ष 2007-08 के लिए इन सीमाओं को



अपरिवर्तित रखा जाए। तदनुसार, वर्ष 2007-08 के लिए सामान्य अर्थोपाय अग्रिम की सीमा 9,875 करोड़ रुपए निर्धारित की गई।

#### सरकारी प्रतिभूतियों में अनुषंगी बाजार लेन-देन

2.111 मार्च 2007 में बाजार लेन-देनों की मात्रा मार्च 2007 के 2,40,478 करोड़ रुपए (इसमें से 19.1 प्रतिशत एकमुश्त लेनदेन तथा शेष रेपो से संबंधित था) की तुलना में सामान्य बढ़कर 2,64,868 करोड़ रुपए (इसमें से 21 प्रतिशत एकमुश्त लेनदेन तथा शेष रेपो से संबंधित था) हो गई। एकमुश्त खरीद की मात्रा तथा 10 वर्षीय प्रतिभूति के माह के अंत के प्रतिफल में विपरीत संबंध परिलक्षित होता है। सरकारी प्रतिभूतियों में कारोबार की मात्रा जुलाई 2006 में सबसे कम थी जब प्रतिफल उच्चतम स्तर पर था (चार्ट II.14)। मार्च 2006 के दौरान के 8,70,109 करोड़ रुपए के कारोबार के मुकाबले मार्च 2007 (एकमुश्त लेनदेनों का दोगुना तथा रेपो का चार गुना के रूप में परिकलित) के दौरान कारोबार बढ़कर 9,46,608 करोड़ रुपए हो गया। मार्च 2007 के दौरान एनडीएस में सबसे अधिक लेनदेन वाली पांच प्रतिभूतियों का कारोबार कुल कारोबार का 57 प्रतिशत था जो प्रतिभूतियों में तरलता के असमान वितरण को दर्शाता है।

#### आय (प्रतिफल) में घटबढ़ तथा प्रतिफल वक्र

2.112 वर्ष 2006-07 में केंद्र सरकार का बाजार उधार कार्यक्रम पिछले वर्ष के मुकाबले अधिक था। इसके अतिरिक्त, तेल की कीमतों में वृद्धि जन्य मुद्रास्फीतीय दबाव तथा अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दर चक्र में उलटाव के चलते पिछले वर्ष के मुकाबले इस वर्ष प्रतिफल में कमी आई।

2.113 वर्ष 2006-07 के दौरान अनुषंगी बाजार का प्रतिफल, पिछले वर्ष की तुलना में अधिक रहा। मार्च 2006 के अंत के 7.52 प्रतिशत के स्तर से जुलाई 2006 के मध्य तक अनुषंगी बाजार के प्रतिफल में तेज वृद्धि हुई। इसके कारणों में यूएस तथा अन्य अर्थव्यवस्थाओं में कठोर मौद्रिक नीति के चलते देश में ऐसी ही नीति की संभावना, कच्चे तेल की ऊंची तथा अस्थिर कीमतें, ईंधन की घरेलू कीमतों में वृद्धि की आशंका, 11 जुलाई 2006 को हुई निलामी में प्राथमिक व्यापारियों पर अंतरण (डिवाल्वमेंट) तथा 9 जून 2006 से रिवर्स रेपो और रेपो दर में 25 आधार अंकों की बढ़ोतरी जैसे कारक थे। 11 जुलाई 2006 को 10 वर्षीय प्रतिफल बढ़कर 8.40 प्रतिशत के उच्चतम स्तर तक पहुंच गया। उसके बाद, यूएस फेडरल फंड दर में वृद्धि रुक जाने के कारण यूएस ट्रेजरी में निवेश बढ़ने तथा अगस्त 2006 से कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों में कमी के चलते प्रतिफल में वृद्धि हुई। राजकोषीय वर्ष के उत्तरार्ध के लिए निर्गम कैलेंडर की घोषणा, जो कि बाजार की अपेक्षा के अनुरूप थी, के चलते भी प्रतिफल में वृद्धि हुई। दिसंबर 2006 के प्रथम सप्ताह से प्रतिफल में वृद्धि प्रारंभ हुई जो अन्य बातों के साथ-साथ मुद्रास्फीतिकारी दबाव के चलते सीआरआर की दर में वृद्धि (दिसंबर 2006 तथा फरवरी तथा मार्च 2007), एसएलआर अध्यादेश की घोषणा तथा दिसंबर 2006 तथा मार्च 2007 में कर के अग्रिम भुगतान के कारण चलनिधि में आई कमी को दर्शाता है। मार्च 2007 के अंत में प्रतिफल की दर, अंततः 7.97 प्रतिशत पर बंद हुई।

2.114 30 मार्च 2007 को सीआरआर में बढ़ोतरी की घोषणा के कारण 3 अप्रैल 2007 तक प्रतिफल बढ़कर 8.19 प्रतिशत तक पहुंच गया। चलनिधि की स्थिति में परिवर्तन के कारण अप्रैल और मई 2007 में प्रतिफल में घट-बढ़ होती रही। 24 मई 2007 को प्रतिफल 8.19 प्रतिशत के स्तर पर था।

2.115 केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की निलामियों में रिजर्व बैंक के भाग न लेने तथा राज्य योजनाओं के लिए केंद्रीय ऋण समाप्त किए जाने के कारण राज्यों द्वारा बाजार से संसाधन जुटाने की आवश्यकता के चलते न केवल चलनिधि की बेहतर स्थिति की आवश्यकता थी बल्कि नई व्यवस्था में सुगमता से संक्रमण के लिए बाजार जोखिम के प्रबंधन हेतु नए लिखतों की भी आवश्यकता थी। इस पृष्ठभूमि में सरकारी प्रतिभूति बाजार को व्यापक तथा गहन बनाने हेतु रिजर्व बैंक द्वारा किए गए उपायों जैसे, निष्क्रिय समेकन के लिए जोर देने, सरकारी प्रतिभूति में सॉर्ट सेलिंग तथा 'जब जारीत बाजार चरणबद्ध रूप में प्रारंभ करने तथा विद्यमान सहभागियों को कार्यकलापों में विशाखीकरण की अनुमति देने के कारण चलनिधि की स्थिति में सुधार होने और ऋण प्रबंधन के सुचारू व्यवस्थापन के लिए मूल्य की बेहतर खोज में सुविधा मिलेगी। यद्यपि वर्ष 2005-06 की तुलना में वर्ष 2006-07 का समेकित बाजार उधार कार्यक्रम बड़ा था तथापि बाजार विकास संबंधी विभिन्न उपायों के चलते इसे आसानी से पूरा किया गया।

## विदेशी मुद्रा बाजार

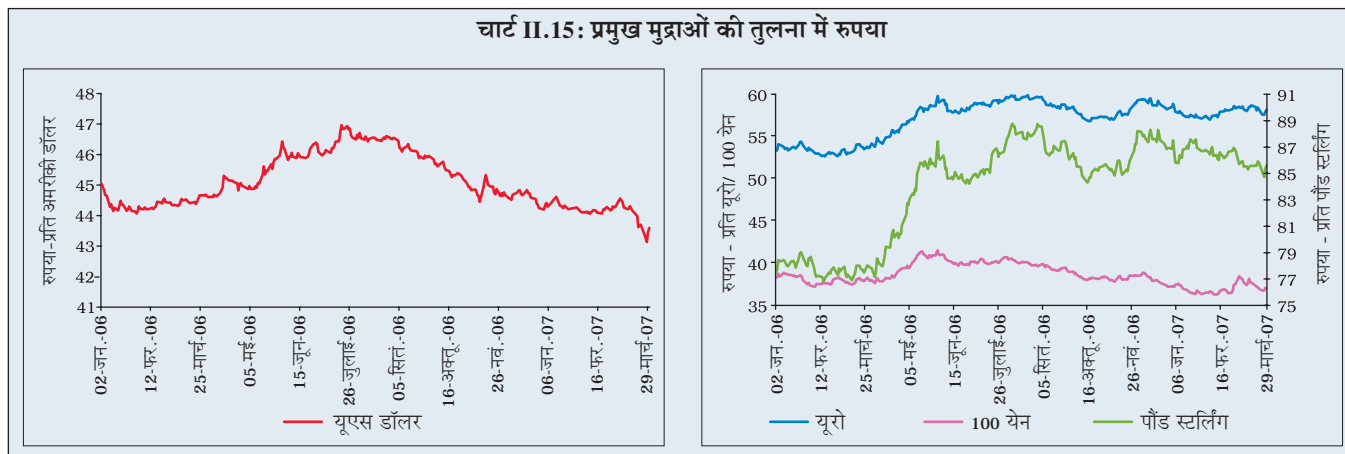
2.116 तेल की कीमतों में वृद्धि तथा आइएमडी भुगतानों के दबावों के बावजूद, विदेशी मुद्रा बाजार की स्थिति सामान्यतः व्यवस्थित थी तथा वर्ष 2005-06 में अमरीकी डॉलर के मुकाबले रुपए में दोतरफा उतार-चढ़ाव देखा गया। वर्ष 2006-07 के दौरान पूंजी प्रवाह में घट-बढ़, तेल की कीमतों में उतार-चढ़ाव तथा बाजार में चलनिधि की स्थिति के अनुरूप अमरीकी डॉलर की तुलना में रुपए की कीमत 43.14 रुपए से 46.97 रुपए के बीच रही। मई-जुलाई 2006 के दौरान विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा ईक्विटी बाजार में अत्यधिक बिक्री तथा प्रमुख केंद्रीय बैंकों द्वारा ब्याज दरों में वृद्धि किए जाने के कारण रुपए पर दबाव बढ़ा। मध्य पूर्व क्षेत्र में भू-राजनीतिक जोखिमों के चलते तेल की कीमतों में निरंतर वृद्धि ने भी रुपए पर दबाव बनाने का कार्य किया। तेल की कीमतों में कमी आने के कारण जुलाई 2006 के अंतिम सप्ताह से रुपए ने संभलना शुरू किया। नवंबर 2006 के मध्य तक अमरीकी डॉलर के मुकाबले रुपए में मजबूती जारी रही तथा येन/डालर दरों में घट-बढ़ होने, तेल की कीमतों में कमी आने, विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निवेश में वृद्धि किए जाने, तथा कारपोरेट क्षेत्र के कार्य-निष्पादन में सुदृढ़ता आने के चलते 10 नवंबर 2006 को रुपया प्रति अमरीकी डॉलर के मुकाबले 44.45 रुपए के स्तर पर पहुंच गया। तथापि, नवंबर के दूसरे सप्ताह के दौरान कारपोरेट तथा बैंकों द्वारा डालर की मांग में अत्यधिक वृद्धि के चलते डालर के मुकाबले रुपए के मूल्य में तेजी से कमी आई। अत्यधिक मात्रा में पूंजी के आने तथा बाजार में चलनिधि की कमी के चलते 16 नवंबर 2006 से रुपए में मजबूती आनी शुरू हो गई। 30 मार्च 2007 को प्रति अमरीकी डॉलर के मुकाबले रुपया 43.60 रुपए के स्तर पर था तथा 31 मार्च 2006 के मुकाबले इसमें 2.3 प्रतिशत की मजबूती आई थी। इसी अवधि में रुपए में पौंड स्टर्लिंग के मुकाबले 9.1 प्रतिशत तथा यूरो के मुकाबले 6.8 प्रतिशत की मूल्यवृद्धि हुई जबकि जापानी येन के मुकाबले इसमें 2.7 प्रतिशत का मूल्यहास हुआ।

2.117 वर्ष 2007-08 के दौरान अब तक (22 मई 2007 तक) मुख्यतः पूंजी के अत्यधिक अंतर्वाह के चलते रुपए में मजबूती आई। मार्च 2007 के अंत की स्थिति की तुलना में रुपए में 7.3 प्रतिशत मजबूती आई तथा 22 मई 2007 को प्रति अमरीकी डॉलर के मुकाबले रुपया 40.64 रुपए के स्तर पर था। इसी अवधि में यूरो, पौंड स्टर्लिंग तथा जापानी येन के मुकाबले रुपए में क्रमशः 6.2 प्रतिशत, 6.8 प्रतिशत तथा 10.6 प्रतिशत की मजबूती आई (चार्ट II.15)।

2.118 वर्ष 2006-07 के दौरान वायदा दर प्रीमियम पर रही। यूएस में कठोर मौद्रिक नीति के चलते ब्याज दरों के अंतर में कमी आने के अनुरूप अप्रैल-मई 2006 के दौरान वायदा प्रीमियमों में कमी आई। तथापि, घरेलू ब्याज दरों में बढ़ोतरी के कारण ब्याज दर अंतर में वृद्धि के चलते

## हाल की आर्थिक गतिविधियां

चार्ट II.15: प्रमुख मुद्राओं की तुलना में रुपया



जून 2006 से वायदा प्रीमियम में वृद्धि प्रारंभ हुई। चलनिधि की मात्रा में कमी के कारण भी वायदा प्रीमियम में बढ़ोतरी हुई। तीन माह का औसत प्रीमियम जून 2006 के 0.73 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2007 में 4.51 प्रतिशत (चार्ट II.16) और अप्रैल 2007 में 6.91 प्रतिशत हो गया।

### पूंजी बाजार

2.119 वर्ष 2006-07 में सार्वजनिक निर्गमों, निजी स्थानन तथा यूरो निर्गमों द्वारा जुटाए गए संसाधन की राशि पिछले वर्ष के मुकाबले अधिक थी। वर्ष 2005-06 से शेयर बाजार में प्रारंभ हुई वृद्धि की प्रवृत्ति वर्ष 2006-07 में और भी तेज हुई तथा 8 फरवरी 2007 को बेंचमार्क बीएसइ सेसेक्स बढ़कर अब तक के सबसे ऊंचे स्तर 14,652.09 पर बंद हुआ। तथापि, उसके बाद यूएस सब-प्राइम बंधक उधार उद्योग में संकट की खबर तथा यूएस में फरवरी में रिटेल बिक्री में अप्रत्याशित कमी, कच्चे

तेल की अंतर्राष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि, विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा भारतीय ईक्विटी बाजार में मार्च 2007 में निवल बिक्री तथा अन्य अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजारों में मंदी जैसे कारणों के चलते शेयरों की कीमतों में करेक्शन देखा गया।

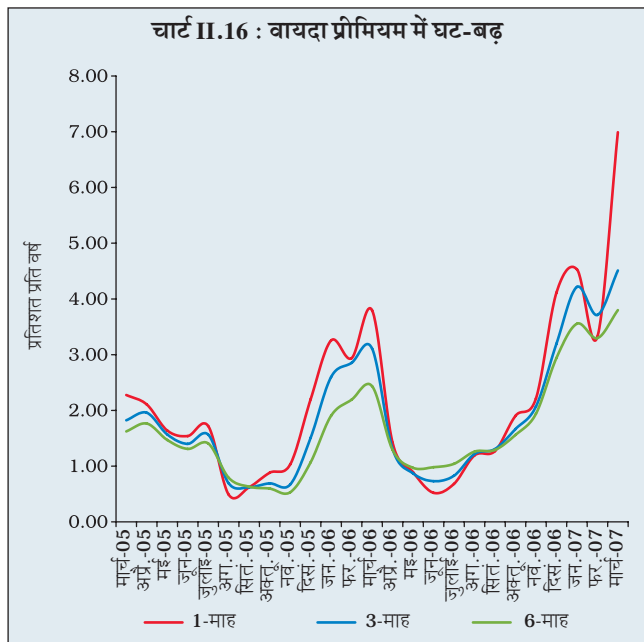
### प्राथमिक बाजार

2.120 वर्ष 2006-07 के दौरान प्राथमिक बाजार में तेजी की स्थिति थी। सार्वजनिक निर्गमों के जरिए जुटाई गई राशि पिछले वर्ष के 26,940 करोड़ (138 निर्गमों से) के मुकाबले 2006-07 में 32,382 (119 निर्गमों से) करोड़ रुपए के उच्चतर स्तर पर थी (सारणी 2.37)। एक को छोड़कर शेष सभी सार्वजनिक निर्गम निजी क्षेत्र की कंपनियों के थे। 119 सार्वजनिक निर्गमों में से 116 निर्गम ईक्विटी के रूप में तथा तीन निर्गम ऋण के रूप में थे।

2.121 अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान निजी स्थानन (प्राइवेट प्लेसमेंट) के जरिए उगाही गई राशि 1,03,169 करोड़ रुपए थी जो वर्ष 2005 की इसी अवधि में उगाही गई राशि की तुलना में 50.8 प्रतिशत अधिक है। अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान निजी स्थानन के जरिए जुटाई गई राशि में से सार्वजनिक क्षेत्र की संस्थाओं का हिस्सा 42.0 प्रतिशत था जबकि वर्ष 2005 की इसी अवधि में यह हिस्सा 56.9 प्रतिशत था (सारणी 2.37)। अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान वित्तीय मध्यस्थों (निजी तथा सरकारी) द्वारा जुटाई गई राशि 63.3 प्रतिशत बढ़कर 71,621 करोड़ रुपए हो गई जबकि पिछले वर्ष इसी अवधि में जुटाई गई राशि 43,868 करोड़ रुपए थी।

2.122 वर्ष 2006-07 के दौरान अमेरिकन डिपाजिटरी रसीद (एडीआर) तथा वैश्विक डिपाजिटरी रसीद (जीडीआर) के जरिए यूरो निर्गमों के माध्यम से जुटाए गए संसाधनों की राशि में 49.8 प्रतिशत की वृद्धि हुई। वर्ष 2006-07 के दौरान 40 यूरो निर्गमों के जरिए 17,005 करोड़ रुपए की राशि जुटाई गई जबकि वर्ष 2005-06 के दौरान 48 यूरो निर्गमों के जरिए कुल 11,352 करोड़ रुपए की राशि जुटाई गई थी (सारणी 2.37)।

चार्ट II.16 : वायदा प्रीमियम में घट-बढ़



मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.37 : प्राथमिक बाजार \* से संसाधन संग्रहण

(राशि करोड़ रूप में)

मद	2004-05		2005-06		2006-07#	
	निर्गमों की संख्या	राशि	निर्गमों की संख्या	राशि	निर्गमों की संख्या	राशि
1	2	3	4	5	6	7
<b>क. सार्वजनिक निर्गम @ (प्रॉस्पेक्ट्स और राइट्स)</b>	<b>59</b>	<b>21,892</b>	<b>138</b>	<b>26,940</b>	<b>119</b>	<b>32,382</b>
I. सार्वजनिक क्षेत्र	5	8,410	7	5,786	1	782
II. निजी क्षेत्र	54	13,482	131	21,154	118	31,600
<b>ख. निजी प्लेसमेंट</b>	<b>910</b>	<b>83,405</b>	<b>1,112</b>	<b>96,369</b>	<b>1,195</b>	<b>1,03,169</b>
I. सार्वजनिक क्षेत्र	193	47,611	168	55,164	84	43,373
II. निजी क्षेत्र	717	35,794	944	41,205	1,111	59,796
<b>ग. यूरो निर्गम@@</b>	<b>12</b>	<b>2,730</b>	<b>48</b>	<b>11,352</b>	<b>40</b>	<b>17,005</b>

\* : ऋण और ईक्विटी दोनों सहित।

# : निजी प्लेसमेंट के लिए, आंकड़े अप्रैल-दिसंबर से संबंधित हैं।

@ : बिक्री के लिए प्रस्ताव को छोड़कर।

@@ : एफसीसीबी को छोड़कर।

नोट : अनुमान एर्रेजर्स, वित्तीय संस्थाओं और सेबी से प्राप्त जानकारी पर आधारित है।

2.123 वर्ष 2006-07 के दौरान म्यूच्युअल फंडों द्वारा जुटाए गए संसाधनों (शोधन (रिडेम्सन) की राशि घटाकर) की राशि 78.1 प्रतिशत बढ़कर 93,985 करोड़ रूप हो गई। वर्ष 2006-07 के दौरान यूटीआइ म्यूच्युअल फंड ने पिछले वर्ष के 3,424 करोड़ रूप के मुकाबले अधिक राशि अर्थात् 7,326 करोड़ रूप की राशि जुटाई। वर्ष 2006-07 के दौरान सरकारी क्षेत्र तथा निजी क्षेत्र के म्यूच्युअल फंडों को क्रमशः 7,621 करोड़ रूप तथा 79,038 करोड़ रूप की निवल राशि प्राप्त हुई जो पिछले वर्ष के मुकाबले उल्लेखनीय रूप से अधिक है (सारणी 2.38)। योजना-वार रूप में, वर्ष 2006-07 में उगाही गई राशि में से 5.3 प्रतिशत राशि लिक्विड/मुद्रा बाजार अभिमुख योजनाओं के लिए (पिछले वर्ष के 8.0 प्रतिशत की तुलना में) तथा 63.9 प्रतिशत राशि ऋण अभिमुख योजनाओं के लिए (पिछले वर्ष 26.5 प्रतिशत) प्राप्त हुई थी। दूसरी ओर, ईक्विटी संबद्ध बचत योजनाओं के अंतर्गत प्राप्त राशि, जुटाई गई कुल निवल राशि का 4.7 प्रतिशत थी जबकि पिछले वर्ष यह राशि 6.8 प्रतिशत थी। वर्ष 2006-07 के दौरान, श्रेष्ठ प्रतिभूति (गिल्ट) अभिमुख योजनाओं के अंतर्गत निधियों का निवल बहिर्वाह 1.0 प्रतिशत था जबकि पिछले वर्ष यह 3.0 प्रतिशत था।

सारणी 2.38 : म्यूच्युअल फंडों द्वारा निवल संसाधन संग्रहण

(करोड़ रूप में)

श्रेणी	2004-05	2005-06	2006-07
1	2	3	4
I. यूटीआइ म्यूच्युअल फंड	-2,722	3,424	7,326
II. निजी क्षेत्र	7,599	42,977	79,038
III. सार्वजनिक क्षेत्र	-2,677	6,379	7,621
<b>कुल (I+II+III)</b>	<b>2,200</b>	<b>52,780</b>	<b>93,985</b>

स्रोत : भारतीय प्रतिभूति एवं विनियम बोर्ड (सेबी)।

अनुषंगी बाजार

2.124 10 मई 2006 तक मुख्यतः समष्टि आर्थिक बुनियादी तत्वों के सुदृढ़ होने, कंपनियों की आय में अच्छी वृद्धि होने, अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजार में वृद्धि की प्रवृत्ति तथा धातुओं की कीमतों में बढ़ोतरी के चलते शेयर बाजार में तेजी बनी रही तथा उस दिन बीएसई सेंसेक्स तथा सीएनएक्स निफ्टी अब तक के उच्चतम स्तर क्रमशः 12612.38 तथा 3754.25 अंकों पर बंद हुआ। परंतु, वैश्विक स्तर पर ब्याज दरों में वृद्धि की आशंका के चलते विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा भारी निवल बिक्री, लंदन मेटल एक्सचेंज में मूल धातु की कीमतों में भारी कमी, कच्चे तेल की वैश्विक कीमत में वृद्धि एवं घरेलू मुद्रास्फीति में उच्चतर वृद्धि की आशंका के चलते 11 मई 2006 के प्रारंभ से बाजार में तेज करेशन हुआ। 14 जून 2006 को बीएसई सेंसेक्स घटकर 8929.44 तक आ गया जो मार्च 2006 के अंत की स्थिति से 20.8 प्रतिशत कम है। तथापि, उसके बाद विदेशी संस्थागत निवेशकों तथा म्यूच्युअल फंडों द्वारा नई खरीद, प्रमुख कंपनियों की दूसरी और तीसरी तिमाही का अच्छा कारपोरेट परिणाम, अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजारों में वृद्धि का रुख, अमरीकी डॉलर की तुलना में रूप में बढ़ोतरी, लगभग सामान्य मानसून, कच्चे तेल की वैश्विक कीमतों में कमी, यूएस फेडरल रिजर्व द्वारा ब्याज दरों में परिवर्तन न करने का निर्णय, लंदन मेटल एक्सचेंज में धातुओं की कीमतों में वृद्धि तथा अन्य क्षेत्र एवं स्टॉक विशेष संबंधी खबरों के चलते शेयर बाजार में सुधार हुआ। 8 फरवरी 2007 को बीएसई सेंसेक्स अब तक के सबसे ऊंचे स्तर 14652.09 तक पहुंच कर बंद हुआ। तथापि, 9 फरवरी 2007 तथा मार्च 2007 के अंत के दौरान घरेलू मुद्रास्फीति में वृद्धि की आशंका, अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजारों में अनिश्चितता, यूएस सब प्राइम बंधक उधार खंड में संकट की रिपोर्ट, कच्चे तेल की अंतर्राष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि, विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा भारतीय ईक्विटी बाजारों में निवल



बिक्री के चलते प्रमुख संकेतों में निम्नगामी प्रवृत्ति देखी गई। बीएसई सेंसेक्स 30 मार्च 2007 को 13,072.10 अंक पर बंद हुआ जो मार्च 2006 के अंत के स्तर से 1792 अंक अथवा 15.9 प्रतिशत अधिक है। वर्ष 2006-07 के दौरान, पिछले वर्ष की तुलना में इसमें 48.3 प्रतिशत की वृद्धि हुई। वर्ष 2006-07 के दौरान बीएसई-500 तथा बीएसई मिडकैप में क्रमशः 9.7 प्रतिशत तथा 0.66 प्रतिशत की वृद्धि हुई जबकि बीएसई स्माल कैप में 1.9 प्रतिशत की कमी आई।

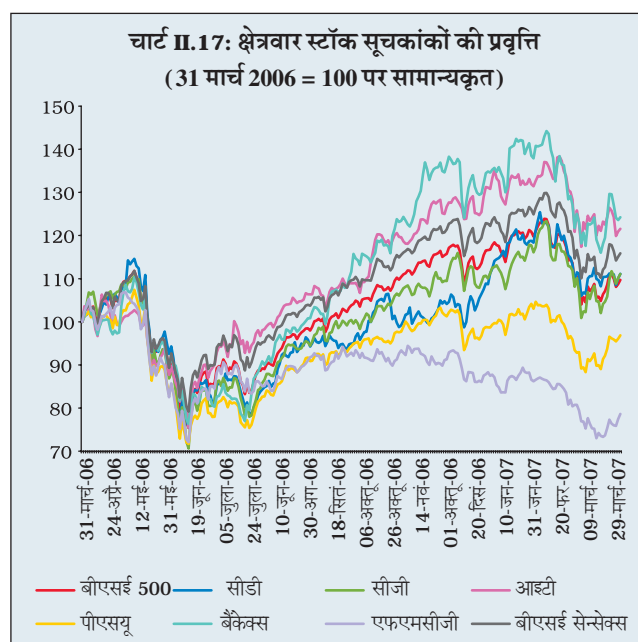
2.125 वर्ष 2007-08 के दौरान अब तक (21 मई 2007 तक) घरेलू स्टॉक बाजार में वृद्धि का रुख रहा, हालांकि बीच-बीच में करेक्शन भी होते रहे। बीएसई सेंसेक्स तथा एसएंडपी सीएनएक्स निफ्टी 21 मई 2007 को, क्रमशः 14,418.60 तथा 4260.90 के उच्चतर स्तर पर बंद हुआ जो मार्च 2007 के अंत के स्तर से क्रमशः 10.3 प्रतिशत तथा 11.5 प्रतिशत अधिक है। चौथी तिमाही के दौरान अच्छा कारपोरेट परिणाम, मजबूत समष्टि आर्थिक बुनियादी तथ्य, घरेलू मुद्रास्फीति की दर में कमी, प्रमुख अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजारों में तेजी की प्रवृत्ति, भारतीय ईक्विटी बाजार में विदेशी संस्थागत निवेशकों तथा म्यूच्युअल फंडों द्वारा निवल खरीद, लंदन मेटल एक्सचेंज में धातुओं की कीमतों में बढ़ोतरी तथा भारतीय मौसम विभाग (आइएमडी) द्वारा दक्षिण पश्चिम मानसून के सामान्य रहने की रिपोर्ट ने बाजार के रुख को प्रभावित किया।

2.126 बंबई स्टॉक एक्सचेंज का बाजार पूंजीकरण मार्च 2006 के अंत में सकल घरेलू उत्पाद के 84.7 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2007 के अंत में बढ़कर सकल घरेलू उत्पाद का 86.5 प्रतिशत हो गया। अप्रैल-मार्च 2006-07 के दौरान बीएसई तथा एनएसई का कुल कारोबार (टर्नओवर) 28,99,916 करोड़ रुपए का था जो पिछले वर्ष की इसी अवधि की तुलना में 21.6 प्रतिशत की वृद्धि को दर्शाता है। बीएसई

### सारणी 2.39 : शेयर बाजारों की प्रवृत्तियाँ

मद	बीएसई		एनएसई	
	अप्रैल-मार्च			
	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5
1. औसत बीएसई सेंसेक्स /एसएंडपी सीएनएक्स निफ्टी	8280	12277	2513	3572
2. उतार-चढ़ाव (भिन्नता का गुणांक)	16.72	11.09	15.60	10.36
3. कारोबार (करोड़ रुपए)	8,16,074	9,56,185	15,69,556	19,44,645
4. बाजार पूंजीकरण (अवधि के अंत का) (करोड़ रुपए)	30,22,191	35,45,041	28,13,201	33,67,350
(जीडीपी का प्रतिशत)	84.7	86.5	78.9	82.1
5. पी/ई अनुपात (अवधि के अंत का)	20.92	20.33	20.26	18.40

स्रोत : मुंबई शेयर बाजार (बीएसई) और राष्ट्रीय शेयर बाजार (एनएसई)।



सेंसेक्स का मूल्य-आय (पी/ई) अनुपात मार्च 2007 के अंत में 20.33 था जोकि मार्च 2006 के अंत के 20.92 से कम है (सारणी 2.39)। 23 मई 2007 को मूल्य-आय अनुपात 21.04 था। वर्ष 2006-07 में इसमें उतार-चढ़ाव में कमी आई।

2.127 क्षेत्रवार प्रवृत्ति से यह स्पष्ट होता है कि वर्ष 2006-07 के दौरान तेल तथा गैस, आइटी, बैंकिंग, पूंजीगत वस्तुओं तथा टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं के शेयरों में खरीदारी देखी गई जबकि एफएमसीजी, स्वास्थ्य क्षेत्र, ऑटो, धातु तथा सार्वजनिक क्षेत्र के शेयरों का प्रदर्शन अच्छा नहीं रहा (चार्ट II.17)। विश्व स्तर पर कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि के चलते तेल तथा गैस क्षेत्र के शेयरों में उछाल आया, विदेशों में आइटी तथा आइटी समर्थित सेवाओं की बढ़ती मांग तथा आइटी कंपनियों के अच्छे प्रदर्शन के चलते इन शेयरों की मांग में जो बढ़ोतरी हुई उसका लाभ आइटी स्टॉक को मिला। बैंकिंग क्षेत्र के शेयरों की मांग में वृद्धि के कारणों में क्षमता में बढ़ी हुई मांग को पूरा करने के लिए ऋण की मांग में वृद्धि, आधारभूत परियोजनाओं का कार्यान्वयन तथा व्यक्तिगत ऋण में उच्च वृद्धि प्रमुख हैं। अर्थव्यवस्था में समग्र वृद्धि के कारण निवेश संबंधी कार्यकलापों में बढ़ोतरी होने तथा औद्योगिक तथा संरचनात्मक क्षेत्र के कार्य निष्पादन में वृद्धि के चलते पूंजीगत क्षेत्र के शेयरों में मजबूती आई। दूसरी ओर, स्टील की कीमतों में वृद्धि तथा ब्याज दरों में बढ़ोतरी के कारण ऑटो क्षेत्र के शेयर गिरे जबकि उपभोक्ता वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि के कारण मांग में कमी आने से एफएमसीजी स्टॉक में गिरावट देखी गई।

2.128 सेबी से प्राप्त आंकड़ों के अनुसार विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा भारतीय ईक्विटी में वर्ष 2006-07 का 25,236 करोड़ रुपए का निवेश वर्ष 2005-06 की तुलना में कम है। तथापि, पिछले वर्ष की

### सारणी 2.40 : शेयर बाजार में संस्थागत निवेश

(करोड़ रुपए)

वर्ष	विदेशी संस्थागत निवेशकर्ता		म्यूचुअल फंड	
	ईक्विटी	ऋण	ईक्विटी	ऋण
1	2	3	4	5
2001-02	8,067	685	-3,796	10,959
2002-03	2,528	60	-2,067	12,604
2003-04	39,959	5,805	1,308	22,701
2004-05	44,123	1,759	448	16,987
2005-06	48,542	-7,065	14,302	36,801
2006-07	25,236	5,605	9,024	52,546

स्रोत: भारतीय प्रतिभूति एवं विनिमय बोर्ड

निवल बिकवाली की तुलना में, इस वर्ष ऋण लिखतों में निवेश की राशि 5,605 करोड़ रुपए थी। वर्ष 2006-07 के दौरान म्यूचुअल

### सारणी 2.41 : राष्ट्रीय शेयर बाजार में नकदी के मुकाबले डेरिवेटिव्स बाजार में कारोबार

(करोड़ रुपए)

वर्ष	डेरिवेटिव्स	नकदी
1	2	3
2001-02	1,01,926	5,13,167
2002-03	4,39,862	6,17,989
2003-04	21,30,610	10,99,535
2004-05	25,46,982	11,40,071
2005-06	48,24,174	15,69,556
2006-07	73,56,242	19,45,285

स्रोत: राष्ट्रीय शेयर बाजार

फंड द्वारा ईक्विटी में निवेश की राशि 9,024 करोड़ रुपए थी जोकि पिछले वर्ष की तुलना में कम है। परंतु, वर्ष 2006-07 में म्यूचुअल फंड द्वारा ऋण लिखतों में निवेश की राशि 52,546 करोड़ रुपए थी जो वर्ष 2005-06 की तुलना में काफी अधिक है (सारणी 2.40)। वर्ष 2007-08 के दौरान (22 मई 2007 तक) विदेशी संस्थागत निवेशकों तथा म्यूचुअल फंडों द्वारा निवल निवेश की राशि क्रमशः 8,785 करोड़ रुपए तथा 2,704 करोड़ रुपए थी।

2.129 वर्ष 2006-07 के दौरान एनएसइ के डेरिवेटिव खंड का कुल कारोबार नकद खंड के कारोबार से काफी अधिक था (सारणी 2.41)।

### V. बैंक तथा वित्तीय संस्थाएं

2.130 बेहतर समष्टि आर्थिक कार्य-निष्पादन ने सभी प्रकार की वित्तीय संस्थाओं के कारोबार परिचालन तथा वित्तीय कार्य-निष्पादन में सहायता की। वर्ष 2005-06 के दौरान अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की कुल आस्तियों में 18.4 प्रतिशत की बढ़ोतरी हुई। सकल घरेलू उत्पाद की तुलना में

अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की आस्तियों की औसत कारक (फैक्टर) लागत वर्तमान मूल्यों में मार्च 2005 के अंत के 82.8 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2006 के अंत में बढ़कर 86.9 प्रतिशत हो गई, जो वास्तविक अर्थव्यवस्था की तुलना में बैंकिंग क्षेत्र की तेज वृद्धि को दर्शाता है। वर्ष 2005-06 के दौरान औद्योगिक तथा सेवा क्षेत्र में सुदृढ़ वृद्धि के चलते लगातार दूसरे वर्ष भी बैंक ऋण में विस्तार देखा गया।

2.131 अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के ऋण तथा अग्रिमों में वर्ष 2004-05 के 33.2 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में वर्ष 2005-06 में पिछले स्तर से और 31.8 प्रतिशत की वृद्धि हुई। यद्यपि रिटेल क्षेत्र में ऋण का विस्तार, विशेष रूप से आवास तथा कॉमर्शियल रियल एस्टेट ऋण के रूप में काफी अधिक होने पर भी ऋण का विस्तार व्यापक था। प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को दिए गए ऋण में पिछले वर्ष के 40.3 प्रतिशत की तुलना में, वर्ष 2005-06 में 33.7 प्रतिशत की वृद्धि हुई। ऋण में वृद्धि का लाभ मुख्यतः कृषि तथा आवास क्षेत्र को प्राप्त हुआ जिन्हें 2005-06 के प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के वृद्धिशील उधार के दो तिहाई से भी अधिक का हिस्सा प्राप्त हुआ। लघु उद्योगों को दिए गए ऋण में भी वृद्धि हुई। ऋण की अत्यधिक खपन के चलते वृद्धिशील ऋण जमा अनुपात वर्ष भर 100 प्रतिशत के ऊपर रहा। यद्यपि जमाराशियों में वृद्धि की दर (वर्ष 2005-06 में 17.8 प्रतिशत) पिछले वर्ष (16.6 प्रतिशत) के मुकाबले अधिक थी, फिर भी, ऋण की मांग को पूरा करने के लिए पर्याप्त न होने के कारण उसे पूरा करने के लिए बैंकों को अपनी सरकारी प्रतिभूतियाँ बेचनी पड़ी।

2.132 समूह के रूप में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के निवल लाभ में 17.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई जबकि पिछले वर्ष इसमें 5.9 प्रतिशत की कमी आई थी तथा इस वृद्धि का कारण ब्याज से इतर आय में अभूतपूर्व वृद्धि होना है (सारणी 2.42)। तथापि, निवल लाभ कुल आस्तियों के प्रतिशत के रूप में लगभग पिछले वर्ष के समान था। मार्च 2006 के अंत में सकल अनर्जक आस्तियां तथा निवल अनर्जक आस्तियां क्रमशः 3.3 प्रतिशत तथा 1.2 प्रतिशत थीं जो मार्च 2005 के अंत के क्रमशः 5.2 प्रतिशत तथा 2.0 प्रतिशत से काफी कम है। जोखिम भारित आस्तियों में भारी वृद्धि, कुछ क्षेत्रों में उधार के लिए जोखिम का अधिक भार तथा बाजार जोखिम के लिए पूंजी प्रभार लगाए जाने के बावजूद बैंक का जोखिम भारित आस्तियों की तुलना में पूंजी अनुपात लगभग पिछले वर्ष के स्तर (मार्च 2005 में 12.8 प्रतिशत के मुकाबले मार्च 2006 के अंत में 12.3 प्रतिशत) पर बना रहा।

2.133 वर्ष 2005-06 के दौरान मुख्यतः जमाराशि में वृद्धि के चलते शहरी सहकारी बैंकों के परिचालन में थोड़ी वृद्धि देखी गई। ऋण एवं अग्रिमों तथा निवेश में थोड़ी वृद्धि देखी गई जबकि गैर-एसएलआर निवेश में उल्लेखनीय वृद्धि हुई। निधियों के अल्पावधि अभिनियोजन (डिप्लॉइमेंट) में तेज वृद्धि देखी गई। अनुसूचित शहरी सहकारी बैंकों के वित्तीय कार्य-निष्पादन में उल्लेखनीय सुधार हुआ। शहरी सहकारी

हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.42: चुनिंदा बैंक समूहों के महत्वपूर्ण प्राचल (पैरामीटर्स)

(प्रतिशत)

बैंक समूह	1996-97	2002-03	2003-04	2004-05	2005-06
1	2	3	4	5	6
<b>परिचालन व्यय/कुल आस्तियां</b>					
अनुसूचित वाणिज्य बैंक	2.9	2.2	2.2	2.1	2.1
सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक	2.9	2.3	2.2	2.1	2.1
निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	2.5	2.1	2.0	2.0	2.1
निजी क्षेत्र के नए बैंक	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0
विदेशी बैंक	3.0	2.8	2.8	2.9	2.8
<b>स्प्रेड/कुल आस्तियां</b>					
अनुसूचित वाणिज्य बैंक	3.2	2.8	2.9	2.8	2.8
सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक	3.2	2.9	3.0	2.9	2.9
निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	2.9	2.5	2.6	2.7	2.7
निजी क्षेत्र के नए बैंक	2.9	1.7	2.0	2.2	2.1
विदेशी बैंक	4.1	3.4	3.6	3.3	3.5
<b>निवल लाभ/कुल आस्तियां</b>					
अनुसूचित वाणिज्य बैंक	0.7	1.0	1.1	0.9	0.9
सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक	0.6	1.0	1.1	0.9	0.8
निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	0.9	1.2	1.2	0.3	0.6
निजी क्षेत्र के नए बैंक	1.7	0.9	0.8	1.1	1.0
विदेशी बैंक	1.2	1.6	1.7	1.3	1.5
<b>सकल अग्रिमों की तुलना में सकल एनपीए</b>					
अनुसूचित वाणिज्य बैंक	15.7	8.8	7.2	5.2	3.3
सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक	17.8	9.4	7.8	5.5	3.7
निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	10.7	8.9	7.6	6.0	4.3
निजी क्षेत्र के नए बैंक	2.6	7.6	5.0	3.6	1.7
विदेशी बैंक	4.3	5.3	4.6	2.8	1.9
<b>निवल अग्रिमों की तुलना में निवल एनपीए</b>					
अनुसूचित वाणिज्य बैंक	8.1	4.4	2.9	2.0	1.2
सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक	9.2	4.5	3.0	2.1	1.3
निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	6.6	5.5	3.8	2.7	1.6
निजी क्षेत्र के नए बैंक	2.0	4.6	2.4	1.9	0.8
विदेशी बैंक	1.9	1.8	1.5	0.8	0.8
<b>सीआरएआर</b>					
अनुसूचित वाणिज्य बैंक	10.4	12.7	12.9	12.8	12.3
सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक	10.0	12.6	13.2	12.9	12.2
निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	11.7	12.8	13.7	12.5	11.7
निजी क्षेत्र के नए बैंक	15.3	11.3	10.2	12.1	12.6
विदेशी बैंक	..	15.2	15.0	14.0	13.0
.. : अनुपलब्ध.					

बैंकों की आस्तियों की गुणवत्ता, ऋण पोर्टफोलियो के समग्र तथा सापेक्ष दोनों रूप में उल्लेखनीय सुधार हुआ (सारणी 2.43)।

2.134 नब्बे के दशक के प्रारंभ तक, वित्तीय संस्थाओं को सरकार द्वारा प्रत्याभूत बांडों द्वारा रियायती दरों पर संसाधन उपलब्ध कराकर तथा भारतीय रिजर्व बैंक की दीर्घावधि परिचालन (एलटीओ) निधि से अग्रिम प्रदान करके निधि उपलब्ध कराई जाती थी। इस समय, वित्तीय संस्थाएं अल्पावधि तथा दीर्घावधि दोनों प्रकार के संसाधन जुटा सकती हैं तथा ऐसा बकाया संसाधन किसी भी समय लेखा परीक्षित अद्यतन तुलनपत्र के अनुसार निवल स्वाधिकृत निधि (एनओएफ) के 10 गुना से अधिक नहीं

होना चाहिए। इस समग्र सीमा के अधीन आठ संस्थाओं, अर्थात् आइएफसीआई, एग्जिम बैंक, सिडबी, आइआइबीआई, टीएफसीआई, नाबार्ड तथा एनएचबी के लिए एक ‘‘अम्ब्रेला लिमिट’’ निर्धारित की गई है। अम्ब्रेला लिमिट के अनुसार इन वित्तीय संस्थाओं में से प्रत्येक संस्था मीयादी राशि (टर्म मनी), वाणिज्य पत्र, जमा प्रमाणपत्र, इंटर कारपोरेट डिपॉजिट, तथा मीयादी जमाराशि के रूप में लेखा परीक्षित अद्यतन तुलनपत्र के अनुसार अपनी निवल स्वाधिकृत निधि के 100 प्रतिशत तक संसाधन जुटा सकती है।

2.135 संसाधन जुटाने के लिए इन चुनिंदा वित्तीय संस्थाओं की सकल अम्ब्रेला लिमिट को 31 मार्च 2006 के 16,657 करोड़ रुपए से बढ़ाकर 30



मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.43: शहरी सहकारी बैंक - चुनिंदा वित्तीय संकेतक

संकेतक	2004-05	2005-06
1	2	3
<b>प्रमुख समुच्चयों में वृद्धि (प्रतिशत)</b>		
जमाराशि	-4.7	6.9
ऋण	-1.6	5.2
<b>वित्तीय संकेतक@</b> (कुल आस्तियों के प्रतिशत के रूप में)		
परिचालन लाभ	0.8	1.1
निवल लाभ	0.2	0.5
स्प्रेड	1.8	1.9
<b>सकल अनर्जक आस्तियां</b> (अग्रिमों के प्रतिशत के रूप में)	<b>23.4</b>	<b>19.7</b>

@ : अनुसूचित शहरी सहकारी बैंकों से संबंधित।

मार्च 2007 को 19,001 करोड़ रुपए किया गया। इन संस्थाओं द्वारा अंब्रेला लिमिटेड के अंतर्गत जुटाई गई राशि में से 31 मार्च 2006 को 1,204 करोड़ रुपए (सकल सीमा का 7.2 प्रतिशत) तथा 30 मार्च 2007 को 3,293 करोड़ रुपए (सकल सीमा का 17.33 प्रतिशत) की राशि बकाया थी। 30 मार्च 2007 की बकाया स्थिति के अनुसार वित्तीय संस्थाओं ने सबसे अधिक वाणिज्य पत्र (2,540 करोड़ रुपए) तथा उसके बाद जमा प्रमाणपत्र (664 करोड़ रुपए), मीयादी जमाराशि (90 करोड़ रुपए) के जरिए बड़ी मात्रा में संसाधन जुटाए। वर्ष 2006-07 के दौरान जिन वित्तीय संस्थाओं ने इन लिखतों के जरिए संसाधन जुटाए उनमें एकिजम बैंक, एनएचबी तथा सिडबी शामिल हैं। किसी भी वित्तीय संस्था ने इस अवधि में टर्म मनी अथवा इंटर कारपोरेट डिपॉजिट के जरिए संसाधन नहीं जुटाए।

2.136 वर्ष 2005-06 के दौरान वित्तीय संस्थाओं के कार्य-निष्पादन में उल्लेखनीय सुधार हुआ (सारणी 2.44)। वर्ष 2005-06 के दौरान अखिल

सारणी 2.44 : वित्तीय संस्थाएं - चुनिंदा निष्पादन संकेतक

संकेतक	2004-05	2005-06
1	2	3
<b>तुलनपत्र संकेतक</b> (आस्तियों के प्रतिशत के रूप में)		
परिचालन लाभ	1.2	1.4
निवल लाभ	0.8	1.0
स्प्रेड	1.6	1.8
<b>संसाधन प्रवाह</b> (करोड़ रुपए)		
स्वीकृतियां	9,091	11,942
संवितरण	6,279	9,237
<b>टिप्पणी : 1.</b> तुलनपत्र संकेतक के डाटा आइएफसीआइ, आइआइबीआइ, एगिजम बैंक, टीएफसीआइ, सिडबी, नाबार्ड और एनएचबी से संबंधित हैं।		
<b>2.</b> संसाधन प्रवाह के आंकड़े आइएफसीआइ, सिडबी और आइआइबीआइ से संबंधित हैं।		

सारणी 2.45 : एनबीएफसी के समेकित तुलनपत्र

(राशि करोड़ रुपए में)

मद	(मार्च के अंत में)		
	2004	2005	2006
1	2	3	4
<b>देयताएं</b>			
1. प्रदत्त पूंजी	2,327 (7.1)	2,206 (6.1)	1,949 (5.5)
2. रिजर्व और अधिशेष	4,414 (13.5)	4,544 (12.6)	4,838 (13.6)
3. जनता की जमाराशि	4,317 (13.2)	3,926 (10.9)	2,667 (7.5)
4. उधार	20,852 (63.7)	23,044 (64.0)	23,641 (66.5)
5. अन्य देयताएं	844 (2.6)	2,283 (6.3)	2,466 (6.9)
<b>कुल देयताएं / आस्तियाँ</b>	<b>32,754</b>	<b>36,003</b>	<b>35,561</b>
<b>आस्तियाँ</b>			
1. निवेश			
i) एसएलआर निवेश	1,707 (5.2)	2,237 (6.2)	1,314 (3.7)
ii) गैर एसएलआर निवेश	2,110 (6.4)	1,720 (4.8)	2,275 (6.4)
2. ऋण और अग्रिम	12,363 (37.7)	12,749 (35.4)	9,199 (25.9)
3. किराया खरीद आस्तियां	11,649 (35.6)	14,400 (40.0)	19,893 (55.9)
4. उपस्कर पट्टा आस्तियां	3,036 (9.3)	2,025 (5.6)	1,620 (4.6)
5. बिल संबंधी कारोबार	436 (1.3)	471 (1.3)	45 (0.1)
6. अन्य आस्तियां	1,453 (4.4)	2,401 (6.7)	1,215 (3.4)
<b>टिप्पणी : 1.</b> सूचना देने वाली कंपनियों की संख्या 2005 के 703 से कम होकर 2006 में 466 रह गई।			
<b>2.</b> कोष्ठकों के आंकड़े कुल देयता/आस्ति का प्रतिशत दर्शाते हैं।			

भारतीय वित्तीय संस्थाओं, विशेषीकृत वित्तीय संस्थाओं, तथा निवेश संस्थाओं सहित वित्तीय संस्थाओं द्वारा स्वीकृत तथा संवितरित राशि में क्रमशः 38.9 प्रतिशत तथा 33.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई जबकि पिछले वर्ष 45.1 प्रतिशत तथा 37.0 प्रतिशत की तेज गिरावट हुई थी। वर्ष 2005-06 के दौरान लगभग सभी श्रेणियों की वित्तीय संस्थाओं के कार्य-निष्पादन में काफी अच्छी वृद्धि देखी गई जबकि वर्ष 2004-05 के दौरान उनका कार्य-निष्पादन मिलाजुला था।

2.137 वित्तीय संस्थाओं का पूंजी पर्याप्तता अनुपात (सीआरएआर), हानि पर चल रही दो संस्थाओं को छोड़कर, निर्धारित मानदंड के काफी ऊपर बना हुआ था। तथापि, वर्ष के दौरान लगातार वित्तीय हानि के चलते आइआइबीआइ तथा आइएफसीआइ के सीआरएआर में कमी

## हाल की आर्थिक गतिविधियां

आई। उच्चतर उधार दर तथा निधि की उगाही की लागत में कमी आने के चलते वित्तीय संस्थाओं के स्प्रेड में बढ़ोतरी हुई तथा सकल आस्तियों की तुलना में निवल ब्याज आय का प्रतिशत वर्ष 2004-05 के 1.6 प्रतिशत की तुलना में 2005-06 में बढ़कर 1.8 प्रतिशत हो गया। वर्ष के दौरान वित्तीय संस्थाओं की ब्याज से इतर आय में भी उल्लेखनीय वृद्धि हुई।

2.138 गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) (आरएनबीसी को छोड़कर) की सकल आस्ति/देयताओं में, वर्ष 2004-05 में 9.9 प्रतिशत की वृद्धि के विपरीत वर्ष 2005-06 में 1.2 प्रतिशत की कमी आई (सारणी 2.45)। एनबीएफसी द्वारा लिए गए उधारों में, जोकि उनकी निधियों का प्रमुख स्रोत है, पिछले वर्ष की 10.5 प्रतिशत की वृद्धि की तुलना में, वर्ष 2005-06 में 2.6 प्रतिशत की कम दर पर वृद्धि हुई। वर्ष 2005-06 के दौरान एनबीएफसी की स्वयं की निधि (पूँजी तथा आरक्षित निधि) में थोड़ी-सी वृद्धि हुई जबकि उनकी जनता से ली गई जमाराशि में 32.1 प्रतिशत की कमी आई। आस्ति पक्ष में, ऋण तथा अग्रिम और किराया खरीद आस्तियां कुल आस्तियों का तीन-

### सारणी 2.46 : अवशिष्ट गैर बैंकिंग कंपनियों की प्रोफाइल

(राशि करोड़ रूपए)

मद	मार्च के अंत में		
	2004	2005	2006
1	2	3	4
<b>I. आस्ति (I से V तक)</b>	<b>20,362</b>	<b>19,057</b>	<b>21,891</b>
(i) अभांरित अनुमोदित प्रतिभूतियाँ	5,824	2,037	2,346
(ii) बैंकों में सावधि जमा	2,033	4,859	6,070
(iii) बांड या डिबेंचर या वाणिज्यिक पत्र*	6,048	9,225	9,577
(iv) अन्य निवेश	2,059	1,639	1,658
(v) अन्य आस्तियाँ	4,398	1,297	2,240
<b>II. निवल स्वाधिकृत निधि</b>	<b>1,002</b>	<b>1,065</b>	<b>1,183</b>
<b>III. कुल आय (I+II)</b>	<b>2,055</b>	<b>1,532</b>	<b>1,620</b>
(i) निधि आय	2,055	1,530	1,616
(ii) शुल्क आय	-	2	3
<b>IV. कुल व्यय (I+II+III)</b>	<b>1,813</b>	<b>1,396</b>	<b>1,439</b>
(i) वित्तीय लागत	1,368	1,176	1,165
(ii) परिचालन लागत	129	146	159
(iii) अन्य लागत	316	74	115
<b>V. कर के लिए प्रावधान</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>22</b>
<b>VI. परिचालन लाभ (क.पू.ला.)</b>	<b>242</b>	<b>136</b>	<b>180</b>
<b>VII. निवल लाभ (क.ला.)</b>	<b>210</b>	<b>88</b>	<b>158</b>

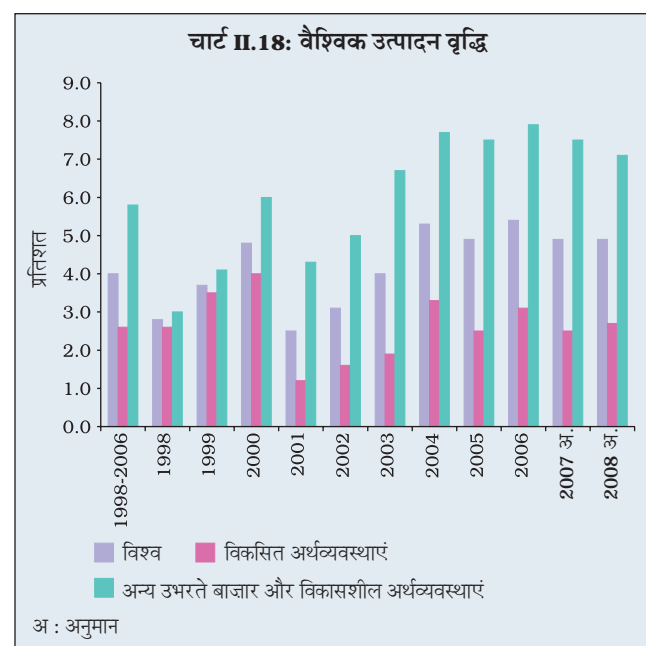
\* : सरकारी कंपनियों/सरकारी क्षेत्र के बैंकों/सार्वजनिक वित्तीय संस्थाओं/निगमों के  
- : शून्य / नगण्य.

**नोट** : 1. क.पू.ला. - कर पूर्व लाभ  
2. क.ला. - करोत्तर लाभ

चौथाई हिस्सा थीं। वर्ष 2005-06 के दौरान जहां ऋण तथा अग्रिमों में 27.8 प्रतिशत की कमी आई वहीं किराया खरीद आस्तियों में 38.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई। मार्च 2006 को समाप्त वर्ष के दौरान, एनबीएफसी समूह में, जहां किराया खरीद वित्त कंपनियों की आस्ति/देयताओं में वृद्धि हुई वहीं उपस्कर पट्टा कंपनियों, निवेश तथा ऋण कंपनियों की आस्ति/देयताओं में कमी आई। यह मुख्यतः जमाराशि तथा उधार के जरिए उगाहे गए संसाधनों के प्रभाव को दर्शाता है। मार्च 2006 के अंत में किराया खरीद वित्त कंपनियों सबसे बड़े एनबीएफसी समूह के रूप में उभरी थीं। उसके बाद आकार के अनुसार उपस्कर पट्टा कंपनियों, निवेश कंपनियों तथा ऋण कंपनियों का स्थान काफी नीचे था।

2.139 मार्च 2006 को समाप्त वर्ष के दौरान तीन आरएनबीसी की आस्तियों में 14.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई। बैंक के पास मीयादी जमाराशि के रूप में रखी गई तथा भाररहित अनुमोदित प्रतिभूतियों के रूप में स्थित उनकी आस्तियों में तेजी से बढ़ोतरी हुई जबकि बांडों/डिबेंचरों तथा अन्य निवेश के रूप में स्थित उनकी आस्तियों में थोड़ी सी वृद्धि हुई (सारणी 2.46)। वर्ष 2005-06 के दौरान आरएनबीसी की निवल स्वाधिकृत निधि में 11.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई।

2.140 सरकार, रिजर्व बैंक तथा स्वयं बैंकों द्वारा किए गए लगातार प्रयास के चलते प्रतिस्पर्धी, स्वस्थ तथा ऊर्जस्वित वित्तीय प्रणाली का विकास हुआ। भारतीय बैंकिंग क्षेत्र की आस्ति गुणवत्ता तथा मजबूती के लक्षण, समग्र रूप में, वैश्विक स्तर के समतुल्य हैं। यह उपलब्धि विवेकपूर्ण मानदंडों को अंतर्राष्ट्रीय मानकों के अनुरूप बनाने के सतत प्रयास तथा बढ़ते प्रतिस्पर्धात्मक वातावरण के दबाव की पृष्ठभूमि में हासिल की गई है।



सारणी 2.47 : देश-वार वृद्धि दर (वर्ष-दर-वर्ष आधार पर)

(प्रतिशत)

देश/क्षेत्र	2005	2006-ति1	2006-ति2	2006-ति3	2006-ति4	2006	2007-ति1	2007 प्र
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>विकसित अर्थव्यवस्था</b>								
यूरो क्षेत्र	1.4	2.2	2.8	2.8	3.3	2.7	3.1	2.3
जापान	1.9	3.0	2.1	1.4	2.2	2.2	2.0	2.3
कोरिया	4.2	6.3	5.1	4.8	4.0	5.0	4.0	4.4
ओईसीडी	2.5	3.3	3.3	2.9	3.3	3.0	..	2.5
यूके	1.9	2.4	2.8	2.9	3.0	2.7	2.8	2.9
यूएस	3.2	3.7	3.5	3.0	3.1	3.3	2.1	2.2
<b>उभरती अर्थव्यवस्थाएं</b>								
अर्जेंटीना	9.2	8.6	7.9	8.7	8.6	8.5	..	7.5
ब्राजील	2.9	3.4	1.2	3.2	3.8	3.7	..	4.4
चीन	10.4	10.3	10.9	10.7	10.7	10.7	11.1	10.0
<b>भारत</b>	<b>9.2</b>	<b>9.3</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>8.6</b>	<b>9.2</b>	<b>..</b>	<b>8.4</b>
इंडोनेशिया	5.7	5.0	5.0	5.9	6.1	5.5	..	6.0
मलेशिया	5.2	5.3	6.2	5.8	5.7	5.9	..	5.5
थाइलैंड	4.5	6.1	5.0	4.7	4.2	5.0	..	4.5

प्र : आइएमएफ प्रक्षेपण .. अनुपलब्ध

स्रोत : आइएमएफ, दि इकोनॉमिस्ट, ओईसीडी एंड ईसीबी बुलेटिन, मई 2007।

## VI. बाह्य क्षेत्र

### वैश्विक आर्थिक परिदृश्य

2.141 वर्ष 2006 में विश्व अर्थव्यवस्था में वृद्धि काफी तेज गति से हुई। अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष ने वर्ष 2005 के 4.9 प्रतिशत की वृद्धि दर के मुकाबले वर्ष 2006 के लिए वैश्विक अर्थव्यवस्था में 5.4 प्रतिशत वृद्धि दर का आकलन किया है तथा यह भी अनुमान लगाया है कि वर्ष 2007 में यह दर घटकर 4.9 प्रतिशत रह जाएगी (चार्ट II.18)। वर्ष 2006 की तीसरी तिमाही में वृद्धि दर में थोड़ी-सी गिरावट आने के बावजूद यूएस, जापान, ओईसीडी देश सहित सभी प्रमुख विकसित अर्थव्यवस्थाओं में चौथी तिमाही में उच्चतर वृद्धि हुई, परंतु वर्ष 2007 की पहली तिमाही में इसमें गिरावट आई।

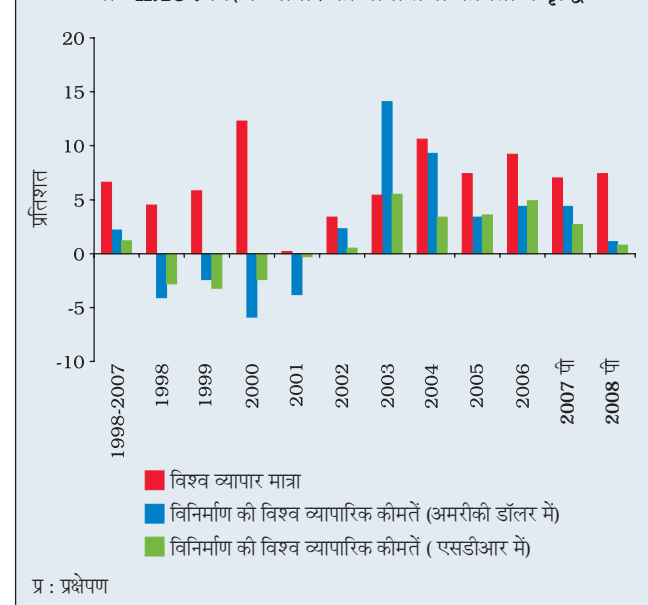
2.142 यूएस में वर्ष 2006 की चौथी तिमाही में वास्तविक सकल घरेलू उत्पाद में (जीडीपी) (वर्ष-दर-वर्ष आधार पर) 3.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई जबकि तीसरी तिमाही में यह दर 3.0 प्रतिशत थी (सारणी 2.47)। चौथी तिमाही में जीडीपी में वृद्धि का मुख्य कारण टिकाऊ वस्तुओं से इतर वस्तुओं के निजी उपभोग व्यय में वृद्धि के साथ-साथ आयात में कमी व निर्यात में वृद्धि होना है। वर्ष 2006 के लिए जीडीपी की समग्र वृद्धि वर्ष 2005 के मुकाबले थोड़ी अधिक थी। निर्यात में भारी वृद्धि तथा घरेलू मांग में बढ़ोतरी के चलते वर्ष 2006 में जापान की अर्थव्यवस्था में सुधार होना जारी रहा। घरेलू तथा बाह्य मांग की अच्छी स्थिति के चलते चीन के सकल घरेलू उत्पाद में वृद्धि जारी रही। अचल आस्तियों में निवेश की दर काफी अधिक थी यद्यपि 2006 के मध्य तक कठोर उपायों के लागू करने के चलते इसमें कमी आई।

2.143 वैश्विक अर्थव्यवस्था में वृद्धि की संभावना के कुछ जोखिम भी हैं। तथापि, वृद्धि की संभावना की जोखिम उतनी डरावनी नहीं है जितना कि पहले

सोचा गया था। यद्यपि, संतोषजनक वैश्विक वृद्धि के संबंध में समग्र जोखिम धारणाएं सामान्य हैं, तथापि कतिपय अनिश्चितताएं तथा चिंताएं बनी हुई हैं, जैसे - उत्पादन में कमी के चलते मुद्रास्फीति का दबाव बढ़ना, तेल की कीमतों में वृद्धि, आवास क्षेत्र में खराब स्थिति के बने रहने पर यूएस की अर्थव्यवस्था में अत्यधिक मंदी आ जाने की आशंका, वित्तीय बाजार में उतार-चढ़ाव तथा वैश्विक असंतुलन के अनियमित समायोजन की संभावना।

2.144 अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के अनुसार विश्व व्यापार की मात्रा में वर्ष 2006 में 9.2 प्रतिशत (वर्ष 2005 में 7.4 प्रतिशत) की वृद्धि हुई, परंतु

चार्ट II.19 : विश्व व्यापार की मात्रा तथा कीमतों में वृद्धि



प्र : प्रक्षेपण

यह वृद्धि दर वर्ष 2007 में घटकर 7.0 प्रतिशत तक आ जाने की संभावना है। विनिर्मित वस्तुओं के वैश्विक व्यापार के मूल्य में बढ़ोतरी हुई और यह वर्ष 2005 के 3.4 प्रतिशत से बढ़कर वर्ष 2006 में 4.4 प्रतिशत हो गया (चार्ट II.19)। अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष के अनुसार, उभरते तथा विकासशील देशों में निवल निजी पूंजी के आगम में थोड़ी कमी आई तथा 2005 के 257.2 बिलियन अमरीकी डॉलर के मुकाबले वर्ष 2006 में यह घटकर 255.8 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया तथा प्राइवेट पोर्टफोलियो आगम में कमी की संभावना के चलते वर्ष 2007 में पूंजी का आगम और घटकर 252.7 बिलियन अमरीकी डॉलर रह जाने की संभावना है।

2.145 अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजार में, मई-जून 2006 की थोड़ी अवधि के उतार-चढ़ाव के बाद कुछ समय के लिए मंदी का दौर रहा। जून के अंत के बाद से विभिन्न श्रेणियों की आस्तियों के मूल्यों में उल्लेखनीय सुधार हुआ। प्रमुख विकसित तथा उभरती अर्थव्यवस्थाओं में ईक्विटी बाजारों में थोड़ी गिरावट के बाद तेजी का दौर प्रारंभ हुआ और ईक्विटी की कीमतें मई 2006 की महत्वपूर्ण ऊंचाई से भी ऊपर चली गईं। अधिकांश उभरती अर्थव्यवस्थाओं में 2006 के अंत के आसपास वित्तीय बाजार में तेजी बनी रही। फरवरी-मार्च 2007 में वित्तीय उतार-चढ़ाव की एकाध घटनाओं तथा यूएस सब प्राइम बंधक बाजार के संबंध में बढ़ती चिंताओं के बावजूद वित्तीय बाजार में उछाल बना रहा तथा ईक्विटी बाजार अब तक के सबसे ऊंचे स्तर के आसपास बना रहा। इसके अतिरिक्त, वास्तविक दीर्घावधि बांड प्रतिलाभ, दीर्घावधि प्रवृत्ति के नीचे रहा तथा अधिकांश बाजारों में जोखिम स्प्रेड में कमी आई।

2.146 वर्ष 2006 के दौरान पेट्रोलियम की औसत स्पॉट कीमतों में 20.5 प्रतिशत की वृद्धि हुई। पेट्रोलियम की औसत स्पॉट कीमत जुलाई 2006 में 78.4 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल के रिकार्ड स्तर पर पहुंचने के बाद अक्टूबर- दिसंबर 2006 के दौरान तेजी से घटकर 58-61 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल तक आ गई जो मध्य-पूर्व में तनाव में कमी, तेल बाजारों में मांग संतुलन में सुधार तथा वर्ष 2006 के उत्तरार्ध में मौसम की अच्छी स्थिति को दर्शाता है। वर्ष 2007 के प्रारंभ में तेल की कीमतें घटकर 50 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल के थोड़े ऊपर तक आ गई, परंतु मार्च 2007 के अंत तक यह बढ़कर लगभग 65 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल तक पहुंच गई। ठंडे मौसम के कारण तेल की मांग में बढ़ोतरी, ओपेक द्वारा उत्पादन में कटौती, ओईसीडी अर्थव्यवस्थाओं में इंटेंसिटी में कमी के कारण तेल की कीमतों में वृद्धि हुई। मध्य पूर्व में भू-राजनीतिक तनाव फिर से बढ़ने से भी मार्च के अंत में कीमतों में वृद्धि हुई। अंतर्राष्ट्रीय ऊर्जा एजेंसी ने 11 मई 2007 को जारी अपनी रिपोर्ट में वर्ष 2007 के लिए तेल की वैश्विक मांग की मात्रा 85.7 मिलियन बैरल प्रतिदिन निर्धारित की है जो वर्ष 2006 के 84.2 मिलियन बैरल प्रति दिन के स्तर से अधिक है।

### भारत का वाणिज्यिक माल व्यापार

2.147 वर्ष 2005-06 के दौरान भारत के वाणिज्यिक माल व्यापार में निर्यात तथा आयात दोनों में उच्च वृद्धि बनी रही। डीजीसीआइएंडएस के

### सारणी 2.48 : वैश्विक वाणिज्यिक माल के निर्यात में वृद्धि (प्रतिशत)

देश/क्षेत्र	जनवरी-दिसंबर	
	2005	2006
1	2	3
<b>विश्व</b>	13.9	15.6
औद्योगिक देश	8.5	12.6
यूनाइटेड स्टेट्स	10.8	14.5
जापान	5.2	9.2
जर्मनी	7.3	15.1
<b>विकासशील देश</b>	21.9	19.6
चीन	28.4	27.2
भारत	29.6	21.5
कोरिया	12.0	14.4
इंडोनेशिया	18.2	16.5
मलेशिया	12.0	14.0
सिंगापुर	15.6	18.4
थाइलैंड	14.5	18.7

स्रोत: 1. इंडस्ट्रियल फाइनेंशियल स्टेटिस्टिक्स, आईएमएफ।  
2. डीजीसीआइएंडएस, भारत के लिए।

अनुसार पिछले वर्ष के 31 प्रतिशत की तुलना में वर्ष 2005-06 में निर्यात में 23 प्रतिशत की वृद्धि हुई। निर्यात में वृद्धि के कारण मुख्यतः वैश्विक मांग की अनुकूल स्थिति, भारतीय विनिर्मित वस्तुओं की बढ़ती प्रतियोगितात्मकता, वस्तुओं की कीमतों में बढ़ोतरी तथा समर्थनकारी घरेलू नीतिगत उपाय थे। वर्ष 2005 में भारत, निर्यातकर्ता देश के रूप में तेजी से उभरने वाले देशों में से एक था (सारणी 2.48)। कच्चे माल की अंतर्राष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि के चलते तेल के आयातों में तीव्र वृद्धि होने के कारण वर्ष 2005-06 में वाणिज्यिक माल आयात में पिछले वर्ष की 43 प्रतिशत वृद्धि के स्तर से और 29 प्रतिशत की वृद्धि हुई। निर्यात की तुलना में आयात काफी अधिक होने के कारण व्यापार घाटा पिछले वर्ष के 28.0 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़कर वर्ष 2005-06 में 40.3 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया।

2.148 वर्ष 2005-06 के दौरान प्रमुख उत्पाद समूहों में वृद्धि के साथ, निर्यात में वृद्धि का आधार व्यापक था। वर्ष 2005-06 के दौरान प्राथमिक वस्तुओं के निर्यात में 21 प्रतिशत की वृद्धि हुई। विनिर्मित वस्तुओं के निर्यात में वृद्धि की गति बनी रही। कोटा मुक्त वातावरण में वस्त्र तथा तत्संबंधी वस्तुओं के निर्यात में वृद्धि जारी रही। प्रौद्योगिकी प्रधान वस्तुओं, जैसे यातायात संबंधी उपकरण तथा मशीनरी और उपकरणों में भी अच्छी वृद्धि देखी गई। वर्ष 2005-06 के दौरान पेट्रोलियम उत्पादों के निर्यात में 65 प्रतिशत की तीव्र वृद्धि हुई तथा यह निर्यात की प्रमुख वस्तु के रूप में उभरा है।

2.149 आयात के क्षेत्र में, वर्ष 2005-06 (अप्रैल-मार्च) के दौरान मुख्यतः कच्चे तेल की अंतर्राष्ट्रीय कीमतों में वृद्धि के चलते तेल के आयात में 47 प्रतिशत की वृद्धि हुई। वर्ष 2005-06 के दौरान कच्चे तेल की औसत दर (भारतीय बास्केट) 55.3 अमरीकी डॉलर प्रति बैरल थी जो पिछले वर्ष की दर से 42.2 प्रतिशत अधिक है। मात्रा की दृष्टि से,

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

सारणी 2.49 : भारत का विदेश व्यापार

(मिलि. अम. डॉलर)

मद	अप्रैल-मार्च			
	2003-04	2004-05	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5
<b>निर्यात</b>	<b>63,843</b>	<b>83,536</b>	<b>103,101</b>	<b>124,598</b>
	<b>(21.1)</b>	<b>(30.8)</b>	<b>(23.4)</b>	<b>(20.9)</b>
तेल	3,568	6989	11526	..
	(38.5)	(95.9)	(64.9)	..
तेल से इतर	60,274	76,547	91,575	..
	(20.2)	(27.0)	(19.6)	..
<b>आयात</b>	<b>78,149</b>	<b>111,517</b>	<b>143,430</b>	<b>181,343</b>
	<b>(27.3)</b>	<b>(42.7)</b>	<b>(28.6)</b>	<b>(26.4)</b>
तेल	20,569	29,844	43,963	57,308
	(16.6)	(45.1)	(47.3)	(30.4)
तेल से इतर	57,580	81,673	99,466	124,035
	(31.5)	(41.8)	(21.8)	(24.7)
<b>व्यापार संतुलन</b>	<b>-14,307</b>	<b>-27,981</b>	<b>-40,329</b>	<b>-56,745</b>
तेल	-17,001	-22,855	-32,437	..
तेल से इतर	2,694	-5,127	-7,892	..

.. : अनुपलब्ध

टिप्पणी : कोष्ठकों के आंकड़े वार्षिक वृद्धि दरें हैं।

स्रोत : डीजीसीआइएंडएस।

पेट्रोलियम तेल व लुब्रिकेंट के आयात में पिछले वर्ष के 5.5 प्रतिशत की तुलना में 4.2 प्रतिशत की कम वृद्धि हुई।

2.150 वर्ष 2005-06 (अप्रैल-मार्च) के दौरान मुख्यतः सोना, चांदी और मोती तथा कम मूल्यवान रत्नों की आयात में कमी के चलते तेल से इतर वस्तुओं के आयात की दर में कमी आई। मुख्यतः औद्योगिक निविष्टियों के आयातों (गैर तेल आयात, सोना तथा चांदी, थोक खपतवाली वस्तुएं, विनिर्मित खाद तथा प्रोफेशनल आयात घटाकर) में पिछले वर्ष के 41.4 प्रतिशत की वृद्धि के स्तर से 34.7 प्रतिशत की और वृद्धि हुई।

वर्ष 2005-06 के दौरान पूंजीगत वस्तुओं के आयात (मुख्यतः धातु, मशीन उपकरण, मशीनरी तथा इलैक्ट्रॉनिक वस्तुएं) में 49.9 प्रतिशत की वृद्धि (एक वर्ष पूर्व 37.5 प्रतिशत) भारतीय विनिर्माण उद्योगों में औद्योगिक कार्यकलापों में सुदृढ़ वृद्धि के चलते निवेश की निरंतर मांग तथा क्षमता निर्माण को दर्शाता है।

2.151 वर्ष 2005-06 (अप्रैल-मार्च) के दौरान निर्यात के गंतव्य देश के रूप में 16.8 प्रतिशत निर्यात के साथ यूएसए प्रमुख गंतव्य देश के रूप में बना रहा, उसके बाद यूएइ (8.3 प्रतिशत), चीन (6.6 प्रतिशत), सिंगापुर (5.3 प्रतिशत) तथा यूके (4.9 प्रतिशत) का स्थान था।

2.152 वर्ष 2006-07 के दौरान वाणिज्यिक माल के निर्यात में 20.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई (सारणी 2.49)। आयातों में 26.4 प्रतिशत की बढ़ोतरी हुई, जिसमें से आयातों में वृद्धि का 64.9 प्रतिशत हिस्सा तेल से इतर वस्तुओं का था। राजकोषीय वर्ष के प्रारंभ में तेल से इतर वस्तुओं के आयात में वृद्धि की दर कम थी, परंतु सितंबर 2006 से इसमें और बढ़ोतरी प्रारंभ हुई। दूसरी ओर, तेल की कीमतों में नरमी आने के चलते तेल के आयात मूल्य में कमी आई।

2.153 वर्ष 2006-07 के दौरान व्यापार घाटा पिछले वर्ष के 40.3 बिलियन अमरीकी डालर से बढ़कर 56.7 बिलियन अमरीकी डालर हो गया। अप्रैल- जनवरी 2006-07 के दौरान, गैर तेल व्यापार घाटे में 52.6 प्रतिशत की वृद्धि हुई और यह 14.2 बिलियन अमरीकी डालर हो गया जबकि इसी अवधि में तेल खाते में घाटा 23.2 प्रतिशत बढ़कर 32.3 बिलियन अमरीकी डालर हो गया।

2.154 वस्तु-वार रूप में, वर्ष 2006-07 (अप्रैल-जनवरी) के निर्यात की स्थिति संबंधी आंकड़े भारी असमानता दर्शाते हैं (सारणी 2.50)। इंजीनियरिंग

सारणी 2.50 : भारत के प्रमुख निर्यात

मद	अप्रैल-मार्च		अप्रैल-मार्च		अप्रैल-जनवरी		अप्रैल-जनवरी	
	मिलि. अम. डॉलर		वृद्धि दर (प्रतिशत)		(मिलि. अम. डॉलर)		वृद्धि दर (प्रतिशत)	
	2004-05	2005-06	2004-05	2005-06	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5	6	7	8	9
प्राथमिक उत्पाद	13553	16377	36.9	20.8	12761	14959	29.4	17.2
कृषि और संबद्ध उत्पाद	8475	10213	12.5	20.5	8026	9598	22.3	19.6
अयस्क और खनिज	5079	6164	114.4	21.4	4735	5361	43.3	13.2
विनिर्मित वस्तुएं	60731	72230	25.2	18.9	58041	67372	22.9	16.1
चमड़ा और विनिर्मित वस्तुएं	2422	2691	12.0	11.1	2203	2401	12.1	9.0
रसायन और संबंधित उत्पाद	12444	14757	31.7	18.6	11726	13427	20.4	14.5
अभियांत्रिकी सामान	17348	21463	39.8	23.7	17175	23468	30.5	36.6
कपड़ा और कपड़ा उत्पाद	13555	16350	6.0	20.6	13145	13965	23.0	6.2
रत्न और आभूषण	13762	15529	30.2	12.8	12593	12850	17.5	2.0
हस्तशिल्प	377	458	-24.5	21.3	385	306	22.3	-20.7
गलीचे	636	848	8.7	33.2	694	742	34.9	6.8
पेट्रोलियम उत्पाद	6989	11526	95.9	64.9	9452	15331	66.8	62.2
<b>कुल निर्यात</b>	<b>83536</b>	<b>103101</b>	<b>30.8</b>	<b>23.4</b>	<b>82396</b>	<b>101846</b>	<b>27.7</b>	<b>23.6</b>

स्रोत : डीजीसीआइएंडएस।



हाल की आर्थिक गतिविधियां

सारणी 2.51 : भारतीय निर्यात के प्रमुख गंतव्य देश

देश	अप्रैल-मार्च		अप्रैल-मार्च		अप्रैल-जनवरी		अप्रैल-जनवरी	
	(मिलि. अम. डॉलर)		वृद्धि दर (प्रतिशत)		(मिलि. अम. डॉलर)		वृद्धि दर (प्रतिशत)	
	2004-05	2005-06	2004-05	2005-06	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5	6	7	8	9
यूएसए	13766	17353	19.8	26.1	14108	15486	27.2	9.8
यूईई	7348	8592	43.4	16.9	6847	9873	20.5	44.2
यूके	3681	5059	21.8	37.4	4164	4547	46.7	9.2
हांगकांग	3692	4471	13.2	21.1	3584	3676	25.9	2.6
जर्मनी	2826	3586	11.1	26.9	2842	3164	30.4	11.3
चीन	5616	6759	90.0	20.4	5177	6438	45.6	24.3
जापान	2128	2481	24.5	16.6	1999	2266	24.9	13.3
बेल्जियम	2510	2871	39.0	14.4	2294	2803	17.9	22.2
सिंगापुर	4001	5425	88.3	35.6	4382	4766	45.7	8.8
इटली	2286	2519	32.2	10.2	1967	2910	12.7	48.0
बांग्लादेश	1631	1664	-6.3	2.0	1354	1310	6.5	-3.2
श्रीलंका	1413	2025	7.1	43.3	1648	1712	48.1	3.9
फ्रांस	1681	2080	31.2	23.7	1665	1707	25.5	2.5

स्रोत : डीजीसीआइएडएस।

वस्तुओं तथा पेट्रोलियम उत्पाद के निर्यात में उच्च वृद्धि हुई, जबकि अन्य प्रमुख वस्तुओं, जैसे प्राथमिक उत्पादों, रसायन तथा तत्संबंधी उत्पादों, वस्त्र तथा रत्न और जवाहरात के निर्यात में कमी आई। पेट्रोलियम उत्पादों के निर्यात में, अमरीकी डालर में 62.2 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो निर्यात में कुल वृद्धि का 30.2 प्रतिशत है। अप्रैल-जनवरी 2006-07 के दौरान चाय, तम्बाकू, मसाले तथा चीनी व शीरा के निर्यात में उच्च वृद्धि दर के बावजूद कृषि तथा तत्संबंधी उत्पादों के निर्यात की दर में कमी आई। विनिर्मित उत्पादों के निर्यात में वृद्धि की दर पिछले वर्ष की इसी अवधि की 22.9 प्रतिशत वृद्धि की तुलना में घटकर 16.1 प्रतिशत रह गई। विनिर्मित वस्तुओं की श्रेणी की

प्रमुख मदों में इंजीनियरी वस्तुओं (जैसे मशीनरी तथा उपस्कर, धातुओं से निर्मित वस्तुएं, लोहा तथा स्टील एवं इलेक्ट्रॉनिक्स) के निर्यात में तेज वृद्धि हुई जबकि रत्नों तथा आभूषणों, रसायन, चमड़ा, वस्त्र तथा हस्तशिल्प का निर्यात घटा अथवा इनके निर्यात की वृद्धि की दर में कमी आई।

2.155 वर्ष 2006-07 (अप्रैल-जनवरी) के दौरान यूईई को निर्यात में 44.2 प्रतिशत की वृद्धि हुई जिसके चलते कुल निर्यात में उसका हिस्सा 9.7 प्रतिशत हो गया। भारत से यूएस, चीन, सिंगापुर, तथा यूरोपियन यूनियन में निर्यात में कमी आई जबकि पूर्वी यूरोप तथा अफ्रीका में निर्यात में काफी वृद्धि हुई (सारणी 2.51)।

सारणी 2.52 : भारत के प्रमुख आयात

देश	अप्रैल-मार्च		अप्रैल-मार्च		अप्रैल-जनवरी		अप्रैल-जनवरी	
	(मिलि. अम. डॉलर)		वृद्धि दर (प्रतिशत)		(मिलि. अम. डॉलर)		वृद्धि दर (प्रतिशत)	
	2004-05	2005-06	2004-05	2005-06	2005-06	2006-07	2005-06	2006-07
1	2	3	4	5	6	7	8	9
पेट्रोलियम, पेट्रोलियम उत्पाद और संबंधित सामग्री	29844	43963	45.1	47.3	35647	47609	48.3	33.6
खाद्य तेल	2465	2024	-3.0	-17.9	1627	1798	18.5	10.5
अलौह धातुएं	1310	1844	38.1	40.8	1519	2142	43.2	41.0
धातु लौहिय अयस्क और धातु के स्क्रेप	2468	3882	90.5	57.3	3126	6815	61.7	118.0
लोहा और इस्पात	2670	4572	77.3	71.3	3844	5046	88.6	31.3
पूँजीगत सामान	25135	37666	37.5	49.9	25900	34299	39.9	32.4
मोती, मूल्यवान व कम मूल्यवान पत्थर	9423	9134	32.2	-3.1	8028	5966	10.9	-25.7
टेक्सटाइल यार्न, फैब्रिक आदि.	1571	2051	24.9	30.5	1748	1815	37.7	3.8
रसायन, जैविक और अजैविक	5700	6984	41.4	22.5	5783	6444	30.0	11.4
सोना और चांदी	11150	11318	62.6	1.5	9189	12344	2.9	34.3
<b>कुल आयात</b>	<b>111517</b>	<b>143430</b>	<b>42.7</b>	<b>33.8</b>	<b>117872</b>	<b>148291</b>	<b>35.1</b>	<b>25.8</b>

स्रोत : डीजीसीआइएडएस।

सारणी 2.53 : भारत का चालू खाता

(मिलि. अम. डॉलर)

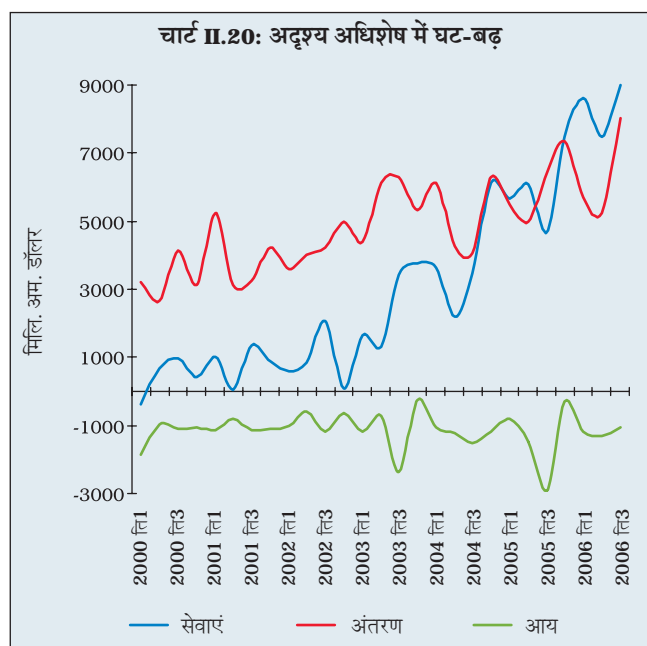
मद	अप्रैल-दिसंबर					
	2002-03	2003-04	2004-05	2005-06 आं.सं.	2005 आं.सं.	2006 अ.
1	2	3	4	5	6	7
<b>I. व्यापारिक माल शेष</b>	-10,690	-13,718	-33,702	-51,841	-40,089	-52,302
<b>II. अदृश्य मदों का शेष (क + ख + ग)</b>	17,035	27,801	31,232	42,655	28,147	40,481
<b>क) सेवाएं</b>	3,643	10,144	15,426	23,881	16,416	25,064
i) यात्रा	-29	1,435	1,417	1,389	788	981
ii) परिवहन	-736	879	144	-1,550	-1087	-450
iii) बीमा	19	56	148	22	100	365
iv) जी.एन.आइ.ई.	65	28	-10	-197	-107	-97
v) विविध	4,324	7,746	13,727	24,217	16,722	24,265
जिसमें से:						
सॉफ्टवेयर सेवाएं	8,863	12,324	16,900	22,262	15,597	20,143
<b>ख) अंतरण</b>	16,838	22,162	20,785	24,284	16,937	18,943
i) सरकारी	451	554	260	182	63	115
ii) निजी	16,387	21,608	20,525	24,102	16,874	18,828
<b>ग) आय</b>	-3,446	-4,505	-4,979	-5,510	-5,206	-3,526
i) निवेश आय	-3,544	-3,757	-4,095	-4,921	-4,741	-3,100
ii) कर्मचारियों को क्षतिपूर्ति	98	-748	-884	-589	-465	-426
<b>कुल चालू खाता</b>	<b>6,345</b>	<b>14,083</b>	<b>-2,470</b>	<b>-9,186</b>	<b>-11,942</b>	<b>-11,821</b>

जीएनआईई : सरकारी जो अन्यत्र शामिल नहीं है।

अ : अनंतिम

आं.सं. : आंशिक रूप में संशोधित।

2.156 वर्ष 2006-07 (अप्रैल-जनवरी) के दौरान निर्यात से संबंधित वस्तुओं के आयात, मुख्यतः मोती, मूल्यवान तथा कम मूल्यवान रत्नों के आयात में कमी आई जबकि सोना तथा चांदी, पूंजीगत वस्तुओं तथा पेट्रोलियम, तेल और लुब्रिकेंट (पीओएल) के आयात में वृद्धि की गति बनी रही। अप्रैल-जनवरी 2006 के दौरान पूंजीगत वस्तुओं के आयात में 32.4 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो घरेलू औद्योगिक वस्तु की मांग में लगातार तेजी को दर्शाता है (सारणी 2.52)।



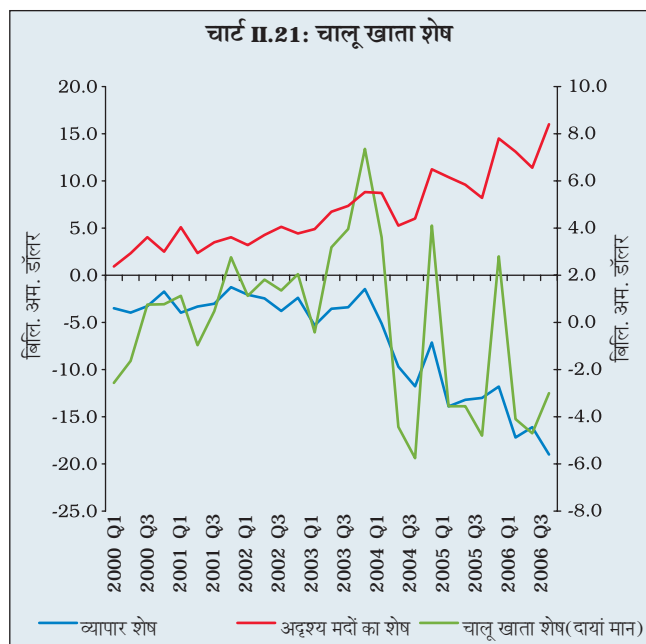
भुगतान संतुलन

चालू खाता

2.157 अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान अदृश्य मदों के अधिशेष में निरंतर वृद्धि ने बढ़ते वाणिज्यिक व्यापार घाटे के असर को कम करने का कार्य किया (सारणी 2.53 तथा चार्ट II.20)। अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान, अदृश्य मदों से प्राप्तियों में 29.9 प्रतिशत की वृद्धि हुई जिसका मुख्य कारण विदेश में रहने वाले भारतीयों द्वारा प्रेषित राशि में वृद्धि के अलावा सॉफ्टवेयर निर्यात, अन्य प्रोफेशनल तथा व्यापारिक सेवाओं, यात्रा तथा यातायात में महत्वपूर्ण निरंतर वृद्धि होना है। अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान सॉफ्टवेयर सेवा के अंतर्गत निवल अधिशेष (20.1 बिलियन अमरीकी डालर) की राशि में अप्रैल-दिसंबर 2005 के स्तर से 29.1 प्रतिशत की वृद्धि हुई। अप्रैल-दिसंबर 2006 में व्यापार सेवा से प्राप्त राशि में बढ़ोतरी होकर 4.0 बिलियन अमरीकी डालर (पिछले वर्ष इसी अवधि के दौरान 1.5 बिलियन अमरीकी डालर) तक पहुंच जाने का मुख्य कारण व्यापार संबंधित सेवाओं, व्यापार तथा प्रबंधन संबंधी परामर्शी सेवाओं, आर्किटेक्चरल, इंजीनियरिंग तथा अन्य तकनीकी सेवाओं तथा कार्यालयों के रखरखाव संबंधी सेवाओं में बढ़ोतरी होना है। निजी अंतरण (निवल) की राशि जिसमें मुख्यतः विदेश में कार्यरत भारतीयों का प्रेषण शामिल है, अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान बढ़कर 18.8 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गई जबकि अप्रैल-दिसंबर 2005 के दौरान यह राशि 16.9 बिलियन अमरीकी डॉलर थी। निवेश आय शेषराशि में घाटा बना रहा, क्योंकि बाहरी देयताओं के संबंध में भुगतान की राशि बाहरी आस्तियों से प्राप्त आय से अधिक थी।



## हाल की आर्थिक गतिविधियां



2.158 समग्र रूप में, अदृश्य वस्तु (सेवा, अंतरण तथा आय सहित) मदों के अंतर्गत निवल अधिशेष की राशि अप्रैल-दिसंबर 2005 के 28.1 बिलियन अमरीकी डालर से बढ़कर अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान 40.5 बिलियन अमरीकी डालर हो गई (चार्ट II.21)। अदृश्य वस्तु मदों से संबंधित निवल अधिशेष के उच्चतर रहने के कारण चालू खाते में घाटे की राशि 11.8 बिलियन अमरीकी डालर थी जो पिछले वर्ष की इसी अवधि के घाटे के प्रायः समान (11.9 बिलियन अमरीकी डालर) है।

### पूंजी खाता

2.159 वर्ष 2006-07 (अप्रैल-दिसंबर) के दौरान भारत में पूंजी का आगम काफी बड़ी मात्रा में हुआ। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश, बाह्य वाणिज्यिक

### सारणी 2.54 : पूंजी प्रवाह (निवल)

(मिलि. अम. डॉलर)

मद	अप्रैल-मार्च		अप्रैल-दिसंबर	
	2004-05	2005-06 आं.सं.	2005 आं.सं.	2006 अ
1	2	3	4	5
विदेशी प्रत्यक्ष निवेश	3.7	4.7	3.3	5.8
संविभाग निवेश	9.3	12.5	8.2	5.2
बाहरी सहायता	1.9	1.7	1.1	0.9
बाहरी वाणिज्यिक उधार	5.2	2.7	-1.2	9.1
एन आर आइ जमाराशि	-1.0	2.8	1.1	3.2
अन्य बैंकिंग पूंजी	4.9	-1.4	0.7	-2.1
अल्पावधि ऋण	3.8	1.7	1.7	1.3
अन्य पूंजी	0.2	-1.3	-1.5	3.9
<b>कुल</b>	<b>28.0</b>	<b>23.4</b>	<b>13.4</b>	<b>27.3</b>
अ. : अनंतिम	आं.सं. : आंशिक रूप में संशोधित			

### सारणी 2.55 : श्रेणी के अनुसार विदेशी निवेश प्रवाह

(मिलि. अम. डॉलर)

मद	अप्रैल-फरवरी			
	2004-05	2005-06 अ.	2005-06	2006-07 अ.
1	2	3	4	5
<b>अ. प्रत्यक्ष निवेश (I+II+III)</b>	<b>6051</b>	<b>7722</b>	<b>5948</b>	<b>17142</b>
1. इक्विटी (क+ख+ग+घ+ङ)	3778	5820	4510	15343
क. सरकारी				
(एसआइए/एफआइपीबी)	1062	1126	1030	2096
ख. भा. रि. बैंक	1258	2233	1559	6737
ग. एनआरआइ	-	-	-	-
घ. शेयर अभिग्रहण*	930	2181	1711	6149
ङ. अनिगमित निकायों की इक्विटी पूंजी #	528	280	210	361
II. पुनर्निवेशित आय \$	1904	1676	1257	1730
III. अन्य पूंजी \$\$	369	226	181	69
<b>आ. संविभाग निवेश (क+ख+ग)</b>	<b>9315</b>	<b>12492</b>	<b>11527</b>	<b>9409</b>
क. जीडीआर/एडीआर ##	613	2552	2270	3751
ख. एफआइआइ**	8686	9926	9243	5658
ग. अपतटीय निधि और अन्य	16	14	14	-
<b>ग. कुल (अ+आ)</b>	<b>15366</b>	<b>20214</b>	<b>17475</b>	<b>26551</b>

अ : अनंतिम

\* : अनिवासी द्वारा फेमा, 1999 की धारा 6 के अंतर्गत भारतीय कंपनी के शेयरों के अभिग्रहण से संबंधित है। ऐसे अभिग्रहण संबंधी डाटा जनवरी 1996 से विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के भाग के रूप में शामिल किया गया है।

# : अनिगमित निकायों की इक्विटी पूंजी की 2005-06 तथा 2006-07 के आंकड़े आकलित आंकड़े हैं।

\$ : 2005-06 और 2006-07 के आंकड़ों का अनुमान पिछले दो वर्षों के औसत के आधार पर किया गया है।

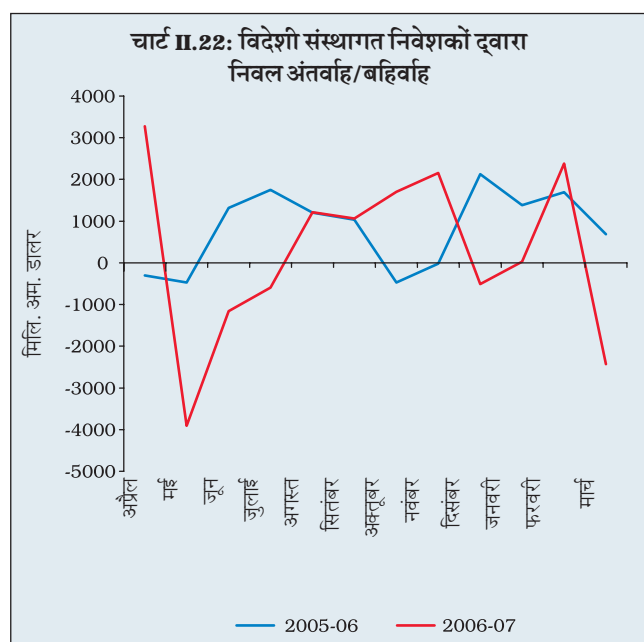
\$\$ : आंकड़े एफडीआइ इकाइयों के अंतर कंपनी ऋण लेनदेन से संबंधित हैं।

## : भारतीय कंपनियों द्वारा जीडीआर और एडीआर के माध्यम से जुटाई गई राशि है।

\*\* : एफआइआइ के निवल निधि आगम हैं।

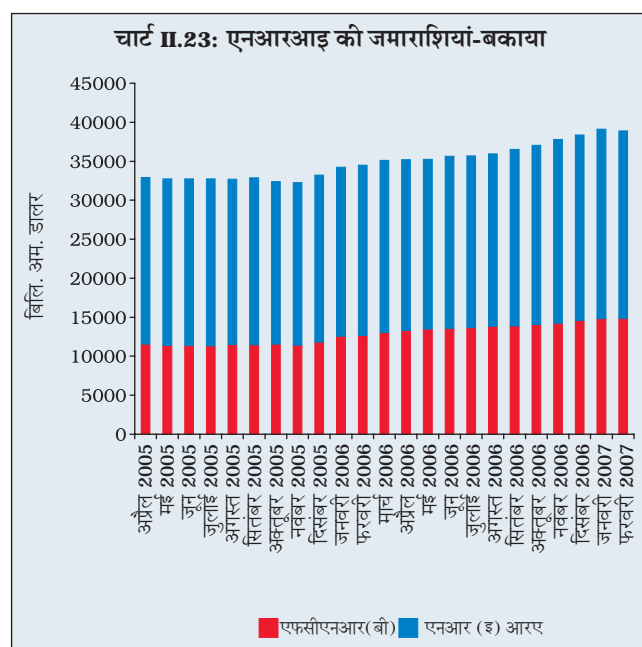
उधार, अनिवासी भारतीयों की जमाराशियों तथा पोर्टफोलियो निवेश में मजबूती बनी रहने के चलते पिछले वर्ष के मुकाबले निवल पूंजी अंतर्वाह (27.3 बिलियन अमरीकी डालर) में बढ़ोतरी हुई (सारणी 2.54)।

2.160 वर्ष 2006-07 (अप्रैल-फरवरी) के दौरान विदेशी निवेश अंतर्वाह में लगातार भारी वृद्धि जारी रही। अप्रैल-फरवरी के दौरान भारत में 17.1 बिलियन अमरीकी डालर का विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (अनिगमित संस्थाओं की इक्विटी पूंजी, पुनः निवेश की गई आय, संबद्ध संस्थाओं के बीच हुए अंतर-कंपनी ऋण लेनदनों सहित) हुआ जो पिछले वर्ष की इसी अवधि में निवेश की तुलना में तीन गुना से थोड़ा कम है (सारणी 2.55)। विदेशी प्रत्यक्ष निवेशों (एफडीआइ) में वृद्धि, भारतीय अर्थव्यवस्था के सभी प्रमुख तत्वों के सुदृढ़ होने, एफडीआइ संबंधी नीतियों को युक्तिसंगत व उदार बनाने के लिए नीतिगत उपाय किए जाने तथा प्रक्रियाओं को सरल बनाए जाने जैसी बातों को प्रतिबिंबित करता है। वर्ष 2006 के दौरान भारतीय रिजर्व बैंक के स्वचालित रूट के जरिए कई नए क्षेत्रों में 100 प्रतिशत तक विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के लिए अनुमति दी गई, जैसे ग्रीनफील्ड



एयरपोर्ट प्रोजेक्ट, प्राकृतिक गैस/एलएनजी पाइप लाइन, कैश एंड कैरी होलसेल ट्रेडिंग, निर्यात ट्रेडिंग और औद्योगिक विस्फोटक और जोखिम वाले रसायन। स्वयं के उपयोग के लिए कोयला तथा ग्रेनाइट के खनन एवं पेट्रोलियम व प्राकृतिक गैस क्षेत्र में मार्केटिंग के लिए बुनियादी ढांचे के निर्माण हेतु स्वचालित मार्ग के अंतर्गत विदेशी प्रत्यक्ष निवेश की उच्चतम सीमा को बढ़ाकर 100 प्रतिशत किया गया है। सरकार ने एकल ब्रांड उत्पादों के खुदरा व्यापार में, पूर्वानुमोदन के बाद, एफडीआई में 51 प्रतिशत तक निवेश करने की अनुमति देने का निर्णय लिया है, इसके साथ-साथ कतिपय शर्तों के अधीन टीवी चैनलों की अपलिकिंग हेतु एफडीआई की सीमा में बढ़ोतरी करने का भी निर्णय लिया है। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश मुख्यतः निर्माण क्षेत्र, बैंकिंग, वित्तीय क्षेत्र, कंप्यूटर तथा कारोबारी सेवा एवं निर्माण क्षेत्र में हुआ है। मारिशस, यूएस तथा युनाइटेड किंगडम भारत में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के प्रमुख स्रोत थे।

2.161 अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजारों में गिरावट के कारण घरेलू ईक्विटी बाजारों में मंदी आने के चलते विदेशी संस्थागत निवेशकों का निवल अंतर्वाह मई-जुलाई 2006 के दौरान ऋणात्मक स्तर पर आ गया। तथापि, अगस्त 2006 तथा नवंबर 2006 के बीच विदेशी संस्थागत निवेशकों ने भारतीय शेयर बाजारों में भारी खरीदारी की (चार्ट II.22)। दिसंबर 2006 के दौरान थाईलैंड द्वारा पूंजी नियंत्रण के क्षेत्र में सख्ती बरतने के कारण एशिया के ईक्विटी बाजारों में उतार-चढ़ाव आने के चलते विदेशी संस्थागत निवेशकों के अंतर्वाह में फिर से ऋणात्मक प्रवृत्ति देखी गई। जनवरी 2007 के मध्य तथा फरवरी 2007 के तीसरे सप्ताह के बीच विदेशी संस्थागत निवेशकों के अंतर्वाह में वृद्धि के बाद फरवरी 2007 के अंतिम सप्ताह से उसमें ऋणात्मक प्रवृत्ति देखी गई जिसका कारण यूएस की अर्थव्यवस्था में मंदी की चिंताओं के चलते एशिया के ईक्विटी बाजारों में तेज गिरावट आना है।



2.162 वर्ष 2006-07 के दौरान विदेशी संस्थागत निवेशकों के संचयी निवल अंतर्वाह की राशि 3.2 बिलियन अमरीकी डालर थी (पिछले वर्ष 9.9 बिलियन अमरीकी डालर थी)। सेबी के पास पंजीकृत विदेशी संस्थागत निवेशकों की संख्या मार्च 2007 के अंत में बढ़कर 996 हो गई (मार्च 2006 के अंत में 882)। अप्रैल-फरवरी 2006-07 के दौरान एडीआर/जीडीआर जारी करके बाहर से जुटाए गए संसाधनों की राशि पिछले वर्ष इसी अवधि के दौरान जुटाई गई राशि से अधिक थी (सारणी 2.55)।

2.163 अप्रैल-फरवरी 2006-07 के दौरान अनिवासी भारतीयों की जमाराशि के अंतर्गत प्राप्त अंतर्वाह की राशि पिछले वर्ष की इसी अवधि के दौरान के 2.0 बिलियन अमरीकी डालर के मुकाबले 3.5 बिलियन अमरीकी डालर थी जो अंशतः उच्चतर ब्याज दर के प्रभाव को दर्शाता है (सारणी 2.56 तथा चार्ट II.23)। एनआरआई जमाराशियों पर उच्चतम ब्याज दरें अमरीकी डॉलर के लिबॉर/स्वैप दर + 100 आधार अंक से नवंबर 2005 तथा अप्रैल 2006 में प्रत्येक बार 25-25 अंक बढ़ाई गईं।

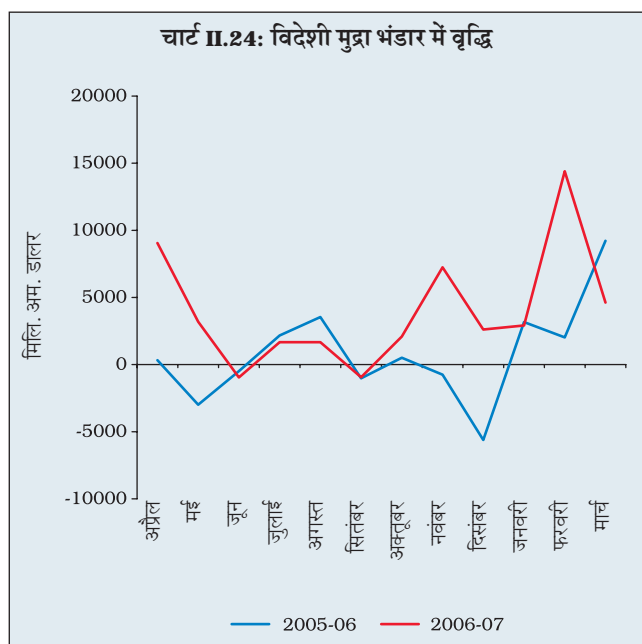
**सारणी 2.56 : एनआरआई जमाराशि योजना के अंतर्गत अंतर्वाह**

(मिलि. अम. डॉलर)

योजना	अप्रैल-मार्च		अप्रैल-फरवरी	
	2004-05	2005-06	2005-06	2006-07अ.
1	2	3	4	5
एफसीएनआर (बी)	492	1,612	1,219	1,804
एनआर (इ) आरए	84	1,177	807	1,744
<b>कुल</b>	<b>576</b>	<b>2,789</b>	<b>2,026</b>	<b>3,548</b>
अ : अनंतिम				

एफसीएनआर (बी) जमाराशियों की उच्चतम ब्याज दर मार्च 2006 में ‘‘लिबोर/स्वैप दर - 25 आधार अंक’’ से ‘‘संबंधित मुद्रा परिपक्वता के लिए लिबोर/स्वैप दर’’ से 25 आधार अंक बढ़ाया गया। बाद में, वर्ष 2006-07 की वार्षिक नीति की 31 जनवरी 2007 को घोषित तीसरी तिमाही की समीक्षा में एनआर(इ) आरए तथा एफसीएनआर (बी) जमाराशियों के लिए उच्चतम ब्याज दर क्रमशः 50 आधार अंक तथा 25 आधार अंक कम किया गया।

2.164 हाल के वर्षों में भारतीय कंपनियों द्वारा विदेशों में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश का महत्व काफी बढ़ गया है। भारतीयों द्वारा विदेशों में निवेश, संयुक्त उद्यमों (जेवी) तथा पूर्णतः स्वामित्ववाली सब्सिडियरी में निवेश, भारतीय उद्यमियों द्वारा वैश्विक व्यापार को बढ़ाने के महत्वपूर्ण अवसर के रूप में सामने आए हैं, साथ ही ये संयंत्र तथा मशीनरी तथा वस्तुओं के निर्यात के बढ़ते स्रोत के रूप में भी उभरे हैं। संयुक्त उद्यमों को भारत तथा अन्य देश के बीच आर्थिक सहयोग के माध्यम के रूप में देखा जा रहा है। इसके अतिरिक्त, ऐसे विदेशी निवेशों से होने वाले महत्वपूर्ण लाभ हैं - टेक्नोलॉजी तथा कौशल का अंतरण, अनुसंधान तथा विकास के परिणामों का साक्षा उपयोग, व्यापक वैश्विक बाजार तक पहुंच, ब्रांड की छबि में अभिवृद्धि, रोजगार का सृजन तथा भारत एवं संबंधित देश में स्थित कच्चे माल का बेहतर उपयोग। भारतीय कंपनियों द्वारा विदेशों में निवेश का क्षेत्र आईटी तथा संबंधित सेवा क्षेत्र की कंपनियों के अधिग्रहण से प्रारंभ हुआ था, परंतु अब यह प्रक्रिया अन्य क्षेत्रों, विशेष रूप से फार्मास्यूटिकल तथा पेट्रोलियम में फैल गयी है। भारतीय कंपनियों द्वारा विदेश में कंपनियों का अधिग्रहण किए जाने के चलते अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान भारत के विदेशी प्रत्यक्ष निवेश में वृद्धि बनी रही। इसे प्रतिबिंबित करते हुए भारतीय कंपनियों द्वारा विदेशों में प्रत्यक्ष निवेश की राशि अप्रैल-दिसंबर



सारणी 2.57 : बाहरी ऋण के घटक

मद	के अंत में		अवधि के दौरान घट-बढ़	
	मार्च 06	दिसंबर 06	(मिलि. अम. डॉलर)	(मिलि. अम. डॉलर) (प्रति शत)
1	2	3	4	5
1. बहुपक्षीय	32,559 (25.8)	34,569 (24.2)	2,010	6.2
2. द्विपक्षीय	15,727 (12.4)	15,770 (11.1)	43	0.3
3. आइएमएफ	0	0	0	0.0
4. व्यापार ऋण				
क. 1 वर्ष से अधिक	5,398 (4.3)	5,957 (4.2)	559	10.4
ख. 1 वर्ष तक*	8,696 (6.9)	10,015 (7.0)	1,319	15.2
5. वाणिज्यिक उधार	26,869 (21.2)	35,980 (25.2)	9,111	33.9
6. एनआरआई जमाराशि (दीर्घावधि)	35,134 (27.8)	38,382 (26.9)	3,248	9.2
7. रुपया ऋण	2,031 (1.6)	1,983 (1.4)	-48	-2.3
<b>8. कुल ऋण</b>	<b>1,26,414 (100.0)</b>	<b>1,42,656 (100.0)</b>	<b>16,242</b>	<b>12.8</b>
<i>जापान मदें:</i>				
क. दीर्घावधि ऋण	1,17,718 (93.1)	1,32,641 (93.0)	14,923	12.7
ख. अल्पावधि ऋण	8,696 (6.9)	10,015 (7.0)	1,319	15.2

\* : आपूर्तिकर्ता का 180दिन तक का क्रेडिट शामिल नहीं है।  
**नोट :** कोष्ठकों के आंकड़े कुल ऋण के प्रतिशत को दर्शाते हैं।  
**स्रोत :** भारतीय रिजर्व बैंक और वित्त मंत्रालय, भारत सरकार।

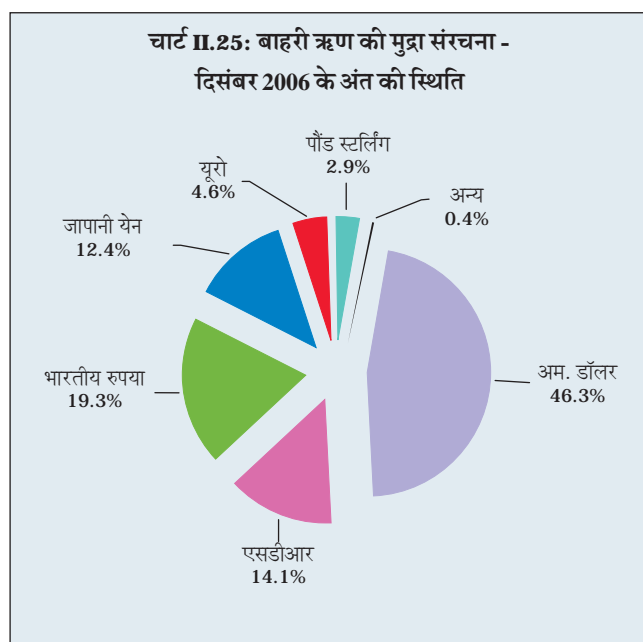
2006 के दौरान बढ़कर 8.7 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गई जबकि पिछले वर्ष इसी अवधि के दौरान यह राशि 1.9 बिलियन अमरीकी डॉलर थी।

**भारत का विदेशी मुद्रा भंडार**

2.165 30 मार्च 2007 को भारत का विदेशी मुद्रा भंडार, जिसमें विदेशी मुद्रा आस्तियां, स्वर्ण, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष का विशेष आहरण अधिकार (एसडीआर) तथा रिजर्व ट्रेंच पोजीशन (आरटीपी) शामिल है, बढ़कर 199.18 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया (चार्ट II.24)। वर्ष 2006-07 की पहली तीन तिमाहियों के दौरान निवल पूंजी अंतर्वाह की राशि चालू खाता घाटे की राशि से अधिक थी। समग्र रूप में, वर्ष 2006-07 में विदेशी मुद्रा भंडार में 47.6 बिलियन अमरीकी डॉलर की बढ़ोतरी हुई जबकि वर्ष 2005-06 में यह बढ़ोतरी 10.1 बिलियन अमरीकी डॉलर थी। 18 मई 2007 को भारत का विदेशी मुद्रा भंडार और बढ़कर 204.0 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया।

**भारत का बाह्य ऋण**

2.166 भारत का बाह्य ऋण दिसंबर 2006 के अंत में 142.7 बिलियन अमरीकी डॉलर था जो मार्च 2006 के अंत के स्तर से 16.2 बिलियन अमरीकी डॉलर अधिक है (सारणी 2.57)। दिसंबर 2006 के अंत में बाह्य



ऋण में बढ़ोतरी का कारण बाह्य वाणिज्यिक उधारों में वृद्धि, अनिवासी भारतीयों की जमा राशियों तथा अल्पावधि ऋण में बढ़ोतरी होना है। निवेश में वृद्धि का कारण बाह्य वाणिज्यिक उधार तथा अल्पावधि ऋण में बढ़ोतरी होना है, जबकि अनिवासी भारतीयों की जमा राशि में वृद्धि का कारण अनिवासी जमा राशि की ब्याज दरों में बढ़ोतरी होना है। दिसंबर 2006 के अंत में भारत के बाह्य ऋण के मुद्रा संयोजन में अमरीकी डॉलर का वर्चस्व बना रहा (चार्ट II.25)।

**सारणी 2.58 : ऋण संकेतक**

(प्रतिशत)

संकेतक	मार्च 06 के अंत में	दिसंबर 06 के अंत में
1	2	3
अल्पावधि / कुल ऋण	6.9	7.0
अल्पावधि ऋण/ आरक्षित निधि	5.7	5.7
रियायती ऋण/ कुल ऋण	31.2	28.3
आरक्षित निधि / कुल ऋण	120.0	124.3

स्रोत: भारतीय रिजर्व बैंक और वित्त मंत्रालय, भारत सरकार।

2.167 बाह्य ऋण वहनीयता संकेतकों में सुधार जारी रहा। मार्च 2006 के अंत तथा दिसंबर 2006 के अंत के बीच कुल ऋण में अल्पावधि ऋण का अनुपात तथा विदेशी मुद्रा भंडार में अल्पावधि ऋण का अनुपात लगभग एकसमान रहा। मार्च 2006 के अंत के 31.2 प्रतिशत की तुलना में दिसंबर 2006 के अंत में बाह्य ऋण की तुलना में रियायती ऋण का हिस्सा घटकर 28.3 प्रतिशत तक आ गया जो भारत के बाह्य ऋण स्टॉक में गैर-रियायती निजी ऋण की मात्रा में वृद्धि को दर्शाता है। भारत का विदेशी मुद्रा भंडार बाह्य ऋण के मुकाबले 34.6 बिलियन

अमरीकी डॉलर अधिक था, जो दिसंबर 2006 के अंत में बाह्य ऋण की राशि की तुलना में 124.3 प्रतिशत है (सारणी 2.58)।

**VII. समग्र मूल्यांकन**

2.168 वर्ष 2006-07 की गतिविधियां इस बात की ओर संकेत करती हैं कि भारतीय अर्थव्यवस्था, हाल में हुई वृद्धि की तेज गति को बनाए रखने में सक्षम रही है। घरेलू तथा बाह्य गतिविधियां, समग्र रूप में वृद्धि समर्थनकारी रही हैं। वर्षा के स्थानिक वितरण असमान होने तथा प्रारंभ में कम वर्षा होने के बावजूद दक्षिण पश्चिम मानसून वर्ष 2006 में सामान्य के काफी करीब रहा। अगस्त 2006 तथा जनवरी 2007 के बीच तेल की कीमतों में उल्लेखनीय रूप से कमी आई थी, परंतु हाल के महीनों में उसमें तेजी आ गई है। औद्योगिक उत्पादन में दो अंकीय वृद्धि दर के चलते औद्योगिक क्षेत्र का कार्य-निष्पादन काफी अच्छा रहा। औद्योगिक कार्यकलापों को बढ़ाने में विनिर्माण क्षेत्र में वृद्धि की भूमिका महत्वपूर्ण रही है। विनिर्माण क्षेत्र की यह वृद्धि पिछले 10 वर्ष में सर्वाधिक वृद्धि है। जैसा कि उच्च ऋण वृद्धि दर एवं कंपनियों द्वारा घरेलू तथा अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजारों से भारी मात्रा में संसाधन जुटाए जाने से स्पष्ट होता है, औद्योगिक क्षेत्र में सुदृढ़ता आई है जिसका कारण घरेलू तथा निर्यात की सुदृढ़ मांग तथा वित्तीयन की संतोषजनक स्थिति है। पूंजीगत वस्तु क्षेत्र तथा पूंजीगत वस्तुओं के आयातों में भारी वृद्धि निवेश मांग में सुदृढ़ता को दर्शाती है। रिजर्व बैंक तथा अन्य एजेंसियों द्वारा किए गए व्यापार आत्मविश्वास सर्वेक्षण, समग्र आर्थिक स्थिति तथा निवेश के उत्साहवर्धक माहौल को दर्शाता है। सेवा क्षेत्र, समग्र वृद्धि प्रक्रिया के प्रमुख कारक के रूप में बना रहा। प्रमुख संकेतक इस बात की ओर इंगित करते हैं कि सेवा क्षेत्र में अच्छी वृद्धि जारी रहेगी। अप्रैल 2006 को वाषिक नीति वक्तव्य में रिजर्व बैंक द्वारा वर्ष 2006-07 के लिए सकल घरेलू उत्पाद में वृद्धि की दर 7.5-8.0 प्रतिशत आंकी गई थी जो जनवरी 2007 की तीसरी तिमाही समीक्षा में लगभग 8.5 - 9.0 प्रतिशत आंकी गई है। सीएसओ के अग्रिम अनुमानों में वर्ष 2006-07 के लिए 9.2 प्रतिशत की वृद्धि आंकी गई है। रिजर्व बैंक ने वर्ष 2007-08 के वार्षिक नीति वक्तव्य में वर्ष 2007-08 में सकल घरेलू उत्पाद वृद्धि दर लगभग 8.5 प्रतिशत रहने का अनुमान लगाया है।

2.169 केंद्र सरकार के वर्ष 2006-07 के संशोधित अनुमानों में सभी प्रमुख घाटा संकेतक अर्थात् - सकल राजकोषीय घाटा, राजस्व घाटा तथा प्राथमिक घाटा, सकल घरेलू उत्पाद के अनुपातों के रूप में, बजट में निर्धारित लक्ष्यों से कम थे। इसका मुख्य कारण कर तथा कर से इतर दोनों स्रोतों से भारी मात्रा में राजस्व की प्राप्ति होना है जो विशेष रूप से गैर-योजना संघटकों पर अधिक मात्रा में हुए व्यय से भी अधिक था। कर राजस्व में सुधार होने तथा उपदान (सब्सिडी) की राशि में कमी आने के आधार पर 2007-08 के बजट अनुमानों में सभी प्रमुख घाटा संकेतकों में और कमी दर्शायी गई है। दूसरी ओर, वर्ष 2007-08 में पूंजी परिव्यय में वृद्धि होने का अनुमान है जबकि वर्ष 2006-07 में इसमें कमी आई थी।

वर्ष 2007-08 के केंद्रीय बजट में, सुदृढ़ कर प्रणाली की रणनीति को जारी रखने का प्रस्ताव किया गया है जिसमें कर की दरें तथा छूटें कम होंगी, कर का आधार व्यापक होगा तथा सामाजिक तथा भौतिक बुनियादी ढांचे में पर्याप्त निवेश उपलब्ध कराते हुए गैर-विकास व्यय को कम किया जाएगा।

**2.170** वर्ष 2006-07 में मुद्रास्फीति की प्रवृत्ति मुख्यतः प्राथमिक वस्तुओं तथा कतिपय विनिर्मित वस्तुओं की कीमतों से निर्धारित हुई। पिछले दो वर्षों से मुद्रास्फीति के प्रमुख कारक के रूप में खनिज तेल की कीमतों का काफी प्रभाव रहा, परंतु सितंबर 2006 के प्रारंभ से तेल की कीमतों में कमी आने और आधार वर्ष के प्रभाव के चलते उसका असर क्रमशः कम होता गया। तेल की ऊंची अंतर्राष्ट्रीय कीमतों का असर पेट्रोल तथा डीजल तक सीमित रहा। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति थोक मूल्य सूचकांक मुद्रास्फीति से अधिक रहा जिसका मुख्य कारण खाद्य वस्तुओं की कीमतों में वृद्धि तथा उपभोक्ता मूल्य सूचकांक में खाद्य वस्तुओं का भार अधिक होना है। मूल्य स्थिरता के लक्ष्य के अनुरूप मुद्रास्फीतिकारी अपेक्षाओं को स्थिर रखने के लिए रिजर्व बैंक ने विभिन्न उपायों (ओएमओ, एमएसएस तथा सीआरआर) का लचीलेपन के साथ यथोचित उपयोग करके चलनिधि की सक्रिय मांग के प्रबंधन की नीति को जारी रखा। तदनुसार, उसने रेपो रेट में 50 आधार अंकों की वृद्धि की और 23 दिसंबर 2006 से प्रारंभ होने वाले पखवाड़े से आरक्षित नकदी निधि अनुपात में चरणबद्ध रूप में 150 अंकों की वृद्धि की। वर्ष 2007-08 के वार्षिक नीति वक्तव्य में रिजर्व बैंक ने यह स्पष्ट किया है कि उसका यह प्रयास होगा कि वर्ष 2007-08 के दौरान मुद्रास्फीति की दर को 5.0 प्रतिशत के आस-पास तक नियंत्रित रखा जाए।

**2.171** वर्ष 2006-07 के दौरान वित्तीय बाजार की स्थिति, उतार-चढ़ाव की छिटपुट घटनाओं को छोड़कर, सामान्य रही। दिसंबर 2006 के मध्य तक अल्पावधि मुद्रा बाजार दरें सामान्यतः रेपो तथा रिवर्स रेपो दर के दायरे में रहीं। तथापि, उसके बाद सरकार की नकदी शेष राशि में भारी परिवर्तन होने, विदेशी मुद्रा के अंतर्वाह तथा बहिर्वाह में उतार-चढ़ाव आने तथा मौद्रिक नीति के कड़ाई के दौर में कुछ बाजार सहभागियों के पास संपार्श्विक जमानत की कमी के चलते मांग दरों में बीच-बीच में वृद्धि हुई। उसी तरह, सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्रतिफल में मजबूती देखी गई। मई-जून 2006 के दौरान अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में ब्याज दरों में मजबूती आने के कारण विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा बिक्री के दबाव, घरेलू मुद्रास्फीति में वृद्धि की चिंता तथा अंतर्राष्ट्रीय ईक्विटी बाजारों में घबराहट की स्थिति के चलते ईक्विटी बाजार में उतार-चढ़ाव देखा गया। तथापि उसके बाद शेयर बाजार की स्थिति स्थिर रही, केवल फरवरी-मार्च 2007 में अंतर्राष्ट्रीय बाजारों में आए उतार-चढ़ाव के अनुरूप शेयर बाजार में उतार-चढ़ाव की छिटपुट घटनाएं हुईं।

**2.172** वर्ष 2005-06 के दौरान बैंक तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं के परिचालन में व्यापकता आई। इस व्यापकता के साथ-साथ आस्तियों की

गुणवत्ता में भी सुधार हुआ। इस समय सकल तथा निवल अनर्जक आस्तियां क्रमशः 3 प्रतिशत तथा 2 प्रतिशत से कम हैं।

**2.173** भारत के भुगतान संतुलन की स्थिति संतोषजनक रही। अप्रैल-दिसंबर 2006 के दौरान अदृश्य वस्तु मदों के अधिशेष में वृद्धि हुई जिसने पण्य व्यापार के घाटे को कम करने में सहायता की। यात्रा आय, कारोबारी तथा प्रोफेशनल सेवाओं, सॉफ्टवेयर सेवाओं तथा विप्रेषणों, विशेष रूप से अदृश्य वस्तु मदों से संबंधित प्राप्तियों में तेज वृद्धि हुई। पोर्टफोलियो तथा विदेशी प्रत्यक्ष निवेश, दोनों रूप में भारत में भारी मात्रा में पूंजी का अंतर्वाह जारी रहा। विदेशी संस्थागत निवेशकों ने भारी मात्रा में निवल निवेश किया, अलबत्ता यह निवेश पिछले वर्ष के मुकाबले थोड़ा कम था। वर्ष 2006-07 (अप्रैल-फरवरी) के दौरान भारत में सकल प्रत्यक्ष विदेशी निवेश अंतर्वाह पिछले वर्ष की तुलना में तीन गुना से थोड़ा कम था। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश अंतर्वाह में हुई वृद्धि भारतीय अर्थव्यवस्था में निवेशकों की रुचि को दर्शाता है जिसका आधार भारतीय अर्थव्यवस्था के बुनियादी संकेतों का मजबूत होना, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश संबंधी नीति को युक्तिसंगत और उदार बनाने के लिए किए गए नीतिगत पहल का असर तथा प्रक्रियाओं को सरल बनाया जाना है।

**2.174** भारत की भुगतान संतुलन की संतोषजनक स्थिति विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि के रूप में परिलक्षित हुई। वित्तीय वर्ष 2006-07 में विदेशी मुद्रा भंडार में 47.6 बिलियन अमरीकी डॉलर की वृद्धि हुई। बाह्य ऋण वहनीयता संकेतकों में भी सुधार हुआ।

**2.175** वर्ष 2006 में वैश्विक अर्थव्यवस्था में सुदृढ़ वृद्धि जारी रही, हालांकि हाल की तिमाहियों में इसमें थोड़ी-सी कमी आई। तथापि, वैश्विक अर्थव्यवस्था में वृद्धि की संभावना, बाजार की अधोगामी प्रवृत्ति जोखिम (डाउनसाइड रिस्क) के अधीन है। सतत वैश्विक असंतुलन संबंधी समायोजन की अनिश्चितता के अतिरिक्त अन्य प्रमुख जोखिमों में, सीमित अतिरिक्त क्षमता के कारण मुद्रास्फीति का दबाव, विशेष रूप से यूएस में वेतनों में वृद्धि से होने वाला दबाव, कच्चे तेल की कीमतों में वृद्धि की संभावना, यूएस में आवास बाजार की कमजोरी तथा वैश्विक जोखिमों के बारे में वित्तीय बाजारों की आत्मसंतुष्टि वाली प्रवृत्ति संबंधी चिंताएं प्रमुख हैं।

**2.176** इस पृष्ठभूमि में, वर्ष 2007-08 के वार्षिक नीति वक्तव्य में यह उल्लेख किया गया है कि अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में प्रतिकूल तथा अप्रत्याशित स्थितियों को छोड़कर तथा मुद्रास्फीति संभावनाओं सहित अर्थव्यवस्था के वर्तमान आकलन के अनुसार वर्ष 2006-07 के दौरान समग्र वृद्धि की गति निरंतर सुदृढ़ता तथा गतिशीलता के वातावरण में हुई जिसे कारोबारी तथा ग्राहक विश्वास तथा बढ़ते अंतर्राष्ट्रीय रुचि का समर्थन मिला। वृद्धि की यह गति निवेश की दर में बढ़ोतरी, विनिर्माण तथा सेवा क्षेत्र दोनों में पूंजी के उपयोग में सुधार एवं वैश्विक अर्थव्यवस्था





## मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

के साथ सुदृढ़ संपर्क द्वारा निर्धारित थी। अर्थव्यवस्था में ढांचागत परिवर्तन के चलते मांग के दबाव में उतार-चढ़ाव आ सकते हैं जिसके प्रमुख कारणों में सकल मांग में बढ़ोतरी, वैश्विक जीडीपी में उत्साहपूर्ण वृद्धि का समर्थन, विनिर्मित वस्तुओं की कीमतों में लगातार बढ़ोतरी, कंपनियों की मूल्य-निर्धारण की क्षमता के अधिकतम उपयोग तथा आस्तियों के मूल्य में बढ़ोतरी होना है। सुदृढ़ समष्टि-आर्थिक कार्य-निष्पादन से उत्पन्न उत्साह को कृषि उत्पादन में उल्लेखनीय कमी, कृषि में आपूर्ति संबंधी अड़चनों तथा भौतिक बुनियादी सुविधाओं में अंतर, आपूर्ति में कमी के चलते मुद्रास्फीति में बढ़ोतरी, क्षमता में बढ़ते दबाव तथा आस्तियों के मूल्य में बढ़ोतरी के रूप में जोखिमों के बढ़ रहे विन्यास के प्रति देखने की आवश्यकता है। औद्योगिक तथा सेवा क्षेत्र की निरंतर वृद्धि में कृषि उत्पादन में कमी तथा भौतिक बुनियादी ढांचे में व्यापक कमियों के चलते अड़चनें आईं। यह भी संकेत है कि सकल घरेलू बचत दर में सुदृढ़ वृद्धि तथा पूंजी के उपयोग की कुशलता में कुछ सुधार के चलते वृद्धि की दर बनी रहेगी जबकि इस बात को भी ध्यान में रखना होगा कि केवल अंतर्राष्ट्रीय व्यापार से सभी क्षेत्रों की आपूर्ति पक्षीय समस्याओं को दूर नहीं किया जा सकता। मांग में बढ़ोतरी का प्रारंभिक असर स्फीतिकारी दबावों एवं समष्टि-आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता के लिए जोखिम के रूप में दिखाई देता है जो पूंजीगत वस्तुओं तथा टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं की निरंतर मांग, मुद्रा तथा ऋण की उच्चतर दरों, कुछ क्षेत्रों में वेतन में बढ़ोतरी के दबाव, निविष्टियों की लागत में वृद्धि तथा कारपोरेट क्षेत्रों के मूल्य-निर्धारण की क्षमता में बढ़ोतरी के रूप में परिलक्षित होता है। नीतिगत रूप से सबसे बड़ी चुनौती यह है

कि मुद्रास्फीतिकारी दबावों को नियंत्रित रखते हुए उच्चतर वृद्धि के एक और चरण की ओर किस प्रकार आगे बढ़ा जाए।

2.177 वर्ष 2007-08 की मौद्रिक नीति का दृष्टिकोण सामान्यतः वैश्विक तथा विशेष रूप से घरेलू गतिविधिजन्य परिस्थितियों से निर्धारित होगा। संभावित समष्टि-आर्थिक तथा वित्तीय स्थितियों से यह संकेत मिलता है कि भारत में एक ऐसे माहौल का निर्माण हुआ है जो वर्तमान की वृद्धि दर को बनाए रखने में सक्षम है। इस महत्वपूर्ण बात का पुनः उल्लेख किया जाता है कि मौद्रिक नीति का लक्ष्य वृद्धि को बनाए रखते हुए मूल्य तथा वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करना है। आगे आने वाले समय में नीतिगत प्राथमिकता मूल्य स्थिरता बनाए रखने एवं मुद्रास्फीति अपेक्षाओं को नियंत्रित करने की होगी। तदनुसार, मौद्रिक नीति के समग्र दृष्टिकोण में ये बातें शामिल होंगी : (i) वृद्धि की गति को बनाए रखने के उद्देश्य से निर्यात तथा निवेश मांग को समर्थन देने वाले मौद्रिक तथा ब्याज दर वातावरण के निर्माण को सुनिश्चित करते हुए मूल्य स्थिरता तथा सुस्थिर मुद्रास्फीति अपेक्षाओं पर बल दिया जाना; (ii) ऋण की अधिक उपलब्धता तथा वित्तीय समावेशन के लिए प्रयास करने के साथ-साथ समष्टि-आर्थिक तथा विशेष रूप से, वित्तीय स्थिरता की प्राप्ति के लिए वित्तीय बाजार में क्रेडिट की गुणवत्ता तथा सुव्यवस्थित स्थिति पर पुनः बल दिया जाना; (iii) मुद्रास्फीति प्रत्याशाओं तथा वृद्धि की गति पर प्रतिकूल प्रभाव डालने वाली वैश्विक तथा घरेलू स्थितियों से सभी संभावित उपयुक्त उपायों से शीघ्रता से निपटना।

3.1 मुद्रा बाजार वित्तीय प्रणाली का मुख्य घटक है, क्योंकि यह मौद्रिक नीतिगत उद्देश्यों की प्राप्ति के अनुसरण में केंद्रीय बैंक द्वारा चलाये जानेवाले मौद्रिक परिचालन का आधार है। यह अल्पावधिक निधियों, जिनकी मीयाद रात्रिभर से लेकर एक साल तक की होती है, के लिए बाजार है, तथा इसमें वे वित्तीय लिखतें शामिल होती हैं जो धन का समीपतम विकल्प मानी जाती हैं। मुद्रा बाजार तीन व्यापक कार्य करता है। पहला, अल्पावधिक निधियों की मांग और आपूर्ति के लिए संतुलनकारी प्रक्रिया-तंत्र उपलब्ध करता है। दूसरा, यह अल्पावधिक निधियों के उधारकर्ताओं और ऋणदाताओं को अपनी उधार लेने और निवेश करने संबंधी अपेक्षाओं को एक दक्ष बाजार समाशोधन मूल्य पर पूरी करता है। तीसरा, यह वित्तीय प्रणाली में चलनिधि की मात्रा और लागत दोनों को प्रभावित करने में केंद्रीय बैंक को हस्तक्षेप करने का, और उसके द्वारा मौद्रिक नीतिगत धड़कनों को वास्तविक अर्थव्यवस्था में सम्प्रेषित करने का अवसर प्रदान करता है। केंद्रीय बैंक द्वारा मौद्रिक प्रबंधन करने का उद्देश्य है - मुद्रा बाजार की दरों को मुख्य नीतिगत दरों के अनुरूप बनाना। क्योंकि मुद्रा बाजार की अत्यधिक उद्वेगशीलता मौद्रिक नीतिगत बल के बारे में भ्रमपूर्ण संकेत दे सकती है, मौद्रिक तथा वित्तीय स्थिरता दोनों ही दृष्टियों से यह बाजार के सुव्यवस्थित व्यवहार के लिए महत्वपूर्ण है। इस प्रकार मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता के लिए मुद्रा बाजार का दक्षतापूर्ण रूप से कार्य करना महत्वपूर्ण है।

3.2 इन बुनियादी कार्यों को दक्षतापूर्वक करने के लिए मुद्रा बाजार ने वर्षों के अनुभव से मौद्रिक नीति की परिचालनगत प्रक्रियाओं में होनेवाले परिवर्तनों के अनुरूप अलग-अलग जोखिम की रूपरेखा वाली नयी-नयी लिखतों और सहभागियों को पैदा किया है। वित्तीय बाजार की संरचनाओं, व्यापक आर्थिक उद्देश्यों तथा आर्थिक परिवेश ने मौद्रिक व्यवस्थाओं में परिवर्तनों की मांग की है, जिसने इसके परिणामस्वरूप, केंद्रीय बैंकों द्वारा परिचालनगत लिखतों और प्रक्रियाओं तथा संस्थागत व्यवस्थाओं दोनों में सुधार लाने को आवश्यक बना दिया है।

3.3 अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर, ब्रिटन वुड्स प्रणाली के असफल हो जाने के बाद से, नियम आधारित ढांचे से मौद्रिक नीति की लिखतों का उपयोग करने में विवेकाधीनता की ओर बढ़ने का बदलाव आया था जिसने अंततः विनिमय दर के लक्ष्यों को क्रमिक रूप से छोड़ने के लिए प्रेरित किया। वित्तीय संरचनाओं और वित्तीय नवोन्मेषों में परिवर्तनों ने भी मुद्रागत मांग के कार्यों को अस्थिर बनाकर मौद्रिक लक्ष्यबद्ध करने को अप्रभावी बना दिया। तदनुसार, 1990 के दशक

के प्रारंभिक वर्षों से महत्तर विनिमय दर नमनीयता की ओर बढ़ने तथा कुछ केंद्रीय बैंकों द्वारा अंशतः पूंजी की बढ़ी हुई संचलता, वित्तीय बाजारों के महत्तर समेकन तथा बार-बार होने वाले मौद्रिक संकटों के कारण मुद्रास्फीति को लक्ष्यित करने के उद्देश्य को अपनाने की दिशा में बल देने के रूप में बदलाव आया है। इन परिवर्तनों के अनुरूप, केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नियंत्रण के परम्परागत (प्रत्यक्ष) लिखतों (मात्रागत सरणियों के माध्यम से कार्य करके) से हटकर अप्रत्यक्ष लिखतों का अधिक उपयोग करने की ओर (मूल्य सरणि द्वारा परिचालन करके) बढ़ना शुरू किया। तदनुसार प्रारक्षित अपेक्षाओं और प्रत्यक्ष ऋण नियंत्रणों के उपयोग पर धीरे-धीरे कम बल दिया जाने लगा, जबकि मौद्रिक नीति का जोर किस बात पर है इसका संकेत देते हुए ब्याज दरों पर अधिक निर्भर रहा जाने लगा। चूंकि दीर्घावधि ब्याज दरों पर केंद्रीय बैंकों का नियंत्रण केवल सीमित ही है, अतः उन्होंने अकसर अल्पावधि ब्याज दरों को सीधे-सीधे प्रभावित करने तथा बाजार की अपेक्षाओं को वित्तीय बाजार के परस्पर संपर्कों के माध्यम से दीर्घावधि ब्याज दरों को प्रभावित करने देने की अनुमति दी। इस प्रकार, मौद्रिक नीति के लिखतों का चयन मौद्रिक बाजार की संरचना से निर्देशित होता है।

3.4 भारत में, यद्यपि मौद्रिक नीति के अंतिम उद्देश्य अर्थात् वृद्धि और मूल्य स्थिरता वर्षों से अपरिवर्तित रहे हैं, फिर भी रिजर्व बैंक ने आर्थिक और वित्तीय परिवेश में होने वाले परिवर्तनों के फलस्वरूप अनेक बार मौद्रिक नीति के अपने परिचालनगत तथा तात्कालिक उद्देश्यों को संशोधित किया है। उदाहरण के लिए 1980 के दशक के मध्य में, रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति से, जोकि अंशतः राजकोषीय घाटों के बड़े व्यापक स्तर पर मौद्रीकरण के कारण बढ़ी थी, निपटने के लिए एक सामान्य अवलम्ब स्वरूप मौद्रिक विस्तार को लक्ष्यबद्ध करने को औपचारिक रूप में अपनाया था। इस व्यवस्था में परिचालन की प्रक्रिया अलग-अलग प्रारक्षित अपेक्षाओं द्वारा बैंकों की प्रारक्षित निधियों में बदलाव लाने की थी। प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं का पूरा करने के लिए बैंकों ने मुख्यतया अंतर बैंक (मांग मुद्रा) बाजार से धन उधार लिया। अतः ये लेनदेन प्रणाली की चलनिधि को दर्शाती थीं। तदनुसार, रिजर्व बैंक ने मुद्रा बाजार पर, विशेषकर, मांग मुद्रा बाजार पर अपना ध्यान केंद्रित किया और वृद्धि तथा मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के समग्र उद्देश्यों के अनुरूप नीतिगत बल का संकेत देते हुए मौद्रिक नियंत्रण की विभिन्न प्रत्यक्ष लिखतों का उपयोग किया। चूंकि ब्याज दरें विनियमित की जाती थीं, मौद्रिक प्रबंधन नकदी-प्रारक्षित अनुपात (सीआरआर) में परिवर्तन करके किया जाता था,



जिसका उपयोग मुख्यतः मांग मुद्रा बाजार पर प्रारंभिक प्रभाव डालते हुए उधार लेने की सीमांत लागत को अप्रत्यक्ष रूप से प्रभावित करके किया जाता था। चूंकि इस रणनीति की सफलता मांग मुद्रा बाजार की स्थिरता तथा मुद्रा बाजार के अन्य घटकों के साथ इसकी परस्पर सम्बद्धता पर बहुत कुछ निर्भर करती थी, अतः 1980 के दशक के बाद के वर्षों से सुधारों तथा प्रारक्षित निधियां रखने की अपेक्षाओं में परिवर्तनों का उद्देश्य रहा है - नयी लिखतों की शुरुआत, बढ़ी हुई सहभागिता तथा प्रणाली में बेहतर चलनिधि प्रबंधन के माध्यम से मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों का विकास करना।

**3.5** 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से किये गये वित्तीय क्षेत्र के सुधारों ने वित्तीय बाजारों के विकास के लिए एक सुदृढ़ प्रेरणा प्रदान की है जिन्होंने ब्याज दरों के अपविनियमन के साथ-साथ बाजार आधारित मौद्रिक नीति की लिखतों की शुरुआत करने के लिए मार्ग प्रशस्त किया। वित्तीय नवोन्मेषों के साथ मुद्रा की मांग को कम स्थिर देखा गया और मुद्रा बाजार में यह असंतुलन अल्पावधिक ब्याज दरों में दिखाई दिया (मोहन 2006)। तदनुसार, 1998 में बहु-संकेतक दृष्टिकोण को अपनाने से लेकर, हालांकि मौद्रिक समुच्चय महत्वपूर्ण सूचना का परिवर्ती बना रहा, फिर भी ब्याज दर नीति की परिचालनगत लिखत के रूप में उभर कर आयी - प्रारंभ में बैंक दर और बाद में जून 2000 से चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत रिपो/रिवर्स रिपो दरों के रूप में। नीतिगत जोर में यह बदलाव जो मुद्रा से ब्याज दरों की ओर आया वह बढ़े हुए वित्तीय उदारीकरण, महत्तर व्यापार का खुलापन और पूंजी प्रवाहों, तथा भुगतान और लेनदेन प्रौद्योगिकी में नवोन्मेषों से प्रेरित था। यह बदलाव क्रमिक था और 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से शुरू किये गये सुधारों की अवधि में लागू किये गये उपायों का तार्किक परिणाम था (रेड्डी 2002)। वाणिज्यिक पत्र, जमा प्रमाणपत्र तथा रिपो जैसी नयी मुद्रा बाजार की लिखतों की व्यूह रचना को मुद्रा बाजार को व्यापक बनाने के लिए शुरू किया गया है। इसके अलावा, वित्तीय बाजारों में बढ़े हुए उन्नयन के साथ वित्तीय बाजार के सहभागियों की जोखिम रूपरेखा भी बदल गयी, जिसने जोखिम प्रबंधन प्रभावी साधन के रूप में व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव्स) लिखतों की शुरुआत करने की जरूरत पैदा कर दी।

**3.6** पूंजीगत नियंत्रणों को उदार बनाने से भारतीय अर्थव्यवस्था का विश्व अर्थव्यवस्था के साथ समन्वय बढ़ा, तथापि, इसने 1990 के दशक में मौद्रिक और विनिमय दर प्रबंधन के लिए नयी चुनौतियां तथा द्विविधाएं खड़ी कर दीं। इन गतिविधियों ने वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करने के लिए वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थितियां बनाये रखने पर ज्यादा जोर देने की मांग की। इस चरण में, सुधारों का मुख्य ध्यान मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों में अलग-अलग मीयादवाली लिखतों की शुरुआत करने तथा द्वितीयक बाजार का

विकास करने पर था। इसका परिणाम यह हुआ कि प्रणाली में विद्यमान चलनिधि पर बेहतर नियंत्रण प्राप्त हुआ तथा ब्याज दरों के संकेत भेजने के लिए एक दक्ष प्रणाली-तंत्र निर्मित हुआ। इस प्रकार, मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में परिवर्तनों ने नयी लिखतों की शुरुआत करके तथा अविनियमित ब्याज दर परिवेश में सहभागिता को व्यापक बनाकर मुद्रा बाजार व्यष्टिगत संरचना को उन्नत बनाने की जरूरत पैदा कर दी।

**3.7** सुविकसित और भलीभांति समन्वित मुद्रा बाजार की जरूरत इसलिए भी महत्वपूर्ण हो जाती है, क्योंकि भारत क्रमिक रूप से महत्तर पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ रहा है जैसाकि 'पूंजी खाते की और अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता समिति' ने अपनी रिपोर्ट जुलाई 2006 में रिज़र्व बैंक को प्रस्तुत करते समय परिकल्पित की थी। बाजार के विभिन्न घटकों द्वारा ऐसे पूंजी प्रवाहों का बेहतर प्रतिसाद समेकन की मात्रा तथा आवश्यक बुनियादी संरचना के विकास पर निर्भर करेगा। घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों का बेहतर समेकन घरेलू चलनिधि की स्थितियों को सुधारने के लिए तथा अल्पावधिक और दीर्घावधिक ब्याज दरों के बीच आयी गंभीर विसंगतियों (असमानताओं) को ठीक करने के लिए मौद्रिक नीतिगत लिखतों के नमनीय उपयोग की मांग करता है।

**3.8** उपर्युक्त पृष्ठभूमि में इस अध्याय में वित्तीय बाजार की संरचना में हुए परिवर्तनों, विशेषकर मुद्रा बाजार तथा मौद्रिक नीति के ऐसे बाजारोन्मुखीकरण से उत्पन्न जोखिमों/चुनौतियों द्वारा यथा अपेक्षित, भारत में मौद्रिक नीति की परिचालनगत प्रक्रियाओं के विकास को खोजा गया है। भाग I में मौद्रिक नीति के निर्माण के लिए मुद्रा बाजार के सैद्धांतिक आधारों को स्पष्ट किया गया है। मुद्रा बाजार की परिचालन प्रक्रियाओं पर अंतर्राष्ट्रीय अनुभव, चलनिधि प्रबंध परिचालनों में विकसित होती हुई परंपराएं भाग II में दी गई हैं। भाग III में, सुधार-पूर्व अवधि में, भारत में, मुद्रा बाजार की संक्षिप्त समीक्षा की गई है। भाग IV में परिचालन प्रक्रियाओं में आये बदलावों के अनुसार रिज़र्व बैंक के चलनिधि प्रबंध परिचालनों में किये गये परिवर्तनों को दर्शाया गया है। 1980 के बाद के मध्य दशक से मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों में हुई गतिविधियां भाग V में दी गयी हैं। इस अध्याय में वित्तीय प्रणाली के विभिन्न जोखिमों से निपटने में रिज़र्व बैंक की सक्रिय भूमिका की भी चर्चा की गयी है। भाग VI में भारत में मौद्रिक तथा चलनिधि प्रबंधन तथा भविष्य में मुद्रा बाजार के सुचारु परिचालन और मौद्रिक नीति के दक्ष संचालन के लिए उभरते हुए मुद्दों की पहचान तथा उनसे निपटने की जरूरत को रेखांकित किया गया है। भाग VII में निष्कर्षात्मक टिप्पणियां दी गयी हैं।

## I. मुद्रा बाजार की भूमिका - सैद्धांतिक आधार

**3.9** शिक्षाविदों तथा केंद्रीय बैंकों में आम तौर पर यह सहमति है कि मौद्रिक नीति मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के लिए सर्वोत्तम रूप

से तैयार है। कुछ देशों में केंद्रीय बैंकों को अतिरिक्त अधिदेश प्राप्त हैं जैसे पूर्ण रोजगार सुनिश्चित करना, वृद्धि को अधिकतम करना तथा वित्तीय स्थिरता को प्रोन्नत करना। इन उद्देश्यों को पूरा करने के लिए, केंद्रीय बैंक यह सुनिश्चित करने के लिए कि मौद्रिक नीति के अनुरूप अल्पावधिक ब्याज दरें (तथा विनिमय दरें) तथा चलनिधि को उपयुक्त स्तरों पर रखा जा सके, वित्तीय बाजारों में हस्तक्षेप करता है। इस प्रकार मौद्रिक नीति तथा वित्तीय बाजार आंतरिक रूप से जुड़े हुए हैं। ये वित्तीय बाजार ही हैं जिनके माध्यम से मौद्रिक नीति वास्तविक अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती है। अतः वित्तीय बाजार मौद्रिक नीति तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था के बीच सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में सम्पर्क-साधक संबंध हैं।

**3.10** मौद्रिक नीति और वित्तीय बाजारों के बीच का संबंध परस्पर अन्योन्याश्रित है। केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति का संचालन वित्तीय बाजार के मूल्यों को प्रत्यक्षतः और अप्रत्यक्षतः प्रभावित करके करता है। वित्तीय बाजार की कीमतें भावी आर्थिक गतिविधियों के बारे में बाजार सहभागियों की प्रत्याशाओं को दर्शाती हैं। इसके बदले में ये प्रत्याशाएं केंद्रीय बैंकों को भविष्य में मौद्रिक नीति का ईष्टतम पथ निर्धारित करने में सहायता करती हैं।

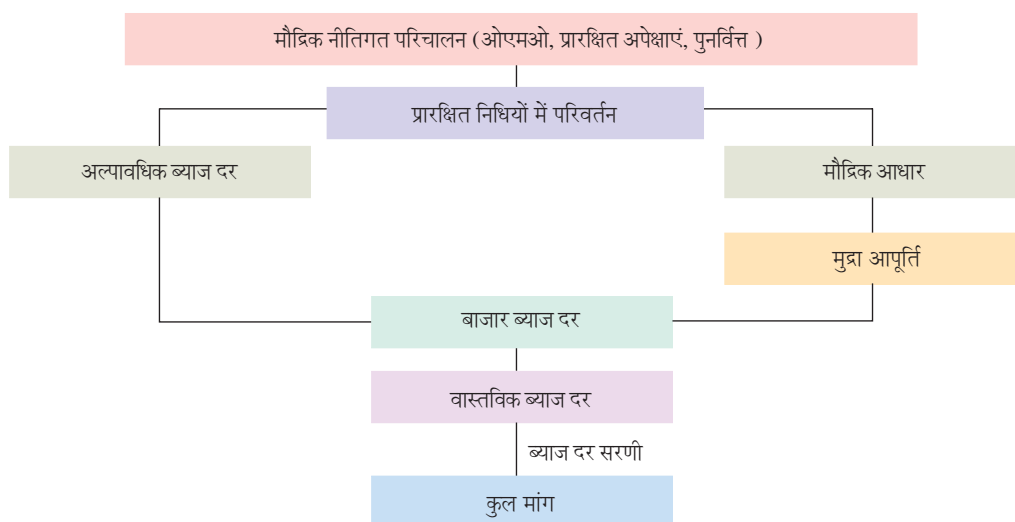
**3.11** मौद्रिक नीति वित्तीय बाजारों को विभिन्न वित्तीय मूल्य तथा प्रमात्रा संबंधी सरणियों के माध्यम से प्रभावित करती है। संचरण-प्रक्रिया परिचालनगत लक्ष्यों (जैसे प्रारक्षित मुद्रा तथा बैंक रिजर्व) जो कि तत्काल लक्ष्यों के अनुरूप हों जैसे मुद्रा आपूर्ति, जो आर्थिक वृद्धि और मूल्य स्थिरता के लक्ष्यों को प्राप्त करने में समर्थ बनाती है, को नियंत्रित करने के लिए मौद्रिक नीति से वित्तीय बाजारों और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था में विशिष्ट रूप से मौद्रिक नीति के साधनों (प्रारक्षित निधि संबंधी अपेक्षाओं, खुले बाजार के परिचालनों, नीतिगत दरों, तथा पुनर्वित्त सुविधाओं) के उपयोग के माध्यम से विशिष्ट रूप से प्रेरित होती है। विशिष्ट रूप से, मौद्रिक नीति का साधन वित्तीय बाजार का मूल्य है जो प्रत्यक्षतः केंद्रीय बैंक द्वारा निर्धारित या नियंत्रित किया जाता है। संचल विनिमय दर वाले अधिकांश केंद्रीय बैंकों के लिए मौद्रिक नीति का साधन है - अल्पावधिक ब्याज दर। अल्पावधिक ब्याज दर में बदलाव वित्तीय बाजारों को संकेत प्रदान करते हैं, जिसके द्वारा वित्तीय प्रणाली के विभिन्न घटक अपनी संवेदनशीलता तथा सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र की दक्षता के आधार पर विभिन्न लिखतों पर अपने प्रतिलाभ की दरों को समायोजित करते हैं। निश्चित विनिमय दर व्यवस्था के अंतर्गत, एक खास विनिमय दर साधन के रूप में कार्य करती है। इसी प्रकार मौद्रिक लक्ष्यबद्ध करने वाली प्रणाली के अंतर्गत परिचालनगत लक्ष्य है - बैंकिंग प्रणाली में केंद्रीय बैंक की मुद्रा की प्रमात्रा, जिसका निर्धारण बैंक प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति द्वारा किया जाता है। यदि उन सभी कारकों का, जो उत्पादन और मुद्रास्फीति पर प्रभाव डालते हैं, पहले

से ही ज्ञान हो जाए तो इससे कोई अंतर नहीं आयेगा यदि केंद्रीय बैंक अपनी नीति का संचालन प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को निर्धारित करके ब्याज दर को निर्धारित करके करता है (फ्रायडमैन 2000 ख)। वास्तव में, ये वैकल्पिक परिचालनगत रणनीतियां प्रभाव की दृष्टि से एक समान होंगी। तथापि चूंकि अनेक कारक जो केंद्रीय बैंक की नीति संबंधी प्राथमिकताओं को प्रमाणित करते हैं, वे पूर्व-अनुमान योग्य नहीं हैं, अतः परिचालनगत लिखतों के चयन का मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता के लिए महत्व होता है।

**3.12** ब्याज दरों के माध्यम से मौद्रिक नीति के संचालन के लिए सैद्धांतिक औचित्य 'लिखतों - संबंधी समस्या के उचित चयन' से निकलता है (पूले 1970)। यह दर्शाया गया कि यदि अर्थव्यवस्था में सकल मांग आघात माल (वस्तु) बाजार से उभरते हैं (आइएस कर्व), तो अभीष्टतम नीति होगी कि उत्पादन में उद्वेगशीलता को न्यूनतम करने के लिए मौद्रिक समुच्चयों को लक्ष्य बनाया जाए। दूसरी ओर, यदि मांगगत आघात मुद्रा बाजार (एलएम वक्र) से उभरते हैं तो मौद्रिक नीति की दृष्टि से, ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करना उपयुक्त दृष्टिकोण है। इसका निहितार्थ यह है कि जैसे वित्तीय बाजारों का विकास बढ़ते वित्तीय नवोन्मेषों के साथ-साथ होता है, तथा मुद्रा के लिए मांग अस्थिर हो जाती है इससे मौद्रिक विस्तार को लक्ष्यबद्ध करना निष्प्रभावी हो जायेगा। दूसरे शब्दों में, अर्थव्यवस्था में क्रमिक रूप से वित्तीय उन्नयन आने के साथ-साथ मुद्रा के लिए सट्टेबाजी से उत्पन्न मांग सम्प्रेषण के उद्देश्य पर प्रभुत्व रखती है। अतः अधिकांश विकसित देश ब्याज दर लक्ष्य के माध्यम से परिचालन करते हैं।

**3.13** परम्परागत व्यापक आर्थिक मॉडलों में, जहां सांकेतिक ब्याज दरों में वृद्धि, मूल्यों में एक स्थान पर टिके रहने की स्थिति को देखते हुए, वास्तविक ब्याज दरों में तथा पूंजी के उपयोगकर्ता की लागत को बढ़ाने के रूप में रूपान्तरित होती है, ब्याज दर सरणी मौद्रिक नीति के सम्प्रेषण में मुख्य प्रक्रिया-तंत्र है (चार्ट III.1)। इनके फलस्वरूप ये परिवर्तन निवेश को खर्च करने में कटौती या खपत को स्थगित करने की ओर ले जाते हैं जिससे वे वास्तविक क्षेत्र की कार्यप्रणाली को प्रभावित करती हैं अर्थात् सकल मांग और आपूर्ति में और अंततः अर्थव्यवस्था की वृद्धि और मुद्रास्फीति में बदलाव ला देती है (कुटनर तथा मोसर 2002)। यह वह प्रक्रिया-तंत्र है जो आइएस वक्र की परम्परागत विनिर्दिष्टताओं, पुरानी कीन्जवाद की विभिन्नता (सेमुलसन तथा सोलो, 1960) तथा नये कीन्जवाद के मॉडलों, जो 1990 के बाद के दशक में विकसित हुए (रोटेम वर्ग तथा वुडफोर्ड 1997, क्लेरिडा, गली तथा गर्टलर 1999) दोनों में समाहित है। तथापि, नीति द्वारा प्रेरित ब्याज दरों में बदलाव के प्रति व्यापक आर्थिक प्रतिसाद उस स्थिति से पर्याप्त रूप से बड़े होते हैं, जो खपत और निवेश की ब्याज दर लोच के परम्परागत

**प्रदर्श III.1 : ब्याज दर सरणी के माध्यम से मौद्रिक नीति संबंधी सम्प्रेषण**



स्रोत: कुटनेर तथा मोजर (2002) से लिये गये।

पूर्व अनुमानों में निहित हैं (बर्नान्के तथा गर्टलर 1955)। यह सुझाता है कि ब्याज दर सरणी से इतर प्रक्रियाएं भी मौद्रिक नीति के सम्प्रेषण में कार्य कर रही होती हैं।<sup>1</sup>

**3.14** ब्याज दरें मौद्रिक नीति निर्माण की प्रक्रिया को तीन अलग-अलग तरीकों से प्रभावित कर सकती हैं (फ्रायड मैन 2000 क)। ब्याज दरों की पहली भूमिका है - एक परिवर्ती लिखत के रूप में, जिसका निर्धारण केंद्रीय बैंक करता है ताकि वह अपनी चुनिंदा नीति को लागू कर सके। मौद्रिक नीति की प्रक्रिया में ब्याज दरों की दूसरी महत्वपूर्ण भूमिका - पुनः एक परिवर्ती लिखत की है, परंतु लिखत के रूप में जिसे केंद्रीय बैंक अलग-अलग रूप में लागू करता है, उत्पादन तथा महंगाई को प्रत्यक्षतः प्रभावित करने के लिए नहीं, बल्कि मौद्रिक स्टॉक को लक्ष्यबद्ध करने के लिए करता है। अंतिम, अधिकांश केंद्रीय बैंक अल्पावधिक ब्याज दरों का उपयोग अपने मौद्रिक नीति संबंधी लिखत के परिवर्ती के रूप में करते हैं जो दीर्घावधिक ब्याज दरों की गतिविधियों पर आधारित होता है जिन्हें संभावित भावी गतिविधियों के बारे में एक सूचना परिवर्ती के रूप में अधिक लिया जाता है। तथापि इस ढांचे में एक नियमित मीयादी ब्याज दर संरचना निहित होती है जिनके द्वारा अल्पावधि में नीतिगत पहलों को दक्षतापूर्वक लम्बी मीयाद वाली नीति की ओर सम्प्रेषित किया जाता है। यह संबंध स्वीकार्यात्मक अपेक्षाओं की धारणाओं के अंतर्गत बेहतर कार्य करता है (चो, 1989); जहां हाल के अनुभवजन्य साक्ष्य

यह सुझाते हैं कि दीर्घावधि दरें भावी अवधि दरों का पूर्वानुमान करने में इतनी अच्छी नहीं (और आग्रहप्रस्त) होती हैं, विशेषकर जब कि अपेक्षाएं तर्कसम्मत हों (ब्लाइंडर, 2006)।

**3.15** केवल अल्पावधि ब्याज दरों का अर्थव्यवस्था पर सीमित प्रभाव ही होता है। दीर्घावधिक ब्याज दरों का मजबूत प्रभाव पड़ता है क्योंकि वे अर्थव्यवस्था में बचतों और निवेश संबंधी निर्णयों को निर्धारित करते हैं। अतः अर्थव्यवस्था पर प्रभाव रखने के लिए मौद्रिक नीति संबंधी धड़कनों को आस्ति-मूल्यों जैसे ऋण की दरों, बांड की दरों, विनिमय दरों तथा स्टॉक मार्केट के मूल्यों को प्रभावित करके मुद्रा बाजार से पूंजी बाजार की ओर संप्रेषित किया जाना चाहिए। मुद्रा बाजार तथा पूंजी बाजार अपेक्षाओं या प्रत्याशाओं से जुड़े हुए हैं। लेनदेन की लागतों तथा जोखिम प्रीमियमों की अवहेलना करके, मीयादी संरचना की प्रत्याशाओं का सिद्धांत दीर्घावधि ब्याज दरों को अल्पावधिक ब्याज दरों के एक औसत के रूप में देखता है जो संबंधित लिखत की परिपक्वता तक विद्यमान रहेगी। हालांकि वर्तमान अल्पावधिक ब्याज दरों का दीर्घकालिक बांड की आयों पर कुछ प्रभाव है, फिर भी, मीयादी संरचना का प्रत्याशा सिद्धांत यह इंगित करता है कि मुख्यतया ये प्रत्याशित भावी अल्पावधिक ब्याज दरें ही हैं जो बांड आयों का निर्धारण करती हैं। व्यवहार में, अल्पावधिक ब्याज दरों के भावी विकास के बारे में अनिश्चितता तथा अलग-अलग अवधियों के लिए अलग अलग जोखिम के चलते,

<sup>1</sup> अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दर अंतरों को शामिल करके नीतिगत दर में किये गये परिवर्तन असुरक्षित ब्याज दर समता की स्थिति के माध्यम से विनिमय दर संबंधी गतिविधियों को भी प्रभावित करते हैं।

जितनी ही लम्बी मीयाद होगी, उतनी ही कमजोर अल्पावधि ब्याज दर और दीर्घावधिक ब्याज दर के बीच की कड़ी होगी। अतः व्यवहार में, केंद्रीय बैंक कभी-कभी दीर्घावधिक ब्याज दरों को उस स्तर तक निर्देशित करने में कठिनाई का अनुभव करते हैं जिस स्तर पर वे सोचते हैं कि वह मौद्रिक नीति संबंधी बल का अभीष्टतम बिन्दु होना चाहिए।

**3.16** यह सब होते हुए भी केंद्रीय बैंक अल्पावधि नीति संबंधी दरों पर परिचालन करते हैं जो एक नियमित मीयादी संरचना तथा एक सुचारु बाजार सातत्य के अंतर्गत दीर्घावधि ब्याज दरों को प्रभावित करने में समर्थ होगा। मौद्रिक नीति संबंधी संकेतकों को दीर्घावधि दरों की ओर दक्षतापूर्वक संप्रेषित करने की दृष्टि से केंद्रीय बैंक मुद्रा बाजार के विकास को गति प्रदान करते हैं। इस प्रकार मुद्रा बाजार केंद्रीय बैंक द्वारा बाजार आधारित हस्तक्षेप की एक प्रतिस्पर्धी तथा दक्ष प्रणाली के मुख्य आधार के रूप में काम करता है। यह बांडों तथा अन्य अल्पावधिक वित्तीय लिखतों के तरलता जोखिम को कम करके एक सक्रिय द्वितीयक बांड बाजार को प्रोत्साहित करता है तथा वित्तीय मध्यस्थकों को अपने चलनिधि जोखिमों का प्रबंधन करने में सहायता करता है। यह सरकार के नकदी प्रबंधन के लिए माध्यम के रूप में भी कार्य करता है तथा मौद्रिक नीति को लागू करने में प्रथम सम्पर्क प्रदान करता है। एक सुव्यवस्थित रूप में कार्य करने वाले मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए तीन शर्तों को पूरा करने की अपेक्षा होती है ये हैं : (i) बैंक तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं को प्रोत्साहनों, सक्रिय रूप से जोखिम के प्रबंधन तथा लाभ को अधिकतम करने के प्रति प्रोत्सादन करने के लिए व्यावसायिक रूप से अभिप्रेरित होना चाहिए; (ii) केंद्रीय बैंक को मौद्रिक नीति को लागू करने के लिए प्रत्यक्ष लिखतों/पद्धतियों से अप्रत्यक्ष पद्धतियों की ओर बढ़ना चाहिए तथा (iii) सरकार के पास नकदी प्रबंधन का एक अच्छा प्रक्रिया-तंत्र होना चाहिए ताकि उसके बाद केंद्रीय बैंक को अपनी परिचालन प्रक्रियाओं को निर्धारित करने में ज्यादा आजादी मिल सके।

**3.17** केंद्रीय बैंक की परिचालनात्मक प्रक्रिया मुद्रा बाजार की स्थिरता तथा जोखिम का प्रबंध करने में मुद्रा बाजार का सक्रियतापूर्वक उपयोग करने में बैंकों के प्रोत्साहनों को बहुत प्रभावित करती है। इस संबंध में, परिचालन प्रक्रियाओं को इस प्रकार बनाया जाना अपेक्षित है जो बाजार की तरलता, स्थिरता को प्रोन्नत कर सके और सक्रिय जोखिम प्रबंधन को प्रोत्साहित करे। वे परिचालन प्रक्रियाएं, जो विशेषकर, बैंकों के जोखिम प्रबंध संबंधी प्रोत्साहनों को विशेष रूप से प्रभावित करती हैं - वे हैं - प्रारक्षित निधियां रखने की अवधि, उन देयताओं की परिभाषा जिन पर ऐसी प्रारक्षित निधियां रखने की व्यवस्था लगायी जाती है, विभाग नीति तथा परिचालनों की सटीकता जो बाजार की चलनिधि को प्रभावित करने के लिए बनायी जाती है, अर्थात् वह सटीकता जिसके साथ केंद्रीय बैंक प्रणाली में अतिरिक्त प्रारक्षित अपेक्षाओं के लिए मांग को नियंत्रित कर सके।

**3.18** अन्तर्बैंक बाजार - अर्थात् बैंकों के बीच अल्पावधिक उधार देने/लेने के लिए बाजार - खजाना बिलों और निजी क्षेत्र के मुद्रा बाजार लिखतों के लिए द्वितीयक बाजार सहित व्यापक मुद्रा बाजार में विकास तथा बढ़ी हुई चलनिधि के लिए आधार प्रदान करता है। जहां केंद्रीय बैंक के चलनिधि प्रबंध संबंधी परिचालनों में शामिल हैं - अपनी ही पहल के रूप में, स्वयं के विवेक पर वित्तीय प्रणालियों में से प्राथमिक मुद्रा के निवेश/के आहरण, इसकी निभावपरक नीतियों में शामिल हैं - बाजार सहभागियों की ओर से चलनिधि की मांग को पूरा करने संबंधी परिचालन। बाजार चलनिधि प्रबंध से तात्पर्य है - उच्च शक्ति संपन्न मुद्रा के समग्र स्तर का प्रबंधन करने के लिए केंद्रीय बैंक द्वारा की गयी कार्रवाइयां, और इसके माध्यम से, मुद्रा बाजार की स्थितियों को विनियमित करना (बाक्स III.1) मुद्रा बाजार की स्थितियों के विनियमन के लिए मुख्य ध्यान अत्यधिक प्रारक्षित निधियों के लिए मांग को समंजित करने पर रहता है ताकि बैंक की प्रारक्षित निधियों को आने वाले भारी उतार-चढ़ाव से बचाया जा सके, जो अल्पावधिक ब्याज दरों में उद्वेगशीलता का कारण बनती है। सकल बाजार चलनिधि प्रबंधन के लिए यह अपेक्षित है कि बैंकिंग प्रणाली में अत्यधिक प्रारक्षित निधियों के दैनिक स्तर को बैंकों द्वारा मांग के स्तर के आसपास रखा जाए।

**3.19** सैद्धांतिक रूप से नीति संबंधी संकेतकों को वित्तीय आस्ति मूल्यों की ओर संप्रेषण की गति डेरिवेटिव लेनदेन के साथ-साथ सुधरती जाती है क्योंकि यह सारे बाजार में जोखिम को बांटना संभव बनाती है और साथ ही यह वित्तीय आस्ति मूल्यों का मौद्रिक नीति संबंधी संकेतकों के साथ अवधियों के बीच-बीच में समायोजनों को दर्शाती है। एक वित्तीय व्युत्पन्नी संविदा अंतर्वर्ती आस्ति के लिए इसके वर्तमान मूल्यों और ब्याज दरों के आधार पर भावी मूल्य को निकालती है। तदनुसार, व्युत्पन्नी लिखतों का दक्षतापूर्ण मूल्य निर्धारण, अंतर्वर्ती आस्ति के लिए एक सक्रिय और तरल बाजार पर निर्भर है। चूंकि बाजार की सूचनात्मक विषयवस्तु व्युत्पन्नी लिखतों के मूल्यों में झलकती है, अतः व्युत्पन्नी लिखतों को मौद्रिक नीति के लिखतों के रूप में भी प्रयोग किये जाने के मामले बनते हैं। तथापि, यह नोट किया जाए कि केंद्रीय बैंक व्युत्पन्नी लिखतों को मौद्रिक नीति के प्रयोजनों के लिए सक्रिय रूप से उपयोग में नहीं लाते क्योंकि वे सामान्यतया, जोखिमपूर्ण और अनिश्चित समझे जाते हैं। इसके अलावा, व्युत्पन्नी लिखतों के लेनदेन का वास्तविक अर्थव्यवस्था पर प्रभाव द्विविधाग्रस्त रहता है (ग्रे एण्ड प्लेस, 2001)। तथापि, व्युत्पन्नी लिखत वित्तीय बाजारों में जोखिम प्रबंधन के लिए उत्तरोत्तर रूप से उपयोगी साधन बनती जा रही है।

**3.20** संक्षेप में, ब्याज दर सरणी मौद्रिक नीति के संचरण प्रक्रिया-तंत्र की मुख्य सरणी के रूप में उभरी है। हालांकि केंद्रीय बैंक अल्पावधिक ब्याज दरों को सीधे ही प्रभावित कर सकता है, परंतु नीति संबंधी संकेतकों के प्रभावी रूप में संप्रेषण के लिए यह अपेक्षित है कि ब्याज दरों की एक



### बाक्स III.1

#### मौद्रिक संप्रेषण के प्रक्रिया-तंत्र में मुद्रा बाजार की भूमिका

मुद्रा बाजार मौद्रिक नीतिगत धड़कनों को वास्तविक अर्थव्यवस्था की ओर संप्रेषित करने में प्रथम और सर्वप्रमुख संबंध बनता है। अपने बाजार परिचालनों के साथ-साथ केंद्रीय बैंक द्वारा नीतिगत हस्तक्षेप मौद्रिक नीति की प्रक्रिया-तंत्र की कुंजी है - केंद्रीय बैंक पर अर्थव्यवस्था का पूर्ण दावा, जिसे आम तौर पर मौद्रिक आधार या अर्थव्यवस्था में उच्च अधिकार प्राप्त मुद्रा कहा जाता है, मौद्रिक आधार के घटकों में सर्वाधिक महत्वपूर्ण घटक है - बैंक प्रारक्षित निधियां अर्थात् वे दावे जो बैंक केंद्रीय बैंक के पास जमाराशियों के रूप में रखते हैं। इन प्रारक्षित निधियों के लिए बैंकों की जरूरत आर्थिक गतिविधि के समग्र स्तर पर निर्भर करती है। यह कई कारकों से संचालित होती है - (i) अनेक देशों में बैंक ऐसी निधियां जमाराशियों की मात्रा के अनुपात में रखते हैं, जिसे प्रारक्षित अपेक्षाओं के रूप में जाना जाता है जो ऋण देने और जमाराशियां निर्मित करने की उनकी योग्यता को प्रभावित करती है जिसके कारण बैंक द्वारा संभाले जाने वाले लेनदेनों की मात्रा को सीमित कर दिया जाता है; (ii) ऋण देने की बैंकों की योग्यता (बैंकों की आस्तियां) जमा राशियां जुटाने की इसकी योग्यता (बैंकों की देयता) पर निर्भर होती है क्योंकि बैंक की कुल आस्तियों और देयताओं का मिलान करने और उन्हें साथ-साथ बढ़ाने/घटाने की जरूरत पड़ती है; तथा (iii) बैंकिंग प्रणाली में दावों के निपटान के लिए केंद्रीय बैंक के पास शेषराशियां रखने की बैंकों की आवश्यकता होती है, क्योंकि ये लेनदेन केंद्रीय बैंक के पास बैंकों के रखे गये खातों के माध्यम से निपटारे जाते हैं। अतः आज की अर्थव्यवस्था में दैनिक कार्यकलाप तथा इसकी वित्तीय प्रणाली केंद्रीय बैंक के पास रिजर्वों की मांग पैदा करती है जो समग्र आर्थिक गतिविधि में विस्तार के साथ-साथ बढ़ती है। (फ्रायडमैन, 2000 ख)।

मौद्रिक नीति के संचालन की केंद्रीय बैंक की शक्ति बैंक की प्रारक्षित निधियों के लिए एक मात्र आपूर्तिकर्ता के रूप में, इसकी एकाधिकारवादी भूमिका से निकलती है। सर्वाधिक आम प्रक्रिया जिसके माध्यम से केंद्रीय बैंक प्रारक्षित निधियों की बकाया आपूर्ति को प्रभावित करता है वह है - 'खुले बाजार का परिचालन' अर्थात् बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों को बेचकर और खरीद कर। जब कोई केंद्रीय बैंक सरकारी प्रतिभूतियों को खरीदता (बेचता) है तो यह उस बैंक के खाते में जमा/नामे करता है। इससे बैंकिंग प्रणाली में सामूहिक रूप से धारित प्रारक्षित निधियों की कुल मात्रा में वृद्धि (कमी) होती है। इस प्रकार, कुल प्रारक्षित निधियों में विस्तार/संकुचन महत्वपूर्ण हो जाता है, क्योंकि बैंक अन्य लाभकारी आस्तियों के लिए प्रारक्षित निधियों की अदला-बदली कर सकते हैं। इन प्रारक्षित निधियों पर निम्न प्रतिलाभ प्राप्त होता है, और, अनेक देशों में ये गैर-लाभकारी रहती हैं, बैंक, विशेषकर उनका विनिमय, कुछ ब्याज वाहक आस्तियों जैसे खजाना बिलों या अन्य अल्पावधिक ऋण लिखतों, से कर लेते हैं। यदि बैंकिंग प्रणाली में अतिरिक्त (अपर्याप्त) प्रारक्षित निधियां रह जाती हैं तो बैंक ऐसी लिखतों को खरीदने (बेचने) का प्रयास करते हैं। यदि प्रतिभूतियों की मांग में आम तौर पर वृद्धि (कमी) हो जाती है तो इसका परिणाम प्रतिभूत मूल्यों में वृद्धि (कमी) और ब्याज दरों में कमी (वृद्धि) के रूप में होता है। अल्पावधिक ऋण लिखतों पर ब्याज दरों के निम्न (उच्च) होने से तात्पर्य यह होगा कि निम्न ब्याज दर वाली प्रारक्षित निधियों को रखने की अवसर लागत घट (बढ़) जायेगी। केवल तभी जब बाजार की ब्याज दरें उस स्तर तक गिरती (बढ़ती) हैं, जिस पर सामूहिक

रूप से बैंक केंद्रीय बैंक द्वारा आपूर्ति सभी प्रारक्षित निधियों को रखने की इच्छा रखते हैं तभी वित्तीय प्रणाली में संतुलन प्राप्त होगा। अतः विस्तारवादी (संकुचनवादी) खुले बाजार के परिचालन अल्पावधिक ब्याज दरों पर निम्नमुखी (ऊर्ध्वमुखी) दबाव केवल इसलिए नहीं डालते हैं, क्योंकि केंद्रीय बैंक स्वयं क्रेता (विक्रेता) है, बल्कि इसलिए भी क्योंकि, यह बैंकों को प्रतिभूतियां खरीदने (बेचने) के लिए प्रोत्साहित करता है। इस प्रकार केंद्रीय बैंक अल्पावधिक ऋण लिखतों पर ब्याज दरों को आसानी से प्रभावित कर सकता है। ब्याज दरों की एक नियमित मीयादी संरचना होने तथा बाजार घटक के न होने से इस प्रकार की नीति संबंधी धड़कनें दीर्घावधि मीयाद में संप्रेषित हो पाती हैं और इससे दीर्घावधिक ब्याज दरें प्रभावित होती हैं जिसका परिणाम परिवारों की खपत और बचत संबंधी निर्णयों पर और इसलिए समग्र मांग पर पड़ता है।

प्रारक्षित अपेक्षाओं को लादकर और पुनर्वित्त सुविधाओं के रूप में बैंकों को केंद्रीय बैंक द्वारा उधार देकर इसी उद्देश्य को प्राप्त करने के वैकल्पिक प्रक्रिया-तंत्र भी हैं। प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं को कम करके (बढ़ाकर) और इस प्रकार प्रारक्षित निधियों के लिए मांग को घटाकर (बढ़ाकर) प्रक्रियाओं का लगभग वही प्रभाव होता है जैसा कि खुले बाजार के क्रियाकलापों के विस्तार-परक (संकुचन परक) परिचालनों का, जो कि प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को बढ़ाकर (घटाकर) ब्याज दरों पर निम्नमुखी (ऊर्ध्वमुखी) दबाव पैदा करता है। इसी प्रकार दूसरा तरीका जिसमें केंद्रीय बैंक प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को प्रभावित कर सकते हैं - बैंकों को प्रारक्षित निधियों के लिए प्रत्यक्ष उधार देना। केंद्रीय बैंक बैंकों को नीति संबंधी दर पर उधार देते हैं, जो आम तौर पर अल्पावधिक बाजार पर उच्चतम सीमा का कार्य करता है। इसी प्रकार, केंद्रीय बैंक चलनिधि का अवशोषण करते हैं उस दर पर, जो अल्पावधिक बाजार ब्याज दरों के लिए आधार दर बनती है। यह महत्वपूर्ण है क्योंकि उच्चतम दर पर चलनिधि को निविष्ट करना यह सुनिश्चित करेगा कि बैंकों को इन यादृच्छिक अवसरों वाली निधियों तक पहुंच प्राप्त नहीं है जिसके कारण वे केंद्रीय बैंक से उधार लेते हैं और उच्चतर ब्याज दर अर्जित करने के लिए उन निधियों का विनियोजन बाजार में करते हैं। इसी प्रकार, केंद्रीय बैंक द्वारा चलनिधि का अवशोषण निम्नतम (आधार) दर पर होना चाहिए क्योंकि केंद्रीय बैंक के साथ निधि का विनियोजन ऋण तथा अन्य जोखिमों से मुक्त है। विशेषकर, केंद्रीय बैंक का उद्देश्य ही चलनिधि की स्थितियों को संतुलित बनाये रखना है। जिसमें अल्पावधिक ब्याज दरों को इसी कोरिडोर के अंदर निर्धारित करना होगा।

जहां उपयुक्त प्रक्रिया तंत्र से यह दर्शाया गया है कि केंद्रीय बैंक प्रारक्षित निधियों की मात्रा का समायोजन करके अल्पावधिक ब्याज दरों को किस प्रकार प्रभावित कर सकता है, वही उद्देश्य, किसी खास अल्पावधिक ब्याज दर को लेकर और इसके बाद प्रारक्षित निधियों की आपूर्ति को उस दर के अनुकूल बना कर प्राप्त किया जा सकता है। अनेक देशों में, इसकी प्राप्ति, रात्रिभर के लिए अन्तर्बैंक की उधार दरों को लक्ष्यबद्ध करके तथा प्रारक्षित अपेक्षाओं के स्तर का समायोजन करके भी की जा सकती है जो अन्तर्बैंक उधार दरों को अपेक्षित स्तर पर रखेगा। इस प्रकार अल्पावधिक ब्याज दरों को प्रभावित करके केंद्रीय बैंक अर्थव्यवस्था में उत्पादन और मुद्रास्फीति को प्रभावित कर सकते हैं जो कि मौद्रिक नीति का अंतिम उद्देश्य है।

उचित मीयाद संरचना हो जो नीतिगत दरों में भावी घटबढ़ के बारे में बाजार सहभागियों की अपेक्षाओं पर निर्भर हो। अतः सुचारु रूप से कार्य करने वाला मुद्रा बाजार अप्रत्यक्ष, बाजार आधारित मौद्रिक नीति के परिचालनों के लिए तथा सरकारी प्रतिभूति और निजी क्षेत्र के बांडों के बाजार के लिए आवश्यक चलनिधि उपलब्ध कराने के लिए अनिवार्य है। चलनिधि की स्थितियों का सावधानीपूर्वक प्रबंधन करके, केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति संबंधी अपने उद्देश्यों को प्राप्त कर सकता है तथा बाजार की स्थिर दशाओं को सुनिश्चित करते हुए मुद्रा बाजार के लेनदेनों को प्रोत्साहित कर सकता है। मौद्रिक नीति को प्रभावी रूप से संचालित करने के लिए एक महत्वपूर्ण तत्व है - सरकारी नकदी प्रवाहों की जानकारी का होना, जो केंद्रीय बैंक के खुले बाजार के परिचालनों की तरह बैंक की प्रारक्षित शेष राशियों को भी प्रभावित करते हैं।

### III. परिचालन प्रक्रियाएं तथा मुद्रा बाजार - अंतर्राष्ट्रीय अनुभव

3.21 विश्व भर में मौद्रिक नीति के उद्देश्यों, लक्ष्यों और परिचालन प्रक्रियाओं ने वर्षों से मौद्रिक सिद्धांतों के विकास, केंद्रीय बैंकिंग की व्यवस्थाओं तथा बदलती व्यापक आर्थिक स्थितियों के अनुरूप उल्लेखनीय परिवर्तन देखे हैं। 1970 के दशक तक अधिकांश केंद्रीय बैंकों ने मौद्रिक नीति के मुख्य उद्देश्य के रूप में मूल्य स्थिरता को स्वीकार किया था - जो कि पहले वृद्धि और रोजगार के उद्देश्यों को दी गयी प्रधानताओं से हटकर था। हाल के वर्षों में, परम्परागत वृद्धि मुद्रास्फीति की परस्पर पारस्परिक प्रतिस्पर्धा से आगे निकल कर जैसे-जैसे वित्तीय बाजारों के बीच समेकन, तथा उसके साथ जुड़ी अनिश्चितता और संक्रामक प्रभाव से उत्पन्न तीव्र उद्वेगशीलता बढ़ती गयी, वित्तीय स्थिरता अन्य प्रमुख उद्देश्य के रूप में उभर कर आयी। हालांकि उन्नत देशों में अनेक केंद्रीय बैंकों ने जैसे रिजर्व बैंक ऑफ न्यूजीलैंड, रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया तथा बैंक ऑफ इंग्लैंड ने मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने के ढांचे को अपना कर मूल्य स्थिरता को अपने एकमात्र लक्ष्य के रूप में अपनाया है। कुछ अन्य देश जैसे अमरीका और जापान मूल्य स्थिरता तथा वृद्धि इन दोनों ही उद्देश्यों का अनुसरण करना जारी रखे हुए हैं। इसी प्रकार जहां कुछ उदीयमान अर्थव्यवस्थाएं (ईएमईज) जैसे दक्षिण अफ्रीका, थाईलैंड, कोरिया और मेक्सिको ने मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने के ढांचे को अपना कर पूर्णतः मूल्य स्थिरता को एक मात्र लक्ष्य अपनाया हुआ है, वहीं कुछ अन्य देश बहु उद्देश्यों का अनुसरण कर रहे हैं।

#### मौद्रिक नीति के ढांचे

##### मध्यवर्ती लक्ष्य

3.22 जैसा कि केंद्रीय बैंक अंतिम उद्देश्य को सदैव सीधे-सीधे लक्ष्यबद्ध नहीं कर सकते, मौद्रिक नीति तत्काल लक्ष्यों पर ध्यान केंद्रित करती है जोकि वित्तीय उद्देश्य के साथ घनिष्ठ संबंध बनाये रखती है। तत्काल

लक्ष्यों का चयन अर्थव्यवस्था में परिचालित मौद्रिक नीति की सम्प्रेषण सरणियों पर निर्भर है। 1980 के दशक के दौरान वित्तीय नवोन्मेषों की बाढ़ के द्वारा शुरू की गयी त्वरित अपमध्यस्थन की प्रक्रिया ने मौद्रिक लक्ष्यबद्धीकरण के ढांचे को प्रभावित करना शुरू कर दिया (सोलन्स 2003)। तदनुसार, मुद्रा की मांग के अस्थिर हो जाने से केंद्रीय बैंक ने ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करके सकल मांग को संतुलित करने का कार्य शुरू किया। इसके परिणामस्वरूप अमरीका (1992) और जापान<sup>2</sup> (1994-2001) में केंद्रीय बैंकों ने अन्यो के साथ-साथ, अंतर्बैंक दरों को तत्काल लक्ष्यों के रूप में अपनाया। तथापि वित्तीय उदारीकरण ने अनेक देशों में स्पष्ट तत्काल लक्ष्यों को घटा दिया है और इसके द्वारा वे उनके केंद्रीय बैंकों को बहु संकेतक दृष्टिकोण अपनाने के लिए उकसा रहे हैं। इस दृष्टिकोण के अंतर्गत अनेक केंद्रीय बैंक जैसे यूएस फेडरल रिजर्व, दि यूरोपीयन सेंट्रल बैंक तथा बैंक ऑफ जापान अनेक व्यापक आर्थिक संकेतकों जैसे मूल्यों, उत्पादन अंतरालों तथा आस्ति, ऋण एवं अन्य वित्तीय बाजारों की ऐसी गतिविधियों की, जिनका मूल्य स्थिरता पर प्रभाव पड़ता है, नियमित रूप से निगरानी करते हैं।

3.23 कुछ ईएमईज जैसे रूस और चीन मौद्रिक समुच्चयों के रूप में तात्कालिक लक्ष्यों को विनिर्दिष्ट करना जारी रखे हुए हैं। तथापि, कुछ अन्य देश जैसे इंडोनेशिया एक महत्वपूर्ण सूचना परिवर्तों के रूप में संकेतात्मक मौद्रिक लक्ष्यों का अधिक प्रयोग करते हैं, और उनके अनुपूरक के रूप में वित्तीय बाजारों तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था में होने वाली गतिविधियों के अन्य संकेतकों को भी अपनाया जाता है। इसके अलावा, ईएमई के अनेक केंद्रीय बैंकों द्वारा मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने को अपनाये के साथ ही मौद्रिक सम्प्रेषण प्रक्रिया की ब्याज दर सरणी पर अधिकाधिक ध्यान केंद्रित होता जा रहा है।

##### परिचालनगत लक्ष्य

3.24 मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन की प्रक्रिया मुख्यतया परिचालनगत लक्ष्यों के विकल्प से निर्देशित होती है। नीति संबंधी उद्देश्यों के होते हुए भी, मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा झेला जा रहा मुख्य मुद्दा अल्पावधि में लिखतों और लक्ष्यों के बीच संतुलन बैठाना है। हाल के वर्षों में, औद्योगिक देशों तथा ईएमईज दोनों में सर्वसम्मति का कुछ स्तर उभरा है कि बाजारोन्मुखी लिखतों का प्रयोग किया जाए जोकि मुख्यतया त्वरित विकास तथा विभिन्न वित्तीय बाजार के घटकों के गहन बनने, वित्तीय संस्थाओं के विशाखीकरण तथा वित्तीय मध्यस्थन के वैश्वीकरण होने से प्रेरित हुए हैं (वान्ट डेक, 1999)।

3.25 अविनियमित व्यवस्था में मुद्रा बाजारों के क्रमिक रूप से विकसित और उन्नत होने के साथ-साथ, कीन्ज की वृद्धि और पूर्ण रोजगारोन्मुखी मौद्रिक नीति, जो मौद्रिक समुच्चयों से परिचालित होती थी, से ब्याज दरों

<sup>2</sup> बैंक ऑफ जापान ने मार्च 2001 से मात्रात्मक नरमी की नीति को ओर बदलाव किया, परंतु 9 मार्च 2006 को पुनः बैंक के चालू खाते में बकाया शेषराशियों के बजाए गैर-जमानती राशिभर के लिए मांग दरों की ओर बदलाव करने के लिए परिचालनगत लक्ष्यों को बदलने के लिए निर्णय लिया।

के आधार पर परिचालित मुद्रास्फीति उन्मुखी मौद्रिक नीति की ओर बढ़ने पर जोर रहा है। बाजारों के बढ़ते हुए उन्नयन के साथ-साथ, परंपरागत नीतिगत ढांचा जैसे मौद्रिक नीति के लिए प्रत्यक्ष नियंत्रण का दृष्टिकोण बासी पड़ गया है, जबकि अप्रत्यक्ष बाजारोन्मुखी दृष्टिकोण ने महत्तर स्वीकृति प्राप्त कर ली है (फोरेसबीक तथा आक्सेलहीम, 2003)।

**3.26** दो परिचालन प्रक्रियाओं में से अर्थात् बैंक प्रारक्षित निधियों तथा ब्याज दरों के माध्यम से, 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से जोर ब्याज दरों के माध्यम की ओर बढ़ता गया है जिसका कारण है वे व्यापक परिवर्तन जिन्होंने आर्थिक परिवेश में स्थान ग्रहण कर लिया था (बोरियो 1997)। यह प्रवृत्ति संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में ब्याज दरों द्वारा अदा की गयी अधिकाधिक भूमिका को दर्शाती है क्योंकि बाजारों का विकास अविनियमित परिवेश में होता है। ब्याज दरों पर और भी तेजी से ध्यान केंद्रित किया जाने लगा क्योंकि परिचालनगत लक्ष्य अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करने की ओर बढ़ती प्रवृत्ति को दर्शाता है। उप परिणाम के रूप में रात्रिभर के लिए दर मौद्रिक नीति के संचालन में सर्वाधिक रूप से अनुकरण की गयी दर के रूप में उभरी। अतः मौद्रिक नीति संबंधी संकेतकों को संप्रेषित करने के लिए मुद्रा बाजारों पर ध्यान केंद्रित किया गया। अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करना बाजारोन्मुखी दृष्टिकोण के पूर्णतः अनुरूप है, जिनके माध्यम से ब्याज दरों में भावी गतिविधियों की प्रत्याशाओं के बारे में सूचना विद्यमान बाजार दरों से निकाली जाती है।

**3.27** यदि भिन्न-भिन्न देशों के इन लिखतों को चुनने का विकल्प भिन्न-भिन्न रहा है, फिर भी उन्हें मुख्य परिचालनगत लक्ष्यों (ब्याज दरों) के आधार पर मोटे तौर पर वर्गीकृत किया जा सकता है (अनुलग्नक III.1)। पहली श्रेणी में वे देश हैं जैसे अमरीका, जापान, कनाडा और आस्ट्रेलिया जहां मुख्य परिचालनगत लक्ष्य है - रात्रिभर के लिए अंतर्बैंक ब्याज दर हालांकि उनकी संकेतक रणनीतियां अलग-अलग हैं। अन्य विकसित देशों के मामले में, जैसे ईसीबी, मुख्य नीतिगत दर वह टेंडर दर है, जो नियमित परिचालनों पर प्रयोज्य है, मुख्यतः पुनर्वित्त संबंधी परिचालनों पर। तथापि, ब्रिटेन जैसे देशों में कुछ केंद्रीय बैंक एमपीसी द्वारा निर्धारित आधिकारिक बैंक दर के अनुरूप परिचालनगत लक्ष्य के रूप में रात्रिभर के लिए चुनिंदा बाजार की ब्याज दरें चुनते हैं। आम तौर पर, इस प्रकार की ब्याज दरों की मीयाद 1 से 2 सप्ताहों की होती है, परंतु इसका दायरा 1 या 2 दिनों से लेकर 1 माह तक का हो सकता है।

**3.28** अनेक ईएमईज के मामले में भी परिचालनगत लक्ष्य रात्रिभर की दरें हैं - जो शेषराशियों के निपटान के लिए अन्तर्बैंक बाजार द्वारा निर्धारित की जाती हैं (कोरिया, मलेशिया) (अनुलग्नक III.2)। वित्तीय स्थिरता को प्रोन्नत करने के लिए केंद्रीय बैंकों ने, जो प्राथमिक चलनिधि के लिए एकाधिकारवादी आपूर्तिकर्ता हैं, बैंक प्रारक्षित निधियों को सोची समझी नीति के माध्यम से उच्च स्तर की परिशुद्धता के साथ रात्रिभर की दरों में गतिविधियों को सुचारू बनाने का प्रयास किया है। आम तौर पर केंद्रीय बैंक ब्याज दरों पर कठोर नियंत्रण लगाने से बचते रहे हैं क्योंकि ऐसा

करने से मुद्रा बाजार का विकास रुक जाता है। रात्रिभर की दरों में उद्वेगशीलता की अनुमति देने से, ताकि वह अस्थायी दबाव को समाहित कर सके, केंद्रीय बैंक मुद्रा बाजार के अन्य घटकों में स्थिरता को बनाये रख सके।

**3.29** ब्याज दरों की उद्वेगशीलता को सीमित रखने के लिए केंद्रीय बैंकों ने अनेक तकनीकों का प्रयोग किया है जैसे -प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं को औसत स्तर पर रखना तथा ब्याज दर कोरिडोर की व्याख्या करने के लिए स्थायी सुविधाओं का प्रयोग करना। इनमें से अधिकांश देशों ने रात्रिभर की दरों को एक निश्चित गलियारे में रखने का प्रयास किया है जिसमें निम्नतम दायरा (आधार दर) का निर्धारण जमा सुविधा द्वारा किया जाता है तथा उच्चतम दायरा (उच्चतम सीमा) का प्रतिनिधित्व उधार देने की दर द्वारा किया जाता है। ये गलियारे आम तौर पर काफी व्यापक होते हैं, जो नीतिगत दरों और रात्रिभर की दरों दोनों की गतिविधियों में काफी नमनीयता की अनुमति देते हैं (बोरियो पहले उद्धृत)। जहां तक ब्याज दरों के समायोजन की बारम्बारता का प्रश्न है, अधिकांश केंद्रीय बैंक छोटे और क्रमिक परिवर्तनों की नीति को वरीयता देते हैं।

#### परिचालनगत प्रक्रिया

**3.30** वित्तीय उदारीकरण के बीच, नीति संबंधी परिवेश में आये परिवर्तनों की प्रतिक्रिया स्वरूप चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं भी बदल गयी हैं। साहित्य तथा केंद्रीय बैंकों के अपने अनुभव 1980 और 1990 के दशकों के दौरान औद्योगिक देशों में अपनी परिचालन प्रक्रियाओं में सुधार के लिए पांच मुख्य कारण गिनाते हैं (मेहरान आदि, 1996 तथा फोरेस बीक और ओक्सेलहीम पहले उद्धृत)। पहला, मौद्रिक नीति संबंधी लिखतों को बदला गया ताकि वे अपने-अपने मौद्रिक प्राधिकरणों के नये परिचालनगत ढांचे को अपना सकें। दूसरा, कमोबेश पूर्णतः केंद्रीय बैंकों के तुलन पत्र से बाहर हो रही वित्तीय गहनता के चलते, उस मौद्रिक प्रणाली का अंश जिस पर मौद्रिक प्राधिकारियों का प्रत्यक्ष नियंत्रण था, घट गया था, जो वित्तीय प्रणाली में चलनिधि के गैर-मौद्रिक घटकों को नियंत्रित करने के लिए अप्रत्यक्ष तरीकों (प्रमात्रा उन्मुखी लिखतों के विपरीत मूल्योन्मुखी) की मांग कर रही थी। तीसरा, संपूर्ण विश्व में वित्तीय बाजारों के विस्तार, विशाखीकरण और समेकन की स्थिति में, महत्तर ब्याज दर नमनीयता तथा विभिन्न मीयादों में प्रतिलाभ की दरों के बीच घटते हुए अंतरालों ने ऐसी लिखतों की आवश्यकता पैदा कर दी जो चलनिधि प्रबंधन को समय, प्रमात्रा और परिशुद्धता की दृष्टि से लचीलापन प्रदान कर सके। चौथा, वित्तीय बाजारों में प्रत्याशाओं की बढ़ती हुई महत्ता ने ऐसी लिखतों को अपनाने का पक्ष लिया जो मौद्रिक नीति के जोर का संकेत देने के लिए बेहतर रूप से उपयुक्त हैं। अंतिम, केंद्रीय बैंकों की ओर से इस बात की बड़ी जरूरत थी कि मुद्रा बाजार की गतिविधियों को प्रेरित किया जाए और मौद्रिक नीतिगत संप्रेषणों को सुधारा जाए और साथ ही साथ मौद्रिक और सरकारी ऋण प्रबंध के उद्देश्यों के अलग-अलग रखने पर भी जोर दिया जाए।

**3.31** नीतिगत परिवेश में आये बदलावों के फलस्वरूप, अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर, विशेषकर 1990 के दशक के दौरान, निम्नलिखित प्रवृत्तियों को



देखा जा सकता है (बोरियो पहले उद्धृत तथा वान्ट डैक पहले उद्धृत)। पहला, प्रारक्षित निधियों को रखने संबंधी अपेक्षाओं में निरंतर कमी की गयी है, गत दशक के दौरान प्रारक्षित निधियां रखने संबंधी अपेक्षाओं में निरंतर कमी की उल्लेखनीय अंतर्राष्ट्रीय प्रवृत्ति मध्यस्थन पर कर में कमी करने संबंधी नीति संबंधी सचेत प्रयासों को दर्शाती है, ताकि संस्थाओं के भार को घटाया जा सके तथा विभिन्न प्रकार की घरेलू संस्थाओं और उत्तरोत्तर रूप में राष्ट्रीय सीमाओं के बाहर कार्यरत दोनों प्रकार की संस्थाओं के बीच अवसरों की समानता पैदा की जा सके। हालांकि स्वायत्त कारकों द्वारा उत्पन्न किये गये चलनिधि के स्तरों में उतार-चढ़ाव को प्रारक्षित अपेक्षाओं के पर्याप्त भण्डार की स्थिति तथा विवेकाधीन शक्तियों<sup>3</sup> के अंतर्गत किये गये परिचालनों के माध्यम से किये गये सक्रिय चलनिधि प्रबंधन के द्वारा संतुलित किया जाएगा, अंतर्राष्ट्रीय रूप से प्रारक्षित अनुपातों में निम्नमुखी रहने की सामान्य प्रवृत्ति चलनिधि की सहायता की ओर बढ़ने पर जोर दे रही है। यह भी प्रारक्षित निधियों को सीमा से अधिक रखने की प्रवृत्ति से संभव हो सका जिसके द्वारा बैंक प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं में किये गये इन परिवर्तनों के प्रभाव को रोक सके।

**3.32** ईएमईज में केंद्रीय बैंक विकसित देशों की तुलना में अपने देशों में बैंक चलनिधि पर स्वतः आनेवाले प्रभावों को समायोजित करने के लिए अधिक बारम्बार रिजर्व अपेक्षाओं का प्रयोग करने की प्रवृत्ति रखते हैं। जहां रिजर्व अपेक्षाएं विकसित देशों से भिन्न उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं में एक अलग भूमिका अदा करती हैं, वहीं निम्नतर स्तरों पर इन दोनों देशों में अदा की जानेवाली भूमिका में एकाभिमुखता की प्रवृत्ति रही है। जहां मौद्रिक नियंत्रण की सक्रिय लिखतों के रूप में उनकी भूमिका पर दिये जानेवाले जोर को कम किया जा रहा है। इस प्रकार हाल के वर्षों में, प्रारक्षित अपेक्षाएं चलनिधि को सोखने के लिए बाजारोन्मुखी दृष्टिकोणों को, जिनमें केंद्रीय बैंक की प्रतिभूति जारी करना भी शामिल है, रास्ता दे रही हैं।

**3.33** दूसरे, अंशतः सचल अंतर्राष्ट्रीय पूंजी के बढ़ते हुए दबावों तथा प्रारक्षित अपेक्षाओं में गिरावट के कारण प्रेरित सक्रिय चलनिधि प्रबंधन पर जोर बढ़ता जा रहा है। केंद्रीय बैंक की ओर से आर्थिक निभाव पर निर्भरता को कम करके मुद्रा बाजार का विकास करने तथा ब्याज दर समायोजनों में अधिक पारदर्शिता लाने की दृष्टि से चलनिधि प्रबंधन को अधिकांशतः स्थायी सुविधाओं के स्थान पर विवेकाधीन परिचालनों के माध्यम से लागू किया जाता रहा है, विशेषकर, 1980 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से। उप-परिणाम के रूप में केंद्रीय बैंकों ने अपने मुद्रा बाजार के परिचालनों में प्रयुक्त लिखतों के दायरे को बढ़ा दिया है, लेनदेनों की मीयाद को छोटा कर दिया है, उनकी बारम्बारता को बढ़ा दिया है, तथा परिचालनों को और दुरुस्त करते हुए उन्हें नियमित बुनियादी पुनर्वित्त के परिचालनों का अनुपूरक बना दिया है।

**3.34** बैंकों की प्रारक्षित निधियों के लिए बाजार को संतुलित करने हेतु, स्थायी सुविधाओं के स्थान पर बाजार परिचालनों पर अधिक निर्भरता की

आवश्यकता एक अधिक नमनीय तथा कम अन्तर्भेदी अनुपालन प्रक्रियाओं की जरूरत के कारण पैदा हुई। अतः केंद्रीय बैंकों द्वारा चलनिधि प्रबंधन के लिए मुख्य लिखतें हैं - विवेकाधीन बाजार परिचालन। इसके विपरीत, स्थायी सुविधाएं ब्याज दर निर्धारित करने के लिए मुख्य प्रक्रिया-तंत्र बनने के बजाए मात्र 'सेफ्टी वाल्व' बन कर रह गयी हैं। चलनिधि में आयी अस्थायी विसंगति को पूरा करने के लिए मार्जिन के रूप में उनका परिचालन किया जाता है। उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं के मामले में भी स्थायी सुविधाओं से अलग हटने की प्रवृत्ति रही है। नये वित्तीय बाजारों के विकास तथा समेकन के चलते, बैंक का मध्यस्थन कम प्रधान हो गया क्योंकि परिवारों ने अपनी बचतों का कुछ भाग बैंकिंग क्षेत्र से बाहर जमा किया। इसके फलस्वरूप, उद्यमों ने निधीयन के बैंकेतर स्रोतों को उत्तरोत्तर दुहना शुरू किया। परिणामस्वरूप, सकल व्यय करना बैंक द्वारा निर्धारित ब्याज दरों की अपेक्षा अधिक संवेदनशील बन गया, क्योंकि नीति के रूप में ब्याज दरों में लागू किये गये परिवर्तनों ने भी आस्ति मूल्यों के धन-प्रभाव के माध्यम से मांग को प्रभावित किया। तदनुसार, मौद्रिक संप्रेषण की आस्ति सरणी, जो वित्तीय बाजारों की प्रत्याशाओं और व्यवहार को प्रभावित करने के लिए नयी लिखतों और प्रक्रियाओं को विकसित करने पर ध्यान केंद्रित करती है, को अतिरिक्त महत्व प्राप्त हो गया है।

**3.35** तीसरे, मौद्रिक नीति संबंधी लिखतों के व्यापक समूह में रिपो लगभग मुख्य नीतिगत साधन बन गया है जिसे मौद्रिक बाजारों के विकास में एक प्रमुख मील का पत्थर माना जा सकता है। ईएमई सहित देशों ने सीधे खुले बाजार के परिचालनों की अपेक्षा रिपो को वरीयता प्रदान की है क्योंकि प्रतिभूतियों के लिए उन्हें किसी अंतर्निहित बाजार की जरूरत नहीं होती, तथा वे प्रतिभूति की मीयाद तथा लेनदेन की मीयाद के बीच के संबंध को तोड़ते प्रतीत होते हैं। हाल के वर्षों में निजी रिपो बाजारों के उदय और बाद में उनकी तीव्र वृद्धि, जिसे अकसर स्वयं केंद्रीय बैंकों द्वारा प्रेरित किया गया, ने इन लिखतों के उपयोग में तेजी लायी है।

**3.36** अधिकांश उदीयमान बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने बैंकों की रिजर्वों के दैनिक प्रबंधन में रिपो को प्रधान भूमिका प्रदान की है। रिपो और रिवर्स रिपो के लिए सक्रिय बाजार कोरिया, मेक्सिको तथा थाईलैंड में विकसित हो चुका है। इनमें अन्तर्निहित पात्र आस्तियां हैं, मुख्यतया सरकारी निश्चित आयवाली प्रतिभूतियां। सीमित बाजारों के मामले में, केंद्रीय बैंकों ने पात्र प्रतिभूतियों का दायरा बढ़ा दिया है। अमरीका, ईसीबी, यू.के., सिंगापुर तथा मेक्सिको के केंद्रीय बैंकों ने भी रिपो परिचालन किये जिनमें कारपोरेट बांडों ने जमानतों के रूप में कार्य किया।

**3.37** हाल के वर्षों में घरेलू रिपो बाजारों की तीव्र वृद्धि के अलावा, पुनर्खरीद लेनदेन अब राष्ट्रीय सीमाओं के पार भी (विदेशों से भी) आसानी से किये जाते हैं। इस कार्य को अंतर्राष्ट्रीय प्रतिभूति बाजार संघ (आइएसएमए)<sup>4</sup> द्वारा सहज बनाया गया है जो अंतर्राष्ट्रीय

<sup>3</sup> विवेकाधीन परिचालनों में शामिल हैं- प्रतिभूतियों की खरीद और बिक्री या अकसर देशों या विदेशी मुद्रा में रिवर्स लेनदेन।

<sup>4</sup> जुलाई 2005 से आइएसएमए का विलयन प्राथमिक बाजार संघ के साथ हो जाने से अब यह अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार संघ बन गया है।

बांड बाजार में एक समान लेनदेन प्रक्रियाएं स्थापित करके एक महत्वपूर्ण भूमिका निभा रहा है। इसने बड़े बैंकों / अन्य वित्तीय संस्थाओं को अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों को सुरक्षित करने में सहायता की। तदनुसार, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय प्रणाली ने वैश्विक समेकन में वृद्धि आने का अनुभव किया है। यह व्यापकतः विश्वास किया जाता है कि संपार्श्विकीकृत रिपो बाजार की वृद्धि ने असुरक्षित थोक वित्तीय बाजारों में जोखिमपूर्ण लेनदेनों के प्रतिनिधियुक्त (वित्तपोषित) ऋण की सुरक्षा द्वारा प्रतिपक्षी पार्टी के जोखिमों को दूर करके, वित्तीय प्रणाली की समग्र स्थिरता को बढ़ाने में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की है (जोशी, 2005)।

**3.38** चौथे, चलनिधि प्रबंधन में महत्तर नमनीयता के साथ-साथ अपेक्षित ब्याज दरों से संबंधित नीति संबंधी संकेतों में एक महत्तर पारदर्शिता भी रही है, जो आर्थिक और राजनैतिक परिवेश में व्यापक परिवर्तनों से प्रेरित हुई है, जिसमें मुद्रास्फीति की अपेक्षाकृत निम्न स्तरों तक गिरावट, मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने के लिए बढ़ता हुआ जोर, केंद्रीय बैंकों की महत्तर स्वायत्तता तथा जबाबदेही तथा ब्याज दरों के निर्माण में बाजारी शक्तियों के बढ़ते हुए प्रभाव तथा प्रत्याशाएं भी शामिल हैं। नीति संबंधी कार्यान्वयन को आकार देनेवाले मुख्य संरचनागत कारक भुगतान और निपटान प्रणालियों में परिवर्तन, विशेषकर, व्यापक आधारवाली तत्काल सकल निपटान प्रणाली की शुरुआत, द्वारा भी प्रेरित हुए हैं।

#### केंद्रीय बैंक के परिचालन

**3.39** बाजार परिचालनों के संबंध में, अधिकांश केंद्रीय बैंक प्रणाली की बुनियादी चलनिधि संबंधी जरूरत को पूरा करने के लिए नियमित अंतरालों पर कम से कम एक लेनदेन अवश्य करते हैं। किए गए अन्य अनुपूरक परिचालन हैं - दिन प्रति दिन की बाजार की स्थितियों के प्रति अंशशोधित प्रतिक्रिया लम्बी अवधि के लिए चलनिधि प्रदान करने के लिए परिचालनों को उन्नत/बेहतर बनाना (अमरीका और जापान), चलनिधि की प्रत्याशित कमी को पूरा करने के लिए अत्यधिक चलनिधि को सोखना (यूके)। इन परिचालनों की परिपक्वता मुख्य परिचालनों के लिए अपेक्षाकृत अल्प, दिन-प्रति-दिन के परिचालनों के लिए और भी अल्प तथा अन्य परिचालनों के लिए लम्बी होती है।

**3.40** कुछ देशों में, सीधे लेनदेन भी एक भूमिका निभाते हैं। उदाहरण के लिए, अमरीका में, सरकारी प्रतिभूतियों की आवधिक खरीद और बिक्री प्रारक्षित निधियों की स्थायी वृद्धि/आहरण के लिए प्रयुक्त की जाती है। जापान में, केंद्रीय बैंक आधार मुद्रा की आपूर्ति के लिए सरकारी बांडों की नियमित रूप से खरीद करता है। ईएमईज के मामले में, द्वितीयक बाजार में सीधे लेनदेन महत्वपूर्ण लिखतें बनी रहती हैं, विशेषकर, संरचनागत अधिशेष/कम चलनिधि को समंजित करने के लिए। तथापि, हाल के वर्षों में, ब्याज दरों के निर्धारण में बाजारी शक्तियों को अधिक अवसर प्रदान

करने की बढ़ती हुई प्रवृत्ति देखी गयी है। अतः, सरकारी प्रतिभूति बाजार में, सीधे लेनदेन करने के प्रति कुछ संकोच देखा गया है।

**3.41** हालांकि हर देश में इसके व्यवहार भिन्न-भिन्न होते हैं, फिर भी अधिकांश केंद्रीय बैंकों की मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाएं तीन घनिष्ठ रूप से संबंधित प्रतिमानों में से किसी एक प्रकार की ओर बढ़ने के लिए शुरू होती हैं। प्रथम प्रकार के केंद्रीय बैंक, जिनमें अमरीका का फेडरल रिजर्व भी शामिल हैं, बैंक प्रारक्षित निधियों का अनुमान लगाता है और फिर अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यित करने के लिए खुले बाजार के परिचालन चलाता है, विशेषकर, यदि उनके वित्तीय बाजार मीयादी संरचना के अल्पावधिक मीयाद से दीर्घावधिक मीयाद की ओर परिवर्तनों को सम्प्रेषित करने के लिए पर्याप्त गहन हैं। दूसरे प्रकार के केंद्रीय बैंक, जैसे रूस और मेक्सिको में, बाजार की चलनिधि का अनुमान लगाते हैं, तथा बैंक की प्रारक्षित निधियों को लक्ष्यित करके खुले बाजार के परिचालन करते हैं, साथ ही ब्याज दरों को समायोजित होने के अनुमति भी देते हैं, विशेषकर, यदि उनकी ऋण सरणियां सुदृढ़ हैं, तीसरी श्रेणी में, अनेकानेक केंद्रीय बैंक जिनमें यूरोपीय केंद्रीय बैंक तथा मुद्रास्फीति को लक्ष्यबद्ध करने वाले भारी संख्या में केंद्रीय बैंक भी शामिल हैं, खुले बाजार के मिश्रित परिचालनों, स्थायी सुविधाओं, तथा न्यूनतम प्रारक्षित अपेक्षाओं के माध्यम से चलनिधि की मात्रा तथा मूल्य दोनों ही दृष्टियों से मौद्रिक स्थितियों को संतुलित करते हैं और नीतिगत दरों में बदलाव लाते हैं, परंतु वे पहले से ही निर्धारित मुद्रा या ब्याज दर के लक्ष्यों की घोषणा नहीं करते।

**3.42** बढ़ते हुए बाजार समेकनों के साथ-साथ इन गतिविधियों ने चलनिधि का सटीक पूर्वानुमान लगाने की आवश्यकता को रेखांकित किया है, विशेषकर, बैंक प्रारक्षित निधियों की स्वतः आपूर्ति और बैंकिंग प्रणाली द्वारा इसकी मांग के बारे में। इन पूर्वानुमानों पर केंद्रीय बैंकों के परिचालन महत्वपूर्ण रूप से प्रासंगिक हो गये हैं। पूर्वानुमान लगाने की प्रक्रिया की विशेषताएं अलग-अलग देशों में काफी भिन्न-भिन्न हैं जो उनकी मौद्रिक नीति के परिचालनगत ढांचे को दर्शाती हैं। अनेक ईएमईज भी एक दिन से लेकर कई महीनों तक की अवधियों के लिए आयोजना करते हुए नियमित आधार पर पूर्वानुमान तैयार करते हैं।

**3.43** जहां तक लिखतों का प्रश्न है, देशवार संव्यवहार काफी अलग-अलग हैं। कनाडा, जैसे देशों में, केंद्रीय बैंक अधिक से अधिक एक या दो प्रकार के परिचालन करते हैं, जो चलनिधि के प्रबंधन के लिए पर्याप्त हैं, जबकि जापान और यू.के. के केंद्रीय बैंक परिचालनों के व्यापक दायरे पर निर्भर रहते हैं। जापान तथा कई यूरोपीय देशों में लेनदेन की जानेवाली तथा जमानत के रूप में स्वीकृत प्रतिभूतियों का दायरा व्यापक है, जिसमें सार्वजनिक और निजी दावों के विभिन्न प्रकार भी शामिल हैं। इसके विपरीत अमरीका, न्यूजीलैंड और आस्ट्रेलिया में केंद्रीय बैंक सार्वजनिक क्षेत्र की आस्तियों के आधार पर परिचालन करते हैं।

**3.44** प्रतिपक्षी पार्टियों के चयन अलग-अलग देशों में काफी भिन्न-भिन्न हैं। उदाहरण के लिए, अमरीका में, फेडरल रिजर्व प्राथमिक व्यापारियों

के एक सीमित समूह के साथ ही लेनदेन करता है। यू.के. में प्रत्येक बाजार परिचालन और स्थायी सुविधा के लिए प्रतिपक्षी पार्टियों का विशेष सेट होता है। विभिन्न देशों में प्रतिपक्षी पार्टियों का व्यापक दायरा है। उदाहरण के लिए, मैक्सिको में केवल बैंक ही प्रतिपक्षी पार्टी होते हैं, जबकि कोरिया में, बैंकों के अलावा, मर्चेन्ट बैंक, निवेश/न्यास कम्पनियां तथा प्रतिभूति कंपनियां भी प्रतिपक्षी पार्टी के रूप में कार्य करती हैं। जहां अवसर की समानता दिये जाने का विचार अनेक प्रतिपक्षी पार्टियों के पक्ष में हो सकता है, वहीं दक्षता संबंधी विचार प्राथमिक व्यापारियों की एक प्रणाली की मांग करते हैं। यदि घरेलू प्रतिभूति बाजार गहन नहीं है, तो केंद्रीय बैंक चलनिधि के प्रबंधन के प्रयोजन के लिए विदेशी मुद्रा में स्वैप करने में व्यस्त हो जाते हैं (दक्षिण अफ्रीका और थाईलैंड)।

**3.45** इस प्रकार अधिकांश केंद्रीय बैंक मौद्रिक नीति के साधन के रूप में खुले बाजार के परिचालनों को वरीयता देते हैं जो उन्हें बाजार की चलनिधि को समायोजित करने तथा एक नीलामी प्रक्रिया के माध्यम से, जिसमें बाजार सहभागी अपनी-अपनी अधिमानता के साथ बोली लगाने के योग्य होते हैं, सभी मीयादों की ब्याज दर संरचना को प्रभावित करने में समर्थ होते हैं। परिचालनों का कोई खास फार्म जैसे पात्र प्रतिभूतियों में सीधे लेनदेन, रिपो और कभी-कभी स्थायी जमा/उधार देने की सुविधाएं अकसर विशिष्ट व्यापक आर्थिक स्थितियों और देश के विद्यमान कानूनी ढांचे पर निर्भर करती हैं।

#### सरकार का अतिरिक्त नकदी शेष

**3.46** सरकार के भारी अतिरिक्त नकदी शेष जो केंद्रीय बैंक के पास रखे जाते हैं, बैंकिंग प्रणाली में चलनिधि पर व्यापक प्रभाव डाल सकते हैं, (और उसके द्वारा अल्पावधिक ब्याज दरों पर प्रभाव डाल सकते हैं) जो ऐसी अधिशेष राशियों के सक्रिय प्रबंधन की मांग करती है। तदनुसार, ऐसी व्यवस्थाएं, जो सरकारी खातों से अधिशेष निधियों का प्रणाली में विद्यमान घाटे (कमी) वाले सहभागियों की ओर अंतरण करने को सुविधाजनक बनाते हैं, चलनिधि का बेहतर प्रबंधन रखने में सहायता कर सकती हैं। ऐसी व्यवस्थाएं न केवल सरकार को नकदी शेषों पर बेहतर प्रतिलाभ प्राप्त करने में समर्थ बनाती हैं, बल्कि अल्पावधि ब्याज दरों में आयी उद्वेगशीलता से निपटने में भी सहायता करती हैं और रात्रिभर के लिए मुद्रा बाजार की दरों को स्थिर रखती हैं। ऐसी व्यवस्थाएं अलग-अलग देशों में काफी भिन्न-भिन्न हैं। उदाहरण के लिए, जहां कनाडा में, केंद्र सरकार का नकदी शेष दैनिक आधार पर (प्रतिस्पर्धी रूप से) नीलाम किया जाता है, वहीं जापान और इटली में सभी सरकारी शेषराशियां उनके अपने-अपने केंद्रीय बैंकों के पास रखी जाती हैं। अमरीका और फ्रांस में, उनके केंद्रीय बैंकों के पास पर्याप्त कार्यसाधक शेष राशि रखी जाती है, और एक निश्चित लक्ष्य से अधिक की राशि का बाजार में निवेश कर दिया जाता है। अनेक केंद्रीय बैंक इस प्रकार की अधिशेष राशियों को स्थिरीकरण के साधन के रूप में भी प्रयुक्त करते हैं। यथा, सिंगापुर की सरकार, राजकोषीय अपेक्षाओं से अधिक की सरकारी प्रतिभूतियां जारी करती है,

तथा अधिशेष राशि को जमा राशि के रूप में मौद्रिक प्राधिकरण सिंगापुर के पास जमा कर दिया जाता है। इस प्रकार यह अधिशेष राशि को बाहर निकालने संबंधी परिचालनों की अनुपूरक कार्रवाई करती है। मलेशिया, थाईलैंड और इंडोनेशिया जैसे देशों ने वित्तीय प्रणालियों में विद्यमान अतिरिक्त चलनिधि को प्रणाली से बाहर निकालने के लिए एक तरीका अपनाया है कि वह इस चलनिधि को इस सरकारी/सार्वजनिक क्षेत्र की जमाराशियों को वाणिज्यिक बैंकिंग प्रणाली से हटाकर केंद्रीय बैंक की ओर मोड़ देती है।

**3.47** निष्कर्षतः विकसित और उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं दोनों के चलनिधि प्रबंधन पर अंतर्राष्ट्रीय अनुभव से कुछ सबक मिलते हैं। पहला, वित्तीय बाजारों के गहन होते जाने तथा गैर-बैंक मध्यस्थकों की वृद्धि के चलते, केंद्रीय बैंक को अपनी लिखतों में बाजारोन्मुखता को बढ़ाने की जरूरत है। प्रारक्षित निधियों का बड़ा भाग खुले बाजार के परिचालनों के माध्यम से पूरा किया जाता है क्योंकि मार्जिनल आर्थिक निभाव प्रदान करने या आपातकालीन वित्त के लिए स्थायी सुविधाएं सीमित हैं। इसके अलावा, उच्च प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं में अन्तर्बैंक गतिविधि को रोकने की प्रवृत्ति पायी जाती है। इसी प्रकार केंद्रीय बैंक की स्थायी सुविधाओं तक आसान और सस्ती पहुंच बैंकों द्वारा चलनिधि के सक्रिय प्रबंधन में बाधा डालती है।

**3.48** दूसरे, मौद्रिक प्रबंधन की बढ़ती हुई जटिलताओं को देखते हुए मौद्रिक नीति का निर्माण अनेक व्यापक आर्थिक संकेतकों से मार्गदर्शित होता है, न कि किसी एकल मध्यवर्ती सांकेतिक आधार से।

**3.49** तीसरे, अविनियमित परिवेश में वित्तीय बाजार मूल्यों की बढ़ती हुई महत्ता तथा इसके संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र ने केंद्रीय बैंकों के लिए यह जरूरी बना दिया है कि वे अधिकाधिक रूप से ब्याज दरों पर ध्यान केंद्रित करें, न कि चलनिधि प्रबंधन में बैंक प्रारक्षित निधियों पर। केंद्रीय बैंकों को अनेक कारणों से ब्याज दरों में सुचारु प्रवृत्ति के बने रहने को सुनिश्चित करने की जरूरत है यथा, उद्वेगशील ब्याज दरें नीति संबंधी संकेतकों को अस्पष्ट या धुंधला बना देती हैं, जबकि बाजार की अधिक व्यवस्थित स्थितियां मौद्रिक नीति संबंधी धड़कनों को त्वरित और पूर्व अनुमान योग्य रूप में संप्रेषित करने को प्रोन्नत करती हैं। कम उद्वेगशील ब्याज दरें भी वित्तीय संस्थाओं को अपने बाजार जोखिमों का बेहतर रूप में आकलन करने और उनका प्रबंधन करने में सहायता कर सकती हैं। बाजार सहभागी स्थिर दरों से लाभान्वित होते हैं; प्रत्याशाओं के स्थिरीकरण के माध्यम से, जिसके फलस्वरूप वे मुद्रा बाजार में मीयादी संरचना के विकास को प्रोन्नत करते हैं।

**3.50** चौथे, बाजार के कम हुए घटकीकरण तथा उस महत्तर आसानी और गति के चलते जिससे ब्याज दर संबंधी परिवर्तन संपूर्ण मीयादी संरचना में संप्रेषित कर दिये जाते हैं, केंद्रीय बैंकों को अपना ध्यान आय वक्र की बहुत छोटी मीयाद पर केंद्रित करना होगा जहां उनकी कार्रवाई का अधिकतम प्रभाव पड़ने की प्रवृत्ति रहती है।

3.51 पांचवें, केंद्रीय बैंकों की नीति संबंधी लिखतों के अधिकाधिक बाजारोन्मुखीकरण नमनीय लिखतों के लिए वरीयता से जुड़े हुए हैं। उद्वेगशील वित्तीय स्थितियों में जो ईएमईज में सर्वाधिक उल्लेखनीय है, नीतिगत लिखतों के निर्माण में नमनीयता एक मुख्य विचार के रूप में उभरी है।

3.52 अंतिम, बाजार मनोविज्ञान तथा प्रत्याशाओं की महत्ता के प्रति बढ़ती हुई जागरूकता ने मौद्रिक नीति के संचालन में महत्तर पारदर्शिता की मांग की है जिसमें, नीति संबंधी निर्णयों पर बल तथा उसके पीछे औचित्य को सम्प्रेषित करने के लिए संप्रेषण नीति पर विशेष बल दिया गया है।

### मुद्रा बाजार की संरचना

#### लिखतें

3.53 वित्तीय अवनियमनों तथा वैश्विक वित्तीय बाजारों के समेकन के कारण होनेवाले त्वरित परिवर्तनों को देखते हुए कई देशों में केंद्रीय बैंकों ने लिखतों<sup>5</sup> तथा बाजार के दायरे को बढ़ाकर मुद्रा बाजारों को विकसित तथा गहन बनाने के प्रयास किये हैं ताकि मौद्रिक नीति की संप्रेषण सरणियों में सुधार लाया जा सके। मुद्रा बाजारों की संरचना उन लिखतों के प्रकार का निर्धारण करती है जो मौद्रिक प्रबंध के संचालन के लिए व्यवहार्य हैं। साक्ष्य और अनुभव यह संकेत देते हैं कि मौद्रिक प्राधिकारियों द्वारा बाजारोन्मुखी लिखतों के लिए अधिमानता बाजार के व्यापक विकास को प्रोन्नत करने में सहायता करती है (फोर्स बैंक तथा ओक्सेलहेन, पहले उद्धृत)।

3.54 मात्रात्मक नियंत्रणों की हासमान भूमिका तथा विकल्पों की खोज ने तीन प्रमुख बाजारोन्मुखी लिखतों को उभारा अर्थात् अल्पावधिक प्रतिभूतियां, पुनर्खरीद परिचालन और स्वैप। इन लिखतों ने केंद्रीय बैंकों को बाजारों, विशेषकर अंतर्बैंक जमा बाजार तथा अल्पावधिक प्रतिभूत बाजारों के निर्माण, उनको प्रेरित करने तथा उनके विकास को समर्थन देने के लिए प्रोत्साहित किया। एक दक्ष अन्तर्बैंक बाजार की अनुपस्थिति में, इस बात की अत्यधिक आवश्यक थी कि केंद्रीय बैंक वैकल्पिक अल्पावधिक आस्तियों के लिए पर्याप्त लिखतें निर्मित करें जो चलनिधि को खपा सकें और बाजारों के निर्माण को प्रेरित करें। अल्पावधिक प्रतिभूत बाजार के उदय ने केंद्रीय बैंकों द्वारा चलनिधि प्रबंधन को एक नया आयाम दिया। प्रतिभूत बाजार में सीधे लेनदेनों के अभाव में, मुद्रा बाजार में तरल प्रतिभूत घटक की उपस्थिति से अक्सर यह विश्वास किया जाता है कि वह करारों की पुनर्खरीद के लिए तथा इसी प्रकार के जमानती (संपार्श्वकीकृत) लेनदेनों के लिए जमानत प्रदान करके केंद्रीय बैंक के परिचालनों को सुविधाजनक बनायेगा।

3.55 विकसित देशों में, अमरीका में मुद्रा बाजार में अल्पावधिक ऋण लिखतों, फ्यूचर्स बाजार की लिखतों तथा फेडरल रिजर्व की बट्टा खिड़की

का एक बहुत बड़ा समूह आता है (अनुलग्नक III.3)। इनमें मूलधन की उच्च स्तर की सुरक्षा समझी जाती है, और अधिकांशतः आम तौर पर 1 मिलियन अमरीकी डालर या इससे अधिक की यूनिटों में जारी की जाती हैं। अमरीकी ट्रेजरी द्वारा जारी खजाना बिल तथा प्रशासन (सरकार) और स्थानीय सरकारों द्वारा जारी प्रतिभूतियां सबसे बड़ी मात्रा में बकाया हैं और अमरीका में सभी मुद्रा बाजार लिखतों के बीच यह सबसे अधिक सक्रिय द्वितीय बाजार बनता है। अधिकांश सरकारी और स्थानीय प्रतिभूतियों की मुख्य विशेषता यह है कि इनकी ब्याजगत आय को संघीय आय करों से छूट प्राप्त है जो उन्हें विशेषकर उच्च आय कर ब्रेकिट वाले निवेशकों के लिए आकर्षक बना देती है। गैर-वित्तीय तथा गैर-बैंक वित्तीय कारोबारी मुख्य रूप से वाणिज्यिक पत्र (सीपी), जो एक अल्पावधिक गैर-जमानती प्रोमिसरी नोट है, जारी करके मुद्रा बाजार में निधियां जुटाते हैं। हाल के वर्षों में बढ़ती हुई संख्या में फर्मों ने इस बाजार में पैठ प्राप्त की है तथा सीपी जारी करने की मात्रा तेज गति से बढ़ी है। ऐसी संभावना है कि 2007 में बकाया सीपी की राशि बढ़कर 2.17 ट्रिलियन अम.डा. की हो गयी है। परम्परागत लिखतों के अलावा, मुद्रा बाजार के फ्यूचर्स और आप्शंस भी हाल की अवधि में अमरीकी मुद्रा बाजार में लोकप्रिय हो गये हैं।

3.56 इसी प्रकार ब्रिटेन (यू.के.) में मुद्रा बाजार मुद्रा बाजार लिखतों के निर्माणों के माध्यम से अल्पावधिक निधियां जुटाने के लिए प्रक्रिया-तंत्र के रूप में अथवा एक सक्रिय मीयादी नकदी जमा बाजार के रूप में उभर कर आया है। यह मुख्य रूप से स्टर्लिंग आधारित है, परंतु इसमें अन्य मुद्राओं का भी व्यापक दायरा आता है। सरकार, बैंकिंग क्षेत्र और उद्योग उनमें से हैं जो क्रमशः खजाना बिलों, जमा प्रमाण पत्रों और विनिमय बिलों/सीपी जारी करके मुद्रा बाजार से संसाधन जुटाते हैं। इसके अलावा, स्वीकृतियां और स्थानीय प्राधिकरण बिल भी मुद्रा बाजार की लिखतों के रूप में कार्य करते हैं। वाणिज्यिक बिलों में बैंक स्वीकृतियां, और व्यापार पत्र शामिल होते हैं। विदेशी और देशी दोनों व्यापार बैंक स्वीकृतियों द्वारा वित्तपोषित होता है। बाजार में अधिकांश उधारदेने का कार्य रात्रिभर के लिए होता है। मुद्रा बाजार की रखी गयी लिखतों का अधिकांश भाग (90 प्रतिशत) जमा प्रमाणपत्रों के रूप में है तथा शेष भाग विनिमय बिलों, खजाना बिल और वाणिज्यिक पत्रों के रूप में होता है।

3.57 यूरो प्रणाली में, 1990 के दशक के दौरान पुनर्खरीद लेनदेन मुख्य चलनिधि प्रबंध लिखत के रूप में डेनमार्क (1992), स्वीडन (1994), ऑस्ट्रिया (1995), फिनलैंड (1990 के दशक के मध्य में), स्विटजरलैंड (1998) में अपनाये गये और उसके बाद संपूर्ण यूरो प्रणाली में, जब से यह प्रारंभ हुई (1999)। अनेक देश जैसे ऑस्ट्रिया, नीदरलैंड और डेनमार्क पर्याप्त तरल अल्पावधिक बाजारों के अभाव में चलनिधि प्रबंधन के लिए विदेशी विनिमय संबंधी परिचालनों विशेषकर स्वैप पर निर्भर हो गये।

<sup>5</sup> मुद्रा बाजार की लिखतें मुद्रा की बड़ी राशि त्वरित रूप से तथा कम लागत पर अर्थव्यवस्था की एक इकाई से (कारोबार, सरकार, बैंक, गैर बैंक तथा अन्य) दूसरी इकाई के लिए अपेक्षाकृत अल्प अवधि के लिए अंतरित करने में सुविधाजनक बनाती हैं।



इसके अलावा, विपणनीय (बिक्री-योग्य) ऋण लिखतें, गैर-बिक्री योग्य ऋण लिखतें और यहां तक कि कुछ ईक्विटी भी रिपो के लिए पात्र हैं। ये दो प्रकार की हैं अर्थात् टीयर-I जो ईसीबी के पात्रता मानदंड को संपूर्ण यूरो क्षेत्र में एक समान रूप से आता है, तथा टीयर-II जिस पर राष्ट्रीय केंद्रीय बैंकों द्वारा तथा ईसीबी द्वारा निर्दिष्ट पात्रता मानदंड लागू होते हैं।

**3.58** जापान में, सर्वाधिक सक्रिय मुद्रा बाजार के घटक में बहुत अल्पकालिक लेनदेन होते हैं, जिनमें शामिल हैं - जमानतों के साथ या उनके बिना मांग बाजार में उधार लेने और देने वाली निधियां; अल्पावधिक प्रतिभूतियां जैसे सीपी और सीडी, तथा अल्पावधि सरकारी बिल जैसे खजाना बिल, तथा पात्र संपार्श्वकों के रूप में सरकार तथा / नगरपालिका प्रतिभूतियों, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांडों, कंपनी बांडों एवं विदेशी सरकार बांडों सहित रिपो लेनदेन। अल्पावधिक सरकारी बिलों की खरीद का सर्वाधिक बारंबारता के साथ प्रयोग किया जाता है।

**3.59** आस्ट्रेलिया में, अन्तः दिवस पुनर्खरीद करार सुविधा (1998 में शुरू की गयी) के अन्तर्गत पात्र प्रतिभूतियों की सूची व्यापक बना दी गयी है और उसमें अन्य अनेक लिखतों को शामिल किया गया है। उनमें शामिल हैं - राष्ट्रकुल सरकारी प्रतिभूतियां, घरेलू ऋण प्रतिभूतियां, तथा केन्द्र और प्रादेशिक सरकारों की (1997 में अनुमत) केन्द्रीय उधार लेने वाली प्राधिकारियों द्वारा जारी बट्टा लिखतें तथा बैंक बिल तथा चुनिंदा बैंकों द्वारा जारी सीडी, तथा अनुमोदित अन्तर्राष्ट्रीय संस्थाओं तथा विदेशी सरकारों की चुनिंदा ऋण प्रतिभूतियां। इस परिदृश्य के दूसरी ओर कनाडा की मुद्रा बाजार की लिखतों में शामिल हैं - 18 माह तक की मीयाद वाली अल्पावधिक प्रतिभूतियां जो सरकार, बैंकों तथा निगमों द्वारा जारी की जाती हैं तथा अमरीकी और कनाडियन डालरों में उपलब्ध हैं। मुद्रा बाजार की लिखतों में मुख्यतः खजाना बिल कनाडा सरकार द्वारा जारी और गारंटीकृत मुद्रा बाजार की प्रतिभूतियां शामिल हैं। सरकार द्वारा गारंटीकृत सीपी भी हैं जो क्राउन कोरपोरेशन जैसे कनाडियन ह्वीट बोर्ड तथा फेडरल बिजिनेस डवलपमेंट बैंक द्वारा जारी अल्पावधिक वचन पत्र हैं। अन्य मुद्रा बाजार की लिखतों में शामिल हैं - प्रादेशिक सरकारों द्वारा जारी खजाना बिल तथा वचन पत्र, किसी एक प्रमुख केनेडियन चार्टर्ड बैंक द्वारा बिना शर्त की गारंटी के साथ निगमों द्वारा जारी बैंकरो की स्वीकृतियां तथा प्रमुख निगमों द्वारा जारी सीपी।

**3.60** कई अन्य उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में जैसे रूस, दक्षिण अफ्रीका, चीन, मलेशिया तथा कोरिया में, मुख्य मुद्रा बाजार की लिखतों में हैं - सरकारी खजाना बिल, पुनर्खरीद करार, बैंकरो की स्वीकृतियां, सीपी तथा सीडी। थाईलैंड और इंडोनेशिया जैसे देशों में केन्द्रीय बैंकों का उद्देश्य अपने स्वयं के बांड और प्रमाण पत्र जैसे बैंक ऑफ थाईलैंड, बैंक ऑफ इंडोनेशिया प्रमाण पत्र जारी करके लिखतों के दायरे को बढ़ाने का रहा है। उसके अलावा, थाईलैंड में अन्य बांड जैसे वित्तीय संस्था विकास निधि बांडों, तथा सरकार द्वारा गारंटीकृत राज्य उद्यम बांडों का उपयोग रिपो परिचालनों के लिए किया जाता है।

विदेशी मुद्रा स्वैप एक दूसरी लिखत है, जिसे बैंक ऑफ थाईलैंड मुद्रा बाजार में चलनिधि की स्थितियों को प्रभावित करने के लिए उपयोग में लाता है।

#### मीयाद

**3.61** अमरीका में, हालांकि मुद्रा बाजार की लिखतों की मीयाद एक दिन से लेकर एक साल तक की होती है, फिर भी अधिकांश आम लिखतों की मीयाद तीन माह या उससे कम की है। यू.के. में “मीयादी मुद्रा” की मुख्य मदें एक माह से तीन माह तक के लिए उधार ली जाती हैं, परन्तु बैंक एक सप्ताह के लिए भी या बारह माह तक कितने भी समय के लिए उधार ले सकते हैं। भवन निर्माण समितियों द्वारा जारी तथा बैंकों और बट्टा गृहों द्वारा सक्रिय रूप से खरीदी-बेची जाने वाली सीडी की बुनियादी मीयाद एक वर्ष से कम अवधि की होती है (यद्यपि कुछ सीडी की मीयाद एक साल से ज्यादा की भी होती है)। ये सभी अल्पावधि वाली परक्राम्य (बेचनीय) ऋण लिखतें हैं जो या तो बट्टे पर जारी की जाती हैं या कूपन दर वाली होती हैं। ईसीबी के मामले में, पुनर्वित्त सम्बंधी परिचालनों की मीयाद 1 सप्ताह से लेकर 3 माह तक होती है और ऋण प्रतिभूतियों की मीयाद 12 माह तक। अपनी रिपो के लिए जापान में मीयाद एक सप्ताह से 6 माह तक की होती है। कनाडा में, खजाना बिलों की मीयाद 1 माह से 1 साल के बीच अलग-अलग होती है तथा मुद्रा बाजार की प्रतिभूतियों के लिए 18 माह तक तथा सरकार द्वारा गारंटीकृत सीपी के लिए 1 माह से लेकर 1 साल तक की मीयाद होती है।

**3.62** अन्य देशों में भी मुद्रा बाजार की लिखतें अपने स्वरूप में अधिकांशतः अल्पावधिक होती हैं, जिनकी मीयाद आम तौर पर एक साल से कम की होती है। अधिकांश देशों में, मांग मुद्रा लेनदेन तथा पुनः खरीद करार मुद्रा बाजार के अल्पावधि घटक के रूप में कार्य करते हैं। खजाना बिलों की मीयाद 91 दिवसों की, 182 दिवसों की और 364 दिवसों की होती है। कोरिया में बाजार स्थिरीकरण बांडों की मीयाद भी 546 दिनों की होती है। कुछ लिखतों के मामले में जैसे कि जमाराशियों के परक्राम्य (बेचान योग्य) प्रमाण पत्रों की मीयाद पांच साल तक भी हो सकती है।

#### सहभागी

**3.63** अमरीकी मुद्रा बाजार में प्रमुख सहभागी वाणिज्यिक बैंक, सरकारें, निगमों, सरकार द्वारा प्रायोजित उद्यम, मुद्रा बाजार की पारस्परिक निधियां, फ्यूचर्स बाजार के एक्सचेंज, ब्रोकर्स, तथा डीलर्स और फेडरल रिजर्व होते हैं। फेडरल निधियों के बाजार में प्रमुख सहभागी वाणिज्यिक बैंक हैं जो बहुधा अल्प अवधि के होते हैं, मुख्य रूप से रात्रिभर के लिए। ओवर दि काउंटर ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के लिए मुद्रा बाजार में बैंक डीलर के रूप में काम करते हैं जो हाल के वर्षों में तेजी से बढ़े हैं। फेडरल रिजर्व भी अमरीकी मुद्रा बाजार में प्रमुख सहभागी है।

**3.64** अमरीकी मुद्रा बाजार में सहभागियों के दूसरे महत्व समूह में शामिल हैं - मुद्रा बाजार पारस्परिक निधियां तथा स्थानीय सरकारी निवेश

समूह। ये समूह जो वस्तुतः 1970 के दशक के मध्य से पहले विद्यमान नहीं थे, अमरीका में सबसे बड़े वित्तीय मध्यस्थकों में से एक के रूप में बढ़ गये हैं। अमरीकी मुद्रा बाजार की एक उल्लेखनीय विशेषता यह है कि वहाँ सरकार द्वारा प्रायोजित निजी रूप से स्वाधिकृत वित्तीय मध्यस्थक हैं जो निधियां जुटाते हैं, और उन्हें अर्थव्यवस्था की कृषि तथा आवास क्षेत्रों की ओर मोड़ देते हैं।

**3.65** ब्रिटेन में, मुद्रा बाजार में लेनदेन ओवर दि काउंटर आधार पर होता है जिनका निपटान उसी दिन करना होता है। मुद्रा बाजार व्यापक रूप के सहभागियों को आकर्षित करता है जैसे-सरकार, बैंकिंग क्षेत्र, उद्योग और वित्तीय संस्थाएं जैसे कि पेंशन फंड। बैंक ऑफ इंग्लैंड तथा यू. के. ऋण प्रबन्ध कार्यालय भी अपने आधिकारिक दायित्वों की पूर्ति के लिए दैनिक आधार पर मुद्रा बाजार का उपयोग करते हैं। यू. के. में अन्तर्बैंक बाजार के सहभागियों में शामिल हैं - सम्पूर्ण बैंकिंग समुदाय (बड़ा गृहों सहित) तथा गैर-बैंक संस्थान (जैसे भवन समितियां) तथा इस बाजार में मुद्रा बाजार के अनेक ब्रोकर भाग लेते हैं।

**3.66** यूरो प्रणाली में, ईसीबी, राष्ट्रीय केन्द्रीय बैंक, सरकारें तथा पात्र ऋण संस्थाएं मुद्रा बाजार में भाग लेती हैं। इसी प्रकार आस्ट्रेलिया में, केन्द्रीय सरकार, राज्य तथा प्रान्तीय सरकारें, रिजर्व बैंक ऑफ आस्ट्रेलिया, बैंक, सरकारी एजेंसियां, राष्ट्रकुल की अन्य सरकारें, तथा अन्तरराष्ट्रीय संस्थान प्रमुख सहभागी होते हैं। कनाडा के मामले में, सहभागियों में शामिल हैं - संघीय और प्रान्तीय दोनों सरकारें, बैंक, प्रमुख सरकारी निगम जैसे - कनाडियन व्हीट (गेहूँ) बोर्ड, तथा फेडरल बिजनेस डेवलपमेंट बैंक।

**3.67** जापान में, जापान स्थित जापानी और गैर जापानी बैंकों की कारोबारी इकाइयां निधियां जुटाने के लिए असम्पाश्विकीकृत (गैर-जमानती) मुद्रा बाजार में सहभाग करती हैं। असम्पाश्विकीकृत (गैर-जमानती) रात्रिभर के लिए मांग मुद्रा बाजार में प्रमुख सहभागी हैं - नगर के बैंक जिनका उधारकर्ता के रूप में सबसे बड़ा अंश है, जबकि क्षेत्रीय बैंक प्रमुख उधारदाता के रूप में कार्य करते हैं। अन्य सहभागियों में शामिल हैं - संस्थागत निवेशक जैसे - निवेश न्यास, न्यास बैंक, क्षेत्रीय बैंक, जीवन बीमा कंपनियां, विशेषीकृत मुद्रा बाजार के ब्रोकर तथा कीटो<sup>6</sup>। बैंक ऑफ जापान की प्रतिपक्षी पार्टियों में शामिल हैं - बैंक, प्रतिभूति कम्पनियां, प्रतिभूति वित्त कम्पनियां तथा मुद्रा बाजार के ब्रोकर (तांसी कम्पनियां)।

**3.68** अन्य अधिकांश देशों में वाणिज्यिक बैंक, केन्द्रीय बैंक, क्षेत्रीय बैंक, विशेषीकृत बैंक, निवेश तथा वित्त कम्पनियां, मर्चेन्ट बैंकिंग निगम,

निवेश न्यास कम्पनियां, बीमा कम्पनियां, प्रतिभूति वित्त निगम, ऋण बीमा निधियां तथा कारोबारी उद्यम मुद्रा बाजार में प्रमुख भागीदार होते हैं।

### III. भारत में मुद्रा बाजार - 1980 के दशक के मध्य तक

**3.69** 1980 के दशक से पहले भारतीय मुद्रा बाजार में लिखतों की कमी तथा बाजार की संरचना में गहनता और द्विभागीकरण का अभाव था। मुद्रा बाजार में अन्तर्बैंक मांग बाजार, खजाना बिल, वाणिज्यिक बिल तथा सहभागिता प्रमाण पत्र ही शामिल थे। ऐतिहासिक रूप से, मांग मुद्रा बाजार ने भारत में मुद्रा बाजार की संरचना का मूल आधार बना दिया क्योंकि अन्य लिखतों की कमी थी तथा ब्याज दरों और सहभागिता पर कठोर नियंत्रण (विनियमन) थे।

**3.70** मांग / नोटिस मुद्रा बाजार में, रात्रिभर के लिए मुद्रा तथा अल्प सूचना पर मुद्रा (14 दिनों तक की अवधि के लिए) बिना किसी जमानत के उधार ली और दी जाती थी। यह बाजार बैंकों को अपने दिन-प्रति-दिन के परिचालनों से उभरने वाली अपनी अल्पावधि की चलनिधि सम्बंधी विसंगतियों से निपटने में समर्थ बनाता है। भारत में मांग मुद्रा बाजार 1971 तक पूर्णतः एक अन्तर्बैंक बाजार था, जब पूर्ववर्ती भारतीय यूनिट ट्रस्ट (यूटीआई) तथा भारतीय जीवन बीमा निगम (एलआईसी) को उधारदाता के रूप में भाग लेने की अनुमति दी गयी। मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दरें दिसम्बर 1973 तक बाजार द्वारा मुक्त रूप से निर्धारित की जाती थीं। तथापि चूंकि मांग मुद्रा दरें तेजी से बढ़कर 25-30 प्रतिशत तक पहुंच गयीं, तो भारतीय बैंक संघ ने दिसम्बर 1973 में ब्याज दरों पर 15 प्रतिशत की उच्चतम सीमा लगाकर ब्याज दरों की एक नियंत्रित प्रणाली शुरू की ताकि सर्वांगी स्थिरता को बनाये रखा जा सके तथा मांग मुद्रा दरों में किसी असामान्य वृद्धि को शान्त किया जा सके। इस उच्चतम सीमा में कई संशोधन किये गये, परन्तु चलनिधि की तंगी की स्थिति में इस उच्चतम सीमा के उल्लंघन के भी कई उदाहरण हुए जो अन्य साधनों से किये गये (जैसे पुनः खरीद व्यवस्थाएं)।

**3.71** खजाना बिल सरकार द्वारा अल्पावधिक उधार लेने के मुख्य साधन बने तथा इन्होंने मुद्रा बाजार के लिए एक सुविधाजनक श्रेष्ठ प्रतिभूति के रूप में कार्य किया। खजाना बिलों की उच्च तरलता, चूकगत जोखिम की अनुपस्थिति तथा नगण्य पूंजी का मूल्यहास कुछ ऐसी विशेषताएं थीं जिन्होंने खजाना बिलों को बैंकों तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं के लिए अल्पावधिक निवेश के लिए एक दूसरी आकर्षक लिखत बना दिया। सरकार का बैंक होने के नाते रिजर्व बैंक ने बट्टे पर खजाना बिलों को जारी किया। खजाना बिलों को जारी करने की प्रणाली जुलाई 1965 से नीलामी प्रणाली से हटकर टेप आधार की ओर चली गयी जिसमें बट्टे की दर प्रशासनिक रूप से 3.5 प्रतिशत वार्षिक पर

<sup>6</sup> कीटो छोटे और मझोले आकार के कारोबार, कृषि, वानिकी तथा मत्स्य जैसी वित्तीय सहकारी संस्थाओं के लिए केन्द्रीय वित्त पोषण संगठन है।



निश्चित की गयी जिसे जुलाई 1974 में बढ़ाकर 4.6 प्रतिशत कर दिया गया और 1991 तक 91 दिवसीय खजाना बिलों के लिए इसी स्तर पर बनी रही। 1955 से तदर्थ खजाना बिलों की प्रणाली भी शुरू की गयी जिसका निर्माण केन्द्र सरकार द्वारा रिजर्व बैंक के पक्ष में किया गया, ताकि जब भी नकदी की अत्यधिक मात्रा का आहरण किया जाए उसकी नकदी शेष राशियों को न्यूनतम निर्दिष्ट स्तर तक स्वतः बनाये रखा जा सके।

**3.72** सहभागिता प्रमाण पत्र (पीसी) तथा वाणिज्यिक बिल (बिल पुनर्भुनाई योजना के अन्तर्गत) की शुरुआत मुद्रा बाजार में 1970 में की गयी। पी सी का उपयोग अधिकांशतः वित्तीय संस्थाओं द्वारा अपनी निधियों को लम्बी अवधि के लिए जमा रखने के लिए किया जाता था तथा उसका विकास वित्तीय संस्थाओं और / अथवा बैंकों के बीच चलनिधि की विसंगतियों को पूरा करने के लिए नहीं किया जाता था। बिल पुनर्भुनाई योजना के अन्तर्गत रिजर्व बैंक बैंक दर पर या इसके द्वारा विनिर्दिष्ट दर पर सच्चे व्यापार बिलों को बढ़ाकृत किया करता था। बिल बाजार को विकसित करने का अन्तर्वर्ती प्रयोजन था - बैंकों को तथा अन्य वित्तीय संस्थाओं को अपनी अधिशेष निधियों को लाभप्रद रूप में उपयुक्त मीयाद का चयन करके निवेश करने में समर्थ बनाना। वर्षों से पुनर्भुनाई सुविधा प्रतिबंधित हो गयी और विवेकाधीन आधार पर ही उपलब्ध हो सकती थी। बिल के वित्तपोषण के विकास की मुख्य अड़चनें बिल संस्कृति की कमी, अपेक्षित मूल्यवर्ग के स्टाम्प पेपरों की अनुपलब्धता, विशिष्ट ऋण सूचना एजेंसियों की अनुपस्थिति, तथा एक सक्रिय द्वितीयक बाजार की कमी थी। तथापि इन दोनों लिखतों (सहभागिता-प्रमाण पत्र तथा वाणिज्यिक बिल) का विकास नहीं हो सका और इन लिखतों में गतिविधियां गौण ही बनी रहीं।

**3.73** संगठित मुद्रा बाजार में पर्याप्त गहनता और चलनिधि के फलस्वरूप, क्षेत्रवार वित्तीय अन्तराल (संगठित वित्तीय प्रणाली में असंतुष्ट उधारकर्ताओं की अपेक्षाएं) की पूर्ति असंगठित बाजार द्वारा की गयी। इस घटक में ब्याज दर आम तौर पर संगठित बाजार की अपेक्षा उच्चतर थे, जो वास्तविक बाजार स्थितियों को दर्शाते थे। चूंकि बैंक ऋण (सकल और क्षेत्रवार दोनों) 1967-68 में अपनाये गये ऋण आयोजना दृष्टिकोण के अन्तर्गत मौद्रिक नीति निर्माण का मुख्य केन्द्र बिन्दु रहा, मुद्रा बाजार के इस द्विभागीकरण स्वरूप ने मौद्रिक प्रबंध की अपेक्षाओं का कार्य किया।

**3.74** सारांश में, इस अवधि के दौरान मुद्रा बाजार बैंकों की अल्पावधिक चलनिधि की जरूरतों को पूरा करने के लिए एक संतुलनकारी बाजार-प्रक्रिया-तंत्र उपलब्ध नहीं करा पाया। मुद्रा बाजार में नियंत्रित संरचना की विद्यमानता ने ब्याज दरों को निधियों की कमी की सही मात्रा को दर्शाने नहीं दिया। सीमित सहभागिता होने के कारण मुद्रा बाजार चलनिधि अत्यधिक तंग रही जिसमें कुछ थोड़े-

से उधारकर्ता थे और भारी संख्या में पुराने उधारकर्ता थे। इन अड़चनों के चलते, और साथ ही रिजर्व बैंक के सीमित पुनर्वित्त के कारण बैंकों को अक्सर अपनी सांविधिक प्रारक्षित अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए या तो अल्पावधिक चलनिधि की समस्याओं को झेलना पड़ता था या वे अत्यधिक चलनिधि से दबे रहते थे। वैकल्पिक लिखतों के अभाव में बैंक अपनी अतिशेष चलनिधि को रिजर्व बैंक के पास बढ़ाकृत कराने से पहले खजाना बिलों में जमा कर देते थे ताकि वे सूचना देने की अवधि के दौरान, औसत आधार पर नकदी प्रारक्षित अपेक्षाओं को पूरा कर सकें। इसके कारण खजाना बिलों में बैंकों के निवेश तथा रिजर्व बैंक के पास उनकी नकदी शेषराशियों में काफी उतार-चढ़ाव आने लगे जिससे मौद्रिक प्रबन्धन का कार्य और भी जटिल हो गया। इसके अलावा, नियमित खजाना बिलों को पुनर्भुनाई के अलावा, रिजर्व बैंक को तदर्थ खजाना बिल (जो भारत सरकार द्वारा जुलाई 1974 से 4.6 प्रतिशत की निश्चित ब्याज दर पर जारी किये जाते थे) स्वतः मौद्रिकरण की प्रणाली के अन्तर्गत रखने होते थे। इस प्रकार खजाना बिलों को मुद्रा बाजार की लिखत के रूप में उभरने में बाधा पहुँची। इसके अलावा सरकारी प्रतिभूति बाजार की विशेषता थी - नियंत्रित ब्याज दरें तथा आबद्ध निवेशक आधार जिन्होंने खुले बाजार के परिचालनों को मौद्रिक नियंत्रण की एक अप्रभावी लिखत बना दिया जिसके द्वारा काफी सीमा तक रिजर्व बैंक द्वारा अल्पावधिक चलनिधि के नियमित प्रबन्ध को बाधित किया गया।

#### IV. रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबन्धन का विकास

**3.75** भारत में मुद्रा बाजार के विकास की नवजात अवस्था (स्थिति) तथा नियंत्रित ब्याज दर संरचना ने रिजर्व बैंक के सक्रिय चलनिधि प्रबंध परिचालनों को अवरुद्ध कर दिया। रिजर्व बैंक ने बाजार की चलनिधि को मुख्यतः प्रत्यक्ष लिखतों जैसे सीआरआर तथा क्षेत्र विशेष के लिए पुनर्वित्त से विनियमित किया। चूंकि मौद्रिक नीति अधिकांशतः राजकोषीय बल के प्रसंगानुकूल रहती थी, अतः मौद्रिक परिचालन राजकोषीय प्रभाव को निष्प्रभावी करने के लिए किया गया। इसके फलस्वरूप, सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में प्रमात्रागत सरणी का प्रमुख हाथ था, अतः अप्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से मौद्रिक नीतिगत परिवर्तनों का संकेत देने का अवसर बहुत कम था। इसलिए, मुद्रा बाजार ने उत्तरोत्तर रूप में प्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से मौद्रिक नीति के परिचालनों के फैलते प्रभाव को दर्शाया। उत्तरोत्तर रूप में अनिर्वहनीय राजकोषीय परिस्थितियों ने, जैसा कि व्यापक आर्थिक असन्तुलन में दिखाई देता है, 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों से ही संरचनागत सुधारों की जरूरत को रेखांकित कर दिया। परिणामस्वरूप, बाजार प्रतिमान पर जोर देने में गति आयी जिसने मौद्रिक नीति के संचालन के लिए अप्रत्यक्ष लिखतों का महत्तम उपयोग करने को जरूरी बना दिया। साथ ही साथ रिजर्व बैंक ने बदले वित्तीय परिदृश्य के अनुसार चलनिधि प्रबन्धन की अपनी परिचालन प्रक्रियाओं को उन्नत किया। रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंध परिचालनों की प्रमुख गतिविधियां तथा मौद्रिक बाजार की

गतिविधियां 1980, के दशक के मध्य से शुरू हुईं। तथापि, इन गतिविधियों को सही प्ररिप्रेक्ष्य में रखने की दृष्टि से यह उपयोगी होगा कि पहले 1960 के दशक के बाद के वर्षों से रिज़र्व बैंक द्वारा चलनिधि प्रबन्धन की व्यापक रूपरेखा को समझ लिया जाए।

**3.76** 1980 के दशक के मध्य तक मौद्रिक नीति का संचालन मुख्यतया प्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से होता था जिसमें मौद्रिक बजट के अनुरूप बैंकों के लिए क्रेडिट बजट होता था (मोहन, अन्यत्र उद्धृत)। इस अवधि की विशेषताएं थीं - नियंत्रित ब्याज दरें, ऋणों पर उच्चतम सीमा, निर्देशित उधार, घाटे का स्वतः मौद्रीकरण तथा निश्चित विनिमय दरें। भारतीय अर्थव्यवस्था ने अनिवार्यतः एक आबद्ध और एक नियंत्रित अर्थव्यवस्था के रूप में कार्य किया जिसमें वस्तुतः बाजार की कोई भूमिका ही नहीं थी क्योंकि प्रणाली में संरचनागत दुरुहताएं विद्यमान थीं। एक औपचारिक मध्यवर्ती लक्ष्य के अभाव में, बैंक ऋण - सकल तथा क्षेत्र वार - ने 1967-68 में ऋण आयोजना को अपनाये जाने के बाद से मौद्रिक नीति के एक अनुमानित लक्ष्य के रूप में कार्य किया (जालान, 2002)। मुद्रा बाजार का प्रतिनिधित्व अनिवार्यतः अन्तर्बैंक मांग बाजार द्वारा किया जाता था, जहाँ की गतिविधि मुख्यतः बैंकों द्वारा अपनी सांविधिक वचनबद्धताओं को पूरा करने के लिए प्रारक्षित निधियों हेतु मांग द्वारा प्रेरित होती थी। इसके अलावा, कृषि मौसमों के दौरान मुद्रा और ऋण की मांग में सुदृढ़ मौसमीपन ने भी बाजार की गतिविधि को प्रभावित किया। चलनिधि के तंग वितरण की स्थिति में, इन कारकों ने मांग मुद्रा की दरों को अत्यधिक उद्वेगशील बना दिया जिससे ब्याज दर की उच्चतम सीमा को निर्धारित करना जरूरी हो गया। मुद्रा बाजार में स्थिरता के अभाव में, तथा ब्याज दरों की नियंत्रित संरचना के अन्तर्गत ऋण के योजनाबद्ध आबंटन के चलते, रिज़र्व बैंक के पास अपने चलनिधि प्रबंधन सम्बंधी परिचालनों को खुले बाजार के परिचालनों के एक मानक मिश्रण के द्वारा चलाने तथा बैंक दर में परिवर्तन करने के अलावा और कोई रास्ता नहीं था। खुले बाजार के परिचालन सरकारी प्रतिभूतियों में सीधे लेनदेन द्वारा किये जाते थे।

**3.77** हालांकि ऋण आयोजना ने मौद्रिक नीति का मार्गदर्शन किया, फिर भी 1970 और 1980 के दशकों में बढ़ती हुई मुद्रास्फीति ने नीति का ध्यान काफी सीमा तक आकर्षित किया। आपूर्तिगत आघातों (तेल के मूल्यों तथा फसलों की खराबी) के अलावा, मुद्रास्फीति का मुख्य कारण 1980 के दशक में राजकोषीय घाटे के भारी मौद्रीकरण से उत्पन्न अत्यधिक मौद्रिक विस्तार को माना गया। तदनुसार, रिज़र्व बैंक ने मौद्रिक समुच्चयों की गतिविधियों पर काफी ध्यान देना शुरू किया। इस पृष्ठभूमि में, मौद्रिक प्रणाली की कार्य-पद्धति की समीक्षा समिति (अध्यक्ष : सुखमय चक्रवर्ती, 1985) ने यह सिफारिश की कि प्रतिसूचना के साथ-साथ मौद्रिक लक्ष्य को प्राप्त करने का एक ढांचा बनाया जाए। इस समिति की सिफारिशों के अनुसरण में, रिज़र्व बैंक ने मुद्रास्फीति के एक सहनीय स्तर के अनुरूप तथा अपेक्षित उत्पादन वृद्धि के साथ मुद्रा आपूर्ति में वांछित वृद्धि को

लक्ष्यबद्ध करना शुरू किया (आरबीआई 1985)। इस प्रकार व्यापक मुद्रा मौद्रिक नीति का तत्काल लक्ष्य बन कर उभरा और रिज़र्व बैंक ने मुद्रास्फीति के एक सांकेतिक अवलम्ब के रूप में मौद्रिक लक्ष्यों को औपचारिक रूप से घोषित करना शुरू किया।

**3.78** मौद्रिक लक्ष्य को अपनाने की प्रणाली ने मौद्रिक नीति को परिचालन प्रक्रियाओं में भारी परिवर्तन लाने की जरूरत पैदा कर दी। वर्षों से, रिज़र्व बैंक अपने पुनर्वित्त और खुले बाजार के परिचालनों के माध्यम से सामान्य ब्याज दरों तथा विशेषकर मांग मुद्रा दरों के स्तर को घटाने में काफी सीमा तक सफल रहा। हालांकि इसके लिए अलग-अलग उच्चतम सीमाएं रखी गयीं (मार्च 1978 तक यह 8.5 प्रतिशत तक पहुँच गया था, हालांकि यह अप्रैल 1980 में पुनः बढ़कर 10.0 प्रतिशत पर आ गया था)। तथापि 1970 के दशक के अन्तिम वर्षों से राजकोषीय प्रभुत्व ने बैंक दर तथा खुले बाजार के परिचालनों की परम्परागत लिखतों को कम प्रभावी बना दिया। खुले बाजार के परिचालनों के लिए अवसर अब सीमित हो गये क्योंकि अर्जन (आय) अब नियंत्रित ब्याज दर संरचना से संचालित होता था, साथ ही खजाना बिलों की बिक्री 1974 से 4.6 प्रतिशत के निश्चित कूपन दरों पर की जाती थी (मोहन, अन्यत्र उद्धृत)। इस परिदृश्य में रिज़र्व बैंक ने प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाओं तथा ऋण आयोजना को मौद्रिक और चलनिधि की स्थिति को संतुलित करने के लिए उपयोग करना प्रारम्भ कर दिया। इसके फलस्वरूप, सीआरआर जुलाई 1989 में निवल मांग और मीयादी देयताओं के 15 प्रतिशत तक की उच्चतम सीमा तक तथा सांविधिक चलनिधि अनुपात सितम्बर 1990 में 38.5 प्रतिशत के उच्चतम स्तर तक पहुँच गया तथा एसएलआर में यह वृद्धि सरकार की वित्तपोषण सम्बंधी आवश्यकताओं को पूरी तरह से पूर्ण करने में असमर्थ रही जिससे रिज़र्व बैंक को मौद्रिक आर्थिक निभाव की ओर बढ़ना पड़ा (आरबीआई 2004क)। चूंकि राजकोषीय घाटे का मौद्रिक वित्तपोषण एक निश्चित स्तर से आगे बढ़ जाने पर मुद्रास्फीतिकारी हो जाता है, अतः सरकार को रिज़र्व बैंक के समर्थन में वृद्धि के साथ-साथ मौद्रिक विस्तार को सीमित करने के लिए सीआरआर में वृद्धि की गयी। तथापि इन उपायों के बावजूद, मुद्रा आपूर्ति की वृद्धि उच्च बनी रही और उसने मुद्रास्फीति में योगदान किया। इसने मूल्य स्थिरता प्राप्त करने के लिए मौद्रिक-राजकोषीय समन्वय की आवश्यकता को रेखांकित किया।

**3.79** परिचालन प्रक्रियाओं में बदलाव के अनुरूप, मुद्रा बाजार के यथोचित विकास पर भी जोर दिया गया जो अंशतः मांग मुद्रा दरों को निम्न करने में सफलता के कारण था, हालांकि यह ब्याज दर की उच्चतम सीमाओं में कटौती के कारण सम्भव हुआ। चक्रवर्ती समिति (1985) ने सर्वप्रथम भारतीय मुद्रा बाजार के विकास के लिए व्यापक सिफारिशों की थीं। इसके अलावा, रिज़र्व बैंक ने मुद्रा बाजार पर कार्यदल (अध्यक्ष : श्री एन बागुल, 1987) का गठन विशेषकर मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए विभिन्न

पहलुओं की जांच करने के लिए किया। इन दो समितियों की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए, रिजर्व बैंक द्वारा अनेक पहलुओं की गयीं। इनमें शामिल हैं (i) मुद्रा बाजार की लिखतों को तरलता प्रदान करने के लिए तथा इन लिखतों में द्वितीय बाजार के विकास में सहायता करने के लिए 1988 में भारतीय मितिकाटा और वित्त गृह लिमि. (डीएफएचआई) की स्थापना; (ii) सी.डी. (1989) तथा सी पी (1990) तथा अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाण पत्र (जोखिम सहित तथा जोखिम रहित) (1988) जैसी लिखतों की शुरुआत ताकि लिखतों के दायरे को बढ़ाया जा सके; (iii) सही मूल्यों की खोज में समर्थ बनाने के लिए मई 1989 तक मांग मुद्रा दरों को मुक्त करना; तथा (iv) बाजार द्वारा निर्धारित अर्जनों की प्रणाली की ओर बढ़ने की दृष्टि से (नवम्बर 1986 में) 182 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी की शुरुआत। यद्यपि इन उपायों ने उचित मुद्रा बाजार के विकास के लिए आधार निर्मित किये, फिर भी बाजार की दक्षतापूर्ण कार्य प्रणाली को अनेक संरचनागत दुरुहताओं, जैसे चलनिधि का सीमित क्षेत्रों में वितरण, तथा नियंत्रित जमा और उधार की दरों की विद्यमानता ने अवरुद्ध कर दिया।

3.80 समग्र आर्थिक सुधारों के कार्यक्रम के एक भाग के रूप में वित्तीय उदारीकरण की प्रक्रिया 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों में शुरू की गयी, जिसने सरकारी तथा वाणिज्यिक क्षेत्रों के लिए वित्तपोषण के आयाम में संरचनागत बदलाव की ओर बढ़ाया। वित्तीय प्रणाली की भूमिका का पुनर्कालन किया गया और इसमें जोर मात्र सरलीकरण से बदलकर संसाधनों के दक्षतापूर्ण आबंटन की ओर चला गया ताकि उच्चतर वृद्धि को बनाये रखा जा सके। संसाधनों के आबंटन में सुधार लाने तथा वित्तीय बाजारों में सही मूल्यों की दक्षतापूर्वक खोज को सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने संस्थागत सुधारों की बहुआयामी रणनीति शुरू की। रिजर्व बैंक द्वारा शुरू किये गये उपायों का उद्देश्य था - वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को, व्यापक, गहन बनाना तथा वित्तीय बाजार विशेषकर मुद्रा बाजार के सभी घटकों को समन्वित करना तथा बाजार के सभी घटकों में नीति सम्बंधी धडकनों को सम्प्रेषित करने को सरल बनाना। वित्तीय बाजारों में शुरू किये गये प्रमुख सुधारों में थे - मार्च 1993 में विनिमय दरों का उदारीकरण, ब्याज दरों का अपविनियमन, ऋण की उच्चतम सीमा की समाप्ति (हालांकि प्रत्यक्ष उधार देने की प्रणाली जारी रही), खजाना बिलों में नीलामी की प्रक्रिया की शुरुआत (अप्रैल 1992 में 364 दिवसीय खजाना बिलों में और जनवरी 1993 में 91 दिवसीय खजाना बिलों में), 1992-93 से नीलामी के माध्यम से सरकार की बाजार उधारियां (श्रेष्ठ प्रतिभूतियां कूपन दरों को बढ़ाने के माध्यम से बाजार द्वारा निर्धारित हो गयीं) तथा [1997 में अनुपूरक सहमति (करार)

पर हस्ताक्षर होने के बाद] राजकोषीय घाटे के स्वतः मौद्रिकरण की चरणबद्ध रूप से समाप्ति। इन सभी उपायों ने वर्धित वित्तीय नवोन्मेषों तथा बाजार उन्नयनों का मार्ग प्रशस्त किया जिसने पूंजी प्रवाहों में भारी तेजी के साथ मुद्रा मांग के कार्य में अस्थिरता की मात्रा बढ़ा दी जिससे उसने तत्काल लक्ष्य के रूप में मुद्रा की भूमिका को सीमित कर दिया।

3.81 वित्तीय बाजार की संरचना में आये विभिन्न परिवर्तनों ने भारत में मौद्रिक नीति के परिचालन ढांचे में एक प्रमुख बदलाव किया जिसके अन्तर्गत मौद्रिक लक्ष्यों के स्थान पर 1998 में 'विभिन्न संकेतकों का दृष्टिकोण' अपनाया गया। इस दृष्टिकोण के एक भाग के रूप में रिजर्व बैंक ने ब्याज दरों में तथा विभिन्न बाजारों में प्रतिलाभ की दरों के साथ-साथ मुद्रा, ऋण, राजकोषीय स्थिति, व्यापार, पूंजी प्रवाह, मुद्रास्फीति की दर, विनिमय दर, पुनर्वित्त तथा विदेशी मुद्राओं में लेनदेनों में सूचना की विषय वस्तु का उपयोग करना शुरू किया, इसके लिए इस सूचना को नीति सम्बंधी सम्भावनाओं को बनाने के लिए आंकड़ों के साथ रखकर देखा गया। इस दृष्टिकोण की सफलता के लिए मौद्रिक नीति में महत्तर नमनीयता की अपेक्षा थी, विशेषकर नीति को बाजारोन्मुखी बनाने के लिए। अतः मौद्रिक नीति के संचालन के लिए तथा अन्य वित्तीय बाजारों के साथ इसके समन्वय को बढ़ाने के लिए विशेष केन्द्र बिंदु के रूप में मुद्रा बाजार पर ध्यान केन्द्रित किया गया जिसका ब्यौरा बाद के खण्डों में दिया गया है।

3.82 बदले हुए माहौल में, मौद्रिक नीति को जिसने 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों तक मोटे तौर पर आबद्ध अर्थव्यवस्था में कार्य किया था, खुले अर्थव्यवस्था के गति विज्ञान से सन्तुष्ट होना पड़ा। आम तौर पर आर्थिक नीतियों का और विशेषकर वित्तीय नीतियों का, एक नियंत्रित व्यवस्था से उदारीकृत, परन्तु विनियमित व्यवस्था में संचरण मौद्रिक नीति प्रबंधन के दृष्टिकोण में झलकता था (मोहन, 2004)। तदनुसार, अर्थव्यवस्था के बढ़ते हुए बाजारोन्मुखीकरण तथा परिचालनगत ढांचे में परिवर्तन के अनुरूप, चलनिधि प्रबन्धन सम्बंधी परिचालनों का तीसरा चरण 1990 के दशक के उत्तरार्द्ध से शुरू हुआ जिसमें रिजर्व बैंक मौद्रिक नियंत्रण के प्रत्यक्ष साधनों से अप्रत्यक्ष साधनों की ओर उन्मुख हुआ। सीआरआर को निवल मांग और मीयादी देयताओं के 15 प्रतिशत (जुलाई 1989 से अप्रैल 1993 के दौरान) से घटाकर नवम्बर 1997 तक 9.5 प्रतिशत (जून 2003 में यह 4.5 प्रतिशत के निम्न स्तर तक पहुँच गया)<sup>7</sup> तक लाया गया। एस एल आर अक्टूबर 1997 तक घटाकर 25 प्रतिशत के सांविधिक स्तर तक लाया गया। इस प्रणाली के अन्तर्गत जहाँ प्रारक्षित निधियों की अपेक्षाएं सर्वांगी आधार पर चलनिधि को संतुलित बनाने का प्रधान माध्यम थीं, वहीं बैंकों ने अपनी अल्पावधिक निधीयन सम्बंधी अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए रिजर्व बैंक की

7 वर्तमान व्यापक आर्थिक, मौद्रिक तथा पूर्व प्रत्याशित चलनिधि की स्थितियों में होने वाली गतिविधियों के संदर्भ में 30 मार्च 2007 को रिजर्व बैंक ने अप्रैल 2007 में सी.आर.आर को 50 मूल बिन्दु बढ़ाकर 6.50 प्रतिशत कर देने की घोषणा की।

पुनर्वित्त सुविधाओं का सहारा लिया। 1992 में रिवर्स रिपो<sup>8</sup> (तब इसे रिपो कहा जाता था) की शुरूआत ने बैंकों की अधिशेष राशि को सोखने के लिए एक लिखत उपलब्ध करायी। इसने तथा 1992-93 से सरकार द्वारा नीलामियों के माध्यम से जुटायी गई बाजार उधारियों ने सरकारी प्रतिभूतियों पर आय को (1985-86 में 6.5 प्रतिशत से 1997-98 में 11.5 प्रतिशत तक) बढ़ा दिया तथा सरकारी ऋण की मीयाद को भी छोटा कर दिया। इसने सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार का विकास करने तथा बाजार द्वारा निर्धारित ब्याज दरों की शुरूआत की। अल्पावधि चलनिधि का प्रबन्ध करने तथा मांग / नोटिस मुद्रा बाजार में ब्याज दरों को नरम बनाने के उद्देश्य से, रिजर्व बैंक ने रिवर्स रिपो की नीलामियों के माध्यम से अतिरिक्त चलनिधि को सोखने का कार्य शुरू किया। इसके अलावा, विनिमय दर उदारीकरण (1994 में रुपया चालू खाते में पूर्णतः परिवर्तनीय हो गया) तथा अर्थव्यवस्था के खुला बनाने से विनिमय दर ने मौद्रिक प्रबन्धन में महत्वपूर्ण भूमिका निभानी शुरू की। इस प्रक्रिया में विनिमय दरें मुद्रा, आय, मूल्यों तथा ब्याज दरों से प्रभावित होने लगीं तथा वित्तीय नवोन्मेषों के चलते मुद्रा बाजार में आया असंतुलन अल्पावधिक ब्याज दरों में झलकने लगा (मोहन, ऊपर उद्धृत)। इन परिवर्तनों को देखते हुए मांग मुद्रा बाजार रिजर्व बैंक द्वारा बाजार में हस्तक्षेप करने का प्रमुख स्थल बन गया।

**3.83** तथापि मांग दरों में उद्वेगशीलता जारी रही जिसने चलनिधि के प्रबन्धन के लिए किसी लिखत की आवश्यकता को दर्शाया। इस पृष्ठभूमि में, बैंकिंग क्षेत्र में सुधार समिति (नरसिंहम समिति II, 1998) ने इस बात पर बल दिया। अन्तर्बैंक मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दरों में घट-बढ़ व्यवस्थित होनी चाहिए और यह केवल तभी प्राप्त की जा सकती है, जब (वर्तमान शब्दावली के अनुसार) (अल्पावधिक रिवर्स रिपो के माध्यम से) रिजर्व बैंक की बाजार में उपस्थिति हो। उक्त समिति की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए रिवर्स रिपो जो 1992 से परिचालन में थी, अप्रैल 1999 में शुरू की गयी अन्तरिम चलनिधि समायोजन सुविधा (आइएलएएफ) में समेकित हो गयी। चलनिधि का सोखना निश्चित दर के रिवर्स रिपो द्वारा जारी रहा। हालांकि चलनिधि का अवशोषण एकल रिवर्स रिपो दर पर किया जाता था, परन्तु विभिन्न तरीकों से चलनिधि को बढ़ाने की प्रणाली, जिसमें पुनर्वित्त भी शामिल है, बैंक दर जिसे अप्रैल 1997 में पुनः सक्रिय किया गया, से जुड़ी ब्याज दरों पर चलनी जारी रही। आई ए एल एफ के अन्तर्गत आम पुनर्वित्त सुविधा का स्थान सम्पाश्विकीकृत (जमानती) उधार की सुविधा (सीएलएफ) तथा अतिरिक्त सम्पाश्विकीकृत उधार की सुविधा (एसीएलएफ), जो बैंक दर से जुड़ी थी, ने ले लिया। इसी प्रकार निर्यात ऋण पुनर्वित्त तथा प्राथमिक व्यापारियों के लिए चलनिधि समर्थन को

भी बैंक दर से जोड़ दिया गया। इस प्रकार रिवर्स रिपो की दर (आधार दर या निम्नतम दर) और बैंक दर (उच्चतम दर) ने मुद्रा बाजार में एक अनौपचारिक गलियारा उपलब्ध कराया।

**3.84** आई एल ए एफ में प्राप्त किये गये अनुभवों के संदर्भ में रिजर्व बैंक द्वारा गठित एक आन्तरिक दल ने पूर्णरूपेण एलएएफ को क्रमिक रूप से लागू करने की सिफारिश की जैसा कि 1998 में नरसिंहम समिति ने सुझाया था। तदनुसार अन्तरिम चलनिधि समायोजन सुविधा के स्थान पर चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) को चरणबद्ध रूप में जून 2000 से शुरू किया गया (बाक्स III.2)। निश्चित दर वाले रिवर्स रिपो का स्थान रिवर्स रिपो नीलामियों ने ले लिया, जबकि एसीएलएफ तथा प्राथमिक व्यापारियों को स्तर II के चलनिधि समर्थन का स्थान भिन्न-भिन्न रिपो नीलामियों ने ले लिया जो दैनिक आधार पर चलायी जाती थीं। इसके परिणामस्वरूप, गलियारे की उच्चतम सीमा के रूप में पहले की बैंक दर का स्थान रिपो दर ने ले लिया, इसके द्वारा चलनिधि का निवेश एकल दर (अर्थात् रिपो दर) पर किया जाना सम्भव बनाया, जबकि न्यूनतम दर रिवर्स रिपो दर बनी रही। यह रिजर्व बैंक की परिचालन प्रक्रिया तथा चलनिधि प्रबन्धन के परिचालनों में आये प्रमुख परिवर्तनों को दर्शाता है, क्योंकि इसने मौद्रिक प्रबन्ध के प्रत्यक्ष लिखतों से अप्रत्यक्ष (बाजार आधारित) लिखतों की ओर बढ़ने को आसान (सुविधाजनक) बनाया। इसके अलावा, इसने रिजर्व बैंक को अपनी नीतिगत दरों में परिवर्तनों के माध्यम से दैनिक आधार पर चलनिधि को संतुलित बनाने में (निधियों की आपूर्ति और उनकी मांग दोनों को) आवश्यक नमनीयता प्रदान की। इसने मांग मुद्रा दरों में स्थिरता को सुनिश्चित किया जो कि आम तौर पर गलियारे में ही रहें (चार्ट III-1)<sup>9</sup>। बदले में, इसने मुद्रा बाजार में अल्पावधिक ब्याज दरों की स्थिरता को प्रोन्नत किया।

**3.85** मौद्रिक नीति के परिचालनों को सुदृढ़ आधार पर मार्गदर्शित करने की महत्ता को मानते हुए अप्रैल 1999 के वार्षिक नीति सम्बंधी वक्तव्य में अल्पावधिक परिचालन मॉडल विकसित करने की जरूरत को रेखांकित किया गया जो वित्तीय प्रणाली के विभिन्न घटकों के बीच व्यवहारपरक सम्बंधों को भी ध्यान में रखता है। प्रसिद्ध शिक्षाविद विशेषज्ञों के एक समूह के मार्गनिर्देशन में एक मॉडल विकसित किया गया तथा उसे रिजर्व बैंक द्वारा चलाये जाने वाले दैनिक चलनिधि-प्रबन्ध के परिचालनों को सुविधाजनक बनाने के लिए अल्पावधिक चलनिधियों का पूर्वानुमान लगाने के लिए 2002 में उपयोग में लाना शुरू कर दिया गया।

**3.86** हाल के वर्षों में भारी और निरंतर आने वाले पूंजी प्रवाहों का मुद्दा तथा सारे विश्व में मौद्रिक नीति के क्षेत्रों में सम-सामयिकता ने भारतीय

<sup>8</sup> 29 अक्टूबर 2004 से, अन्तरराष्ट्रीय प्रयोगों के अनुरूप रिपो और रिवर्स रिपो के नाम परस्पर बदल दिये गये हैं। तदनुसार, रिपो से अब तात्पर्य है चलनिधि का निवेश तथा रिवर्स रिपो का मतलब है चलनिधि का अवशोषण (सोखना)।

<sup>9</sup> मार्च 2007 के उत्तरार्द्ध में मांग दरें बढ़ गयीं क्योंकि अग्रिम कर अदा करने के कारण चलनिधि के प्रणाली से बाहर चले जाने, वर्ष के अंत की स्थितियों, सभी बैंकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों के एक समान संवितरण तथा निरन्तर मांग के कारण चलनिधि की स्थिति तंग हो गयी।



## बाक्स III.2

## चलनिधि समायोजन सुविधा

1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों में शुरू किये गये वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के एक भाग के रूप में, भारत ने मौद्रिक नियंत्रण के प्रत्यक्ष लिखतों की ओर से अप्रत्यक्ष लिखतों की ओर बढ़ना शुरू किया, जिसने, इसके बदले में, एक ऐसी प्रक्रिया-तंत्र की मांग की जो विशेषकर पूंजी प्रवाहों में बढ़ती उद्वेगशीलता के चलते, वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थितियां बनाने रखने के लिए एक अधिक लचीलापन तथा प्रभावी चलनिधि प्रबन्धन प्रदान कर सके। उप-परिणाम के रूप में, नरसिंहम समिति (1998) की सिफारिशों के अनुसरण में, भारतीय वित्तीय प्रणाली की विशेष स्थितियों, बाजार विकास के स्तर तथा भुगतान और निपटान प्रणालियों में प्रौद्योगिकी-गत उन्नयनों के अनुरूप चरणबद्ध रूप में चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) शुरू की गयी। इस प्रक्रिया में, जिस महत्वपूर्ण मुद्दे का सामना रिजर्व बैंक कर रहा था - वह था - एक मिलेजुले मूल्य पर एकल व्यापक खिड़की के माध्यम से अपनी चलनिधि के विभिन्न स्रोतों को सरणीबद्ध करना। परिणामस्वरूप, अप्रैल 1999 में एक अन्तरिम चलनिधि समायोजन सुविधा (आई एल ए एफ) शुरू की गयी जिसने रिजर्व बैंक को दैनिक आधार पर बाजार की चलनिधि को संतुलित करने तथा ब्याज दर संकेतों को बाजार में सम्प्रेषित करने में समर्थ बनाया।

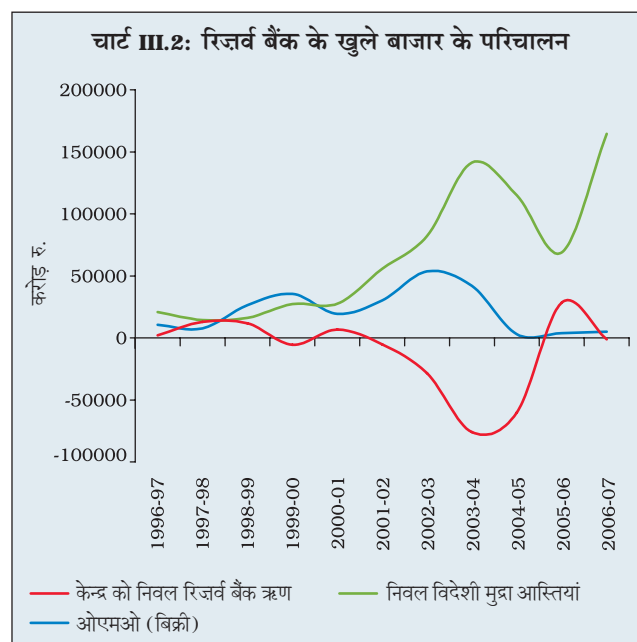
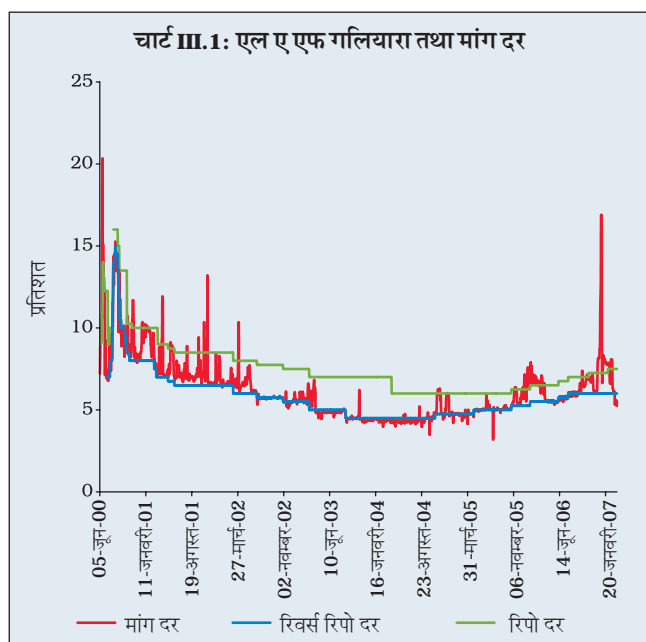
आईएलएएफ को शुरू करने के साथ आम पुनर्वित्त की सुविधा के स्थान पर दो सप्ताह के लिए 1997-98 में बकाया कुल जमाराशियों के पाक्षिक औसत के 0.25 प्रतिशत तक बैंक दर पर सम्पाश्विकीकृत ऋण सुविधा (सीएलएएफ) लायी गयी तथा अतिरिक्त सम्पाश्विकीकृत ऋण सुविधा (एससीएलएएफ) सी एल एफ के समकक्ष की राशि पर बैंक दर + 2 प्रतिशत की दर पर लगायी गयी। अतिरिक्त दो सप्ताहों के लिए 2 प्रतिशत के दण्डात्मक ब्याज की शर्त रखी गयी। तथापि, अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के लिए निर्यात ऋण पुनर्वित्त को बनाये रखा गया और उसे बैंक दर पर देना जारी रखा गया। साथ ही साथ, सरकारी प्रतिभूतियों की जमानत पर प्राथमिक व्यापारियों को चलनिधि समर्थन का प्रावधान भी उपलब्ध कराया गया। आइएलएएफ का उद्देश्य यह सुनिश्चित करना था कि ब्याज दरें तर्क-सम्मत दायरे में ही घटें-बढ़ें तथा वे मुद्रा बाजार में स्थिरता को बढ़ावें। अन्तरिम एलएएफ से पूर्ण एलएएफ में रूपान्तरण जून 2000 में शुरू किया गया और क्रमिक रूप से तीन ऋणों में बढ़ा। पहला चरण 5 जून 2000 से शुरू हुआ जब एलएएफ को औपचारिक रूप से लागू किया गया, एससीएलएएफ के स्थान पर तथा उसी दिन को निपटान के साथ विभिन्न दरों पर रिपो नीलामियों के परिवर्ती द्वारा प्राथमिक व्यापारियों को स्तर II का समर्थन दिया गया।

दूसरा चरण मई 2001 से शुरू हुआ जब बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के लिए सीएलएएफ तथा स्तर I के चलनिधि समर्थन को बदलकर उनके स्थान पर विभिन्न दरों वाली रिपो नीलामियां शुरू की गयीं। तथापि प्राथमिक व्यापारियों को कुछ न्यूनतम चलनिधि समर्थन को बनाये रखा गया, परन्तु इनकी ब्याज दरों को समय-समय पर रिजर्व बैंक द्वारा यथानिर्धारित दैनिक रिपो नीलामियों में अलग-अलग घट-बढ़ वाली दर से जोड़ दिया गया। इसके अलावा, अप्रैल 2003 में, उन दरों की विविधता को, जिन पर चलनिधि का निवेश किया जा रहा था, तर्क-संगत बनाया गया जिसमें उसी दिन को नियमित एलएएफ नीलामियों की रिवर्स रिपो की कट-ऑफ दर पर निर्धारित

बैंक स्टॉप ब्याज दर के साथ जोड़ा गया। साथ-ही-साथ यदि उस दिन कोई रिवर्स रिपो नीलामी चलनिधि समायोजन सुविधा के अन्तर्गत नहीं हुई हो तो रिपो कट-ऑफ रेट के ऊपर 2.0 प्रतिशत की बैंक स्टॉप दर निर्धारित की गयी। उन दिनों में जब कोई रिपो/रिवर्स रिपो बोलियां प्राप्त/स्वीकृत नहीं की गयी हों तो बैंक स्टॉप दर का निर्णय रिजर्व बैंक द्वारा तदर्थ आधार पर किया जाता था। बाद में 29 मार्च 2004 से रिवर्स रिपो दर को कम करके 6.0 प्रतिशत कर दिया गया और उसे संशोधित एलएएफ योजना के अन्तर्गत बैंक दर से जोड़ दिया गया। सामान्य सुविधा तथा बैंक स्टॉप सुविधा को मिलाकर, एकल दर पर उपलब्ध एकल सुविधा की शुरुआत की गयी। उसके अलावा, अप्रैल 2004 में, निश्चित दर की नीलामियां पुनः शुरू की गयीं। अन्तर्राष्ट्रीय प्रयोग के अनुरूप 29 अक्टूबर 2004 से रिपो और रिवर्स रिपो के नाम परस्पर बदल दिये गये। अब रिपो चलनिधि के निवेश को तथा रिवर्स रिपो चलनिधि के अवशोषण (सोखने) को दर्शाती है।

रिजर्व बैंक के लोक-ऋण कार्यालय (पीडीओ) के पूर्ण कम्प्यूटरीकरण के साथ पूर्ण एलएएफ का तीसरा चरण शुरू हुआ तथा आरटीजीएस के शुरू हो जाने से इस चरण में काफी प्रगति हुई। आज रिपो परिचालन मुख्यतः इलैक्ट्रॉनिक अन्तरणों द्वारा किये जाते हैं तथा एलएएफ उसी दिन अलग-अलग समयों पर किये जा सकते हैं। इसके परिणामस्वरूप, दूसरा एलएएफ (एसएलएएफ) 28 नवम्बर 2005 से शुरू किया गया जिसने बाजार सहभागियों को अपने चलनिधि प्रबन्धन को और बेहतर बनाने के लिए दूसरी खिड़की प्रदान की। पिछली अवधि के एलएएफ परिचालनों से भिन्न, जो 9.30 पूर्वाह्न से लेकर 10.30 पूर्वाह्न के बीच चलाये जाते थे, द्वितीय एलएएफ का संचालन 3.00 बजे अपराह्न से 3.45 अपराह्न के बीच बोलियां प्राप्त करके किया जाता है। हालांकि दूसरे एलएएफ तथा एलएएफ की मुख्य-मुख्य विशेषताएं वही हैं, परन्तु उनके निपटान सकल आधार पर अलग-से किये जाते हैं। इस प्रकार एलएएफ की शुरुआत एक प्रक्रिया रही है, तथा भारतीय अनुभव यह दर्शाता है कि वित्तीय क्षेत्र में तथा मौद्रिक प्रबंधन में एक साथ कूद पड़ने की अपेक्षा क्रमिक रूप से आगे बढ़ने की प्रक्रिया / दृष्टिकोण अपेक्षित है (मोहन, पहले उद्धृत)।

एलएएफ अब मौद्रिक नीति की प्रधान परिचालन लिखत बन गयी है। इसने नियमित चलनिधि चक्रों को स्थिर करने में और बाद में, रिपोर्टिंग अवधि पर सीआरआर की औसत अपेक्षाओं के अनुसार अपनी चलनिधि की अपेक्षाओं को दुरुस्त कर बैंकों की मांग मुद्रा दरों की उद्वेगशीलता को स्थिर करने में सहायता की है। इसने माह के शुरू में और अंत में चलनिधि की स्थितियों को सुचारु बनाया है। इसके अलावा, सरकारी नीलामियों चुकौतियों के खातों में आये अचानक आगमों/निर्गमों और अग्रिम कर-भुगतान के कारण उन खातों में आयी अस्थायी विसंगतियों से उत्पन्न अचानक तरलता आघातों को संतुलित करने में सहायता की है। इससे भी अधिक महत्वपूर्ण यह है कि एलएएफ उद्वेगशील पूंजी प्रवाहों के समय में भी, वित्तीय बाजारों में व्यवस्थित स्थिति बनाये रखने में एक प्रभावी लिखत के रूप में उभरी है। इस प्रकार एलएएफ ने रिजर्व बैंक को काफी समय से अपेक्षित नमनीयता प्रदान की है। प्रणाली में विद्यमान चलनिधि को संतुलित करने में तथा विकसित होती हुई बाजार की स्थितियों के प्रतिसाद में ब्याज दरों की वांछित तेजी को आगे बढ़ाने में सहायता की है।



संदर्भ में चलनिधि प्रबंधन के मुद्दे में एक नया आयाम जोड़ दिया है। 2002 के मध्य से शुरू हुई अवधि की विशेषता आम तौर पर भारी पूंजी प्रवाहों के आगम तथा चालू खाते के अधिशेष के कारण प्रणाली में (2003-04 तक) अधिशेष चलनिधि के बने रहने की रही है। मौद्रिक नीति पर एक दीर्घकालीन चुनौती इस भारी अधिशेष चलनिधि के प्रबंधन की बनी हुई है ताकि मांग मुद्रा दरों को स्थिर तथा बाजार में समग्र स्थिरता बनाये रखी जा सके। तदनुसार, पूंजी प्रवाहों के प्रभावों को निष्प्रभावी बनाने के लिए, रिजर्व बैंक को समानान्तर रूप से एलएएफ तथा खुले बाजार के परिचालन (दिनांकित प्रतिभूतियों तथा खजाना बिलों की सीधी लेनदेन) करने पड़े।

**3.87** सरकारी प्रतिभूतियों के स्टॉक को बाजार में उतार कर रिजर्व बैंक ने पूंजी प्रवाहों के मौद्रिक प्रभाव को निष्प्रभावी बनाने के लिए 1990 के दशक के मध्य से खुले बाजार के परिचालनों का उपयोग प्रभावपूर्ण ढंग से किया (चार्ट III.2)। निवल खुले बाजार की बिक्रियां 1996-97 के 10,464 करोड़ रुपए से बढ़कर 2002-03 में 53,781 करोड़ रुपए की हो गयीं। तथापि, इस अवधि के दौरान निष्प्रभावीकरण के प्रयोजनों के लिए बारम्बार ओएमओ का सहारा लेने से रिजर्व बैंक द्वारा धारित सरकारी प्रतिभूतियों का स्टॉक मार्च 2003 के अंत के 52,546 करोड़ रुपए से घटकर मार्च 2004 के अंत में 40,750 करोड़ रुपए का रह गया। ऐसा गैर विपणन-योग्य विशेष प्रतिभूतियों के (61,818 करोड़ रुपए) उपलब्ध स्टॉक, जो गत तदर्थ और टेप पर खुले खजाना बिलों से बनाया गया था, को वर्ष के दौरान बिक्री योग्य बनाए जाने के बावजूद हुआ। तदनुसार, निष्प्रभावीकरण का बोझ एलएएफ की ओर चला गया जो कि अनिवार्यतः मार्जिनल चलनिधि का समायोजन करने के एक साधन के रूप में बनायी गयी थी। इसके परिणामस्वरूप, अपने श्रेष्ठ प्रतिभूतियों के संविभाग में संचित प्रतिभूतियों के एक भाग के रूप में रिजर्व बैंक द्वारा खुले बाजार

की बिक्रियां 2003-04 के दौरान गिरकर लगभग 50 प्रतिशत रह गयीं, जबकि एलएएफ परिचालनों के और रूपांतरण के पहले पांच वर्षों में यह अंश औसतन 90 प्रतिशत था (आरबीआई, 2004 ख)।

**3.88** सरकारी प्रतिभूतियों का अपने संविभाग में सीमित स्टॉक होने तथा अपनी खुद की प्रतिभूतियां जारी करने पर कानूनी प्रतिबंध के चलते रिजर्व बैंक ने यह अनुभव किया कि एलएएफ के अलावा अन्य लिखतों की जरूरत है ताकि और अधिक लम्बे स्वरूप की चलनिधि को सोखने के उद्देश्य को पूरा किया जा सके। इसके परिणामस्वरूप निष्प्रभावीकरण लिखत संबंधी कार्यदल 2003 (अध्यक्ष : श्रीमती उषा थोरात) की सिफारिशों के अनुसरण में एक विशेष व्यवस्था के रूप में अप्रैल 2004 में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) की शुरुआत की गयी। इस व्यवस्था के अंतर्गत सरकार ने प्रणाली से अत्यधिक चलनिधि का अवशोषण करने के लिए सामान्य उधार लेने की अपेक्षाओं के अलावा खजाना बिल तथा/अथवा दिनांकित प्रतिभूतियां जारी कीं। प्रारम्भ में निश्चित की गयी 60,000 करोड़ रुपए की उच्चतम सीमा को 14 अक्टूबर 2004 को बढ़ाकर 80,000 करोड़ रुपए किया गया, परंतु 24 मार्च 2006 को घटाकर रुपए 70,000 करोड़ और 2007-08 को पुनः बढ़ाकर 80,000 करोड़ रुपए कर दिया गया। एमएसएस से प्राप्त रकम को सरकार द्वारा एक अलग पहचाने जाने योग्य नकदी खाते में रखा जाता है (जो यह दर्शाता है कि मानो उतनी ही नकदी शेष सरकार द्वारा रिजर्व बैंक के पास रखी गयी है) तथा इसे केवल एमएसएस के अंतर्गत जारी चुकौती खजाना बिलों और अथवा दिनांकित प्रतिभूतियों की चुकौती और/अथवा पुनर्खरीद के लिए ही उपयोग में लाया जाता है। इस प्रकार चलनिधि प्रबंधन के लिए इसने एक अन्य साधन उपलब्ध कराया। इसे इस रूप में बनाया गया कि एमएसएस के अंतर्गत बकाया राशि पर ब्याज के भुगतान के अलावा इसका कोई राजकोषीय प्रभाव नहीं पड़ता है। एमएसएस के अंतर्गत



सोखी गयी राशि जो 2 सितंबर 2005 के 78,906 करोड़ रुपए तक पहुँच गयी थी फरवरी 2006 में गिरकर लगभग 32,000 करोड़ रुपए तक रह गयी जो समग्र मार्जिनल चलनिधि की दृष्टि से लगभग 47,000 करोड़ रुपए के अधिशेष निधि से घाटे (कमी) की ओर अंतरण के कारण थी। वापस करने की प्रक्रिया के एक भाग के रूप में एमएसएस के अंतर्गत नवंबर 2005 और अप्रैल 2006 के बीच नए निर्गमों को निरस्त कर दिया गया। 2006-07 के दौरान बाद की अनेक नीलामियों में एमएसएस के अंतर्गत केवल आंशिक राशियां ही स्वीकृत की गयीं, इसके बाद में, एमएसएस के अंतर्गत सोखी गयी राशि पुनः बढ़कर मार्च 2007 में 62,974 करोड़ रुपए की हो गयी। इस प्रकार एमएसएस ने रिजर्व बैंक को न केवल चलनिधि को सोखने के लिए, बल्कि इसे वापस कर चलनिधि की स्थिति को सहज (बेहतर) बनाने के लिए भी आवश्यक नमनीयता प्रदान की। यदि आवश्यक हुआ तो एमएसएस को शुरू करने से एलएएफ पर निष्प्रभावीकरण का दबाव काफी गिर गया है और एलएएफ के परिचालन दैनिक आधार पर अधिक प्रभावी रूप से चलनिधि के नियंत्रण को बेहतर बनाने में समर्थ हुए हैं (सारणी 3.1)। इस प्रकार एमएसएस ने रिजर्व बैंक को चलनिधि का अवशोषण एक अधिक लम्बे समय के लिए, परंतु फिर भी अस्थायी आधार पर करने के लिए शक्ति सम्पन्न बनाया तथा दैनिक आधार पर चलनिधि के प्रबंधन के लिए अपने इच्छित कार्य के लिए एलएएफ का आश्रय लेने में सफल बनाया (मोहन, ऊपर उद्धृत)।

**3.89** इसके अलावा, रिजर्व के पास रखे सरकार की नकदी शेष राशि के बढ़ने तथा इसमें उद्वेगशीलता ने हाल के वर्षों में चलनिधि की स्थितियों को काफी सीमा तक प्रभावित किया है। निष्प्रभावीकरण की लिखतों संबंधी कार्य दल ने 1997 में इस करार की समीक्षा करने का पक्ष लिया था ताकि रिजर्व बैंक के पास सरकार के अधिशेषों को स्वतः निविष्ट न कर दिया जाये और वे ब्याज रहित शेष राशियां ही न रह जाएं और इसके द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों को और आगे निष्प्रभावीकरण के लिए जारी कर दिया जाए। तदनुसार, इन अधिशेष निधियों को 1997 से स्वयं अपनी प्रतिभूतियों में निवेश की अनुमति देने (ऐसी शेष राशियों पर सांकेतिक प्रतिलाभ देने) वाली व्यवस्था 8 अप्रैल 2004 से अस्थायी रूप से बंद कर दी गयी। तथापि, एमएसएस के शुरू किये जाने के बाद इसे जून 2004 में 10,000 करोड़ रुपए की उच्चतम सीमा के साथ पुनः बहाल कर दिया गया जिसे बाद में अक्टूबर 2004 में बढ़ाकर 20,000 करोड़ रुपए कर दिया गया। जहाँ सरकार के अतिशेष नकदी शेषों ने रिजर्व बैंक को अत्यधिक चलनिधि के मौद्रिक प्रभाव को निष्प्रभावी करने में समर्थ बनाया, कभी-कभी इसका परिणाम स्वरूप चलनिधि की स्थितियों में इसके अचानक चले जाने की भी नौबत आ गयी। रिजर्व बैंक के पास सरकार के भारी और अप्रत्याशित नकदी अधिशेष के बनने और कभी-कभी अल्पावधि के लिए इसके घटने (कमी आने) के कारण इसने चलनिधि के प्रबंधन तथा मुद्रा बाजार में स्थिर स्थितियां बनाये रखने में नयी चुनौतियां खड़ी कर दी हैं।

**3.90** हाल की अवधि में अधिशेष निधियों की स्थिति यह दर्शाती है कि व्यवस्था में कुल अधिशेष चलनिधि (जिसमें एमएसएस, एलएएफ तथा

**सारणी 3.1: चलनिधि अवशोषण**

(करोड़ रुपए)

माह के अंतिम शुक्रवार को बकाया	एलएएफ	एमएसएस	रिजर्व बैंक के पास केंद्र के अधिशेष @	कुल (2 से 4 तक)
1	2	3	4	5
<b>2004</b>				
अप्रैल	73,075	22,851	0	95,926
मई	72,845	30,701	0	1,03,546
जून	61,365	37,812	0	99,177
जुलाई	53,280	46,206	0	99,486
अगस्त	40,640	51,635	7,943	1,00,218
सितंबर	19,245	52,255	21,896	93,396
अक्टूबर	7,455	55,087	18,381	80,923
नवंबर	5,825	51,872	26,518	84,215
दिसंबर	2,420	52,608	26,517	81,545
<b>2005</b>				
जनवरी	14,760	54,499	17,274	86,533
फरवरी	26,575	60,835	15,357	1,02,767
मार्च*	19,330	64,211	26,102	1,09,643
अप्रैल	27,650	67,087	6,449	1,01,186
मई	33,120	69,016	7,974	1,10,110
जून	9,670	71,681	21,745	1,03,096
जुलाई	18,895	68,765	16,093	1,03,753
अगस्त	25,435	76,936	23,562	1,25,933
सितंबर	24,505	67,328	34,073	1,25,906
अक्टूबर	20,840	69,752	21,498	1,12,090
नवंबर	3,685	64,332	33,302	1,01,319
दिसंबर	-27,755	46,112	45,855	64,212#
<b>2006</b>				
जनवरी	-20,555	37,280	39,080	55,805
फरवरी	-12,715	31,958	37,013	56,256
मार्च*	7,250	29,062	48,828	85,140
अप्रैल	47,805	24,276	5,611	77,692
मई	57,245	27,817	0	85,062
जून	42,565	33,295	8,621	84,481
जुलाई	44,155	38,995	8,770	91,920
अगस्त	23,985	42,364	26,791	93,140
सितंबर	1,915	42,064	34,821	78,800
अक्टूबर	12,270	40,091	25,868	78,229
नवंबर	15,995	37,917	31,305	85,217
दिसंबर	-31,685	37,314	65,581	71,311
<b>2007</b>				
जनवरी	-11,445	39,375	42,494	70,424
फरवरी	6,940	42,807	53,115	1,02,862
मार्च	-29,185	62,974	49,992	83,781

@ : इसमें रिजर्व बैंक के पास न्यूनतम नकदी शेष शामिल नहीं है।

\* : आंकड़े 31 मार्च से संबंधित हैं। # : यह आइएमडी की लगभग 32,000 करोड़ रुपए की चुकौती दर्शाती है।

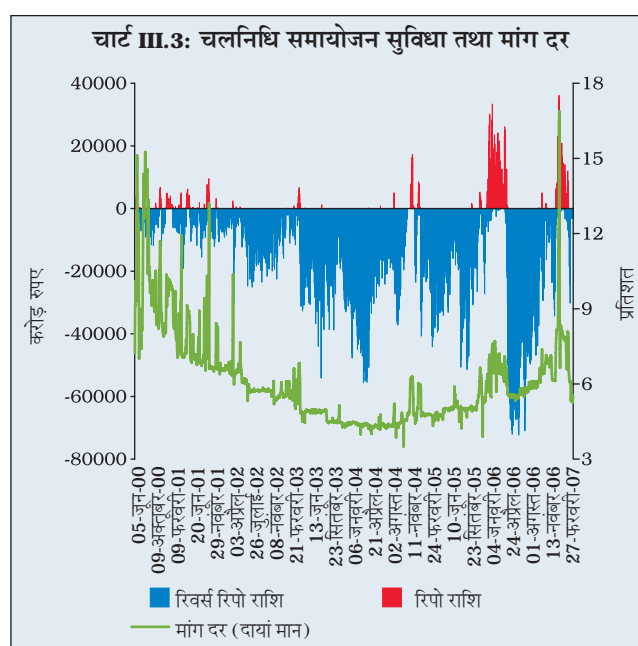
टिप्पणी : कालम 2 में ऋणात्मक चिह्न एलएएफ रिपो के माध्यम से चलनिधि के निवेश को दर्शाता है।

सरकारी अधिशेष शामिल हैं) अगस्त 2005 में बढ़कर 1,25,000 करोड़ रुपए की हो गयी। बैंकिंग प्रणाली में ऐसी अधिशेष की स्थितियों को दर्शाते हुए मांग मुद्रा दर आमतौर पर दायरे की लगभग निम्नतम दर (अर्थात् रिवर्स रिपो दर) पर रही, जो (रिपो दर के साथ) अल्पावधि में नीति की मुख्य लिखत के रूप में उभरी है (देखें चार्ट III.1)। अब बैंक दर मध्यावधि के लिए संकेतिक लिखत की भूमिका का निर्वाह करती है। इन परिवर्तनों के अनुरूप एलएएफ को और उन्नत किया गया है। तत्काल सकल निपटान

## मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

प्रणाली (आरटीजीएस) की शुरुआत होने से सुविधाजनक बन जाने पर अब यह सम्भव हो गया है कि एलएएफ को उसी दिन अलग-अलग समय में परिचालित किया जाए। (दूसरे एलएएफ को 28 नवंबर 2005 से शुरू किया गया था) जो बाजार सहभागियों को चलनिधि के प्रबंधन को और दुरुस्त बनाने के लिए दूसरी खिड़की प्रदान करती है। अब तक के साक्ष्य सहज चलनिधि की अवधि के दौरान दूसरी एलएएफ के माध्यम से अब तक सक्रिय लेनदेन का प्रमाण सुझाते हैं (सारणी 3.2)।

3.91 तथापि, अधिशेष चलनिधि की स्थितियां इंडिया मिलेनियम डिपोजिट (आइएमडी) की चुकौतियों (28-29 दिसंबर 2005 को 7.1 बिलियन अमरीकी डालर या 32,000 करोड़ रुपए की) के दबाव की वजह से जनवरी 2006 तक घटकर लगभग 55,000 करोड़ रुपए की रह गयीं। खाद्येतर ऋण में निरंतर वृद्धि (2004 के मध्य से देखी गयी लगभग 30 प्रतिशत) ने चलनिधि की स्थिति को अधिशेष से कमी की ओर ला दिया जिसके कारण दिसंबर 2005 से फरवरी 2006 के दौरान एलएएफ रिपो के माध्यम से चलनिधि का निवेश करना पड़ा (चार्ट III.3)। अपनी चलनिधि संबंधी अपेक्षाओं को पूरा करने के लिए बैंकों की अपनी अतिरिक्त एसएलआर धारिताओं को मार्च 2005 के अंत की अपनी निवल मांग और मीयादी देयताओं के लगभग 13 प्रतिशत से घटाकर मार्च 2007 के अंत तक लगभग 3 प्रतिशत तक लाना पड़ा। ये अधिशेष धारिताएं 25 प्रतिशत की न्यूनतम निर्धारित सीमाओं के ऊपर थीं। बैंकों द्वारा अपनी एसएलआर में कमी के परिणामस्वरूप मांग दरों में तेजी आ गयी और वे दायरे की उच्चतम सीमा तक जा पहुंचीं और जब एलएएफ के अंतर्गत रिवर्स रिपो की बोलियां प्राप्त की गयीं और निधियों को प्रणाली से सोख लिया गया तो भी उच्चतम सीमा से भी ऊपर चली गयी। यह दर्शाता है कि कुछ बैंकों ने सम्पार्श्विक और नकदी दोनों खाते से अधिक आहरण किया जिसके कारण बाजार की अल्पावधिक



मीयाद में रोल ओवर करना आवश्यक हो गया जिससे चलनिधि और ब्याज दरों पर दबाव आ गया। इस संबंध में केंद्रीय बजट 2006-07 में सरकार का यह निर्णय कि राष्ट्रीयकृत बैंकों को जारी संपूर्ण बकाया पुनः पूंजीकरण बांडों/ विशेष प्रतिभूतियों को जो लगभग 20,809 करोड़ रुपए की थीं, बिक्री योग्य एसएलआर की पात्र प्रतिभूतियों में बदल दिया जायेगा, उपयुक्त सम्पार्श्विकों की तलाश कर रहे बैंकों पर दबाव को कम कर सका।

3.92 मौद्रिक तंगी के वर्तमान चरण में, रिजर्व बैंक ने रिवर्स रिपो की दरों को अक्टूबर 2004 से प्रत्येक 25 मूल बिंदुओं के छह गुना बढ़ा दिया

### सारणी 3.2 : पहली और दूसरी एलएएफ

(राशि करोड़ रुपए)

अवधि	औसत दैनिक एलएएफ परिचालन (निवल)	औसत दैनिक पहली एलएएफ परिचालन (निवल)	औसत दैनिक दूसरी एलएएफ परिचालन (निवल)	कुल एलएएफ में पहली एलएएफ का अंश (प्रतिशत)	कुल एलएएफ में दूसरी एलएएफ का अंश (प्रतिशत)
1	2	3	4	5	6
दिसंबर 2005	-1,452	654	-2,106	64.6	35.4
जनवरी 2006	15,386	12,938	2,447	72.9	27.1
फरवरी 2006	13,532	10,850	2,682	74.9	25.1
मार्च 2006@	6,319	5,520	799	54.1	45.9
अप्रैल 2006	-46,088	-18,480	-27,608	41.1	58.9
मई 2006	-59,505	-29,600	-29,905	49.7	50.3
जून 2006	-48,611	-25,647	-22,964	52.8	47.2
जुलाई 2006	-48,027	-26,486	-21,541	55.2	44.8
अगस्त 2006	-36,326	-21,677	-14,649	59.7	40.3
सितंबर 2006	-25,862	-12,544	-13,318	47.8	52.2
अक्टूबर 2006	-12,262	-5,435	-6,827	44.4	55.6
नवंबर 2006	-9,937	-1,315	-8,622	13.2	86.8
दिसंबर 2006	1,713	6,548	-4,836	41.6	58.4
जनवरी 2007	10,738	7,170	3,569	46.8	53.2
फरवरी 2007	-648	3,211	-3,859	36.4	63.6
मार्च 2007	11,858	9,701	2,157	55.5	44.5

@ : अतिरिक्त एलएएफ जो 31 मार्च 2006 को किये गये उन्हें दूसरे एलएएफ के अंतर्गत दर्शाया गया है।

टिप्पणी : (+) एलएएफ रिपो के माध्यम से चलनिधि के निवेश को तथा (-) एलएएफ रिवर्स रिपो के माध्यम से चलनिधि के अवशोषण को दर्शाता है।

जिसने रिपो दरों में तदनुसूची समायोजन के साथ अप्रैल 2005 तक दायरे को 100 मूल बिंदुओं तक संकीर्ण कर दिया है (जो बाद में 31 अक्टूबर 2006, 31 जनवरी 2007 तथा 30 मार्च 2007 को प्रत्येक बार 25 मूल बिंदुओं से बढ़कर 175 मूल बिंदुओं तक बढ़ गया है)। रिजर्व बैंक ने नीतिगत दरों में क्रमिक परिवर्तनों पर जोर दिया है, क्योंकि ब्याज दरों में भारी परिवर्तन व्यवधानकारी हो सकते हैं, विशेषकर

अर्थव्यवस्था की बढ़ी हुई खुलेपन की स्थिति तथा वित्तीय बाजारों के विकास की वर्तमान स्थिति में। यह दृष्टिकोण मुद्रास्फीतिगत प्रत्याशाओं को स्थिर करने के लिए इस प्रकार की पहले से उठाई गयी कार्रवाई की आवश्यकता के बारे में बाजार को संकेत देने में सफल रहा है। वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों ने नीतिगत संकेतकों के प्रति अच्छा प्रतिक्रिया दिया है (बॉक्स III.3)।

### बॉक्स III.3

#### मौद्रिक नीतिगत घोषणाओं और वित्तीय बाजार के व्यवहार के बीच परस्पर प्रतिक्रिया

मौद्रिक नीति की प्रभावशीलता मौद्रिक प्राधिकारियों की जनता के साथ एक स्पष्ट और पारदर्शी स्वरूप में सम्प्रेषण करने की योग्यता पर निर्भर करती है। इस सम्बंध में, नीति के संकेत देना मुख्य रूप से महत्वपूर्ण हो जाता है क्योंकि यह मौद्रिक नीति के जोर को सम्प्रेषित करती है। जहां विकसित देशों में ये संकेतक प्रक्रिया-तंत्र काफी सशक्त हैं, वहीं उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में वे कमजोर दिखलायी पड़ते हैं; विशेषकर बाजार के घटकीकरण की तथा सुपरिभाषित सम्प्रेषण प्रक्रिया-तंत्र की अनुपस्थिति की स्थिति में।

वित्तीय बाजार, विशेषकर, असमान सूचनाओं वाले होते हैं, जहां कुछ एजेंटों के पास अन्यो की तुलना में बेहतर सूचना होती है, जो कि नैतिक संकट और प्रतिकूल चयन की समस्याओं में झलकती है। सूचना के आर्थिक सिद्धांत पर प्रारम्भिक अनुसंधान ने यह दर्शाया है कि बाजार में बेहतर रूप से सूचना सम्पन्न एजेंट बाजार में अपनी 'सूचना' को कम सूचना-सम्पन्न एजेंटों को विश्वासपूर्वक भेज (सम्प्रेषित कर) सकते हैं ताकि प्रतिकूल चयन से जुड़े कुछ समस्याओं से बच सकें और बाजार के प्रतिलाभ को सुधार सकें (स्पेंस, 1973)।

मौद्रिक नीति कितनी प्रभावशाली है वह इससे बहुत ज्यादा जुड़ी है कि वह नीति के संकेत कितने प्रभावशाली रूप में देती है। इसका कारण यह है कि महत्वपूर्ण परिवर्तनी जैसे विनिमय दर और दीर्घावधिक ब्याज दरें भावी मौद्रिक नीति के बारे में अपेक्षाओं को दर्शाती हैं। केंद्रीय बैंक आमतौर पर चार विभिन्न प्रकार के संकेतक सरणियों का उपयोग करते हैं अर्थात : (क) कार्यपालकों के भाषण, (ख) भावी मुद्रास्फीति के बारे में विचार, (ग) नीतिगत लिखतों में परिवर्तन तथा (घ) नीति संबंधी बैठकों के कार्यवृत्त का प्रकाशन। विशेषकर, मुद्रास्फीति के संबंध में पूर्वानुमान की घोषणा या मौद्रिक स्थिति का सूचकांक (एमसीआई) केंद्रीय बैंक की मंशाओं का संकेत देने के लिए उपयोग में लाया जाता है।

भारत में, सुधारोत्तर अवधि में नीति संबंधी संकेतक देने के लिए अप्रत्यक्ष लिखतों का विकास करने के लिए अनेक उपाय किए गए हैं। एक महत्वपूर्ण उपाय था - बैंक दर को प्रारंभ में अन्य सभी दरों से जोड़कर, जिसमें रिजर्व बैंक की पुनर्वित्त की दरें भी शामिल हैं, अप्रैल 1997 में इसे पुनः सक्रिय करना। निश्चित दर की रिवर्स रिपो की शुरुआत ने मुद्रा बाजार में एक अनौपचारिक कोरिडोर (दायरे) निर्मित करने में सहायता की जिसमें रिवर्स रिपो की दर को न्यूनतम दर और बैंक दर को उच्चतम दर रखा गया जिसने रिजर्व बैंक को इस अनौपचारिक दायरे में मांग दर को संतुलित करने में समर्थ बनाया। बाद में, जून 2000 से चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) की शुरुआत करने से बैंक दर में परिवर्तनों के माध्यम से नीति के मध्यावधिक जोर का संकेत देते हुए चलनिधि की स्थितियों को और साथ ही एलएएफ खिड़की के माध्यम से दैनिक आधार पर अल्पावधिक ब्याज दरों को संतुलित करने में मदद मिली।

भारतीय संदर्भ में, ऐसे प्रयास किए गए हैं कि अनुभव के आधार पर यह जांच की जाए कि बीएआर (वेल्यू एट रिस्क) (जोखिम पर मूल्य) ढांचे में मौद्रिक नीति के संकेतकों तथा वित्तीय बाजार के व्यवहार के बीच परस्पर कितना संबंध है (भट्टाचार्य तथा सेनशर्मा, 2005)। सीआरआर, बैंक दर तथा एलएएफ की रिवर्स रिपो दर में परिवर्तन करके मौद्रिक नीति संबंधी संकेतक दर्शाये जाते हैं। मौद्रिक नीति के लिखतों के इन सम्प्रेषकों का प्रभाव वित्तीय बाजार के चार घटकों पर विचार किया जाता है अर्थात मुद्रा बाजार (मांग मुद्रा दर), स्टॉक मार्केट (बीएसई सूचकांक), विदेशी मुद्रा बाजार (3 माह का वायदा प्रीमियम) तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार (एक वर्ष की सरकारी प्रतिभूति पर आय)।

उपर्युक्त विभिन्न वित्तीय बाजार घटकों पर प्रत्येक नीति संबंधी संकेतक में एक मानक त्रुटि आघात के प्रभाव का अध्ययन करने के लिए धड़कन प्रतिक्रिया विश्लेषण पद्धति का उपयोग किया जाता है। यह अध्ययन यह बताता है कि सीआरआर में वृद्धि मांग दर को तत्काल बढ़ा देती है, खबर के प्रभाव के कारण और साथ ही कुछ समय में चलनिधि प्रभाव के माध्यम से भी क्योंकि ज्यादा संसाधन जम्ब कर लिये जाते हैं जिससे चलनिधि की स्थितियों में तंगी आ जाती है। यही हालत वायदा प्रीमियम तथा सरकारी प्रतिभूतियों पर आय के मामलों में भी होती है। इसका स्टॉक बाजार में तत्काल खबर फैलने का प्रभाव होता है तथा यह बाजार की भावनाओं को शिथिल कर देती है।

मध्यम अवधि के लिए नीतिगत जोर का संकेत देने वाले प्रक्रिया-तंत्र के रूप में बैंक दर में वृद्धि से ऐसा लगता है कि उसकी मांग का सरकारी प्रतिभूतियों और वायदा प्रीमियम पर खबरों के प्रभाव का तत्काल असर पड़ता है। तथापि, दीर्घावधिक प्रभाव मंद हो जाता है क्योंकि बैंक दर पर पुनर्वित्त फॉर्मूला से प्रेरित है और चलनिधि पर प्रभाव रखने के लिए यह पर्याप्त नहीं है। स्टॉक बाजार में बैंक दर को उच्च करने से उसे प्रतिबंधात्मक मुद्रा नीति के रूप में माना जाता है जो बाजार की भावनाओं को शिथिल कर देती है।

अल्पावधि में नीतिगत जोर की संकेतक प्रक्रिया-तंत्र के रूप में रिवर्स रिपो दर में वृद्धि का मांग सरकारी प्रतिभूतियों और वायदा प्रीमियम पर तत्काल असर होता लगता है, जिसका कारण है इस घोषणा का प्रभाव और यह अल्पावधि के लिए मीयादी संरचना को कठोर बना देती है। बैंक दर की तरह रिपो दर में वृद्धि भी बाजार की भावनाओं को निरुत्साहित करती है।

अधिकांश वित्तीय बाजार घटकों पर मौद्रिक नीति के संकेतकों का तत्काल प्रभाव बाजारों के एकीकरण तथा उन्नयन की ओर संकेत करता है। अतः अप्रत्यक्ष लिखतों पर निर्भरता को बढ़ाना, बेहतर बाजार एकीकरण तथा प्रौद्योगिकीगत उन्नयनों ने प्रथम दृष्ट्या, रिजर्व बैंक तथा वित्तीय बाजारों के बीच सम्प्रेषण सरणियों को सुधारा है तथा मौद्रिक नीति के संचालन को आसान बनाया है।

3.93 इन सभी गतिविधियों के बावजूद, मांग दरों के व्यवहार ने, जो कभी-कभी दायरे की सीमाओं को तोड़ देता है, बाजार की व्यापक

संरचना की समीक्षा करने की मांग की है (बॉक्स III.4) तदनुसार बाजार की व्यापक संरचना पर ध्यान केंद्रित करने की नीतिगत रणनीति

### बॉक्स III.4

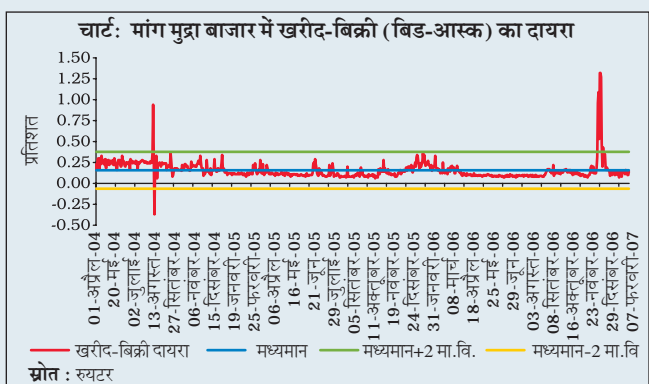
#### बाजार की व्यष्टि संरचना : मुद्रा बाजार चलनिधि के मुद्दे

एक तरल मुद्रा बाजार मौद्रिक नीति के प्रभावी सम्प्रेषण के लिए एक महत्वपूर्ण पूर्व-शर्त है। विशेषकर, एक गहन और तरल मुद्रा बाजार वित्तीय बाजारों में केंद्रीय बैंक की नीति संबंधी हस्तक्षेप की भावनाओं को अधिक प्रभावी रूप में प्रचारित करने की दिशा में एक महत्वपूर्ण पूर्व-शर्त है। इसके अलावा, एक तरल मुद्रा बाजार में मूल्यों का निर्धारण अधिक दक्षतापूर्ण होता है तथा बाजार की प्रत्याशाओं पर मौद्रिक प्राधिकारियों को महत्वपूर्ण सूचना प्रेषित करता है। इस संदर्भ में केंद्रीय बैंक न केवल मौद्रिक प्रबंध के लिए, बल्कि वित्तीय स्थिरता को सुरक्षित रखने की अपनी तलाश में भी मुद्रा बाजार की चलनिधि को संतुलित तथा दुरुस्त करते हैं।

मुद्रा बाजार की तरलता के उपाय तीन आयामों पर आधारित हैं - अर्थात् तंगी, गहनता तथा ऊर्जस्विता। तंगी से तात्पर्य है कि लेनदेन मूल्य औसत बाजार मूल्यों से कितने अधिक ज्यादा (दूर) हैं अर्थात् बाजार का मूल्य चाहे जो हो, उसके ऊपर खर्च की गयी आय लागत। गहनता का अर्थ है - विद्यमान बाजार मूल्यों को प्रभावित किये बिना क्या व्यापार की प्रमात्रा या बाजार निर्माताओं के आदेशों की राशि किसी एक समय में सम्भव है। अंतिम, ऊर्जस्विता से मतलब या तो उस गति से है जो व्यापार के फलस्वरूप मूल्यों में जो घटबढ़ होती हैं, वे गायब हो जाती हैं, या उस गति से है जिसमें आदेशों के प्रवाहों में असंतुलनों को समायोजित किया जाता है। व्यापार की संख्या और मात्रा, व्यापार की बारंबारता, पणयावर्त अनुपात, मूल्य की अस्थिरता तथा बाजार प्रति भागियों की संख्या जैसे अन्य उपायों को बाजार की चलनिधि के लिए प्रायः आशु सुलभ परोक्षी माना जाता है।

जैसा कि किसी बाजारी लेनदेन में खरीदने और बेचने के लिए दरों को आम तौर पर वित्तीय बाजारों की भाषा में बोली (बिड) तथा ऑफर (बेचना) की दरें कहा जाता है जो खरीद-बिक्री के अंतर में तंगी (कमी) को मापने के लिए अधिकांशतः प्रयुक्त उपाय है। बिड-आस्क वायदा अर्थात् न्यूनतम उद्धृत बोली वह (मूल्य जिसपर बाजार का कोई सहभागी अंतर्बैंक बाजार में उधार लेने का इच्छुक है), तथा उच्चतम (आस्क मांग) उद्धृत भाव (जिसपर एजेंट उधार देने के लिए इच्छुक है) के बीच का अंतर अन्य लेनदेन की लागतों के अभाव में एजेंटों की सेवाओं को मूल्य की एक परिचालनात्मक माप को दर्शाता है। गहनता को किसी खरीद-बिक्री के दायरे के लिए किसी लेनदेन (व्यापार) के अधिकतम आकार द्वारा दर्शाया जाता है। कुल कारोबार अनुपात अर्थात् कुल बकाया मुद्रा बाजार के लेनदेनों के प्रतिशत के रूप में मुद्रा बाजार में कुल कारोबार, यह बाजार की गहनता के लिए एक अतिरिक्त माप भी उपलब्ध कराता है। तथापि, बाजार की गहनता की एक और भी ज्यादा सही माप संविभागीय समायोजनों से उभरने वाली वास्तविक और सम्भावित दोनों प्रकार के अग्रिमों को हिसाब में लेती है। अंतिम, यद्यपि ऊर्जस्विता की कोई सही माप नहीं है, फिर भी एक दृष्टिकोण है - कि लेनदेन पूरा हो जाने के बाद सामान्य बाजार की स्थितियों की बहाली की गति (जैसे बोली (खरीद) और आस्क (बिक्री) का दायरा तथा आदेश की मात्रा), की जांच करना। इसप्रकार, अपेक्षाकृत एक अधिक तत्त्व मुद्रा बाजार, अन्य स्थितियां समान होते हुए, किसी लेनदेन को निष्पादित करने में कम समय लेता है, एक संकीर्ण खरीद-बिक्री के दायरे में परिचालन करता है, किसी निश्चित दायरे के लिए उच्चतर मात्रा का समर्थन करता है और एक उच्च मूल्य के लेनदेन के बाद 'सामान्य' खरीद-बिक्री दायरे की पुनः बहाली के लिए अपेक्षाकृत कम समय की अपेक्षा करता है।

इन मानदण्डों के आधार पर, भारतीय मुद्रा बाजार तर्क-सम्मत रूप से गहन, ऊर्जस्वित और तरल बाजार लगता है (1 अप्रैल 2004 से 28 फरवरी 2007 तक के खरीद-बिक्री दायरे पर पाक्षिक आंकड़े पर आधारित)। इस अवधि के दौरान खरीद-बिक्री दायरे काफी अलग-अलग रहे हैं, जो (-) 0.37 से (+) 1.32 आधार बिन्दुओं के दायरे में औसतन 16 आधारभूत बिन्दुओं के साथ तथा 11 आधार बिन्दुओं के मानक विचलन के साथ (इस घटबढ़ का सह-गुणांक 0.69 है) विचलन का उच्च स्तर होने के बावजूद बोली (खरीद) आस्क (बिक्री) का दायरा अधिकांश समय के दौरान औसत के 2-मानक विचलन के आसपास बना रहा (चार्ट)। औसत से ऊपर दिसंबर 2004 तक पर्याप्त उद्वेगशीलता देखी गयी। 2005 के अधिकांश समय के दौरान यह पर्याप्त नरम रही, परंतु बाद में 2006 को प्रारम्भिक अवधि के दौरान काफी बढ़ गयी। 2006-07 के दौरान जब अगस्त 2006 तक बोली (खरीद) - आस्क (बिक्री) का दायरा औसत के नीचे रहा। सीआरआर में 0.5 प्रतिशत बिंदुओं की वृद्धि तथा बैंकिंग प्रणाली से बाहर हुई अग्रिम कर की राशि के बहिर्प्रवाह के प्रभाव से चलनिधि में आयी तंगी के कारण दायरे में 2 - मानक विचलन के बाहर की वृद्धि दिसंबर 2006 के अंत के दौरान देखी गयी। यह खरीद-बिक्री (बोली - आस्क) का दायरा मार्च 2007 में



काफी तंग हो गया जो अग्रिम कर के बहिर्गम, वर्ष की समाप्ति पर होने वाली चिंताओं तथा निरंतर ऋण की मांग ने चलनिधि की तंगी की स्थिति को दर्शाता है। तथापि, मुंबई में 11 जुलाई 2006 को हुए धमाकों की घटनाओं का मांग मुद्रा बाजार में खरीद-बिक्री के दायरे में कोई खास प्रभाव नहीं हुआ।

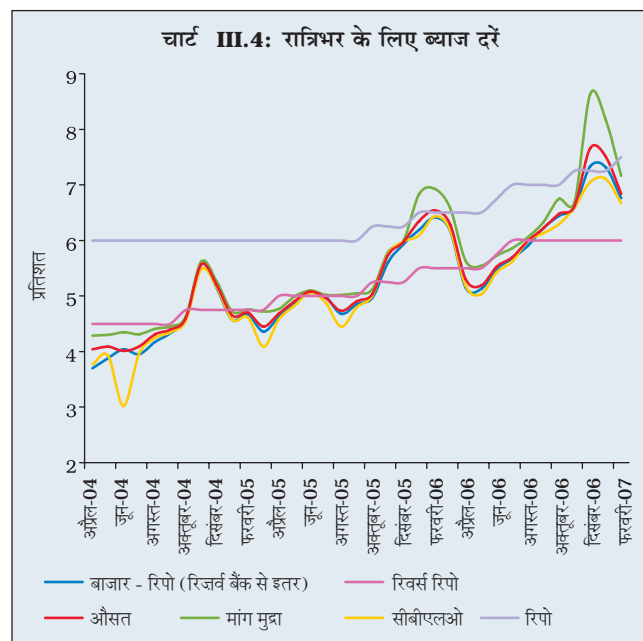
बाजार की व्यष्टि संरचना में अंतर बाजार की चलनिधि को काफी सीमा तक प्रभावित कर सकता है। इस संबंध में, बाजार-संरचना का विकास प्रायः त्वरित संरचनागत, प्रौद्योगिकीगत और विनियामक परिवर्तनों से प्रेरित है, जो वैश्विक वित्तीय बाजारों को प्रभावित कर रही है। भारतीय संदर्भ में, संपार्श्विकीकृत बाजार की ओर क्रमिक रूप से बढ़ना, मांग मुद्रा बाजार से गैर-बैंक सहभागियों को चरणबद्ध रूप में बाहर निकालना, सांविधिक प्रारक्षित अपेक्षाओं में कमी, सीबीएलओ जैसी नई लिखतों की शुरुआत, आरटीजीएस को लागू करना तथा एनएसडी कॉल के माध्यम से लेनदेन को सुविधाजनक बनाना, कुछ ऐसे कारक हैं, जिन्होंने अपेक्षाकृत एक ऊर्जस्वित तथा तरल मुद्रा बाजार का विकास करने में योगदान किया है।



के एक भाग के रूप में मौद्रिक सम्प्रेषण की दर सरणी की प्रभावशीलता को बढ़ाने के लिए अन्य बाजार घटकों के साथ-साथ मुद्रा बाजार को और गहन बनाने के लिए रिजर्व बैंक ने अनेक पहलें की हैं। गैर-बैंक सहभागियों को मांग मुद्रा बाजार से क्रमिक रूप से बाहर निकालने के लिए रिजर्व बैंक ने अनेक उपाय किए हैं। बाजार रिपो (रिजर्व बैंक की एलएएफ के बाहर रिपो) तथा भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल, के माध्यम से 2003 में शुरू की गयी सम्पाशिवकीकृत उधार लेने और देने की बाध्यताओं (सीबीएलओ) ने गैर-बैंक सहभागियों को असंपाशिवकीकृत मांग मुद्रा घटक से संपाशिवकीकृत घटकों की ओर सुचारु रूप से भेजने में समर्थ बनाया। संपाशिवकीकृत बाजार अब मुद्रा बाजार का प्रधान घटक है, जिसका भाग 2006-07 में कुल मात्रा का लगभग 70 प्रतिशत था। इसने भी बैंकों को अपनी अधिशेष निधियों को एक दिन से ज्यादा के लिए निवेश करने का वैकल्पिक अवसर उपलब्ध कराया। इसके अलावा, मानकीकृत लेखांकन की परम्पराओं (संव्यवहारों), संपाशिवकीकृत बाजारों में पात्रता मानदण्डों को व्यापक आधार प्रदान करने, सीबीएलओ को सीआरआर की अपेक्षाओं से मुक्त रखने तथा सीबीएलओ बाजार में सम-तुल्य आदेशों की प्रणालियों द्वारा उपलब्ध करायी गयी बेनामी ने इसे और भी सुविधाजनक बना दिया। इसके अलावा, सीपी की न्यूनतम अवधि (अक्टूबर 2004 में) तथा सीडी की न्यूनतम अवधि को (अप्रैल 2005 में) 15 दिन से कम करके 7 दिन कर दिया गया। इन गतिविधियों ने मांग मुद्रा बाजार को अगस्त 2005 में एक पूर्णतः अंतर्बैंक बाजार के रूप में सुचारु तरीके से रूपांतरित करने में सहायता की।

3.94 बाजार सहभागियों द्वारा अल्पावधिक निधियों को नियोजित करने के लिए वैकल्पिक अवसरों की उपलब्धता (जैसे बाजार रिपो और सीबीएलओ) ने भी अन्य मुद्रा बाजार की दरों को एलएएफ के अंतर्गत रिवर्स रिपो और रिपो दरों के अनौपचारिक ब्याज दर दायरे के समान बनाने में समर्थ बनाया। तदनुसार, यद्यपि मांग दर ने कभी-कभी इस दायरे को तोड़ा है, भारांकित औसत रात्रिभर की दरें मोटे तौर पर एलएएफ की दरों द्वारा निर्धारित अनौपचारिक दायरे के अंदर ही रहीं (चार्ट III.4)।

3.95 सारांश रूप में, बाजार आधारित लिखतों को व्यापक बनाने तथा विभिन्न लिखतों की मीयाद को छोटा करने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक द्वारा उठायी गयी विभिन्न पहलों ने न केवल बाजार के एकीकरण को बढ़ाने में, बल्कि बेहतर चलनिधि प्रबंधन, तथा रिजर्व बैंक द्वारा नीति संबंधी संकेतकों को सम्प्रेषित करने में भी सहायता की। मुद्रा बाजार के तकनीकी समूह (2005) की सिफारिशों के अनुसरण में मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का मुख्य ध्यान संपाशिवकीकृत बाजार की वृद्धि को प्रोत्साहित करने, रुपया वक्र आय को विकसित करने तथा बाजार सहभागियों द्वारा बेहतर जोखिम प्रबंधन के अवसर प्रदान करने पर केंद्रित रहा है।



#### V. मुद्रा बाजार की गतिविधियां - 1980 के दशक का मध्य और उसके बाद

3.96 जैसी कि पहले चर्चा की गयी है, वागुल कार्यदल (1987) ने मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए अनेक उपायों की सिफारिश की। अन्य बातों के साथ-साथ कुछ मुख्य सिफारिशें थीं - (i) उधारकर्ताओं और ऋणदाताओं की बदलती आवश्यकताओं के अनुरूप विद्यमान लिखतों को सक्रिय करना तथा नयी लिखतों को शुरू करना, (ii) मुद्रा बाजार लिखतों पर ब्याज दरों को मुक्त करना, तथा (iii) जब भी जरूरत हो, प्रणाली को पर्याप्त चलनिधि सुलभ कराने के लिए नये संस्थानों की स्थापना करके एक सक्रिय द्वितीय बाजार निर्मित करना। वित्तीय प्रणाली संबंधी समिति; 1991 (अध्यक्ष : श्री एम. नरसिंहम) ने मुद्रा बाजार के विकास के लिए चरणबद्ध रूप में सी आर आर को तर्क-सम्मत बनाने की पुनः सिफारिश की। बैंकिंग क्षेत्र में सुधार संबंधी समिति, 1998 (अध्यक्ष : श्री एम. नरसिंहम) ने जब चलनिधि, मीयाद और जोखिम अन्तरों को दर्शाने वाली एक उचित ब्याज दर संरचना के उभरने को सुविधाजनक बनाने के लिए उपायों की घोषणा की तो मुद्रा बाजार में दूसरी पीढ़ी के सुधार शुरू हुए।

3.97 इन दो समितियों की सिफारिशों के अनुसरण में मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा व्यापक उपाय शुरू किये गये। इनमें शामिल हैं (i) मुद्रा बाजार में ब्याज दरों की उच्चतम सीमा को समाप्त करना, (ii) खजाना बिलों में नीलामी प्रक्रिया की शुरुआत; (iii) तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति; (iv) नकदी ऋण प्रणाली की ओर से ऋण आधारित प्रणाली की ओर क्रमिक रूप से बढ़ना; (v) अनेक मुद्रा बाजार की लिखतों के मामले में निर्गम सम्बंधी प्रतिबंधों तथा अभिदान संबंधी मानदण्डों में ढील देना; (vi) नयी वित्तीय लिखतों

**सारणी 3.3: मुद्रा बाजार के घटकों में गतिविधि**

(करोड़ रुपये)

वर्ष	औसत दैनिक कारोबार #				बकाया राशि	
	मांग मुद्रा बाजार	बाजार रिपो (एलएएफ से बाहर)	संपार्श्वकीकृत उधार लेने और देने की बाध्यताएं (सीबीएलओ)	मीयादी मुद्रा बाजार	वाणिज्यिक पत्र	जमा प्रमाणपत्र
1	2	3	4	5	6	7
1997-98	22,709	—	—	—	2,806	9,349
1998-99	26,500	—	—	—	4,514	6,876
1999-00	23,161	6,895	—	—	7,014	1,908
2000-01	32,157	10,500	—	—	6,751	1,199
2001-02	35,144	30,161	—	195	7,927	949
2002-03	29,421	46,960	30	341	8,268	1,224
2003-04	17,191	10,435	515	519	7,835	3,212
2004-05	14,170	17,135	6,697	526	11,723	6,052
2005-06	17,979	21,183	20,039	833	17,285	27,298
2006-07	21,725	33,676	32,390	1,012	21,314	64,814

# : उधार लेने और देने दोनों के आंकड़ों को निकालने के लिए सभी मांग मुद्रा तथा सीबीएलओ के मामलों में एक लेनदेन की प्रमात्रा का कुल कारोबार इसका दुगुना है और (एलएएफ से बाहर) बाजार रिपो के मामले में किसी रिपो के दो चरणों में उधार लेने और देने की मात्रा के आंकड़े निकालने के लिए चार गुने हैं।

की शुरुआत; (vii) मुद्रा बाजार में सहभागिता को व्यापक करना तथा (viii) द्वितीयक बाजार का विकास। इन सभी नीतिगत उपायों ने वर्षों से मुद्रा बाजार के विकास में उल्लेखनीय रूप से सहायता की है जैसा कि बाजार के विभिन्न घटकों में कुल कारोबार तथा प्रमात्रा से झलकता है (सारणी 3.3)।

*मांग / नोटिस मुद्रा बाजार*

**3.98** 1980 के दशक के मध्य से पूर्व, जैसी कि पहले चर्चा की गयी है, अपनी निधीयन सम्बंधी आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए बाजार के सहभागी मांग मुद्रा बाजार पर भारी मात्रा में निर्भर रहे। तथापि, बाजार में विद्यमान उद्वेगशीलता ने दक्षतापूर्वक मूल्य की खोज को हानि पहुँचायी, जिसके द्वारा मौद्रिक नीति के संचालन को बाधा पहुँची। इस पृष्ठभूमि में, चक्रवर्ती समिति (1985) ने मांग मुद्रा बाजार पर निर्भरता को कम करने तथा बाजार के आधार को व्यापक करने के लिए और अधिक संस्थाओं को सहभागिता की अनुमति देने के साथ-साथ मांग दर पर उच्चतम सीमा को समाप्त करने के लिए बट्टा दर को बाजार-सम्मत बनाते हुए खजाना बिल बाजार को सक्रिय करने की सिफारिश की थी। वागुल समिति ने असमायोजित समग्र ब्याज दर संरचना की जारी विद्यमानता को देखते हुए मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दरों की उच्चतम सीमा को समाप्त करने की सिफारिश की। तथापि, इसका विचार था कि मांग मुद्रा बाजार को कठोरतापूर्वक अन्तर्बैंक बाजार के रूप में ही

बने रहना चाहिए (जिसमें एलआईसी और पूर्ववर्ती यूटीआई बैंक को केवल उधारदाता के रूप में रहना चाहिए) तथा अल्पावधिक मुद्रा बाजार लिखतों को तरलता प्रदान करने के लिए भारतीय वित्त गृह स्थापित करने की सिफारिश की।

**3.99** ये सुधार मुद्रा बाजार की लिखतों को तरलता प्रदान करने के लिए मुद्रा बाजार की संस्था के रूप में एक संस्था अर्थात् भारतीय मितिकाटा और वित्त गृह लि. (डीएफएचआई) की 1988 में स्थापना के साथ शुरू हुए। अक्टूबर 1988 से डीएफएचआई के सम्बंध में तथा मई 1989 में मांग मुद्रा बाजार के संबंध में उच्चतम दर की समाप्ति के साथ मांग मुद्रा बाजार में ब्याज दर को अविनियमित किया गया। यद्यपि वागुल समिति ने यह सिफारिश की थी कि मांग / नोटिस मुद्रा को केवल बैंकों तक सीमित रखा जाए, फिर भी, रिजर्व बैंक ने मांग/नोटिस मुद्रा बाजार को व्यापक बनाने का पक्ष लिया। गैर-बैंक संस्थाओं द्वारा अल्पावधिक अधिशेषों को नियोजित करने के लिए पर्याप्त अवसर न होने के कारण, गैर-बैंक सहभागियों की बड़ी संख्या जैसे वित्तीय संस्थाओं, पारस्परिक निधियों, बीमा कम्पनियों और निगमों को मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में उधार देने की अनुमति दी गयी, हालांकि उनके परिचालनों को मार्च 1995<sup>10</sup> से प्राथमिक व्यापारियों के माध्यम से चलाने की अनुमति थी। इस संदर्भ में, प्राथमिक व्यापारियों और बैंकों को बाजार में उधार देने और उधार लेने दोनों की अनुमति दी गयी। रिजर्व बैंक ने मांग मुद्रा बाजार को स्थिरता प्रदान करने के लिए

<sup>10</sup> दूरस्थ (अनुषंगी) व्यापारियों को भी मई 2002 में चरणबद्ध रूप से बाहर निकाले जाने तक मांग / नोटिस बाजार में परिचालन करने की अनुमति दी गयी थी।



अप्रैल 1997 से अन्तर्बैंक देयताओं को (सांविधिक न्यूनतम अपेक्षाओं के अलावा) सीआरआर/एसएलआर रखने से मुक्त कर दिया।

3.100 तथापि नरसिंहम समिति (1998) ने यह नोट किया कि मुद्रा बाजार लगातार असंतुलित, छिछला (विरल) तथा अत्यधिक उद्वेगशील बना हुआ है। जहाँ गैर-बैंक सहभागिता सुभीता का स्रोत रहा, फिर भी यह एक स्थिर (अवरुद्ध) बाजार के विकास में गहनता तथा तरलता नहीं ला सका। बैंकों से भिन्न गैर-बैंक सहभागियों पर प्रारक्षित अपेक्षाएं लागू नहीं थीं तथा मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में पहले से प्रभुत्व जमाए उधारदाता और पुराने उधारकर्ता भरे हुए थे जो बाजार में भारी कुण्डली मारे बैठे थे। मांग/नोटिस मुद्रा घटक में बैंकों पर अत्यधिक निर्भरता बनी हुई थी। अतः यह मुद्रा बाजार के अन्य घटकों के विकास के लिए बाधा खड़ी कर रही थी। रिजर्व बैंक की भी बाजार में कोई प्रभावी उपस्थिति नहीं थी और वह पहले से ही निर्धारित पुनर्वित्त की पटरी पर से परिचालन कर रहा था। चूंकि मुद्रा बाजार के अन्य घटकों में ब्याज दरें अन्तर्बैंक मांग मुद्रा दरों के अनुरूप चल रही थीं, अतः मांग घटक में उद्वेगशीलता ने उचित जोखिम प्रबन्धन तथा लिखतों के मूल्य निर्धारण को अवरुद्ध बना दिया। इस प्रकार ब्याज दरों को मुक्त करने के परिणाम एक सुपरिभाषित आय-वक्र के रूप में नहीं आये (बॉक्स III.5)। इसके अलावा, मुद्रा बाजार में बैंकों की भूमिका को उनके अपने तुलन-पत्रों के स्वास्थ्य, समेकित कोषागार प्रबंधन तथा सुदृढ़ आस्ति-देयता प्रबन्धन के अभाव ने और भी हानि पहुँचायी।

3.101 नरसिंहम समिति (1998) ने मुद्रा बाजार के और आगे विकास के लिए अनेक सिफारिशों की थीं। पहली, इसने इस बात की जरूरत पर बल दिया कि मांग/नोटिस मुद्रा बाजार को पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार बनाया जाए जिसमें प्राथमिक व्यापारी ही एक मात्र अपवाद हों, क्योंकि वे मांग मुद्रा बाजार का संतुलन बनाये रखने का मुख्य कार्य करते हैं और अन्तर्बैंक लेनदेनों के प्रयोजन के लिए उन्हें औपचारिक रूप से बैंक माना जाता है। दूसरे, इसने ऐसी विवेकसम्मत सीमाओं की सिफारिश की जिनसे आगे बैंकों को मांग मुद्रा बाजार पर निर्भर रहने की अनुमति नहीं दी जानी चाहिए। मांग मुद्रा बाजार तक पहुँच नियमित वित्तपोषण संबंधी जरूरतों को पूरा करने के बजाए अप्रत्याशित रूप से हुई निधियों की विसंगतियों से निपटने के लिए ही होनी चाहिए। तीसरे, मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक के परिचालन एलएएफ रिपो नीलामियों के माध्यम से बाजार-आधारित होने की जरूरत है, जो बाजार के लिए कोरिडोर (दायरे) का निर्धारण करेंगे। चौथे, गैर-बैंक सहभागियों की बिलों की पुनर्भुनाई, सीपी, सीडी, खजाना बिलों तथा मुद्रा बाजार पारस्परिक निधियों तक मुक्त रूप से पहुँच होनी चाहिए।

3.102 रिजर्व बैंक के आन्तरिक कार्य दल (1997) तथा नरसिंहम समिति (1998) की सिफारिशों का अनुसरण करते हुए मांग मुद्रा बाजार को सुधारने के लिए उपाय किये गये और इसके लिए इसे चरण-बद्ध रूप में एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित कर दिया गया। उन

निगमों (संस्थाओं) को, जिन्हें अपनी लेनदेन प्राथमिक व्यापारियों के माध्यम से करने की अनुमति दी गयी थी, जून 2001 के अन्त तक चरणबद्ध रूप में इससे बाहर कर दिया गया। गैर-बैंकिंग को निकालने का कार्य चार चरणों में किया गया, जिसे मई 2001 से शुरू किया गया, जिसके द्वारा गैर-बैंकों द्वारा उधार देने पर सीमाओं को वार्तातय लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) तथा सीसीआईएल के परिचालन में आने के साथ-साथ क्रमिक रूप से घटाया गया और अगस्त 2005 में उन्हें पूर्णतः बाहर कर दिया गया। मांग मुद्रा बाजार से उनके चरण-बद्ध रूप में बाहर कर दिये जाने के बाद उनकी निधियों के नियोजन के लिए अक्सर निर्मित करने की दृष्टि से कई नये लिखत निर्मित किये गये जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ। अन्य विद्यमान लिखतों जैसे सीपी और सीडी की परिपक्वताओं को भी क्रमिक रूप से छोटा किया गया ताकि उनकी मीयाद संरचना को रुपया आय वक्र को उभारने में सुविधाजनक बनाया जा सके। रिजर्व बैंक खुले बाजार के परिचालनों (एलएएफ सहित), एमएसएस तथा पुनर्वित्त परिचालनों के माध्यम से चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करता रहा है। इन परिचालनों ने न्यूनतम औसत दैनिक प्रारक्षित निधि रखने की अपेक्षाओं के साथ मिलकर मांग मुद्रा बाजार को स्थिरता प्रदान की है।

3.103 तथापि इन सुधारों के बावजूद मांग मुद्रा बाजार में बैंकों का व्यवहार एक समान नहीं रहा। अभी भी कुछ ऐसे बैंक हैं जो लम्बे समय से उधारकर्ता हैं और सार्वजनिक क्षेत्र के बैंक जो उधारदाता हैं। कुछ बैंकों की मांग मुद्रा बाजार पर अत्यधिक निर्भरता के बावजूद, अल्पावधिक मुद्रा बाजारों में अभी भी उच्च स्तर की स्थिरता बनी हुई है। रिजर्व बैंक ने विवेक-सम्मत उपायों की एक शृंखला शुरू की है तथा चूक के जोखिमों को न्यूनतम करने और बाजार के विभिन्न घटकों का संतुलित विकास करने की दृष्टि से बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के मांग/नोटिस बाजार में उधार लेने और उधार देने पर सीमाएं लगा दीं। पारदर्शिता में सुधार लाने तथा मुद्रा बाजार में दक्षता को सुदृढ़ करने की दृष्टि से सभी एनडीएस सदस्यों के लिए यह अनिवार्य बना दिया गया कि वे लेनदेन पूरी होने के बाद 15 मिनटों के अंदर एनडीएस के माध्यम से अपनी सभी मांग/नोटिस मुद्रा बाजार के लेनदेनों की रिपोर्ट करें। रिजर्व बैंक तथा बाजार सहभागियों को तेज फ्रीक्वेंसी पर तथा कुछ अधिक वर्गीकृत रूप में इस सूचना तक पहुँच होगी जिसने पारदर्शिता तथा मूल्यों की खोज संबंधी प्रक्रिया में सुधार किया है। इसके अलावा मांग/नोटिस तथा मीयादी मुद्रा बाजारों (एनडीएस कॉल) में सभी लेनदेनों के लिए एक स्क्रीन आधारित वार्तातय, उद्धृत-भावों से संचालित प्रणाली, जो सीसीआईएल द्वारा विकसित की गयी थी, 18 सितम्बर 2006 को प्रयोग में लाना शुरू कर दी गयी ताकि इन घटकों में पारदर्शिता तथा बेहतर मूल्यों की खोज को बढ़ाया जा सके। हालांकि इन प्लेटफार्मों पर लेनदेन वैकल्पिक है, फिर भी 85 बैंकों तथा 7 प्राथमिक व्यापारियों ने एनडीएस-कॉल की सदस्यता ग्रहण कर ली है।

### बाक्स III.5

#### अल्पावधिक आय-वक्र का विकास-कुछ मुद्दे

एक व्यापक, गहन और तरल मुद्रा बाजार की विद्यमानता एक सुचारु आय वक्र के विकास के लिए महत्वपूर्ण है जो मौद्रिक नीति के संचालन को सुविधाजनक बनाता है। जैसा कि यह मुद्रा बाजार चलनिधि की लागत का निर्धारण करता है, तथा आयवक्र की अल्पावधि को आधार प्रदान करता है, गहन और तरल मुद्रा बाजार का विकास आयवक्र के लिए आवश्यक है, जो विश्वसनीय रूप से मौद्रिक नीति के संकेतकों को सम्प्रेषित करेगा। इस सम्बंध में, रिजर्व बैंक ने एक गहन तरलतायुक्त अल्पावधिक आयवक्र का विकास करने के लिए 1990 के दशक के मध्य से ही अनेक उपाय शुरू किये हैं। ये हैं : (i) अन्तर्बैंक देयताओं को सीआरआर रखने से मुक्त करना; (ii) एलएएफ का परिचालन करना जिसके द्वारा चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने तथा एलएएफ के दायरे में मांग दरों को स्थिर करने के लिए नीतिगत लिखतों के रूप में रिवर्स रिपो और रिपो का प्रयोग किया जाता है। (iii) गैर-बैंक उधारदाताओं को चरणबद्ध रूप में बाहर निकाल कर मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्णतः अन्त-बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित करना; (iv) गैर-बैंकों के लिए पर्याप्त पहुँच के साथ बाजार के अन्य घटकों का विकास; (v) अपेक्षाकृत एक ऊर्जस्वित गैर-आरबीआई रिपो बाजार का विकास करना; तथा (vi) रात्रिभर के लिए उधार लेने/देने की सुविधा वाले एक अन्य लिखत के रूप में सीबीएलओ बाजार का विकास करना।

इन पहलों के होते हुए भी एक अल्पावधिक आयवक्र, जो नीतिगत प्रयोजनों के लिए तत्काल उपलब्ध हो, अभी भी उभरना बाकी है। इस सम्बंध में, अल्पावधिक आयवक्र के उभरने में एक सबसे बड़ी बाधा एक ऊर्जस्वित और तरल मीयादी मुद्रा बाजार का विद्यमान न होना है, जिसका मुख्य कारण है - बाजार सहभागियों की दीर्घावधिक ब्याज दर अपेक्षाओं को बनाने में असमर्थता, बाजार चलनिधि का सीमित वितरण, बैंकों की मीयादी जमाराशियों की न्यूनतम मीयाद में कमी करना, तथा बैंकों की ओर से अपनी अधिशेष निधियों को मीयादी मुद्रा बाजार के बजाए एलएएफ नीलामियों में नियोजित करना।

इसके परिणामस्वरूप आय वक्र हाल के वर्षों में सपाट होता जा रहा है। यहाँ तक कि यह एक बहुत अल्प अवधि के लिए अन्तर्मुखी रहा। उदाहरण के लिए निष्प्रभावीकरण परिचालनों के माध्यम से चलनिधि को सोखने की क्रियाविधि ने मांग दरों और 91 दिवसीय खजाना बिलों पर कट-आफ आय को 364 दिवसीय खजाना बिलों की आय से भी अधिक बना दिया जिससे अक्टूबर 2003 में कुछ दिनों के लिए आय वक्र के घटक में कुछ प्रतिलोमी क्रम आ गया।

तथापि, आयवक्र के लम्बे समय तक सपाट बने रहने की स्थिति संरचनागत कारकों द्वारा प्रभावित होती रही है जैसे नियंत्रित ब्याज दर व्यवस्था को छोड़ने के कारण आयवक्र में काफी नरमी का आना, अनुकूल मुद्रास्फीतिगत

प्रत्याशाएं तथा पूंजी प्रवाहों के बीच अत्यधिक चलनिधि। आय में कमी को भी सरकार द्वारा नियंत्रित अल्पबचत ब्याज दरों को तर्क-सम्मत बनाकर समर्थन दिया गया है। रिवर्स रिपो/रिपो दरों की दृढ़ता ने भी सपाट होते आयवक्र में योगदान किया होगा। बढ़ी हुई अवधि के लिए रिवर्स रिपो/रिपो दर अपरिवर्तित स्तर पर बनाये रखने ने भी ब्याज दरों की मीयादी संरचना को विकृत किया होगा। इसे इस तथ्य से समझा जा सकता है कि जब 10 वर्षीय श्रेष्ठ प्रतिभूति आय में मई 2002 से अप्रैल 2004 की अवधि के दौरान 257 मूल बिन्दुओं की गिरावट आयी, तब रिवर्स रिपो की दरों में मात्र 150 मूल बिन्दुओं की गिरावट आयी, जबकि उसी अवधि में मांग मुद्रा की दरों में 180 आधार बिन्दुओं की गिरावट आयी। इन संरचनागत कारकों ने आयवक्र को सपाट बनाने में योगदान किया लगता है। इन विकृतियों के कारण भारतीय आयवक्र मुद्रास्फीति और वृद्धि की सम्भावनाओं पर बाजार की प्रत्याशाओं को पूर्णतः नहीं दर्शाता।

हाल के वर्षों में रिजर्व बैंक द्वारा किये गये मुद्रा बाजार के सुधारों का एक महत्वपूर्ण उद्देश्य लेनदेनों की लागत को कम करने तथा मूल्य की खोज में सुधार लाने के लिए लेनदेनों में पारदर्शिता लाने का रहा है। भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल) ने सभी लेनदेनों के निपटान की गारंटी देकर, वित्तीय लेनदेनों में अवरोधों को रोकना सुनिश्चित कर दिया है। इसके अलावा जनवरी 2003 में सीसीआईएल द्वारा सीबीएलओ की शुरुआत करने तथा आदेश के समतुल्य (ओएम) बेनामी ट्रेडिंग स्क्रीन को चालू करने ने लेनदेन (व्यापार) को पारदर्शी और तत्काल समय पर आधारित बना दिया है जिसने मुद्रा बाजार को अधिक दक्ष बना दिया है। मुद्रा बाजार में पारदर्शिता को और बढ़ाने के लिए एनडीएस-कॉल के माध्यम से स्क्रीन आधारित ट्रेडिंग को सितम्बर 2006 में चालू किया गया। तत्काल समय सकल निपटान (आरटीजीएस) प्रणाली को पूर्णतः परिचालन में ला देने पर सर्वांगी स्थिरता में योगदान करके इस प्रक्रिया को और बल मिलेगा।

पर्याप्त प्रगति होने के बावजूद एक उचित अल्पकालिक आयवक्र, जो मौद्रिक नीतिगत संकेतकों को सम्प्रेषित करने को सुविधाजनक बनाता है तथा अन्य अल्पावधिक ऋण लिखतों को मूल्य निर्धारण के लिए आधार (बेंच मार्क) उपलब्ध कराता है, अभी पूर्णतः उभरना बाकी है। इस सम्बंध में रिजर्व बैंक तथा बाजार सहभागियों के बीच बारम्बार बैठकों, भाषणों, साक्षात्कारों, प्रेस प्रकाशनी, तथा प्रकाशनों के जरिये लगातार परस्पर संवाद से यह अधिकाधिक आशा की जाती है कि यह मौद्रिक नीति के आश्चर्यदायक तत्व को कम करेगा और बाजार अपेक्षाओं की सूचना को प्रक्रिया में लाने को सुविधाजनक बनायेगा जो कि उत्तरोत्तर रूप से आयवक्र में लायी जा सकेगी।

3.104 वर्षों से चलाये जा रहे सुधार के विभिन्न उपायों ने मांग मुद्रा बाजार को स्थिरता प्रदान की है। इसने व्यवस्थित स्थितियां देखी हैं (उद्वेगशीलता की कुछ घटनाओं को छोड़कर) तथा रिजर्व बैंक को अपनी मौद्रिक नीति के संचालन के लिए आवश्यक प्लेटफार्म प्रदान किया है। ऐतिहासिक रूप से, मांग दरों का व्यवहार मार्केट में चलनिधि

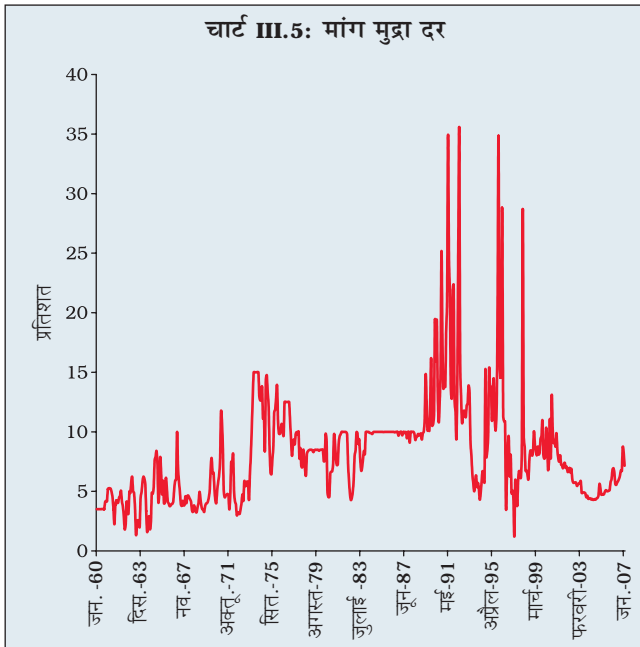
की स्थितियों द्वारा प्रभावित किया गया है। मांग दरें मई 1992 में लगभग 35 प्रतिशत की उच्चतम सीमा तक पहुँच गयी थीं जो सांविधिक पूर्ण-क्रयों के उच्च स्तरों तथा निर्यात ऋण पुनर्वित्त को छोड़कर, सभी पुनर्वित्त सुविधाओं को वापस लेने के कारण चलनिधि की तंग स्थिति को दर्शाती हैं। कुछ नरमी आने के बाद, मांग दरें पुनः दबाव में आ

गयीं और नवम्बर 1995 में उन्होंने 35 प्रतिशत के स्तर को छू लिया जो अंशतः विदेशी मुद्रा बाजार में आयी उथल-पुथल को दर्शाती है। रिजर्व बैंक ने रिपो के माध्यम से चलनिधि की आपूर्ति की और बाजार को स्थिर करने के लिए सीआरआर को घटाते हुए पुनर्वित्त सुविधाओं को बढ़ाया। एकल अंकीय स्तर तक नरम होने के पश्चात यह दर पुनः कठोर हो गयी और जनवरी 1998 में इसने 29 प्रतिशत के स्तर को छू लिया। जो विदेशी मुद्रा बाजार के दबाव को सहज करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि को बढ़ाने को दर्शाती है। उद्वेगशीलता की इन घटनाओं को छोड़कर, मांग दरें आम तौर पर 1990 के दशक में स्थिर बनी रहीं। जून 2000 में एलएएफ को अपनाये जाने के बाद मांग दर काफी नरम होकर सितम्बर 2004 में 4.5 प्रतिशत जितने निम्न स्तर पर आ गयी जो बढ़े हुए पूंजी प्रवाहों के बाद प्रणाली में चलनिधि की सुधरी हुई स्थिति को दर्शाती है। तथापि दिसम्बर 2005 में यह फिर कुछ दबाव में आ गयी जिसका कारण था - आइएमडी की चुकौतियां और अंशतः मौद्रिक स्थिति को तंग करने के कारण फरवरी 2007 में लगभग 7 प्रतिशत तक पहुँच गयी (चार्ट III.5) <sup>11</sup>। एलएएफ को शुरू करने तथा इसके परिणामस्वरूप रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि के प्रबन्धन में आये सुधार के कारण मांग दरों में उद्वेगशीलता पूर्ववर्ती अवधियों की तुलना में काफी गिर गयी है। मध्यमान दर लगभग आधी रह गयी है, जो अप्रैल 1993-मार्च 1996 के दौरान रही 11 प्रतिशत से गिरकर अप्रैल 2000 - मार्च 2007 के दौरान लगभग 6 प्रतिशत रह गयी।

मांग दरों के सह-गुणांक द्वारा मापे गये अनुसार भी उद्वेगशीलता इसी अवधि के दौरान 0.6 से आधा गिरकर 0.3 रह गयी। इस प्रकार, जहाँ सी आर आर और एसएलआर जैसी सांविधिक पूर्वक्रय तथा प्रारक्षित निधियां बनाये रखना इस अवधि के मुख्य कारक थे जिन्होंने सुधार-पूर्व अवधि में मांग दरों को प्रभावित किया; वहीं अन्य बाजार घटकों मुख्यतः विदेशी मुद्रा बाजार तथा रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबन्ध परिचालनों के साथ-साथ सरकारी प्रतिभूति बाजार में हुई गतिविधियां सुधारोत्तर अवधि में मांग दरों के मुख्य प्रेरक रही हैं। यह बढ़े हुए बाजार के एकीकरण तथा रिजर्व बैंक द्वारा बेहतर चलनिधि प्रबन्धन को दर्शाता है।

3.105 मांग मुद्रा बाजार का एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार में रूपान्तरण होने के साथ, मांग / नोटिस मुद्रा बाजार में कुल कारोबार काफी गिर गया है। यह गतिविधि अन्य रात्रिभर के लिए सम्पार्श्विकीकृत बाजार घटकों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ की ओर चली गयी है। मांग मुद्रा बाजार में दैनिक औसत कुल कारोबार जो 2001-02 में 35,144 करोड़ रु. का था 2004-05 में गिरकर 14,170 करोड़ रु. का रह गया, परन्तु यह पुनः बढ़कर 2006-07 में 21,725 करोड़ रु. का हो गया। मांग मुद्रा बाजार में कुल कारोबार में हाल ही में आयी यह वृद्धि खाद्येतर ऋण में हुई निरन्तर वृद्धि की पृष्ठभूमि में हाल के वर्षों में बैंक ऋण और बैंक जमाराशियों में वृद्धि के बीच आये असंतुलन के पश्चात बाजार गतिविधि की बढ़ी हुई आम प्रवृत्ति को दर्शाती है।

चार्ट III.5: मांग मुद्रा दर



#### मीयादी मुद्रा बाजार

3.106 मीयादी मुद्रा बाजार असम्पार्श्विकीकृत मुद्रा बाजार का एक दूसरा घटक है। इस घटक में मीयाद की अवधि 15 दिनों से लेकर एक साल तक है। मीयादी मुद्रा बाजार भारत में कुछ निष्क्रिय रहा है। यह 1980 के दशक के बाद के वर्षों तक पूर्णतः विनियमित बाजार रहा है जिसमें विभिन्न मीयादों के दायरों में उच्चतम ब्याज दरें (10.5-11.5 प्रतिशत) रही हैं। ऐतिहासिक रूप से अन्तर्बैंक देयताओं पर सांविधिक पूर्व-क्रयों, विनियमित ब्याज दर संरचना, वित्तपोषण की नकदी ऋण प्रणाली, मांग मुद्रा दरों में उच्च स्तर की उद्वेगशीलता, क्षेत्र विशेष के लिए पुनर्वित्त की उपलब्धता, अपर्याप्त आस्ति-देयता प्रबन्ध (एलएएम) का बैंकों में अनुशासन तथा अलग-अलग मीयादों के लिए मुद्रा बाजार की लिखतों की कमी को मुख्य कारकों के रूप में बताया गया जिन्होंने मीयादी मुद्रा बाजार के विकास में बाधा पहुंचायी।

3.107 मीयादी मुद्रा बाजार को सक्रिय करने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक द्वारा कई नीति सम्बंधी उपाय किये गये। वागुल कार्य दल की सिफारिशों

<sup>11</sup> मांग मुद्रा दर मार्च 2007 के उत्तरार्ध में बढ़ गयी (लगभग 20 प्रतिशत तक) जो अग्रिम कर के भुगतान के फलस्वरूप प्रणाली से चलनिधि के बहिर्गम, वर्ष के अंत में होने वाले कारणों, ऋण के लिए निरन्तर मांग तथा सभी बैंकों के बीच सरकारी प्रतिभूतियों की धारिताओं के असमान वितरण के कारण चलनिधि की तेज स्थिति को दर्शाती है।

के अनुसरण में इस बाजार में नियंत्रित ब्याज दरों की प्रणाली को 1989 में समाप्त कर दिया गया। इस घटक को प्रोन्नत करने के लिए 1993 में कुछ चुनिंदा वित्तीय संस्थाओं को 3-6 माह की अवधि के लिए मीयादी मुद्रा बाजार से उधार लेने की अनुमति दी गयी। 15 दिनों से 1 साल तक की मूल मीयादी मुद्रा को अगस्त 2001 से सीआरआर से मुक्त कर दिया गया। इसके अलावा मीयादी मुद्रा बाजार में मांग/नोटिस मुद्रा बाजार से भिन्न लेनदेनों के लिए कोई सीमा निर्धारित नहीं की गयी।

**3.108** विभिन्न सुधारों के बावजूद, इस घटक में औसत दैनिक कुल कारोबार काफी निम्न बना रहा। 2001-02 के 195 करोड़ रु. से थोड़ा-सा बढ़कर यह 2006-07 में 1,012 करोड़ रु. का हो गया। मुद्रा बाजार के इस घटक के विकास में जो कारक अभी भी बाधा बने हुए हैं, वे हैं - (i) सहभागियों की मध्यम अवधि में ब्याज दर अपेक्षाएं बनाने में असमर्थता, जिसके कारण उनमें यह प्रवृत्ति देखी गयी कि वे अपने आप को अल्पावधि के लिए ही सीमित रखते हैं, (ii) अल्पावधि संसाधनों के सम्बंध में सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों के पास अक्सर निधियां अधिशेष में तथा विदेशी बैंकों के पास निधियों की कमी के रूप में चलनिधि का वितरण असमान रहा। चूंकि जिन बैंकों के पास निधियों की कमी रहती है वे मांग/नोटिस मुद्रा पर अत्यधिक निर्भर रहते हैं, और अधिकांशतः अधिशेष निधियों वाले बैंक अपनी निवेश की सीमाएं उनमें लगा देते हैं, (iii) कम्पनियों की 'ऋण' की तुलना में 'नकदी ऋण' को वरीयता प्रायः बैंकों को अपनी भारी राशि मांग/नोटिस मुद्रा बाजार में नियोजित करने हेतु बाध्य कर देती है, न कि मीयादी मुद्रा बाजार में जिससे कि कम्पनियों की ओर से आने वाली अचानक मांग को पूरा किया जा सके; (iv) बैंकों द्वारा प्रदान की गयी मीयादी जमाराशियों की न्यूनतम परिपक्वता अवधि में निरन्तर कटौती; तथा (v) बैंकों की ओर से यह प्रवृत्ति कि वे अपनी अधिशेष राशि मीयादी मुद्रा बाजार में नियोजित करने के बजाए एलएएफ की नीलामियों में लगाना ज्यादा पसंद करते हैं, जो उनकी जोखिम से बचने की प्रवृत्ति को दर्शाती है।

**3.109** यह व्यापक रूप से स्वीकार कर लिया गया है कि अपनी चलनिधि के प्रबन्धन के लिए बैंकों को एक गहन तथा तरल मीयादी मुद्रा बाजार तथा एक अधिक सहज रुपया आय वक्र चाहिए। हाल ही के सुधारों के उपाय जैसे मांग/नोटिस मुद्रा बाजार से गैर-बैंकों को चरणबद्ध रूप में निकालना तथा बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के लिए विवेक-सम्मत मांग/नोटिस मुद्रा की निवेश की सीमाएं निर्धारित करना आदि से ऐसी आशा है कि बाजार सहभागी बाजार के अन्य घटकों में स्थान्तरित हो जायेंगे। एक दक्ष रिपो बाजार का विकास मीयादी मुद्रा बाजार सहित सभी निश्चित आय घटकों को आधार दर प्रदान कर सकता है। पारदर्शिता में सुधार लाने, दक्षता को बढ़ाने, तथा मीयादी मुद्रा बाजार में बेहतर मूल्यों की खोज की प्रक्रिया को सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से मुद्रा बाजार पर तकनीकी कार्यदल ने यह सिफारिश की थी कि मीयादी मुद्रा संबंधी लेनदेन भी स्क्रीन आधारित वार्तालय उद्भूत भाव से प्रेरित प्लेटफार्म पर किये जाएं।

### बाजार रिपो

**3.110** रिपो (पुनर्खरीद करार) लिखतें ऋण लिखतों की बिक्री के माध्यम से संपार्श्विक (जमानती) अल्पावधि उधार को समर्थ बनाती हैं। रिपो लेनदेन के अन्तर्गत प्रतिभूति को इसे पूर्व निर्धारित तारीख और दर पर पुनः खरीद के करार के साथ बेचा जाता है। रिवर्स-रिपो रिपो के बिल्कुल विपरीत है तथा किसी प्रतिभूति की, साथ ही साथ पुनः बिक्री की वचनबद्धता के साथ, खरीद है।

**3.111** विकसित वित्तीय बाजारों में पुनर्खरीद करारों (रिपो) को एक बहुत ही उपयोगी मुद्रा बाजार लिखत के रूप में माना जाता है जो बैंकों, वित्तीय संस्थाओं प्रतिभूति एवं निवेश फर्मों जैसे बाजार सहभागियों के अलग-अलग प्रकार की श्रेणियों (वर्गों) के बीच अल्पावधिक चलनिधि का समायोजन करने में समर्थ बनाती है। पूर्णतः मांग/नोटिस /मीयादी मुद्रा लेनदेनों की तुलना में, जोकि गैर-जमानती है, रिपो प्रतिभूतियों से पूर्णतः जमानती है। इस प्रकार यह बेहतर नमनीयता तथा न्यूनतम चूक-जोखिम प्रदान करती है। इसके अलावा, अन्य जमानती लिखतों की तुलना में रिपो के और भी अन्य लाभ हैं। एक, जहाँ जमानती उधार देने की अन्य लिखतों का अधिकार (हक) लेने में समय लगता है और उसकी प्रक्रिया भी अनिश्चित है, वहीं रिपो में पात्र प्रतिभूतियों के स्वामित्व का कानूनी अन्तरण साथ ही साथ हो जाता है। दूसरे, यह मुद्रा और सरकारी प्रतिभूति बाजारों के बीच बेहतर एकीकरण को प्रोन्नत करने में मदद करता है, यह एक अधिक सतत आय वक्र को निर्मित करता है। इसके अतिरिक्त, रिपो का प्रयोग सरकार के नकदी प्रबन्ध के लिए भी किया जा सकता है (ग्रे 1998)। सारे विश्व में केन्द्रीय बैंक रिपो का प्रयोग बाजार को संतुलित करने के लिए एक अत्यधिक सशक्त तथा लचीली लिखत के रूप में करते हैं। चूंकि यह बाजार आधारित लिखत है, अतः यह मौद्रिक नीति के आवयवक्र की अल्प अवधि के लिए एक अप्रत्यक्ष लिखत के प्रयोजन को पूरा करती है।

**3.112** चूंकि प्रतिभूतियों में वायदा लेनदेन पर भारत में प्रतिबंध था, अतः सहभागियों और लिखतों की दृष्टि से विनियमित परिस्थितियों में रिपो की अनुमति दी गयी। इस बाजार में सुधारों में संस्थाओं और लिखतों दोनों को शामिल किया गया है। बैंक और गैर-बैंक दोनों को इस बाजार में अनुमति दी गयी। सभी सरकारी प्रतिभूतियां और पीएसयू बांड अप्रैल 1988 तक रिपो के लिए पात्र थे। अप्रैल 1988 से मध्य जून 1992 के बीच सभी सरकारी प्रतिभूतियों में केवल अन्तर्बैंक रिपो की अनुमति दी गयी। डबल तैयार शुदा (रेडी) वायदा लेनदेन इस सारी अवधि के दौरान रिपो बाजार के भाग थे। अप्रैल 1992 में पकड़ में आयी प्रतिभूतियों के लेनदेन में अनियमिताओं के पश्चात् खजाना बिलों को छोड़कर सभी प्रतिभूतियों में रिपो पर पाबंदी लगा दी गयी, जबकि डबल रेडी वायदा लेनदेनों पर पूर्णतः प्रतिबंध लगा दिया गया। केवल बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के साथ रिपो की अनुमति थी। रिपो बाजार को पुनः सक्रिय करने के लिए रिजर्व बैंक ने क्रमिक रूप से केन्द्र सरकार की सभी दिनांकित



प्रतिभूतियों, खजाना बिलों, और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में रिपो सुविधा की अनुमति दी। रिपो परिचालन शुरू करने से पहले अपने संविभाग में प्रतिभूतियां वास्तव में रखना अनिवार्य था। रिपो बाजार को सक्रिय करने तथा पारदर्शिता को बढ़ाने के लिए रिजर्व बैंक ने विनियामक सुरक्षोपाय लागू कर दिये जैसे कि 1995-96 के दौरान सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली की शुरुआत। रिजर्व बैंक ने एसजीएल खाता रखने वाले सभी गैर-बैंक संस्थाओं को इस मुद्रा बाजार घटक में भाग लेने की अनुमति दी। इसके अलावा, ऐसी गैर-बैंक वित्तीय कम्पनियों, पारस्परिक निधियों, आवास वित्त कम्पनियों और बीमा कम्पनियों को भी जो एसजीएल खाते नहीं रखे हुई थीं, अपने अभिरक्षकों (कस्टोडिनों) के साथ रखे 'श्रेष्ठ प्रतिभूति' (गिल्ट) खातों के माध्यम से मार्च 2003 से रिपो लेनदेन करने की अनुमति रिजर्व बैंक द्वारा दी गयी। मांग मुद्रा बाजार से चरणबद्ध रूप में गैर-बैंक संस्थाओं के निकल जाने से रिपो के बढ़ते उपयोग के चलते रिजर्व बैंक ने मार्च 2003 में व्यापक एक समान लेखांकन मार्गदर्शी निदेश तथा दस्तावेजीकरण नीति जारी की। इसके अलावा अप्रैल 2004 में सरकारी प्रतिभूतियों में निपटान के सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली III की पद्धति ने (जो प्रतिभूतियों का निपटान तथा निधियों का अन्तरण निवल आधार पर करती है) सरकारी प्रतिभूतियों में रिपो लेनदेनों के रोल ओवर करने को सुविधाजनक बनाया तथा बाजार सहभागियों को अपनी सम्पार्श्विकों (जमानतों) के प्रबन्धन में नमनीयता प्रदान की।

**3.113** बैंकों के लिए मांग/सूचना बाजार में उधार लेने / देने पर विवेकसम्मत सीमाएं लगाये जाने के साथ-साथ वार्ततय लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) तथा भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआइएल) का परिचालन शुरू हो जाने ने भी बाजार-रिपो के विकास में सहायता की। इसको दर्शाते हुए रिपो लेनदेनों का औसत दैनिक कुल कारोबार (रिजर्व बैंक के अलावा) अप्रैल 2001 के दौरान 11,311 करोड़ रु. से तेजी से बढ़कर जून 2006 में 42,252 करोड़ रु. का हो गया जो मांग/नोटिस बाजार से गैर-बैंक सहभागियों को चरणबद्ध रूप में हटाये जाने की प्रक्रिया, जो अगस्त 2005 तक पूर्ण कर ली गयी थी, के अनुरूप है। इसके पश्चात, इस घटक में कुल कारोबार कम हो गया। इस घटक में, पारस्परिक निधियाँ तथा कुछ विदेशी बैंक निधियों के प्रमुख आपूर्तिकर्ता हैं, जबकि कुछ विदेशी बैंक, निजी क्षेत्र के बैंक तथा प्राथमिक व्यापारी प्रमुख उधारकर्ता हैं।

*सम्पार्श्विकीकृत (जमानती) उधार लेने और उधार देने सम्बन्धी दायित्व (सीबीएलओ)*

**3.114** सीबीएलओ को मुद्रा बाजार की लिखत के रूप में सीसीआइएल द्वारा 20 जनवरी 2003 को परिचालन में लाया गया था। इस उत्पाद को चालू करने का उद्देश्य उन बाजार सहभागियों के लिए अल्पावधिक चलनिधि प्रबन्धन के लिए एक वैकल्पिक अवसर प्रदान करना था जिन्हें मांग मुद्रा बाजार में प्रतिबंधित कर दिया गया था तथा/अथवा चरणबद्ध रूप में बाहर निकाल दिया गया था। यह बाजार बहुत तेजी से गुमनाम लेनदेन प्रणाली के लाभों को लेने में तैयार हो गया। पारस्परिक निधियां तथा

सहकारी बैंक इस योजना के प्रमुख हिताधिकारी थे। बेनामी, आदेश-प्रेरित तथा ऑन लाइन मैचिंग प्रणाली भारतीय ऋण बाजार की प्रगति में मील का पत्थर थी।

**3.115** अगस्त 2005 से मांग मुद्रा बाजार का (प्राथमिक व्यापारियों के साथ) एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण तथा मांग मुद्रा बाजार में बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों द्वारा उधार लेने/उधार देने पर विवेक-सम्मत सीमाएं लगाये जाने से यह गतिविधि सीबीएलओ घटक में चली गयी है क्योंकि यह बाजार सहभागियों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि का प्रबन्धन करने में समर्थ बनाती है। तदनुसार, सीबीएलओ घटक में औसत दैनिक कुल कारोबार 2003-04 के 515 करोड़ रु. से बढ़कर 2006-07 के दौरान 32,390 करोड़ रुपये का हो गया। कुल कारोबार में इस वृद्धि का आंशिक कारण इसके सहभागियों की संख्या जुलाई 2003 के 30 से बढ़कर मार्च 2007 में 153 हो जाने को माना जा सकता है। बाजार सहभागियों की संरचना का परिवर्तन हुआ है क्योंकि पारस्परिक निधियां और बीमा कम्पनियां सीबीएलओ बाजार के प्रमुख उधारदाता बनकर उभरी हैं, जबकि राष्ट्रीयकृत बैंक, प्राथमिक व्यापारी तथा गैर-वित्तीय कम्पनियां 2006-07 के दौरान प्रमुख उधारकर्ता बनकर। इस प्रकार सीबीएलओ तथा बाजार रिपो (संपार्श्विकीकृत घटक) अब मुद्रा बाजार के प्रमुख घटक बनकर उभरे हैं और इन दोनों का संयुक्त अंश 2006-07 में कुल कारोबार में लगभग 70 प्रतिशत है।

**3.116** चूंकि सीबीएलओ घटक में उधार लेना पूर्णतः जमानती है, अतः उस घटक में दरें रिपो दरों से तुलनीय रहना अपेक्षित है। रात्रिभर के लिए मांग, रिपो तथा सीबीएलओ बाजारों में जनवरी 2003 से मार्च 2007 तक दैनिक औसत दरें यह दर्शाती हैं कि सीबीएलओ दरें सहभागियों की सीमित संख्या होने के कारण नवम्बर 2003 तक मांग और रिपो दरों के बीच घटती बढ़ती रहीं। नवंबर 2003 से प्रतिभागियों की संख्या बढ़ने के कारण सीबीएलओ दरें रिपो दरों के अनुरूप रही हैं। सीबीएलओ घटक के पारदर्शी स्वरूप तथा लेनदेनों के तत्काल समय पर निपटान ने मुद्रा बाजार में दक्षता बढ़ाने में मदद की है।

*खजाना बिल*

**3.117** भारत में, सुधारों को लागू करने से पूर्व 91 दिवसीय खजाना बिल बट्टे की एक नियंत्रित दर पर, जिसे जुलाई 1974 से 4.6 प्रतिशत पर निश्चित किया गया था, खुले (टेप) आधार पर बेचे जाते थे। तथापि वे ब्याज की नियंत्रित दरों के स्वरूप के कारण मुद्रा बाजार के उपयोगी लिखत के रूप में नहीं उभर सके जो क्रेता के दृष्टिकोण के बजाए विक्रेता के दृष्टिकोण को दर्शाता है। इस घटक में सुधार की प्रक्रिया नवम्बर 1986 में 182 दिवसीय खजाना बिलों के चालू किये जाने से शुरू हुई। इसके बाद टेप पर खजाना बिलों को बेचे जाने की परम्परा चरणबद्ध रूप में समाप्त कर दी गयी तथा 91 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी की प्रथा प्रारम्भ हुई। मुद्रा बाजार का विकास करने के लिए अन्य उपायों के साथ-साथ

मुद्रा बाजार की संस्था के रूप में डीएफएचआई के गठन ने 91 दिवसीय खजाना बिलों को एक महत्वपूर्ण बाजार घटक के रूप में उभरने के लिए आधार तैयार किया। 364 दिवसीय मीयाद वाले खजाना बिल अप्रैल 1992 से शुरू किये गये तथा नीलामी द्वारा निर्धारित बड़ा दर पर प्रस्तुत किये गये। बाद में 91 दिवसीय खजाना बिल नीलामी आधार पर बेचे जाने की शुरुआत जनवरी 1993 से की गयी। 91 दिवसीय तदर्थ खजाना बिलों की भी प्रणाली थी जो सिद्धान्ततः अस्थायी विसंगतियों को पूरा करने के लिए केन्द्र सरकार द्वारा रिजर्व बैंक को जारी किये गये। तथापि वास्तव में वे राजकोषीय घाटे के मौद्रीकरण के माध्यम से केन्द्र सरकार की संसाधनगत आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए एक स्थायी स्रोत बन गये। अप्रैल 1997 में एक प्रमुख सुधार हुआ जब तदर्थ खजाना बिलों की प्रणाली समाप्त कर दी गयी और 14 दिवसीय तत्कालिक खजाना बिल तथा नीलामी बिल शुरू किये गये ताकि सरकार द्वारा नकदी का प्रबन्धन किया जा सके तथा राज्य सरकारों तथा कुछ विदेशी केन्द्रीय बैंकों को निवेश के लिए बेहतर अवसर प्रदान कराये जा सकें। इस प्रकार खजाना बिल भिन्न-भिन्न मीयाद वाले शुरू किये गये ताकि तरलता प्रदान करने के लिए बाजार का समेकन किया जा सके। साथ ही उन पर आय को नीलामियों के माध्यम से बाजार द्वारा निर्धारित बनाया गया ताकि अन्य अल्पावधिक बाजार लिखतों के लिए उनका उपयोग बेंचमार्क के रूप में किया जा सके।

3.118 अब रिजर्व बैंक 91 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी केन्द्र सरकार की ओर से साप्ताहिक आधार तथा 182 दिवसीय खजाना बिलों (अप्रैल 2005 में पुनः शुरू किये गये) तथा 364 दिवसीय खजाना बिलों की नीलामी पाक्षिक आधार पर की जाती है। खजाना बिल बाजार मुद्रा बाजार के विकास के केन्द्र में हैं, अतः रिजर्व बैंक इस बाजार घटक पर विशेष ध्यान देता रहा है। नीलामी के लिए निर्धारित राशियां अब पहले से ही निर्धारित होती हैं तथा गैर-प्रतिस्पर्धी सहभागियों से प्राप्त बोलियां इस अधिसूचित राशि से अप्रैल 1998 से बाहर रखी जाती हैं। भुगतान की तारीखों को नीलामियों के बाद शुकवार को तारीखवार क्रमबद्ध किया जाता है ताकि अलग-अलग मीयाद वाली प्रतिमोच्य स्टॉक को क्रमबद्ध किया जा सके तथा खजाना बिलों में द्वितीयक बाजार को सक्रिय बनाया जा सके। खजाना बिलों को तरलता प्रदान करने के लिए और साथ ही निवेशकों को इन बिलों को नीलामियों के बीच की अवधि में प्राप्त करने में समर्थ बनाने के लिए प्राथमिक व्यापारी दैनिक आधार पर अपनी बोली और बड़ा दरों को प्रस्तुत करते हैं।

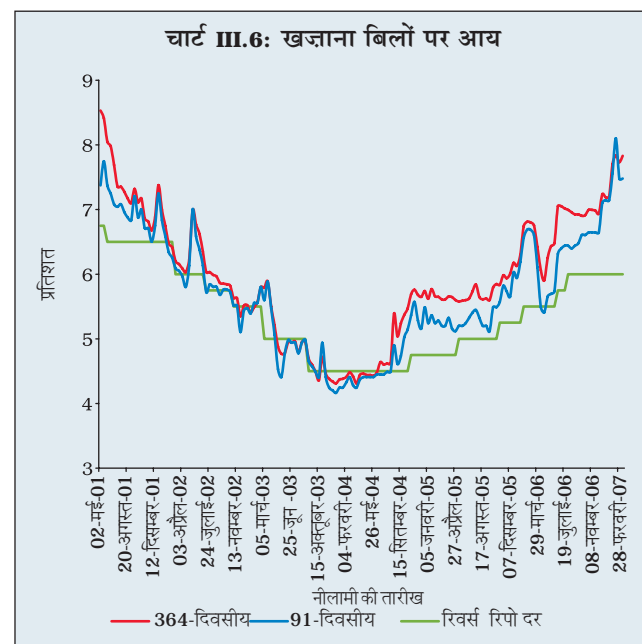
3.119 रिजर्व बैंक के पास सरकारी प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक को देखते हुए, जोकि निष्प्रभावीकरण के प्रयोजनों के लिए खुले बाजार के परिचालनों की सीधी खरीद के लिए एक बाधा रही है, खजाना बिलों को बाजार स्थिरकरण योजना (एमएसएस) के अन्तर्गत जारी किये जाने के लिए पात्र बनाया गया। एमएसएस के अन्तर्गत खजाना बिलों की अधिसूचित राशि उस समय विद्यमान चलनिधि की स्थिति को देखते हुए वर्ष के दौरान

अलग-अलग रही है। खजाना बिलों की प्राथमिक बाजार की आय 2005-06 के दौरान उच्चतर रही जो एलएएफ में ब्याज दरों की घटबढ़ तथा तरलता की स्थिति को दर्शाती है। सितम्बर 2005 से प्राथमिक आय का और कठोर हो जाना, मुख्यतः नकदी के लिए त्र्यौहारों की मांग, तिमाही अग्रिम कर की अदायगी के कारण चलनिधि के बहिर्गम तथा 29 दिसम्बर 2005 को 'आईएमडी' मोचन तथा सुदृढ़ ऋण मांग को दर्शाता है (चार्ट III.6)। इस प्रकार खजाना बिलों ने न केवल सरकार को अपने नकदी प्रबन्धन में सहायता की है, बल्कि एमएसएस के अन्तर्गत निष्प्रभावीकरण के प्रयोजन के लिए प्रभावी रूप से भी इसका उपयोग किया गया है। तथापि निष्प्रभावीकरण के इन लिखतों के निरन्तर उपयोग ने अन्य मुद्रा बाजार की लिखतों के लिए बेंचमार्क की उनकी भूमिका को कम आंका।

3.120 रिजर्व बैंक विकसित होती हुई चलनिधि की स्थितियों के अनुसार खजाना बिलों की नीलामी के लिए घोषित राशि को संशोधित करता रहता है। 2006-07 में अपेक्षाकृत तंग चलनिधि की स्थितियों को दर्शाते हुए बोली-(बिक्री) - खरीद अनुपात आम तौर पर गिर गया, विशेषकर, 91 दिवसीय और 182 दिवसीय खजाना बिलों के सम्बंध में (सारणी 3.4)।

#### वाणिज्यिक पत्र

3.121 वाणिज्यिक पत्र (सीपी) प्रोमिसरी नोट के रूप में जारी किया जाता है, जो सीधे निर्गमकर्ता द्वारा निवेशक को बेचा जाता है अथवा उधारकर्ताओं जैसे मर्चेन्ट बैंकों और प्रतिभूति गृहों द्वारा एजेंटों के माध्यम से बेचे जाते हैं। जब यह कम्पनी उधारकर्ताओं द्वारा सीधे निवेशकों को मुद्रा बाजार में और प्रतिभूतिकरण के माध्यम से बेचा जाता है, तो बैंक के कार्यान्वयन कार्य को निकाल दिया जाता है। वागुल समिति की सिफारिशों के अनुसरण में भारत में सीपी का चलन जनवरी 1990 से शुरू हुआ





**सारणी 3.4: खजाना बिल - प्राथमिक बाजार**

माह	अधिसूचित राशि (करोड़ रु.)	न्यूनतम कट ऑफ मूल्य पर औसत निहित आय (प्रतिशत)			औसत बोली-कवर अनुपात *		
		91-दिन	182-दिन	364-दिन	91-दिन	182-दिन	364-दिन
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>2005-06</b>							
अप्रैल	19,000	5.17	5.36	5.62	4.03	4.48	2.54
मई	15,000	5.19	5.35	5.58	3.30	3.37	2.29
जून	18,500	5.29	5.37	5.61	1.54	2.42	1.81
जुलाई	11,500	5.46	5.67	5.81	1.21	1.79	1.68
अगस्त	21,000	5.23	5.42	5.63	3.07	2.68	2.54
सितंबर	23,000	5.24	5.37	5.70	1.52	1.45	1.61
अक्टूबर	15,000	5.50	5.71	5.84	1.69	1.53	3.44
नवंबर	11,000	5.76	5.85	5.96	2.12	1.92	2.30
दिसंबर	5,000	5.89	6.00	6.09	3.07	2.97	2.36
जनवरी	5,000	6.25	6.22	6.21	2.86	2.83	2.72
फरवरी	5,000	6.63	6.74	6.78	3.04	2.07	2.71
मार्च	6,500	6.51	6.66	6.66	4.17	3.43	3.36
<b>2006-07</b>							
अप्रैल	5,000	5.52	5.87	5.98	5.57	4.96	2.02
मई	18,500	5.70	6.07	6.34	1.88	1.84	1.69
जून	15,000	6.14	6.64	6.77	1.63	1.35	2.11
जुलाई	16,500	6.42	6.75	7.03	1.82	1.55	3.12
अगस्त	19,000	6.41	6.70	6.96	2.03	2.71	3.48
सितंबर	15,000	6.51	6.76	6.91	1.35	1.80	2.92
अक्टूबर	15,000	6.63	6.84	6.95	1.31	1.20	2.02
नवंबर	18,500	6.65	6.92	6.99	1.33	1.22	2.49
दिसंबर	15,000	7.01	7.27	7.09	1.19	1.29	3.34
जनवरी	19,000	7.28	7.45	7.39	1.02	1.35	1.74
फरवरी	15,000	7.72	7.67	7.79	2.48	2.56	3.16
मार्च	15,000	7.68	7.98	7.90	2.08	2.15	3.87

\* : अधिसूचित राशि की तुलना में प्रतिस्पर्धी बोलियों की प्राप्त राशि का अनुपात

**टिप्पणी :** 1. 182 दिवसीय खजाना बिल 6 अप्रैल 2005 से पुनः शुरू किये गये।  
2. अधिसूचित राशि में एमएसएस के अन्तर्गत जारी निर्गम भी शामिल हैं।

ताकि उच्च साख दर (श्रेणी) वाले गैर-बैंक कम्पनी उधारकर्ता अल्पावधि की उधारियों के अपने संसाधनों को विशाखीकृत कर सकें और साथ ही निवेशकों को अतिरिक्त लिखत उपलब्ध करा सकें। सीपी पर ब्याज दर कूपन हो सकता है, परन्तु आम तौर पर इसे बट्टे पर बेचा जाता है। चूंकि सीपी पूर्णतः अन्तरणीय है अतः बैंक, वित्तीय संस्थान, बीमा कम्पनियों तथा अन्य अपनी अल्पावधिक अधिशेष निधियों को अत्यधिक तरल लिखतों में आकर्षक प्रतिलाभ की दरों पर निवेश कर सकते हैं।

3.122 सीपी को जारी करने से संबंधित शर्तें जैसे पात्रता, मीयाद की अवधियां और निर्गम के तरीके रिजर्व बैंक द्वारा वर्षों से धीरे-धीरे शिथिल किये जाते रहे हैं। न्यूनतम अवधि को चरणबद्ध रूप में घटाकर सात दिन कर दिया गया है (अक्टूबर 2004 तक) और न्यूनतम आकार को घटाकर अलग-अलग निर्गम के लिए और अलग-अलग निवेश के लिए रु.5 लाख तक कर दिया गया है ताकि इसे अन्य मुद्रा बाजार लिखतों के अनुरूप बनाया जा सके। सीपी के निर्गम की सीमा सर्वप्रथम अधिकतम अनुमत-योग्य बैंक वित्त एमपीबीएफ की सीमा से निकाली गयी और बाद में केवल इसके नकदी ऋण

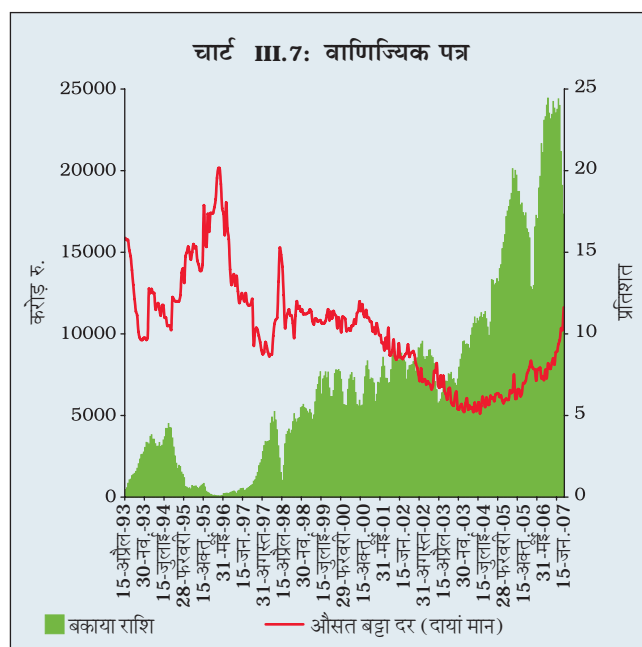
के अंश तक के लिए। सीपी बाजार को स्वतंत्रता प्रदान करने के एक उपाय के रूप में एक प्रमुख सुधार तब किया गया जब नकदी ऋण सीमा को बहाल करने तथा प्रतिभूति की परिपक्वता पर निर्गम-कर्ता को निधियों की गारंटी देने की 'स्टैंडबाई (तैयार) सुविधा' अक्टूबर 1994 में वापस ले ली गयी। चूंकि एमपीबीएफ के नकदी ऋण अंश में कटौती ने सीपी बाजार के विकास में बाधा डाली, अतः सीपी के निर्गम को अक्टूबर 1997 में नकदी ऋण सीमा से असम्बद्ध कर दिया गया। सेवा क्षेत्र के निर्गमकर्ताओं को अपनी अल्पावधिक कार्यकारी पूंजी की जरूरतों को पूरा करने में समर्थ बनाने की दृष्टि से इसे अक्टूबर 2000 में अपने आप में स्वतंत्र (स्टैंड अलोन) बना दिया गया। बैंकों को यह अनुमति दी गयी कि वे कम्पनियों के वित्त, जिसमें सीपी भी शामिल है, के संसाधन पैटर्न (स्वरूप) को हिसाब में लेते हुए कार्यकारी पूंजी की सीमाएं निर्धारित करें। कम्पनियों, प्राथमिक व्यापारियों तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थानों को विशिष्ट शर्तों के अधीन रिजर्व बैंक द्वारा यह अनुमति दी गयी है कि वे सीपी के निर्गम के माध्यम से अल्पावधिक संसाधन जुटा सकते हैं। सीपी के लिए कोई अवरुद्ध अवधि नहीं है। इसके अलावा, ऐसे मार्गदर्शी दिशा-निर्देश जारी किये गये जिनमें 30 जून 2001 से सीपी को केवल डीमेट

फार्म में ही जारी किया जा सकता है। इसने उनकी लेनदेन की लागत में कमी कर दी है। जब भी सम्भव हो सीपी निर्गम की विभिन्न प्रक्रियाओं, उनके निपटान और दस्तावेजीकरण को तर्क-सम्मत और मानक बनाने की दृष्टि से अनेक उपाय किये गये ताकि निपटान को T+1 दिन के आधार पर पूरा किया जा सके। इस बाजार को और गहन बनाने की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने 4 अप्रैल 2005 को मानक आस्तियों के प्रतिभूतिकरण पर ड्राफ्ट मार्गदर्शी दिशा-निर्देश जारी किये। तदनुसार एनएसडी प्लेटफार्म पर निर्गमकर्ता और अदाकर्ता एजेंट द्वारा सीपी के निर्गम की रिपोर्टिंग 16 अप्रैल 2005 से शुरू हुई। एफसीएसी की राय थी कि सीपी के अल्पावधिक लिखत होने के कारण, असीमित मात्रा में निर्गमों की छूट दिये जाने से उनका अल्पावधिक ऋण प्रवाहों पर प्रभाव पड़ सकता है। अतः यह सिफारिश की गयी कि पूर्ण परिवर्तनीयता के अन्तर्गत भी इस पर विवेक-सम्मत सीमाएं लगायी जायें।

**3.123** सीपी के निर्गम में आम तौर पर यह देखा गया है कि यह मांग मुद्रा दरों से विपरीत रूप से जुड़ा है। सीपी बाजार की गतिविधि बाजार की तरलता की स्थिति दर्शाती है, क्योंकि इसके निर्गम पर्याप्त चलनिधि की स्थितियों में बढ़ने की प्रवृत्ति दर्शाते हैं जब कम्पनियां बैंकों के उधार देने की दरों से निम्न दरों पर या प्रभावी बट्टा दर पर सीपी के माध्यम से निधियां जुटा सकती हैं। बैंक भी सीपी में निवेश करने को प्राथमिकता देते हैं क्योंकि मांग में मंदी आने पर सीपी की दरें मांग दरों से उच्च होती हैं। इस प्रकार, सीपी की औसत बकाया राशि 1993-94 के दौरान रु.2280 करोड़ से घटकर 1995-96 में 442 करोड़ रु. की रह गयी, वह भी तंग चलनिधि की स्थिति में, परन्तु 2005-06 के दौरान यह बढ़कर 17,285 करोड़ रु. की हो गयी। 2006-07 में यह और बढ़कर 21,314 करोड़ रु. हो गई। पट्टादायी और वित्त कम्पनियां सीपी जारी करने वाली प्रमुख कम्पनियां बनी रहीं। सीपी पर बट्टा दरें भी 2005-06 और 2006-07 में नीतिगत दरों में वृद्धि के अनुकूल बढ़कर उच्च हो गयीं (चार्ट III.7)।

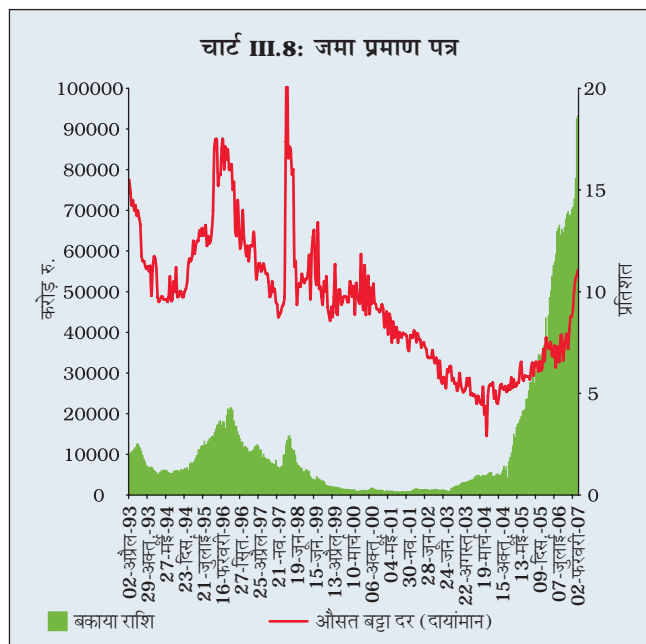
#### जमा प्रमाण पत्र

**3.124** मुद्रा बाजार लिखतों का दायरा बढ़ाने तथा निवेशकों को अपनी अल्पावधिक निधियों को नियोजित करने में महत्तर नमनीयता प्रदान करने की दृष्टि से जून 1989 में जमा प्रमाणपत्र (सीडी) शुरू किये गये। ये अनिवार्यतः चलनिधि की तंगी की अवधि में बैंकों और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं द्वारा प्रतिभूतिकृत अल्पावधिक जमाराशियां हैं जो मीयादी जमाराशियों की तुलना में अपेक्षाकृत कुछ उच्चतर बट्टा दर पर जारी की जाती हैं। सीडी से संबंधित मार्गदर्शी दिशानिर्देश भी समय के साथ-साथ शिथिल किये जाते रहे हैं। उनमें शामिल हैं - (i) सीडी को 1992 में ब्याज दर विनियमन से मुक्त करना; (ii) नरसिंहम समिति (1998) द्वारा की गयी सिफारिशों के अनुसार सीपी और सीडी की मीयादों में एकरूपता लाने के लिए (अप्रैल 2005 में) बैंकों द्वारा जारी सीडी की न्यूनतम मीयाद को घटाकर 7 दिन की कर दिया गया; (iii) चुनिंदा अखिल



भारतीय वित्तीय संस्थाओं को 1 से 3 साल तक की मीयाद के लिए सीडी जारी करने की अनुमति देना; (iv) 16 अक्टूबर 1993 से इसे बाजार द्वारा निर्धारित लिखत बनाने की दृष्टि से पाक्षिक रूप से बकाया सकल जमाराशियों के कुछ अनुपात के रूप में सीडी जारी करने की सीमा को समाप्त करना; (v) निर्गम की न्यूनतम राशि का आकार 1989 के 1 करोड़ रु. से घटाकर जून 2002 में 1 लाख रु. करना; (vi) द्वितीयक बाजार की गतिविधि को नमनीयता तथा गहनता प्रदान करने की दृष्टि से इसकी अन्तरणशीलता की न्यूनतम अवधि के बंधन को समाप्त करना; (vii) 30 जून 2002 से बैंकों और वित्तीय संस्थाओं को सीडी केवल डीमेट फार्म में ही जारी करने की अपेक्षा करना ताकि इसे अधिक पारदर्शिता तथा द्वितीयक बाजार को प्रोत्साहन प्रदान किया जा सके तथा (viii) अक्टूबर 2002 में इस लिखत में नमनीय मूल्य निर्धारण को प्रोन्नत करने के लिए कूपन वाहक लिखत के रूप में सचल दर पर सीडी जारी करने की अनुमति देना। एफसीएसी समिति (तारापोर समिति II) ने पूर्ण परिवर्तनीयता के अन्तर्गत भी सीडी निर्गम को और उदार बनाते समय भी इसके लिए विवेकसम्मत सीमाएं लागू करने की सिफारिश की है।

**3.125** सीडी मार्केट में होने वाली गतिविधियां भी चलनिधि की स्थितियों को प्रतिबिम्बित करती हैं, लेकिन सीपी से भिन्न सीडी के बैंकों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा जारी निर्गम चलनिधि की तंगी की अवधि में बढ़ते हैं। उदाहरण के लिए सीडी की औसत बकाया राशि 1992-93 के दौरान 8,266 करोड़ रु. से बढ़कर 1995-96 में रु.14045 करोड़ की हो गयी तथा यह और बढ़कर जून 1996 में 21,503 करोड़ रु. की हो गयी, जो ऋण में वृद्धि को दर्शाती है। तंग चलनिधि के दूसरे चरण में पूर्व-एशियाई संकट के समय, इस घटक में



बाजार की गतिविधि बढ़ गयी। बाद में बकाया राशि 2001-02 में गिरकर 949 करोड़ रु. की रह गयी, जो भारी पूंजी आगमों की दृष्टि से चलनिधि की सहज स्थिति को दर्शाती है। सीडी की औसत बकाया राशि 2006-07 में पुनः बढ़कर 64,814 करोड़ रु. की हो गयी, क्योंकि बैंकों ने निरन्तर मांग को समर्थन देने के लिए जमासंग्रहण के अपने प्रयासों को बढ़ा दिया। हाल के वर्षों में सीडी की ब्याज दरें नरम हुई हैं और वे मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के अनुरूप हो गयी हैं, हालांकि 2006-07 के दौरान इनमें कुछ तेजी आ गयी थी (चार्ट III.8)।

#### मुद्रा बाजार घटकों में उद्वेगशीलता

3.126 मुद्रा बाजार में सभी विभिन्न लिखतों पर ब्याज दरों की प्रवृत्तियों का विश्लेषण करने पर निम्नलिखित विशेषताएं उभर कर सामने आती हैं। पहली, सुधारों की शुरुआत से मुद्रा बाजार की सभी दरों में पर्याप्त नरमी आयी है जिससे ये मुद्रास्फीति में क्रमिक रूप से आयी गिरावट के अनुकूल हो गयी हैं और वे निम्नमुखी मुद्रास्फीतिगत प्रत्याशाओं को दर्शाती हैं, ब्याज दरों में आयी यह नरमी कुछ अन्य कारणों से भी रही है जैसे उपयुक्त बाजार मध्यस्थकों की स्थापना के माध्यम से बाजार में गहनता का आना, सहभागियों की संख्या में वृद्धि, भारी पूंजी आगमों के कारण चलनिधि की सहज स्थिति तथा नरम ब्याज दर व्यवस्था के लिए विशिष्ट नीतिगत अधिमानता या वरीयता। एलएफ की शुरुआत तथा रिवर्स रिपो और रिपो दरों के एक अनौपचारिक गलियारे (दायरे) की स्थिति बनाये जाने के बाद मांग मुद्रा दरों में उद्वेगशीलता घटी है (सारणी 3.5)। रात्रिभर के लिए मुद्रा बाजार में स्थिरता को नयी लिखतों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ की शुरुआत किये जाने से और सुविधा हुई है। मांग दरों में बढ़ी हुई स्थिरता तथा विभिन्न अन्य सुधारों ने अन्य

#### सारणी 3.5: मुद्रा बाजार की दरों में उद्वेगशीलता

मद	अप्रैल 1993- मार्च 1996	अप्रैल 1996- मार्च 2000	अप्रैल 2000- मार्च 2007
1	2	3	4
<b>मांग मुद्रा</b>			
औसत (प्रतिशत)	11.1	8.0	6.3
एस डी	6.7	3.7	1.9
सीवी	0.6	0.5	0.3
<b>वाणिज्यिक पत्र</b>			
औसत (प्रतिशत)	13.4	11.7	7.8
एस डी	2.6	2.2	1.8
सीवी	0.2	0.2	0.2
<b>जमा प्रमाणपत्र</b>			
औसत (प्रतिशत)	12.2	11.6	6.9
एस डी	2.2	2.4	1.7
सीवी	0.2	0.2	0.2
<b>मीयादी जमा @</b>			
औसत (प्रतिशत)	—	—	6.5
एस डी	—	—	1.4
सीवी	—	—	0.2
<b>बाजार रिपो *</b>			
औसत (प्रतिशत)	—	—	5.4
एस डी	—	—	1.1
सीवी	—	—	0.2
<b>सीबीएलओ *</b>			
औसत (प्रतिशत)	—	—	5.3
एस डी	—	—	1.1
सीवी	—	—	0.2

@ : मई 2001 से मार्च 2007 तक की अवधि के लिए।  
\* : अप्रैल 2004 से मार्च 2007 तक की अवधि के लिए।  
एसडी : मानक विचलन      सीवी : घटबढ़ के सहगुणांक  
टिप्पणी : मासिक औसत आंकड़ों पर गणना की गयी।

बाजार लिखतों जैसे सीपी और सीडी को भी स्थिरता प्रदान की है। मुद्रा नीति में मुख्य मुद्दे के रूप में वित्तीय स्थिरता पर रिजर्व बैंक द्वारा दिये गये बल के अनुरूप उद्वेगशीलता निम्न रही है।

#### ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखत

3.127 ब्याज दर विनियमन ने वित्तीय बाजार के परिचालनों को अपेक्षाकृत दक्ष और मितव्ययी बना दिया है, परंतु साथ ही यह बाजार सहभागियों के लिए विभिन्न जोखिमों के द्वार भी खोलता है। इसने इन जोखिमों के प्रबंधन के लिए जोखिमों को उजागर करते हुए व्युत्पन्नी लिखतों की शुरुआत करने की आवश्यकता पैदा कर दी। इन व्युत्पन्नी संविदाओं के लेनदेन या तो ओवर दि काउंटर (ओटीसी) पर या स्टॉक एक्सचेंज (एक्सचेंज में किये गये लेनदेनों के लिए) में किये जा सकते हैं। ओटीसी संविदाएं सीधे दो पात्र पार्टियों के बीच की जाती हैं; चाहे इनके लिए मध्यस्थकों का प्रयोग किया जाए या नहीं और इनका प्रयोग स्टॉक एक्सचेंज में गये बिना भी किया जा सकता है। दूसरी ओर एक्सचेंज में लेनदेन की गई डेरिवेटिव लिखतों का लेनदेन स्क्रीन आधारित लेनदेन के जरिए मानक उत्पादों की तरह किया जाता है।

3.128 भारत में व्युत्पन्नी लिखतों के लेनदेनों ने जुलाई 1999 से कुछ गतिविधियां देखी हैं जब रिजर्व बैंक ने (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को छोड़कर) अनुसूचित वाणिज्य बैंकों को, प्राथमिक व्यापारियों तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं को अपने तुलनपत्रों में ब्याज दर जोखिमों के प्रबंधन के लिए वायदा दर करार (एफआरए)/ब्याज दर स्वैप (आइआरएस) करने के लिए अनुमति प्रदान की। बाजार को व्यापक बनाने की दृष्टि से पारस्परिक निधियों को अपने तुलनपत्रों के जोखिमों से निपटने के लिए नवम्बर 1999 से हैजिंग प्रयोजन के लिए भाग लेने की अनुमति दी गयी। घरेलू मुद्रा और ऋण बाजार की दरों के अलावा “विदेशी मुद्रा वायदा बाजार में निहित ब्याज दर” का उपयोग बेंचमार्क के रूप में करने की अनुमति अप्रैल 2000 से दी गयी। मुंबई स्टॉक एक्सचेंज (बीएसई) और राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई) में फ्यूचर्स के रूप में एक्सचेंज पर लेनदेन किये गये व्युत्पन्नी लिखतों की अनुमति जून 2000 से दिये जाने के बाद से इस गतिविधि में तेजी आयी।

3.129 प्रारंभ में बैंकों/प्राधिकृत व्यापारियों/ वित्तीय संस्थाओं को एक माह से एक साल तक की अवधि की मीयाद वाले एफआरए/ आइआरएस जैसी लिखतों के माध्यम से प्लेन वनीला के विभिन्न प्रकार के उत्पादों के लेनदेन करने की अनुमति दी गयी। विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम (फेमा), 2000 में बैंकों को अपने ग्राहकों को स्वैप्स, आप्शंस, केप्स, कॉलर्स तथा एफआरए जैसी प्रबंध लिखतों का प्रयोग करने की अनुमति दी गई, ताकि वे विदेशी मुद्रा देयताओं से उभरने वाले ब्याज दर जोखिम को सुरक्षित कर सकें। हालांकि हाल के वर्षों में व्युत्पन्नी लेनदेन काफी तेजी से बढ़ा है, तथापि बाजार अनिवार्यतः वनीला उत्पादों का है। बाजार में सक्रिय सहभागिता भी सीमित है। इसमें मुख्यतः कुछ विदेशी और निजी क्षेत्र के बैंक, पीडी और अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं द्वारा ही भाग लिया जा रहा है। रिजर्व बैंक ने बैंकों तथा प्राथमिक व्यापारियों को अपनी ब्याज दर जोखिमों से प्रभावी रूप से निपटने के लिए जून 2003 से एक्सचेंज में लेनदेन किये जाने वाले ब्याज दर फ्यूचर्स में लेनदेन की अनुमति दी। जहां पीडी को ब्याज दर फ्यूचर्स में हैजिंग की स्थिति बनाने तथा इनमें लेनदेन करने की अनुमति दी गयी, वहीं बैंकों को केवल अपनी उन सरकारी प्रतिभूतियों को [जो बिक्री के लिए उपलब्ध (एफएस)/व्यापार के लिए धारित (एचएफटी) श्रेणीवाले संविभागों में हैं] आइआरएस के माध्यम से केवल हैजिंग करने की अनुमति दी गयी। राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई) ने एक सांकेतिक रूप में 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूति; 3 माह की खजाना बिल दर तथा 10 वर्षीय सरकारी जीरो कूपन पर जून 2003 में फ्यूचर्स की शुरुआत की। तथापि आइआरएस बाजार में गतिविधि में तेजी नहीं आयी जिसका कारण था मूल्यन की समस्या और साथ ही इसलिए भी क्योंकि बैंक को केवल हैजिंग की अनुमति दी गयी थी, लेनदेन करने की नहीं।

3.130 कई संरचनागत खामियों के कारण, जिनमें स्पष्ट लेखांकन और प्रकटीकरण मानक, व्युत्पन्नी लेनदेनों में निहित जोखिमों और उनका प्रयोग

करने की पर्याप्त जानकारी का अभाव, विशेषकर, जो जटिल संरचनाओं में संलग्न हैं, ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों के उपयोग से घिरी कानूनी अनिश्चितताएं तथा कुछ जटिल उत्पादों के संबंध में विनियमन संबंधी अनिश्चितताएं शामिल हैं, ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों में नवोन्मेष सीमित ही रहा है। इन मुद्दों से निपटने के लिए रिजर्व बैंक ने अनेक कार्यदल बनाये।

3.131 रुपया व्युत्पन्नी लिखतों पर कार्य दल (अध्यक्ष: श्री जसपाल बिन्द्रा) जिसने अपनी रिपोर्ट जनवरी 2003 में प्रस्तुत कर दी थी, का गठन रुपया व्युत्पन्नी घटक में केप्स /कॉलर्स /फ्लोर्स जैसी स्पष्ट आप्शंस की विशेषताओं वाली, व्युत्पन्नी लिखत की शुरुआत करने के लिए प्रक्रिया-तंत्र का सुझाव देने तथा इन व्युत्पन्नी लिखतों के लिए पूंजी-पर्याप्तता, एक्सपोजर की सीमाएं, स्वैप की स्थिति, आस्ति देयता प्रबन्ध, आंतरिक नियंत्रण, तथा अन्य जोखिम प्रबंध पद्धतियां सुझाने के लिए किया गया था। इस तथ्य को स्वीकार करते हुए कि ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों की संविदाओं की कानूनी वैधता अस्पष्ट है, जो उसकी वृद्धि में अड़चन भी है, उक्त समूह ने यह प्रस्तावित किया कि ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों को कानूनी वैधता प्रदान करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 में उपयुक्त संशोधन किया जाए। तदनुसार केंद्रीय बजट 2005-06 में ऐसी संविदाओं को स्पष्ट कानूनी वैधता देने के लिए उपायों का प्रस्ताव किया गया। भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 को चूंकि संशोधित कर दिया गया है, जो अब ‘ओटीसी व्युत्पन्नियों’ को कानूनी दर्जा प्रदान करता है, यदि लेनदेन के पक्षकारों में से कोई एक पक्ष भारतीय रिजर्व बैंक या कोई ऐसी एजेंसी हो जो इसके विनियामक क्षेत्र में आती हो।

3.132 रुपया ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों संबंधी आंतरिक कार्यदल (अध्यक्ष: श्री जी. पद्मनाभन) ने यह सिफारिश की थी कि ओटीसी ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों और ईटी ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के बीच तादात्म्य होना चाहिए। इसने यह सिफारिश भी की थी कि जिन बैंकों के पास पर्याप्त आंतरिक जोखिम प्रबंधन और नियंत्रण प्रणालियां हैं और साथ ही एक उन्नत परिचालनगत ढांचा है उनको ब्याज दर फ्यूचर्स (आइआरएस) मार्केट में लेनदेन (व्यापार) की स्थितियां रखने की अनुमति दी जाए। भारतीय प्रतिभूति एवं विनियम बोर्ड (सेबी) ने भारतीय निश्चित आय मुद्रा बाजार तथा व्युत्पन्नी संघ (फिम्डा) के साथ नई फ्यूचर्स संविदाएं शुरू करने के बारे में विचार-विमर्श करके 5 जनवरी 2004 से विद्यमान 10 वर्षीय कूपन वाहक सांकेतिक बांड पर ब्याज दर फ्यूचर्स संविदा के लेनदेन की अनुमति दी। रिजर्व बैंक ने दिसम्बर 2006 में व्युत्पन्नी लेनदेनों को करने, जोखिमों के प्रबंधन तथा सुदृढ़ कंपनी संचालन संबंधी अपेक्षाओं के लिए व्यापक सामान्य सिद्धांतों को शामिल करते हुए व्युत्पन्नी लिखतों पर व्यापक ड्राफ्ट मार्गदर्शी निदेश जारी किये।

3.133 इन उपायों को दर्शाते हुए रुपया व्युत्पन्नी लिखत बाजार काफी बढ़ गया है। बकाया सांकेतिक मूल धन की दृष्टि से एफआरए/आइआरएस लेनदेन मार्च 2000 के 4,249 करोड़ रुपए से बढ़कर मार्च 2006 के अंत में 21,94,637 करोड़ रुपए के हो गये।

(iii) ब्याज दर स्वैप्स (अदला-बदली)

3.134 ब्याज दर स्वैप बाजार में प्रमात्रा में वृद्धि के अलावा, बाजार ने ब्याज दर बेंचमार्क जैसे मुंबई अंतर-बैंक ऑफर दर (माईबोर), मुंबई अन्तर्बैंक वायदा आफर दर (माईफोर) (जो माइबोर तथा वायदा प्रीमियम का सम्मिश्र है), तथा अन्य अनेक बेंचमार्कों को, उभरते हुए देखा है जिनका अनिवार्यतः बाह्य (विदेशी) ब्याज दरों की गतिविधियों के साथ परस्पर संबंध है। माईबोर संबद्ध 365 दिन तक की अल्पावधिक प्रतिभूति दैनिक कॉल/पुट ऑप्शंस के सहित/रहित एक महत्वपूर्ण लिखत के रूप में उभर चुकी है, जो उच्चतम श्रेणीवाली कंपनियों को गैर-बैंक संस्थाओं, विशेषकर, पारस्परिक निधियों से निधियां जुटाने में समर्थ बनाती है।

3.135 ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप्स (ओआइएस) ने निश्चित दर वाली प्राप्य राशियों को सचल दर (फ्लोटिंग) के रूप में और इसके विपरीत रूप में बदल कर बिना ऋण जोखिम लिए ब्याज दर जोखिम का प्रबंधन करने में सहायता की है क्योंकि यह साधन सांकेतिक सिद्धांत पर बना है। बैंक अपनी सावधि (मीयादी) जमाराशियों को सचल (फ्लोटिंग) दर में बदलकर अपनी चलनिधि का प्रभावी ढंग से प्रबंधन करने के लिए इस लिखत का उपयोग कर सकते हैं। यह लिखत आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए भी प्रयुक्त की जाती है तथा केरी (लेनदेन को आगे ले जाने) ट्रेड के लिए भी अवस्थितिगत साधन के रूप में भी इसका उपयोग किया जा सकता है। दूसरी ओर, माईफोर स्वैप्स का एक ऐसी संस्था द्वारा, जिसका विदेशी मुद्रा उधार लेने में एक्सपोजर हो, माईफोर स्वैप में विपरीत स्थिति निर्मित करके ब्याज दर जोखिम तथा करेंसी जोखिम का हेंजिंग करने (सुरक्षाप्राप्त करने) के लिए भी उपयोग किया जा सकता है।

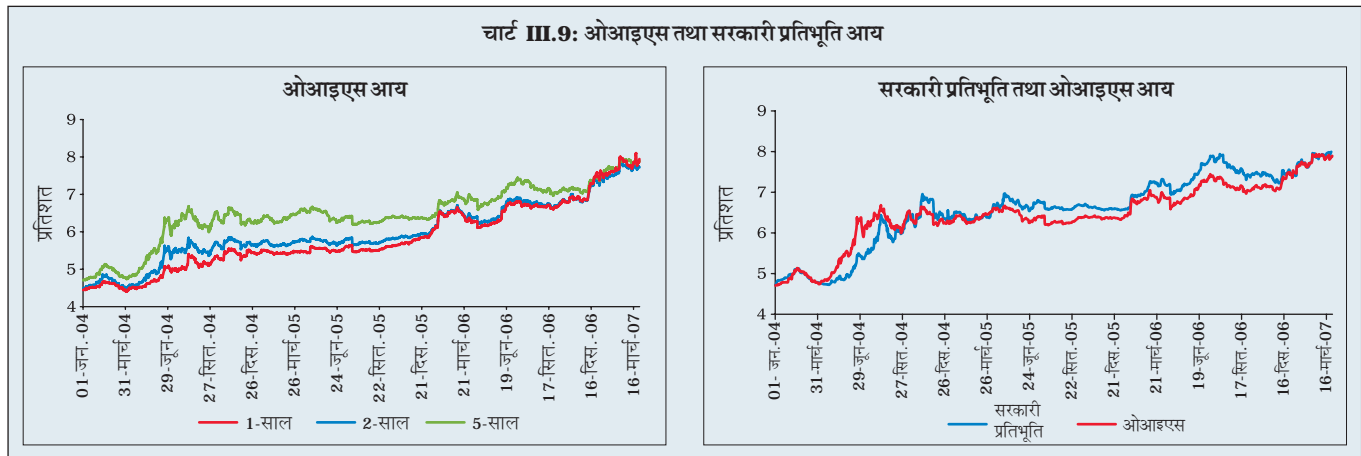
3.136 5 वर्षीय ओवरनाईट इंडेक्स स्वैप्स की आय जनवरी 2004 के प्रारंभ में लगभग 4.70 प्रतिशत से काफी बढ़कर 28 मार्च 2007 को लगभग 7.90 प्रतिशत हो गई। ओआइएस वक्र जनवरी 2004 से अक्टूबर 2004 के बीच काफी गहरा गया जिसमें इसके दायरे 1 साल से 5 साल के बीच के दायरे हो गये और 26 मूल बिंदुओं से बढ़कर 140 मूल बिंदुओं तक पहुंच गये। परंतु बाद में सपाट होकर 8 दिसम्बर 2006 तक 22 मूल

बिंदुओं तक पहुंच गये। वक्र का यह विपर्यय जिसमें दायरे दिसम्बर 2006 के अंतिम सप्ताह और मार्च 2007 के तीसरे सप्ताह के बीच की अवधि में रह रह कर नकारात्मक हो गये। ओआइएस आय वक्र सकारात्मक रूप से सरकारी प्रतिभूतियों (जी सिक्क्योरिटीज) से जुड़े हुए हैं। 2004 के अधिकांश भाग में ओआइएस वक्र जी.सिक्क्योरिटीज वक्र से ऊपर था क्योंकि इसका मूल्य निर्धारण इस आशा से किया गया था कि ब्याज दर चक्र में परिवर्तन आएगा। शॉर्ट सेलिंग की अनुपस्थिति में, जी.प्रतिभूति बाजार इन अपेक्षाओं का प्रभावी रूप में मूल्य नहीं बांध सके। बाद में जब सरकारी प्रतिभूति बाजार ने बढ़ते ब्याज दर परिदृश्य के प्रति प्रतिक्रिया की तो जी.सिक्क्योरिटी आय ओआइएस वक्र से ऊपर ही बनी रही (चार्ट III.9)। कुछ थोड़े से सीमित समय के लिए जब ओआइएस वक्र सरकारी प्रतिभूतियों के वक्र से नीचे रहा, यह संभवतः चलनिधि की स्थिति की झलक थी, क्योंकि स्वैप वक्र सामान्ततया ट्रेजरी कर्व से ऊपर जाते हैं। इस प्रकार चलनिधि की तंगी की स्थिति के दौरान ओआइएस-जी प्रतिभूतियों का दायरा सिकुड़ता हुआ-सा लगता है।

माईफोर (मुंबई अन्तर्बैंक वायदा ऑफर दर) स्वैप्स

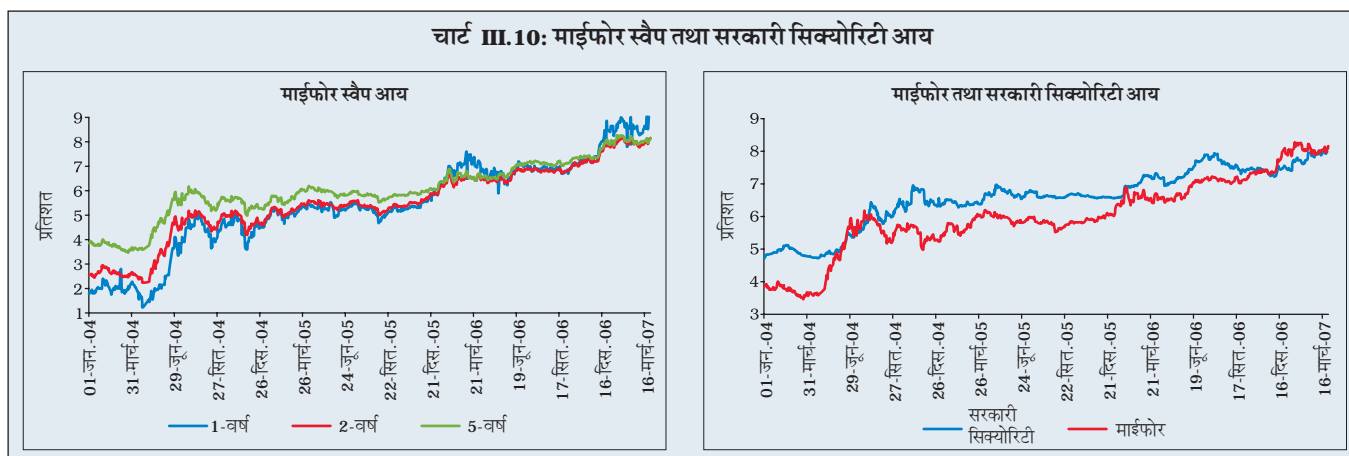
3.137 ब्याज दरों में आम वृद्धि के अनुरूप माईफोर स्वैप्स पर आय गत तीन वर्षों से बढ़ी है। 5 वर्षीय माईफोर स्वैप दर जनवरी 2004 के प्रारंभ के 3.85 प्रतिशत से बढ़कर 28 मार्च 2007 को 8.16 प्रतिशत की हो गयी। माईफोर वक्र 1 से 5 वर्ष के दायरे के बीच सपाट हो गया और वह जनवरी 2004 के प्रारम्भ के 200 मूल बिंदुओं के उच्च स्तर से गिरकर दिसम्बर 2006 से मार्च 2007 के दौरान नकारात्मक होने से पहले 28 मार्च 2007 को (-) 119 मूल बिंदुओं को छुआ। माईफोर वक्र जून से अगस्त 2004 की अवधि को छोड़कर गत तीन वर्षों के दौरान जी.सिक्क्योरिटीज वक्र से लगातार निम्न रहा है। यह मुख्यतः इस वजह से रहा क्योंकि माईफोर वक्र वायदा प्रीमियम में निहित रुपया ब्याज दर से काफी सीमा तक प्रभावित होता है, जोकि ब्याज समानता की सुरक्षा के बिना ब्याज दर विभेदकों से अलग-अलग पड़ने की प्रवृत्ति दर्शाता है। नवम्बर 2006 के मध्य और मार्च 2007 के तीसरे सप्ताह के बीच माईफोर वक्र

चार्ट III.9: ओआइएस तथा सरकारी प्रतिभूति आय





चार्ट III.10: माईफोर स्वैप तथा सरकारी सिक्कोरिटी आय



सरकारी प्रतिभूति वक्र से ऊपर रहा। पांच वर्षीय माईफोर उतनी ही अवधि की सरकारी प्रतिभूतियों के वक्र से 29 जनवरी 2007 को 53 आधार बिन्दु और 12 फरवरी 2007 को 28 आधार बिन्दु ऊपर था चूंकि वायदा प्रीमियम इस अवधि के दौरान तेजी से बढ़े (चार्ट III.10)।

#### मौद्रिक नीति तथा स्वैप दरें

3.138 स्वैप दरें आम तौर पर सरकारी प्रतिभूतियों पर आय के समानान्तर चलती हैं। तदनुसार, जब भी नीतिगत दरों में कोई वृद्धि होती है, सभी स्वैप दरें अर्थात् ओआइएस तथा माईफोर आम तौर पर इसी प्रकार की प्रतिक्रियाएं करते हैं (चार्ट III.11)। इसका एकमात्र अपवाद 25 अक्टूबर, 2005 को हुआ जब स्वैप की दरें, रिवर्स रिपो दर में 25 आधार बिन्दु की वृद्धि के अनुरूप बढ़कर 5.25 प्रतिशत तक नहीं बढ़ीं। इसका मुख्य कारण था - बाजार की सहभागिता। जब से बैंक दर को

अपरिवर्तित छोड़ दिया गया, वे पक्की स्थिति लेने से बचती रही हैं। इसके अलावा, बाजार ने 31 अक्टूबर 2006 को रिपो दर में 25 आधार बिन्दु की वृद्धि को भी महसूस नहीं किया क्योंकि मौद्रिक नीति में तंगी की स्थिति के कारण रिवर्स रिपो दर को अनछुआ ही छोड़ दिया।

3.139 जहां व्युत्पन्नी लिखत सहित नयी लिखतों की शुरुआत ने मुद्रा बाजार को गहन बना दिया है, फिर भी बाजार अभी भी जटिल उत्पादों के लिए पूर्णतया परिपक्व नहीं है और अधिक (लगभग) पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता के साथ बाजार सहभागी कुछ जोखिमों के पात्र हो सकते हैं। इसलिए हेजिंग लिखत जैसे कि ब्याज दर फ्यूचर्स का और अधिक विकास महत्व प्राप्त कर लेता है। बाजार सहभागियों द्वारा प्रभावी जोखिम प्रबंध भी प्रारंभ में एक तरल आइआरएफ बाजार और अंततः एक ब्याज दर आपांश बाजार में पैठ की मांग करता है जिसके फलस्वरूप, सरकारी प्रतिभूति बाजार में तरलता में वृद्धि होगी। जैसे-जैसे समय के साथ-साथ जटिल व्युत्पन्नी उत्पादों की मांग बढ़ेगी तो बैंकों के लिए इसकी जरूरत होगी कि वे ऐसे उत्पादों को अपने ग्राहकों को बेचने के लिए उचित नीतियां बनायें तथा सघन निगरानी और कठोर विनियमन के लिए प्रक्रिया-तंत्र स्थापित करें।

#### मुद्रा बाजार के अन्य घटक

(क) अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र (आरबीपीसीएस)

3.140 बैंकिंग प्रणाली के अंदर अल्पावधिक चलनिधि को संतुलित करने के लिए एक अतिरिक्त लिखत के रूप में सैद्धांतिक रूप से अक्टूबर 1988 में दो प्रकार के सहभागिता प्रमाणपत्र शुरू करने का निश्चय किया गया - एक जोखिम भागीदारी के आधार पर तथा दूसरा बिना जोखिम की भागीदारी के। इनको पूर्णतः अन्तर्बैंक लिखत बनाया गया जिन्हें क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों को छोड़कर केवल अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों तक सीमित रखा गया। तथापि, सहभागिता प्रमाणपत्रों को व्यापक रूप से अभी तक प्रयुक्त नहीं किया गया है। ये लिखतें मानक आस्तियों को अलग करते हुए कुछ बैंकों द्वारा अल्पावधिक चलनिधि की समस्याओं से निपटने के लिए



प्रयुक्त की जाती हैं। कभी-कभी इन आस्तियों का उपयोग बैंकों द्वारा प्राथमिकता-प्राप्त क्षेत्र के मानदंडों को संतुलित करने के लिए भी किया जाता है।

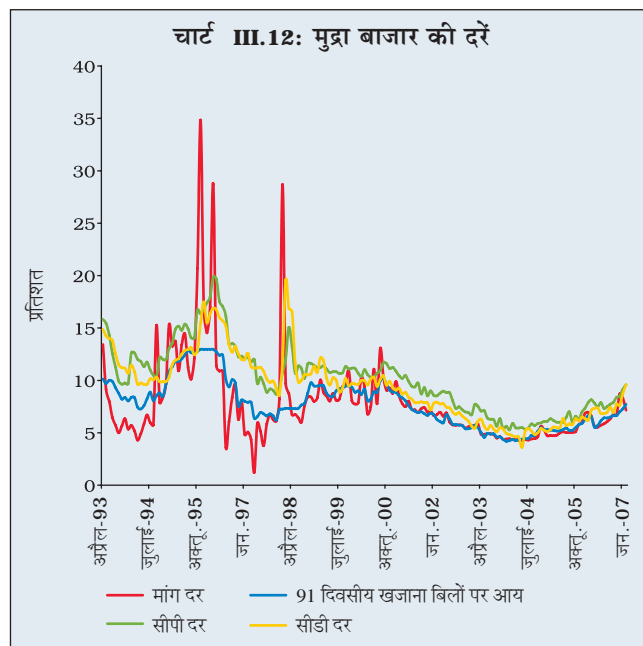
(ख) मुद्रा बाजार म्युच्युअल फंड (एमएमएमएमएफएस)

3.141 निवेशकों को अतिरिक्त अल्पावधिक अवसर प्रदान करने तथा मुद्रा बाजार की लिखतों को व्यक्तियों की पहुंच में लाने के लिए मुद्रा बाजार म्युच्युअल फंड भारत में अप्रैल 1991 में शुरू किये गये। एमएमएमएमएफ की विस्तृत योजना रिजर्व बैंक द्वारा अप्रैल 1992 में घोषित की गई। एमएमएमएमएफ के संविभाग में अल्पावधिक मुद्रा बाजार की लिखतें शामिल हैं। ऐसी निधियों में निवेश निवेशकों को पर्याप्त तरलता के साथ-साथ अल्पावधिक मुद्रा बाजार की दरों के आसपास की आय प्राप्त करने के अवसर प्रदान करता है। इस योजना को बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के लिए और भी आकर्षक और नमनीय बनाने के लिए रिजर्व बैंक ने इस योजना में अनेक परिवर्तन किये हैं। अक्टूबर 1997 में, एमएमएमएमएफ को यह अनुमति दी गयी कि वे साख दर प्राप्त (रेटिड) कंपनियों के एक वर्ष तक की अवशिष्ट मीयाद वाले बांडों और डिबेंचरों में सीपी की उच्चतम सीमा तक निवेश कर सकते हैं। न्यूनतम अवरुद्ध अवधि को भी क्रमिक रूप से घटाकर 15 दिन कर दिया गया ताकि निदेशकों के लिए यह योजना अधिक आकर्षक हो जाए।

### बाजार एकीकरण

3.142 मौद्रिक नीति की सफलता अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीतिगत धड़कनों के प्रभावी संप्रेषण के लिए नीतिगत दरों में होने वाले परिवर्तनों की प्रतिक्रिया में मुद्रा बाजार की दरों में होनेवाले समायोजनों की गति पर निर्भर करती है। बदले में, यह बाजार के विभिन्न घटकों के विकास और उनके एकीकरण पर निर्भर करती है। भारत में, वित्तीय क्षेत्र के सुधारों की प्रगति के अनुरूप मुद्रा बाजार के विभिन्न घटक उत्तरोत्तर एकीकृत या समन्वित होते जा रहे हैं, जैसा कि विभिन्न घटकों में दरों के साथ-साथ घटने चढ़ने से दिखाई देता है। सभी बाजारों में प्रतिलाभ की संरचना एलएएफ की शुरुआत के बाद, मीयाद चलनिधि तथा लिखतों के जोखिम द्वारा भिन्न-भिन्न किये जाने से महत्तर एकीकरण को दर्शाया है (चार्ट III.12)।

3.143 बाजार के घटकों के बीच सम्पर्क को सुदृढ़ करने के लिए बाजारों की महत्तर परिचालनगत दक्षता तथा मौद्रिक नीति के संचालन में दक्षता का सुझाव दिया गया है। तथापि, बढ़े हुए एकीकरण से संक्रामकता बढ़ी है, क्योंकि बाजार के एक घटक में आयी अस्थिरता या उथल-पुथल तेजी से सभी घटकों में फैल जाती है। विभिन्न देशों में वित्तीय बाजार के परिचालनों के हाल के अनुभवों ने यह सुझाया है कि बाजार के एकीकरण से उद्वेगशीलता की घटनाओं के दौरान सुदृढ़ होने का संकेत मिलता है जो बाजार के एक घटक के दबाव को दूसरे घटक में तेजी से संप्रेषित कर देता है। यह बाजार की स्थितियों के प्रबंधन पर अतिरिक्त बंधन लगा देता है, जो बाजारों के



असमान एकीकरण की उपस्थिति में संक्रामक प्रभाव को रोकने के लिए बाजार के विभिन्न घटकों में समानान्तर रूप से नीतिगत कार्रवाई की जरूरत बताता है। मौद्रिक नीति संबंधी यह प्रतिक्रिया अनेक लिखतों के समिश्रण के रूप में रही है जिसमें यह सुनिश्चित करने के लिए कि वित्तीय बाजार में स्थिरता की बहाली शीघ्रतापूर्वक हो जाए, विनियामक कार्रवाई भी शामिल है। इस संबंध में, रिजर्व बैंक अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में बढ़ी हुई उद्वेगशीलता के बीच भी हाल के वर्षों में बाजार की स्थितियों को व्यवस्थित रखने में समर्थ हो सका है (कृ. अध्याय VIII भी देखें)।

### जोखिम प्रबंधन

3.144 मुद्रा बाजार में अनेक प्रकार के जोखिम होते ही रहते हैं जैसे - चूकगत जोखिम, ब्याज दर जोखिम, विनिमय दर जोखिम तथा निपटान जोखिम। भारत में मौद्रिक नीति के उत्तरोत्तर बाजारोन्मुखी होते जाने के साथ, बैंकों को ज्यादा नमनीयता प्रदान की गयी है, तथा नीति संबंधी मुख्य साधन के रूप में ब्याज दर पर ध्यान केंद्रित किया गया है। बाजार के व्यवस्थित व्यवहार तथा समग्र वित्तीय स्थिरता के लिए सुदृढ़ जोखिम प्रबंधन महत्वपूर्ण है। तदनुसार, रिजर्व बैंक बाजार सहभागियों द्वारा दक्ष जोखिम प्रबंधन की परम्पराओं को विकसित करने पर महत्तर बल देता रहा है।

3.145 मुद्रा बाजार में चूकगत जोखिम का एक संभावित स्रोत मांग मुद्रा बाजार के असंपार्श्विक स्वरूप से निकलता है। इस बाजार में लेनदेन परंपरागत रूप में टेलीफोन पर किये गये सौदों के जरिए काउंटर पर किये जाते हैं, जिनमें मानकीकरण तथा चूक होने की स्थिति में निपटान की गारंटी की कमी है। इस समस्या से छुटकारा पाने के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म में सहभागियों द्वारा लेनदेनों की रिपोर्ट करना अनिवार्य बना दिया गया है। इसके अलावा, एक स्क्रीन आधारित भावों को उद्भूत करने

की प्रणाली (एनडीएस-कॉल) रिजर्व बैंक की ओर से सीसीआईएल द्वारा विकसित की गयी है ताकि मांग/नोटिस तथा मीयादी बाजारों में महत्तर पारदर्शिता तथा मूल्य की खोज की जा सके। इसके अलावा, चूंकि असंपार्श्विक (गैर-जमानती) मुद्रा बाजार घटक की काफी बड़ा भाग चूकों से उभरने वाली सर्वांगी अस्थिरता का संभावित काफी बड़ा जोखिम वहन करता है, अतः बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों के मांग मुद्रा बाजार में निवेश पर विवेक-सम्मत सीमाएं लगायी गयी हैं। इसके अलावा, गैर-बैंक सहभागियों को, जिनके पास निधियों के स्रोतों और उपयोगों के काफी सीमा तक भिन्न-भिन्न मीयाद प्रोफाइल हैं, मांग मुद्रा घटक से संपार्श्विक घटकों (बाजार रिपो तथा सीबीएलओ) की ओर चले जाने की अनुमति दी गयी है। गैर-बैंक को संपार्श्विक घटक में अंतरित किये जाने से सर्वांगी जोखिमों को कम करके वित्तीय स्थिरता को बढ़ाया गया है। इसके अलावा, इसने बैंकों की ओर से बेहतर आस्ति-देयता प्रबंधन को भी प्रोन्नत किया है। आवर्ती रूप से इन उपायों का परिणाम यह हुआ है कि रात्रिभर के मुद्रा बाजार में जमानती घटक की प्रधानता हो गयी है।

**3.146** एक ओर मुद्रा और विदेशी मुद्रा बाजारों के बीच बढ़ते हुए पारस्परिक संबंधों तथा दूसरी ओर घरेलू बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ बेहतर समन्वय को देखते हुए, यह आवश्यक है कि बाजार सहभागी अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों तथा विनिमय दरों दोनों में होनेवाली गतिविधियों से अपने तुलनपत्रों में होनेवाले जोखिमों को यथोचित रूप से सुरक्षित करें। इस संबंध में, रिजर्व बैंक ने इन जोखिमों को सुरक्षित करने के लिए एफआरए/आइआरएस/आइआरएफ जैसी व्युत्पन्नी लिखतें शुरू की हैं। हालांकि व्युत्पन्नी लिखतें जोखिम प्रबंधन को सुविधाजनक बनाती हैं, परंतु वे अत्यधिक लिवरेज सम्पन्न होने के कारण अन्तर्निहित आस्तियों की तुलना में कहीं अधिक उद्वेगशील हैं। इस कारण ये सट्टेबाजीपूर्ण व्युत्पन्नी स्थितियों की निगरानी और विनियमन की मांग करती हैं। अतः रिजर्व बैंक व्युत्पन्नी लेनदेनों की निगरानी और विनियमन पर जोर देता रहा है।

**3.147** वर्ष 2002 से भारतीय समाशोधन निगम के रूप में एक केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी के गठन ने, जो हुए लेनदेनों के निपटान की गारंटी लेता है, निपटान जोखिमों को पूरा करने तथा लेनदेनों के एक ही समय पर इकट्ठा हो जाने से उठने वाले वित्तीय प्रणाली में आने वाले अवरोधों को रोकने को सुविधाजनक बनाया है। आरटीजीएस की शुरुआत हो जाने से इसने निपटान जोखिम तथा अवरोधों को पुनः आने से रोकने को आसान बनाया है।

## VI. भावी पथ

**3.148** मुद्रा बाजार का विकास करने तथा मौद्रिक नीति के संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में इसकी भूमिका को सुदृढ़ करने के लिए व्यापक प्रभाव वाले सुधार किये गये हैं। मुद्रा बाजार में संरचना को तर्कसंगत बनाने के लिए जिन तीन मुद्दों ने मार्गनिर्देशन किया, वे हैं : (i) मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों का संतुलित विकास, विशेषकर संपार्श्विकीकृत बाजार बनाम असंपार्श्विकीकृत बाजार की वृद्धि को सुनिश्चित करना; (ii) सूचना के

बेहतर प्रकटीकरण को सुनिश्चित करते हुए मुद्रा बाजार की एकनिष्ठा तथा पारदर्शिता को सुरक्षित रखना; तथा (iii) रिजर्व बैंक की एलएएफ की दक्षता को सुदृढ़ करने के लिए सभी विभिन्न बाजार घटकों के सहभागियों की विभिन्न श्रेणियों को तर्कसम्मत बनाना। विभिन्न सुधारोपायों के परिणामस्वरूप, भारत में मुद्रा बाजार में भारी परिवर्तन हुए, वे चाहे मात्रा की दृष्टि से हों या लिखतों और सहभागियों की संख्या की दृष्टि से, चाहे जोखिम प्रबंधक की परम्पराएं अपनाने की दृष्टि से हों। तथापि, अभी भी अनेक चिंताजनक मुद्दे बाकी हैं जिनसे निपटने की जरूरत है, ताकि यह एक अधिक प्रभावी भूमिका निभा सके, विशेषकर, और अधिक पूर्ण रूपसे की पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने की स्थिति में। ये मुद्दे मुख्य रूप से बाजार के विकास तथा चलनिधि के प्रबंधन से जुड़े हैं।

## बाजार का विकास

*मांग मुद्रा बाजार में सहभागियों के लिए बेहतर नमनीयता*

**3.149** मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्ण अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण की दृष्टि से इस बात की जरूरत है कि इस बाजार में उधार लेने या उधार देने में बैंकों तथा प्राधिकृत व्यापारियों को और अधिक नमनीयता प्रदान करने पर विचार किया जाए, बशर्ते उन्होंने उपयुक्त जोखिम प्रबंध प्रणालियों की स्थापना कर ली हो, जो उनके तुलनपत्रों में आने वाली आस्ति-देयता संबंधी विसंगतियों से निपटेगी। इस संदर्भ में, बैंकों ने पहले से ही एक ऐसे परिवेश में कार्य करना प्रारंभ कर दिया है, जो आस्ति-देयता प्रबंध के प्रयोजनों के लिए निधियों के स्रोतों और उनके उपयोगों के बीच बेहतर समरसता की अपेक्षा करता है। उधार लेने और उधार देने पर विवेक-सम्मत सीमाओं के रूप में प्रत्यक्ष विनियमन के लिए अंततः यह जरूरी होगा कि प्रणाली को इस प्रकार व्यवस्थित किया जाए जहां ऐसी सीमाओं की चिंता बैंकों के एएसएम ढांचे के स्वयं की आंतरिक प्रणालियों द्वारा की जाती है। यह बैंकों द्वारा निधियों के स्रोतों और उनके उपयोग के बीच विद्यमान भारी विसंगतियों को ठीक करेगी और इसके द्वारा यह रिजर्व बैंक को इसके चलनिधि प्रबंध के परिचालनों को चलाने के लिए बाजार की स्थितियों का सही आकलन करने में सहायता करेगा। साथ ही साथ मांग मुद्रा दरों में होनेवाली गतिविधियों पर घनिष्ठ निगरानी की महत्तर आवश्यकता है।

*रिपो बाजार का विस्तार*

**3.150** रिजर्व बैंक का यह प्रयास रहा है कि रिपो बाजार का विकास न केवल असंपार्श्विकीकृत मांग मुद्रा बाजार से दबाव को कम करने के लिए, बल्कि निश्चित आय वाली प्रतिभूतियों के मूल्य निर्धारण के लिए अल्पावधिक रुपया आयवक्र के उभरने को सुविधाजनक बनाने के लिए भी किया जाए। वर्तमान में, केवल केंद्र और राज्य सरकारों की प्रतिभूतियां ही बाजार रिपो की पात्र थीं, तथापि, राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों को व्यापक स्वीकार्यता नहीं है और इसलिए शायद ही कोई रिपो परिचालन उन पर

आधारित हो। चूंकि निश्चित आय वाला मुद्रा बाजार भारी सीमा तक केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों पर निर्भर है, अतः इस बात की जरूरत है कि पात्र प्रतिभूतियों के स्वरूप को व्यापक आधार वाला बनाया जाए। इस संदर्भ में, पूर्णतः डीमेटिकृत कंपनी बांडों को जिनमें अंतर्राष्ट्रीय रूप से स्वीकृत लेखांकन पद्धतियां प्रचलित हों, अंततः पात्र जमानत के रूप में माना जायेगा। ऐसी लिखतों के लिए उचित निपटान प्रणाली का विकास इस प्रक्रिया में प्रगति की पूर्व आवश्यकता होगी। यह सुनिश्चित करने में भी सावधानी बरतने की जरूरत है कि केवल उच्च श्रेणी की लिखतें ही इस सुविधा की पात्र बनें। बाजार की निष्ठा को बनाये रखने के लिए भी यह महत्वपूर्ण है। भविष्य में, बाजार रिपो की वृद्धि सरकारी प्रतिभूति बाजार में 'शार्ट सेलिंग' गतिविधि से प्रेरित होगी जिस प्रकार 'शार्ट सेल' को संचालित करने वाले विनियमनों में हाल में हुए परिवर्तनों को देखते हुए रिपो प्रतिभूति अब पांच दिनों तक के लिए सुपुर्द की जा सकती है।

#### एक ऊर्जास्वित मीयादी मुद्रा बाजार का विकास

3.151 मीयादी मुद्रा बाजार अनेक कारणों से विकसित नहीं हो पाया है, जैसीकि पहले विस्तार से चर्चा की जा चुकी है। इसके लिए एक प्रमुख कारण है कि बाजार सहभागी अलग-अलग मीयाद वाले खजाना बिलों की उपलब्धता और तर्कसम्मत रूप से विकसित स्वैप बाजार के बावजूद ब्याज दरों की लम्बी अवधि की राय बनाने में असमर्थ रहे हैं। यह आवश्यक है कि एएलएम ढांचा सुदृढ़ किया जाए तथा बैंकों में खजाना परिचालन का प्रबंधन करने वाले कर्मिकों को महत्तर नमनीयता प्रदान की जाए। दीर्घकाल से चले आ रहे उधारकर्ताओं और उधारदाताओं की दृष्टि से, मुद्रा बाजार में चलनिधि में आयी तंगी की स्थिति ठीक हो जायेगी यदि बैंक अपने एएलएम प्रणालियों को बेहतर रूप में विकसित कर सकें। विदेशी मुद्रा बाजार तथा घरेलू मुद्रा बाजार के बीच उचित सम्पर्कों को सुदृढ़ करने के लिए मीयादी मुद्रा बाजार का विकास करना बहुत महत्वपूर्ण है, जो परिणामतः व्युत्पन्नी घटक को प्रोत्साहन प्रदान करेगा।

#### अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र का पुनरावलोकन

3.152 अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र जिनका उपयोग बैंकों द्वारा अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों को दूर करने के लिए किया जा सकता है, उनकी शुरुआत उनके ऋण संविभागों में बेहतर स्तर की नमनीयता लाने की दृष्टि से अक्टूबर 1988 में की गई। हाल के वर्षों में तेज ऋण वृद्धि को देखते हुए आइबीपीसी में रुचि पुनः बढ़ गयी है। इस संदर्भ में, चूंकि आइबीपीसी पर मार्गदर्शी दिशानिर्देश जारी किये हुए काफी समय बीत चुका है, अतः अवधि, मात्रा, ऋण राशि के प्रतिशत, पात्र सहभागियों तथा आइबीपीसी की अंतरणीयता की दृष्टि से एक संपूर्ण समीक्षा किये जाने की जरूरत है। इस प्रकार की समीक्षा के परिणामों के आधार पर, इस लिखत के उपयोग का विस्तार करने से भी बैंकों द्वारा अपनी आस्ति-देयता प्रबंधन भी सुविधाजनक बनाया जायेगा, दिन प्रति दिन के चलनिधि प्रबंधन में सुधार लाया जाएगा तथा यह बैंकों के

बीच ऋण जोखिम अंतरण के लिए एक बाजार के विकास में सहायता करेगा।

#### सीपी से संबंधित मुद्दे

3.153 सीपी के निर्गम को निधि आधारित कार्यकारी पूंजी की सीमाओं से असम्बद्ध कर दिये जाने तथा उसके पूर्णतः डीमेटिकरण के बावजूद सीपी बाजार में गतिविधि का अपेक्षित स्तर प्राप्त करने में कमी बनी हुई है। विद्यमान मार्गदर्शी दिशानिर्देशों के अनुसार क्रिसिल द्वारा पी-1 या पी-2 की साख दर वाली या किसी अन्य साख दर एजेंसी द्वारा इसी के समतुल्य साख दर वाली कंपनी सीपी जारी कर सकती है। जैसे कि बाजार अब एक निश्चित स्तर की परिपक्वता प्राप्त कर चुका है, जबकि साख दर का मानदंड जारी रह सकता है, सीपी का निर्गम करने वाली कंपनियों के लिए रेटिंग की अपेक्षा को अधिक नमनीय बनाया जा सकता है ताकि निवेशकों की जोखिम को खपाने की उनकी शक्ति के आधार पर उन्हें एक अधिक ढांचागत बाजार मिले।

#### नीति से संबद्ध ब्याज दरों का भविष्य

3.154 आगे चलकर, ब्याज दरों पर 'फेडरल फंड फ्यूचर्स' की तर्ज पर एक भारतीय प्रतिरूप, जो रिजर्व बैंक की मुख्य नीतिगत दरों से जुड़ा हो, उभर कर आ सकता है। फ्यूचर मार्केट में लेनदेन मौद्रिक नीति के भावी स्वरूप पर बाजार की प्रत्याशाओं के बारे में महत्वपूर्ण सूचना प्रकट करेगा। यथा, फेडरल फंड फ्यूचर्स का लेनदेन अमरीका में इसकी मौद्रिक नीति के निर्माण में फेडरल ओपन मार्केट समिति को मुख्य सूचनाएं प्रदान करता है।

#### वित्तीय स्थिरता को बढ़ाना

3.155 मुद्रा बाजार में चूक के जोखिम में इतनी क्षमता है कि वह वित्तीय बाजारों में संक्रामक प्रभाव निर्मित कर सकता है और इसलिए उससे निपटने की जरूरत होती है। इस संबंध में विकसित अर्थव्यवस्थाओं का अनुभव यह दर्शाता है कि आम तौर पर स्वतः विनियामक संगठन (एसआरओज) मुद्रा बाजार में सहभागियों की गतिविधियों को विनियमित करते हैं जहां तक उनके पूंजी पर्याप्तता तथा कारोबार के संचालन का प्रश्न है। इनमें से अधिकांश बाजारों में चूक संबंधी संकल्प भी संविदा विधि तथा दिवालिया विधि द्वारा लिये जाते हैं। अंतर्राष्ट्रीय अनुभव के आधार पर ऐसा मामला बन सकता है कि किसी उपयुक्त स्व-विनियामक संगठन को इसकी शक्तियां प्रदान की जाएं जो उपयुक्त रूप से बाजार व्यष्टि संरचना का विकास करने के लिए एक उत्प्रेरक का कार्य करे।

3.156 एक आधारभूत शक्ति जो वित्तीय बाजार के सभी विभिन्न घटकों के बीच एक अधिक आंतरिक समीकरण करने में योगदान कर सकती है - वह है भुगतान और निपटान प्रणाली का प्रौद्योगिकीगत उन्नयन। रिजर्व



बैंक में लोक ऋण कार्यालय (पीडीओ) तथा जमा लेखा विभाग (डीएडी) के वस्तुतः पूर्ण कम्प्यूटरीकरण के साथ-साथ केंद्रीकृत निधि प्रबंध प्रणाली (सीएफएमएस) के परिचालन में आने से तुलनात्मक रूप से निम्न सीआरआर की प्रणाली में, घरेलू बाजार के विभिन्न घटकों के बीच महत्तर एकीकरण को बढ़ावा देना चाहिए। जहां ये गतिविधियां वित्तीय बाजार की दक्षता को बढ़ावेंगी, वहीं संक्रामक प्रभाव के भी तेजी से फैलने का जोखिम है। अतः नये परिवेश में जोखिम को नियंत्रित रखना रिजर्व बैंक के लिए प्रमुख चुनौती होगी और इसे अपनी लिखतों के नियोजन में नमनीय रहना होगा, साथ ही वित्तीय स्थिरता को सुदृढ़ करने के लिए विभिन्न घटकों में समानान्तर रूप से (मध्यस्थता) हस्तक्षेप करते रहना होगा।

### चलनिधि प्रबंधन

**3.157** यद्यपि भारत में चलनिधि प्रबंध के संव्यवहारों को उन्नत करने के लिए काफी प्रगति की जा चुकी है, फिर भी अनेक नयी चुनौतियां उभर कर आ गयी हैं। पहली, प्रचुर चलनिधि होने की स्थिति में, एलएएफ खिड़की बैंकों द्वारा अधिशेष निधियों को नियोजित करने का पहला आश्रय बनता है। दूसरी, अधिक लम्बी अवधि वाली विदेशी मुद्रा के आगमों के चलनिधि प्रभाव को रोकने के लिए निष्प्रभावीकरण प्रक्रिया-तंत्र के रूप में रिजर्व बैंक ने एमएसएस को विकसित किया है, जहां एलएएफ मार्जिन पर स्थित चलनिधि के प्रबंधन के लिए उपयोग में लाना जारी रहेगा। फिर भी पहले से ही यह जानने का कोई रास्ता नहीं है कि चलनिधि की यह स्थिति स्थायी है या अस्थायी। इसके अलावा, एमएसएस इसकी अपनी परिपक्वता (मीयाद) के दौरान अगतिशील रहता है। अतः इस बात की जरूरत है कि चलनिधि के प्रबंधन के लिए कुछ और लिखतों/विकल्पों की खोज की जाए, विशेषकर और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने के संदर्भ में। तीसरी, रिजर्व बैंक हो सकता है, इस स्थिति में न हो कि वह अनिश्चित काल तक निष्प्रभावीकरण परिचालनों को संचालित करता रहे, क्योंकि सरकारी प्रतिभूतियों का इसका स्टॉक सीमित है। साथ ही एमएसएस जारी करने की भी एक सीमा है। इसके अलावा रिजर्व बैंक ने राजकोषीय उत्तरदायित्व तथा बजट प्रबंध (एफआरबीएम) अधिनियम, 2003 के प्रावधानों की दृष्टि से 1 अप्रैल 2006 से सरकारी प्रतिभूतियों की प्राथमिक बाजार में होने वाले नीलामियों से अपने आप को हटा लिया है। चौथी, एक ऊर्जस्वित कंपनी ऋण बाजार की अनुपस्थिति/कमी संपार्श्विक (जमानत) के रूप में पात्र लिखतों की दृष्टि से चलनिधि प्रबंधन को और बेहतर बनाने में अड़चन बना हुआ है। इस संदर्भ में, यह ध्यान में रखा जाए कि राज्य विकास ऋण ने, जिन्हें 3 अप्रैल 2007 से चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत परिचालनों के लिए पात्र जमानत आधार के रूप में माना जाता है, एलएएफ के लिए जमानत आधार को व्यापक

बना दिया है। पांचवीं, चूंकि अनेक बैंक अब एसएलआर प्रतिभूतियों के निर्धारित स्तरों के समीप चल रहे हैं, चलनिधि की तंगी की हालत में, बैंकों के लिए यह कठिन होगा कि वे पर्याप्त जमानत आधार न होने की स्थिति में एलएएफ खिड़की का सहारा ले सकें। छठी, दिन के अंदर चलनिधि को सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से रिजर्व बैंक प्रत्येक कार्य दिवस को दिन में दो बार एलएएफ की नीलामियां करता है। जैसाकि नैतिक संकट का मुद्दा उठता है, कुछ बाजार सहभागी रिजर्व बैंक के बाजार परिचालनों के संदर्भ में अपनी चलनिधि का प्रबंधन सक्रियतापूर्वक नहीं कर रहे हो सकते हैं।

**3.158** उपर्युक्त मुद्दों से निपटने की जरूरत है, विशेषकर और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने की स्थिति में। पहला, चलनिधि की स्थितियों का आकलन करने के लिए प्रणाली को और चुस्त दुरुस्त बनाने की जरूरत है, जो चलनिधि का पूर्वानुमान लगाने के लिए एक बेहतर ढांचे की मांग करती है। उस अल्पावधि ने, जिसमें चलनिधि की स्थितियां भारी सीमा तक बदल रही हैं, अल्पावधिक ब्याज दरों को लक्ष्यबद्ध करने में मुख्य चुनौती खड़ी कर दी है। राजकोषीय स्थिति तथा सरकार की नकदी शेष की स्थिति को समझना तथा पूंजी के आगमों की मात्रा तथा उनके समय की समझ अत्यधिक महत्वपूर्ण हो गई है। इस संदर्भ में रिजर्व बैंक के पास रखी सरकार की नकदी शेष की स्थिति की सूचना नियमित रूप से जारी करने पर विचार किये जाने की जरूरत है। दूसरे, बढ़ते हुए पूंजी आगमों की दृष्टि से, अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों में होनेवाली गतिविधियों को क्रमिक रूप से अधिक भारांक दिये जाने की जरूरत है। तीसरे, अस्थिरकारी भारी और अचानक रूप में आने वाले पूंजी प्रवाहों को देखते हुए यह नीतिगत दरों में अल्प और क्रमिक परिवर्तनों के जरिए अधिक लचीले तथा तेजी से होने वाले मौद्रिक नीतिगत प्रतिसादों की मांग करती है, जैसा कि हाल के वर्षों में परम्परा रही है, क्योंकि बड़े-बड़े परिवर्तन विघटनकारी हो सकते हैं। चौथे, खुले बाजार के परिचालन, जिनका उपयोग चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने के लिए किया जाता है, के अलावा, किसी आय वक्र में आयी किसी गम्भीर विकृतियों को दूर करने के लिए भी किया जा सकता है। अंतिम, जबकि रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति की लिखत के रूप में प्रारक्षित अपेक्षाओं के उपयोग को क्रमिक रूप से कम कर दिया है, बाजार के विकास की वर्तमान स्थिति को देखते हुए यह आवश्यक है कि जब भी आवश्यक हो, प्रारक्षित अपेक्षाओं को उपयोग में लाने की नमनीयता को बनाये रखा जाये।<sup>12</sup>

### VII. सारांश

**3.159** 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों से मौद्रिक बाजार लिखतों, सहभागियों तथा प्रौद्योगिकीगत बुनियादी सुविधा की दृष्टि से महत्वपूर्ण

<sup>12</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (संशोधन) अधिनियम, 2006 की धारा 3 के प्रावधान 1 अप्रैल 2007 से लागू हो गये जो सीआरआर का प्रयोग करने में रिजर्व बैंक को नमनीयता प्रदान करते हैं।



रूपान्तरण से गुजरा है। सुधार के विभिन्न उपायों के परिणामस्वरूप मुद्रा बाजार अपेक्षाकृत गहन, तरल और ऊर्जस्वित हुआ है। यह रूपांतरण रिजर्व बैंक की नीतिगत पहलों के द्वारा तथा साथ ही मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं को मौद्रिक प्रबंधन की नियोजित तथा प्रत्यक्ष लिखतों की ओर से अप्रत्यक्ष, बाजार आधारित लिखतों की ओर बढ़ने से सुविधाजनक बना है। भारत में मुद्रा बाजार की संरचना में तथा मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में परिवर्तन मोटे तौर पर अंतर्राष्ट्रीय अनुभवों तथा सर्वोत्तम संव्यवहारों के अनुरूप रहे हैं।

**3.160** मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में बदलाव के साथ-साथ, रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन के परिचालनों को भी चुस्त-दुरुस्त किया गया है ताकि मौद्रिक नीति संबंधी संकेतों की प्रभावशीलता को बढ़ाया जा सके। अर्थव्यवस्था के अधिक खुलेपन के चलते बढ़ते हुए वित्तीय नवोन्मेषों ने मौद्रिक लक्ष्य-निर्धारण से बहुल संकेतक दृष्टिकोण की ओर बढ़ने की आवश्यकता को बढ़ा दिया है जिसमें मौद्रिक नीति के निर्माण में दर सरणियों पर अधिक बल दिया गया है। तदनुसार, एलएएफ, जो दैनिक आधार पर चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने का प्रमुख प्रक्रिया-तंत्र बन चुकी है, को शुरू करने के बाद से अल्पावधिक ब्याज दरें मौद्रिक नीति की प्रमुख लिखत के रूप में उभरी है।

**3.161** नीतिगत जोर में आये बदलावों के अनुरूप, मुद्रा बाजार के विभिन्न घटकों को विकसित किया गया है। मांग मुद्रा बाजार को एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरित किया गया, जबकि मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों जैसे बाजार रिपो तथा सीबीएलओ का विकास गैर-बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि संबंधी विसंगतियों से निपटने का अवसर प्रदान करने के लिए किया गया। इसके अलावा, मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों जैसे सी.पी. तथा सी.डी. के निर्गम के मानदंडों और मीयाद संबंधी रूपरेखा को समरस बनाया गया, ताकि सभी विभिन्न घटकों में नीति संबंधी जोर को प्रभावी रूप से संप्रेषित किया जा सके। तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति, तथा खजाना बिलों की नीलामी की शुरुआत ने जोखिम मुक्त दर को उभरने में सहायता की, जो मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के मूल्य निर्धारण में बेंचमार्क का कार्य करती है। तथापि मौद्रिक नीति के बढ़े हुए बाजारोन्मुखीकरण तथा घरेलू बाजार के वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ बेहतर एकीकरण ने उपयुक्त जोखिम प्रबंध की परम्पराओं के लिए किसी संस्थागत ढांचे के विकास की जरूरत पैदा कर दी है। तदनुसार,

रिजर्व बैंक का जोर संपार्श्विकीकृत घटकों की ओर बढ़ने को प्रोत्साहित करने पर तथा बाजार जोखिमों की हेजिंग (सुरक्षा) के लिए व्युत्पन्नी लिखतों का विकास करने पर रहा है। इसके अनुपूरक के रूप में निपटान जोखिम से निपटने के लिए केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी के रूप में सीसीआईएल का संस्था के रूप में गठन किया गया। भुगतान प्रौद्योगिकियों के उन्नयन ने बाजार सहभागियों को अपने आस्ति-देयता प्रबंधन में सुधार लाने में समर्थ बनाया। आवर्ती रूप में, इन उपायों ने मुद्रा बाजार में उद्वेगशीलता को नियंत्रित करने में सहायता की है जिसके द्वारा वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करते हुए मौद्रिक नीति के संकेत देने के प्रणाली-तंत्र को सुधारने में सहायता की है।

**3.162** अब तक पर्याप्त प्रगति किये जाने के बावजूद, मुद्रा बाजार का और भी विकास किये जाने की जरूरत है, विशेषकर, और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता के संदर्भ में। मुद्रा बाजार का और आगे विकास बैंकों तथा अन्य बाजार सहभागियों द्वारा बेहतर एएलएम संव्यवहारों की मांग करता है, जो बैंकों को अपनी आंतरिक नियंत्रण प्रणालियों से अपनी मांग मुद्रा जोखिमों पर उपयुक्त विवेक-सम्मत सीमाएं लगाने में समर्थ बनायेगा। मीयादी मुद्रा बाजार के विकास की दृष्टि से सहभागियों को ब्याज दरों पर दीर्घावधिक दृष्टिकोण अपनाने की जरूरत है। इसके अलावा, रिपो लेनदेनों के लिए उपलब्ध पात्र संपार्श्विक प्रतिभूतियों के पात्रता सेट का विस्तार करने की आवश्यकता है। इससे न केवल चलनिधि के प्रबंधन को सुविधाजनक बनाया जा सकेगा, बल्कि यह उपलब्ध ऋण लिखतों के विकास को भी प्रोन्नत करेगा। अंतिम, रिजर्व बैंक द्वारा चलनिधि की स्थितियों का सही आकलन करने के लिए चलनिधि का पूर्वानुमान लगाने की तकनीकों को और भी उन्नत बनाने की जरूरत है। इससे चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाओं में उन्नत परिवर्तन लाने में सुविधा होगी तथा यह रिजर्व बैंक को नमनीय रूप में उभरती हुई चुनौतियों से निपटने में समर्थ बनायेगा। जैसे ही ये गतिविधियां होती हैं, यह समझे जाने की जरूरत है कि भारत में मौद्रिक प्रबंधन मध्यवर्ती व्यवस्था के रूप में संचालित किया जाना जारी रहेगा जो सर्जनात्मक रूप से तथा सावधानीपूर्वक घरेलू और वैश्विक दोनों प्रकार की उभरती और विकसित होती हुई मौद्रिक तथा व्यापक आर्थिक स्थितियों के प्रति प्रतिक्रिया करना जारी रखेगा।

### अनुलग्नक III.1: विकसित देशों में चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं

देश	उद्देश्य	तत्काल/परिचालन लक्ष्य	मुख्य नीतिगत संकेतक		विकसित देशों में चलनिधि की मुख्य लिखतें				बाजार परिचालनों को बारंबारता	पात्र प्रतिपक्षी	पात्र समार्षितक
			सोआर ओपेनओ रिपो आर	5	6	7	8	9			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
अमरीका	अधिकतम संवहनीय उत्पादन रोजगार व स्थिर मूल्यों को प्रोत्साहन	फेडरल फंड दर	चालू और सम्भावित आर्थिक गतिविधियों के बहुल संकेतक	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दैनिक	प्राथमिक व्यापारी	सरकार का या उम्मीद प्रत्यक्ष दायित्व जो फेडरल सरकार एजेंसियों तथा कंपनी बांडों द्वारा पूर्णतः गारंटीकृत हो
यू.के.	मूल्य स्थिरता	बैंक दर के अनुरूप रात्रिभर की बाजार ब्याज दर	मौद्रिक तथा ऋण समुच्चय, ब्याज दरों, आदि की गतिविधियाँ	हाँ*	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	प्रति सप्ताह एक तथा प्रतिमाह एक (दोषांश) रिपो	पात्र यूके बैंक, बिल्डिंग समितियाँ तथा प्रतिभूति डीलर्स	यू.के. तथा ईईए सरकारी संगठनों तथा प्रमुख अंतरराष्ट्रीय संगठनों के बांड (स्ट्रिंग तथा यूरो)
ईसीबी	मूल्य स्थिरता, रोजगार का उच्च स्तर, संतुलित एवं संवहनीय विकास	कोई आधिकारिक परिचालन लक्ष्य नहीं @	मुद्रा तथा वित्तीय और अन्य आर्थिक गतिविधियों के लिए तथा मूल्य स्थिरता के प्रति जोखिम के लिए दृष्टिकोण का व्यापक आकलन	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	एक प्रति सप्ताह तथा एक प्रति माह नियमित आधार पर	कतिपय ऋण संस्थाएँ जो परिवालन अपेक्षाओं को पूरा करती हैं, पारस्परिक निधियाँ, निगम, बीमा कंपनियाँ तथा अन्य संस्थागत निवेशक	विधान योग्य और गैर-विधान योग्य दोनों, निजी और सरकारी लिखतें
जापान	मूल्य स्थिरता तथा राष्ट्रीय अर्थव्यवस्था के सुदृढ़ विकास के लिए योगदान	रात्रिभर के लिए मांग मुद्रा दर	समय आर्थिक और वित्तीय संकेतक - धोकर मूल्य, कंपनी - सेवा मूल्य तथा मुद्रा स्फूर्ति	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	प्रति दिन एक से अधिक	प्रमुख खिलाड़ी - धरतू रूप से लाइसेंस प्राप्त बैंक, विदेशी बैंक तथा प्रतिभूति कंपनियाँ तथा मुद्रा बाजार के ब्रोकर	सार्वजनिक ऋण जैसे जेजीबीज तथा निजी ऋण जैसे सीपीओ और बैंक ऋण दोनों।
आस्ट्रेलिया	मुद्रास्थिरता, अलावा पूर्ण रोजगार आर्थिक समृद्धि तथा कल्याण कार्य को बनाये रखना	स्फूर्ति दर	मुद्रास्फूर्ति तथा वृद्धि की सम्भावनाएँ, मुद्रा तथा ऋण की स्थितियाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दैनिक	रिजर्व बैंक, सरना और अंतरण प्रणाली का कोई भी सदस्य, बड़े धरतू बैंक, कुछ बड़ी गैर-बैंक वित्तीय संस्थाएँ तथा कुछ ग्लोबल बैंकों की स्थानीय शाखाएँ	कामनवेल्थ सरकारी प्रतिभूतियाँ धरतू ऋण प्रतिभूतियाँ और केंद्र तथा प्रांतीय सरकारों द्वारा जारी बटुवाली प्रतिभूतियाँ, बैंक बिल, चुनिंद्य बैंकों द्वारा जारी सीडी, सरकारी गारंटियेवाली आधिराष्ट्रीय तथा विदेशी सरकारी एजेंसियों, की प्रतिभूतियाँ
न्यूजीलैंड	मूल्य स्थिरता	आधिकारिक नमदी दर	जोडीपी, उत्पादन अंतराल, कारोबारी चक्र के संकेतक	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दैनिक	वे पारटियाँ जिन्होंने रिजर्व बैंक के साथ मास्टर पुनर्खरीद करार किया हुआ है।	सरकारी प्रतिभूतियाँ
कनाडा	निम्न तथा स्थिर मुद्रास्फूर्ति	रात्रिभर की दरें	उत्पादन अंतराल तथा विभिन्न बाजारों में संकेतकों की व्यापक श्रेणियाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	हाँ	दिन में दो बार	प्राथमिक व्यापारी	कनाडा सरकार तथा प्रादेशिक सरकारों द्वारा जारी और गारंटीकृत प्रतिभूतियाँ और बैंकों द्वारा स्वीकृतियाँ, प्रोमिजरी नोट (प्रोनोट), सी.पी. अत्याधिक नगर निगम की प्रतिभूतियाँ, कम से कम निगमकतों की क्रेडिट रेटिंग वाले कंपनी और नगर निगम के बांड।

\* : स्वीडिश रूप से रिजर्वों की औसत करने वाली योजना, साथ ही ऐसे रिजर्व जिन्होंने बैंक दर पर क्षतिपूर्ति की गयी हो, बचतें औसतन वे योजना द्वारा निर्धारित लक्ष्यों के + या - 1% पड़ते हों।

@ : यूरो क्षेत्र के लिए ईसीबी तीन प्रमुख ब्याज दरें निर्धारित करती है, जो ईसीबी की मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण का निर्धारण करती है। इनमें शामिल है - मुख्य पुनर्वित्तियन परिचालनों पर ब्याज दरें, मार्जिनल उधार देने की सुविधा तथा जमा की सुविधा।

स्रोत : संवहनीय विकास के क्षेत्रों की वेबसाइट तथा हॉकिन्स, जे. (2005)।

### मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

## अनुलग्नक III.2: उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में चलनिधि प्रबंधन की परिचालन प्रक्रियाएं

देश	उद्देश्य	तत्काल/परिचालन लक्ष्य	मुख्य नीतिगत संकेतक					विवेकाधीन चलनिधि की विवेकाधीन लिखने			बाजार परिचालनों की बागव्यवस्था	पात्र प्रतिपक्षी	पात्र सम्पारिर्षक
			संकेत/ओपेनर आर	सोपेनर	सोपेनर	सोपेनर	सोपेनर	सोपेनर	सोपेनर	सोपेनर			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
रूस	मुद्रा की स्थिरता तथा निपटान प्रणाली	मौद्रिक आधार	विविध संकेतक-मुद्रा, ऋण, अंतरराष्ट्रीय व्याज दरें, आय ब्रूक, उत्पादन अनुपात आदि मूल्य, बाजार की स्थिति, विनिमय दरें आदि	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ रशिया बांड तथा करेंसी स्वेप	दैनिक तथा साप्ताहिक	ऋणों के लिए, विनियमन रूप से सुदृढ़ ऋण संस्थाएं जो विनियामक अपेक्षाओं को पूरा करती हैं तथा जिनके बैंक ऑफ रशिया का क्षेत्रीय शाखाओं में 22 खाते हैं। जमाओं के लिए: बैंक, निपटान पर-बैंक ऋण संस्थाएं जो जमा और उधार के परिचालन कर रही हैं।	बैंक ऑफ रशिया लोम्बार्ड प्रतिभूतियों की सूची, प्रोनोट तथा ऋण करारों के अंतर्गत द्रवि का अधिकार, फंडरल तथा क्षेत्रीय सरकारों के बांड, बैंक ऑफ रशिया और फ्रेडिट संस्थाओं के बांड, वृष्टिबन्धक, मुक्त बांड, रसीडेंट कर्नो बांड अंतरराष्ट्रीय विनियमन संगठनों के बांड।		
दक्षिण अफ्रीका	मूल्य स्थिरता	पुनः खरीद दर	विविध संकेतक-मुद्रा, ऋण, अंतरराष्ट्रीय व्याज दरें, आय ब्रूक, उत्पादन अनुपात आदि मूल्य, बाजार की स्थिति, विनिमय दरें आदि	हैं	हैं	हैं	हैं	विदेशी मुद्रा स्वेप	दैनिक	बैंकिंग संस्थाएं जिन्होंने आइएससीए/आईएसएमए करार पर हस्ताक्षर किये हैं	सभी केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां रिजर्व बैंक के बिल तथा लैंड बैंक बिल		
मेक्सिको	मूल्य स्थिरता	बैंक रिजर्व	मुद्रा तथा मौद्रिक आधार, मुद्रास्फीति संकेतक, रोजगार, विनिमय दर तथा भुगतान संतुलन	हैं	हैं	हैं	हैं		दैनिक				
चीन	मुद्रा की स्थिरता तथा उसके द्वारा आर्थिक वृद्धि को प्रोत्साहित करना	मुद्रा आपूर्ति/अतिरिक्त रिजर्व	मुद्रा तथा मौद्रिक आधार, मुद्रास्फीति संकेतक, रोजगार, विनिमय दर तथा भुगतान संतुलन	हैं	हैं	हैं	हैं	नीति उम्मीदी विनियमन बांड तथा केंद्रीय बैंक बांड	1 या 2 प्रति सप्ताह	21 वार्षिक बैंक तथा बिल फाइनेंस कंपनियां	पात्र बिल, बैंकरो की स्वीकृतियां, व्यापार स्वीकृतियां, खजाना बिलों के प्रति सम्पारिर्षकी कृत प्रोनोट।		
भारत	वृद्धि, मूल्य तथा विनियमन स्थिरता	रात्रिभर की दरें	बहुल संकेतक, व्यापक मुद्रा, व्याज दरें, करेंसी संबंधी आंकड़े, कोडिट, राबकोधीय स्थिति व्यापार, पूंजी प्रवाह, मुद्रास्फीति की दरें, विनिमय दरें, उत्पादन संबंधी आंकड़े, आदि	हैं	हैं	हैं	हैं	बाजार स्थिरकरण योजना	दिन में दो बार - रिपो	एलाएफक: बैंक और प्राथमिक व्यापारी, एमएसएस बैंक, प्राथमिक व्यापारी, अखिल भारतीय विनियम संस्थाएं तथा अन्य	केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां तथा राज्य विकास ऋण		
थाईलैंड	मूल्य स्थिरता	पुनखरीद दर (14 दिवसीय)	मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान, आर्थिक वृद्धि, आर्थिक और वित्तीय क्षेत्र में मौद्रिक समुच्चय तथा गतिविधियां	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक और थाईलैंड बांडों के निर्माण तथा विदेशी मुद्रा स्वेप	दैनिक	प्राइमरी डीलर्स, वाणिज्यिक बैंक, वित्तीय कंपनियां, वित्त तथा प्रतिभूति कंपनियां तथा विशेषीकृत वित्तीय संस्थाएं	लोक ऋण प्रतिभूतियां - सरकारी बांड, टी-बिल, एफआईडीएफ बांड तथा सरकार द्वारा गारंटीकृत - राज्य उपक्रम बांड तथा बीओटी बांड		
इंडोनेशिया	मूल्य स्थिरता	बैंक इंडोनेशिया दर	मुद्रास्फीति के पूर्वानुमान, आर्थिक वृद्धि, आर्थिक और वित्तीय क्षेत्र में मौद्रिक समुच्चय तथा गतिविधियां	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक ऑफ इंडोनेशिया प्रमाण-पत्र	दैनिक				
मलेशिया	वृद्धि के लिए मौद्रिक और वित्तीय स्थिरता	रात्रिभर के लिए व्याज दर	वास्तविक व्याज दरें, मुद्रास्फीति तथा मुद्रास्फीति संकेतक, आस्तिसमूल्य, ऋण, मुद्रा तथा संभावित उत्पादन	हैं	हैं	हैं	हैं	बैंक नगारा बिल्लस	दिन में दो बार	प्राथमिक व्यापारी	रिपो के लिए सरकारी प्रतिभूतियां		
कोरिया	मूल्य स्थिरता	रात्रिभर के लिए मांग दरें	भावी मुद्रास्फीति के संकेतक	हैं	हैं	हैं	हैं	चलनिधि समायोजन ऋण तथा दिन भर के लिए ओवरड्राफ्ट	साप्ताहिक	बैंक, सर्वेंट बैंक, निवेश तथा प्रतिभूति कंपनियां	ऋण प्रतिभूतियां (बांडों के लिए पात्र बिलों सहित), खजाना बांड, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांड, बाजार स्थिरकरण बांड एवं भूमि विकास बांड		
सिंगापुर	संबन्धीय आर्थिक वृद्धि के लिए ठोस आधार के रूप में मूल्य स्थिरता	भारतित विनिमय दर	व्याज दर तथा वायदा विदेशी मुद्रा दरें	हैं	हैं	हैं	हैं	विदेशी मुद्रा स्वेप तथा रिजर्व स्वेप	दिन में दो बार	प्राथमिक व्यापारी, द्वितीयक व्यापारी, बैंक, सर्वेंट बैंक तथा स्ट्रिक ब्रोकिंग फर्म (रिपो के मामले में केवल प्राथमिक व्यापारी)	सिंगापुर सरकार की प्रतिभूतियां-टी-बिल, बांड तथा रि-विपणनीय एसजाएस बांड		

\* : 2003 की स्थिति के अनुसार सृजित स्थिति # : चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत रिपो/रिजर्व रिपो।  
 स्रोत : संबंधित केंद्रीय बैंकों की वेबसाइटें तथा हॉकिन्स.जे. (2005)।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
अमरीका	फेडरल फंड	अधिकांशतः रात्रिभर के लिए (कुछ सप्ताहों के लिए दीर्घावधि भी हैं)	बैंक तथा अन्य डिपाजिटरी (निक्षेपागार) संस्थान
	बट्टा विंडो	सामान्यतः रात्रिभर के लिए	बैंक तथा अन्य डिपाजिटरी (निक्षेपागार) संस्थान*
	जमाप्रमाण पत्र	अधिकांशतः 1-12 माह तक के लिए (कुछ पांच साल या उससे भी ज्यादा के लिए)	बैंक (मनी सेंटर बैंक तथा बड़े क्षेत्रीय बैंक)*
	बेचनीय जमा प्रमाण पत्र	1-12 माह के लिए	अच्छी तरह पूंजीकृत बैंक
	यूरो डालर सीडी	अधिकांशतः 3-6 माह (कुछ की लम्बी अवधि)	बैंक (अमरीकी बैंकों की विदेशी शाखाएं या विदेशों में स्थित विदेशी बैंक)*। ये ब्रोकरों, निवेश-बैंकों, संस्थागत निवेशकों तथा बड़े-बड़े निगमों को बेची जाती है।
	यूरो डालर मीयादी जमा	रात्रिभर, 1-सप्ताह, 1-6 माह और लम्बी अवधि के लिए	बैंक *
	पुनर्खरीद करार	अल्पावधि : रात्रिभर, या कुछ दिनों के लिए लम्बी अवधि के लिए : 1-2-3 सप्ताह और 1, 2, 3, 6 माह के लिए	बैंक, प्रतिभूति व्यापारी, गैर-वित्तीय निगम तथा सरकारें (प्रधान सहभागी)
	खजाना बिल	4, 13, और 26 सप्ताह (52 सप्ताह के बिल 2001 में बंद कर दिए गए)	अमरीकी सरकार और प्राथमिक व्यापारी.
	म्युनिसिपल नोट्स	30 दिन से 1 साल	राज्य / स्थानीय सरकारें
	वाणिज्यिक पत्र	अधिकांशतः 270 दिनों के लिए औसतन 30 दिनों के लिए	गैर वित्तीय तथा वित्तीय कारोबारी (निगम तथा विदेशी सरकारें)*.
	बैंकों की स्वीकृतियां	270 दिनों तक की	गैर-वित्तीय और वित्तीय कारोबारी (आयात और निर्यात से जुड़ी फर्म)*.
	सरकार-प्रायोजित उद्यम प्रतिभूतियां . बट्टा नोट . बॉन्ड	30 दिन से 360 दिनों तक एक साल से ऊपर के	फार्म क्रेडिट सिस्टम, फेडरल होम लोन बैंक सिस्टम एण्ड फेडरल नेशनल मोर्टगैज असोसिएशन*.
	मुद्रा बाजार लिखतों में शेयर्स . मनी मार्केट म्युच्युअल फंड . स्थानीय सरकार के निवेश पूल	90 दिन से कम औसत : 318 दिन (1-1044 दिन)	मुद्रा बाजार म्युच्युअल फंड एण्ड तथा स्थानीय सरकार निवेश पूल
	फ्यूचर्स संविदा	3 माह	डीलर्स और बैंक*
आप्शंस	पूर्व-व्यवस्थित व्यपगत तारीख को या उससे पहले स्ट्राइक मूल्य पर प्रयुक्त	डीलर बैंक और गैर-बैंक	
ब्याज दर स्वैप्स	विचाराधीन ऋण निर्गमों की मीयाद पर ब्याज दरों की एक्सचेंज	डीलर, बैंक और गैर-बैंक	

\* प्रधान उधारकर्ता

मुद्रा बाजार

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
यू.के.	<p>रिजर्व औसत करना</p> <p>उधार देने और जमा की स्थायी सुविधाएं</p> <p>खुले बाजार के परिचालन : पुनर्खरीद करार (गिल्ड्स, एचएम सरकार गैर-स्टर्लिंग विपणन योग्य ऋण, स्टर्लिंग खजाना बिल, बैंक ऑफ इंग्लैंड यूरो बिल्स तथा यूरो नोट्स, पात्र बैंकों तथा स्थानीय प्राधिकरणों के बिल, योरोपीय आर्थिक क्षेत्र, केंद्रीय सरकारों तथा अंतरराष्ट्रीय संस्थाओं द्वारा जारी) स्टर्लिंग में मूल्यवर्गित प्रतिभूतियां</p> <p>खजाना बिल</p> <p>विनिमय बिल</p> <p>जमा प्रमाणपत्र</p> <p>वाणिज्यिक पत्र                      . बैंक स्वीकृति                      . व्यापार पत्र</p>	<p>एमपीसी के निर्णय की तारीखों के बीच 1 माह</p> <p>रात्रिभर के लिए</p> <p>1-सप्ताह, बैंक दर पर                      3, 6, 9, 12 माह, बाजार दर पर</p> <p>एक साल तक के लिए (कुछ की मीयाद 1 साल से भी ज्यादा की होती है)</p>	<p>43 बैंक तथा बिल्डिंग समितियां</p> <p>यू.के. के 60 से अधिक बैंक तथा बिल्डिंग समितियां</p> <p>43 यू.के. बैंक, बिल्डिंग सोसाइटीज तथा प्रतिभूति व्यापारी</p> <p>सरकार द्वारा जारी</p> <p>बैंकों द्वारा जारी</p> <p>बिल्डिंग सोसाइटीजों द्वारा जारी तथा बैंकों और बट्टा गृहों द्वारा खरीदे-बेचे गये</p> <p>उद्योग द्वारा जारी</p> <p>व्यापारी</p>
ईसीबी @	<p>मुख्य पुनर्वित्त परिचालन</p> <p>दीर्घावधिक पुनर्वित्त परिचालन (टीयर I तथा टीयर II आस्तियां)</p> <p>फाइन ट्यूनिंग /संरचनागत रिवर्स लेनदेन (टीयर-I तथा टीयर II आस्तियां)</p> <p>फाइन ट्यूनिंग/संरचनागत सीधी खरीद (केवल टीयर I आस्तियां)</p> <p>फाइन ट्यूनिंग/विदेशी मुद्रा स्वैप</p> <p>मार्जिनल उधार देने की सुविधाएं (टीयर-I &amp; टीयर II आस्तियां)</p> <p>ऋण प्रतिभूतियों के संरचनागत निर्गम</p> <p>जमा सुविधाएं</p>	<p>1 सप्ताह</p> <p>3 माह</p> <p>मानकीकृत नहीं</p> <p>मानकीकृत नहीं</p> <p>मानकीकृत नहीं</p> <p>रात्रिभर के लिए</p> <p>12 माह से कम</p> <p>रात्रिभर के लिए</p>	<p>प्रतिपक्षी पार्टियां : पात्र ऋण संस्थाएं</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p> <p>पात्र ऋण संस्थान</p>
जापान	<p>मांग मुद्रा बाजार अल्पावधिक प्रतिभूतियां:</p> <p>. वाणिज्यिक पत्र</p> <p>. जमा प्रमाणपत्र</p> <p>. खजाना बिल</p>		

@ स्रोत : ब्लैक डी, आदि (2001)



अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	पुनर्खरीद करार (पात्र संपाशिवक : सरकारी बांड/ बिल, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांड, नगर निगम बांड तथा विदेशी सरकारी बांड, वाणिज्यिक बिल, कंपनी बांड तथा आस्ति समर्थित प्रतिभूतियां)	1-सप्ताह से 6-माह	प्रतिपक्षी : बैंक, प्रतिभूति कंपनियां, प्रतिभूति वित्त पोषक कंपनियां, मुद्रा बाजार ब्रोकर (तास्सा कंपनियां)
	गैर-संपाशिवक बाजार		सिटी बैंक (उधारकर्ता), क्षेत्रीय बैंक (उधारदाता), निवेश न्यास, न्यास बैंक, क्षेत्रीय बैंक, कीटो, जीवन बीमा कंपनियां, विशेषीकृत मुद्रा बाजार के ब्रोकर
<b>आस्ट्रेलिया</b>	एकमुश्त लेनदेन सरकारी प्रतिभूतियां, • खजाना नोट्स • खजाना बांड • खजाना सूचीबद्ध बांड	18 माह से कम 18 माह से कम	कामनवैल्थ (राष्ट्रकुल) सरकारों द्वारा जारी
	अर्द्ध सरकारी प्रतिभूतियां • अर्द्ध सरकारी प्रोनोट • अर्द्ध सरकारी बांड • अर्द्ध सरकारी सूचीबद्ध बांड	18 माह से कम 18 माह से कम 18 माह से कम	राज्य सरकार तथा प्रादेशिक केंद्रीय उधार प्राधिकरणों द्वारा जारी
	पुनर्खरीद करार सरकारी प्रतिभूतियां : • खजाना नोट • खजाना बांड • खजाना सूचीबद्ध बांड		राष्ट्रकुल सरकारों द्वारा जारी
	अर्द्ध सरकारी प्रतिभूतियां • अर्द्ध सरकारी प्रोनोट • अर्द्ध सरकारी बांड • अर्द्ध सरकारी सूचीबद्ध बांड		राज्य सरकारों तथा प्रादेशिक केंद्रीय उधार प्राधिकरणों द्वारा जारी
	घरेलू प्रतिभूतियां		विदेशी सरकारों / अधिराष्ट्रीय संस्थाओं तथा सरकारी एजेंसी प्राधिकरणों द्वारा जारी
	स्वीकृत विनिमय बिल		पात्र बैंकों द्वारा जारी
	परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र		पात्र बैंकों द्वारा जारी
<b>कनाडा</b>	खजाना बिल	1-माह से 1-साल	कनाडा सरकार द्वारा जारी
	मुद्रा बाजार स्ट्रिप्स	18-माह तक	कनाडा सरकार द्वारा जारी
	सरकार द्वारा गारंटीकृत वाणिज्यिक पत्र	1-माह से 1-साल तक	क्राउन कारपोरेशनों द्वारा जारी जैसे कनाडियन ह्रीट बोर्ड, फेडरल बिजनेस डेवलपमेंट बैंक, आदि
	खजाना बिल तथा प्रोनोट	1-माह से 1-साल	प्रादेशिक सरकारों द्वारा जारी
	बैंकर-स्वीकृतियां	1-माह से 1-साल	निगमों द्वारा जारी (किसी प्रमुख कनडियन चार्टर्ड बैंक द्वारा बिना शर्त गारंटी के साथ)
	वाणिज्यिक पत्र	1-माह से 1-साल	प्रमुख निगम

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
रूस	<p>पुनर्वित्त प्रणाली-तंत्र :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>दिन भर के लिए ऋण</li> <li>रात्रिभर के लिए ऋण</li> <li>लौम्बार्ड ऋण</li> <li>सम्पार्श्विक पर ऋण (प्रोनोट) तथा गारंटियां</li> </ul> <p>रिपो परिचालन :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>सरकारी बांड</li> <li>फेडरल सरकार के बिल</li> <li>बैंक ऑफ रशिया के बांड</li> </ul> <p>बैंक ऑफ रशिया ऋणों के लिए जमानत के रूप में स्वीकृत प्रतिभूतियां :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>क्षेत्रीय सरकार के बांड</li> <li>ऋण संस्थाओं के बांड</li> <li>दृष्टिबंधन से समर्थित बांड</li> <li>रेसिडेंट कंपनी बांड</li> <li>अंतरराष्ट्रीय वित्तीय संस्थाओं के बांड</li> </ul> <p>करेंसी स्वैप्स</p> <p>जमा परिचालन :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>निश्चित दरों पर जमा परिचालन</li> <li>नीलामी दरों पर जमा परिचालन</li> </ul>	<p>1-कार्य दिवस 7 या 14 कार्य दिवस</p> <p>180 दिनों तक</p> <p>रात्रिभर के लिए, 3 और 6 माह 6 माह 3 से 6 माह</p>	<p>वित्तीय रूप से सुदृढ़ ऋण संस्थाएं जो विनियामक अपेक्षाओं को पूरा करती हैं।</p> <p>ऋण संस्थाएं जिनके बैंक ऑफ रशिया की 22 क्षेत्रीय शाखाओं में खाता है</p>
चीन	<p>अंतरबैंक उधार लिखतें: पुनर्खरीद करार या एकमुश्त खरीद आधार पर (ओएमओ):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>सरकारी प्रतिभूतियां</li> <li>परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र</li> <li>वाणिज्यिक पत्र</li> </ul> <p>बट्टा खिड़की पात्र बिल :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>बैंकरों द्वारा स्वीकृत</li> <li>व्यापार द्वारा स्वीकृत</li> <li>प्रोनोट</li> </ul>	<p>1, 7, 20, 30, 60, 90, और 120 दिवसीय</p>	<p>बैंक, निपटान गैर-बैंक ऋण संस्थाएं तथा गैर-बैंक ऋण संस्थाएं जो जमा लेने और ऋण देने के कार्य करते हैं।</p> <p>ओएमओ के सहभागी : केंद्रीय बैंक, बड़े-बड़े घरेलू वाणिज्यिक बैंक तथा पीबीसी द्वारा अनुमोदित अन्य वित्तीय संस्थान</p> <p>अंतरबैंक बाजार के सहभागी : सभी-प्राधिकृत वाणिज्यिक बैंक, न्यास तथा निवेश निगम, वित्तीय पट्टादायी कंपनियां, कारोबारी संघों की वित्तीय कंपनियां, शहरी ऋण सहकारी संस्थाएं तथा ग्रामीण ऋण सहकारी संस्थाएं, प्रतिभूति कंपनियां, बीमा कंपनियां तथा वित्तपोषक मध्यस्थक संस्थाएं</p>
भारत #	<p>मांग मुद्रा</p> <p>सूचना मुद्रा</p> <p>मीयादी मुद्रा</p>	<p>रात्रिभर के लिए</p> <p>2 से 14 दिनों के लिए</p> <p>15 दिनों से 1 साल तक</p>	<p>अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक, (क्षे.ग्रा.बैंकों को छोड़कर) सहकारी बैंक, प्राथमिक व्यापारी (पीडी), तथा 5 अगस्त 2005 तक चुनिंदा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं, बीमा कंपनियां और पारस्परिक निधियां</p> <p>बैंक, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थान तथा पीडी</p>

# : कोष्ठकों में दर्शाये गये वर्ष उस लिखत को शुरू किये जाने का वर्ष दर्शाते हैं।

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	जमा प्रमाणपत्र (1989)	न्यूनतम 7 दिन	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक (क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों तथा स्थानीय क्षेत्रीय बैंकों को छोड़कर) तथा चुनिंदा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं
	वाणिज्यिक पत्र (1990)	न्यूनतम 7 दिन	कंपनियां, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं तथा पीडी
	वायदा दर करार/ ब्याज दर स्वैप (1999)	संविदाएं 10 वर्षों तक की परिपक्वता के लिए उपलब्ध हैं।	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक, पीडी, तथा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं
	बिल पुनर्मुनाई		बैंक, पीडी, चुनिंदा अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं बीमा कंपनियां और पारस्परिक निधियां
	पुनर्खरीद करार (1992)		
	• बाजार रिपो	1 दिन से 1 साल तक	बैंक, पीडी, अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं, बीमा कंपनियां, पारस्परिक निधियां और सूचीबद्ध कंपनियां
	• आरबीआई रिपो (एलएएफ)	1 दिन*	बैंक और पीडी,
	खजाना बिल	91, 182 और 364 दिवसीय	बैंक, पीडी, वित्तीय संस्थाएं तथा अन्य गैर-बैंक संस्थाएं
	अन्तरबैंक सहभागिता प्रमाण पत्र (1988)	91-180 दिवसीय	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक
	सीबीएलओ (2003)	1 दिन-1 साल	अनुसूचित वाणिज्यिक बैंक, सहकारी बैंक, पीडी, चुनिंदा अखिल भारतीय वित्त संस्थाएं, बीमा कंपनियां, पारस्परिक निधियां और अन्य कंपनियां
थाईलैंड	पुनर्खरीद परिचालन : • सरकारी बांड • खजाना बिल • वित्तीय संस्थान विकास निधि (एफआईडीएफ) बांड • सरकार द्वारा गारंटीकृत राज्य उद्यमी बांड	1, 7, 14-दिन, 1, 2, 3, और 6-माह	60 सदस्य : वाणिज्यिक बैंक, वित्तीय कंपनियां, वित्त एवं प्रतिभूति कंपनियां, तथा विशेषीकृत वित्तीय संस्थाएं, एफआईडीएफ
	द्विपक्षीय पुनर्खरीद परिचालन	14-दिन	द्विपक्षीय प्राथमिक व्यपारी
	बैंक ऑफ थाईलैंड (बीओटी) बांड	12-माह या कम	वाणिज्यिक बैंक, विशेषीकृत वित्तीय संस्थाएं, वित्त कंपनियां, वित्त एवं प्रतिभूति कंपनियां, सरकारी पेंशन फंड, भविष्य निधियां, पारस्परिक निधियां, सामाजिक सुरक्षा कार्यालय, जीवन और गैर-जीवन बीमा कंपनियां, तथा अन्य संस्थाएं जिनके चालू खाते बीओटी के पास खुले हैं।
	विदेशी मुद्रा स्वैप्स	रात्रिभर से लेकर 1 साल तक (विशेष रूप से यह अल्पावधि से 3 माह तक की मीयाद पर केंद्रित हैं)	ऑन शोर तथा ऑफ शोर दोनों प्रकार के वाणिज्यिक बैंक

\* : रिजर्व बैंक ने अपने पास यह विकल्प रखा है कि वह बाजार की स्थिति तथा संगत कारकों को देखते हुए चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत दीर्घावधि के रिपो परिचालन भी कर सकता है।

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (जारी)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	दिन की समाप्ति पर चलनिधि विंडो	रात्रिभर	वाणिज्यिक बैंक, वित्त कंपनियों, वित्त एवं प्रतिभूति कंपनियों तथा विशेषीकृत वित्तीय संस्थान
<b>इंडोनेशिया</b>	बैंक ऑफ इंडोनेशिया प्रमाण पत्र (एसबीआई)	1 माह और 3 माह	
	फेसिलिताज बैंक इंडोनेशिया (एफएएसबीआई) जमा सुविधा	1 से 14 दिन	बैंक
	एसबीआई पुनर्खरीद करार - अगस्त 2005 में चरणबद्ध रूप में समाप्त, उसका स्थान फाइन ट्यून एक्सपैशन (एफटीई) ने लिया।	1 से 14 दिन	
	एसडब्ल्यू बीआई या वाडिया सर्टिफिकेट (एसबीआई सरियन सिद्धांतों का अनुकरण करता है।		
<b>मलेशिया</b>	मलेशियन सरकारी प्रतिभूतियां		प्रतिभूति संस्थान, बैंकिंग प्रणाली और कर्मचारी भविष्य निधियां
	खजाना बिल	91, 182, 364 दिवसीय	वाणिज्यिक बैंक, बट्टागृह, प्रधान व्यापारी तथा वित्त कंपनियां
	पुनर्खरीद करार (रिपो) (जिन प्रतिभूतियों का आमतौर पर रिपो लेनदेन में उपयोग किया जाता है, वे हैं -मलेशियन सरकारी प्रतिभूतियां, बैंकों की स्वीकृतियां, परक्राम्य जमा प्रमाण पत्र, खजाना बिल, कागामास बांड, केंद्रीय बैंक के प्रमाण पत्र अन्य व्यापार बिल, आदि	रात्रिभर से कुछ माह तक	वाणिज्यिक बैंक, मर्चेट बैंक : वित्तीय कंपनियों तथा बट्टा गृह
	बैंक नेगारा बिल	1-साल	
	बैंक नेगारा मौद्रिक नोट	3 साल तक	
	प्रत्यक्ष उधार लेना	6-माह तक (औसत : 20-30 दिन)	
	परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र	3 माह के गुणजों में, 5 साल तक	कारोबारी उद्यम, बैंक, बट्टा गृह, सांविधिक प्राधिकरण, बचत और पेशन निधियां, सरकार तथा व्यक्ति
	बैंकर स्वीकृति	30 से 200 दिन	वाणिज्यिक बैंक तथा मर्चेट बैंक
<b>कोरिया</b>	मांग मुद्रा	रात्रिभर : 3, 5, 7,9, 11 और 15 दिनों के ऋण	वाणिज्यिक बैंक, विशेषीकृत बैंक, क्षेत्रीय बैंक निवेश एवं वित्त कंपनियों मर्चेट बैंकिंग निगम, निवेश न्यास कंपनियों, बीमा कंपनियों, कोरिया सिक्योरिटी फाइनांस कापेरेशन, क्रेडिट बीमा निधियां, तथा कोरिया में विदेशी बैंकों की शाखाएं
	रिपो (ओएमओ के लिए पात्र प्रतिभूतियां : सरकारी बांड, सरकार द्वारा गारंटीकृत बांड एवं भूमि विकास बांड)	15 दिन से 91 दिन	चुनिंदा वित्तीय संस्थान

मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

अनुलग्नक III.3: मुद्रा बाजारों की संरचना (समाप्त)

देश	लिखते	मीयाद	प्रमुख सहभागी
1	2	3	4
	खजाना बिल	364 दिन	
	बाजार स्थिरीकरण बांड	14 दिन से 2 साल तथा 546 दिवसीय	चुनिंदा वित्तीय संस्थान
	चलनिधि समायोजन ऋण	1 माह से अधिक नहीं	आवेदक बैंक
	इन्ट्रा-डे ओवरड्राफ्ट	उस दिन के कारोबार की समाप्ति तक	चुनिंदा वाणिज्यिक बैंक, विशेष बैंक, स्थानीय बैंक तथा विदेशी बैंक
	परक्राम्य जमा प्रमाण पत्र		बैंक
	वाणिज्यिक पत्र		पात्र गैर-वित्त कंपनियां, निवेश और वित्त कंपनियां तथा मर्चेट बैंकिंग निगम
<b>दक्षिण अफ्रीका</b>	खजाना बिल	91 दिवसीय और 182 दिवसीय	प्राथमिक व्यापारी
	परक्राम्य जमा प्रमाणपत्र	3 साल तक	बैंक, खदान गृह, पेंशन निधियां, बीमा कंपनियां, वाणिज्यिक कंपनियां, म्युनिसिपल प्राधिकरण, सार्वजनिक निगम तथा व्यक्ति
	बैंकर स्वीकृतियां	3 माह तक तथा कुछ मामलों में लम्बी अवधि के लिए	मर्चेट बैंक तथा वाणिज्यिक बैंक,
	पुनर्खरीद करार	1 से 7 दिन	रिजर्व बैंक तथा अन्य वित्तीय संस्थाएं
	रिजर्व बैंक डिबेंचर	28 से 56 दिन	बैंक
	विदेशी मुद्रा स्वैप्स		
<b>सिंगापुर</b>	रिपो/रिवर्स रिपो		प्राथमिक व्यापारी, द्वितीयक व्यापारी जिनमें बैंक, मर्चेट बैंक, स्टॉक ब्रोकिंग फर्म, वित्त कंपनियां, बीमा कंपनियां, निगम तथा अलग-अलग व्यक्ति शामिल हैं (रिपो के मामले में केवल पीडी)
	सिंगापुर सरकार प्रतिभूतियां	3 माह से 15 साल तक जिसमें 3 माह और 1 साल का बेंच मार्क खजाना बिलों के लिए तथा बांडों के लिए 2, 5, 7, 10 और 15 साल का बेंचमार्क	
	दिन की समाप्ति तक चलनिधि सुविधा	रात्रिभर	बैंक
	विदेशी मुद्रा स्वैप्स तथा रिवर्स स्वैप्स		

स्रोत : संबंधित केंद्रीय बैंक की अपनी-अपनी वेबसाइट।



4.1 आधुनिक देश सहित, जहाँ कि पूर्णतया विकसित पूंजी बाजार हैं, लगभग सभी देशों में वृद्धि को बनाए रखने में क्रेडिट बाजारों ने ऐतिहासिक रूप से महत्वपूर्ण भूमिका अदा की है। क्रेडिट बाजार बचतकर्ताओं और निवेशकों के बीच निधियों के मध्यस्थान का महत्वपूर्ण कार्य करते हैं और संसाधनों की आबंटन दक्षता में सुधार लाते हैं। बैंक, जो कि क्रेडिट बाजार में प्रमुख खिलाड़ी हैं, जोखिमों की हेजिंग करने सहित विभिन्न वित्तीय सेवाओं और उत्पादों को उपलब्ध कराने में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं। मौद्रिक व्यवस्था को आगे बढ़ाने में भी क्रेडिट बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका रहती है।

4.2 तथापि, क्रेडिट देने में भी कुछ जोखिम रहती है जो पूरी तरह से क्रेडिट जोखिम से लेकर अधिक उधार देने की जोखिम तक फैली हुई है। जहाँ शुद्ध क्रेडिट जोखिम उधारकर्ता द्वारा चुकौती न करने के कारण होने वाली हानि की जोखिम है, चाहे ऋण देते समय पर्याप्त सावधानियां क्यों न बरती गयी हों, वहीं अधिक उधार देने की जोखिम तब पैदा होती है जब बैंक बिना उचित क्रेडिट मूल्यांकन और भावी ग्राहक के बारे में बहुत ज्यादा आशावादिता के कारण भरोसा करते हैं। जहाँ एक ओर हो सकता है कि शुद्ध क्रेडिट जोखिम बहुत ज्यादा न फैले और सामान्यतया प्रणालीगत समस्याएं पैदा न करे, वहीं बहुत अधिक उधार देना प्रणाली के लिए बर्दाश्त के बाहर और अस्थिरता लाने वाला होता है। अतएव, सभी देशों में पर्याप्त वृद्धि को बनाए रखने की कोशिश में नियंत्रक इसके लिए विनियामक और पर्यवेक्षी नीतियां बनाकर तथा विवेकसम्मत मानदंडों को सुदृढ़ बनाकर विपरीत प्रभावों से इसे बचाने में लगे रहते हैं।

4.3 भारत में क्रेडिट बाजार ने अर्थव्यवस्था के विभिन्न खंडों की वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने में पारंपरिक रूप से प्रमुख भूमिका अदा की है। ऋण संस्थानों में सुविकसित और बड़े आकार वाले वाणिज्य बैंकों से लेकर स्थानीय आवश्यकताओं को पूरा करने वाली छोटी-छोटी सहकारी विकास वित्त संस्थाएं हैं। ये विभिन्न प्रकार की क्रेडिट सुविधाएं प्रदान करती हैं जैसे कि कंपनियों को अल्पावधि के कार्यशील पूंजी ऋण, बड़ी बुनियादी परियोजनाओं के वित्तीयन हेतु मध्यावधि और दीर्घावधि ऋण तथा विभिन्न प्रयोजन हेतु फुटकर ऋण। वित्तीय बाजार के अन्य खंडों के विपरीत क्रेडिट बाजार पूरे देश में अच्छी तरह से फैला है और यह आबादी के सभी वर्गों के जीवन को छूता है।

4.4 1990 के दशक के शुरुआती वर्षों में वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के प्रारंभ होने से पूर्व भारत में ऋण बाजार कठोर रूप से नियंत्रित था। 1967-68 में अपनाये गए क्रेडिट योजना दृष्टिकोण के अंतर्गत मौद्रिक नीति का मुख्य फोकस बैंक ऋण था। औपचारिक मध्य लक्ष्य के अभाव में बैंक ऋण सकल रूप के साथ-साथ खंडवार रूप में मौद्रिक नीति के लक्ष्य

को पूरा करने के लिए आगे आया। 1980 के दशक के मध्य तक मौद्रिक नीति मुख्य रूप से बैंकों के लिए क्रेडिट बजटों वाले प्रत्यक्ष लिखतों के माध्यम से संचालित की जाती थी जो मौद्रिक बजट निर्माण के अनुरूप तैयार किए जाते थे (मोहन, 2006क)। क्रेडिट बाजार की विशेषता यह थी कि उसमें क्रेडिट नियंत्रण और निर्देशित उधार कार्यक्रम होते थे। उधार देने संबंधी खंडवार सीमाएं, व्यक्तियों द्वारा लिए जाने वाले उधार संबंधी सीमाएं, मार्जिन आवश्यकताओं का निर्धारण, यदि (ऋण प्राधिकार योजना के अंतर्गत) उधार निर्दिष्ट सीमा से अधिक हो जाए तो रिजर्व बैंक से पूर्वअनुमोदन लेने की आवश्यकता और संवेदनशील वस्तुओं के मामले में चयनित क्रेडिट नियंत्रण के रूप में विभिन्न प्रकार के क्रेडिट नियंत्रण मौजूद थे। सभी प्रकार की ऋण संस्थाओं द्वारा दिए जाने वाले उधारों पर ब्याज की दरें नियंत्रित थीं। क्रेडिट बाजार भी कठोर रूप से अलग-अलग खंडों में बंटे हुए थे। वाणिज्यिक बैंक अधिकांशतः उद्योग की अल्पावधि कार्यशील पूंजी आवश्यकताओं को पूरा करते थे और विकास वित्त संस्थाओं का फोकस मुख्यतः दीर्घावधि वित्त उपलब्ध कराने पर केंद्रित था। क्रेडिट बाजार में स्पर्धा भी सीमित थी। जिसकी वजह से क्रेडिट बाजार में अनेक अकुशलताएं घर कर गयीं।

4.5 अतएव, ऋण बाजार की दक्षता बढ़ाने के लिए 1990 के दशक के शुरुआती वर्षों में वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के एक अंग के रूप में विनियामक सुधारों की एक व्यापक श्रृंखला प्रारंभ की गयी। परिणामस्वरूप, भारत में क्रेडिट बाजार संरचनागत रूपांतरण के दौर से गुजरा। यद्यपि दो विकास वित्त संस्थाओं के बैंकों में विलय/ परिवर्तित हो जाने के कारण, अक्षम गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों को छांट कर निकाल बाहर करने और शहरी सहकारी बैंकों तथा क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों की पुनः संरचना की वजह से ऋणदात्री संस्थाओं की संख्या में काफी कमी आयी है लेकिन फिर भी क्रेडिट बाजार अत्यंत स्पर्धी हो गया है। क्रेडिट संस्थाएं अब तरह-तरह के उत्पाद प्रस्तुत करती हैं। अब वे अपनी जोखिम संभावनाओं के आधार पर अपने उत्पादों का मूल्य तय करने के लिए भी स्वतंत्र हैं।

4.6 उपर्युक्त के परिप्रेक्ष्य में इस अध्याय में हाल ही के वर्षों में तेज क्रेडिट वृद्धि के विभिन्न पहलुओं पर विशेष प्रकाश डालने के साथ-साथ भारत में क्रेडिट बाजार की प्रवृत्ति का विश्लेषण किया गया है। यह अध्याय छह खंडों में विभाजित है। खंड-I में आर्थिक वृद्धि में क्रेडिट बाजार के महत्व की व्याख्या की गई है। खंड-II में भारत में क्रेडिट बाजार की संरचना प्रतिपादित की गई है। 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से क्रेडिट बाजार से संबंधित नीतिगत गतिविधियों का उल्लेख खंड-III में किया गया है। सुधारोत्तर अवधि में भारत में क्रेडिट वृद्धि की प्रवृत्तियों का विश्लेषण खंड-IV में किया गया है। बैंक क्रेडिट में वृद्धि की हाल ही की प्रवृत्तियों

और उनके निहितार्थों का भी विश्लेषण इस खंड में किया गया है। खंड-V में भारत में ऋण बाजार की भूमिका को और सुदृढ़ बनाने के उद्देश्य से कुछ उपाय सुझाए गए हैं। खंड-VI में निष्कर्षात्मक टिप्पणियां प्रस्तुत की गई हैं।

## I. क्रेडिट बाजार का महत्त्व

4.7 शिक्षाविदों और नीति निर्माताओं दोनों के बीच इस बात पर व्यापक सहमति है कि विकसित वित्तीय प्रणाली अनेक चैनलों के माध्यम से आर्थिक वृद्धि को प्रोत्साहित करती है : (i) फर्मों से संबंधित सूचना का अर्जन; (ii) कड़ाई जिसके साथ ऋणदाता कंपनी नियंत्रण रखते हैं; (iii) जोखिम घटाऊ व्यवस्थाओं का प्रावधान; (iv) पूंजी समूहन और (v) लेनदेन करने में आसानी (लेविन, 2004)। बचत संग्रह करने और उन्हें निवेश की दिशा में ले जाने की दो व्यवस्थाएं हैं यथा बैंक आधारित और बाजार आधारित, जिनका अध्याय I में वर्णन किया गया है। अनुभवजन्य साक्ष्य दर्शाते हैं कि ज्यादा विकसित वित्तीय क्षेत्र उच्च आय स्तरों से जुड़ा रहा है जबकि वित्तीय संरचना के संबंध में कोई स्पष्ट ढांचा नहीं है।

4.8 अधिकांश देशों में दोनों प्रणालियां साथ-साथ रहती हैं यहां तक कि उनमें से एक प्रणाली दूसरे से ज्यादा प्रबल रहती है। तथापि, इन दो प्रणालियों में से क्रेडिट संस्थाओं को परियोजनाओं की दक्षता और उत्पादकता की निगरानी करने के लिए सूचना इकट्ठी करने और उसे प्रॉसेस करने में स्पष्ट रूप से लाभ मिलता है। वास्तव में, हाल के वर्षों में बैंक, जोकि क्रेडिट बाजार में प्रमुख खिलाड़ी हैं, की मौजूदगी का श्रेय बचत जुटाने और उनका प्रवाह निवेश की दिशा में करने की उनकी योग्यता से संबंधित विशिष्ट व्याख्या की तुलना में विषम सूचना और नैतिक बाधा की समस्याओं की मौजूदगी से उपजी उनकी सूचना जुटाने की क्षमता को दिया जा सकता है। बचतकर्ताओं के पास कंपनियों के कामकाज के बारे में सामान्यतः आधी-अधूरी सूचना रहती है जिसकी वजह से कंपनियों को बाजार से सीधे वित्त प्राप्त करना और भी कठिन हो जाता है। बैंकों का मध्यस्थन ऐसी एजेंसी समस्याओं को घटाता है। जब वित्तीय संसाधन उपलब्ध कराने वालों को किसी कंपनी के बारे में जानकारी प्राप्त करने की लागत ज्यादा पड़ रही हो और यदि भावी निवेशक ऐसी सूचना इकट्ठी करने का कार्य किसी विशेषज्ञ संगठन को सौंप सकें तो वित्तपोषक कंपनियों का काम और भी दक्षतापूर्वक किया जा सकता है (डायमंड, 1984)। इस प्रकार, बैंकों द्वारा जानकारी जुटाने और कंपनी की निगरानी करने के कार्य के आधार पर वित्तीय मध्यस्थन को न्यायसंगत ठहराया जा सकता है। सूचना इकट्ठी करके उसे संसाधित करने की लागतों को घटाकर वित्तीय संस्थाएं बचत संग्रहण को प्रोत्साहित करती हैं तथा संसाधनों की व्यवस्था में सुधार लाती हैं। बैंक अपनी जोखिम का विशाखन अनेक कंपनियों के बीच भी कर सकते हैं।

4.9 विकासशील देशों में फर्मों की प्रवृत्ति सामान्यतया बैंक क्रेडिट सहित ऋण वित्तपोषण पर ज्यादा निर्भर रहने की रहती है। ईक्विटी के बजाय क्रेडिट पर जोर विभिन्न कारणों से पैदा होता है। विकासशील

अर्थव्यवस्थाओं में ईक्विटी की लागत अक्सर ऋण की लागत से ज्यादा होती है क्योंकि विकसित देशों की तुलना में विकासशील देशों में जोखिम प्रीमियम ज्यादा है। बनावटी रूप से दमित ब्याज दरों की मौजूदगी समस्याओं को और बढ़ा देती है। विकासशील देशों में ऋण पर बहुत ज्यादा निर्भरता के अन्य कारणों में शामिल है उनके ईक्विटी बाजारों की कमजोरी, योग्य लेखांकन प्रथाओं की कमी और पर्याप्त कॉर्पोरेट गवर्नेंस पद्धति का अभाव। बैंक ऋण पर ज्यादा निर्भरता और बाह्य वित्त के लिए विकल्पों के अभाव को देखते हुए विकासशील अर्थव्यवस्थाओं में फर्मों ऋण की लागत और उसके प्रभावों में परिवर्तनों के प्रति सामान्यतया बेहद संवेदनशील होती हैं।

4.10 विकासशील देशों में ऋण बाजार विशेष तौर पर वहाँ महत्त्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं जहाँ उद्योगों के अलावा कृषि भी अर्थव्यवस्था का एक महत्त्वपूर्ण खंड है। इसके अलावा औद्योगिक और सेवा क्षेत्र में ढेर सारे छोटे और मझौले उद्यम भी हैं जो पूंजी बाजार तक नहीं पहुंच पाते हैं और उन्हें अपनी निधीयन आवश्यकताओं के लिए क्रेडिट बाजार पर निर्भर रहना पड़ता है। इस प्रकार विकासशील देशों में बैंकों और अन्य उधारदात्री संस्थाओं के महत्त्व को शायद ही दोहराने की आवश्यकता है।

4.11 वाणिज्य बैंक विनियमित वित्तीय क्षेत्र में अपनी इस सर्वश्रेष्ठ स्थिति के कारण क्रेडिट बाजार पर अपना वर्चस्व बनाये रखते हैं। बैंकिंग प्रणाली द्वारा सृजित ऋणों की मात्रा सामान्यतया बैंकों की इच्छा और योग्यता दोनों का कार्य है। उधार दरों पर उच्चतम और न्यूनतम सीमाओं वाली अर्थव्यवस्था में बैंकों को अपेक्षाकृत अधिक क्रेडिट मांग का सामना करना पड़ता है जितनी कि वे वास्तव में आपूर्ति कर सकते हैं। इस प्रकार क्रेडिट राशनिंग व्यवस्था पर निर्भरता की आवश्यकता पड़ती है। दूसरी ओर, अदमित वित्तीय प्रणाली में सैद्धांतिक रूप से जोखिम की विशेषताओं के आधार पर उधारकर्ताओं के बीच अंतर किया जाता है और चूक की संभावनाओं को हिसाब में रखते हुए और ज्यादा जोखिम वाले उधारकर्ताओं पर ऊँची ब्याज दरें प्रभाविता की जाती हैं। हालांकि, इससे गलत चयन की समस्या उत्पन्न हो सकती है। यद्यपि, जोखिम वाली परियोजनाओं से ज्यादा लाभ प्राप्त होता है, लेकिन, बैंकों को वहनीयता के विचार से अपने निवेश संविभाग की जोखिमों को इष्टतम रखने की आवश्यकता है।

4.12 क्रेडिट आपूर्ति को प्रभावित करने वाला दूसरा महत्त्वपूर्ण कारक बैंकिंग प्रणाली से केंद्रीय बैंक को मिलने वाली आरक्षित राशि है। सरकार द्वारा केंद्रीय बैंक के धन का भारी पूर्वक्रय करने से बैंकिंग प्रणाली को आरक्षित की आपूर्ति में बाधा पड़ सकती है और इस प्रकार क्रेडिट निर्माण के लिए उनकी क्षमता प्रभावित होती है। तथापि, क्रेडिट विस्तार एक अंतर्जात प्रक्रिया हो सकती है अर्थात्, यह क्रेडिट के लिए मांग है जो अर्थव्यवस्था में क्रेडिट सृजित करने की बैंकिंग प्रणाली की योग्यता को बढ़ा सकती है।

4.13 मौद्रिक प्रेषण व्यवस्था में क्रेडिट बाजार का विकास एक महत्त्वपूर्ण भूमिका अदा करता है। 'मौद्रिक दृष्टिकोण' द्वारा दर्शाया जानेवाला पारंपरिक ब्याज दर चैनल मुख्यतः देयता पक्ष पर केंद्रित रहता है क्योंकि बैंक चेक से आहरण करने योग्य जमाराशियों के माध्यम से धन का सृजन करते हैं।

इसमें आस्ति पक्ष पर ज्यादा जोर नहीं दिया जाता है क्योंकि ऐसा माना जाता है कि फर्मों की वित्तीय संरचना बैंकों से लिए गये उधारों अथवा प्रतिभूतियों के निर्गम से जुटाये गये उधारों के प्रति तटस्थ रहती है। यह इस मान्यता पर आधारित है कि विभिन्न वित्तीय आस्तियां जैसे कि बांड और बैंक ऋण सही विकल्प हैं। फिर भी 'क्रेडिट दृष्टिकोण' के अर्थ में सूचना की विषमता के कारण बांडों और बैंक ऋणों को मूलतः सही ऐवजी के रूप में नहीं देखा जाता है। सूचना की समस्याओं से जूझ रही फर्मों बैंकों से ऋण लेने की जगह बांडों के माध्यम से उधार लेने को ज्यादा खर्चीला पाती है।

4.14 'क्रेडिट दृष्टिकोण' के अनुसार उसी दिशा में बाह्य वित्त प्रीमियम (ईएफपी) में परिवर्तनों के द्वारा मौद्रिक नीति का प्रत्यक्ष प्रभाव विवर्धित किया जाता है। बाह्य वित्त प्रीमियम (ईक्विटी अथवा ऋण निर्गम करके) बाहर से निधियां जुटाने की लागत तथा (आय को रोक कर) आंतरिक रूप से सृजित निधियों के बीच अंतर है। इस प्रकार मौद्रिक कठोरता से बाह्य वित्त प्रीमियम बढ़ता है जबकि मौद्रिक नीति में ढील मिलने पर बाह्य वित्त प्रीमियम घटता है। परिणामस्वरूप, मांग और उत्पादन पर ब्याज दरों से संबंधित अल्पावधि नीति में परिवर्तनों के प्रभावों को देखते हुए जो ब्याज दरों में उतार-चढ़ाव के प्रभावों को मजबूत बनाता है, विवर्धित होता है (बेर्नान्के और जेर्टलर, 1995)। इस संदर्भ में 'क्रेडिट दृष्टिकोण' का सर्वाधिक प्रतिनिधिक सैद्धांतिक मॉडल बेर्नान्के और ब्लांडर (1988) का है। यह IS/LM ढांचे का आशोधन है और इसमें वे सभी तत्व रहते हैं जो एक ओर क्रेडिट और दूसरी ओर बांड और प्रतिभूतियों के बीच अपूर्ण प्रतिस्थापन की सैद्धांतिक परिभाषा की गुंजाइश रखते हैं (बॉक्स IV.1)। नीति मार्गदर्शक के रूप में बेर्नान्के और ब्लांडर का निष्कर्ष यह है कि मुद्रा की मांग का आघात क्रेडिट की मांग के आघात से ज्यादा महत्वपूर्ण है तो संभवतः क्रेडिट लक्ष्य की नीति मौद्रिक लक्ष्य की नीति से बेहतर है।

4.15 यह देखते हुए कि विकसित वित्तीय मध्यस्थान प्रणाली वृद्धि को सुसाध्य बनाती है, नीति निर्माता वित्तीय विकास को आगे बढ़ाने के लिए प्रणाली को उदार बनाने की ओर झुकते हैं। तथापि, साहित्य संकेत करता है कि वित्तीय क्षेत्र को विकसित करने के उद्देश्य से उदारीकृत नीतिगत ढांचा अपनाते में प्राधिकारियों को पर्याप्त सावधानियां बरतनी चाहिए (अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2006)। हाल ही में उदार बनाई गई वित्तीय संस्थाओं का शिथिल पर्यवेक्षण और अल्पविकसित विनियमन, जिसके साथ अक्सर अस्थिर समष्टि आर्थिक वातावरण जुड़ा रहता है, से प्रणाली संकट पैदा हुआ है (लिंग्ग्रेन, आदि, 1996 तथा कॅप्रिओ और क्लिंजेबिएल, 2003)। इसी प्रकार, अर्थमिति साक्ष्य जो दर्शाता है कि उन देशों में बैंकिंग संकट पैदा होने के ज्यादा आसार हैं जो कमजोर संस्थागत वातावरणों में काम करनेवाले उदार क्रेडिट बाजारों से जुड़े हैं। पूर्व-एशियाई संकट ने यह रेखांकित किया है कि कमजोर या जोखिम के प्रति संवेदनशील वित्तीय क्षेत्र किस प्रकार से आर्थिक स्थिरता के सामने जोखिमें खड़ी कर सकता है।

## III. भारत में क्रेडिट बाजार का संस्थागत ढांचा

4.16 भारत में क्रेडिट बाजार ढांचे को विकसित होने में वर्षों का समय लगा है। देश में वित्तीय संस्थाओं की व्यापक श्रेणियां मौजूद हैं जो अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों को क्रेडिट उपलब्ध कराती है। इनमें वाणिज्य बैंक, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक, सहकारी संस्थाएं (इसके अंतर्गत शहरी सहकारी बैंक, राज्य सहकारी बैंक, जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंक, प्राथमिक कृषि ऋण समितियां, राज्य सहकारी और कृषि ग्रामीण विकास बैंक तथा प्राथमिक सहकारी और कृषि ग्रामीण विकास बैंक आते हैं), वित्तीय संस्थाएं (केंद्र और राज्य, दोनों स्तर की मीयादी उधारदात्री संस्थाएं तथा पुनर्वित्त संस्थाएं) और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियां आती हैं (प्रदर्श IV.1)।

4.17 भारत में क्रेडिट बाजार का प्रमुख हिस्सा अनुसूचित वाणिज्य बैंकों से बनता है। मार्च 2006 के अंत में कुल मिलाकर 83 अनुसूचित वाणिज्य बैंक काम कर रहे थे। वाणिज्य बैंकिंग क्षेत्र समेकन के दौर से गुजर रहा है। 1999 से 12 विलय/समामेलन हो चुके हैं। क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक, जिनका गठन कृषि और ग्रामीण वित्त उपलब्ध कराने के लिए 1970 के दशक में किया गया था, भारत सरकार की पहल पर पुनर्गठित किए जा रहे हैं। 31 अक्टूबर 2006 तक 43 नए क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक बनाने के लिए 137 क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों का समामेलन किया जा चुका था और इस प्रकार देश में क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों की कुल संख्या मार्च 2005 के अंत में 196 से घटकर 103 पर आ गई।

4.18 शहरी और ग्रामीण सहकारी संस्थाओं के दो विशद खण्डों के साथ सहकारी बैंकिंग प्रणाली भारतीय वित्तीय प्रणाली के एक अभिन्न अंग का निर्माण करती है। शहरी सहकारी बैंक, जिन्हें प्राथमिक सहकारी बैंक भी कहा जाता है, देश के शहरी और अर्ध-शहरी क्षेत्रों की ऋण आवश्यकताओं को पूरा करने में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं। शहरी सहकारी बैंकों ने जिनकी संख्या 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में तेजी से बढ़ी, ने सुदृढ़ कंपनी अभिशासन के अभाव, अनैतिक उधार देने, अनर्जक ऋणों के अपेक्षाकृत ऊँचे स्तरों और उदारीकृत वातावरण में काम कर पाने की अपनी अयोग्यता से उत्पन्न कतिपय कमजोरियां दर्शाईं। तदनुसार, कुछ कमजोर शहरी सहकारी बैंक या तो बंद कर दिए गए या फिर उनका अन्य बैंकों में विलय कर दिया गया। परिणामस्वरूप, शहरी सहकारी बैंकों की संख्या मार्च 2001 के अंत के 1,942 से घटकर मार्च 2006 के अंत में 1,853 रह गई।

4.19 ऐतिहासिक रूप से, कृषि और ग्रामीण क्षेत्रों को संस्थागत ऋण प्रदान करने में ग्रामीण सहकारी ऋण संस्थाओं ने महत्वपूर्ण भूमिका अदा की है। उनके उधार देने के कार्यों के स्वरूप के आधार पर इन ऋण संस्थाओं को विशेष रूप से दो स्पष्ट खंडों में विभाजित किया गया है जिन्हें सामान्यतः अल्पावधि सहकारी ऋण ढांचा और दीर्घावधि सहकारी ऋण ढांचा कहा जाता है। अल्पावधि सहकारी ऋण ढांचा, जिसमें ग्राम स्तर पर प्राथमिक कृषि ऋण समितियां, मध्य स्तर पर जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंक और शीर्ष स्तर पर राज्य सहकारी बैंक होते हैं, अल्पावधि प्रयोजनों के लिए किसानों और ग्रामीण दस्तकारों को फसल ऋण और

### बॉक्स IV.1 मौद्रिक नीति का क्रेडिट चैनल

वास्तविक अर्थव्यवस्था पर मौद्रिक नीति का प्रभाव विभिन्न चैनलों के माध्यम से कार्य करता है। पारंपरिक दृष्टिकोण जिसे 'मौद्रिक दृष्टिकोण' कहते हैं, के अंतर्गत मौद्रिक नीति ब्याज दर के माध्यम से अर्थव्यवस्था को प्रभावित करती है। वैकल्पिक चैनल जो मौद्रिक प्रेषण के मार्ग के रूप में क्रेडिट स्थितियों पर जोर देता है, अपेक्षाकृत हाल ही की उपज है और इसे 'क्रेडिट दृष्टिकोण' कहा जाता है। क्रेडिट दृष्टिकोण की उत्पत्ति की रूपरेखा बेरनाके और ब्लांडर (1988) के चर्चित कार्य में प्रस्तुत की गई है जिसमें बैंक मध्यस्थक ऋणों की सहायता से बढ़ाया गया निवेश/बचत साम्य - चलनिधि विकल्प/मुद्रा आपूर्ति साम्य (IS-LM) प्रस्तुत किया गया है। इसमें यह सिद्ध करने का प्रयास किया है कि ऋण और बांड सटीक विकल्प नहीं है और मौद्रिक नीति न केवल पारंपरिक मौद्रिक चैनल के माध्यम से कार्य करती है बल्कि यह क्रेडिट चैनल के माध्यम से भी कार्य करती है। 'क्रेडिट दृष्टिकोण' के अनुसार मौद्रिक नीति में परिवर्तन जो उसी दिशा में बाह्य वित्त प्रीमियम को बदलने के लिए खुला बाजार ब्याज दरों को घटाता या बढ़ाता है, बाह्य वित्त प्रीमियम बाह्य रूप से जुटाई गई निधियों की लागत और आंतरिक रूप से जुटाई गई निधियों के बीच का अंतर है। बाह्य वित्त प्रीमियम पर नीति के इस अतिरिक्त प्रभाव के कारण उधार लेने की लागत पर मौद्रिक नीति के प्रभाव और परिणामस्वरूप वास्तविक खर्च और वास्तविक गतिविधि कई गुना बढ़ गई है (बेरनाके और जेर्टलर, 1995)। ऐसे तीन कारण हैं जिनकी वजह से क्रेडिट चैनल महत्वपूर्ण है। पहला, साक्ष्य बताते हैं कि क्रेडिट चैनल के लिए अत्यंत महत्वपूर्ण प्रकार के क्रेडिट बाजार की अपूर्णताएं (imperfection) वास्तव में फर्मों के नियोजन और खर्च करने के निर्णयों को प्रभावित करती हैं। दूसरा, साक्ष्य बताते हैं कि छोटी फर्मों, जिनके क्रेडिट से त्रस्त रहने की संभावनाएं अधिक हैं, अपने बड़े विरोधियों (काउंटर पार्ट) की तुलना में कठोर मौद्रिक नीति से ज्यादा आहत होती हैं। तीसरा, विषम सूचना - क्रेडिट चैनल विश्लेषण की मुख्य वस्तु - कुछ अन्य महत्वपूर्ण घटनाओं यथा वित्तीय मध्यस्थ क्यों रहते हैं; वित्तीय क्षेत्र की संरचना और वित्तीय संकट क्यों पैदा होते हैं, की व्याख्या करने में अत्यंत उपयोगी सिद्ध होती है (मिशकिन, 1996)।

ऐसे दो चैनल हैं जिनके माध्यम से मौद्रिक प्रेषण को क्रेडिट स्थितियों द्वारा प्रभावित करना प्रत्याशित है। पहला, 'बैंक उधार' देने वाला चैनल जो बैंक प्रारक्षितों के मॉड्युलेशन से कार्य करता है, मौद्रिक नीति से प्रभावित होता है। संकुचक / विस्तारक नीति बैंकों की उधार देने की योग्यता को सीमित करती है या बढ़ाती है और इस प्रकार निवेश और उत्पादन को घटाता / बढ़ाता है। दूसरा, 'तुलनपत्र' चैनल जो उधारकर्ताओं की निवल मालियत के माध्यम से कार्य करता है। संकुचक नीति ब्याज दरें बढ़ा देती है और इस प्रकार उधारकर्ताओं की संपार्श्विक प्रतिभूतियां और निवल मालियत का मूल्य कम कर देती है। तदनुसार, यह उधारकर्ता की उधार लेने और निवेश करने की योग्यता को सीमित कर देती है। इसके अलावा साहित्य भी तत्काल भुगतान अपेक्षाओं, सामने-सामने लेन-देन की लागतों और न्यूनतम आय-ब्याज भुगतान अनुपात जैसी विशेषताओं के द्वारा तुलनपत्र और आवासन की मांग के बीच सीधे संबंध की ओर संकेत करता है। तथापि, अनुभवजन्य साक्ष्य बताते हैं कि क्रेडिट चैनल

की कारगरता बैंक पर निर्भर रहने वाले उधारकर्ताओं उदाहरण के लिए छोटी और कम मालियत वाली फर्मों की मौजूदगी (जेर्टलर और गिलक्रिस्ट, 1993 और 1994), खुदरा और थोक जमाराशियों के बीच प्रतिस्थापन और उधार देने की बैंकों की क्षमता को बाधित करने की केंद्रीय बैंक की योग्यता जैसी स्थितियों पर निर्भर करती है।

भारत में क्रेडिट चैनल की मौजूदगी से आशय निकालनेवाला अनुभवजन्य कार्य काफी सीमित है। वित्तीय उदारीकरण के प्रभाव की जांच करने के लिए हाल ही में किया गया अध्ययन दर्शाता है कि बीमाकृत जमाराशियों की उपलब्धता से अपने उधार परिचालन चलाने वाले बैंक सामान्य रूप से बाधित होते हैं और ये बाधाएं उन बैंकों के लिए ज्यादा गंभीर होती हैं जो जमानतों की बिना पर बहुत ज्यादा ऋण देते हैं। भारत में पचासी प्रतिशत से अधिक बैंक द्वारा दिए गए उधार जमानतों की बिना पर है। इसका निहितार्थ यह है कि बैंक उधार चैनल का प्रभाव महत्वपूर्ण है। बैंक उधार चैनल का अनुमान लगाने के लिए किए गये एकदम हाल ही के प्रयास से प्रेषण व्यवस्था के अनेक पहलू सामने आये हैं - इसके लिए सभी भारतीय अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के अप्रैल 1993 से लेकर अप्रैल 2002 तक के मासिक आंकड़ों पर संरचनागत वीएआर पद्धति का उपयोग किया गया है (पंडित और अन्य, 2006)। पहला, यह अध्ययन भारतीय संदर्भ में बैंक उधार चैनल की मौजूदगी को सही ठहराता है। इसका निहितार्थ यह है कि इस बात की संभावना है कि मौद्रिक नीति बनाते समय केंद्रीय बैंक के समक्ष ऋण आपूर्ति में होनेवाले स्वतंत्र परिवर्तन सामने आयें। दूसरा, साक्ष्य इस बात की ओर संकेत करते प्रतीत होते हैं कि व्यापक संसाधन आधार वाले बड़े बैंक छोटे बैंकों की तुलना में संकुचक नीति के आघातों से अपनी ऋण आपूर्ति को ज्यादा सफलतापूर्वक नीतिरोधी बना लेते हैं। तीसरी, नकदी आरक्षित अनुपात (सीआरआर) जैसे मात्रात्मक लिखत बैंक दर जैसे मूल्यपरक साधनों के साथ-साथ लगातार महत्वपूर्ण बने हुए हैं। अंततः बैंकों के उधार देने के निर्णयों को प्रभावित करने में विवेकसम्मत विनियमनों की महत्वपूर्ण भूमिका है। विशेष रूप से पूंजी पर्याप्तता अनुपातों के प्रारंभ ने बैंकों को ऋणों की जोखिम - प्रतिलाभ प्रोफाइल के प्रति ज्यादा संवेदनशील बना दिया है क्योंकि अतिरिक्त उधार देना विनियामक पूंजी मानकों को पूरा करने के लिए पूंजी आधार बढ़ाने की आवश्यकता पर जोर डालता है।

#### संदर्भ :

बेरनाके, बेन और ए.ब्लांडर. 1988 'क्रेडिट, मनी एण्ड एग्रीगेट डिमांड'. अमेरिकन इकॉनॉमिक रिव्यू पृष्ठ 135 से 139, मई.

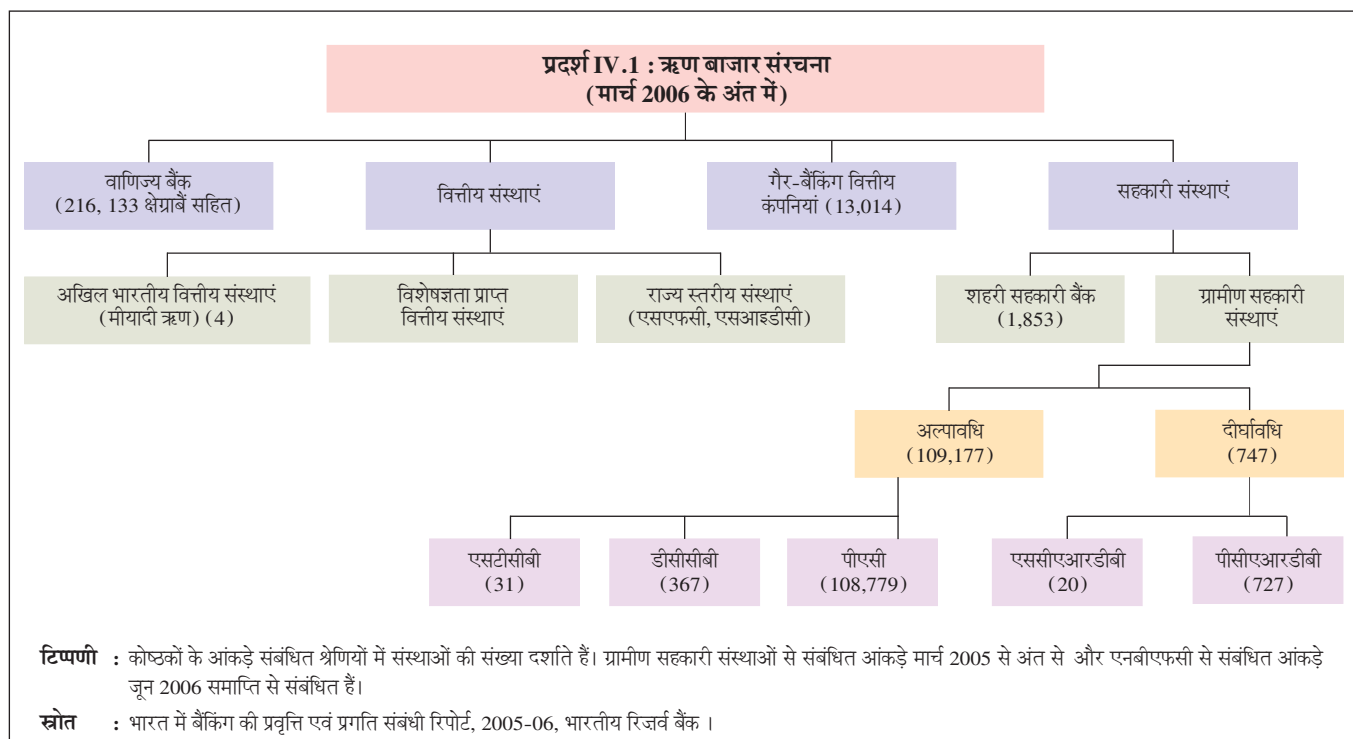
बेरनाके, बेन और एम. जेर्टलर. 1995. "इनसाइड द ब्लैक बॉक्स : द क्रेडिट चैनल ऑफ मॉनेटरी पॉलिसी ट्रांसमिशन". *जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक पर्सपेक्टिव्स*, खण्ड 9: 27-48.

पंडित, बी.एल., अजीत मिश्र, महुआ रॉय और सैबल घोष. 2006. "ट्रांसमिशन ऑफ मॉनेटरी पॉलिसी, एण्ड द बैंक लेंडिंग चैनल : एनालिसिस एण्ड इविडेंस फॉर इंडिया". डीआरजी स्टडी नं. 25, भारतीय रिजर्व बैंक.

अन्य कार्यशील पूंजी ऋण उपलब्ध कराता है। दीर्घावधि सहकारी ऋण ढांचा, जिसमें राज्य स्तर पर राज्य सहकारी कृषि और ग्रामीण विकास बैंक तथा जिला अथवा खण्ड (ब्लॉक) स्तर पर प्राथमिक सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंक होते हैं, कृषि, ग्रामीण उद्योगों और हाल ही में

भवन निर्माण क्षेत्र में निवेश के लिए खासतौर पर मध्यावधि और दीर्घावधि ऋण उपलब्ध कराता है। तथापि, देश के सभी राज्यों में ग्रामीण सहकारी बैंकों की संरचना एक समान नहीं है। कुछ राज्यों में ऐकिक संरचना है, जिसमें राज्य स्तरीय बैंक अपनी शाखाओं के माध्यम से कार्य करते हैं





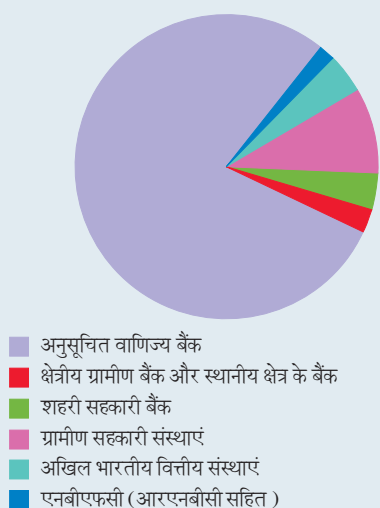
जबकि अन्य में मिला-जुला ढांचा है जिसमें ऐकिक और संघीय दोनों ही प्रकार की प्रणालियां रहती हैं।

4.20 राज्य संचालित नियोजित आर्थिक विकास के उद्देश्य से तब वित्तीय संस्थाओं का उद्भव हुआ जब पूंजी बाजार अपेक्षाकृत अल्पविकसित थे और यह माना जाता था कि वे अर्थव्यवस्था की दीर्घावधि आवश्यकताओं को यथायोग्य पूरा करने में असमर्थ हैं। वर्षों के दौरान वित्तीय संस्थाओं की एक लंबी कड़ी आयी जिसमें से अधिकांश संस्थाएं सरकारी स्वामित्व वाली थीं। इनका उद्देश्य अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों की मध्यावधि से लेकर दीर्घावधि आवश्यकताएं पूरी करना था। वित्तीय संस्थाओं ने भारत में विकास वित्त प्रदान करने में एक महत्वपूर्ण भूमिका अदा की और इस प्रयोजन के लिए उन्हें सरकारी गारंटीवाले बांडों और रिजर्व बैंक की दीर्घावधि परिचालन निधि से रियायती वित्त देने की सुविधा प्रदान की गई। तथापि, सरकार की राजकोषीय अनिवार्यताओं और बाजार व्यवस्था ने अर्थव्यवस्था में वित्तीय संस्थाओं की भूमिका से संबंधित नीतियों और रणनीतियों का पुनर्मूल्यांकन करने पर मजबूर किया और 1990 के दशक के मध्य से रियायती वित्त की सुविधा चरणबद्ध रूप से समाप्त कर दी गई। वित्तीय क्षेत्र में प्रमुख पुनर्संरचनागत बदलाव तब आया जब दो बड़े वित्तीय संस्थानों यथा आइसीआइसीआइ और आइडीबीआइ बैंकों के रूप में बदल दिए गए। इस प्रकार क्रेडिट बाजार का यह महत्वपूर्ण खंड हाल के वर्षों में काफी संकुचित हो गया है।

4.21 गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों मध्यस्थों का एक पंचमेल समूह है और ये सभी प्रकार की वित्तीय सेवाएं प्रदान करती हैं। यद्यपि, इनका स्वरूप पंचमेल प्रकार का है लेकिन फिर भी गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों

को मोटे तौर पर तीन श्रेणियों यथा आस्ति वित्तपोषी कंपनी (जैसे कि उपकरण पट्टा और किराया खरीद), ऋणदात्री कंपनी और निवेश कंपनी के रूप में वर्गीकृत किया जा सकता है। गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों की एक अलग श्रेणी, जो अवशिष्ट गैर बैंकिंग कंपनियों (आरएनबीसी) कहलाती हैं, भी मौजूद है क्योंकि इन्हें तीन पूर्वोल्लिखित श्रेणियों के अंतर्गत वर्गीकृत नहीं किया गया है। इसके अलावा विविध गैर बैंकिंग कंपनियों (चिट फंड), परस्पर हितकारी वित्तीय कंपनियों (निधि और गैर अधिसूचित निधि) और आवास वित्त कंपनियों भी हैं। देश में कार्यरत गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों की संख्या 1996 में 51,929 थी। भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम के अध्याय III - ख और अध्याय III - ग में निहित प्रावधानों के संशोधन के बाद जमाराशियां लेनेवाली और जमाराशियां न लेनेवाली दोनों ही प्रकार की वित्तीय बैंकिंग कंपनियों के लिए यह अनिवार्य है कि वे रिजर्व बैंक में अपना पंजीकरण कराएं। गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के पंजीकरण की शर्तों में से एक शर्त थी, प्रवेश बिंदु पर 25 लाख रुपए की न्यूनतम निवल स्वाधिकृत निधि (एनओएफ)। बाद में यह सीमा 21 अप्रैल 1999 के बाद पंजीकरण प्रमाणपत्र पाने के लिए नई गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के लिए बढ़ाकर 2 करोड़ रुपए कर दी गई। मार्च 2006 के अंत तक गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों के रूप में प्रमाणपत्र पाने के लिए रिजर्व बैंक को 38,244 आवेदन प्राप्त हुए थे। इनमें से रिजर्व बैंक ने 13,141 आवेदन अनुमोदित किए जिसमें 423 ऐसी कंपनियों के आवेदन थे जिन्हें जनता की जमाराशियां स्वीकार करने / रखने करने के लिए प्राधिकृत किया गया था। इस क्षेत्र में समेकन के कारण गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों की संख्या जून 2006 के अंत तक घटकर 13,014 रह गयी थी।

चार्ट IV.1 : वित्तीय मध्यस्थों की कुल आस्तियां - संबंधित शेयर (मार्च 2006 के अंत में)



स्रोत : भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति एवं प्रगति संबंधी रिपोर्ट, 2005-06। भारतीय रिजर्व बैंक।

4.22 आस्तियों के अर्थ में, सभी संस्थाओं में से वाणिज्य बैंक सबसे बड़ी श्रेणी है और उसके बाद ग्रामीण सहकारी बैंकों का स्थान आता है (चार्ट IV.1)।

### III. भारत में क्रेडिट बाजार में नीतिगत गतिविधियां

4.23 क्रेडिट बाजार, जिसमें वाणिज्यिक बैंक इसका सबसे बड़ा खंड है, अर्थव्यवस्था की वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए, निजी क्षेत्र और केंद्र तथा राज्य सरकार के उद्यमों दोनों की वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए प्रमुख स्रोत रहा है। निजी और सरकारी क्षेत्रों के बीच संसाधनों को साझा करने के अलावा वाणिज्यिक बैंकों द्वारा प्रदान किए जाने वाले क्रेडिट कार्ड का एक महत्वपूर्ण भाग प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र<sup>1</sup> के लिए निर्दिष्ट किया गया है। भारत में बैंकिंग और वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के प्रारंभ होने से कुछ दशक पहले क्रेडिट देने वाली संस्थाएं ऐसे वातावरण में कार्य करती थीं जो कि बहुत ज्यादा विनियमित था और इसकी विशेषता यही थी कि इसमें प्रवेश के लिए ढेर सारी बाधाएं थीं जो उन्हें स्पर्धा से बचाती थीं। विभिन्न क्षेत्रों के बीच बैंक संसाधनों के आबंटन की समस्या एसएलआर, ऋण प्राधिकरण योजना (सीएएस), अधिकतम स्वीकार्य बैंक वित्त का निर्धारण और चयनित ऋण नियंत्रण जैसी व्यवस्थाओं के द्वारा दूर की जाती थी। यह विनियमित वातावरण ऐसे ढंग से अनुपूरक के रूप

में बनाया जाता था जिसमें ऋणदात्री संस्थाएं कार्य करती थीं और ग्राहक आवश्यकताओं के प्रति अपना उत्तरदायित्व निभाती थीं। संसाधनों की मांग और आपूर्ति के बीच संतुलनकारी व्यवस्था के रूप में ब्याज दर बहुत सीमित भूमिका अदा करती थी। संसाधन आबंटन प्रक्रिया कमजोर थी जिसकी वजह से यह स्वयं कमजोर आस्ति गुणवत्ता देती थी और उनमें परिचालनगत नमनीयता और कार्यमूलक स्वतंत्रता की भी कमी थी।

4.24 1990 के दशक के शुरुआती दौर में वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के एक अंग के रूप में ऋणदात्री संस्थाओं को और भी ज्यादा दक्ष एवं स्वस्थ बनाने की दृष्टि से क्रेडिट बाजार में दूरगामी परिणामवाले सुधार प्रारंभ किए गए थे। यह सुधार प्रक्रिया प्रारंभ में वाणिज्यिक बैंकों पर केंद्रित थी। वाणिज्यिक बैंकों को सुदृढ़ संस्थानों के रूप में बदलने में मिली महत्वपूर्ण प्रगति के बाद इस सुधार प्रक्रिया का विस्तार क्रेडिट बाजार के अन्य खण्डों में भी किया जाएगा। सुधार प्रक्रिया के एक अंग के रूप में रणनीति का नजरिया क्रेडिट बाजार के माइक्रो प्रबंधन से हटकर बाजार के समष्टि प्रबंधन की ओर चला गया। इन उपायों ने उधारकर्ताओं के जोखिम प्रोफाइल के आधार पर अपने ऋण उत्पादों का उचित रूप से मूल्यांकन करके अर्थव्यवस्था के विभिन्न खण्डों को पर्याप्त और समय पर वित्त उपलब्ध कराने के लिए बैंकों और अन्य ऋणदात्री संस्थाओं के लिए एक अनुकूल वातावरण तैयार किया।

4.25 उधार की ब्याज दरें इस दृष्टि से अविनियमित कर दी गयीं ताकि बेहतर मूल्य खोज और दक्ष संसाधन आबंटन हासिल किया जा सके। इसका परिणाम यह हुआ कि ब्याज दरों के प्रति क्रेडिट संवेदनशीलता बढ़ने लगी और इसने रिजर्व बैंक को मौद्रिक नियंत्रण के लिए बाजार आधारित लिखतें लाने की शक्ति प्रदान की। सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर<sup>2</sup>) को धीरे-धीरे घटाकर 25 प्रतिशत कर दिया गया। आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर), जोकि 1989 से 1992 के दौरान निवल मांग और मीयादी देयताओं के 15.0 प्रतिशत के शीर्ष स्तर पर रहता था, जून 2003 में घटाकर 4.5 प्रतिशत कर दिया गया। सांविधिक पूर्वक्रय में की गई कमी से बैंकों के उधार देने योग्य संसाधनों में काफी वृद्धि हो गयी है। यद्यपि रिजर्व बैंक द्वारा सीआरआर को कम करने के अपने मध्यावधि उद्देश्य का अनुसरण जारी है, हाल के वर्षों में समष्टि आर्थिक और मौद्रिक स्थितियों की समीक्षा के बाद सीआरआर में ऊर्ध्वमुखी संशोधन करके इसे चरणबद्ध रूप से 6.5 प्रतिशत कर दिया गया है।

4.26 हालांकि प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को उधार देने के लिए निर्दिष्ट शर्त बरकरार रखी गयी है, लेकिन नई मदों को शामिल करके इसकी

<sup>1</sup> प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र में कृषि (प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष दोनों), लघु उद्योग, छोटे सड़क और जलपरिवहन परिचालक, छोटे कारोबार, खुदरा व्यापार, व्यावसायिक और स्वनियोजित व्यक्ति, अनुसूचित जाति/अनुसूचित जनजातियों के लिए राज्य प्रायोजित संगठन, शिक्षा, आवासन (प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष दोनों), उपभोग ऋण, माइक्रो-क्रेडिट, सॉफ्टवेयर और खाद्य तथा कृषि प्रसंस्करण क्षेत्र के लिए ऋण आते हैं।

<sup>2</sup> बैंककारी विनियमन अधिनियम, 1949 की धारा 18 के अंतर्गत सभी अनुसूचित बैंकों से अपेक्षित है कि वे एसएलआर बनाए रखें अर्थात् दूसरे बोते पखवाड़े के अंतिम शुक्रवार को अपनी मांग और मीयादी देयताओं का एक निश्चित अनुपात अर्थसुलभ आस्तियों (नकद, मौजूदा बाजार मूल्य से अनधिक मूल्य पर मूल्यांकित स्वर्ण अथवा रिजर्व बैंक द्वारा समय-समय पर निर्दिष्ट मूल्य पर मूल्यांकित बिना भारवाली अनुमोदित प्रतिभूतियां) के रूप में रखें। जनवरी 2007 में इस अधिनियम में किए गए संशोधन के अनुसरण में एसएलआर के लिए 25 प्रतिशत की आधार दर समाप्त कर दी गयी थी।



व्याप्ति और परिभाषा अनुकूल बनाई गई है। इसके अलावा परियोजना वित्त गतिविधि और वैयक्तिक ऋणों हेतु बैंकों के उधारों पर लगाये गये प्रतिबंध क्रमिक रूप से हटा दिए गए हैं ताकि बैंकों को क्रेडिट बाजार में लचीले ढंग से काम करने में सक्षम बनाया जा सके। वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के अंग के रूप में पूंजी पर्याप्तता, आस्ति निर्धारण, आस्ति वर्गीकरण और प्रावधानीकरण के संबंध में विनियामक मानदण्डों को क्रमिक रूप से अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप बनाया गया है। इन उपायों ने बैंकों के तुलनपत्र की पारदर्शिता और उनके कार्य करने में जवाबदेही बढ़ा दी है। लेखांकन मानकों और प्रकटीकरण मानदण्डों को अभिशासन सुधारने और उन्हें अंतरराष्ट्रीय मानदण्डों के अनुरूप बनाने की दृष्टि से भी सुदृढ़ बनाया गया। सुधार कार्यक्रम के एक अंग रूप में अधिकाधिक बाजार जवाबदेही और बेहतर दक्षता हेतु बैंकिंग संस्थाओं के स्वामित्व के विविधीकरण की ओर पर्याप्त ध्यान दिया गया है। तदनुसार, सरकारी क्षेत्रों के अनेक बैंकों ने पूंजी बाजार का सहारा लेकर अपना पूंजी आधार बढ़ाया जिससे सरकार के स्वामित्व में कमी आयी। सुगमतापूर्वक बासेल II ढांचा अपनाने में सक्षम बनाने की दृष्टि से बैंकों को पूंजी निधियां जुटाने के लिए अतिरिक्त विकल्प उपलब्ध कराने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक ने जनवरी 2006 में अतिरिक्त लिखतें जारी करके अपनी पूंजी निधियां बढ़ाने के लिए बैंकों को अनुमति प्रदान की।

4.27 इस स्पर्धा के माध्यम से दक्षता और उत्पादकता बढ़ाने की दृष्टि से निजी क्षेत्र में नए बैंकों की स्थापना हेतु मार्गदर्शी सिद्धांत बनाने गये। 1993 से निजी क्षेत्र के 12 नए बैंक स्थापित किए गए हैं। विदेशी बैंकों को भी प्रवेश की अधिक उदार अनुमति दी गयी है। बैंकों की विशेष प्रगति को ध्यान में रखते हुए निजी क्षेत्रों के बैंकों के स्वामित्व और अभिशासन संबंधी मार्गदर्शी सिद्धांत भी फरवरी 2005 में जारी किए गए थे (बाक्स IV.2)। बैंकिंग क्षेत्र में स्पर्धा बढ़ाने की दिशा में उठाये गये प्रमुख कदम के रूप में अब निजी क्षेत्रों के बैंकों में 74 प्रतिशत तक (विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा किए जाने वाले निवेश सहित) विदेशी प्रत्यक्ष निवेश की अनुमति दी गयी है, बशर्ते समय-समय पर जारी मार्गदर्शी सिद्धांतों का अनुपालन किया जाए। विदेशी बैंकों के लिए एक रोड मैप जिसमें विश्व व्यापार संगठन (डब्ल्यूटीओ) की वचनबद्धताओं के अनुरूप उधार नीति का वर्णन किया गया है, मार्च 2005 में जारी किया गया था। नए और मौजूदा विदेशी बैंकों के लिए वर्ष में 12 शाखाओं की विद्यमान विश्व व्यापार संगठन वचनबद्धताओं से आगे जाने का प्रस्ताव रखा गया था।

4.28 ऋणदात्री संस्थाओं के संसाधनों का एक बहुत बड़ा हिस्सा अनर्जक ऋणों (एनपीएल) के रूप में अनुत्पादक आस्तियों में फंस गया है। इसने न केवल ऋणदात्री संस्थाओं को अपनी निधियों के पुनः उपयोग (रिसाइकल) करने की योग्यता को सीमित किया है बल्कि उनकी लाभप्रदता को बुरी तरह से प्रभावित करके भी उन्हें कमजोर किया है। अतः, रिजर्व बैंक और केंद्र सरकार ने बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के पिछले देयों की वसूली के लिए अनेक संस्थागत उपाय प्रारंभ किए और इस प्रकार उनकी अनर्जक आस्तियां कम करने में मदद की। ये उपाय थे - ऋण वसूली ट्रिब्यूनल

(डीआरटी), लोक अदालत, आस्ति पुनर्निर्माण कंपनियों (एआरसी) और कंपनी ऋण पुनर्संरचना (सीडीआर) व्यवस्था। वाणिज्यिक बैंकों के क्षेत्रीय और प्रधान कार्यालय स्तर पर निपटान परामर्शदात्री समितियां भी बनायी गयी हैं। इसके अलावा, बैंक न्यायालयों के हस्तक्षेप के बिना प्रतिभूति ब्याज की वसूली के लिए वित्तीय आस्ति प्रतिभूतिकरण और पुनर्गठन तथा प्रतिभूति ब्याज प्रवर्तन (सरफेसी) अधिनियम, 2002 के अधीन भी नोटिसें जारी कर सकते हैं। इसके अलावा बैंकों, वित्तीय संस्थाओं और बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (प्रतिभूतिकरण कंपनियों/पुनर्निर्माण कंपनियों को छोड़कर) को अनर्जक आस्तियां बेचने/खरीदने की अनुमति दी गई है। इस प्रकार, बैंकों और अन्य ऋणदात्री संस्थाओं को अपनी अनर्जक आस्तियों की समस्याओं को हल करने के लिए विकल्पों की सूची दे दी गई है।

4.29 क्रेडिट का प्रवाह बढ़ाने के लिए क्रेडिट जोखिम का विविधीकरण अनिवार्य है। कतिपय क्षेत्रों में उधारों के अत्यधिक संकेद्रण से ज्यादा जोखिम भार पैदा होता है। जोखिम भार उठाने में सहायता के लिए विभिन्न विकल्प उपलब्ध हैं। आस्ति प्रतिभूतिकरण बैंकों को निवेशकों की चाहत दर्शाने के लिए विनियामक पूंजी संरक्षित करने, आस्ति जोखिम विविधीकृत करने और उत्पादों को संरचित करने की अनुमति देता है (अं.मु.को, 2006)। क्रेडिट जोखिम बांटने और अंतरित करने के लिए विभिन्न लिखत हैं। ऐसी लिखतों में से एक लिखत है आस्ति प्रतिभूतिकरण (बाक्स IV.3)।

4.30 प्रतिभूति बाजार का स्वस्थ विकास सुनिश्चित करने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक ने 1 फरवरी 2006 को बैंकों और वित्तीय संस्थाओं तथा गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों को मानक आस्तियों के प्रतिभूतिकरण के संबंध में मार्गदर्शी सिद्धांत जारी किए।

4.31 विस्तृत ऋण सूचना, जोकि किसी उधारकर्ता द्वारा पहले ही ली गई ऋण सुविधाओं और उसके चुकौती ट्रैक रिकार्ड का विस्तृत विवरण देती है, क्रेडिट बाजार के सुचारु संचालन के लिए महत्त्वपूर्ण है। क्रेडिट इतिहास का अभाव अपेक्षाकृत कम भरोसे मंद उधारकर्ताओं को होनेवाले ऋण प्रवाह को प्रभावित करनेवाला महत्त्वपूर्ण कारक है। ऋण इतिहास के अभाव में क्रेडिट का मूल्य निर्धारण मनमाना हो सकता है, कल्पित क्रेडिट जोखिम अपेक्षाकृत अधिक हो सकता है और इस प्रकार गलत चयन और नैतिक जोखिम की समस्या हो सकती है। तदनुसार, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के चूककर्ता उधारकर्ताओं के संबंध में सूचना के प्रकटीकरण की एक योजना प्रारंभ की गई थी। क्रेडिट विषयक मामलों संबंधी सूचना का आदान-प्रदान करना सुगम बनाने के उद्देश्य से ऋण सूचना ब्यूरो (भारत) लिमिटेड (सिबिल) 2000 में गठित किया गया था (बाक्स IV.4)।

4.32 वाणिज्य बैंकों के लिए शुरू किए गए सुधारवादी अधिकांश उपायों जैसे कि उधार की ब्याज दरों का विनियमन, पूंजी पर्याप्तता, आस्ति वर्गीकरण और प्रावधानीकरण से संबंधित विवेकसम्मत मानदंड और अनर्जक आस्तियों का प्रबंधन का दायरा यथोचित परिवर्तनों के साथ अन्य ऋणदात्री संस्थाओं तक बढ़ाया गया।

## बॉक्स IV.2 क्रेडिट बाजार सुधार

### उधार देने की ब्याज दरें

- वाणिज्यिक बैंकों की उधार देने की दरें अक्टूबर 1994 में अविनियमित कर दी गई थीं और बैंकों से अपेक्षित था कि वे अपनी मूल उधार दरें (पीएलआर) घोषित करें।
- बैंकों की उधार देने की दरों में पारदर्शिता लाने की आवश्यकता के साथ-साथ ऋणों के मूल्यन में निहित जटिलताओं को कम करने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक ने 29 अप्रैल 2003 को बेच मार्क मूल उधार दर (बीपीएलआर) की अवधारणा प्रारंभ की।
- अब बैंक अपनी-अपनी बीपीएलआर निर्धारित करने के लिए स्वतंत्र है और साथ ही वे बीपीएलआर दरों से कम दर पर भी उधार दे सकते हैं।
- बैंकों को यह भी अनुमति है कि वे पारदर्शी तरीके से चल उधार दर वाले ऋण उत्पाद जो बाजार के बेचमार्क से जुड़े हों, प्रस्तावित कर सकते हैं।

### बैंकों द्वारा मीयादी उधार देना

- बैंकों द्वारा दिए जाने वाले मीयादी ऋणों से संबंधित विभिन्न प्रतिबंध धीरे-धीरे चरणबद्ध रूप में 1997 तक समाप्त कर दिए गए। 1991 में आर्थिक सुधारों के शुरू होने से पहले मौजूद मार्गदर्शी सिद्धांतों के अनुसार बैंकों से यह अपेक्षा थी कि वे राज्यस्तरीय संस्थाओं की सहयोग से छोटे परियोजनाओं के मीयादी ऋण प्रदान करें, हालांकि यह अनिवार्य नहीं था।
- तथापि बड़ी परियोजनाओं के लिए उन्हें अनिवार्य रूप से अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाओं के साथ सहभागिता के लिए अनुमति दी गयी थी बशर्ते कि बैंकिंग प्रणाली का हिस्सा बैंकों और वित्तीय संस्थाओं से दी जाने वाली मीयादी ऋण सहायता का 25 प्रतिशत तक सीमित रहेगा और बैंकिंग प्रणाली से कुल मीयादी सहायता 75 करोड़ रुपए से अधिक नहीं होनी चाहिए।

### आस्ति वर्गीकरण, प्रावधानीकरण तथा पूंजी पर्याप्तता

- 1994 में निर्धारित किए गए आस्ति वर्गीकरण और प्रावधानीकरण मानदंडों के अनुसार बैंकों से यह अपेक्षित है कि वे अपनी आस्तियों को चार श्रेणियों यथा मानक आस्तियां, अवमानक आस्तियां, संदिग्ध आस्तियां और हानि आस्तियां के रूप में वर्गीकृत करें और आस्तियों की प्रत्येक श्रेणी के लिए उचित प्रावधानीकरण की अपेक्षा पूरी करें।
- मार्च 2001 से अनर्जक आस्तियों (एनपीए) के निर्धारण के संबंध में 'पिछला देय' की अवधारणा समाप्त कर दी गई थी और मार्च 2004 से अनर्जक आस्तियों के वर्गीकरण के लिए 90 दिवसीय चूक मानदंड अपनाया गया था।
- मार्च 2005 को समाप्त वर्ष से विवेकसम्मत मानदंडों को कठोर बनाने की दिशा में उठाया गया प्रमुख कदम था कि यदि कोई आस्ति 18 माह के पुराने मानदंड की जगह 12 माह के लिए अवमानक श्रेणी में रहती है तो उसे संदिग्ध आस्ति के रूप में वर्गीकृत करना अनिवार्य है। बैंकों से अब यह अपेक्षित है कि वे मानक आस्तियों के लिए कतिपय निर्दिष्ट क्षेत्रों को छोड़कर 0.40 प्रतिशत की सीमा तक प्रावधानीकरण करें। इसमें कृषि और छोटे तथा मझोले उद्यम क्षेत्रों को दिए गए प्रत्यक्ष अग्रिम (0.25 प्रतिशत), आवासीय प्रयोजनों के लिए दिए जाने वाले 20 लाख रुपए से अधिक के आवास ऋण (1.0 प्रतिशत) और वैयक्तिक ऋण (2.0 प्रतिशत) शामिल हैं (निर्दिष्ट क्षेत्रों के मामले में प्रावधानीकरण की सामान्य अपेक्षा मई 2006 में 0.4 प्रतिशत से बढ़ाकर 1.0 प्रतिशत कर दी गई और जनवरी 2007 में उसे और बढ़ाकर 2.0 प्रतिशत कर दिया गया)।

- बैंकों को सूचित किया गया था कि वे (क) 3 वर्ष से अधिक वाली श्रेणी के लिए 'संदिग्ध' में शामिल किया गया अनर्जक आस्तियों का जमानती हिस्सा और (ख) 31 मार्च 2004 की स्थिति के अनुसार वे अनर्जक आस्तियां, जो 3 वर्ष से अधिक समय के लिए संदिग्ध श्रेणी में बनी रहीं, के बारे में ग्रेड वार उच्च प्रावधानीकरण का मार्ग अपनाएं। 31 मार्च 2005 को समाप्त वर्ष से चरणबद्ध ढंग से 3 वर्ष की अवधि में 60 प्रतिशत से लेकर 100 प्रतिशत की सीमा तक का प्रावधान करना निर्दिष्ट किया गया है। तथापि, 1 अप्रैल 2004 को या उसके बाद 'तीन वर्ष से अधिक के लिए संदिग्ध' के रूप में वर्गीकृत सभी अग्रिमों के संबंधों में प्रावधानीकरण अपेक्षा 100 प्रतिशत निर्दिष्ट की गई है। उपर्युक्त श्रेणी के अंतर्गत अनर्जक आस्तियों के बेजमानती हिस्से के लिए प्रावधानीकरण अपेक्षा 100 प्रतिशत पर ही बरकरार रखी गई है।
- 1994 में बैंकों को पूंजी पर्याप्तता मानदंडों के अधीन लाया गया था जिसके अनुसार बैंकों से अपेक्षित था कि वे जोखिम भारित आस्तियों में पूंजी का अनुपात 8 प्रतिशत बनाये रखें। तदनंतर, यह अनुपात 1999 में बढ़ाकर 9 प्रतिशत कर दिया गया था।

### एक्सपोजर सीमाएं

- एक जगह पर क्रेडिट इकट्ठा होने से बचने के लिए भारत में व्यक्तियों और समूह उधारकर्ताओं के लिए बैंकों के एक्सपोजर के संबंध में विनियामक सीमाएं निर्दिष्ट की गयी थीं।
- लागू सीमा एकल उधारकर्ता के मामले में पूंजी निधियों का 15 प्रतिशत और समूहकर्ताओं के मामले में 40 प्रतिशत है। किसी समूह से संबंधित उधारकर्ताओं को क्रेडिट एक्सपोजर बैंक पूंजी निधियों के 40 प्रतिशत के मानदंड से 10 प्रतिशत अधिक (अर्थात् 50 प्रतिशत तक) हो सकता है बशर्ते कि यह अतिरिक्त क्रेडिट एक्सपोजर बुनियादी संरचना परियोजनाओं को क्रेडिट देने के लिए हो। एकल उधारकर्ता को क्रेडिट एक्सपोजर बैंक पूंजी निधियों के 15 प्रतिशत के एक्सपोजर मानदंड से 5 प्रतिशत अतिरिक्त (अर्थात् 20 प्रतिशत तक) हो सकता है। इसके अलावा, बैंक अपवादात्मक परिस्थितियों में अपने निदेशक मंडलों के अनुमोदन से पूंजी निधियों के और 5 प्रतिशत तक अधिक का एक्सपोजर उधारकर्ता को बढ़ाने पर विचार कर सकते हैं।

### स्पर्धा बढ़ानेवाले उपाय

- सरकारी क्षेत्रों के बैंकों को अनुमति दी गयी थी कि वे प्रदत्त पूंजी के 49 प्रतिशत तक इक्विटी बाजार से पूंजी जुटा सकते हैं।
- निजी क्षेत्र के बैंकों में स्वामित्व और अभिशासन हेतु 28 फरवरी 2005 को एक व्यापक नीतिगत ढांचे की नींव रखी गई थी। इस ढांचे में निहित विस्तृत सिद्धांतों का उद्देश्य यह सुनिश्चित करना था कि - (i) अंतिम स्वामित्व और नियंत्रण सुपरिभाषित हो; (ii) महत्वपूर्ण शेयरधारक 'चुस्त और दुरुस्त' हों; (iii) निदेशक और मुख्य कार्यपालक अधिकारी 'चुस्त और दुरुस्त' हों तथा वे सुदृढ़ कंपनी अभिशासन सिद्धांतों का पालन करते हों; (iv) पूरे परिचालनों और प्रणालीगत स्थिरता के लिए निजी क्षेत्र के बैंक न्यूनतम पूंजी (शुरू में 200 करोड़ रुपए और यह वचनबद्धता कि इसे तीन वर्ष के भीतर बढ़ाकर 300 करोड़ रुपए किया जाएगा)/ निवल मालियत (हर समय 300 करोड़ रुपए) बनाए रखेंगे और (v) नीति तथा प्रक्रियाएं पारदर्शी और निष्पक्ष हों।

### बॉक्स IV.3 आस्ति प्रतिभूतिकरण

प्रतिभूतिकरण एक प्रक्रिया है जिसके माध्यम से न अर्थसुलभ आस्तियों को अधिक अर्थसुलभ आस्तियों के रूप में परिवर्तित किया जाता है और पूंजी बाजारों के जरिए निवेशकों की एक व्यापक रेंज में फैलाया जाता है। उधार देने वाली संस्था की आस्तियां उसके तुलनपत्र से हटा दी जाती हैं और उसकी जगह परक्राम्य वित्तीय लिखित के माध्यम से निवेशकों द्वारा निर्धारित की जाती है। इस प्रतिभूति को आस्तियों से होनेवाले प्रत्याशित नकदी प्रवाह का समर्थन मिलता है। एक तकनीक के रूप में प्रतिभूतिकरण को 1970 के दशक में आधुनिक देशों में लोकप्रियता मिली। ऐसा प्रतीत होता है कि अनुकूल कर व्यवहार, कानूनों के बनाने, सरकार समर्थित संस्थाओं के प्रतिष्ठान जो गारंटियां देते हैं और आशावादी विनियामक वातावरण ने इस बाजार के सफल विकास में अपना योगदान दिया।

प्रतिभूतिकरण में समान प्रकार की आस्तियों को एक अलग कानूनी इकाई अथवा विशेष प्रयोजन के साधन (एसपीवी) के रूप में समूहित किया जाता है और इस आस्ति समूह से नकद प्रवाह इस विशेष प्रयोजन के साधन द्वारा जारी की गई प्रतिभूतियों में फिर से भेजे जाते हैं। विशेष प्रयोजन का साधन एक प्रकार की ऐसी संरचना है जो यह सुनिश्चित करती है कि इसमें पड़ी आस्तियां इन आस्तियों के उत्पत्तिकर्ता की चूक के जोखिमों से सुरक्षित रहे। सामान्य रूप में, प्रतिभूतिकरण के दो मुख्य लाभ हैं। पहला, यह सामान्य अर्थसुलभ न होने वाली आस्तियों को काफी हद तक अर्थसुलभ लिखतों में बदल सकता है। दूसरा, यह निम्न क्रेडिट गुणवत्ता वाले ऋण में से उच्च क्रेडिट गुणवत्ता वाले लिखतों का निर्माण कर सकता है।

प्रतिभूतिकरण विक्रेता, निवेशक और ऋण बाजार को अनेक प्रकार के लाभ देने के लिए डिजाइन किया जाता है। विक्रेता अथवा उत्पत्तिकर्ता के लिए प्रतिभूतिकरण मुख्यतः प्राप्य राशियों के रूप में परिणत होता है जो नकद से बदल दी जाती हैं और इस प्रकार चलनिधि की स्थिति में सुधार लाया जाता है। यह उत्पत्तिकर्ता के तुलनपत्र से आस्तियों को हटा देता है और इस प्रकार अन्य उपयोगों के लिए पूंजी

मुक्त हो जाती है तथा बड़े एक्सपोजर अथवा क्षेत्रीय संकेंद्रण को घटाकर तुलनपत्र की पुनर्संरचना को संभव बना देता है। यह ब्याज दर असंतुलनों से उत्पन्न बाजार जोखिमों को हटाकर आस्ति देयता प्रबंधन को बेहतर तरीके से सुसाध्य बनाता है। यह प्रक्रिया निर्गमकर्ता को आस्तियों को जल्दी-जल्दी फिर से चक्रीय रूप में ले जाने और इस प्रकार अपनी आय बढ़ाने में मदद करती है। निवेशकों के लिए प्रतिभूतिकरण आवश्यक रूप से अपेक्षाकृत कम जोखिम निवेश का मार्ग उपलब्ध कराता है। क्रेडिट का विवर्धन निवेशकों को उत्तम दर्जे की आस्तियां अर्जित करने और अपने निवेश संविभागों को विविधीकृत करने का अवसर प्रदान करता है। समग्र रूप में वित्तीय प्रणाली की दृष्टि से प्रतिभूतिकरण बाजार में ऋण लिखतों की संख्या बढ़ाता है और बाजार में अतिरिक्त चलनिधि उपलब्ध कराता है। यह परियोजना जोखिमों को खोलने, बेहतर रूप से आबंटित करने और प्रबंधन करने की सुविधा भी प्रदान करता है। यह उच्च श्रेणी की गुणवत्ता वाली आस्तियों की उपलब्धता के कारण नए खिलाड़ियों को आकर्षित करके बाजार को व्यापक बनाता है।

तथापि प्रतिभूतिकरण यदि ठीक ढंग से न किया गया तो यह उत्पत्तिकर्ता बैंक के पास जोखिमें छोड़ सकता है जिसके लिए पूंजी का समर्थन नहीं होता है। बैंक के लिए मुख्य जोखिम तब उत्पन्न होती है जब सही बिक्री नहीं की जाती है और विक्रेता बैंक को मजबूरन कुछ अथवा सभी हानियों को स्वीकार करना पड़ता है यदि आस्तियां बाद में निष्पादन करना बंद कर दें। यदि प्रतिभूतिकरण किए जाने के लिए डिजाइन की गई आस्तियां मूल रूप से सृजित की जाती हैं किंतु बाजार में व्यवधानों के चलते प्रतिभूतियों को नहीं रखा जा सकता है तो चलनिधि पर निर्धीयन के जोखिम और बाधाएं उत्पन्न हो सकती हैं। एक पक्ष यह भी है कि यदि बैंक प्रतिभूति सृजित करता है, बेचता है, सेवाएं देता है और उसी प्रतिभूति की हामीदारी करता है तो एक बड़ा जोखिम रहता है।

#### संदर्भ:

बीआइएस.2006ए क्वार्टरली रिव्यू, जून।

4.33 बहुत से देशों में क्रेडिट डेरिवेटिव की लोकप्रियता बढ़ती जा रही है। 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से ही

अनेक देशों में विभिन्न प्रकार के क्रेडिट डेरिवेटिव का प्रसार हुआ (बाक्स IV.5)।

### बॉक्स IV.4 ऋण सूचना ब्यूरो

ऋण ब्यूरो (या ऋण संदर्भ एजेंसियां) उपयोगी होते हैं क्योंकि वे उधारदाताओं को एकल उधारकर्ताओं की ऋण योग्यता का आकलन करने और ऋण वापस लौटाने की उनकी योग्यता का आकलन करने में उधारदाताओं की सहायता करते हैं। चूंकि ऋण ब्यूरो व्यक्तियों के बारे में वित्तीय संस्थाओं से व्यक्तिगत वित्तीय आंकड़े इकट्ठा करते हैं और उन्हें व्यवस्थित (COLLATE) करते हैं इसलिए उधारकर्ताओं की क्रेडिट रेटिंग और विगत व्यवहार को ध्यान रखते हुए प्राइज डिस्क्रिमिनेशन का एक मॉडल तैयार किया जा सकता है। यह जानकारी सामान्यतः इकट्ठी रखी जाती है और इसमें योगदान देनेवाली कंपनियों के अनुरोध पर ऋण मूल्यांकन और ऋण के स्कोर तैयार करने के प्रयोजन से उन्हें उपलब्ध करायी जाती है। ऋण सूचना ब्यूरो की स्थापना से उधारकर्ताओं के ऋण इतिहास प्राप्त करने में सुविधा होती है और इस प्रकार बैंकों को सही-सही तरीके से ऋण की पात्रता का मूल्यांकन करने में सहायता मिलती है।

सिबिल (CIBIL) महत्वपूर्ण सेवा उपलब्ध कराता है जो अपने सदस्यों को सूचनापरक, वस्तुनिष्ठ और तेजी से ऋण निर्णय लेने में सक्षम बनाता है। सिबिल का उद्देश्य एक निश्चित सदस्यों के समूह के बारे में वाणिज्यिक और उपभोक्ता दोनों ही तरह के उधारकर्ताओं से संबंधित व्यापक सूचना संग्रहीत करके, विधिवत सारणीबद्ध करके और ऋण संबंधी सूचना का प्रकटीकरण करके ऋण देनेवाली संस्थाओं की आवश्यकता को पूरा करना है। बैंक, वित्तीय संस्थाएं, गैर-बैंकिंग

वित्तीय कंपनियां, आवास वित्त कंपनियां और क्रेडिट कार्ड कंपनियां सिबिल की सेवाओं का उपयोग करती हैं। आंकड़ों की साझेदारी मुझसे लो मुझको दो सिद्धांत पर आधारित है जिसका अर्थ है कि केवल वे ही सदस्य जिन्होंने अपने सभी ऋण संबंधी आंकड़े प्रस्तुत किए हैं सिबिल से ऋण सूचना रिपोर्ट ले सकते हैं।

कानूनी व्यवस्था को मजबूत बनाने और ऋण सूचना कंपनियों को बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के उधारकर्ताओं के संबंध में ऋण सूचना इकट्ठी करने, उसे प्रोसेस करने और आपस में बांटने की दृष्टि से मई 2005 में एक प्रारूप ऋण सूचना कंपनियों (विनियमन) विधेयक पारित किया गया था और जून 2005 में इस संबंध में अधिसूचना जारी की गयी थी। वैयक्तिक उधारकर्ताओं के अधिकारों और देयताओं को संरक्षित करने के लिए विशेष प्रावधान के साथ सरकार और रिजर्व बैंक ने मिलकर इस अधिनियम के कार्यान्वयन हेतु नियम और विनियम तैयार किए हैं। ये नियम और विनियम 14 दिसंबर 2006 को अधिसूचित किए गए थे। इस अधिनियम के प्रावधानों के अनुसार ऋण सूचना कंपनियों का कारोबार शुरू करने / चलाने के लिए रिजर्व बैंक से पंजीकरण प्रमाणपत्र प्राप्त करने के बाद कंपनियां अपनी सदस्य ऋण संस्थाओं से सभी प्रकार की ऋण सूचना (सकारात्मक के साथ-साथ नकारात्मक) इकट्ठी कर सकेंगी और उन्हें ऋण रिपोर्टों के रूप में विशेष उपयोगकर्ताओं / व्यक्तियों के बीच प्रसारित कर सकेंगी।

4.34 भारत में बैंकों का जोखिम प्रबंधन ढांचा सुदृढ़ हो गया है और वे बासेल II अपेक्षाओं को पूरा करने की दिशा में आगे बढ़ रहे हैं जो क्रेडिट डेरिवेटिव के प्रवर्तन हेतु पर्याप्त सुविधाजनक स्तर उपलब्ध कराता है। तदनुसार, रिजर्व बैंक ने 24 अप्रैल 2007 को जारी किए गए 2007-

08 के लिए वार्षिक नीति वक्तव्य में भारत में वित्तीय क्षेत्र के उदारीकरण की क्रमिक प्रक्रिया के एक अंग के रूप में बैंकों और प्राथमिक व्यापारियों को इस बात की अनुमति दी कि वे सिंगल-एन्टी क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप (CDS) में लेनदेन प्रारंभ करें।

#### बॉक्स IV.5 क्रेडिट डेरिवेटिव

क्रेडिट डेरिवेटिव एक तय सीमा से नीचे क्रेडिट आस्ति पर कुल प्रति लाभ के जोखिम को, निहित आस्ति को अंतरित किए बिना, अंतरित करने की एक संविदा (डेरिवेटिव) है। यह सामान्यतः क्रेडिट संदर्भ आस्ति पर जोखिम को अंतरित करके हासिल किया जाता है। क्रेडिट डेरिवेटिव के पुराने रूप वित्तीय गारंटियां थीं। क्रेडिट डेरिवेटिव के तीन प्रकार के आम स्वरूप हैं क्रेडिट डिफॉल्ट स्वैप (सीडीएस), टोटल रिटर्न स्वैप (टीआरएस) और क्रेडिट लिंकड नोट (सीएलएन)। क्रेडिट डेरिवेटिव स्वतंत्र रूप से क्रेडिट जोखिम की ट्रेडिंग / हेजिंग करने की अनुमति देने के लिए बनाये जाते हैं। प्रतिभूतिकरण के माध्यम से क्रेडिट जोखिम को अंतरित करना और / या रूपांतरित करना भी संभव है। क्रेडिट डेरिवेटिव वित्तीय बाजारों में दो सर्वाधिक महत्वपूर्ण गतिविधियों अर्थात् प्रतिभूतिकरण और डेरिवेटिव का औचित्यपूर्ण विस्तार है।

क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप (सीडीएस) में स्वैपिंग होती है और सामान्यतः यह सतत आधार पर चलती रहती है। बांड बथवा ऋण की ब्याज दर में अंतर्निहित जोखिम प्रीमियम उस नकद भुगतान के बदले होता है जो उधारकर्ता द्वारा होने वाली चूक की स्थिति में चुकाना पड़ता है। सीडीएस क्रेडिट डेरिवेटिव बाजार का मुख्य चालक बन गया है जो अर्थ सुलभ मूल्य खोज और ट्रेडिंग देता है जिस पर कि शेष बाजार टिका है। यह संरक्षित खरीदार और संरक्षित विक्रेता के बीच एक करार है जिससे संदर्भित इकाई में घट रही क्रेडिट घटना पर विक्रेता द्वारा किए जानेवाले आकस्मिक भुगतान के बदले खरीदार एक आवधिक शुल्क अदा करता है। इसकी चूक की स्थिति में उल्लिखित इकाई के ऋणदाता द्वारा उठाई गई हानि को सामान्यतः आकस्मिक भुगतान दोहराता है। यह केवल आस्ति में बसी क्रेडिट जोखिम को ही कवर करता है जबकि अन्य कारकों जैसे कि ब्याज दर में उतार-चढ़ाव से उत्पन्न जोखिम खरीदार के हिस्से में ही रहती है।

टीआरएस जिसे कुल प्रतिलाभ दर स्वैप भी कहते हैं, दो काउंटर पार्टियों के बीच एक संविदा है जिससे वे संविदा अवधि के लिए अवधिक भुगतानों को स्वैप करते हैं। खासतौर पर, एक पार्टी एक निर्दिष्ट संदर्भित आस्ति से कुल प्रतिलाभ (भुगतान अवधि के लिए ब्याज भुगतान और किसी भी प्रकार का पूंजीगत लाभ या हानि) प्राप्त करती है जबकि दूसरी पहले से तय या परिवर्तनशील नकद प्रवाह पाती है जोकि संदर्भित आस्ति की उधार पात्रता से संबद्ध नहीं रहती है जैसा कि सामान्य ब्याज दर स्वैप में होता है। भुगतान उसी आनुमानिक राशि पर आधारित रहते हैं। संदर्भित आस्ति कोई आस्ति सूचकांक या आस्तियों की एक बास्केट रहती है। टीआरएस बस केवल एक व्यवस्था है जो एक पार्टी को तुलनपत्र के उपयोग बिना आस्ति (स्वामित्व) अपने पास रखने का आर्थिक लाभ पाने की अनुमति देती है और दूसरी को क्रेडिट आस्ति के स्वामित्व के कारण होनेवाली मूल्य हानि के विरुद्ध प्रभावी रूप से 'सुरक्षा हासिल करने की' अनुमति देती है।

जहां सीडीएस विशिष्ट क्रेडिट घटनाओं के विरुद्ध सुरक्षा प्रदान करती है, वहीं कुल प्रतिलाभ दर स्वैप किसी भी कारण से होनेवाली मूल्य हानि के विरुद्ध सुरक्षा प्रदान करता है चाहे वह अन्य बातों में चूक हो और क्रेडिट स्प्रेड का बढ़ना हो।

क्रेडिट लिंकड नोट (सीएलएन) एक लिखत है जिसका नकद प्रवाह क्रेडिट घटनाओं पर आधारित होता है जो चूक, क्रेडिट स्प्रेड या रेटिंग में परिवर्तन हो सकता है। संबंधित क्रेडिट घटनाओं की परिभाषा नोट की पार्टियों के बीच तय की जानी चाहिए। वस्तुतः एक सीएलएन एक नियमित नोट (कूपन, परिपक्वता, मोचन सहित) के साथ क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप (सीडीएस) को जोड़ता है। इसकी सामान्य-नोट विशेषताओं को देखते हुए सीएलएन क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप के विपरीत तुलनपत्र की एक आस्ति है।

बैंक और वित्तीय संस्थाएं क्रेडिट डेरिवेटिव से कम से कम तीन मुख्य लाभ प्राप्त करते हैं। एक, क्रेडिट डेरिवेटिव बैंकों को क्रेडिट जोखिम अंतरित करने की अनुमति देता है और इस प्रकार पूंजी भी मुक्त होती है जिसे अन्य उत्पादक प्रयोजनों के लिए उपयोग में लाया जा सकता है। दो, बैंक एक्सपोजर मानदंडों से आगे जाकर मौजूदा ग्राहक संबंधों पर भी कारोबार कर सकते हैं और अपनी जोखिमों अंतरित कर सकते हैं। उदाहरण के लिए, कोई बैंक जो अपने ग्राहक समूह के साथ एक्सपोजर सीमाओं तक पहुंच चुका है उसे एक आकर्षक गारंटी सौदा अस्वीकार करना पड़ सकता है। तथापि, क्रेडिट डेरिवेटिव के साथ बैंक गारंटी देने का काम ले सकता है और अपनी क्रेडिट रिस्क गारंटी या पिछले एक्सपोजरों पर अंतरित करके अपनी एक्सपोजर सीमाएं बनाए रख सकता है। यह बैंक को ग्राहक संबंध बनाए रखने की अनुमति देता है। तीन, बैंक अपना मनपसंद क्रेडिट जोखिम संविभाग निवेश बना सकते हैं और उसका प्रबंध कर सकते हैं तथा जोखिम उठाने की क्षमता निधियों के वितरण और बिक्री प्रयासों से अबाधित रहती है।

तथापि, क्रेडिट डेरिवेटिव के उपयोग से कुछ चिंताएं भी पैदा होती हैं। पहली, जो क्रेडिट डेरिवेटिव व्यवहार में लाए जा रहे हैं उनमें से कुछ तो अभी शैशवावस्था में ही हैं और उनमें अभी परिपक्वता आनी है। अतः, ऐसे उत्पादों का लाया जाना अस्थिरताकारक हो सकता है। दूसरा क्रेडिट जोखिम का मापन और प्रबंधन बाजार जोखिम की तुलना में कहीं ज्यादा जटिल है। तीसरा, क्रेडिट डेरिवेटिव का महत्वपूर्ण पहलू है जोखिम का प्रलेखीकरण। चौथा, क्रेडिट डेरिवेटिव के उपयोग से प्रोत्साहन विषयक कतिपय मुद्दे उभरते हैं। ऐसा इसलिए होता है क्योंकि ऐसे लिखत उदारदाता-उधारग्राही के बीच मौजूद संबंधों में एक विशेष प्रकार का परिवर्तन लाते हैं और उधारदाताओं के बीच नए संबंध स्थापित होते हैं, जो जोखिम झटक कर धज्जियां उड़ानेवाले और नया जोखिम लेनेवाले होते हैं। विषम सूचना के कारण इस नए संबंध में बाजार के डूबने की संभावनाएं रहती हैं।

#### संदर्भ :

भारतीय रिजर्व बैंक, 2003, 'रिपोर्ट आन वर्किंग ग्रुप आन इंट्रोडक्शन आफ क्रेडिट डेरिवेटिव्स इन इंडिया (कन्वेनर : बी. महापात्र), मुंबई, मार्च।

आइएमएफ, 2002, मानेदरी एंड फाइनांशियल स्टेटिसटिक्स मैनुअल।

युएदा काजुओ 2003, 'आन क्रेडिट रिस्क ट्रांसफर इंस्ट्रूमेंट्स एंड सेंट्रल बैंक्स', 18 एन्युअल जनरल मीटिंग, टोक्यो, अप्रैल



#### IV. क्रेडिट की प्रवृत्तियां - नब्बे का दशक और उससे आगे

##### क्रेडिट प्रवृत्तियां - सभी संस्थाएं

4.35 सभी ऋण संस्थाओं (वाणिज्य बैंक, विकास वित्त संस्थाएं और सहकारी बैंक) के कुल बकाया ऋण एक साथ मिलाकर नब्बे के दशक के दौरान 15.7 प्रतिशत की चक्रवृद्धि वार्षिक दर से बढ़े जब कि मौजूदा दशक में अब तक (2005-06 तक) के दौरान 17.7 प्रतिशत वार्षिक की दर से बढ़े। सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में बकाया ऋण मार्च 1991 के अंत के 34.2 प्रतिशत से बढ़कर मार्च 2006 के अंत में 54.1 प्रतिशत हो गए जो देश में ऋण की बढ़ती मात्रा को दर्शाता है (सारणी-4.1)।

4.36 नब्बे के दशक के दौरान वाणिज्य बैंकों की क्रेडिट वृद्धि सहकारी क्षेत्र की ऋण संस्थाओं की तुलना में कम थी। तथापि, वाणिज्य बैंकों की क्रेडिट वृद्धि के साथ मौजूदा दशक (2005-06 तक) के दौरान यह प्रवृत्ति पलट गयी है जो सहकारी संस्थाओं की क्रेडिट वृद्धि की तुलना में काफी अधिक रही है। मौजूदा दशक के पहले पांच वर्षों के दौरान गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों की क्रेडिट वृद्धि सभी संस्थाओं की कुल क्रेडिट वृद्धि की तुलना में काफी कम रही। दो बड़ी विकास वित्त संस्थाओं के बैंकों के रूप में बदल जाने के कारण 2000-01 से 2005-06 की अवधि के दौरान

विकास वित्त संस्थाओं द्वारा दिये जानेवाले ऋण और अग्रिमों में गिरावट आयी (सारणी 4.2)।

4.37 वृद्धि दरों में घटबढ़ को दर्शाते हुए सभी संस्थाओं के कुल बकाया क्रेडिट में वाणिज्य बैंकों का क्रेडिट हिस्सा मार्च 1991 के अंत के 59.7 प्रतिशत से काफी बढ़कर मार्च 2006 के अंत में 78.2 प्रतिशत हो गया। उसी अवधि में क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों और क्षेत्रीय सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंकों का हिस्सा भी मामूली रूप से बढ़ा जबकि सभी अन्य ऋण संस्थाओं के हिस्से में गिरावट आयी। वाणिज्य बैंकों द्वारा अपनायी गयी आक्रामक खुदरा उधार रणनीतियों, जिन्होंने गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों का कुछ कारोबार पकड़ लिया, के अलावा ग्रामीण क्षेत्र में बढ़ाये और विविधीकृत किए गए उधार से वाणिज्य बैंकों का हिस्सा बढ़ा। दो विकास वित्त संस्थाओं के वाणिज्य बैंकों के रूप में परिवर्तन ने भी मौजूदा दशक में वाणिज्य बैंकों के हिस्से में वृद्धि की और वित्तीय संस्थाओं के हिस्से में तेज गिरावट आयी (सारणी 4.3)। सहकारी संस्थाओं के मामले में, जो कि वित्तीय रूप से कमजोर और अपर्याप्त रूप से पूंजीकृत हैं, एकदम हाल ही में सुधार प्रारंभ किए गए हैं जो सहकारी संस्थाओं के गिरते हुए हिस्से को पलटने में सहायता कर सकते हैं।

4.38 चूंकि कुल बकाया क्रेडिट में वाणिज्य बैंकों का हिस्सा तीन चौथाई से अधिक है और अन्य संस्थाओं से क्रेडिट के संबंध में विस्तृत आंकड़े उपलब्ध नहीं हैं, इस अध्याय के शेष भाग में दिया गया विश्लेषण ज्यादातर अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए क्रेडिट पर आधारित है।

**सारणी 4.1 : सभी ऋण संस्थाओं द्वारा दिये गये क्रेडिट का कुल बकाया**

मार्च के अंत में	कुल बकाया क्रेडिट (करोड़ रुपए)	वार्षिक वृद्धि (प्रतिशत)	क्रेडिट-सकल घरेलू उत्पाद अनुपात (प्रतिशत)
1	2	3	4
1991	1,94,654	-	34.2
1995	3,47,125	22.7	34.3
2000	7,25,074	17.1	37.1
2001	7,94,125	9.5	37.8
2002	8,93,384	12.5	39.2
2003	10,77,409	20.6	43.8
2004	11,99,607	11.3	43.4
2005	14,81,587	23.5	47.4
2006	19,28,336	30.2	54.1
चक्रवृद्धि वार्षिक वृद्धि दर (प्रतिशत)			
1991 से 2000		15.7	
2000 से 2006		17.7	
<b>टिप्पणी :</b> 1. आंकड़े अनंतिम हैं।			
2. इन आंकड़ों में वाणिज्य बैंक, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक, स्थानीय क्षेत्रीय बैंक, विकास वित्तीय संस्थाएं, शहरी सहकारी बैंक, राज्य सहकारी बैंक, जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंक, प्राथमिक कृषि ऋण समितियां, राज्य सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंक और प्राथमिक सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंकों से संबंधित आंकड़े शामिल हैं।			
3. चुनिंदा सहकारी बैंकों से संबंधित आंकड़े न मिलने पर पिछले वर्ष के आंकड़े दोहराए गए हैं।			
<b>स्रोत :</b> भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति एवं प्रगति संबंधी रिपोर्ट के विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।			

**सारणी 4.2 : बकाया क्रेडिट की संस्थावार वृद्धि (चक्रवृद्धि वार्षिक वृद्धि दर)**

संवर्ग	1991-92 से 1999-2000	2000-01 से 2005-06
1	2	3
1. वाणिज्य बैंक	15.8	23.0
2. क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक (और स्थानीय क्षेत्र बैंक)	15.4	21.1
3. वित्तीय संस्थाएं	14.2	-5.9
4. शहरी सहकारी बैंक	21.4	7.3
5. राज्य सहकारी बैंक	16.3	7.6
6. जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंक	16.0	10.3
7. प्राथमिक कृषि ऋण समितियां	17.9	9.3
8. राज्य सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंक	27.0	7.5
9. प्राथमिक सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंक	15.9	9.1
<b>सभी संस्थाएं</b>	<b>15.7</b>	<b>17.7</b>
<b>टिप्पणी :</b> आंकड़े अनंतिम हैं।		
<b>स्रोत :</b> भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति एवं प्रगति संबंधी रिपोर्ट के विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।		



### सारणी 4.3 : क्रेडिट का विभाजन-संवर्गवार हिस्सा

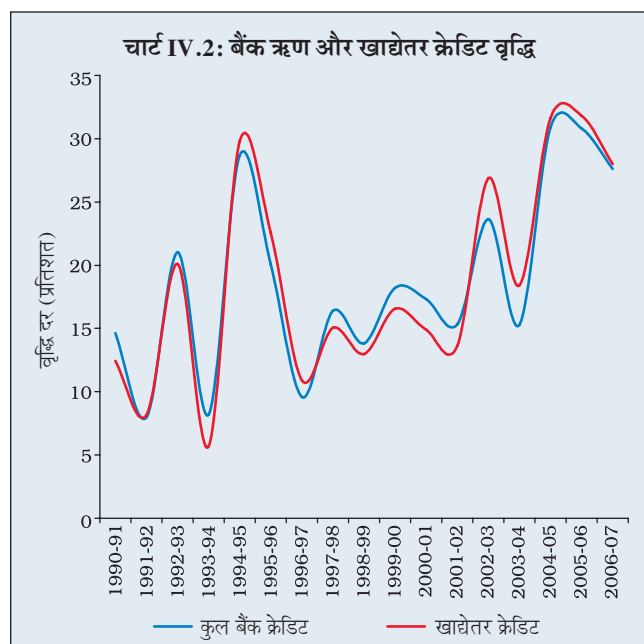
(प्रतिशत)

संवर्ग	मार्च के अंत में	
	1991	2006
1	2	3
1. वाणिज्य बैंक	59.7	78.2
2. क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक (और स्थानीय क्षेत्र बैंक)	1.8	2.1
3. अखिल भारतीय वित्तीय संस्थाएं	24.9	5.8
4. शहरी सहकारी बैंक	4.1	3.6
5. राज्य सहकारी बैंक	3.4	2.1
6. जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंक	6.0	4.2
7. प्राथमिक कृषि ऋण समितियां	3.3	2.5
8. राज्य सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंक	0.7	0.9
9. प्राथमिक सहकारी कृषि एवं ग्रामीण विकास बैंक	1.0	0.7
<b>सभी संस्थाएं</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**टिप्पणी :** आंकड़े अनंतिम हैं।  
**स्रोत :** भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति एवं प्रगति संबंधी रिपोर्ट के विभिन्न अंक, भारतीय रिज़र्व बैंक।

#### अनुसूचित वाणिज्य बैंक क्रेडिट की प्रवृत्तियां

4.39 बैंक क्रेडिट ने, जो कि विगत चार वर्षों के 19.5 प्रतिशत की तुलना में 15.1 प्रतिशत की औसत वार्षिक दर पर बढ़ा था, नब्बे के दशक की पहली छमाही में विषम पैटर्न दर्शाने के बाद 1996-97 से लेकर 2001-02 तक गिरावट दर्शाया (चार्ट IV.2)। मांग और आपूर्ति पक्ष दोनों के ही अनेक कारकों ने क्रेडिट के संकुचन में योगदान दिया। आपूर्ति पक्ष की ओर नब्बे के दशक के मध्य में आय निर्धारण, आस्ति वर्गीकरण और प्रावधानीकरण से संबंधित विवेकसम्मत मानदंडों के आगमन ने बैंकों को सतर्क कर दिया। इन मानदंडों के लागू होने से



बैंकों के पास भारी अनर्जक आस्तियों का पता चला (मार्च 1997 के अंत में उनके सकल अग्रिमों का 15.7 प्रतिशत)। अतएव, बैंक अपने ऋण निवेश संविभाग को बढ़ाने से चिंतित होने लगे। अनर्जक आस्तियों के अपेक्षाकृत ऊंचे स्तर का कमजोर बैंकों पर गंभीर प्रभाव पड़ा। पूंजी पर्याप्तता अनुपात (मार्च 1996 के अंत में 8.7 प्रतिशत) में उपलब्ध कम गुंजाइश के कारण क्रेडिट देने की बैंकों की क्षमता भी प्रभावित हुई। बैंकों ने सरकारी प्रतिभूतियों पर जोखिम समायोजित प्रतिलाभों को ज्यादा आकर्षक पाया। इस प्रकार, एसएलआर के रूप में सांविधिक पूर्व क्रय में कमी होने के बावजूद बैंकों ने सरकारी प्रतिभूतियों में आवश्यकता से काफी अधिक निवेश करना जारी रखा। मार्च 1996 के अंत में एसएलआर प्रतिभूतियों में बैंकों का निवेश 31.5 प्रतिशत की सांविधिक अपेक्षा की तुलना में निवल मांग और मीयादी देयताओं का प्रतिशत 36.9 था। एसएलआर प्रतिभूतियों को 25 प्रतिशत तक के महत्वपूर्ण स्तर तक नीचे ले आने के बावजूद मार्च 2002 के अंत में एसएलआर प्रतिभूतियों में बैंकों का निवेश उस स्तर (36.7 प्रतिशत) पर रहा था।

4.40 मांग पक्ष की ओर भी अनेक कारकों ने कंपनी क्षेत्र द्वारा क्रेडिट की मांग में गिरावट होने में योगदान दिया। सुधारों के प्रारंभिक चरण में औद्योगिक क्षेत्र के कतिपय क्षेत्रों खासतौर पर सीमेंट और स्टील के क्षेत्र में व्यापक क्षमता विस्तार हुआ। तथापि, जैसे ही मात्रात्मक प्रतिबंध समाप्त किए गए और आयात टैरिफ घटाए गए, 1990 के दशक के उत्तरार्ध में कार्पोरेट क्षेत्र को जबर्दस्त प्रतिस्पर्धा का सामना करना पड़ा और इस प्रकार कार्पोरेट कंपनी क्षेत्र का फोकस क्षमता विस्तार से हटकर पुनर्संरचना पर आ गया जिसके कारण औद्योगिक क्षेत्र की गति काफी धीमी हो गई। औद्योगिक उत्पादन की औसत वार्षिक वृद्धि दर पिछले तीन वर्षों के 9.4 प्रतिशत की तुलना में 1996-97 से 2001-02 के दौरान 5.2 प्रतिशत थी। इससे कार्पोरेट क्षेत्र द्वारा की जानेवाली क्रेडिट की मांग पर असर पड़ा। बढ़ी स्पर्धा ने भी कार्पोरेट जगत को अपने तुलनपत्रों को पुनर्गठित करने पर मजबूर किया जिससे उन्होंने प्रतिधारित अपनी निर्भरता बढ़ा दी तथा अपने उधार घटा दिए। यह ऋण-इक्विटी अनुपात की स्थिति से स्पष्ट है जोकि 1990-91 से 1994-95 के दौरान 85.5 प्रतिशत के औसत से घटकर 1995-96 से लेकर 1999-2000 के दौरान 65.2 प्रतिशत हो गया (अध्याय VII की सारणी 7.5 देखें)।

4.41 यद्यपि रिज़र्व बैंक ने इस अवधि (1996-97 से 2001-02) में सीआरआर और नीतिगत दरें यथा बैंक दर और रिवर्स रिपो दर (उस समय की रिपो दर) घटाकर निभावपरक नीति का अनुसरण किया लेकिन फिर भी क्रेडिट का उठाव नहीं बढ़ा। एक ओर सांकेतिक ब्याज दरों की अधोमुखी स्थिरता और दूसरी ओर मुद्रास्फीति की गिरती दर से वास्तविक ब्याज दरों में महत्वपूर्ण वृद्धि दिखाई दी। बैंकों की औसत वास्तविक उधार दरें 1990-91 से 1995-96 के दौरान रहे 6.5 प्रतिशत की तुलना में 1996-97 से 2001-02 के दौरान बढ़कर 12.5 प्रतिशत

हो गई (मोहन, 2003)। ऐसा प्रतीत होता है कि इसने भी क्रेडिट के विस्तार में कमी लाने में योगदान दिया।

4.42 यहां तक कि जब मुख्यतः खाद्य ऋण संकुचन और कंपनियों द्वारा वित्तीयन के आंतरिक स्रोतों की सहायता लेने और ज्यादा बाह्य वाणिज्यिक उधारों के चलते औद्योगिक क्षेत्र में उछाल रहा तब क्रेडिट वृद्धि 2003-04 में तेजी से घटने के लिए ही 2002-03 में तेजी से बढ़ी थी। 2004-05 से लेकर 2006-07 के दौरान बैंक क्रेडिट 30 प्रतिशत के आसपास के मजबूत कदम के साथ फैला। क्रेडिट वृद्धि में तेजी लाने में जिन प्रमुख कारकों ने योगदान दिया, वे थे आर्थिक वृद्धि में सुधार, ऋणदात्री संस्थाओं की आस्तियों की गुणवत्ता में सुधार, मुद्रास्फीति और स्फीतिकारी प्रत्याशाओं में कमी, वास्तविक ब्याज दर में गिरावट, व्यक्तियों की आय बढ़ना तथा निजी क्षेत्र के नए बैंकों के प्रवेश से बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा (जिसका बाद के खंडों वर्णन किया गया है)। खुदरा क्रेडिट पर लगे प्रतिबंध हटने और बैंकों द्वारा किए जानेवाले परियोजना वित्तपोषण ने भी क्रेडिट के नए स्रोत पैदा किए।

*क्रेडिट का खण्डवार विनियोजन*

4.43 सुधारों और उभरते आर्थिक ढांचे का नब्बे के दशक और मौजूदा दशक के दौरान अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों को होने वाले बैंक क्रेडिट के प्रवाह पर गहरा प्रभाव पड़ा। कृषि को क्रेडिट वृद्धि अस्सी के दशक की तुलना में नब्बे के दशक में धीमी होते-होते लगभग आधी रह गई (सारणी 4.4)। तथापि, रिजर्व बैंक और सरकार के संगठित प्रयासों से कृषि को क्रेडिट का प्रवाह बढ़ाने की दिशा में किए गए प्रयासों के परिणामस्वरूप 2002-03 से यह प्रवृत्ति उलट गई थी। औद्योगिक क्षेत्र को क्रेडिट अस्सी के दशक की तुलना में नब्बे के दशक और मौजूदा

दशक में हालांकि मामूली रूप से धीमा हो गया। तथापि, मौजूदा दशक में एक महत्वपूर्ण बात आवासन और अन्य खुदरा ऋणों के रूप में घरेलू क्षेत्र (वैयक्तिक ऋणों) को तेज क्रेडिट विस्तार रहा है।

4.44 कुल बैंक ऋण में कृषि और औद्योगिक क्षेत्रों का हिस्सा मार्च 1990 के अंत और 2005 के अंत के बीच गिर गया जबकि वैयक्तिक ऋणों और व्यावसायिक सेवाओं का हिस्सा तेजी से बढ़ गया।

*कृषि*

4.45 कृषि को क्रेडिट की वृद्धि में तेज गिरावट के परिणामस्वरूप कुल बैंक ऋण में कृषि का हिस्सा मार्च 1990 के अंत के 15.9 प्रतिशत से गिरकर मार्च 2001 के अंत में 9.6 प्रतिशत पर आ गया (सारणी 4.5)। तथापि, इस अवधि में सकल घरेलू उत्पाद में कृषि के हिस्से में ही महत्वपूर्ण रूप से गिरावट आयी। परिणामस्वरूप कृषि क्षेत्र (क्षेत्रवार सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में कृषि क्षेत्र को क्रेडिट) का क्रेडिट घनत्व मोटे तौर पर उसी स्तर पर बना रहा। मौजूदा दशक के शुरुआती भाग में कृषि क्षेत्र को ऋण का प्रवाह सुगम बनाने के लिए सरकार और रिजर्व बैंक द्वारा एक के बाद एक उपाय किए गए। इन उपायों में अन्य बातों के साथ-साथ शामिल है: (i) देश के अनेक भागों में कृषि आपदा आने के बाद अल्पावधि ऋणों को मध्यावधि और दीर्घावधि ऋण के रूप में पुनर्निर्धारित करना; (ii) सरकारी क्षेत्र के बैंकों की विशेष कृषि क्रेडिट योजनाओं के अंतर्गत ऊंचे लक्ष्य निर्धारित करना तथा इन्हें निजी क्षेत्र के बैंकों पर भी लागू करना और (iii) बैंकों को सूचित करना कि वे 2004-05 से प्रारंभ करके तीन वर्ष के भीतर इस ऋण प्रवाह को दुगना करें। कृषि को क्रेडिट की वृद्धि में 2003-04 से महत्वपूर्ण सुधार दिखाई देने लगा। कुल बैंक ऋण में कृषि क्रेडिट का हिस्सा मार्च 2005 के

**सारणी 4.4 : वाणिज्य बैंकों का क्षेत्रवार क्रेडिट - चक्रवृद्धि वार्षिक वृद्धि दर**

(प्रतिशत)

अवधि	कृषि	उद्योग	ट्रान्सपोर्ट ऑपरेटर	कारोबारी सेवाएं	वैयक्तिक ऋण	व्यापार	वित्त	कुल बैंक ऋण
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1980-81 से 1989-90	18.1	17.4	13.6	20.7	25.3	11.8	29.2	17.2
1990-91 से 1999-00	10.6	15.4	9.4	16.8	22.7	17.3	25.6	16.0
2000-01 से 2004-05	22.2	15.9	11.2	30.4	37.7	12.6	27.4	20.2
<i>ज्ञापन:</i>								
मार्च के अंत में								
2001	13.3	10.6	7.7	31.3	27.7	25.0	21.0	17.0
2002	23.7	14.9	7.1	44.0	25.1	12.7	42.2	21.8
2003	18.6	14.1	0.9	22.4	38.1	3.2	34.6	15.2
2004	26.7	8.1	18.7	29.5	57.2	-2.5	16.4	16.4
2005	29.2	33.5	22.8	25.8	42.9	27.8	24.3	30.9

**स्रोत :** अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मूलभूत सांख्यिकीय विवरणियां, विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।

सारणी 4.5 : अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के बकाया क्रेडिट का विभाजन

(कुल क्रेडिट का प्रतिशत)

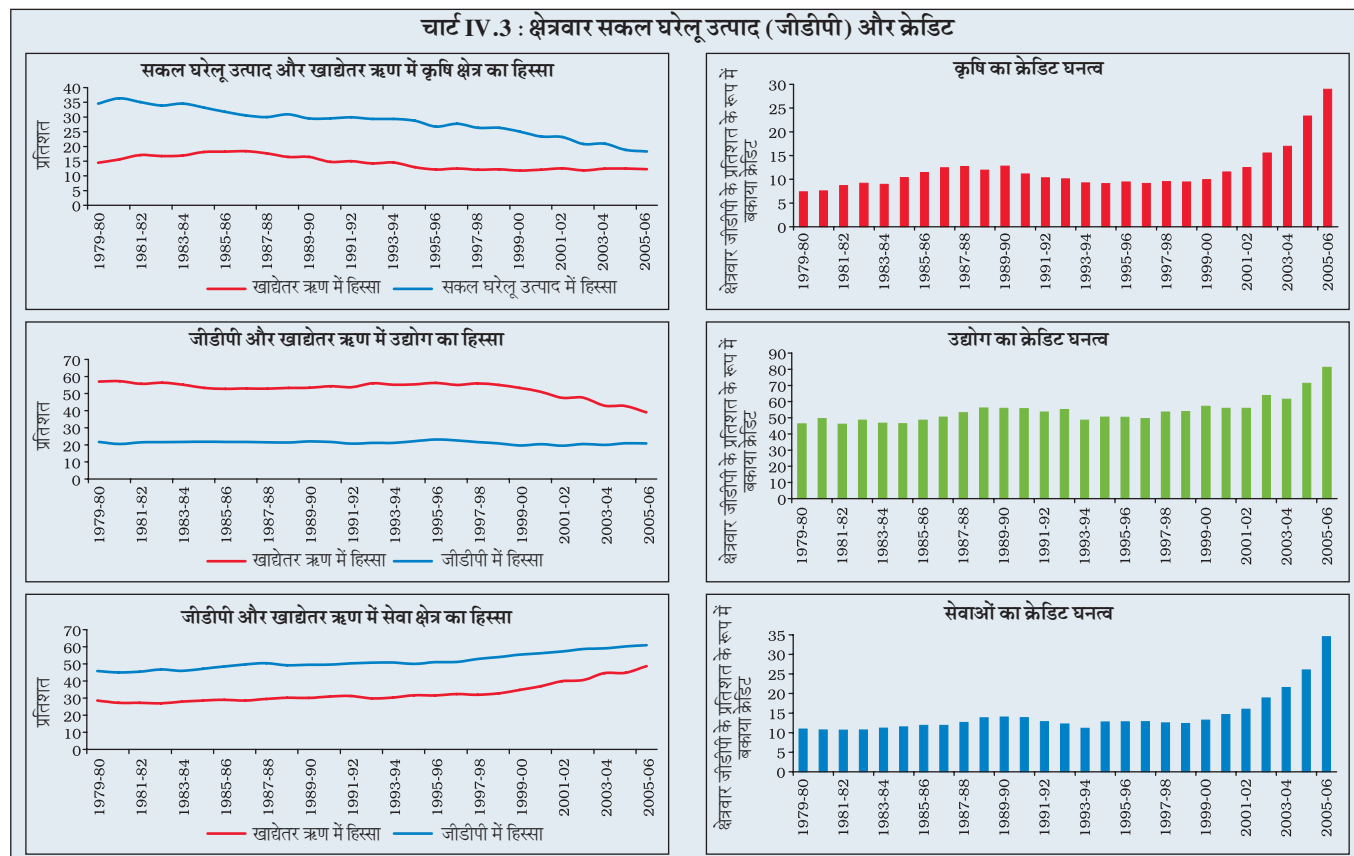
क्षेत्र	मार्च के अंत में							
	मार्च-90	मार्च-95	मार्च-00	मार्च-01	मार्च-02	मार्च-03	मार्च-04	मार्च-05
1	2	3	4	5	6	7	8	9
कृषि	15.9	11.8	9.9	9.6	9.8	10.0	10.9	10.8
उद्योग	48.7	45.6	46.5	43.9	41.4	41.0	38.0	38.8
परिवहन	3.2	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2	1.3	1.2
वैयक्तिक ऋण और व्यावसायिक सेवाएं	9.4	11.3	14.4	15.8	16.8	19.6	25.3	27.0
<i>जिसमें से :</i>								
उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुएं खरीदने के लिए ऋण	0.4	0.3	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6
आवास के लिए ऋण	2.4	2.8	4.0	4.7	5.0	6.5	9.7	11.0
व्यापार	13.9	17.1	15.6	16.6	15.4	13.8	11.5	11.2
वित्तीय संस्थाएं	2.1	3.8	4.8	4.9	5.7	6.7	6.7	6.4
विविध / सभी अन्य	6.8	8.5	7.1	7.5	9.5	7.7	6.2	4.6
<b>कुल</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

स्रोत : अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मूलभूत सांख्यिकीय विवरणियां, विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।

अंत तक बढ़कर 10.8 प्रतिशत हो गया। कुल बैंक ऋण में कृषि क्रेडिट के हिस्से और सकल घरेलू उत्पाद में इसके हिस्से के बीच का अंतर मार्च 1995 के अंत के 17.4 प्रतिशत से घटकर मार्च 2006 के अंत में 8 प्रतिशत अंक से भी कम हो गया। इसके अलावा कृषि

क्षेत्र का क्रेडिट घनत्व 2001-02 के 11 प्रतिशत से तेजी से बढ़कर 2005-06 तक 27.0 प्रतिशत हो गया (चार्ट IV.3)। कृषि क्षेत्र में उधार खातों की संख्या भी 2000-01 के 19.84 मिलियन से बढ़कर 2004-05 में 26.66 मिलियन हो गयी।

चार्ट IV.3 : क्षेत्रवार सकल घरेलू उत्पाद (जीडीपी) और क्रेडिट



*प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के अग्रिमों की प्रवृत्तियाँ*

4.46 1969 में बैंकों के राष्ट्रीयकरण से पूर्व बैंकों के उधार देने का कार्य मूलतः महानगरों और शहरी केंद्रों में बड़े कारोबार और व्यापार को उधार देने तक सीमित था। बैंकों के राष्ट्रीयकरण के बाद भारत सरकार ने बैंकों द्वारा एकतरफा उधार देने की प्रक्रिया को सुधारने के लिए सुधारक उपाय किए। तदनुसार, 1972 में बैंकों को सूचित

किया गया कि वे कतिपय गतिविधियों, जिन्हें प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के रूप में जाना जाता है, के लिए क्रेडिट उपलब्ध करायें। समाज की बदलती आवश्यकताओं के अनुरूप बैंक ऋण को ढालने के उद्देश्य से प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र की व्याप्ति और परिभाषा सतत रूप से नयी मर्दों को शामिल करने के साथ-साथ इसके घटक उप-क्षेत्रों की क्रेडिट सीमाएं बढ़ाकर अनुकूल बनायी जाती रही (बाक्स IV.6)।

**बाँक्स IV.6**

**ग्रामीण क्षेत्रों में प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र, माइक्रो-वित्त और क्रेडिट कार्ड से संबंधित नीतियाँ**

*प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र*

- देशी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों और विदेशी बैंकों से अपेक्षित है कि वे अपने निवल बैंक क्रेडिट (एनबीसी) का क्रमशः न्यूनतम 40 प्रतिशत और 32 प्रतिशत प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को, जिसमें विभिन्न उपक्षेत्रों को उधार देने के उपलक्ष्य निर्धारित हों, उधार देंगे।
- प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र ऋण की प्रमुख श्रेणियों में शामिल हैं, कृषि और संबद्ध गतिविधियाँ, लघु उद्योग, आवास ऋण और अन्य के साथ-साथ शिक्षा ऋण।
- वर्षों के दौरान प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के दायरे को बढ़ाया गया है ताकि उसमें निर्यात गतिविधि, शिक्षा, आवासन, साफ्टवेयर उद्योग, जोखिम पूंजी, पट्टा और किराया खरीद जैसी गतिविधियों को शामिल किया जा सके।

*माइक्रो-वित्त*

- स्वयं सहायता समूह - बैंक संपर्क कार्यक्रम भारत में 1992 में एक प्रायोगिक परियोजना के रूप में शुरू किया गया था जिसमें आगे दी गयी बातों की परिकल्पना की गयी है (i) ग्रामीण निर्धनों को एक स्वयं सहायता समूह (एसएचजी) के रूप में संगठित करना; (ii) उन्हें अपने वित्त की व्यवस्था स्वयं करने की क्षमताओं का निर्माण करना; और (iii) वाणिज्यिक शर्तों पर बैंक ऋण का प्रबंध करना।
- इस लक्ष्य समूह में मोटे तौर पर छोटे और सीमांत कृषक, भूमिहीन खेतिहर और खेतिहर से इतर मजदूर, दस्तकार और हस्तशिल्पकार तथा अन्य ग्रामीण निर्धन जो कि छोटे-छोटे कारोबारों में लगे हैं, जैसे कि छोटे दुकानदार और खोमचेवाले आते हैं।
- माइक्रो-वित्त के अंतर्गत दो प्रमुख मॉडल हैं नामतः स्वयं सहायता समूह - बैंक संपर्क (एसएचजी-बीएल) और माइक्रो-वित्त संस्थाएं (एसएफआई)।

*किसान क्रेडिट कार्ड*

- अगस्त 1998 में प्रारंभ की गयी किसान क्रेडिट कार्ड (केसीसी) योजना से किसानों को कृषि में काम आनेवाली वस्तुएं खरीदने और अपनी उत्पादन आवश्यकताओं के लिए लगने वाली नकदी आहरित करने में सहायता मिलती है।
- यह योजना नवंबर 2004 में संशोधित की गयी थी ताकि फसल/फसलों के लिए अलग से उपलब्ध अल्पावधि ऋण सीमाओं के अलावा मीयादी ऋण के साथ-साथ कृषि और संबद्ध गतिविधियों के लिए कार्यशील पूंजी को कवर किया जा सके।

- अल्पावधि ऋण/ फसल ऋण के साथ-साथ कृषि एवं संबद्ध गतिविधियों के लिए कार्यशील पूंजी 12 महीनों में चुकौती योग्य है जबकि गतिविधियों/ निवेश के प्रकार के आधार पर मीयादी ऋण अधिकतम 5 वर्ष की अवधि में चुकाने योग्य हैं।
- यह योजना सभी वाणिज्य बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों, राज्य सहकारी बैंकों/ जिला मध्यवर्ती सहकारी बैंकों / प्राथमिक कृषि एवं सहकारी समितियों और अनुसूचित प्राथमिक सहकारी बैंकों द्वारा कार्यान्वित की जा रही है।

*सामान्य क्रेडिट कार्ड*

- ग्रामीण क्षेत्रों में बैंक ग्राहकों को आसान ऋण उपलब्ध कराने की दृष्टि से 27 दिसंबर 2005 को सामान्य क्रेडिट कार्ड (जीसीसी) के संबंध में मार्गदर्शी सिद्धांत जारी किए गए थे।
- सामान्य क्रेडिट कार्ड योजना का उद्देश्य जमानत, प्रयोजन अथवा ऋण के अंतिम उपभोग पर जोर दिए बिना नकद प्रवाह के मूल्यांकन के आधार पर बैंक ग्राहकों को झंझटमुक्त ऋण उपलब्ध कराना है। यह ओवरड्राफ्ट अथवा नकद ऋण के स्वरूप में है और इसके अंतिम उपभोग की कोई शर्त नहीं है।
- यह जरूरी नहीं है कि सामान्य क्रेडिट कार्ड एक कार्ड के रूप में हो। यह पास बुक के रूप में भी जारी किया जा सकता है, यदि सामान्य क्रेडिट कार्ड का धारक चाहता है कि वह बैंक शाखा से नकद निकाले-डाले।
- इस योजना के अंतर्गत दी जानेवाली ऋण सुविधा रिवाँल्विंग क्रेडिट के रूप में है। सामान्य क्रेडिट कार्ड धारक बैंक की निर्दिष्ट शाखा से स्वीकृत सीमा तक नकद आहरित करने का हकदार है।
- बैंकों को इस बात की छूट है कि वे पूरे घर की आय और नकद प्रवाह के मूल्यांकन के आधार पर सामान्य क्रेडिट कार्ड की सीमा तय कर सकते हैं। तथापि, किसी व्यक्ति के लिए सामान्य क्रेडिट कार्ड के अंतर्गत कुल ऋण सुविधा 25,000 रुपए से अधिक नहीं होनी चाहिए और इस सुविधा पर प्रभारित की जानेवाली ब्याज दर उचित और तर्क संगत होनी चाहिए।
- बैंक सामान्य क्रेडिट कार्ड जारी करने हेतु उधारकर्ता ढूंढने के लिए स्थानीय डाकघर, विद्यालय, प्राथमिक स्वास्थ्य केंद्र, स्थानीय सरकारी अधिकारी, कृषक संघों/ क्लब, सुस्थापित समुदाय आधारित एजेंसियों और नागरिक समाज संगठनों की सेवाओं का उपयोग कर सकते हैं।
- सामान्य क्रेडिट कार्ड जारी करने के लिए बैंकों को प्रोत्साहित करने हेतु 25,000 रुपए तक सामान्य क्रेडिट कार्ड के अंतर्गत बकाया ऋण का 50 प्रतिशत प्राथमिकता-प्राप्त क्षेत्र के लक्ष्य के प्रयोजन हेतु अप्रत्यक्ष कृषीय वित्तपोषण के रूप में माने जाने के लिए पात्र है।

## मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट

4.47 प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को क्रेडिट वृद्धि ने नब्बे के दशक के दौरान 13.1 प्रतिशत की तुलना में 2000-01 से 2005-06 की अवधि के दौरान 25.7 प्रतिशत की औसत वार्षिक दर पर बढ़ते हुए हाल ही के वर्षों में स्पष्ट सुधार दर्शाया। यह मुख्यतः कृषि और आवासन क्षेत्र जैसे कतिपय क्षेत्रों को बढ़े हुए उधार के कारण था। इस वृद्धि के बावजूद प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के अग्रिमों में गिरावट आई और ये मार्च 1990 के अंत के 40.1 प्रतिशत के खाद्येतर सकल बैंक ऋण की तुलना में मार्च 2006 के अंत में 36.3 प्रतिशत हो गये (सारणी 4.6)। सरकारी और निजी दोनों ही क्षेत्र के बैंकों द्वारा 2004-05 और 2005-06 में उच्च क्रेडिट वृद्धि के साथ निवल बैंक क्रेडिट के 40.0 प्रतिशत का प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को क्रेडिट का लक्ष्य मार्च 2006 के अंत तक हासिल किया गया था।

4.48 प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के भीतर ही कृषि को क्रेडिट जोकि नब्बे के दशक में 11.2 प्रतिशत की औसत वार्षिक दर से बढ़ा, मार्च 2006 को समाप्त छह वर्षीय अवधि के दौरान बढ़कर 25.7 प्रतिशत हो गया। इस वृद्धि के बावजूद प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के अग्रिमों में कृषि का हिस्सा मार्च 1990 के अंत के 40.9 प्रतिशत से घटकर मार्च 2006 के अंत में 33.8 प्रतिशत हो गया (सारणी 4.6)। सरकारी क्षेत्र के

बैंकों का निवल बैंक क्रेडिट के प्रतिशत के रूप में कृषि ऋण का हिस्सा मार्च 2005 के अंत में 15.3 प्रतिशत और मार्च 2006 के अंत में 15.2 प्रतिशत था। निजी क्षेत्र के बैंकों के निवल बैंक क्रेडिट के प्रतिशत के रूप में कृषि ऋण मार्च 2005 और मार्च 2006 के अंत में 13.5 प्रतिशत थे जोकि 18 प्रतिशत के निर्धारित लक्ष्य से काफी कम थे। कुछ बैंकों, विशेषकर निजी क्षेत्र के नए बैंकों और विदेशी बैंकों, का ग्रामीण क्षेत्रों में अपर्याप्त शाखा नेटवर्क है और इसी अभाव के परिणामस्वरूप इनमें से कुछ बैंकों को प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को अपने क्रेडिट लक्ष्यों को हासिल करने में कठिनाई आयी। इस समस्या को दूर करने के लिए बैंकों से कहा गया कि वे अपने लक्ष्य हासिल करने के लिए राष्ट्रीय कृषि और ग्रामीण विकास बैंक (नाबार्ड) की ग्रामीण संरचना विकास निधि (आरआइडीएफ) में लक्ष्य में कमी की सीमा तक राशियां जमा करें। विदेशी बैंकों के लिए यह अपेक्षित था कि वे भारतीय लघु उद्योग विकास बैंक (सिडबी) में राशियां जमा करें।

4.49 अर्थव्यवस्था के कृषि और अन्य ग्रामीण क्षेत्रों को क्रेडिट का प्रवाह बढ़ाने के लिए स्वयं सहायता समूह-बैंक संपर्क कार्यक्रम और किसान क्रेडिट कार्ड के रूप में अनेक नवोन्मेषी उपाय प्रारंभ किए गए। माइक्रो फाइनांस को अब क्रमिक रूप से ग्रामीण निर्धनों तक बैंकिंग क्षेत्र की पहुंच

### सारणी 4.6 : प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के बकाया अग्रिमों की प्रवृत्तियां

(राशि करोड़ रु.)

मार्च के अंत में	प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के कुल अग्रिम			कृषि संबंधी अग्रिम			लघु उद्योग क्षेत्र को अग्रिम		
	राशि	वार्षिक वृद्धि (प्रतिशत)	खाद्येतर सकल बैंक ऋणों का प्रतिशत	राशि	वार्षिक वृद्धि (प्रतिशत)	खाद्येतर सकल बैंक ऋणों का प्रतिशत	राशि	वार्षिक वृद्धि (प्रतिशत)	खाद्येतर सकल बैंक ऋणों का प्रतिशत
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1990	40,383	18.0	40.1	16,526	18.5	16.4	15,543	18.3	15.4
1991	42,915	6.3	37.8	16,750	1.4	14.8	17,181	10.5	15.1
1992	45,425	5.8	37.4	18,157	8.4	15.0	18,150	5.6	15.0
1993	49,832	9.7	35.5	19,963	9.9	14.2	20,026	10.3	14.3
1994	53,880	8.1	36.9	21,208	6.2	14.5	22,617	12.9	15.5
1995	64,161	19.1	34.7	23,983	13.1	13.0	27,638	22.2	15.0
1996	73,329	14.3	33.0	27,044	12.8	12.2	31,884	15.4	14.4
1997	84,880	15.8	33.8	31,442	16.3	12.5	35,944	12.7	14.3
1998	99,507	17.2	34.6	34,869	10.9	12.1	43,508	21.0	15.1
1999	1,14,611	15.2	35.2	39,634	13.7	12.2	48,483	11.4	14.9
2000	1,31,827	15.0	35.1	44,381	12.0	11.8	52,814	8.9	14.1
2001	1,54,414	17.1	36.0	51,922	17.0	12.1	56,002	6.0	13.0
2002	1,75,259	13.5	36.3	60,761	17.0	12.6	57,199	2.1	11.8
2003	2,11,609	20.7	34.1	73,518	21.0	11.9	60,394	5.6	9.7
2004	2,63,834	24.7	36.2	90,541	23.2	12.4	65,855	9.0	9.0
2005	3,81,476	44.6	38.2	1,25,250	38.3	12.5	74,588	13.3	7.5
2006	5,09,910	33.7	36.3	1,72,292	37.6	12.3	90,239	21.0	6.4
औसत वार्षिक वृद्धि (प्रतिशत)									
1990 से 2000		13.1			11.2			13.6	
2001 से 2006		25.7			25.7			9.5	

एनएफजीबीसी : खाद्येतर सकल बैंक ऋण।

स्रोत : हैडबुक ऑफ स्टेटिस्टिक्स आन द इंडियन इकोनॉमी, 2005-06, भारतीय रिजर्व बैंक।



बढ़ाने के एक लागत प्रभावी और निर्भर तरीके के रूप में स्वीकार किया जा रहा है। ब्याज सब्सिडियों का सापेक्षतः न होना, उधारदाताओं के लिए उच्च चुकौती निष्पादन और कम लेनदेन लागत माइक्रो-फाइनांस की प्रमुख सुविधाओं में से कुछ सुविधाएं हैं। उधार देनेवाली एजेंसियों के बीच इस बात का एहसास बढ़ता जा रहा है कि माइक्रो-फाइनांस कार्यक्रम बैंकों को स्वीकार्य, उधार देने योग्य और लाभकारी हैं। बैंक अब यह खोजने में लगे हैं कि पिरामिड के आधारवाले लोगों को अपने कारोबार माडल में किस प्रकार लाया जाए।

**4.50** माइक्रो-फाइनांस के दो माडलों में से एक है स्वयं सहायता समूह-बैंक संपर्क कार्यक्रम (एसएचजी-बैंक लिकेज प्रोग्राम)। ग्रामीण क्षेत्र को क्रेडिट प्रवाह दो कारणों से अटका है। पहला, क्रेडिट अधिकांशतः जमानत पर आधारित है और दूसरा ऋण न चुका पाने की घटनाएं सामान्यतः ज्यादा हैं। इन दोनों समस्याओं को दूर करने में स्वयं सहायता समूह के रूप में संयुक्त देयता समूह का निर्माण सहायता करता है। ऋण चुकौती का दायित्व स्वयं सहायता समूह के सभी सदस्यों द्वारा संयुक्त रूप से उठाया जाता है जो किसी आर्थिक गतिविधि में लगे रहते हैं जो चुकौती के लिए जरूरी आय पैदा करती है। बांग्लादेश जैसे देशों में स्वयं सहायता समूहों का अनुभव भी दर्शाता है कि बराबर के दबाव के कारण स्वयं सहायता समूहों के मामले में ऋण न चुकाने की घटनाएं कम हैं। इस कार्यक्रम के मुख्य लाभ हैं, बैंकों को समय पर ऋणों की चुकौती, निर्धन और बैंक दोनों के लिए लेनदेन की कम लागत; निर्धनों को दरवाजे पर ही बचत और क्रेडिट की सुविधा तथा ग्रामीण भारत की अदोहित कारोबार संभावनाओं का दोहन।

**4.51** स्वयं सहायता समूह-बैंक संपर्क कार्यक्रम देश में माइक्रो-फाइनांस गतिविधि के एक महत्वपूर्ण मॉडल के रूप में उभरा है (देखें बाक्स IV.5)। मार्च 2006 के अंत में 2.2 मिलियन स्वयं सहायता समूह संचयी बैंक ऋणों, जिनकी राशि 11,398 करोड़ रुपए थी, के साथ बैंकों से जुड़े थे (सारणी 4.7)। वर्षों के दौरान स्वयं सहायता समूहों के वित्तपोषण में वाणिज्य बैंकों का हिस्सा बढ़ा है। इससे लाभान्वित होनेवाले परिवारों की संख्या 2001 के 5 मिलियन से करीब पांच गुना बढ़कर 2005 में 24 मिलियन हो गई है। इसके अलावा प्रति स्वयं सहायता समूह औसत बैंक ऋण 2001 के 18,227 रुपए से बढ़कर 2005 में 32,012 रुपए हो गया।

**4.52** स्वयं सहायता समूह - बैंक संपर्क कार्यक्रम जोकि अब तक दक्षिणी राज्यों में ही ज्यादातर केंद्रित रहा है। आशा की जाती है कि नाबार्ड इन गतिविधियों को सघन बनाने के लिए 13 निर्दिष्ट राज्यों में एक कार्यक्रम प्रारंभ करने जा रहा है जहां ग्रामीण निर्धन आबादी का 70.0 प्रतिशत हिस्सा रहता है।

**4.53** यद्यपि किसानों को क्रेडिट देने के लिए विभिन्न प्रकार के उत्पाद मौजूद हैं लेकिन उनमें दैनंदिन आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए आवश्यक राशि और इसकी समय पर उपलब्धता के अर्थ में उनमें लचीलेपन का अभाव है। लचीले ढंग से किसानों की नकदी आवश्यकताओं की पूर्ति हेतु अगस्त

**सारणी 4.7 : स्वयं सहायता समूह-बैंक संपर्क कार्यक्रम की प्रगति**

वर्ष	बैंकों द्वारा वित्तपोषित कुल एसएचजी (संख्या हजार में)		बैंक ऋण (करोड़ रुपए)		
	वर्ष के दौरान	संचयी	वर्ष के दौरान	संचयी	संचयी- कुल बैंक ऋण के प्रतिशत के रूप में
1	2	3	4	5	6
1992-99	33	33	57	57	0.02
1999-00	82	115	136	193	0.04
2000-01	149	264	288	481	0.09
2001-02	198	461	545	1,026	0.17
2002-03	256	717	1,022	2,049	0.28
2003-04	362	1,079	1,856	3,904	0.46
2004-05	539	1,618	2,994	6,898	0.63
2005-06	620	2,239	4,499	11,398	0.76

स्रोत : नाबार्ड और भारतीय रिजर्व बैंक ।

1998 में किसान क्रेडिट कार्ड (केसीसी) योजना शुरू की गई थी ताकि किसान कृषि में काम आनेवाली वस्तुएं खरीद सकें और अपनी उत्पादन आवश्यकताओं के लिए नकद पैसा निकाल सकें। योजना के प्रारंभ से ही यह परिकल्पित था कि किसानों की निवेश ऋण आवश्यकताओं यथा सहायक और कृषीतर गतिविधियां भी इस योजना के अंतर्गत कवर की जाएंगी। चूंकि ये गतिविधियां 1998 में घोषित किसान क्रेडिट कार्ड योजना के दायरे से बाहर थीं इसलिए किसानों को अपनी अतिरिक्त आवश्यकताओं के लिए बैंकों को अलग से संपर्क करना पड़ा जिसमें उनका अतिरिक्त समय लगा और लागत आई तथा दस्तावेज बनाने सहित बैंकों की प्रक्रियागत औपचारिकताएं पूरी करनी पड़ीं। अतएव नवंबर 2004 में किसान क्रेडिट कार्ड संबंधी संशोधित मार्गदर्शी सिद्धांत जारी किए गए। इस संशोधित योजना का लक्ष्य एकल खिड़की अवधारणा के अंतर्गत किसानों की व्यापक ऋण आवश्यकताओं के लिए अल्पावधि ऋण आवश्यकताओं और उपभोग आवश्यकताओं को एक पर्याप्त घटक सहित समग्र खेती विषय दृष्टिकोण अपनाते हुए लचीली और सरल की गई प्रक्रियाओं के साथ पर्याप्त और समय पर ऋण उपलब्ध कराना था (देखें बाक्स IV.5)।

**4.54** किसान क्रेडिट कार्ड योजना में अब मजबूती आ गई है। मार्च 2006 के अंत में वाणिज्य बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों और सहकारी बैंकों द्वारा जारी किए गए किसान क्रेडिट कार्डों की संचयी संख्या 59 मिलियन थी और स्वीकृत की गई संचयी कुल राशि 1,81,992 करोड़ रुपए थी। हाल के वर्षों में जहां वाणिज्य बैंकों द्वारा जारी किसान क्रेडिट कार्डों की संख्या में वृद्धि हुई है वहीं सहकारी बैंकों और क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों द्वारा जारी कार्डों की संख्या घटी है। किसान क्रेडिट कार्डों की संचयी संख्या में सहकारी बैंकों का हिस्सा 51.5 प्रतिशत था जिसके बाद वाणिज्य बैंकों (36.9 प्रतिशत) और क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों (11.6 प्रतिशत) का स्थान

सारणी 4.8 : किसान क्रेडिट कार्ड योजना की प्रगति

(संख्या मिलियन में और राशि करोड़ रुपए में)

वर्ष	सहकारी बैंक			क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक			वाणिज्यिक बैंक			कुल		
	संख्या	राशि*	कुल बकाया ऋणों में हिस्सा (प्रतिशत)	संख्या	राशि*	कुल बकाया ऋणों में हिस्सा (प्रतिशत)	संख्या	राशि*	कुल बकाया ऋणों में कृषि क्षेत्र का हिस्सा (प्रतिशत)	संख्या	राशि*	कुल बकाया ऋणों में हिस्सा (प्रतिशत)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998-99	0.16	826	0.9	0.01	11	0.1	0.62	1,473	3.6	0.78	2,310	1.6
1999-00	3.60	3,606	3.1	0.17	405	3.2	1.37	3,537	7.2	5.13	7,548	4.2
2000-01	5.61	9,412	6.9	0.65	1,400	9.2	2.39	5,615	9.5	8.65	16,427	7.8
2001-02	5.44	15,952	10.4	0.83	2,382	13.2	3.07	7,524	11.6	9.34	25,858	10.9
2002-03	4.58	15,841	8.3	0.96	2,955	13.8	2.70	7,481	9.3	8.24	26,277	9.0
2003-04	4.88	9,855	4.1	1.27	2,599	10.2	3.09	9,331	9.4	9.25	21,785	5.9
2004-05	3.56	15,597	6.1	1.73	3,833	11.6	4.40	14,756	11.2	9.68	34,186	8.1
2005-06	2.60	20,339	7.5	1.25	8,483	21.3	4.16	18,779	9.8	8.01	47,601	9.5
<b>कुल@</b>	<b>30.41</b>	<b>91,428</b>	<b>-</b>	<b>6.88</b>	<b>22,068</b>	<b>-</b>	<b>21.80</b>	<b>68,496</b>	<b>-</b>	<b>59.09</b>	<b>1,81,992</b>	<b>-</b>

\* : स्वीकृत राशि । @ : कुल 1998-99 से जारी कुल कार्डों की संख्या और स्वीकृत राशि दर्शाता है।

# : बकाया सकल ऋणों में सहकारी बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों के ऋण और वाणिज्य बैंकों के कृषि ऋण शामिल हैं।

स्रोत : नाबार्ड और भारतीय रिजर्व बैंक ।

आता है। कुल बकाया ऋणों के प्रतिशत के रूप में स्वीकृत राशि क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों के मामले में 21.3 प्रतिशत और सहकारी बैंकों के मामले में 7.5 प्रतिशत थी। कृषि क्षेत्र के कुल बकाया ऋणों के प्रतिशत के रूप में वाणिज्य बैंकों द्वारा स्वीकृत राशि मार्च 2006 के अंत में 9.8 प्रतिशत थी (सारणी 4.8)।

4.55 प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र का एक अन्य महत्वपूर्ण खण्ड लघु उद्योग क्षेत्र है। इस क्षेत्र को ऋण के प्रवाह का विश्लेषण बाद के खंडों में दिया गया है।

उद्योग

4.56 औद्योगिक क्षेत्र को दिए गए क्रेडिट में नब्बे के दशक में सीमांत रूप से गिरावट (16.4 प्रतिशत) आई और अस्सी के दशक (16.7 प्रतिशत) की तुलना में मौजूदा दशक में यह अब तक (15.8 प्रतिशत) है (देखें सारणी 4.4)। कुल बैंक क्रेडिट में उद्योग का हिस्सा जून 1990 के अंत के 48.0 प्रतिशत से तेजी से गिरकर मार्च 2005 के अंत में 38.8 प्रतिशत हो गया (देखें सारणी 4.5)।

4.57 गैर-पारंपरिक लिखतों जैसे कि वाणिज्यिक पत्र, कार्पोरेट द्वारा जारी किए गए शेयर/बांड/डिबेंचर को बैंकों का समर्थन, जोकि नब्बे के दशक के उत्तरार्ध में तेजी से बढ़ा था, 2001-02 के शुरू होते ही कमजोर पड़ गया (सारणी 4.9)।

4.58 विगत कुछ वर्षों के दौरान औद्योगिक क्षेत्र के बढ़िया निष्पादन के बावजूद उद्योग को बैंकों के समर्थन में कमी आने का मुख्य कारण प्रतिधारित आय पर उनकी अधिक निर्भरता और देशी तथा अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों में अधिक पहुंच थी। ऋण पात्र कंपनियों ने भी भारी बाह्य वाणिज्यिक उधारों का मार्ग अपनाया (सारणी 4.10)।

4.59 बैंक क्रेडिट पर उद्योग की निर्भरता घटने के परिणामस्वरूप कुल खाद्येतर ऋण में औद्योगिक क्षेत्र के हिस्से और सकल घरेलू उत्पाद में इसके हिस्से के बीच अंतर महत्वपूर्ण रूप से घटता चला गया। औद्योगिक क्षेत्र का हिस्सा बैंक ऋण का 54.3 प्रतिशत रहा जबकि 1990-91 में सकल घरेलू उत्पाद में इसका हिस्सा 22.0 प्रतिशत था। तथापि 2005-06 तक खाद्येतर ऋण में औद्योगिक क्षेत्र के हिस्से में तेज गिरावट आई और यह 39.1 प्रतिशत हो गया, यहां तक कि सकल घरेलू उत्पाद में भी इसका हिस्सा मामूली रूप से घटकर 20.8 प्रतिशत हो गया। यह उद्योग को क्रेडिट की बढ़ी हुई मात्रा के रूप में प्रतिबिंबित हुआ जोकि अन्य क्षेत्रों की तुलना में पहले ही महत्वपूर्ण

सारणी 4.9 अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के एसएलआर से इतर निवेश

मार्च के अंत में	एसएलआर से इतर कुल निवेश में हिस्सा (प्रतिशत)			एसएलआर से इतर कुल निवेश		
	वाणिज्यिक पत्र	शेयर	बांड/ डिबेंचर	राशि (करोड़ रुपए में)	वार्षिक वृद्धि (प्रतिशत)	बैंकों की कुल आस्तियों में हिस्सा (प्रतिशत)
1	2	3	4	5	6	7
1998	7.5	7.1	85.4	32,461	74.8	5.4
1999	8.3	8.1	83.7	48,376	49.0	6.9
2000	8.2	7.8	84.0	61,408	26.9	7.3
2001	10.6	7.5	81.9	75,844	22.9	7.6
2002	10.5	7.3	82.2	80,999	6.8	7.1
2003	4.3	9.7	86.0	92,854	14.6	6.6
2004	4.2	9.7	86.0	88,985	-4.2	5.4
2005	4.2	12.7	83.1	93,664	5.3	4.7
2006	6.1	16.1	77.9	79,464	-15.2	3.4
2007	11.0	22.0	67.0	83,466	5.0	2.9

टिप्पणी : आंकड़े वित्तीय वर्ष के अंतिम सूचित शुरुवार पर आधारित हैं। आंकड़ों में वित्तीय संस्थाओं और पारस्परिक निधियों के लिखतों में बैंकों के निवेश शामिल नहीं हैं।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक ।

क्रेडिट बाजार

सारणी 4.10 : उद्योग के लिए बैंक से इतर निधियों के स्रोत

(करोड़ रुपए)

वर्ष	पूंजी निर्गम *	एडीआर/जीडीआर निर्गम +	बाह्य वाणिज्यिक उधार \$	वाणिज्य पत्रों का निर्गम #	वित्तीय संस्थाओं द्वारा वित्तीय सहायता (निवल)	प्रतिधारित आय **	मूल्यहास प्रावधान **
1	2	3	4	5	6	7	8
1997-98	2,171	-	14,028	854	-	6,873	11,312
1998-99	2,484	-	-2,504	3,270	-	4,517	12,944
1999-00	2,350	2,144	2,993	893	-	4,678	14,710
2000-01	2,505	3,433	-3,182	183	9,084	5,186	15,759
2001-02	1,951	1,528	-11,308	1,378	-3,469	2,584	17,451
2002-03	642	3,426	-3,593	-1,475	-5,672	8,288	18,306
2003-04	2,422	3,098	16,098	3,382	2,723	15,645	20,408
2004-05	10,456	2,960	41,106	5,104	7,885	28,384	22,697
2005-06	13,781	7,262	45,078	-1,517	8,687	48,402@	28,883

\* : बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के निर्गमों को छोड़कर सकल निर्गम। पूंजी निर्गम में बैंक के निवेश के लिए आकड़ों को समायोजित नहीं किया गया है।

+ : वैश्विक डिपॉजिटरी रसीदे (जीडीआर)/ अमरीकी डिपॉजिटरी रसीदे (एडीआर) और विदेशी मुद्रा परिवर्तनीय बांड (एफसीसीबी) सहित, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के निर्गमों को छोड़कर।

\$ : अल्पकालिक ऋण सहित और आरआइबी और आइएमडी के मोचन के लिए समायोजित।

# : वित्तीय संस्थाओं के निर्गमों और बैंकों के वाणिज्य पत्रों (सीपी) में निवेशों को छोड़कर।

@ : अनुमान; करोत्तर लाभ का 71.7 प्रतिशत लिया गया है और 2004-05 में चुनिंदा कंपनियों के लिए वही अनुपात पाया गया है।

\*\* : चुनिंदा गैर-सरकारी, गैर-वित्तीय पब्लिक लि. कंपनियों के आधार पर।

- : उपलब्ध नहीं।

टिप्पणी : आंकड़े अनंतिम हैं।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

रूप से अधिक था। लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए ऋण में गिरावट के बावजूद उद्योग की ऋण सघनता बढ़ी जैसा कि बाद में स्पष्ट किया गया। इस संदर्भ में, दो महत्वपूर्ण गतिविधियों पर ध्यान देने की आवश्यकता है। एक, इस अवधि के दौरान दो बड़ी विकास वित्तीय संस्थाएं बैंकों में परिवर्तित हो गईं, जिनके पास कनवर्ट होने के समय ऋणों और अग्रिमों का एक बड़ा पोर्टफोलिया था। यद्यपि इन ऋणों का एक हिस्सा चुका दिया गया होता, इन ऋणों की पाँच से सात वर्ष की चुकौती अवधि को देखते हुए, यह माना गया है कि कनवर्ट हुई

कंपनियों के पास अब भी उनकी बहियों में उनके ऋणों का एक काफी बड़ा हिस्सा हो सकता है। दूसरे, बैंक अब कार्यशील पूंजी वित्त प्रदान करने के अलावा आधारभूत परियोजनाओं सहित मध्यम और दीर्घकालिक वित्त भी प्रदान करते हैं। बैंकों द्वारा औद्योगिक क्षेत्र को दिए गए कुल ऋण में उद्योगों को दिए गए मध्यम और दीर्घकालिक ऋण का हिस्सा मार्च 1995 के अंत के 17.5 प्रतिशत से तेजी से बढ़कर मार्च 2005 के अंत में 47.6 प्रतिशत हो गया (सारणी 4.11)।

सारणी 4.11 : बैंकों द्वारा उद्योग को दिए गए ऋण का प्रकार

(करोड़ रुपए)

मार्च के अंत में	अल्पकालिक ऋण*		मध्यकालिक ऋण		दीर्घकालिक ऋण		कुल ऋण
	राशि	कुल ऋण में हिस्सा (प्रतिशत)	राशि	कुल ऋण में हिस्सा (प्रतिशत)	राशि	कुल ऋण में हिस्सा (प्रतिशत)	
1	2	3	4	5	6	7	8
1995	77,134	82.5	5,438	5.8	10,874	11.6	93,446
1996	97,809	81.7	6,620	5.5	15,273	12.8	1,19,702
1997	1,09,666	79.6	8,136	5.9	19,987	14.5	1,37,789
1998	1,23,408	78.0	10,578	6.7	24,261	15.3	1,58,247
1999	1,36,488	76.1	10,660	5.9	32,150	17.9	1,79,298
2000	1,52,369	74.3	13,928	6.8	38,777	18.9	2,05,074
2001	1,70,114	74.8	16,067	7.1	41,341	18.2	2,27,522
2002	1,65,828	63.0	22,313	8.5	74,910	28.5	2,63,051
2003	1,79,687	59.5	22,366	7.4	99,853	33.1	3,01,906
2004	1,89,918	57.9	32,187	9.8	1,06,084	32.3	3,28,189
2005	2,29,672	52.4	46,535	10.6	1,62,296	37.0	4,38,503

\* : अल्पकालिक ऋण में नकदी ऋण, ओवरड्राफ्ट, मांग ऋण, पैकिंग ऋण, खरीदे गए और भुनाए गए निर्यात व्यापार बिल, निर्यात व्यापार बिल पर अग्रिम, निर्यात के लिए नकदी प्रोत्साहन और ड्यूटी इंबेक दावों के तहत अग्रिम, खरीदे गए और भुनाए गए देशी बिल (व्यापार और अन्य), आयात बिलों के तहत अग्रिम, विदेशी मुद्रा चेक, खरीदे गए टीसी/डीडी/टीटी/एमटी शामिल हैं।

स्रोत : भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मूल सांख्यिकीय विवरणों के विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।

सारणी 4.12 : बुनियादी क्षेत्र को बैंक ऋण

(करोड़ रुपए)

क्षेत्र	मार्च के अंत में									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
बुनियादी ढांचा	3,163	5,941 (87.8)	7,243 (21.9)	11,349 (56.7)	14,809 (30.5)	26,297 (77.6)	37,224 (41.6)	79,009 (112.3)	1,08,787 (37.7)	
जिसमें से:										
ऊर्जा	697	2,109	3,289	5,246	7,373	15,042	19,655	38,744	57,863	
संचार	2,045	2,273	1,992	3,644	3,972	5,779	8,408	15,794	17,713	
सड़क तथा बंदरगाह	421	1,559	1,962	2,459	3,464	5,476	9,161	14,472	18,975	

**टिप्पणी :** 1. कोष्ठकों के आंकड़े वार्षिक वृद्धि दर हैं ।  
2. चुनिंदा एससीबी से संबंधित आंकड़े जो सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए बैंक ऋण का लगभग 90 प्रतिशत हैं।

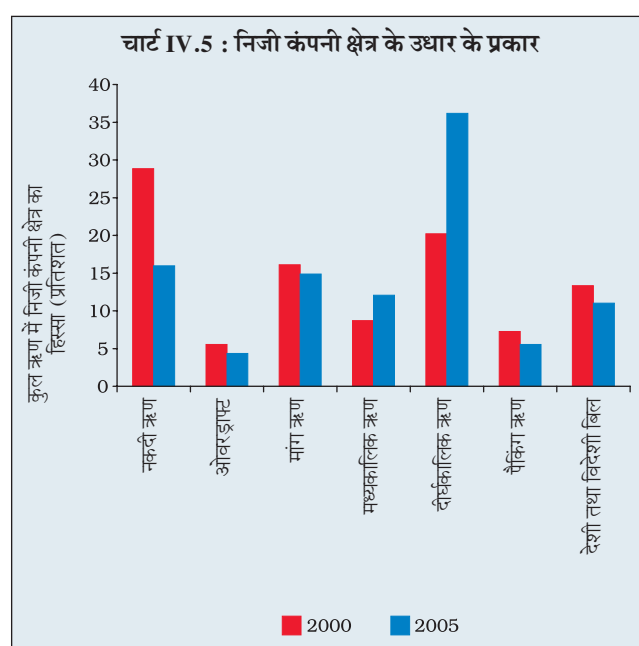
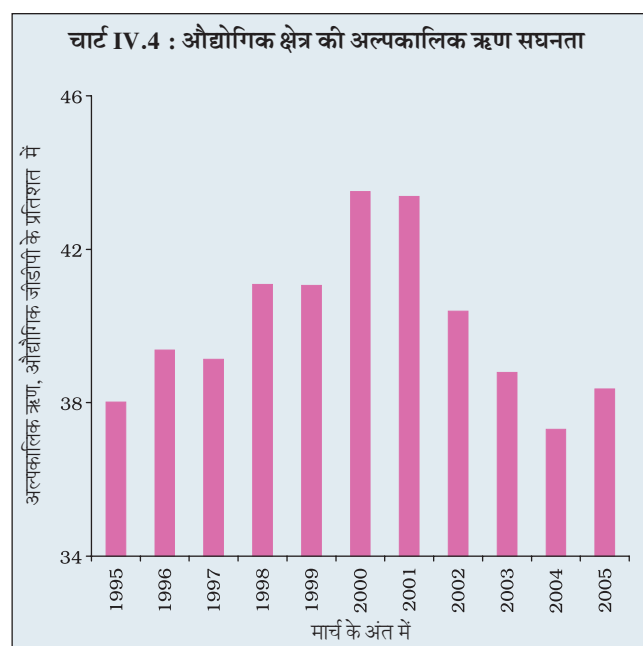
**स्रोत :** भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी हैण्डबुक , 2005-06 , भारतीय रिजर्व बैंक ।

4.60 हाल के वर्षों में उद्योगों को दिए गए मध्यम और दीर्घकालिक ऋण में वृद्धि का एक हिस्सा आधारभूत क्षेत्र को बढ़े हुए ऋण के कारण है (सारणी 4.12)।

4.61 औद्योगिक क्षेत्र की अल्पकालिक ऋण सघनता, जो 1997-98 और 2000-01 के बीच तेजी से बढ़ी, इसके पश्चात काफी घटी (चार्ट IV.4)। इसने मुख्य रूप से दो कारकों के प्रभाव को परिलक्षित किया अर्थात् घरेलू और अन्तरराष्ट्रीय पूँजी बाजार तक अत्यधिक पहुँच और कंपनी क्षेत्र के धारित अर्जनों में वृद्धि जिसका परिणाम बढ़ी हुई लाभदायकता होता है।

4.62 मध्यम और दीर्घकालिक ऋण में तेज वृद्धि के परिणामस्वरूप, समग्र ऋण में अल्पकालिक ऋण का हिस्सा घटा। अल्पकालिक ऋण के

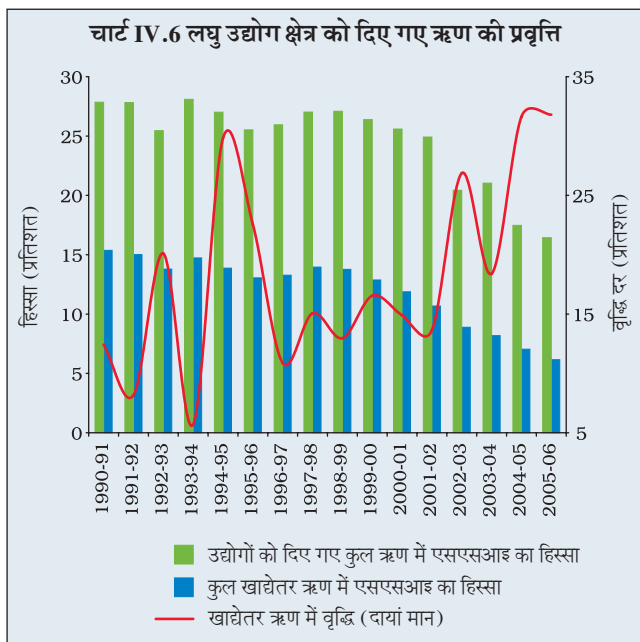
अन्तर्गत नकद ऋण का हिस्सा तेजी से घटा है (चार्ट IV.5)। अनेक कारकों ने इस रुझान में योगदान किया प्रतीत होता है। एक, हाल के वर्षों में कंपनियों ने वाणिज्यिक पत्रों और बाह्य वाणिज्यिक उधारों के निर्गमों के माध्यम से काफी संसाधन जुटाए। दूसरे, हाल के वर्षों में बेहतर लाभदायकता के कारण नकदी के मामले में कंपनियाँ भी काफी संपन्न हो गयी हैं। पारंपरिक रूप से बैंकों ने उद्योगों को व्यापक रूप से नकद ऋण सीमा और ओवरड्राफ्ट के रूप में ऋण प्रदान किए हैं। तथापि, यह प्रणाली नकदी प्रबंधन की जिम्मेदारी कंपनियों के बजाय बैंकों पर डालती है। इसलिए हाल के वर्षों में मांग ऋण की ओर अंतरण एक स्वस्थ विकास है। 10 करोड़ और अधिक की कार्यशील पूँजी के लिए 'ऋण प्रणाली' अप्रैल 1995 में शुरू की गई। ऋण के घटक का प्रतिशत धीरे-धीरे 80 प्रतिशत तक बढ़ा। अक्टूबर 2001 में 'ऋण प्रणाली' को उदार बनाया गया जिसके द्वारा बैंकों



को कार्यशील पूँजी के लिए नकदी ऋण और ऋण घटक के बारे में निर्णय लेने की स्वतंत्रता दी गई।

#### लघु उद्योग क्षेत्र को ऋण

4.63 लघु उद्योग क्षेत्र भारतीय अर्थव्यवस्था का एक महत्वपूर्ण हिस्सा है। तथापि, हाल के वर्षों में लघु उद्योग क्षेत्र के प्रति ऋण प्रवाह में कमी आई जैसाकि विभिन्न संकेतकों से स्पष्ट है। प्रथम, लघु उद्योग क्षेत्र के अग्रिमों की औसत वार्षिक वृद्धि 1990 के दशक के दौरान 13.6 प्रतिशत से घटकर 2001-2006 के दौरान 9.5 प्रतिशत हो गई। दूसरे, कुल प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के अग्रिमों में लघु उद्योग क्षेत्र का हिस्सा मार्च 1998 के अंत के 44 प्रतिशत से लगातार घटकर मार्च 2006 के अंत में 18 प्रतिशत हो गया। तीसरे, गैर बैंकिंग कंपनियों में लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए ऋण का हिस्सा मार्च 1990 के अंत के 15.7 प्रतिशत से घटकर मार्च 2004 के अंत में 8.6 प्रतिशत हो गया। सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों द्वारा लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए अग्रिम मार्च 2005 के अंत के 9.5 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2006 के अंत में निवल बैंक ऋण के 8.1 प्रतिशत थे। निजी क्षेत्र के बैंकों के मामले में, लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए अग्रिम मार्च 2005 के अंत के 5.4 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2006 के अंत में गैर बैंकिंग कंपनियों के 4.2 प्रतिशत थे। चौथे, यद्यपि 2004-05 और 2005-06 में लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए ऋण में वृद्धि हुई, सकल खाद्येतर बैंक ऋण में और औद्योगिक क्षेत्र को दिए गए कुल ऋण में लघु उद्योग क्षेत्र ऋण का हिस्सा घटना जारी रहा (चार्ट IV.6)। पांचवे, वाणिज्यिक बैंकों में लघु उद्योग क्षेत्र के ऋण खातों की संख्या 1992 के 219 मिलियन से घटकर 2005 में 93 मिलियन हो गई।



4.64 लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए ऋणों में कमी का मुख्य कारण इसका कमजोर निष्पादन और परिणामस्वरूप बैंकों द्वारा जोखिम से बचना था (सारणी 4.13)। उत्पादन का मूल्य 1980 के दशक के 11.1 प्रतिशत की तुलना में 7.7 प्रतिशत की औसत वार्षिक दर से बढ़ने के कारण लघु उद्योग क्षेत्र की गतिविधि 1997-98 और 2002-03 के बीच काफी कम हुई।

4.65 लघु उद्योग क्षेत्र का कमजोर निष्पादन इस क्षेत्र में काफी अधिक अनर्जक आस्तियों के रूप में परिलक्षित हुआ (सारणी 4.14)। इसलिए, बैंक थोड़ा-सा जोखिम से बचने लगे और उन्होंने लघु उद्योग क्षेत्र के प्रति अपने एक्सपोजर को घटा दिया।

4.66 हाल के वर्षों में (अर्थात् 2003-04 से 2005-06 तक) लघु उद्योग क्षेत्र का कार्य-निष्पादन सुधरा है। तदनुसार, लघु उद्योग क्षेत्र की अनर्जक आस्तियां भी काफी घटी हैं। ऐसा 2004-05 और 2005-06 में लघु उद्योग क्षेत्र को दिए गए ऋण के बेहतर प्रवाह में परिलक्षित हुआ (देखें सारणी 4.6)। परिणामस्वरूप, लघु उद्योग क्षेत्र की ऋण सघनता, 1997-98 और 2004-05 के बीच लगभग निरंतर घटने के पश्चात, 2005-06 में कुछ बढ़ी (चार्ट IV.7)।

4.67 एक सीमा तक, लघु उद्योग को दिए गए ऋण सही तस्वीर प्रस्तुत नहीं करते हैं क्योंकि ऐसा लगता है कि भिन्न-भिन्न बैंकों ने लघु उद्योग

#### सारणी 4.13 : लघु उद्योग क्षेत्र का कार्यनिष्पादन - प्रमुख मानदंड

मद	1990-91	2000-01	2005-06
1	2	3	4
1. यूनियों की संख्या ('000)	6,790	10,110	12,340
2. 1993-94 की कीमतों में उत्पादन का मूल्य (करोड़ रुपए में)	84,728	1,84,401	2,75,581
3. रोजगार (हजार में)	15,830	23,870	29,490
4. निर्यात (करोड़ रुपए)	9,664	69,797	97,644 *
5. कुल निर्यात में एसएसआइ निर्यात का हिस्सा (प्रतिशत)	29.7	34.3	33.3 *
<b>ज्ञापन:</b>	औसत वार्षिक वृद्धि दर (प्रतिशत)		
	1980-81 से 1989-90	1990-91 से 1999-00	2000-01 से 2005-06
1. 1993-94 की कीमतों में उत्पादन का मूल्य	11.1	1.8	8.4
2. रोजगार	6.0	7.0	4.3
3. निर्यात	20.9	22.3	16.3
* : 2003-04 से संबंधित है।			
<b>स्रोत :</b> भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी हैण्डबुक , 2005-06 , भारतीय रिजर्व बैंक।			



**सारणी 4.14 : एसएसआइ क्षेत्र में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की सकल अनर्जक आस्तियां**

मार्च के अंत में	एसएसआइ क्षेत्र*	सभी क्षेत्र**
1	2	3
2001	20.3	11.4
2002	20.7	10.4
2003	19.0	8.8
2004	14.9	7.2
2005	11.6	5.2
2006	8.4	3.3

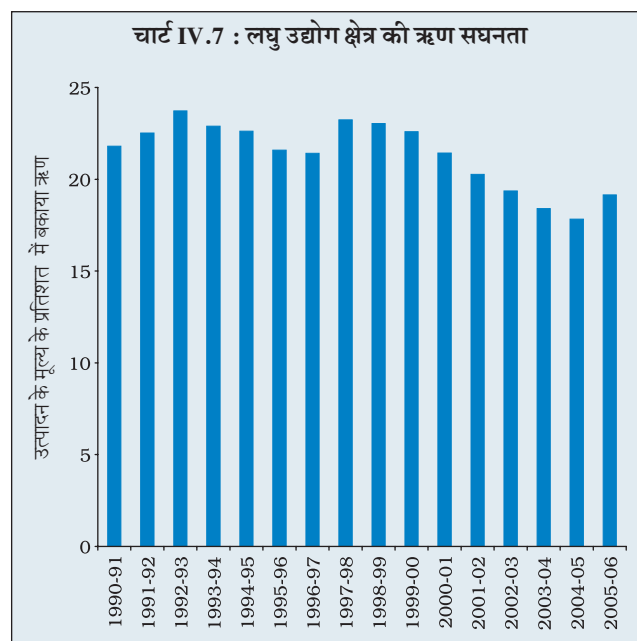
\* : एसएसआइ क्षेत्र को दिए गए सकल अग्रिमों के प्रतिशत के रूप में सकल एनपीए।

\*\* : सभी क्षेत्रों को दिए गए सकल अग्रिमों के प्रतिशत के रूप में सकल एनपीए।

**टिप्पणी :** आंकड़े अनंतिम हैं।

**स्रोत :** परोक्ष विवरणी, भारतीय रिजर्व बैंक

क्षेत्र की अलग-अलग परिभाषाओं को अपनाया है। लघु और मझौले उद्योगों की परिभाषा अब स्पष्ट रूप से माइक्रो, लघु और मझौले उद्यम अधिनियम, 2006 में दी गई है। इसलिए आशा है कि डाटा रिपोर्टिंग में सुधार होगा और लघु तथा मझौले उद्यमों को दिए गए ऋणों का सही मूल्यांकन होगा। लघु और मझौले उद्यमों की महत्ता को देखते हुए, रिजर्व बैंक ने लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र के प्रति ऋण के प्रवाह को बढ़ाने के लिए अनेक उपाय भी किए हैं (बॉक्स IV.7)। हाल के वर्षों में अनर्जक आस्तियों में कमी के साथ-साथ, इन उपायों का आगामी वर्षों में लघु और मझौले उद्यमों के प्रति ऋण के प्रवाह पर काफी अधिक प्रभाव पड़ने की आशा है।



**सेवाएं**

4.68 जबकि 1990 के दशक की तुलना में वाणिज्यिक बैंकों द्वारा सेवा क्षेत्र के सभी उप क्षेत्रों को दिए गए ऋण में वर्तमान दशक (2005-06 तक) में वृद्धि हुई, यह वृद्धि वैयक्तिक ऋणों और पेशेवर सेवाओं के मामले में काफी अधिक थी। कुल बैंक ऋण में सेवा क्षेत्र का हिस्सा 1990-91 में 30.9 प्रतिशत से तेजी से बढ़कर 2005-06 में 48.7

**बॉक्स IV.7**

**लघु और मझौले उद्योगों के प्रति ऋण प्रवाह - हाल के उपाय**

लघु उद्योग क्षेत्र मुख्य रूप से बैंकों और अन्य वित्तीय संस्थानों पर निर्भर है। लघु उद्योग क्षेत्र की इकाइयों के लिए ऋण के प्रवाह को बढ़ाने की दृष्टि से हाल के वर्षों में अनेक उपाय किए गए हैं। इसमें शामिल हैं: लघु और लघुतर उद्यमों की परिभाषा को और अच्छा करना; इन उद्योगों के लिए अप्रत्यक्ष वित्त के दायरे को बढ़ाना; प्रतिभूतिकृत आस्तियाँ, लाइन ऑप क्रेडिट, बिल डिस्काउंटिंग, प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के अग्रिमों के लिए पात्र पट्टादायी और किराया क्रय; लघु उद्योगों को प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र के उधार देने के लिए लक्ष्यों में संशोधन। इसके अलावा, केंद्रीय सरकार और रिजर्व बैंक द्वारा नियुक्त कई कार्य दलों और उच्च शक्ति संपन्न समितियों द्वारा की गई सिफारिशों के अनुसरण में, लघु उद्योग क्षेत्र में सभी वर्ग के उधारकर्ताओं द्वारा लिए गए अग्रिमों हेतु अनुपालन करने के लिए दिशा निर्देशों का एक व्यापक सेट बनाया गया है।

लघु उद्योग क्षेत्र के लिए ऋण प्रवाह पर बने कार्यसमूह (अध्यक्ष : डॉ.ए.एस.गांगुली) की सिफारिशों के आधार पर रिजर्व बैंक ने (2004) अन्य बातों के साथ-साथ, बैंकों को सलाह दी कि वे (i) नए समूहों की पहचान करें और लघु तथा मझौले उद्यमों क्षेत्र के वित्तीयन के लिए समूह-आधारित दृष्टिकोण अपनाएं; (ii) गैर सरकारी संगठनों के सफलतापूर्वक कार्य कर रहे मॉडलों का व्यापक रूप से प्रचार

करें; (iii) उत्तर-पूर्व क्षेत्र में अधिक मालसूची को बनाए रखने के लिए लघु उद्योगों को और अधिक कार्यशील पूँजी की सीमा स्वीकृत करें; (iv) ग्रामीण उद्योग को बढ़ावा देने के लिए नई लिखतों की खोज करें।

रिजर्व बैंक ने 19 अगस्त 2005 को सभी सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों को सलाह दी कि वे लघु और मझौले उद्यमों के लिए अपने ऋण के प्रवाह को माननीय वित्त मंत्री द्वारा घोषित पैकेज के अनुरूप बनाएं। अन्य बातों के साथ-साथ ये उपाय हैं: (i) लघु उद्योग सीमा से अधिक और 10 करोड़ रुपए तक के प्लांट और मशीनरी में निवेश की इकाइयों को मझौले उद्यम माना जाएगा (केवल लघु उद्योगों के वित्तीयन को प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र में शामिल किया जाएगा); (ii) बैंक लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र के वित्तीयन के लिए स्व-लक्ष्य बनाएं जिससे आसन्न पूर्ववर्ती वर्ष में अधिक संवितरण परिलक्षित हो सके, जबकि अत्यंत लघु इकाइयों और लघुतर इकाइयों के वित्तीयन के लिए उपलक्ष्य क्रमशः 40 प्रतिशत और 20 प्रतिशत की सीमा तक जारी रखे जाएं; (iii) बैंक पारदर्शी रेटिंग प्रणाली अपना करके लघु और मझौले उद्यमों के लिए ऋणों की लागत विवेक सम्मत बनाने के लिए आवश्यक कदम उठाएं जिसमें ऋण की लागत को किसी उद्यम की ऋण की रेटिंग से जोड़ा जाए।

प्रतिशत हो गया, यह आवश्यक रूप से कुल जीडीपी में बढ़ते हिस्से को परिलक्षित करता है; सेवा क्षेत्र ने 1990-91 में 46.7 प्रतिशत के विपरीत 2005-06 में जीडीपी के 60.7 प्रतिशत का योगदान किया। सेवा क्षेत्र की ऋण सघनता 1990 में 14.9 प्रतिशत से बढ़कर 2001 में 15.2 प्रतिशत और 2006 में 36.5 प्रतिशत हो गई (देखें चार्ट IV.4)। सेवा क्षेत्र में तीव्र ऋण वृद्धि मुख्य रूप से घरेलू क्षेत्र की ऋण मांग के तेजी से बढ़ने के कारण थी, यह प्रवृत्ति 1990 के दशक में शुरू हुई तथा वर्तमान दशक में इसमें और तेजी आई।

#### घरेलू ऋण की शुरुआत

4.69 1990 के दशक के प्रारंभ तक, वैयक्तिक ऋणों को प्रदान करने पर अनेक पाबंदियां थीं। उदाहरण के लिए, आवास ऋण के मामले में, पाबंदियां इस प्रकार थीं (i) किसी वर्ष में सभी बैंकों द्वारा दिए जाने वाले आवास ऋण की कुल राशि पर सीमा; (ii) वैयक्तिकों के लिए अधिकतम ऋण राशि पर सीमा; (iii) ऋण के आकार के अनुसार ब्याज दर निर्धारित करना; (iv) मार्जिन आवश्यकता निर्धारित करना; और (v) चुकौती की अधिकतम अवधि निर्धारित करना। ये सभी शर्तें/पाबंदियां 1990 के दशक के प्रारंभ में धीरे-धीरे हटा ली गईं और बैंकों को परिमाण, ब्याज दर, मार्जिन आवश्यकता, चुकौती अवधि और अन्य संबंधित दशाओं पर निर्णय लेने की स्वतंत्रता दे दी गई।

4.70 औसतन, घरेलू अथवा वैयक्तिक ऋणों में 1990 के दशक के 25.2 प्रतिशत की तुलना में मार्च 2005 को समाप्त पाँच वर्ष की अवधि के दौरान 38.2 प्रतिशत की वृद्धि दिखाई; इस अवधि के दौरान समग्र बैंक ऋण 20.3 प्रतिशत बढ़ा। परिणामस्वरूप, कुल बैंक ऋण में वैयक्तिक ऋणों का हिस्सा मार्च 1990 के अंत के 9.4 प्रतिशत से बढ़कर 2000 में 14.4 प्रतिशत तथा मार्च 2005 के अंत में 22.2 प्रतिशत हो गया (सारणी 4.15)। अद्यतन उपलब्ध आंकड़ों से स्पष्ट है कि वैयक्तिक ऋणों का हिस्सा मार्च 2006 के अंत में खाद्येतर सकल बैंक ऋण का 25.2 प्रतिशत और बढ़ा।

4.71 1995 से वैयक्तिक ऋण खातों की संख्या भी तेजी से बढ़ी (चार्ट IV.8)।

4.72 वैयक्तिक ऋणों के अंतर्गत, आवास ऋणों का हिस्सा कुल ऋणों के आधे से थोड़ा अधिक था, सावधि जमाओं पर दिए गए अग्रिम इससे काफी कम थे, जिनका हिस्सा लगभग 10.0 प्रतिशत था (सारणी 4.16)।

4.73 आवास ऋण 2000-01 से 2004-05 तक की पाँच वर्ष की अवधि के दौरान 47.7 प्रतिशत की औसत वार्षिक दर से बढ़े। औसत आवास ऋण की राशि में मार्च 2000 के अंत और मार्च 2005 के अंत के बीच लगभग चार गुना बढ़ोत्तरी हुई। मार्च 2005 के अंत में प्रति खाता बकाया औसत आवास ऋण 3.45 लाख रुपए था जो वाणिज्यिक

सारणी 4.15 : कुल बैंक ऋण में वैयक्तिक ऋण का हिस्सा तथा वृद्धि

(प्रतिशत)

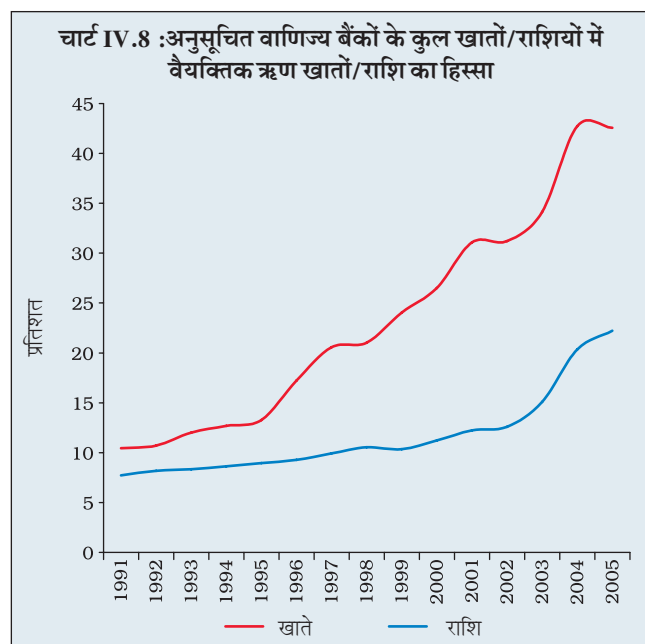
मार्च के अंत में	कुल बैंक ऋण की वार्षिक वृद्धि दर	वैयक्तिक ऋण की वार्षिक वृद्धि दर	कुल बैंक ऋण में वैयक्तिक ऋण का हिस्सा
1	2	3	4
2001	17.0	27.7	12.2
2002	21.8	25.1	12.6
2003	15.2	38.1	15.1
2004	16.4	57.2	20.3
2005	30.9	42.9	22.2
औसत (2001 से 2005)	20.3	38.2	16.5

स्रोत : भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मूल सांख्यिकीय विवरणी के विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।

बैंकों के सभी प्रकार के खातों में औसत राशि के दो गुने से अधिक था (सारणी 4.17)।

4.74 आवास ऋणों का हिस्सा मार्च 1991 के अंत के वाणिज्यिक बैंकों के कुल ऋणों के 2.7 प्रतिशत से लगातार बढ़कर मार्च 2005 के अंत में 11.0 प्रतिशत हो गया (चार्ट IV.9)।

4.75 मार्च 2000 के अंत में संबंधित बैंक समूह द्वारा दिए गए कुल ऋण में वैयक्तिक ऋणों का हिस्सा विदेशी बैंकों के मामले में



**सारणी 4.16 : वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए घरेलू ऋण की संरचना**

(प्रतिशत)

संवर्ग	सकल वैयक्तिक ऋणों में हिस्सा		2005-06 के दौरान वार्षिक वृद्धि
	मार्च 2005 के अंत में	मार्च 2006 के अंत में	
1	2	3	4
i) आवास ऋण	52.5	52.7	44.8
ii) मीयादी जमाराशियों पर अग्रिम	12.2	9.9	16.9
iii) बकाया क्रेडिट कार्ड	2.4	2.6	59.3
iv) शिक्षा	2.1	2.8	96.5
v) टिकाऊ उपभोक्ता वस्तुओं की खरीद के लिए ऋण	3.7	2.5	-3.3
vi) अन्य	27.2	29.5	57.0
<b>कुल (I से VI)</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>44.4</b>

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक की 2005-06 की वार्षिक रिपोर्ट।

सर्वाधिक और निजी बैंकों के मामले में सबसे कम था। हाल के वर्षों में, निजी क्षेत्र के बैंक खुदरा ऋण खंड में बहुत अधिक सक्रिय हो गए। परिणाम के रूप में, मार्च 2005 के अंत तक, निजी क्षेत्र के बैंकों और विदेशी बैंकों द्वारा दिए गए कुल ऋण में वैयक्तिक ऋणों का हिस्सा लगभग इसी स्तर पर पहुँच गया (चार्ट IV.10)।

**सारणी 4.17 : वाणिज्य बैंकों द्वारा दिए गए आवास ऋण की प्रवृत्ति**

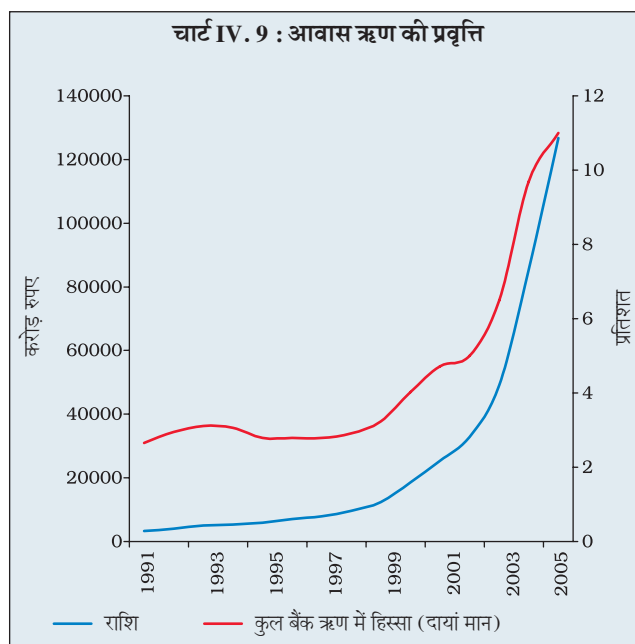
(प्रतिशत)

वर्ष	आवास ऋण की वार्षिक वृद्धि दर	कुल वैयक्तिक ऋण में आवास ऋण का हिस्सा	प्रति आवास ऋण खाते पर औसत राशि (रुपए)*	सभी ऋण खातों की औसत राशि (रुपए)*
1	2	3	4	5
2000-2001	37.2	38.5	1,02,354	1,02,825
2001-2002	29.2	39.8	1,80,728	1,16,336
2002-2003	49.5	43.1	2,00,594	1,27,073
2003-2004	73.9	47.7	2,81,205	1,32,597
2004-2005	48.6	49.5	3,45,830	1,49,378
औसत (2000-01 से 2005-06)	47.7	43.7	2,22,142	1,25,642

\*: मार्च के अंत में

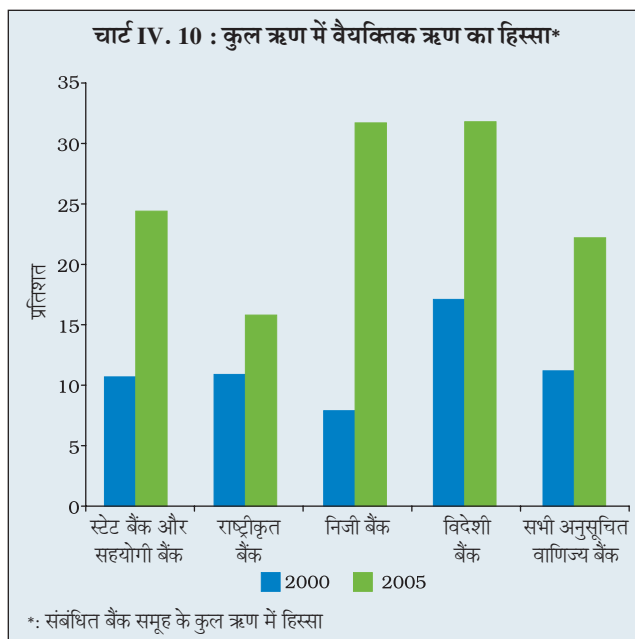
स्रोत : भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मूल सांख्यिकीय विवरणी, विभिन्न अंक, भारतीय रिज़र्व बैंक।

**चार्ट IV. 9 : आवास ऋण की प्रवृत्ति**



4.76 घरेलू क्षेत्र को दिए गए बैंक ऋण की तीव्र वृद्धि में अनेक कारकों का योगदान रहा है। पहले, जैसा कि पहले ही कहा गया है, पुनर्निर्माण और समेकन पर पूरा ध्यान देने के कारण, विशेष रूप से 1996-97 और 2001-02 के बीच औद्योगिक क्षेत्र की ऋण की मांग घटी। इसने बैंकों को खुदरा ऋणों पर ध्यान देने के प्रति प्रेरित किया। विशेष रूप से, अनर्जक ऋणों की अधिकता ने बैंकों को खुदरा पोर्टफोलियो पर व्यापक रूप से ध्यान देने के लिए प्रेरित किया। बैंकों के दृष्टिकोण से, खुदरा और बंधक ऋण, छोटे होने के कारण, एकल उधारकर्ता के प्रति अधिक एक्सपोजर नहीं रखते हैं। परिणाम के रूप

**चार्ट IV. 10 : कुल ऋण में वैयक्तिक ऋण का हिस्सा\***



में, खुदरा ऋणों से जुड़ा औसत जोखिम कम होता है क्योंकि वे विभिन्न ग्राहकों के प्रति वितरित होते हैं, बशर्ते कि बैंक इस क्षेत्र को उधार बढ़ाने के अति उत्साह में ऋण मूल्यांकन मानकों को शिथिल न कर दें। बंधक ऋणों के मामले में भी, पर्याप्त संपार्श्विकीकृत व्यवस्था है, खास तौर से आवास और वाहन ऋणों के लिए। आवास के वास्तविक बिक्री मूल्य को तय करना आसान होता है, जबकि कंपनी ऋणों के मामले में वाणिज्यिक संपत्ति में ऐसा नहीं होता है। दूसरे, उच्च आर्थिक वृद्धि से नौकरी के अवसर बढ़े हैं और आय का स्तर ऊपर उठा है। कई वर्षों से कर की दरें भी घटी हैं। परिणाम के रूप में, हाल के वर्षों में, खर्च योग्य आय तेजी से बढ़ी है। इससे उधारकर्ताओं की ऋण चुकाने की क्षमता बढ़ी है। तीसरे, मुद्रास्फीति में कमी और स्थिर मुद्रास्फीतिक प्रत्याशाओं के कारण, मुद्रास्फीति जोखिम प्रीमियम घटा जिसके परिणामस्वरूप सांकेतिक और वास्तविक ब्याज दरों दोनों में कमी हुई। इसने विभिन्न प्रयोजनों जैसे आवास, मोटर वाहन और उपभोक्ता टिकाऊ वस्तुओं के लिए ऋण लेने हेतु घर-गृहस्थों को प्रेरित किया। चौथे, वास्तविक जमीन जायदाद के मूल्यों और शेयर बाजार की वृद्धि ने भी संपदा प्रभाव के कारण बैंक ऋण के लिए घर-गृहस्थों की मांग को और भी बढ़ाया, यद्यपि वर्तमान में, इक्विटी बाजार में भारतीय घर गृहस्थों का एक्सपोजर सीमित है।

4.77 विशेष रूप से, आवास क्षेत्र में तीव्र वृद्धि को, अन्य बातों के साथ-साथ, दूसरे दर्जे के अनेक शहरों के भावी कारोबार केंद्र, सूचना प्रौद्योगिकी (सू.प्रौ.) और सूचना प्रौद्योगिकी संबद्ध गतिविधियों में वृद्धि के रूप में उभरने से सहायता मिली, जिसका घर-गृहस्थी वालों की आवास की मांग पर सकारात्मक प्रभाव पड़ा। इसके अलावा, वेतन भोगियों को दिए गए कर प्रोत्साहनों ने प्रभावी ब्याज दर को घटाकर आवास ऋणों को और आकर्षक बना दिया। बैंकों के पास उपलब्ध पर्याप्त चलनिधि ने भी, जिसने ऋण स्थितियों को आसान बनाया, उन्हें ग्राहक ढूँढने के लिए उन्हें प्रेरित किया और वे एक दूसरे महत्वपूर्ण कारक के रूप में उभरे जिसने हाल के वर्षों में भारत में आवास बाजार की वृद्धि को आगे बढ़ाया।

4.78 घरेलू क्षेत्र में तीव्र ऋण विस्तार केवल भारत तक सीमित नहीं है क्योंकि कई देशों में, विशेष रूप से उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में 1980 के दशक से घरेलू उधारों में समग्र अर्थ में और घरेलू आय के सापेक्षिक दोनों में तीव्र वृद्धि हुई है (बॉक्स IV.8)।

4.79 तीव्र ऋण विस्तार की दृष्टि से, रिजर्व बैंक ने अप्रैल 2006 में कहा कि सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों और निजी कंपनी क्षेत्र के बांड/डिबेंचर/शेयरों में एवं वाणिज्यिक पत्रों में निवेश सहित, खाद्येतर बैंक ऋण में वृद्धि को 30 प्रतिशत से ऊपर की वृद्धि से घटाकर 2006-07 के दौरान लगभग 20 प्रतिशत करने का पूरा प्रयास किया जाएगा। इसके अतिरिक्त रिजर्व बैंक ने अनेक विवेकपूर्ण नीतिगत उपाय किए हैं (बॉक्स IV.9)।

4.80 आवास ऋण के लिए उद्योग और घरेलू क्षेत्र को मध्यम और दीर्घकालिक ऋणों के बढ़े हुए हिस्से के परिणाम के रूप में, हाल के वर्षों में कुल ऋण में मध्यम और दीर्घकालिक ऋणों का हिस्सा तीव्रता से बढ़ा (चार्ट IV.11)।

### ऋण वृद्धि का वित्तीयन

4.81 भारत में बैंक अपनी ऋण जमाओं के विस्तार के वित्तीयन के लिए पारंपरिक रूप से जमाओं पर निर्भर रहते हैं। हाल की अवधि में ऋण में तीव्र वृद्धि के कारण, वृद्धिशील ऋण-जमा अनुपात 2005-06 में 100 प्रतिशत से नीचे मामूली रूप से गिरने से पहले 2004-05 में 100 प्रतिशत बढ़ा (चार्ट IV.12)।

4.82 2004-05 से व्यापक ऋण विस्तार को बनाए रखने के लिए, बैंकों ने (i) पूंजी और आरक्षित निधियों; (ii) विदेशों से लिए गए विदेशी मुद्रा उधारों; और वित्तीय संस्थाओं से मांग/मीयादी निधीयन की शक्ति में व्यापक जमा से इतर संसाधनों का सहारा लिया। 2005-06 के दौरान, बैंकों ने बड़े-बड़े आधिक्य निवेशों को 1,09,834 करोड़ रुपए तक एसएलआर प्रतिभूतियों में बेच दिया। जमा से इतर स्रोतों और प्रतिभूतियों की बिक्री दोनों ने 2004-05 में वृद्धिशील ऋण के 34.7 प्रतिशत और 2005-06 में 45.7 प्रतिशत का वित्तपोषण किया (सारणी 4.18)।

4.83 हाल के वर्षों में ऋण विस्तार के निधीयन के लिए प्रतिभूतियों की बिक्री के परिणामस्वरूप अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों की कुल आस्तियों में ऋण का हिस्सा तेजी से बढ़ा, जबकि निवेश का गिरा (चार्ट IV.13)।

4.84 पिछले 10 वर्षों में बैंक परिचालनों की एक प्रमुख विशेषता बदलती ऋण मांग के अनुरूप निवेश पोर्टफोलियो का लोचपूर्ण समायोजन रही है। चूंकि 1990 के दशक के दूसरे पाँच वर्षों में ऋण की मांग कम हुई, एसएलआर में काफी कमी के बावजूद भी, बैंक एसएलआर प्रतिभूतियों में निवेश करते रहे। चूंकि ऋण की मांग बढ़ी, बैंकों ने एसएलआर निवेशों (2004-05 और 2005-06) को बेच दिया। एक तरफ धारिताओं को बेचने और दूसरी तरफ निवल मांग और समय देयताओं के बढ़ने से एसएलआर प्रतिभूतियों की धारिताएं 25 प्रतिशत की सांविधिक सीमा के काफी करीब आ गईं (चार्ट IV.14)।

### तीव्र ऋण विस्तार के पीछे कारक

4.85 पूर्व में वर्णित विशिष्ट कारकों को छोड़कर, अनेक अन्य कारकों जैसे बढ़ी हुई वित्तीय गहनता, बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा, बैंकों की आस्ति गुणवत्ता में सुधार और तीव्र उत्पाद नवोन्मेषों ने भी हाल के वर्षों में तीव्र ऋण विस्तार में योगदान किया है।

**बॉक्स IV.8**

**घरेलू ऋण बाजार - अंतरराष्ट्रीय अनुभव**

हाल के वर्षों में सारे संसार में ऋण बाजार में उल्लेखनीय गतिविधि घरेलू क्षेत्र द्वारा उपभोग किए गए ऋण में तीव्र वृद्धि रही है जिसने प्रायः कंपनी ऋण को पीछे छोड़ दिया है, जबकि बैंक बढ़े हुए बंधकों और क्रेडिट कार्ड उधार के माध्यम से अपने खुदरा कारोबार को बढ़ा रहे हैं, घरेलू क्षेत्र बैंक ऋण के माध्यम से अपने उपभोग और रिहाइशी निवेश के वित्तीयन के लिए उत्सुक हैं (मोहंती आदि 2006)। जबकि घरेलू ऋण बाजार परिपक्व बाजार अर्थव्यवस्थाओं में पहले ही विकसित हो गया है, अभी ऐसा हुआ है कि घरेलू ऋण बाजार ने उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में विकसित होना शुरू कर दिया है।

कम मुद्रास्फीति और ब्याज दर, अधिक आय, उच्च आस्ति मूल्य (विशेष रूप से आवास), वित्तीय उदारीकरण, ऋण के लिए घटी हुई कंपनी मांग और खुदरा उधार-प्रधान विदेशी बैंकों की बढ़ी हुई उपस्थिति मुख्य कारण थे जिन्होंने विभिन्न देशों में घरेलू ऋण बाजार की वृद्धि में योगदान किया (अमुको, 2006)। बैंक ऋण की मांग तथा घरेलू ऋण भी अत्यधिक चक्रीय अनुकूल है। सुदृढ़ आर्थिक वृद्धि की पृष्ठभूमि में, भावी आय की प्रत्याशा के साथ, घरेलू क्षेत्र की वर्तमान आय को बढ़ावा देने से घरेलू ऋण की मांग को प्रोत्साहन मिला है। मध्यम काल में मुद्रास्फीति और इसकी स्थिरता में गिरावट से, प्रत्याशाओं और मुद्रास्फीतिक जोखिम प्रीमियम घटा है, इस प्रकार नाम मात्र और वास्तविक ब्याज दरें कम हुई हैं। इससे बंधक बाजार के प्रति संभावित गृह स्वामी आकर्षित हुए हैं। जमीन-जायदाद की कीमतों में तेज वृद्धि, जिससे भावी प्रतिलाभ के बारे में प्रत्याशाएं बढ़ती हैं, घरेलू ऋण की मांग को प्रोत्साहित करने में भी एक प्रमुख कारक रही है। विकसित देशों में, हाल के वर्षों में रिहाइशी संपत्ति के मूल्य में वृद्धि वैश्विक शेरयर्स के मूल्य में वृद्धि की तुलना में भी अधिक थी। आवास और उपभोक्ता क्षेत्र से बैंक के उधारों पर पाबंदियां हटाने ने भी अधिक ऋण प्रवाह को सुगम बनाया क्योंकि अंतर्निहित मांग परिमाण स्वरूप दिखी। पूर्ति पक्ष में, बैंक की क्षमता में परिवर्तन और उधार देने की इच्छा ने घरेलू ऋण में विस्तार को आसान बनाया। लेनदारों के अधिकारों में सुधार और उधार लेने वालों के बीच सूचनाओं के आदान-प्रदान में सुधार ने पूर्ति प्रधान ऋण प्रतिबंधों को आसान बनाया (मोहंती आदि 2006)।

विश्व के विभिन्न क्षेत्रों के घरेलू ऋण बाजार के स्वरूप से तुलना करने पर कुछ रुचिकर प्रवृत्तियों का पता चला है। हाल के वर्षों में तीव्र ऋण वृद्धि के बावजूद, उभरती बाजार अर्थ व्यवस्थाओं में उपभोक्ता ऋण, आवास ऋण और क्रेडिट कार्ड के प्रयोग के लिए प्रवेशन दर सामान्यतया परिपक्व बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में काफी कम है। उभरती अर्थव्यवस्थाओं के बीच, जीडीपी के प्रतिशत के रूप में घरेलू ऋण एशिया में सर्वाधिक था, इसके पश्चात उभरता यूरोप और लैटिन अमरीका था (सारणी - क)।

**सारणी क : घरेलू ऋण में विभिन्न देशों की प्रवृत्तियां - 2005**

(प्रतिशत)						
मद	उभरता यूरोप	उभरता एशिया	लैटिन अमरीका	परिपक्व बाजार	सभी देश	भारत*
1	2	3	4	5	6	7
i) जीडीपी के प्रतिशत के रूप में घरेलू ऋण	12.1	27.5	9.2	58.0	29.2	<b>9.9</b>
ii) कुल निजी क्षेत्र ऋण में घरेलू ऋण का हिस्सा	38.9	31.4	35.7	41.5	37.5	<b>24.5</b>
iii) कुल घरेलू ऋण में आवास ऋण का हिस्सा	27.9	54.2	37.5	77.5	52.9	<b>52.7</b>

\*: आंकड़े 2005-06 से संबंधित हैं।

स्रोत : अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष (2006) और भारतीय रिजर्व बैंक।

उभरते यूरोप में, घरेलू ऋण का काफी हिस्सा विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित है। तथापि, एशिया में यह लगभग पूरी तरह स्थानीय मुद्रा में मूल्यवर्गित है। बैंक, विशेष रूप से विदेशी बैंक, उभरते बाजारों में आवास ऋण सहित, घरेलू ऋण के सबसे बड़े प्रदाता हैं, इसके पश्चात, सरकार प्रवर्तित उधारदात्री संस्थाएं, गैर बैंक वित्तीय कंपनियां और कुछ कम सीमा में, औपचारिक क्षेत्र था। ऐसा विचार है कि घरेलू उधार कई उभरती अर्थव्यवस्थाओं में तेज दर से बढ़ना जारी रह सकते हैं क्योंकि उनकी अधिक ऋण अवशोषण क्षमता है (मोहंती आदि, 2006)। घरेलू क्षेत्र की ऋणप्रस्तुता का स्तर, परिपक्व बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में, उभरते बाजार देशों में काफी कम है, जैसा कि वैयक्तिक खर्च योग्य आय की तुलना में घरेलू ऋण के अनुपात से स्पष्ट है (सारणी - ख)।

अंतरराष्ट्रीय अनुभव से पता चलता है कि जबकि घरेलू ऋण बाजार का इस प्रकार का विकास उधारकर्ताओं, उधार लेने वालों, वित्तीय प्रणाली और अर्थव्यवस्था के लिए कुल मिलाकर लाभदायक है, घरेलू ऋण विस्तार की गति अंतर्निहित समष्टि आर्थिक, विवेकपूर्ण और संस्थागत ढाँचे के अनुरूप होनी चाहिए जिससे ऋण तेजी के उतार के संभावित प्रतिकूल प्रभाव से बचा जा सके। अन्य बातों के साथ-साथ, ऋण बाजार के इस खंड के स्वस्थ विकास के लिए आवश्यक नीतिगत समर्थन में शामिल हैं: (i) विवेकपूर्ण विनियमन जैसे - उपयुक्त जोखिम भार - पूंजी पर्याप्तता, वर्गीकरण और ऋणों का प्रावधानन; (ii) प्रभावपूर्ण प्रतिभूतिकरण के लिए वैधानिक परिवेश, संपार्श्विकीकृत जमानत का प्रभावी प्रवर्तन, प्रावधान और ऋण सूचना का आदान-प्रदान, रेटिंग एजेंसियों का संवर्धन और क्रेडिट ब्यूरो, उधार देने में पारदर्शिता, उपभोक्ता संरक्षण और उपभोक्ता शिक्षा; (iii) ऋण-निर्माण, घरेलू ऋण और निवल मालियत तथा आस्ति मूल्यों की निगरानी और मूल्यांकन के लिए आंकड़ों की उपलब्धता में सुधार; (iv) देश और उधारदायी संस्थानों द्वारा पर्याप्त आरक्षित निधियों को बनाए रखना, यदि घरेलू क्षेत्र के समक्ष व्यापक ऋण और विनिमय दर एक्सपोजर हो; तथा (v) व्यापक ऋण और विनिमय दर उतार-चढ़ाव की दशा में पर्याप्त आकस्मिक योजनाओं का निर्माण।

**सारणी ख : वैयक्तिक खर्च योग्य आय के प्रति घरेलू ऋण का अनुपात**

(प्रतिशत)						
मद	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7
<b>उभरते बाजार</b>						
हंगरी	11.2	14.4	20.9	29.5	33.9	39.3
पोलैंड	10.1	10.3	10.9	12.6	14.5	18.2
कोरिया	33.0	43.9	57.3	62.6	64.5	68.9
फिलीपीन्स	1.7	4.6	5.5	5.5	5.6	..
थाइलैंड	26.0	25.6	28.6	34.3	36.4	..
<b>परिपक्व बाजार</b>						
आस्ट्रेलिया	83.3	86.7	95.6	109.0	119.0	124.6
फ्रांस	57.8	57.5	58.2	59.8	64.2	69.2
जर्मनी	70.4	70.1	69.1	70.3	70.5	70.0
जापान	73.6	75.7	77.6	77.3	77.9	77.8
स्पेन	65.2	70.4	76.9	86.4	98.8	112.7
संयुक्त राज्य-अमरीका	104.0	105.1	110.8	118.2	126.0	132.7

स्रोत : अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष (2006)।

**संदर्भ :**

अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष 2006, ग्लोबल फाइनेंशियल स्टेबिलिटी रिपोर्ट, सितंबर। मोहंती एम.एस. गर्ट स्नेबेल और पैब्लो ग्रेसिया - लूना, 2006। “बैंक्स एंड एग्रीगेट क्रेडिट, व्हाट इज न्यू ?” बीआइएस पेपर्स सं.28, बीआइएस, अगस्त।



**बॉक्स IV.9**  
**ऋण में तीव्र वृद्धि - विवेकपूर्ण मानदंड**

विशिष्ट क्षेत्र जैसे वैयक्तिक ऋण, पूंजी बाजार एक्सपोजर के रूप में अर्हता प्राप्त ऋण और अग्रिम, 20 लाख से अधिक के रिहायशी आवास ऋण तथा वाणिज्यिक भूमि-भवन ऋण पर मानक अग्रिमों के लिए सामान्य प्रावधानन आवश्यकता को 1 अप्रैल 2006 में 0.40 प्रतिशत से बढ़ाकर एक प्रतिशत तथा 31 जनवरी 2007 में और बढ़ाकर दो प्रतिशत कर दिया गया। इसके अलावा, वाणिज्यिक भूमि भवन के एक्सपोजर पर जोखिम भार को 125 प्रतिशत से बढ़ाकर 150 प्रतिशत कर दिया गया। उद्यम पूँजी निधियों के प्रति बैंकों के कुल एक्सपोजर को उनके पूँजी बाजार एक्सपोजर के एक भाग के रूप में शामिल किया गया और उन्हें ऐसे एक्सपोजर के लिए 150 प्रतिशत के जोखिम भार को समनुदेशित करने की आवश्यकता है।

रिजर्व बैंक ने नीति दरों में वृद्धि के साथ-साथ विवेकपूर्ण मानदंडों का प्रयोग किया। खुदरा क्षेत्र में ऋण की लगातार वृद्धि को ध्यान में रखते हुए तथा

सामान्य मुद्रास्फीतिक दशाओं को भी ध्यान में रखते हुए, रिपो दर सितंबर 2004 में 6.0 प्रतिशत के निम्नतम स्तर से चरणों में 175 आधार अंक बढ़कर 14 अप्रैल 2007 को 7.75 प्रतिशत हो गई। इसके अलावा, सीआरआर सितंबर 2004 में 4.5 प्रतिशत से चरणों में 200 आधार अंक बढ़कर 6.5 प्रतिशत हो गया। रिजर्व बैंक ने मानक आस्ति वर्ग में बैंकों के एक्सपोजर के लिए प्रावधानन की आवश्यकता को, प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण गैर बैंकिंग वित्तीय संस्थाओं के लिए, पूर्व के 0.4 प्रतिशत से बढ़ाकर दो प्रतिशत कर दिया। इसके अलावा, ऐसी गैर बैंकिंग वित्तीय संस्थाओं के लिए बैंकों के एक्सपोजर हेतु जोखिम भार को 100 प्रतिशत के वर्तमान स्तर से बढ़ाकर 125 प्रतिशत कर दिया गया। बैंकों पर पाबंदी लगाई गई कि वे एनआर (इ) आरए और एफसीएनआर (बी) जमाओं पर, या तो जमाकर्ताओं अथवा तृतीय पक्ष को, 20 लाख रु. से अधिक के नए ऋण प्रदान न करें।

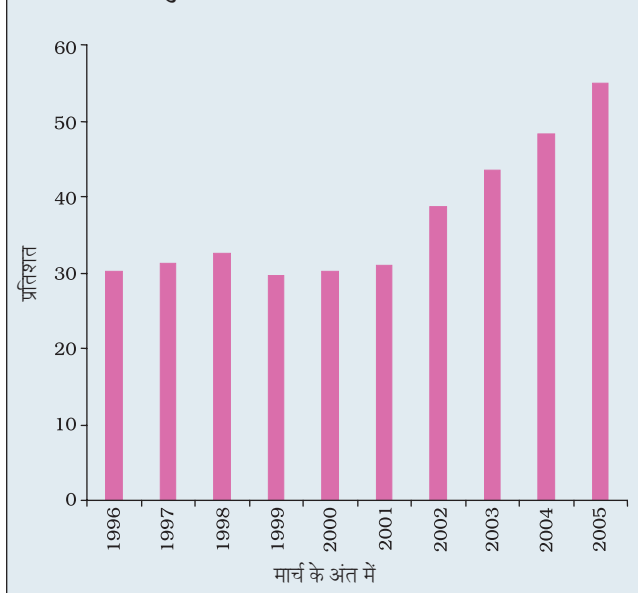
4.86 एक सीमा तक, तीव्र ऋण विस्तार आविनिमयन के परिणाम के रूप में बढ़ी हुई वित्तीय गहनता को परिलक्षित करता है। भारत में ऋण - जीडीपी अनुपात अन्य उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कम रहा है और अब ऋण प्रवेशन में वृद्धि के कारण ऊपर की ओर बढ़ रहा है (चार्ट IV.15)।

4.87 ऋण बाजार में निजी क्षेत्र के नए बैंकों के आने से, बैंकों के बीच प्रतिस्पर्धा बढ़ गई है जो निजी क्षेत्र के नए बैंकों (मार्च 2006 के अंत में कुल बैंक ऋण और आस्तियों में लगभग 15 प्रतिशत) के हिस्से में बढ़ोत्तरी में परिलक्षित होती है। बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा से लाभ कम हुआ है। बैंकों ने लाभ में कमी की भरपाई करने के लिए, आगामी

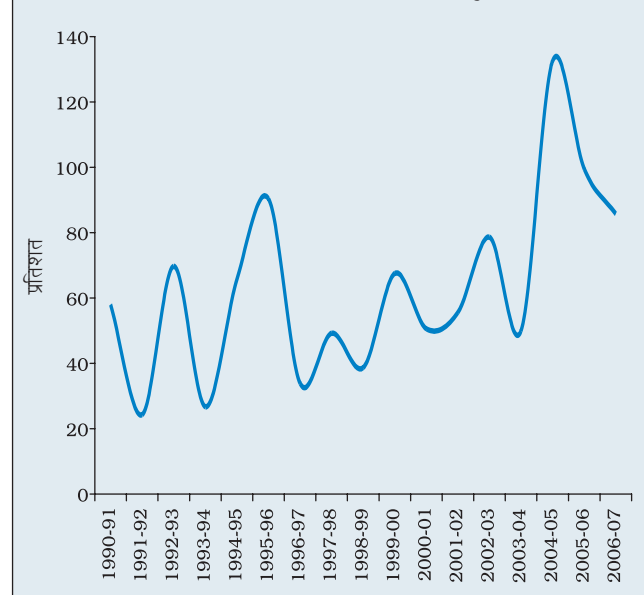
सेवाओं और घरेलू क्षेत्र को अपने उत्पादों का व्यापक रूप से विपणन करने के लिए ऋण की मात्रा बढ़ाई।

4.88 1990 के दशक के दूसरे पाँच वर्षों में ऋण में कमी का एक मुख्य कारण बड़ी-बड़ी अनर्जक आस्तियां थीं जिसने बैंकों की ऋण प्रदान करने की क्षमता को कमजोर कर दिया। तथापि, विभिन्न सुधार उपायों के परिणामस्वरूप, वर्षों में आस्ति गुणवत्ता में काफी सुधार हुआ है, आंशिक रूप से ऋण की मात्रा में विस्तार के कारण और आंशिक रूप से बट्टे डालने तथा पिछले बकायों की वसूली के कारण (चार्ट IV.16)।

चार्ट IV.11 : कुल ऋण में मध्यम तथा दीर्घकालिक ऋण का हिस्सा



चार्ट IV.12 : वृद्धिशील ऋण-जमा अनुपात



सारणी 4.18 : निधियों के जमा से इतर स्रोत

( राशि करोड़ रुपए)

वर्ष	निधियों के जमा से इतर स्रोत					निवेश की बिक्री से प्राप्त निधि				
	विदेश से विदेशी मुद्रा में उधार	पूँजी और आरक्षित निधि में अभिवृद्धि	वित्तीय संस्थाओं से मांग/ मीयादी निधीयन	निधियों के जमा से इतर स्रोत कुल	वृद्धिशील बैंक ऋण के अनुपात के रूप में जमा से इतर संसाधन (प्रतिशत)	अतिरिक्त एसएलआर निवेश की बिक्री	गैर-एसएलआर निवेश की बिक्री	एसएलआर तथा गैर एसएलआर निवेश की कुल बिक्री	वृद्धिशील बैंक ऋण के अनुपात में निवेश का परिसमापन (प्रतिशत)	
1	2	3	4	5 (2 से 4)	6	7	8	9 (7+8)	10	
2000-01	-369	6,878	-168	6,341	8.4	-21,129	-14,436	-35,565	-47.1	
2001-02	-88	8,807	463	9,182	11.7	-33,557	-5,155	-38,712	-49.4	
2002-03	5,963	15,511	9,609	31,083	22.3	-54,740	-11,855	-66,595	-47.7	
2003-04	9,784	16,723	12,032	38,539	34.5	-72,868	3,869	-68,999	-61.8	
2004-05	8,529	29,134	44,853	82,516	31.8	12,196	-4,679	7,517	2.9	
2005-06	4,168	44,039	13,621	61,828	15.2	1,09,834	14,200	1,24,034	30.5	
2006-07	2,543	22,431	3,007	27,981	6.7	59,569	-4,002	55,567	13.4	

टिप्पणी : कॉलम 7-10 में (-) प्रतिभूतियों की निवल खरीद दर्शाता है।

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक।

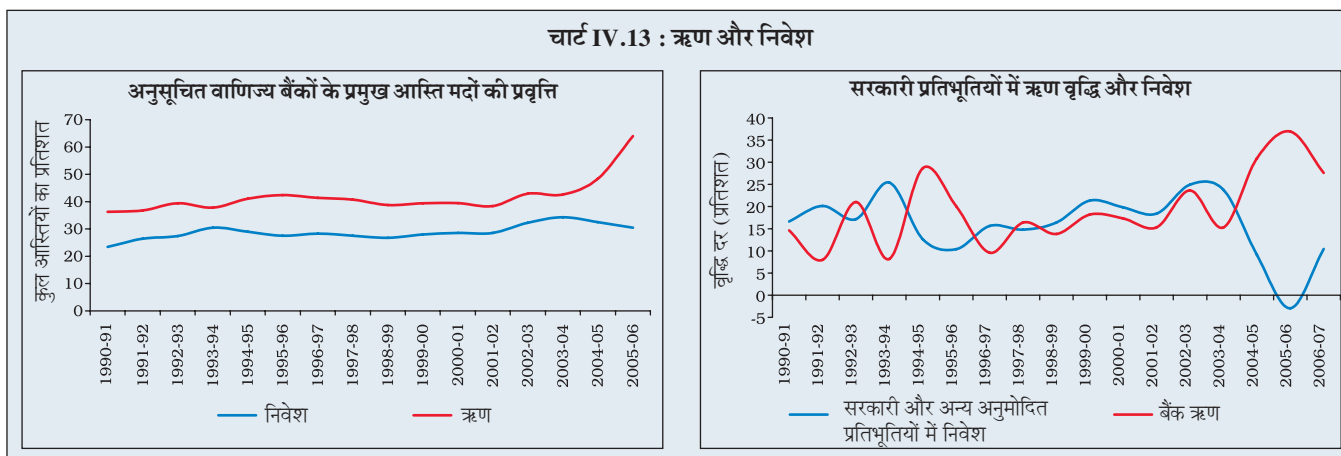
4.89 पिछले पाँच वर्षों के दौरान वृद्धिशील आस्तियां 20,000 - 26,000 करोड़ रुपए की सीमा में बनी रहीं। चूँकि ऋण में तेजी से वृद्धि हुई है, वृद्धिशील बैंक ऋण के प्रतिशत के रूप में वृद्धिशील अनर्जक आस्तियां, जो 2001-02 में 31.7 प्रतिशत के उच्च स्तर पर थीं, घटकर 2005-06 में 5.3 प्रतिशत हो गईं (चार्ट IV.17)। वृद्धिशील अनर्जक आस्तियों की तीव्र गिरावट भी ऋण मूल्यांकन में उल्लेखनीय सुधार, उन्नत जोखिम प्रबंधन और बेहतर संसाधन आबंटन प्रक्रिया को दर्शाती है। इसने बैंकों को अपने उधार देने के परिचालनों को बढ़ाने के लिए प्रेरित किया है।

4.90 विशेष रूप से कृषि और घरेलू क्षेत्र में तीव्र ऋण विस्तार का एक बड़ा कारण हाल के वर्षों में बैंकों द्वारा शुरू किए नवोन्मेषी तदनुकूल उत्पाद रहे हैं। 1990 के दशक के प्रारंभ तक बैंकों का परिचालन सामान्य प्रतिबंधों के अन्तर्गत होता था और वे अपने ग्राहकों को सामान्य ऋण

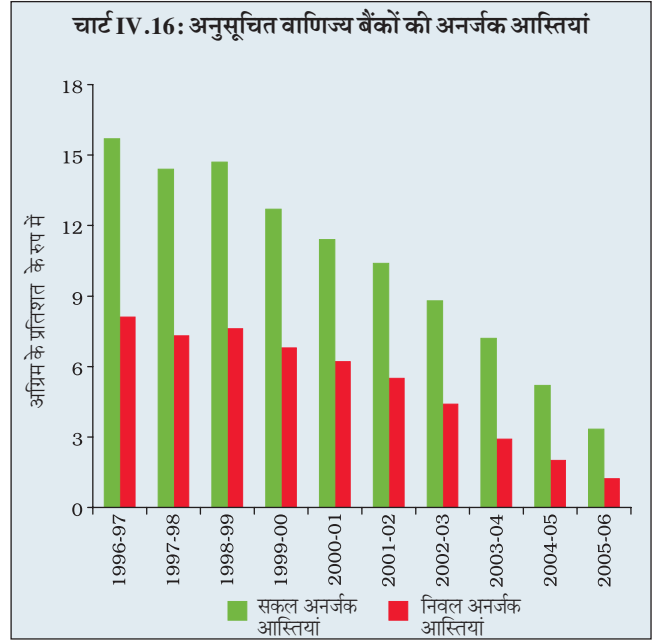
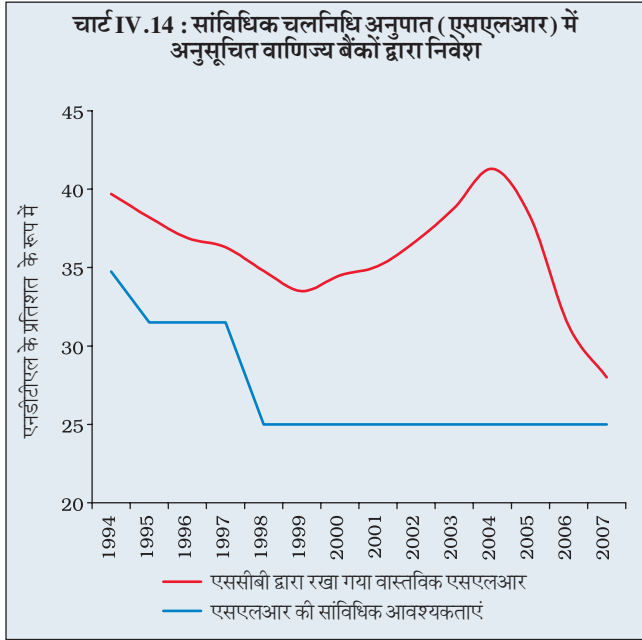
उत्पाद जैसे अल्पकालिक, मध्यकालिक और दीर्घकालिक ऋण प्रदान कर रहे थे। लेकिन, ब्याज दरों को निर्धारित करने में उनकी बढ़ी हुई स्वतंत्रता और निधियों के नियोजन में शिथिलीकरण के कारण, बैंकों ने उधारकर्ताओं की आवश्यकताओं के अनुरूप नए-नए उत्पाद शुरू किए जिससे वे कंपनियों द्वारा सामना किए जा रहे जोखिमों को कम कर सकें। हाल के वर्षों में विशेष रूप से वैयक्तिक ऋण खंड में बैंकों द्वारा दिए जा रहे ऋण उत्पादों की सीमा काफी बढ़ गई है।

4.91 नए ऋण उत्पादों को शुरू करने के अलावा, बैंकों ने अर्थव्यवस्था के सभी खंडों, ग्रामीण और शहरी दोनों क्षेत्रों में, की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए वर्तमान ऋण उत्पादों को कुछ सुविधाएं भी दी हैं। ऋण उत्पाद न केवल उधारकर्ताओं की विशिष्ट आवश्यकताओं बल्कि उनकी चुकौती क्षमता और सुविधा के अनुरूप बनाए गए हैं।

चार्ट IV.13 : ऋण और निवेश



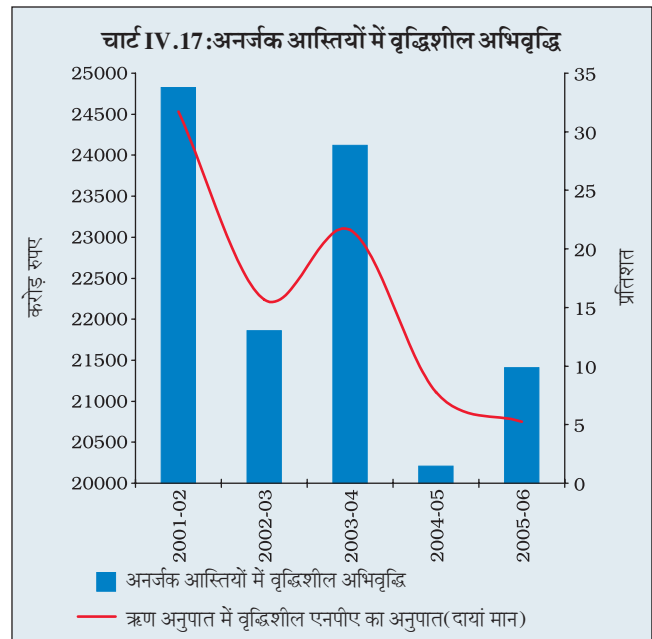
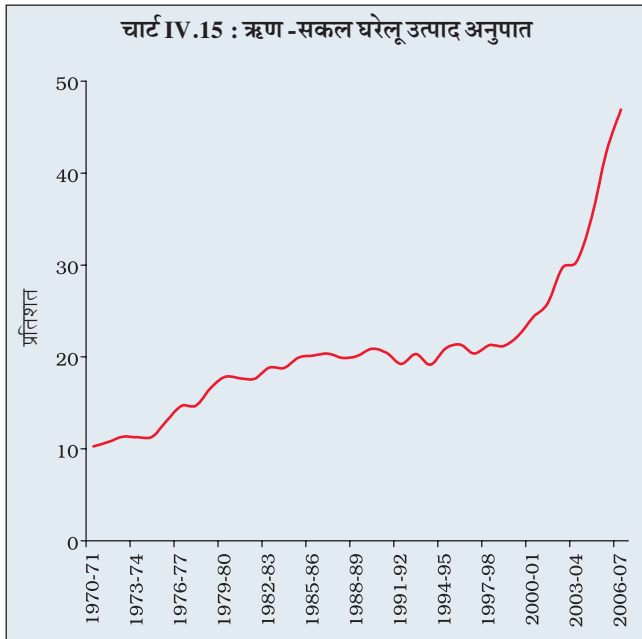
## क्रेडिट बाज़ार



4.92 बैंक अब इन गतिविधियों के लिए उत्साह के साथ कृषि को ऋण दे रहे हैं जैसे - पट्टादायी भूमि कृषि, कृषि-क्लीनिक, भूमि विकास और बंजर सुधार, सिंचाई परियोजना, वानिकी, कोल्ड स्टोरेज और गोदामों का निर्माण, कृषि-उत्पादों का प्रसंस्करण, कृषि-इनपुट व्यापारी, संबद्ध गतिविधियां जैसे दुग्धशाला, मत्स्यपालन, मुर्गी पालन, भेड़-बकरी पालन, सुअर पालन, रेशम के कीड़ों का पालन, और अन्य। इसी तरह, औद्योगिक क्षेत्र में, कार्यशील पूंजी वित्त और ओवरड्राफ्ट सुविधाओं को प्रदान करने के अलावा, बैंक मीयादी ऋण के रूप में भी

व्यापक रूप से परियोजना वित्त प्रदान कर रहे हैं। लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र के लिए, बैंक खुली अवधि ऋण, लचीले ऋण तथा सामान्य उद्देश्य मीयादी ऋण जैसे ऋण उत्पादों को प्रदान कर रहे हैं। बैंक सड़क और शहरी आधारभूत सुविधा, बिजली और उपयोगिताएं, तेल और गैस, अन्य प्राकृतिक संसाधन, और अन्य जैसे आधारभूत सुविधा क्षेत्र में अपना एक्सपोजर बढ़ा रहे हैं।

4.93 वैयक्तिक ऋण खंड में उत्पाद नवोन्मेष सर्वाधिक महत्वपूर्ण रहे हैं। आवास ऋण के साथ वैयक्तिक दुर्घटना बीमा, अन्य वैयक्तिक



ऋणों के लिए पात्रता, 100 प्रतिशत निधीयन (चुनिंदा परियोजनाओं के मामले में), स्थिर अथवा अस्थिर अथवा अंशतः स्थिर और अंशतः अस्थिर ब्याज दर जैसी अनेक सुविधाएं (फ्रिल) प्रदान की जाती हैं। आवास ऋण अब गृह सुधार, गृह विस्तार, भूमिक्रय, अन्य चीजों के लिए दिया जाता है। बेजमानती वैयक्तिक ऋण (कुछ बैंक इसे एक्सप्रेस ऋण कहते हैं) आवास की मरम्मत, विवाह, छुट्टी, बच्चों की शिक्षा, कंप्यूटर की खरीद और चिकित्सा व्ययों को पूरा करने जैसे किसी वैयक्तिक प्रयोजनों के लिए दिए जाते हैं। इसके अलावा, स्वर्ण प्रतिभूतियों पर भी ऋण दिए जाते हैं। विशेष ऋण डाक्टर, इंजीनियर, अध्यापक और नर्सों को दिए जाते हैं। कुछ बैंकों ने शिक्षा के लिए विशिष्ट ऋण उत्पाद शुरू किए हैं। क्रेडिट कार्ड और शिक्षा ऋण वैयक्तिक ऋण खंड के अन्य महत्वपूर्ण प्रकार के रूप में उभरे हैं।

#### तीव्र ऋण वृद्धि का हाल का चरण-क्या संरचनात्मक विच्छेद है?

4.94 अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के खाद्येतर ऋण, कई वर्षों तक धीमे रहने के पश्चात्, 2002-03 से आगे तेजी से बढ़े। खाद्येतर ऋण में औसत वार्षिक वृद्धि, 1990 के दशक के दौरान 15.4 प्रतिशत की औसत वृद्धि के विपरीत, 2002-03 से 2006-07 तक पाँच वर्ष की अवधि के दौरान 24.9 प्रतिशत थी। वास्तविक अर्थ में, ऋण वृद्धि में भी तीव्र विस्तार दिखा (सारणी 4.19)।

4.95 हाल के वर्षों के दौरान खाद्येतर ऋण में विस्तार वास्तविक अर्थव्यवस्था की वृद्धि की तुलना में काफी अधिक था। यह जीडीपी अनुपात के प्रति कुल बैंक ऋण की तीव्र वृद्धि में परिलक्षित हुआ, यह अनुपात 2001-02 में 25.9 प्रतिशत से 2005-06 तक 42.2 प्रतिशत बढ़ा (देखें चार्ट IV.15)।

4.96 आंकड़ों के विश्लेषण से पता चलता है कि मई 2002 से ऋण वृद्धि की प्रकृति संरचनात्मक रूप में ऐतिहासिक रुझानों से भिन्न रही है<sup>3</sup>। उभरती अर्थव्यवस्थाओं में इस दृश्य का वर्णन करने के लिए मांग अथवा पूर्ति पक्ष के कारकों पर फोकस करने के वैकल्पिक विचार हैं। भारतीय परिप्रेक्ष्य में इन पहलुओं का पता करने के लिए, विच्छेद अवधि के पूर्व और पश्चात् अनुभववादी विश्लेषण किए गए। इससे पता चलता है कि जबकि उधार देने योग्य जमाओं, उत्पादन अंतर और ब्याज दर ने पूर्व-विच्छेद अवधि में ऋण विस्तार को प्रभावित किया, आस्ति मूल्यों

#### सारणी 4.19 : ऋण वृद्धि की प्रवृत्ति

(प्रतिशत)

अवधि / वर्ष	खाद्येतर ऋण (नाममात्र)	खाद्येतर ऋण (वास्तविक)
1	2	3
औसत वार्षिक वृद्धि		
1970-71 to 1979-80	17.4	8.5
1980-81 to 1989-90	17.8	9.8
1990-91 to 1999-00	15.4	7.3
2000-01 to 2006-07	21.8	16.7
ऋण वृद्धि		
2000-01	14.9	7.7
2001-02	13.6	10.0
2002-03	18.6	15.2
2003-04	18.4	12.9
2004-05	27.5	21.0
2005-06	31.8	27.4
2006-07	28.0	22.6
<b>टिप्पणी</b> : 2002-2003 और 2004-05 के दौरान आंकड़ों को क्रमशः विलय और परिवर्तन हेतु समायोजित किया गया है, जबकि 2005-06 के दौरान के 27 पखवाड़ों के लिए। वास्तविक खाद्येतर ऋण के आंकड़े थोक मूल्य सूचकांक की वार्षिक औसत वृद्धि को कम आंककर प्राप्त किए गए हैं।		
<b>स्रोत</b> : भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी हैण्डबुक, 2005-06, भारतीय रिजर्व बैंक।		

के साथ उधार देने योग्य जमा राशियां और उत्पादन अंतर विच्छेद के प्रमुख निर्धारक के रूप में उभरे (बाक्स IV.10)।

4.97 जैसा कि ऊपर देखा गया, संरचनात्मक कारकों के अलावा, ऋण विस्तार स्वरूप में चक्रीय-अनुकूल भी था, जिससे पता चलता है कि हाल के वर्षों में दिखी सुदृढ़ आय वृद्धि ने ऋण वृद्धि में भी काफी योगदान किया है। ऋण की इस विशेषता को जीडीपी से ऋण के चक्रीय घटक की तुलना करने से भी जाना जा सकता है (चार्ट IV.18)।

4.98 क्रेडिट का चक्रीय स्वरूप एक ऐसी घटना है जो अनेक अन्य उभरती अर्थव्यवस्थाओं में सामान्य है क्योंकि निजी क्षेत्र के बैंक ऋण और उत्पादन में घनिष्ठ संबंध है (मोहंती आदि 2006)। ऊपर वर्णित कारकों के अलावा, ऋण में वृद्धि, केंद्र और राज्य सरकारों दोनों के राजकोषीय घाटे में हाल की कमी से, निजी व्यय के 'बढ़त' का भी परिचायक है।

3 खाद्येतर ऋण में वृद्धि के रुझान के लिए प्रयुक्त अन्तर्जात संरचनात्मक विच्छेद हेतु क्वैड-एंड्रूज ब्रेक प्वाइंट टेस्ट 2003-04 की शुरुआत में अन्तर्जात संरचनात्मक विच्छेद को दर्शाते हैं। आकलन के लिए, मासिक पर्यवेक्षण अप्रैल 1996 से मार्च 2007 तक लॉग रूप में प्रयोग किए गए। आकलन नीचे दिए गए हैं :

$$\text{एल एन एफ सी} = 11.25 + \frac{0.02 \text{ टी}}{(7.3)} + \text{एआर} (1) \quad \text{आर}^{-2} = 0.98, \text{ डीडब्ल्यू} = 2.17$$

अधिकतम वाल्ड एफ-स्टैटिस्टिक = मई 2002 में 32.00 पाया गया।  
(0.00)

**टिप्पणी** : कोष्ठक के आंकड़े 'टी' सांख्यिकी को दर्शाते हैं।

**बॉक्स IV.10**  
**बैंक ऋण के निर्धारक**

1990 के प्रारंभिक दशक तक, जमा दरें, उधार दरें और विभिन्न क्षेत्रों के लिए संसाधनों का आबंटन व्यापक रूप से नियंत्रित था। विवेकपूर्ण मानदंडों के कार्यान्वयन और ब्याज दरों को मुक्त करने तथा बैंकिंग परिचालन पर अन्य पाबंदियों को हटाने के पश्चात स्थिति में बदलाव आया। इन गतिविधियों ने आस्ति गुणवत्ता के प्रति बैंक परिचालन की संवेदनशीलता को बढ़ा दिया और उन्हें अपने व्यावसायिक विवेक के आधार पर कार्य करने के लिए सुसज्जित किया।

इस पृष्ठभूमि में और ऋण प्रसार के निर्धारकों के बारे में विभिन्न देशों के अनुभवों के आधार पर, खाद्येतर ऋण, उधार देने योग्य जमाराशियां, एनपीए का स्तर, उत्पादन अंतराल, वाणिज्यिक पत्र आय (सीपीरेट) और आस्ति मूल्यों (बीएसई सेंसेक्स द्वारा निर्धारित) के बीच संबंधों का आकलन करने के लिए अप्रैल 1996 से मार्च 2006 की अवधि हेतु, एक अनुभववादी अभ्यास किया गया। चूंकि अप्रैल 2003 में संबंधों में संरचनात्मक विच्छेद था, विच्छेद के पूर्व और बाद की अवधि के लिए अलग-अलग अनुमान भी लगाए गए। एच.पी.फिल्टर का प्रयोग करते हुए उत्पादन क्रमांक की डिट्रेंडिंग का आकलन करके उत्पादन अंतराल का अनुमान लगाया गया है। औद्योगिक कामगारों के लिए उपभोक्ता मूल्य सूचकांक एच.पी.आइ. से लिया गया है। उधार देने योग्य जमाराशियां विशुद्ध आरक्षित निधि आवश्यकता की कुल जमाराशियां हैं। बीपीएलआर के स्थान पर वाणिज्यिक पत्रों की आय को ब्याज दर परिवर्तनशील चर के रूप में प्रयोग किया जाता है क्योंकि कुल बैंक ऋण का बड़ा हिस्सा बीपीएलआर से कम पर प्रदान किया जाता है। इसे तार्किक रूप से माना जा सकता है कि प्रभावी उधार दर वाणिज्यिक पत्र दर, जो बाजार निर्धारित है, के समीप होगी। सभी कारणों का अलग-अलग रूप में आकलन किया गया है अनुमानित समीकरण और वास्तविक तथा अनुमानित मूल्यों (चार्ट क) का आलेख नीचे दिया गया है :

**अवधि - अप्रैल 1996 से मार्च 2006**

$$\begin{aligned} \text{डीएनएफसी} &= 20779.0 + 674.7 \text{ ओजी} - 1150.0 \text{ एनपीएआर} - 0.18 \text{ डीएसएलआर} (-3) \\ &\quad (3.3) \quad (3.2) \quad (1.65) \\ &- 341.4 \text{ सीपी रेट} + 6.4 \text{ डीबीएसई} + 173.5 \text{ डीएचपीआई} (-3) + 0.5 \text{ डीएलडी} \\ &\quad (0.6) \quad (2.2) \quad (2.5) \quad (10.0) \\ \text{आर}^{-2} &= 0.74, \quad \text{डी. डब्ल्यू} = 1.63 \end{aligned}$$

नोट : कोष्ठक में दिए गए आंकड़े सांख्यिकी का प्रतिनिधित्व करते हैं।

परिणाम दर्शाते हैं कि उधार देने योग्य संसाधनों की उपलब्धता, इसके पश्चात अनर्जक आस्तियों का स्तर तथा आस्ति मूल्य ऋण प्रसार के प्रमुख निर्धारक हैं। तथापि, ऋण सकारात्मक रूप से उत्पादन अंतर से जुड़ा है, जो ऋण वृद्धि के चक्रीय अनुकूल स्वरूप को दर्शाता है। वर्षों के दौरान संबंधों के गति विज्ञान पर बेहतर अन्तर्दृष्टि बनाने के लिए, संरचनात्मक विच्छेद के पूर्व और पश्चात की अवधि के लिए अलग-अलग अनुमानों के प्रयास किए गए। अनुमानित मूल्यों (चार्ट क) का आलेख नीचे दिया गया है :

**अवधि : अप्रैल 1996 से अप्रैल 2002**

$$\begin{aligned} \text{डीएनएफसी} &= 17521.1 + 517.1 \text{ ओजी} - 556.1 \text{ एनपीएआर} - 0.13 \text{ डी एस एल आर} (-2) \\ &\quad (3.2) \quad (1.5) \quad (1.23) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &- 779.3 \text{ सीपीरेट} + 1.73 \text{ डीबीएसई} + 90.0 \text{ डीएचपीआई} (-3) + 0.43 \text{ डीएलडी} \\ &\quad (2.1) \quad (0.8) \quad (1.6) \quad (6.1) \end{aligned}$$

$$\text{आर}^{-2} = 0.52, \quad \text{डीडब्ल्यू} = 1.96$$

अप्रैल 1996 से मार्च 2003 की अवधि के लिए मंदी के अनुमान दर्शाते हैं कि उधार देने योग्य संसाधन, ब्याज दर और अनर्जक आस्तियों के स्तर ऋण प्रसार के प्रमुख निर्धारक हैं। इसके अलावा, ऋण अधिशेष उत्पादन अंतराल के प्रति सकारात्मक रूप से रेडपांड करती है। महत्वपूर्ण बात यह है कि आस्ति मूल्यों ने ऋण प्रसार में मार्च 2003 तक कोई महत्वपूर्ण भूमिका नहीं अदा की है।

**अवधि - मई 2002 से मार्च 2006 तक डीएनएफसी**

$$\begin{aligned} \text{डीएनएफसी} &= 42522.5 + 1153.9 \text{ ओजी} - 2793.4 \text{ एनपीएआर} (-1) \\ &\quad (2.1) \quad (2.5) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &- 0.01 \text{ डी एस एल आर} (-2) - 2638.6 \text{ सीपीरेट} (-3) \\ &\quad (0.1) \quad (0.7) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &+ 18.5 \text{ डीबीएसई} + 319.5 \text{ डीएचपीआई} (-3) + 0.49 \text{ डीएलडी} \\ &\quad (2.4) \quad (2.0) \quad (5.6) \end{aligned}$$

$$\text{आर}^{-2} = 0.74, \quad \text{डीडब्ल्यू} = 1.96$$

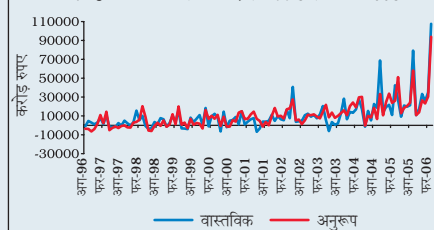
व्याख्यात्मक परिवर्तनशील चरों की अंतराल संरचना सभी परिवर्तनशील चरों के लिए 6 अंतरालों से शुरू होने वाली सामान्य से विशिष्ट प्रक्रिया के माध्यम से निर्धारित होती है।

बाद की अवधि अर्थात मई 2002 से मार्च 2006 के लिए अनुभववादी परिणाम दर्शाते हैं कि उधार देने योग्य संसाधनों और अनर्जक आस्तियों के स्तर के अलावा, आस्तियों के मूल्य ऋण प्रसार के प्रमुख निर्धारक के रूप में उभरे। इस अवधि के दौरान, उत्पादन अंतर काफी बना रहा लेकिन इसकी व्याख्यात्मक शक्ति समाप्त हो गई। ब्याज दर ऋण वृद्धि की महत्वपूर्ण निर्धारक नहीं थी, इससे पता चलता है कि आस्ति मूल्यों और अनुवर्ती धन प्रभाव ने ऋण मांग के निर्धारक के रूप में लागत को आच्छादित किया।

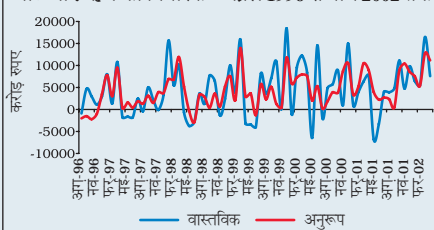
अवधि के दौरान अनर्जक आस्तियों की महत्ता में हुई वृद्धि ने इन शंकाओं का शमन किया है कि आस्ति मूल्यों में तेजी और वैयक्तिकों की निवल मालियत में परिणामी वृद्धि से आस्ति गुणवत्ता के प्रति बैंकों की संवेदनशीलता कमजोर हो सकती है यद्यपि दोनों अवधियों के दौरान बैंकों की एसएलआर होल्डिंग में आशानुकूल चिह्न प्रकट हुए थे, यह सांख्यिकी की दृष्टि से काफी नहीं था, इसका अर्थ यह है कि बैंक अपनी इच्छानुसार सरकारी प्रतिभूतियां रखते हैं और ऋण प्रसार के लिए ऐसी विवशता नहीं है।

जैसा कि ऊपर देखा गया निर्धारक मौद्रिक नीति के ऋण माध्यम के भी संकेतक हैं। अनर्जक आस्तियों के स्तर की महत्ता से पता चलता है कि आस्ति गुणवत्ता के प्रति बैंकों की संवेदनशीलता बढ़ रही है और यह संभवतः ऋण माध्यम के तुलन पत्र रुट की महत्ता को दर्शाता है। इसी प्रकार, उधार देने योग्य जमाराशियों की महत्ता से पता चलता है कि मौद्रिक प्राधिकारी बैंकों की उधार देने की क्षमता को प्रभावित कर सकता है। फलस्वरूप इससे पता चलता है कि ऋण माध्यम का बैंक उधार रुट भारतीय अर्थव्यवस्था में भी संभवतः कार्यशील हो सकता है।

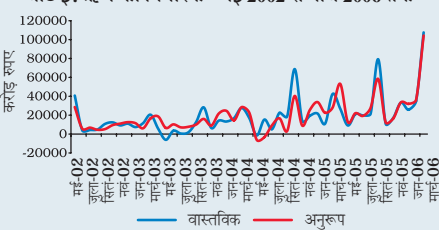
**चार्ट अ: ऋण का निर्धारक - अप्रैल 1996 से मार्च 2006 तक**



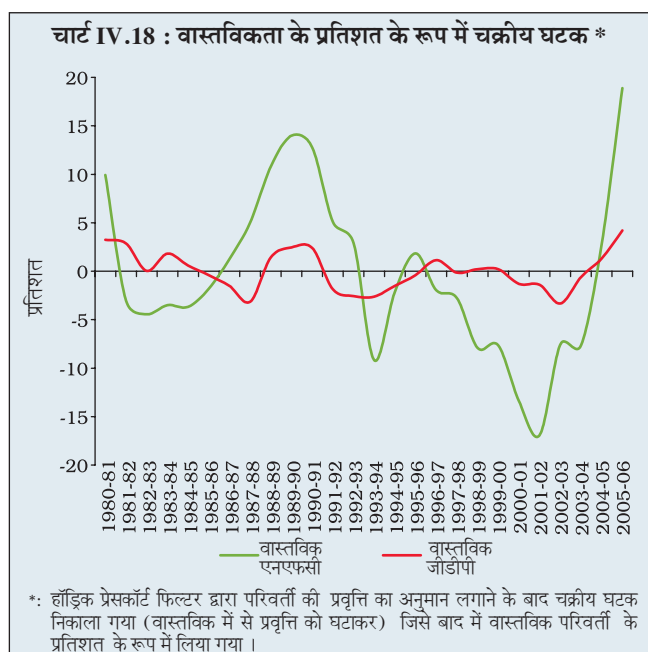
**चार्ट आ : ऋण का निर्धारक - अप्रैल 1996 से मार्च 2002 तक**



**चार्ट इ: ऋण का निर्धारक - मई 2002 से मार्च 2006 तक**







### तीव्र ऋण वृद्धि - निहितार्थ

4.99 तीव्र ऋण विस्तार वित्तीय गहनता और निवेश अवसर में सुधार का प्रतिनिधित्व करने वाले कारोबार चक्र द्वारा हुई चक्रिय वृद्धि का परिचायक हो सकता है। तथापि, भावी अर्जनों के बारे में अति आशावाद के कारण हुए अत्यधिक चक्रिय उतार-चढ़ाव संभावित रूप से विनाशकारी हो सकते हैं। अन्तरराष्ट्रीय अनुभव बताते हैं कि अत्यधिक ऋण विस्तार सुवहननीय नहीं हो सकता है। भावी अर्जनों के बारे में अति आशावाद आस्ति मूल्यन को प्रेरित कर सकता है, जिससे कृत्रिम रूप से फर्मों की निवल मालियत और उनकी उधार लेने और व्यय करने की क्षमता को बढ़ावा मिल सकता है। चूंकि कार्यनिष्पादन अति आशावाद प्रत्याशाओं से मेल नहीं खा सकता अतः एक स्थान से परे यह प्रक्रिया अवहननीय हो सकती है। उधार देने की अधिकता बैंकिंग प्रणाली को दुर्बलता की ओर ले जा सकती है (बाक्स IV.11)।

### तीव्र ऋण विस्तार के प्रति मौद्रिक नीति प्रतिसाद - अन्तरराष्ट्रीय अनुभव

4.100 इस संबंध में कोई सहमति नहीं है कि तीव्र ऋण विस्तार के लिए क्या नीति प्रतिसाद होना चाहिए, प्रबल विचार ऐसा संकेत देते प्रतीत होते हैं कि सामान्यीकृत मौद्रिक कड़ाई प्रति-उत्पादक हो सकती है और समुचित प्रतिसाद को उपयुक्त विवेकपूर्ण और पर्यवेक्षी मानदंड अपना करके वित्तीय प्रणाली को मजबूत करना चाहिए (बाक्स IV.12)। तीव्र ऋण वृद्धि जोखिमों का प्रबंधन करने के लिए विवेकपूर्ण और पर्यवेक्षी उपायों सहित अनेक नीतिगत विकल्प उपलब्ध हैं (अनुबंध I और II)।

### भारतीय परिदृश्य

4.101 यद्यपि भारत में ऋण तेजी से बढ़े हैं, एक विस्तृत क्षेत्रवार विश्लेषण दर्शाता है कि इसका विस्तार सभी क्षेत्रों में व्यापक-आधारित है। वास्तव में, कृषि के लिए ऋण बढ़ा है, जो एक स्वस्थ विकास है और जागरूक नीतिगत प्रयासों का परिणाम है। पिछले दो वर्षों के दौरान, लघु उद्योग क्षेत्र के लिए ऋण बढ़ा है, जो एक अच्छा संकेत है। कुल मिलाकर, उद्योग के लिए ऋण में कुछ गिरावट आई है।

4.102 तथापि, घरेलू क्षेत्र के प्रति ऋण तेजी से बढ़ा है। इस संदर्भ में, इस पर ध्यान देने की आवश्यकता है कि भारत में निजी क्षेत्र को दिया गया ऋण, कुल मिलाकर, कई अन्य देशों की तुलना में कम है (सारणी 4.20)। इसके अलावा, भारत में ऋण का प्रवेशन भी कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कम है। प्रति 100 व्यक्ति ऋण खातों की संख्या के अनुसार, भारत को अन्य कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में नीचे रखा गया है (सारणी 4.21)। प्रौढ़ जनसंख्या के प्रतिशत के रूप में 2005 में अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों के ऋण खातों की संख्या ग्रामीण क्षेत्र में केवल 9.5 प्रतिशत और शहरी क्षेत्र में 14.2 प्रतिशत थी। इसके अलावा, 2005 में ग्रामीण घरेलू व्यक्तियों के केवल लगभग एक तिहाई के और शहरी घरेलू व्यक्तियों के आधे के ऋण खाते वाणिज्यिक बैंकों के पास थे। जबकि ग्रामीण क्षेत्रों में समग्र ऋण प्रवेशन अधिक था, छोटे ऋण खाते (25,000 रुपए से कम ऋण सीमा वाले) बड़े पैमाने पर ग्रामीण क्षेत्र में (2005 में 61.6 प्रतिशत) केंद्रित थे (सारणी 4.22)।

4.103 भारत में ऋण प्रवेशन न केवल कम रहा है, यह विभिन्न क्षेत्रों में असमान रूप से भी फैला हुआ है (सारणी 4.23)। इस प्रकार, एक सीमा तक व्यापक ऋण विस्तार बढ़ती वित्तीय गहनता को दर्शाता है।

4.104 इसके अलावा, नवीनतम राष्ट्रीय नमूना सर्वेक्षण संगठन के सर्वेक्षण के अनुसार, 2002 में ग्रामीण क्षेत्र में घरेलू ऋणग्रस्तता केवल 26.5 प्रतिशत थी और शहरी क्षेत्र में अब भी कम अर्थात् 17.8 प्रतिशत है (सारणी 4.24)।

4.105 तथापि, 2002 में भारत में घरेलू व्यक्तियों के वित्तीय लीवरेज की सीमा, जैसा कि ऋण-आस्ति अनुपात में स्पष्ट किया गया, ग्रामीण क्षेत्र में बहुत कम अर्थात् 2.84 प्रतिशत और शहरी क्षेत्र में 2.82 प्रतिशत थी (सारणी 4.25)। यद्यपि बाद के वर्षों में यह अनुपात बढ़ गया होता, क्योंकि वैयक्तिक ऋण काफी बढ़ गया है, इसके अब भी कई अन्य उभरते देशों की तुलना में काफी कम होने की आशा है, खास तौर से भारत में जब हाल के वर्षों में आय स्तर भी तेजी से बढ़ा है।

4.106 ऋण में तीव्र वृद्धि के फलस्वरूप भारत के बैंकिंग क्षेत्र की संभावित अतिसंवेदनशीलता का मूल्यांकन करने के लिए, अन्तरराष्ट्रीय

**बॉक्स IV.11**

**ऋण तेजी : विश्लेषणात्मक मुद्दे**

विश्लेषणात्मक रूप से, ऋण तेजी से तीन कारणों से बढ़ सकता है अर्थात् (i) वित्तीय गहनता (रुझान); (ii) सामान्य चक्रिय सुधार (ऋण विस्तार) और (iii) अत्यधिक चक्रिय उतार-चढ़ाव (ऋण में तेजी), (अमुको, 2004)। जब कोई अर्थव्यवस्था विकसित होती है - ऋण सामान्यतया जीडीपी की तुलना में अधिक तेजी से बढ़ते हैं - इस प्रक्रिया को वित्तीय गहनता कहा जाता है, इससे वित्तीय मध्यस्थता की बढ़ती महत्ता परिलक्षित होती है। अस्थायी रूप से, ऋण अधिक तीव्रता से भी बढ़ सकता है क्योंकि फर्म के निवेश और कार्यशील पूँजी की आवश्यकता कारोबार चक्र के साथ घटती-बढ़ती है। इसलिए तेजी से उधार प्रदानगी वित्तीय प्रणाली की स्थायी गहनता और निवेश अवसरों, जो अर्थव्यवस्था के लिए लाभदायक हैं, के सुधार का प्रतिनिधित्व करती है। इन दो कारणों से संबद्ध ऋण वृद्धि वांछनीय है, जिसे मोटे तौर पर ऋण विस्तार के एक मामले के रूप में समझा जा सकता है। यदि ऋण विस्तार अत्यधिक चक्रिय उतार-चढ़ाव (भावी अर्जनों के प्रति अधिक आशावादिता) के साथ होता है, तो यह ऋण में तेजी का मामला हो सकता है। व्यवहार में, इन तीन कारणों के बीच अंतर करना कठिन है अर्थात् वित्तीय गहनता, वित्तीय त्वरक और भावी अर्जनों के बारे में अति आशावाद, ऋण वृद्धि प्रेरित करना और ऋण के लिए 'तटस्थ' स्तर अथवा वृद्धि की दर निर्धारित करना (हिल्बर्स आदि 2005)। अन्तरराष्ट्रीय अनुभव दर्शाते हैं कि अत्यधिक ऋण विस्तार (तेजी) अवहनीय और संभवतः अस्थिरकारी है।

वित्तीय त्वरक एक ऐसा महत्वपूर्ण और परिचित तंत्र है जिससे ऋण में तेजी आ सकती है, जिससे आस्ति मूल्यों के आघात तुलन पत्र के प्रभावों के माध्यम से बढ़ सकते हैं (बरनाके और गिलक्राइस्ट 1999)। तेजी के दौरान, आस्तियों की कीमतें बढ़ती हैं, जिससे उधारकर्ताओं की निवल मालियत में वृद्धि होती है। इससे नए उधार देने में सुगमता होती है, इससे आस्तियों की अधिक मांग को बढ़ावा मिलता है और अंततः आस्तियों के मूल्य अधिक होते हैं (गौरिंचास, आदि 2000)। वित्तीय त्वरक सूचना असममित, संस्थागत कमियों अथवा उधार लेने वाले और उधार देने वालों के समक्ष प्रतिकूल प्रोत्साहनों के कारण वित्तीय बाजार अपूर्णताओं का परिणाम होते हैं। भावी अर्जनों के बारे में अति-आशावाद आस्ति मूल्यों को बढ़ावा दे सकता है जिससे कृत्रिम रूप से फर्मों की निवल मालियत बढ़ती है और फलस्वरूप उनकी उधार लेने और व्यय करने की क्षमता बढ़ती है। चूंकि कार्य निष्पादन अति-आशावाद की प्रत्याशाओं के सुसंगत नहीं हो सकता है, यह प्रक्रिया एक बिंदु के बाद अवहनीय हो जाती है। यद्यपि उधार देने संबंधी तेजी उत्पादन अनुलाभों से जुड़ी है, वह बैंकिंग प्रणाली को दुर्बलता की ओर ले जा सकती है।

विभिन्न देशों के अनुभवों के आधार पर, यह पता करने के लिए अनेक प्रणालियों का प्रयोग किया जा सकता है कि क्या यह ऋण प्रसार चरण है अथवा ऋण में

तेजी का चरण है अथवा मात्र रुझान की निरंतरता है। अन्तरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (2004) ने तीव्र और वहनीय ऋण वृद्धि की स्थितियों को परिभाषित किया था, यदि तीन वर्षों के दौरान औसत वास्तविक ऋण वृद्धि 17.0 प्रतिशत (1970-2002 के दौरान 28 उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में ऋण तेजी में वास्तविक ऋण वृद्धि की माध्यमिक दर) से अधिक हुई। ऋण तेजी को ऐसी स्थिति के रूप में परिभाषित किया जा सकता है जब ऋण/जीडीपी अनुपात रुझान से चार प्रतिशत अंक ऊपर हैं। ओटेन, लैम्ब्रेट्स और पोइल हेक्के (2005) ने उधार देने में तेजी को दो ऐसी लगातार अवधियों के रूप में परिभाषित किया है जिसमें नाममात्र जीडीपी के प्रति नाममात्र निजी ऋण का अनुपात एक निश्चित न्यूनतम सीमा तक रुझान से अलग हो जाता है। यह न्यूनतम सीमा जीडीपी के 2.0 से 10.0 प्रतिशत अंक तक (ऋण अंतराल) भिन्न-भिन्न है।

यद्यपि विभिन्न प्रणालियों का प्रयोग किया जा सकता है, यह संभव हो सकता है कि कोई निर्धारित अवधि वास्तव में तेजी की अवधि नहीं हो सकती है क्योंकि न्यूनतम सीमा के ऊपर ऋण प्रसार वित्तीय गहनता और कारोबार चक्रों के कारण हो सकता है। यह पता करना मुश्किल है कि कब तेजी हो रही है। केवल तभी जब तेजी पूरी तरह से फैल चुकी है, इसका पता करना संभव हो सकता है। इसलिए, नीति निर्माताओं को परिप्रेक्ष्य की स्पष्टता के लिए अन्य समष्टि आर्थिक गतिविधियों जैसे निवेश तेजी, खपत तेजी, चालू खाता घाटे और अविपणनीय वस्तुओं की सापेक्षिक कीमत में वृद्धि पर ध्यान देने की आवश्यकता है।

**संदर्भ**

बरनाके, बैन और सिमोन गिल क्राइस्ट, 1999 "दि फाइनेंशियल एक्सिलरेटर इन ए क्वांटिटेटिव बिजनेस सायकल फ्रेमवर्क" हैडबुक ऑफ मैक्रोइकोनॉमिक्स में, (संपा) जान टेलर और माइकेल वुडफोर्ड वाल्यूम 1 सी, एम्सटरडम : उत्तरी हालैंड।

गौरिंचास, पियरे ओलिवर, वल्डेस रोडिग्रो, और लेंडर्चे आस्कर, 2000। "लैंडिंग बूमस: सम स्टाइलिज्ड फैक्ट्स" एमआईटी, फरवरी।

हिल्बर्स, पॉल, इंसी ऑटकर-रोबे, सीयला पाजरबासियो ग्लू और गुडन जॉन सेन; 2005। "एसेसिंग एंड मैनेजिंग रैपिड क्रेडिट ग्रोथ एंड दि रोल ऑफ सुपरवाइजरी एंड प्रूडेंशियल पोलिसीज।" अमुको वर्किंग पेपर, डब्ल्यू पी / 05/151, जुलाई।

अमुको, 2005 वर्ल्ड इकनॉमिक आउटलुक, अप्रैल

ऑटेन्स, डैनियल, एडविन लैम्ब्रेट्स और स्टीवन पोइल हेक्के, 2005, "क्रेडिट बूम इन इमर्जिंग मार्केट इकनॉमीज : ए रिज्युप फॉर बैंकिंग क्राइसेस?" डीएनबी वर्किंग पेपर, नीदरलैंड सेंट्रल बैंक।

मुद्रा कोष (2006) ने तीन वैकल्पिक परिदृश्यों के अन्तर्गत स्ट्रेस परीक्षण किए अर्थात्, (1) अन्तरराष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं के स्तर के अनुरूप प्रावधानन में वृद्धि; (ii) अनर्जक आस्तियों में 25 प्रतिशत की वृद्धि;

और (iii) 'नए' ऋणों के एक हिस्से के अनर्जक होने के कारण अनर्जक आस्तियों में वृद्धि। परिणाम बताते हैं कि बैंकिंग प्रणाली समग्र रूप में प्रावधानन आवश्यकता की कड़ाई और आस्ति गुणवत्ता में गिरावट,

### बॉक्स IV.12 ऋण तेजी और मौद्रिक नीति

ऋण तेजी की स्थिति पर केंद्रीय बैंक की प्रतिक्रिया के बारे में नीति निर्माताओं और विद्वानों के बीच कोई एक राय नहीं है। इसमें एक समूह इस राय पर जोर देता है कि मौद्रिक नीति को अर्थव्यवस्था को लक्ष्य बनाने के लिए प्रयोग करना चाहिए न कि आस्ति बाजारों को। एक सीमा तक स्टॉक बाजार की तेजी उपभोक्ता वस्तुओं पर अधिक तीव्रता से व्यय का कारण बनती है अथवा साधारण रूप से भविष्यवाणी करती है। नीतिगत कड़ाई को आरंभिक मुद्रास्फीति को रोकने के लिए प्रयोग किया जा सकता है और न कि आस्ति मूल्यों की तेजी में। यह मत आस्ति के मूल्यों की अस्वाभाविक तेजी को पता करने में मौद्रिक प्राधिकारी की क्षमता पर शंका करता है। प्रायः पहले से ही यह तय कर पाना कठिन है कि क्या आस्ति के मूल्यों में उतार-चढ़ाव में अस्वाभाविक तेजी है अथवा नहीं। दूसरे, यदि अस्वाभाविक तेजी का पता कर लिया जाता है तो विशेष प्रकार के मौद्रिक कड़ाई के उपाय जैसे ब्याज दरों में वृद्धि आस्ति मूल्यों की अस्वाभाविक तेजी को कम करने में प्रभावी नहीं हो सकती है (मोहन, 2005)। पुनः यदि केंद्रीय बैंक को विश्वास है कि अस्वाभाविक तेजी बनी हुई है, तो यह बाजार संबंधी अपने निर्णय को बदल देगी और इसका तात्पर्य यह है कि यह वित्तीय पेशेवरों की तुलना में बेहतर रूप से सुसज्जित है।

दूसरी तरफ, ऐसे विशेषज्ञ हैं जिनका विश्वास है कि अस्वाभाविक तेजी की विद्यमानता का, ऋण की तीव्र वृद्धि, स्टॉक पर प्रतिफल, मूल्य-अर्जन अनुपात आदि जैसे संकेतकों के आधार पर, पता लगाया जा सकता है। तथापि, मुद्दा यही बचता है कि क्या ये दरें/अनुपात विश्वसनीय संकेतक हैं। अर्थव्यवस्था के किसी क्षेत्र को चुनिंदा रूप से लक्षित करके वित्तीय स्थिरता प्राप्त करने के लिए मौद्रिक नीति को प्रायः एक कम प्रभावकारी साधन समझा जाता है। अस्वाभाविक तेजी के प्रति सामान्यीकृत दृष्टिकोण केवल वास्तविक आर्थिक तेजी का गला घोटने के जोखिम के द्वारा सफल हो सकता है।

एक दूसरा मत है जिसका कहना है कि ऋण तेजी और परिणामी आस्ति में अस्वाभाविक तेजी आवश्यक रूप से अपर्याप्त विनियमन का परिणाम हो सकती है। कमजोर रूप से विनियमित और पर्यवेक्षित बैंकों तथा अनुपयुक्त प्रोत्साहन ढाँचा की दृष्टि में वित्तीय उदारीकरण ने उभरती अर्थव्यवस्थाओं में तेज और निम्न ऋण चक्रों को बढ़ाया है (हरनेडेज, आदि 2002 और बार्थ आदि 2002)। इसलिए, मौद्रिक प्राधिकारी को आस्ति मूल्यों के प्रति बड़े आघातों की आकस्मिकता के लिए वित्तीय प्रणाली तैयार करने हेतु अपनी नियामक और पर्यवेक्षी शक्तियों का आदर्श रूप से प्रयोग करना चाहिए (बनकि, 2002)।

#### संदर्भ

बार्थ, जेम्स आर, जेराड केप्रियो जूनियर, और रॉस लेविन, 2002। “फाइनेंशियल रेगुलेशन एंड परफोर्मेंस क्रॉस कंट्री इविडेंस” इन बैंकिंग, फाइनेंशियल इंटेग्रेसन एंड इंटरनेशनल क्राइसेज (इडीएस) लेनाडो हर्नेडेज और क्लॉस स्मिट्ज टेब्ले। 113-41, सेंट्रल बैंक ऑफ चिली, सेंटियागो।

बनकि, बेन एस, 2002। “एसेट प्राइस बबल्स एंड मोनेटरी पॉलिसी” बीआइएस, रिव्यू, सं.59, बीआइएस।

हेरेनडेज, एल, और ओलेंडरेच, 2002। “कैपिटल इम्प्लोज, क्रेडिट बूम एंड मैक्रोइकोनॉमिक्स बलेनटेबिलिटी : दि क्रॉस कंट्री इक्सपीरियंस” इन बैंकिंग, फाइनेंशियल इंटेग्रेसन एंड इंटरनेशनल क्राइसेज, सेंट्रल बैंक ऑफ चिली, सेंटियागो।

मोहन, राकेश, 2005। “सम एपरेट पज्जल्स फॉर कंटेम्पोरेरी मोनेटरी पॉलिसी” भारिबै बुलेटिन, दिसंबर।

जो तीव्र ऋण वृद्धि की अवधि के दौरान हो सकती है, के प्रति लचीली है (सारणी 4.26)। विश्लेषण से पता चलता है कि यद्यपि हाल की तीव्र

ऋण वृद्धि कुछ जोखिम उत्पन्न करती है, इस समय ये जोखिम खास नहीं लगते क्योंकि जीडीपी के प्रति ऋण का कुल अनुपात अब भी कम

### सारणी 4.20 : निजी क्षेत्र को ऋण

(जीडीपी का प्रतिशत)

देश	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
मेक्सिको	19	13	17	29	18	16	19	17	17	18
इंडोनेशिया	9	19	47	54	20	18	19	21	24	25
रूस संघ	..	..	..	9	13	16	18	21	24	26
पोलैंड	..	4	21	17	27	27	27	28	27	28
श्रीलंका	17	21	20	31	29	28	29	30	32	..
फिलीपीन्स	42	27	22	45	44	40	37	35	34	31
ब्राजील	42	42	39	37	36	35	36	35	35	41
<b>भारत</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>47</b>
चिली	47	69	47	54	63	63	65	62	63	66
कनाडा	67	65	76	77	77	80	81	81	86	88
फ्रान्स	101	74	94	86	85	88	86	89	91	94
थाइलैंड	41	58	83	140	108	97	103	103	97	96
जापान	132	151	196	203	193	187	176	103	99	99
सिंगापुर	81	106	97	106	111	130	114	115	106	102
ऑस्ट्रेलिया	26	35	62	69	87	88	91	98	102	109
जर्मनी	77	84	89	100	119	118	117	115	112	112
मलेशिया	49	87	69	124	140	149	146	141	130	127
न्यूजीलैंड	21	25	76	92	113	112	114	118	121	133
स्पेन	74	67	78	72	98	101	106	114	125	146
हांगकांग, चीन	..	..	161	150	153	152	148	149	148	146
यूनाइटेड किंगडम	28	47	116	115	133	138	142	148	156	166
यूनाइटेड स्टेट्स	112	128	144	173	231	225	212	236	249	260

.. : उपलब्ध नहीं।

स्रोत : विश्व विकास संकेतक, ऑनलाइन डाटाबेस, विश्व बैंक और भारतीय रिजर्व बैंक।

**सारणी 4.21 : ऋण खातों की संख्या -  
चुनिंदा देश**

(प्रति 100 व्यक्ति )

देश	तारीख	ऋण खाते
1	2	3
1. अर्जेंटीना	दिसंबर 2003	15.4
2. बांग्लादेश	दिसंबर 2003	5.5
3. बेल्जियम	दिसंबर 2002	5.9
4. ब्राजील	जून 2002	5.0
5. चिली	दिसंबर 2003	41.8
6. डेनमार्क	दिसंबर 2002	45.1
7. ग्रीस	दिसंबर 2003	77.6
<b>8. भारत</b>	<b>मार्च 2006</b>	<b>15.8</b>
9. इटली	दिसंबर 2002	32.8
10. मलेशिया	दिसंबर 2003	32.9
11. पाकिस्तान	दिसंबर 2004	2.2
12. रूस	दिसंबर 2003	5.4
13. सिंगापुर	जनवरी 2005	51.3
14. स्पेन	दिसंबर 2003	55.6
15. थाइलैंड	दिसंबर 2004	24.8
16. तुर्की	दिसंबर 2003	26.5

स्रोत : बेक, कुंट और पेरिया (2005) और भारतीय रिजर्व बैंक।

है, पूँजी पर्याप्तता अनुपात काफी अधिक है और अनर्जक आस्ति अनुपात कम है।

**सारणी 4.22 : भारत में वाणिज्य बैंक ऋण  
सुविधा की पहुंच**

मद	1981	1991	2001	2005
1	2	3	4	5
1. वयस्क जनसंख्या के प्रतिशत के रूप में ऋण खातों की संख्या				
क) ग्रामीण	4.9	7.7	7.9	9.5
ख) शहरी	4.5	12.8	8.0	14.2
2. परिवार की संख्या के प्रतिशत के रूप में ऋण खातों की संख्या				
क) ग्रामीण	18.0	44.3	26.5	32.2
ख) शहरी	15.1	29.9	28.4	50.2
3. सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में ऋण की राशि				
क) ग्रामीण	13.0	17.3	15.8	22.3
ख) शहरी	20.0	24.8	31.1	45.0
4. सभी ऋण खातों के प्रतिशत के रूप में छोटे उधारकर्ताओं के खाते				
क) ग्रामीण	-	-	80.0	61.6
ख) शहरी	-	-	50.7	32.2
5. कुल ऋण खातों में छोटे उधारकर्ता खातों का हिस्सा				
क) ग्रामीण	-	-	25.4	14.4
ख) शहरी	-	-	2.0	0.9

- : उपलब्ध नहीं।

स्रोत : भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों की मूल सांख्यिकीय विवरणी के विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।

**सारणी 4.23 : प्रति 100 व्यक्तियों पर ऋण खातों की क्षेत्र-वार  
संख्या - भारत में अनुसूचित वाणिज्य बैंक**

क्षेत्र	1991	2005	1991	2005	1991	2005
	ग्रामीण		शहरी		कुल	
1	2	3	4	5	6	7
उत्तरी	6.6	5.1	5.9	6.7	6.4	5.7
उत्तर- पूर्वी	4.4	3.2	4.4	3.9	4.4	3.3
पूर्वी	7.2	4.2	4.3	4.3	6.6	4.2
मध्य	5.8	4.2	4.4	4.5	5.5	4.3
पश्चिमी	6.2	4.2	4.8	12.2	5.7	7.5
दक्षिणी	13.6	12.7	7.6	17.4	11.8	14.2
अखिल भारतीय	7.9	6.0	5.5	9.8	7.3	7.0

स्रोत : मोहन (2006बी)।

**ऋण का मूल्यन**

4.107 अप्रैल 2003 में पीएलआर की प्रणाली बेंचमार्क मूल उधार दर (बीपीएलआर) की प्रणाली में बदल गई, जैसाकि खंड III में दिया गया है। तथापि, बहुतायत बैंक उधार बीपीएलआर से नीचे की दर पर हो रहे हैं। बीपीएलआर से नीचे के उधार का हिस्सा मार्च 2007 में लगातार बढ़कर 82.0 प्रतिशत हो गया (सारणी 4.27)।

4.108 नीति दरों की तुलना में बीपीएलआर के रुझानों का विश्लेषण बीपीएलआर की निम्नमुखता को बतलाता है। नीति दरों में गिरावट के अनुसार, बैंकों ने बाजार दशाओं के अनुरूप मार्जिन को बीपीएलआर के नीचे बदला, जबकि बीपीएलआर को अपरिवर्तित रखा। दूसरी तरफ, नीति दरों में वृद्धि का बीपीएलआर में ऊर्ध्वमुखी संशोधन करके त्वरित अनुसरण किया गया। परिणाम के रूप में, बीपीएलआर और नीति दर के बीच अंतर वर्षों में बढ़ा (चार्ट IV.19)।

4.109 13 अक्टूबर 2000 और 25 अक्टूबर 2005 के बीच नीति दर को 10 बार निम्नगामी रूप से संशोधित किया गया। इस अवधि के

**सारणी 4.24 : भारत के परिवारों में ऋणग्रस्तता की स्थिति\***

(प्रतिशत)

वर्ष	ग्रामीण	शहरी
1	2	3
1971	42.8	-
1981	20.0	17.4
1991	23.4	19.3
2002	26.5	17.8

\* : ऋणग्रस्तता की स्थिति को सर्वेक्षण किए गए कुल परिवारों में से ऋणग्रस्त परिवारों के प्रतिशत के रूप में परिभाषित किया गया है।

- : उपलब्ध नहीं।

स्रोत : एनएसएसओ (2006ए)।

**सारणी 4.25 : परिवारों का ऋण-आस्ति अनुपात**

(प्रतिशत)

वर्ष	ग्रामीण	शहरी
1	2	3
1971	4.42	-
1981	1.83	2.54
1991	1.78	2.51
2002	2.84	2.82

- : उपलब्ध नहीं

स्रोत : एनएसएसओ (2006ए)।

दौरान, एक बड़े प्रतिनिधि बैंक के द्वारा बीपीएलआर को केवल 6 बार संशोधित किया गया और अंतराल 6 से 13 महीनों के बीच भिन्न-

**सारणी 4.26 : दबाव परीक्षण : विभिन्न परिदृश्यों में पूंजी पर्याप्तता अनुपात**

(प्रतिशत)

	सभी बैंक	सरकारी क्षेत्र के बैंक	निजी क्षेत्र के पुराने बैंक	निजी क्षेत्र के नए बैंक	विदेशी बैंक	दस बड़े बैंक
1	2	3	4	5	6	7
मार्च 2005 के अंत में वास्तविक स्थिति	12.8	12.8	12.5	12.1	14.1	12.7
दबाव परीक्षण परिदृश्य						
i) बढ़ाया गया प्रावधान	12.0	11.9	10.7	11.7	13.8	11.8
ii) अनर्जक अस्तियों में 25 प्रतिशत की वृद्धि	10.4	10.0	7.5	11.1	13.2	10.1
iii) नए ऋणों के एनपीए होने की दर पुराने ऋण की दर के समान है	9.4	8.8	6.0	10.7	12.8	9.0

स्रोत : रोजकोव (2006)।

**सारणी 4.27 : अनुसूचित वाणिज्य बैंकों द्वारा बीपीएलआर से कम दरों पर दिए गए ऋण का हिस्सा \***

(प्रतिशत)

अवधि	सरकारी क्षेत्र के बैंक	निजी क्षेत्र के बैंक	विदेशी बैंक	सभी बैंक
1	2	3	4	5
सितंबर 2004	33.2	50.4	64.5	38.9
दिसंबर 2004	62.0	75.3	80.9	65.1
मार्च 2005	50.6	78.1	88.6	58.9
जून 2005	57.3	80.5	89.7	64.2
सितंबर 2005	60.9	80.9	85.5	66.8
दिसंबर 2005	59.4	83.0	84.9	68.4
मार्च 2006	63.6	85.1	85.1	69.2
जून 2006	66.5	88.0	80.0	74.8
सितंबर 2006	70.6	87.5	80.1	75.3
दिसंबर 2006	72.5	88.2	78.6	77.3
मार्च 2007	76.3	91.8	72.4	82.0

- : उपलब्ध नहीं।

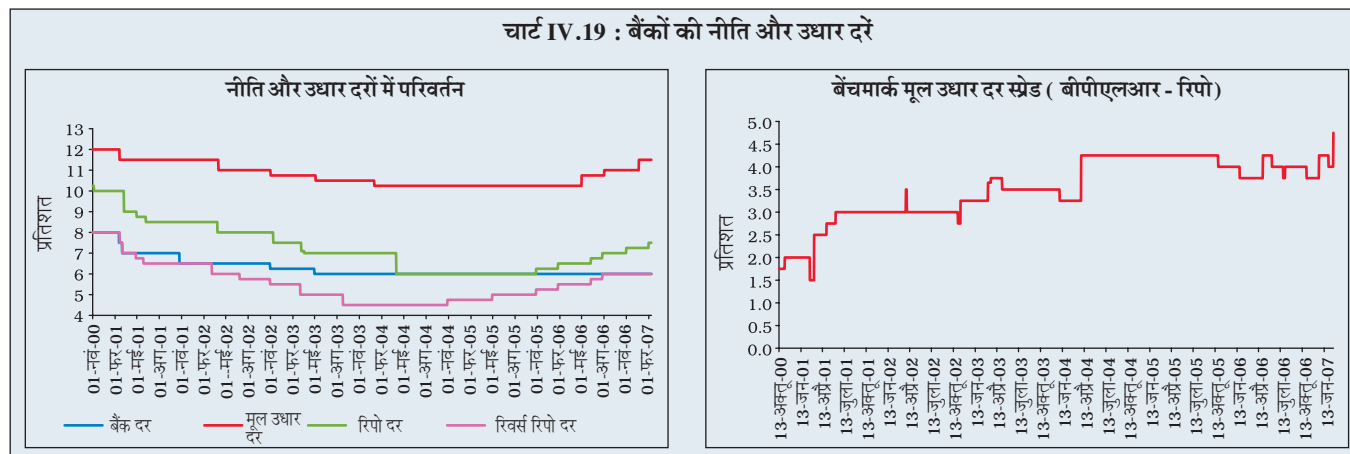
\* : कुल उधार के प्रतिशत के रूप में।

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक।

भिन्न था। उन अवसरों पर जब नीति दर को ऊर्ध्वमुखी रूप से संशोधित किया गया, बैंक ने 20 दिनों के निम्नतम समय अंतराल में तुरंत रेसपांड किया (सारणी 4.28)।

4.110 जबकि बीपीएलआर एक स्थिति में दिखा, प्रभावी उधार देने की दरें बाजार दशाओं के प्रति अस्थिर प्रतीत हुईं। चूँकि अधिकांश उधार बीपीएलआर से नीचे की दर पर दिए जा रहे हैं, वाणिज्यिक पत्रों पर बट्टे की दर को देश में प्रभावी बैंक उधार दर के लिए एक अच्छे प्रोक्सी के रूप में लिया जा सकता है। वाणिज्यिक पत्र दर में सरकारी प्रतिभूतियों पर भारित औसत आय के अनुरूप चढ़ाव-उतार देखा गया (चार्ट IV.20)।

**चार्ट IV.19 : बैंकों की नीति और उधार दरें**





**सारणी 4.28: अनुसूचित वाणिज्यिक बैंकों की रिपो दर और अग्रिम दर में परिवर्तन**

रिपो दर		वाणिज्यिक बैंकों की अग्रिम दर*	
प्रभावी तारीख	दर (प्रतिशत)	प्रभावी तारीख	दर (प्रतिशत)
1	2	3	4
13.10.2000	10.25	01.03.1999	12.00
06.11.2000	10.00	01.04.2000	11.25
09.03.2001	9.00	12.08.2000	12.00
30.04.2001	8.75	19.02.2001	11.50
07.06.2001	8.50		
28.03.2002	8.00	01.04.2002	11.00
12.11.2002	7.50	01.11.2002	10.75
07.03.2003	7.10		
19.03.2003	7.00	05.05.2003	10.50
31.03.2004	6.00	01.01.2004	10.25
26.10.2005	6.25		
24.01.2006	6.50		
09.06.2006	6.75	01.05.2006	10.75
25.07.2006	7.00		
31.10.2006	7.25	02.08.2006	11.00
31.01.2007	7.50	22.12.2006	11.50
31.03.2007	7.75	20.02.2007	12.25

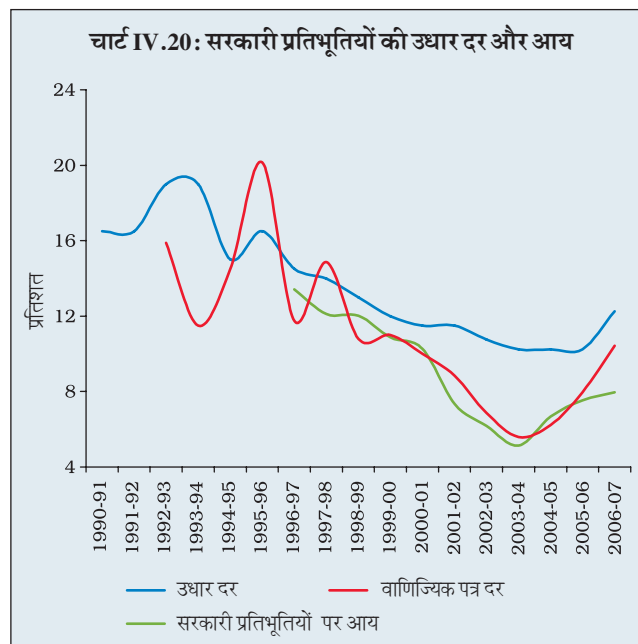
\* : आंकड़े एक बड़े प्रातिनिधिक बैंक से संबंधित हैं।

#### मध्यस्थता की लागत

4.111 बैंकिंग प्रणाली के क्रमबद्ध रूप से अविनियमन और कई निजी और विदेशी बैंकों के प्रवेश ने धीरे-धीरे और प्रतिस्पर्धा को बढ़ाया, जिससे बैंकों को अपनी कारोबार रणनीति और प्रबंधन व्यवहारों को बदलने की प्रेरणा मिली और जिसने तकनीकी गतिविधियों सहित कार्यक्षमता में समग्र सुधार की ओर प्रेरित किया। यह मध्यस्थता लागत (कुल आस्तियों के प्रतिशत के रूप में परिचालन व्यय) में परिलक्षित हुआ, जो 1996 में 2.77 प्रतिशत से घटकर 2006 में 2.11 प्रतिशत हो गया। इस सुधार के बावजूद, भारत में बैंकों की मध्यस्थता लागत अन्य देशों की तुलना में अब भी अधिक है (सारणी 4.29)। इस प्रकार, इसमें एशिया के अन्य देशों में बैंकों की मध्यस्थता लागत के स्तर तक घटाने की गुंजाइश है।

#### ऋण बाजार में परिवर्तन

4.112 पूर्व खंड के विश्लेषण से पता चलता है कि 1990 के दशक के प्रारंभ से ऋण बाजार में काफी परिवर्तन हो रहे हैं। वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के शुरू होने के पहले, ऋण संस्थाएं निश्चित ब्याज दर पर निधियां उधार लेती और उधार देती थीं और अल्प प्रतिस्पर्धा का सामना



करती थीं। बैंक नियामक प्रतिबंधों के अन्तर्गत कार्य करते थे, जब उनके संसाधनों का अधिकांश भाग सीआरआर और एसएलआर के रूप में अवरुद्ध हो जाता था। बैंकों के पास परिचालनात्मक लोच और कार्यात्मक स्वायत्तता की भी कमी होती थी। ऋण संस्थाएं अकुशलतापूर्वक निधियों की मध्यस्थता करती थीं जैसा कि उनकी अधिक अनर्जक आस्तियों, अधिक मध्यस्थता लागत और कम लाभदायकता में परिलक्षित होता है।

**सारणी 4.29 : प्रमुख एशियाई देशों में बैंकों की मध्यस्थता लागत\***

वर्ष	चीन	कोरिया	मलेशिया	थाइलैंड	भारत
1	2	3	4	5	6
1996	1.23	2.24	1.42	1.50	2.94
1997	1.24	2.55	1.49	2.05	2.85
1998	1.40	2.53	1.68	2.54	2.63
1999	1.18	1.53	1.50	2.20	2.67
2000	1.12	1.46	1.70	1.98	2.50
2001	1.10	1.42	1.80	2.01	2.64
2002	1.05	1.39	1.73	1.78	2.19
2003	1.01	1.38	1.61	1.71	2.24
2004	-	-	-	-	2.21
2005	-	-	-	-	2.13
2006	-	-	-	-	2.11

- : उपलब्ध नहीं।

\* मध्यस्थता लागत कुल आस्तियों की तुलना में परिचालनगत व्यय के प्रतिशत का द्योतक है।

स्रोत : 1. मोहन (2006सी)।  
2. भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति एवं प्रगति संबंधी रिपोर्ट, विभिन्न अंक, भारतीय रिजर्व बैंक।

4.113 वित्तीय क्षेत्र के सुधारों ने वित्तीय रूप से नियंत्रित व्यवस्था से उदारीकृत व्यवस्था की ओर धीरे-धीरे संक्रमण करने में सहायता प्रदान की। बैंक अब ऐसे वातावरण में कार्य कर रहे हैं जिसमें उन्हें अपने कारोबार के नवोन्मेषण और विस्तार की स्वतंत्रता है। ब्याज दरों के अविनिमयन से बैंक देयता और आस्ति दोनों पक्षों के अपनों उत्पादों का अवमुक्त रूप से मूल्यन कर रहे हैं। निजी क्षेत्र के नए बैंकों के आगमन और विदेशी बैंकों की बढ़ी हुई उपस्थिति ने प्रतिस्पर्धा को बढ़ा दिया है। ऋण बाजार की मांग और पूर्ति के दोनों पक्ष में कई अन्य महत्वपूर्ण परिवर्तन भी हुए हैं।

4.114 पूर्ति पक्ष में, सांविधिक आवश्यकताओं की कटौती ने ऋण की आपूर्ति पक्ष को प्रेरित किया। अप्रैल 1998 और अक्टूबर 2004 के बीच रिजर्व बैंक द्वारा अपनाई गई समायोजनात्मक मौद्रिक नीति ने प्रणाली में पर्याप्त चलनिधि उपलब्ध कराई, जिसका ऋण की आपूर्ति पर सकारात्मक प्रभाव पड़ा। आस्ति वर्गीकरण मानदंडों की शुरुआत ने बैंकों को अपनी आस्ति गुणवत्ता के प्रति बहुत अधिक जागरूक बना दिया है जब उनके अनर्जक ऋण बहुत अधिक हो गए होते हैं तो वे इसके द्वारा बैंक ऋण की आपूर्ति पर प्रतिबंध लगा सकते हैं और जब अनर्जक ऋण समुचित स्तर पर होते हैं तो आपूर्ति बढ़ा सकते हैं। बैंकों द्वारा तुलन पत्रों को स्वच्छ बनाने से उन्हें अनुत्पादक आस्तियों में अवरुद्ध संसाधनों का पुनरुपयोग करने तथा उनकी लाभदायकता बढ़ाने में मदद मिली है। पूँजी पर्याप्तता मानदंडों की शुरुआत से, बैंक पूँजी आधार को बढ़ाने के पश्चात ही ऋण के आकार को बढ़ाने में समर्थ हो सके। इसलिए, बैंकों द्वारा बाजार से पूँजी जुटाना उनकी उधार देने की क्रियाओं के लिए महत्वपूर्ण हो जाता है। इसमें उनमें बाजार अनुशासन भी आया है और कंपनी अभिशासन व्यवहारों को सुधारने के लिए उन्हें प्रेरणा मिली है। बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा से बैंकों के स्प्रेड दबाव के अन्तर्गत आए। अपनी लाभप्रदता को बनाए रखने के लिए बैंकों ने इसीलिए ऋण के परिमाण को बढ़ाया है। इस प्रकार, उस वातावरण से जब बैंक कुछ प्रकार की ऋण राशिनंग का सहारा लिया करते थे, वे अब अपने कारोबार के परिमाण को बढ़ाने के लिए बड़े पैमाने पर नए-नए मार्गों की तलाश कर रहे हैं। इस प्रक्रिया में, ऋण बाजार का विभाजनीकरण लगभग समाप्त हो गया है, अब बैंक पारंपरिक अल्पकालिक निधियों के अलावा, दीर्घकालिक संसाधन भी प्रदान कर रहे हैं।

4.115 मांग पक्ष में, सुदृढ़ आर्थिक वृद्धि ने ऋण की मांग को बढ़ाया है। पारंपरिक क्षेत्रों के अलावा, घरेलू क्षेत्र बैंक ऋण के लिए मांग के प्रमुख प्रेरक के रूप में उभरा है। आय के बढ़ते स्तर और आस्ति मूल्यों की वृद्धि ने घरेलू क्षेत्र के द्वारा ऋण की मांग को बढ़ाया।

4.116 ऋण बाजार अब मुद्रा, सरकारी प्रतिभूतियों, विदेशी मुद्रा बाजार, इक्विटी बाजार और ऋण बाजार जैसे अन्य बाजार घटकों के साथ घनिष्ठ रूप से समन्वित है। मुद्रा बाजार की दशाओं का ऋण बाजार पर सीधा प्रभाव पड़ा है, अलबत्ता अंतराल के साथ। दूसरी

तरफ, ऋण बाजार की दशाओं का सरकारी प्रतिभूति बाजार पर प्रभाव पड़ा है। बैंकों ने अपनी ऋण की मांग को निधि प्रदान करने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों की बिक्री का सहारा लिया। पूँजी जुटाने के लिए इक्विटी बाजार में बैंकों की सहभागिता के कारण भी ऋण बाजार और इक्विटी बाजार के बीच सहबद्धता बढ़ी है। आस्तियों के प्रतिभूतिकरण ने भी ऋण बाजार को सहबद्ध किया है। एक सीमा तक, ऋण बाजार की अंतर-सहबद्धता अन्य बाजारों के साथ बढ़ी है, मौद्रिक नीति के संप्रेषण चैनल की प्रभावकारिता भी बढ़ी है।

4.117 सूचना तकनीक ने ऋण संस्थाओं पर निरंतर हमला बोला है और यह लेनदेनों के कंप्यूटरीकरण और एटीएम जैसे नए सुपुर्दगी चैनलों के रूप में कई पहलुओं में महत्वपूर्ण परिवर्तन लाया है। पारंपरिक कागज आधारित निधियों की गतिविधियों के तेज तथा और कुशल इलेक्ट्रॉनिक मोड में अंतरण से निधियों का अंतरण आसान और निष्पादन के लिए कार्यक्षम हो गया है। निधियों के तेज निपटान का मुद्रा की उपलब्धता पर सीधा प्रभाव पड़ा है जिसका, परिणामस्वरूप, चलनिधि प्रबंधन पर सकारात्मक प्रभाव पड़ा है। बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा और अविनिमयन से ऋण संस्थाओं के सामने अनेक जोखिम खड़े हुए हैं जिससे उनको समुचित जोखिम प्रबंधन अपनाने के लिए प्रेरणा मिली है। जिन बैंकों के पास समुचित जोखिम प्रबंधन प्रणाली है वे अपने उत्पाद और सेवाओं का सही तरीके से मूल्य निर्धारित कर सके हैं। इस प्रकार, वर्षों से ऋण बाजार काफी अधिक प्रतिस्पर्धी, अधिक कार्यकुशल और अन्य बाजारों के साथ बेहतर रूप से समन्वित हो गया है।

4.118 संक्षेप में, ऋण संस्थाओं का एक बड़ा संजाल देश में कार्य कर रहा है। दो वित्तीय विकास संस्थाओं के बैंकों में मिल जाने के कारण आंशिक रूप से बैंकों का, जो ऋण बाजार में पहले से ही प्रबल सहभागी हैं, सापेक्षिक महत्व बढ़ गया है। 1990 के दशक के दूसरे उत्तरार्ध में मंदी की दशाओं के दिखने के बाद, 2002-03 की शुरुआत से बैंकों द्वारा दिए गए ऋण में तेजी से विस्तार हुआ। जिसे सुदृढ़ समष्टि आर्थिक निष्पादन से बल मिला। हाल के वर्षों में अनर्जक आस्तियों की गिरावट ने भी बैंकों को अपना ऋण पोर्टफोलियो बढ़ाने के लिए प्रेरित किया है। पिछले कुछ वर्षों में एक शुभ घटना कृषि में व्यापक ऋण विस्तार रहा है, जिसने 1990 के दशक की घटती प्रवृत्ति को उलट दिया है। यह कृषि क्षेत्र की बढ़ती ऋण सधनता में भी परिलक्षित हुआ। 1980 के दशक की तुलना में, उद्योग को दिया ऋण 1990 के दशक में और वर्तमान दशक में अब तक (2005-06 तक) कुछ घटा है। ऐसा उद्योग को दिए गए मध्यम और दीर्घकालिक ऋण में वृद्धि के बावजूद हुआ, जिसे परियोजना आधारित गतिविधि के लिए माना गया है। इससे पता चलता है कि बैंक दो विकास वित्तीय संस्थाओं के बैंकों में कनवर्शन/ विलयन के द्वारा हुए अंतर को भर रहे हैं। कुल मिलाकर, औद्योगिक क्षेत्र की ऋण सधनता बढ़ी है। लघु उद्योग क्षेत्र की ऋण वृद्धि, जो



1999-2004 के बीच तेजी से घटी, 2004-05 में उलट गई। हाल के वर्षों की एक महत्वपूर्ण घटना नकद ऋण के हिस्से में तेजी से सुधार और मांग ऋण के हिस्से में वृद्धि रही है।

4.119 ऋण बाजार में एक बड़ी गतिविधि घरेलू क्षेत्र में ऋण का तीव्र विस्तार रहा है, जिसे कम ब्याज दर वातावरण और आय में वृद्धि से बल मिला। घरेलू ऋण अब कुल बैंक ऋण का एक काफी बड़ा हिस्सा है। अनुभववादी प्रमाण बतलाते हैं कि मई 2002 से ऋण रुझानों में संरचनात्मक तौर पर विगत संबंधों से अंतर है। विभिन्न देशों के अनुभव दर्शाते हैं कि कई देशों में तीव्र ऋण विस्तार से कठिनाइयां आई हैं। भारतीय संदर्भ में, घरेलू क्षेत्र की ऋणग्रस्तता, जो हाल के वर्षों में प्रमुख प्रेरक रही है, कम है। पूँजी पर्याप्तता की अधिकता और अनर्जक आस्तियों के कम होने से बैंकिंग क्षेत्र सुदृढ़ हुआ है। स्ट्रेस परीक्षणों से पता चलता है कि बैंकिंग क्षेत्र तीव्र ऋण विस्तार के कारण हुए प्रतिकूल प्रभावों का सामना करने के लिए पर्याप्त लचीला है।

4.120 यद्यपि जमाराशियां निधियों का प्रमुख स्रोत रही हैं, जमा से इतर स्रोतों पर बैंक की निर्भरता बढ़ी है। जबकि बीपीएलआर में निम्नगामी एक स्थिति दिखी, बैंक अपने ऋण का एक बड़ा हिस्सा बीपीएलआर से नीचे की दर पर दे रहे हैं। परिणाम के रूप में, प्रभावी उधार दरें बाजार स्थिति के अनुरूप हैं। मध्यस्थता की लागत लगातार गिरी है, यद्यपि यह अब भी कई अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में अधिक है।

## V. भावी पथ

4.121 वित्तीय सुधारों की शुरुआत से रिजर्व बैंक ने धीरे-धीरे ऋण बाजार में विभिन्न नियंत्रणों को ढीला किया और व्यष्टि विनिमयन से समष्टि और विवेकपूर्ण विनिमयन की ओर अंतरण किया। ऋण और उसके मूल्यन पर प्रतिबंधों को क्रमिक रूप से हटाया गया। इसने बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा के साथ बैंकों को, जो ऋण बाजार के बड़े सहभागी हैं, अर्थव्यवस्था के विविधीकरण के अनुरूप अपने ऋण पोर्टफोलियो को विविधीकृत करने के लिए उत्साहित किया। जबकि हाल के वर्षों में कृषि तथा लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र के लिए ऋण प्रवाह बढ़ा है, इस क्षेत्र के लिए ऋण के प्रवाह को बढ़ाने की और आवश्यकता है, विशेष रूप से लघु और मझौले उद्यमों के लिए। ऋण के औपचारिक चैनल तक अधिकाधिक पहुँच को आसान बनाने तथा वृद्धि प्रक्रिया को बनाए रखने के लिए ऋण बाजार के द्वारा महत्वपूर्ण भूमिका निभाए जाने हेतु समर्थ बनाने के लिए अल्प से मध्यम कालिक मुद्दों पर ध्यान दिए जाने की आवश्यकता है।

## ग्रामीण ऋण

4.122 अद्यतन उपलब्ध अखिल भारतीय ऋण और निवेश सर्वेक्षण 2002 के अनुसार, घरेलू क्षेत्र के बकाया नकद ऋणों में संस्थागत एजेंसियों का हिस्सा 1991 में 66.3 प्रतिशत से घटकर 2002 में 57.1 प्रतिशत हो गया, ऋण के अनौपचारिक चैनल में तदनुरूपी वृद्धि हुई। यद्यपि, संस्थागत ऋण का हिस्सा हाल के वर्षों में कृषि के प्रति बैंक ऋण में काफी वृद्धि के कारण बढ़ सका, ग्रामीण क्षेत्र में अपर्याप्त वृद्धि की चिंताएं बनी हुई हैं।

4.123 यद्यपि 1990 के दशक के पहले ऋण के प्रति आपूर्ति प्रधान दृष्टिकोण ने सब्सिडी दर पर ऋण की उपलब्धता सुनिश्चित की, यह वित्तीय रूप से अवहनीय हो गई क्योंकि इसने ऋण संस्थाओं की स्थिति को बुरी तरह प्रभावित किया। जबकि कृषि क्षेत्र के प्रति ऋण प्रवाह को बढ़ाने के लिए निश्चित रूप से एक आवश्यकता है, कुछ ऐसे महत्वपूर्ण मुद्दे हैं जिन पर ध्यान दिए जाने की आवश्यकता है। इनमें से कुछ मुद्दों को माननीय प्रधान मंत्री द्वारा पहले ही उठाया जा चुका है<sup>4</sup>। ये हैं: (i) किसान क्या चाहते हैं - ब्याज की कम दर अथवा उचित दर पर ऋण की भरोसे मंद प्राप्ति? (ii) क्या हमारा वर्तमान संस्थागत ढाँचा ऐसे किसानों की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए पर्याप्त है जिनकी भिन्न-भिन्न आर्थिक स्थिति है? (iii) क्या हमें ऐसी नए संस्थागत संरचनाओं जैसे स्वयं सहायता समूह, लघु वित्त संस्थान आदि को बनाने की आवश्यकता है जिससे बेहतर और भरोसेमंद ऋण प्रदान किया जा सके? अथवा क्या हमें साहूकारों को विनियमों के अन्तर्गत लाने की आवश्यकता है? निकट भविष्य में इन प्रश्नों के उत्तर खोजे जाने की आवश्यकता है।

4.124 ऋण की भरोसेमंद प्राप्ति ऋण की लागत की तुलना में अधिक महत्वपूर्ण है। इसलिए रिजर्व बैंक अनारक्षित क्षेत्र में ऋण संस्थाओं की पहुँच बढ़ाने के लिए समय-समय पर अनेक उपाय कर रहा है। शाखा लाइसेंसिंग नीति में बैंक रहित जिलों/क्षेत्रों में शाखाएं खोलने पर जोर दिया गया है। बैंकों को अपने क्षेत्र विस्तार के लिए कारोबार में सहायता करने वाले (फेसीलिटेटर) और कारोबार प्रतिनिधि (कोरसपोण्डेंट) की सेवाओं का उपयोग करने की भी अनुमति प्रदान की गई है। बैंक अब गैर सरकारी संगठनों, स्वयं सहायता समूहों और लघु वित्त संस्थानों का मध्यस्थों के रूप में बड़े पैमाने पर उपयोग कर रहे हैं। स्वयं सहायता समूह-बैंक सहबद्ध कार्यक्रम के और जोर पकड़ने की आशा है, साथ ही नाबार्ड पहचाने गए 13 ऐसे राज्यों में इन गतिविधियों को बढ़ाने के लिए एक कार्यक्रम बना रहा है जिसकी ग्रामीण गरीब जनसंख्या 70.0 प्रतिशत है।

4 18 अक्टूबर 2006 को दूसरे कृषि शीर्ष सम्मेलन के अवसर पर संबोधन

4.125 लघु वित्त संस्थानों के परिचालन के कुछ पहलुओं पर कुछ चिंताएं भी उभरी हैं। यद्यपि, लघु वित्त की गतिविधियां व्यापारिक रूप से व्यवहार्य हो सकती हैं, यह पता चला है कि कुछ लघु वित्त संस्थान बहुत अधिक ब्याज दर ले रहे हैं; जो बाद में प्रति-उत्पादक हो सकता है। जबकि लघु वित्त ढाँचे की अनौपचारिकता महत्वपूर्ण है, नाबार्ड और बैंकों को ऐसी प्रथाओं तथा लघु वित्त संस्थानों के साथ उनके संबंधों के प्रति समुचित देशी/स्थानीय रक्षोपाय करने की आवश्यकता है।

#### लघु और मझौले उद्यम के प्रति ऋण

4.126 बड़ी फर्मों की तुलना में लघु और मझौले उद्यम अपने वित्तीय विकल्प में काफी बाध्य हैं। ऋण संस्थाओं से पर्याप्त ऋणों के अभाव में, उन्हें व्यापक रूप से आंतरिक स्रोतों पर निर्भर रहना पड़ता है, जिससे उनकी वृद्धि रुकती है। चूंकि अर्थव्यवस्था में वृद्धि की गति को बनाए रखने के लिए लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र के लिए ऋण अति महत्वपूर्ण है, रिजर्व बैंक ने ऋण प्रवाह को सरल और कारगर बनाने तथा इस क्षेत्र की ऋण सुपुर्दगी संबंधी संरचनात्मक समस्याओं को दूर करने के लिए अनेक उपाय किए हैं। इसके कुछ उत्साहजनक परिणाम दिख रहे हैं और हाल के वृद्धि रुझानों को बनाए रखने की आवश्यकता है। एक बड़ी समस्या है कि बैंक लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र को अधिक जोखिम वाला समझते हैं और इसलिए ऋण पर सापेक्षिक रूप से अधिक ब्याज की दर लगाते हैं और संपार्श्विकीकृत जमानत की मांग करते हैं। रिजर्व बैंक ने बैंकों को सलाह दी है कि वे 5 लाख तक के ऋणों पर संपार्श्विकीकृत जमानत न मांगें और 5 लाख रुपए से ऊपर और 25 लाख रुपए तक के ऋणों के लिए बैंक लघु उद्योग क्षेत्र के अच्छे ट्रैक रिकार्ड और वित्तीय स्थिति के आधार पर संपार्श्विकीकृत जमानत की आवश्यकताओं से छूट देने पर विचार करें। तमाम तरीके हो सकते हैं जिससे इसका समाधान निकल सकता है और बिना संपार्श्विकीकृत जमानत के ऋण दिया जा सकता है। ऐसा एक विकल्प उधारकर्ताओं के ऋण के वृत्तांत की उपलब्धता है। लेकिन, देश भर में फैले उधारकर्ताओं की बड़ी संख्या का ऋण वृत्तांत तैयार करना एक कठिन कार्य है। ऋण सूचना ब्यूरो (भारत) लिमिटेड ने पहले ही कार्य करना शुरू कर दिया है। ऋण सूचना अधिनियम मई 2005 में पारित किया गया और नियम तथा विनियम इसके पश्चात् अधिसूचित किए गए। इससे और ऋण सूचना कंपनियों के निर्माण में मदद मिलेगी। ये कंपनियां उधारकर्ताओं के बारे में ऋण संबंधी जानकारी एकत्र करेंगी और प्रसारित करेंगी तथा वे अन्य देशों की तरह ऋण का अभिकलन भी शुरू कर सकती हैं। इससे लघु और मझौले उद्यम क्षेत्र के लिए ऋण की गुणवत्ता सुधारने, लेनदेन की लागत घटाने तथा ऋण प्रवाह बढ़ाने में मदद मिलेगी। संपार्श्विकीकृत जमानत से बचने के लिए एक दूसरा विकल्प वैयक्तिक और फर्म दोनों उधारकर्ताओं की स्वतंत्र रेटिंग शुरू करना है। वर्तमान में देश में रेटिंग प्रवेशन बहुत कम है और रेटिंग को पाने के लिए

लगाने वाली लागत अधिक है। इसलिए समन्वित प्रयास किए जाने की आवश्यकता है जिससे रेटिंग को उधार देने वाले और उधार लेने वाले दोनों के लिए एक स्वीकार्य अवधारणा के रूप में लोकप्रिय बनाया जा सके। दूसरा विकल्प है भविष्य में आनेवाले नकदी प्रवाहों को संपार्श्विकीकृत जमानत के रूप में समझा जाए जैसे आस्ति आधारित संपार्श्विकीकृत जमानत के स्थान पर खाते की प्राप्ति।

4.127 ग्रामीण, अर्ध शहरी और शहरी क्षेत्रों से लगाकर पूरे देश में उद्यमशीलता का एक विस्फोट सा हुआ है। इसे बनाए रखना और वित्त पोषित करना होगा। ऐसा केवल सभी आकारों वाले उद्यमों की वृद्धि के माध्यम से होगा; इससे प्रतिस्पर्धा को पाला-पोषा जा सकेगा। आज का एक छोटा उद्यमी कल का एक बड़ा उद्यमी बनेगा और यदि उसे वित्तीय सहायता दी जाए तो फलतः वह एक बहुराष्ट्रीय उद्यम बन सकता है। लेकिन हमें यह भी समझना होगा कि असफलताएं भी मिलेंगी और सफलताएं भी मिलेंगी। इसलिए बैंकों को अपने जोखिम मूल्यांकन और जोखिम प्रबंधन क्षमताओं को सुदृढ़ बनाना होगा और अपने जोखिम प्रबंधन के एक हिस्से के रूप में इन असफलताओं के लिए प्रावधान करता होगा। जोखिम के बावजूद, वित्तीय समावेशन और वृद्धि के लिए उद्यमों का पहली बार वित्त पोषण आवश्यक है। ग्रामीण क्षेत्र में गैर कृषि सेवा उद्यमों का वित्तपोषण नई आय और रोजगार के अवसर पैदा करेगा (मोहन, 2006 बी)।

#### बढ़ता ऋण प्रवेशन

4.128 यद्यपि भारत की वित्तीय प्रणाली विविधीकृत है जहाँ पर विभिन्न प्रकार की ऋण संस्थाएं हैं, कई अन्य विकसित और उभरती अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में ऋण प्रवेशन बहुत कम बना हुआ है। यह इस तथ्य के बावजूद है कि विगत हाल में अधिक से अधिक लोगों, खास तौर से वंचित और कम आय वर्ग के गृहस्वामियों को बैंकिंग दायरे में लाने के लिए अनेक उपाय किए गए हैं। एक आदर्श विश्व में, प्रतिस्पर्धी दबाव सुनिश्चित करेंगे कि आबादी के सभी वर्गों की बैंकिंग आवश्यकताएं पूरी हों। अनुभव बतलाते हैं कि यह सुनिश्चित करने के लिए हस्तक्षेप जरूरी है कि कम आय वाले लोगों को उचित लागत पर ऋण सुविधाएं प्राप्त हों। इसलिए, देश में ऋण प्रवेशन को बढ़ाने के लिए समन्वित प्रयास किए जाने की आवश्यकता है। कम ऋण प्रवेशन के प्रमुख कारण सुविधाओं के बारे में जागरूकता की कमी, ग्रामीण क्षेत्र में कारोबार करने के लिए अधिक लेनदेन लागत और संपार्श्विकीकृत जमानत देने में गरीब लोगों की असमर्थता।

4.129 समाज का ऐसा वंचित वर्ग जिसकी आय कम होती है सामान्यतः बैंक जाने में संकोच करता है और स्थानीय साहूकारों के चंगुल में फंस जाता है। इसलिए वित्तीय शिक्षा प्रदान करने के लिए, विशेष रूप से ग्रामीण क्षेत्र में कोई प्रणाली विकसित करने की आवश्यकता है। वित्तीय शिक्षा का फोकस सामान्य जनता को अपनी जरूरतों के लिए औपचारिक ऋण संस्थाओं का प्रयोग करने के लाभ के बारे में शिक्षा देने पर होना चाहिए।



4.130 ऋण प्रवेशन को बढ़ाने में एक बड़ा मुद्दा संपार्श्विकीकृत जमानत है जिसके लिए बैंक ऋण प्रदान करते समय जोर देते हैं। जबकि बैंकों को बिना संपार्श्विकीकृत जमानत के छोटे ऋण प्रदान करने के लिए प्रोत्साहित किया जा रहा है, बैंकों को संपार्श्विकीकृत जमानत पर अपनी निर्भरता को कम करने के लिए वैकल्पिक तरीकों पर विचार करने की आवश्यकता है।

4.131 ऋण प्रवाह को बढ़ाने का एक दूसरा प्रमुख मुद्दा लेनदेन की अधिक लागत से संबंधित है। इसका हल तकनीकी के समुचित उपयोग द्वारा निकाला जा सकता है। बैंकों को सूचना प्रौद्योगिकी द्वारा प्रस्तुत कम लागत के सुपुर्दगी विकल्पों पर विचार करने की आवश्यकता है। इससे आवेदनों को निपटाने की लागत और समय को कम करने तथा खातों के रखरखाव और उनका समाधान करने में महत्वपूर्ण योगदान मिल सकता है। साप्ताहिक बैंकिंग, मोबाइल बैंकिंग, अनुषंगी कार्यालय और हब तथा स्पोक मॉडल को अपनाने जैसे अनेक तरीकों के प्रयोग से दूरवर्ती क्षेत्र में बैंकिंग सेवाओं के लिए उपरि लागत को काफी कम किया जा सकता है। एक बार जब डाटा बेस और ट्रैक रिकार्ड बन गया, तो तमाम वित्तीय सेवाएं प्रदान की जा सकती हैं, ये सेवाएं हैं: बचत, प्रेषण, लेन देन और वेतन, पेंशन की प्राप्ति तथा उपयोगिताओं के लिए भुगतान जैसी बैंकिंग, आवास ऋण सहित ऋण, बीमा और म्युच्युअल फंड उत्पाद।

4.132 सूचना प्रौद्योगिकी आधारित उत्पादों और सेवाओं को शुरू करने के पहले एक पहलू पर ध्यान दिए जाने की आवश्यकता है कि ग्रामीण क्षेत्र में साक्षरता और तकनीकी ज्ञान तथा सूचना प्रौद्योगिकी उत्पादों के बारे में जागरूकता का कम स्तर है। भाषा प्रौद्योगिकी के प्रयोग में, जो व्यापक रूप से अंग्रेजी आधारित है, एक दूसरी बाधा है। इस प्रकार, बैंकों को सूचना प्रौद्योगिकी आधारित नए उत्पादों को लोकप्रिय बनाने के प्रयास करने होंगे। इस संबंध में, क्षेत्रीय भाषाओं और सूचना प्रौद्योगिकी में कतिपय मूल शिक्षा प्रदान करने वाले कार्यक्रमों पर समुचित ध्यान दिए जाने की आवश्यकता है।

4.133 तथापि, बढ़ते ऋण प्रवेशन की नीति अकेले वाणिज्यिक बैंकों पर फोकस करने से वांछित परिणाम नहीं भी दे सकती है। सहकारी संस्थाओं और राज्य स्तरीय वित्तीय संस्थाओं जैसी अन्य संस्थाओं के लिए एक व्यापक नीति बनाया जाना भी वांछनीय है। एक ऐसा वातावरण बनाना आवश्यक है जिससे अल्प सेवा वाले बाजारों में कार्य करने के लिए समर्थ वित्तीय सेवा प्रदाताओं के उदय होने को बढ़ावा मिल सके।

#### ऋण का मूल्यन

4.134 बैंक की उधार देने की दरों के अविनिमयन के समय से ऋण के मूल्यन का काफी महत्व बढ़ गया है। यद्यपि ब्याज दरें मांग-पूर्ति की शक्तियों द्वारा संचालित हैं, बैंकों के बीपीएलआर में कुछ अधोगामी एक समान स्थिति देखी गई। इसके अलावा, बैंकों द्वारा लगभग 82 प्रतिशत उधार बीपीएलआर से नीचे दर की दर पर दिए जा रहे हैं जिससे

तमाम चिंताएं बढ़ी हैं। जबकि बेहतर मालियत वाली कंपनियों बीपीएलआर से नीचे की दर पर ऋण ले रही हैं, कृषि, लघु उद्योग क्षेत्र और अन्य उधारकर्ताओं से सामान्य रूप में बीपीएलआर अथवा कुछ मामलों में अधिक दर ली जाती है। प्रशासित ब्याज दर केवल 2 लाख रुपए से कम कृषि ऋण तथा निर्यात ऋण के मामले में लागू है। बैंक 7 प्रतिशत ब्याज दर पर 3 लाख रुपए तक के अल्पकालिक उत्पादन ऋण भी किसानों को प्रदान कर सकते हैं जिस पर बैंकों को सरकार द्वारा ब्याज पर 2 प्रतिशत सरकारी अनुदान प्रदान किया जाएगा। अखिल भारतीय ऋण और निवेश सर्वेक्षण 2002 ने पाया कि 30 जून 2002 को ग्रामीण ऋण का लगभग 82 प्रतिशत 12 से 20 प्रतिशत की ब्याज सीमा में था, जबकि बैंकों की मूल उधार दरें 11 से 12 प्रतिशत के दायरे में थीं।

4.135 बीपीएलआर से नीचे उधार देने में कई जटिलताएं हैं। पहले, इसमें पारदर्शिता की कमी होती है और इसलिए यह उधार देने वालों और उधार लेने वालों दोनों को प्रभावित करता है। दूसरे, बीपीएलआर से नीचे की दर पर दिए गए उधार की प्रतिपूर्ति करने के लिए, अन्य घटकों से अधिक ब्याज दर लिया जाता है, इस प्रकार आर्थिक रूप से विपन्न उधारकर्ताओं की कीमत पर आर्थिक रूप से संपन्न उधारकर्ताओं को अनेक प्रकार की सहायता (सब्सिडी) प्राप्त हो जाती है। यद्यपि रिजर्व बैंक बैंकों को निधियों की लागत, लेन-देन की लागत और जोखिम से समुचित सुरक्षा को ध्यान में रखते हुए अपना बीपीएलआर निर्धारित करने के लिए परामर्श देता रहा है, बीपीएलआर का निर्धारण नियम आधारित होने की अपेक्षा अधिक मनमाना बना हुआ है। इसलिए यह महसूस किया गया है कि बीपीएलआर निर्धारण करने की अवधारणा तलाशे जाने की आवश्यकता है जिससे इसे और पारदर्शी बनाया जा सके।

#### कार्यक्षमता बढ़ाना

4.136 उधार परिचालनों की बेहतर कार्यक्षमता (और अन्य बैंकिंग कारोबार में भी) सामान्य रूप से परिचालन व्यय, ब्याज स्प्रेड और मध्यस्थता की लागत को कम कर सकती है (मोहन, 2006 सी)। इससे ऋणों पर ब्याज दर घटाने में मदद मिलेगी और इस प्रकार अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों को बेहतर ऋण प्रवाह की सुविधा प्राप्त होगी। यद्यपि 1990 के दशक के प्रारंभ से भारत में मध्यस्थता लागत घटी है, यह अन्य उन्नत और उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में अब भी अधिक है। इसलिए यह आवश्यक है कि मध्यस्थता की लागत घटाई जाए। बैंक परिचालनों में प्रौद्योगिकी सुधार से कार्यक्षमता में और सुधार आएगा तथा इस प्रकार परिचालनों की लागत कम होगी।

#### ऋण परामर्श

4.137 जबकि यह जरूरी है कि बाजार स्थानों में नवोन्मेषों और प्रतिस्पर्धा को प्रोत्साहित किया जाए, ग्राहकों को पर्याप्त संरक्षण देना भी जरूरी है। आज के कुछ उत्पादों को समझना ग्राहकों के लिए कठिन



हो गया है क्योंकि वे जटिल हैं और उनके बारे में पारदर्शिता तथा मानकीकृत सूचना की कमी है। ऋण जोखिम का स्रोत है। कुछ ग्राहक ऐसे ऋण ले सकते हैं जो अनुपयुक्त और खर्चीले हो सकते हैं। कुछ ग्राहक परिस्थितियों वश भी ऋण ले सकते हैं। इसलिए ग्राहकों को सही समय पर सही सूचना देना आवश्यक है जिससे वे प्राप्त जानकारी के आधार पर ऋण ले सकें। बदलती वृद्धि गतिशीलता के कारण, जनसंख्या का एक हिस्सा आर्थिक परिवेश में अत्यधिक आशावाद के वशीभूत भी हो सकता है। इन कारणों को देखते हुए, यह बहुत लाभकारी होगा कि वैयक्तिकों को शिक्षित करने के लिए ऋण परामर्शदायी संस्थाएं खोली जाएं जिससे उनकी ऋण की मांग और ऋण प्रबंधन का मूल्यांकन किया जा सके और इस प्रकार दिवालिया होने के जोखिम को कम किया जा सके। इसके अलावा, ऋण परामर्शदायी संस्थाएं ग्रामीण क्षेत्र में विषम सूचनाओं को दूर कर सकती हैं और विभिन्न उपलब्ध स्रोतों से ऋण प्राप्त करने के लिए वैयक्तिकों का मार्गदर्शन कर सकती हैं। नियामक के दृष्टिकोण से, ऋण परामर्श के माध्यम से दी गई वित्तीय शिक्षा सामान्य आदमी का सशक्तीकरण कर सकती है और इस प्रकार बाजार के असफल होने की संभावना कम हो सकती है जिसके लिए विषम प्रकार की सूचनाओं को उत्तरदायी माना जा सकता है।

**4.138** कई देशों में, ऋण परामर्शदाता संगठनों की प्रणाली पहले से ही कार्य कर रही है। पहली विख्यात ऋण परामर्शदात्री एजेंसी वित्तीय साक्षरता को बढ़ाने और दिवालियापन से बचने के लिए ग्राहकों की मदद के लिए अमरीका में 1951 में खोली गई। इसके बाद, कई अन्य देशों ने इस प्रकार के संगठन बनाए। उदाहरण के लिए ब्रिटेन में बैंकिंग संहिता में प्रावधान है कि सदस्य बैंक ग्राहकों के साथ वित्तीय समस्याओं पर चर्चा करेंगे और मिलकर इन समस्याओं का समाधान करने के लिए एक योजना बनाएंगे। कनाडा में 2000 में एक गैर-लाभ परामर्शदाता संगठन बनाया गया है जिसे क्रेडिट काउंसिलिंग कनाडा (सीसीसी) कहा जाता है, यह सभी नगरिकों के लिए बिना लाभ के ऋण परामर्श की गुणवत्ता और उपलब्धता को बढ़ाने का प्रयास करता है। दि बैंक निगारा मलेशिया ने वैयक्तिकों को ऋण परामर्श और ऋण पुनर्संरचना पर सलाह देने के लिए एक ऋण परामर्शदात्री और ऋण प्रबंधन (सीसीडीएम) एजेंसी की स्थापना की है। इस व्यवस्था के, बिना अदालत के हस्तक्षेप के लेनदार और देनदार के बीच चुकौती योजना के आधार पर, ऋण निपटान का एक त्वरित और लागत-प्रभावी साधन बनने की आशा है। मुख्य रूप से गैर जमानती ऋण पर बढ़ते दिवालियापन को देखते हुए, विपदाग्रस्त ग्राहकों की वित्तीय रूप से मदद करने के लिए 2003 में क्रेडिट काउंसिलिंग ऑफ सिंगापुर की स्थापना की गई। भारत में, कृषि ऋण की क्रियाविधि और प्रक्रिया की जाँच करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा गठित कार्यदल (अध्यक्ष : श्री सी.पी. स्वर्णकार) ने सिफारिश की कि बैंक ऋण और तकनीकी परामर्श के लिए या तो वैयक्तिक अथवा समूह संसाधनों के साथ, परामर्शदाता केन्द्र खोलने पर सक्रियता से विचार करें ताकि सापेक्षिक रूप से अल्पविकसित क्षेत्रों पर विशेष जोर दिया जा सके।

*ऋण मूल्यांकन, विवेकपूर्ण नियमन और पर्यवेक्षी मानकों को सुदृढ़ बनाना*

**4.139** जबकि भारतीय संदर्भ में ऋण में वृद्धि वित्तीय क्षेत्र की गहनता को दर्शाती है, प्रक्रिया धीमी रही है। अत्यधिक ऋण विस्तार से समष्टि आर्थिक और वित्तीय दुर्बलताएं बढ़ सकती हैं। तीव्र ऋण वृद्धि को प्रायः जोखिमपूर्ण समझा जाता है क्योंकि कमजोर उधारकर्ताओं को अच्छी आर्थिक स्थितिवाला समझा जा सकता है। भावी अर्जनों के बारे में अत्यधिक आशावादिता बैंकों को ऋण निर्माण पर फोकस करने के लिए प्रेरित कर सकती है जिससे ऋण निगरानी और जोखिम मूल्यांकन का खतरा हो सकता है और जिससे अनर्जक ऋणों में वृद्धि हो सकती है। हाल के वर्षों में तीव्र ऋण वृद्धि को देखते हुए, बैंकों को अपने ऋण मूल्यांकन मानकों को सुदृढ़ बनाने और संवितरण के पश्चात् समुचित निगरानी सुनिश्चित करने की आवश्यकता है।

**4.140** तीव्र ऋण विस्तार की अवधि के दौरान विवेकपूर्ण विनियमन और पर्यवेक्षण अत्यंत महत्वपूर्ण हैं। रिजर्व बैंक ने संवेदनशील क्षेत्र में ऋण वृद्धि को कम करने के लिए पहले ही कई/महत्वपूर्ण विवेकपूर्ण उपाय किए हैं। जैसा कि वार्षिक नीति वक्तव्य 2005-06 की अर्धछमाही समीक्षा में कहा गया, ऐसे चुनिंदा बैंकों में एक पर्यवेक्षी समीक्षा प्रक्रिया शुरू की गई जिनका कुछ क्षेत्रों अर्थात् जमीन-जायदाद, अत्यधिक लीवरेज्ड गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों, उद्यम पूंजी निधियों और पूंजी बाजार के प्रति काफी एक्सपोजर है। वित्तीय पर्यवेक्षण बोर्ड के बनने से पर्यवेक्षण की गुणवत्ता काफी बढ़ गई है, यह बोर्ड अब सभी वित्तीय संस्थानों के पर्यवेक्षण के प्रति पूरा ध्यान देता है। पर्यवेक्षण प्रणाली को जोखिम आधारित बनाने के लिए प्रयास भी किए जा रहे हैं, जिसके लिए पायलट प्रयोग चल रहा है। समुचित पूर्व चेतावनी प्रणाली और सतर्कता प्रणाली भी कार्य कर रही है। पर्यवेक्षी मशीनरी के भली प्रकार कार्य करते रहने की आवश्यकता है।

## VI. सारांश

**4.141** भारत में ऋण बाजार वित्तीय बाजार ढाँचे का सर्वाधिक महत्वपूर्ण हिस्सा है। भारत के ऋण बाजार में उधारकर्ताओं के प्रकार/लिखतों के प्रकार/ऋण के मूल्य के अर्थ में पिछले 15 वर्षों में काफी महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ है। दो विकास वित्त संस्थाओं के बैंकों में विलय होने और गैर बैंकिंग वित्तीय संस्थानों के कारोबारी परिचालनों में कमी के कारण, ऋण बाजार में बैंकिंग संस्थानों का आधिपत्य बढ़ा है। कारोबारी परिचालनों की बढ़ती स्वतंत्रता और निजी तथा विदेशी बैंकों और गैर-बैंक ऋण संस्थाओं की बढ़ती उपस्थिति से, ऋण बाजार अत्यधिक प्रतिस्पर्धी हो गया है क्योंकि नए बैंक ऋण बाजार में अपने हिस्से को बढ़ाने के लिए हर प्रकार का प्रयास कर रहे हैं। उधारकर्ता कंपनियों और ऋण प्रदान करने के प्रयोजनों के अनुसार ऋण बाजार विविधीकृत भी हुआ है। अर्थव्यवस्था की बदलती संरचना को परिलक्षित करते हुए, घरेलू क्षेत्र के साथ सेवा क्षेत्र बैंकिंग क्षेत्र के महत्वपूर्ण उधारकर्ता के रूप में सामने आया है।

4.142 1990 के दशक में कृषि में ऋण के गिरते हिस्से का रुझान उलट गया है क्योंकि पिछले कुछ वर्षों में इस क्षेत्र में तीव्र ऋण विस्तार हुआ है। यह रिज़र्व बैंक और सरकार द्वारा किए जा रहे समन्वित प्रयासों को परिलक्षित करता है। 1980 के दशक की तुलना में 1990 के दशक और वर्तमान दशक में उद्योगों के प्रति ऋण घटा। बेहतर वित्तीय कार्य निष्पादन के परिणाम के रूप में, आंतरिक निधियों के निर्माण ने उद्योग की अल्पकालिक उधार की आवश्यकता को सीमित किया है। लघु उद्योग के प्रति ऋण वृद्धि जो 1999-2000 और 2003-04 के बीच घटी थी, पिछले दो वर्षों में बढ़ी है। लघु उद्योग के लिए ऋण के प्रवाह को और सुदृढ़ करने की आवश्यकता है। हाल के वर्षों में बैंकों ने घरेलू क्षेत्र के लिए अपनी सेवाओं को और बेहतर बनाया है। उद्योग के प्रति मध्यम और दीर्घकालिक ऋणों के हिस्से में वृद्धि तथा आवास ऋण में सुदृढ़ वृद्धि से हाल के वर्षों में कुल ऋण में मध्यम और दीर्घकालिक ऋणों के हिस्से में तीव्र वृद्धि हुई। बैंक जमाओं के अल्पकालिक स्वरूप को देखते हुए, समग्र मध्यम और दीर्घकालिक ऋण में काफी वृद्धि का बैंक के आस्ति देयता प्रबंधन (एएलएम) पर प्रभाव पड़ सकता है।

4.143 2002-03 से बैंक ऋण तेज गति से बढ़ा है। हाल के वर्षों में बैंक ऋण की संरचना में एक सर्वाधिक महत्वपूर्ण परिवर्तन घरेलू क्षेत्र के हिस्से में व्यापक वृद्धि रहा है। एक सीमा तक, तीव्र ऋण विस्तार को आस्ति गुणवत्ता में सुधार से प्रोत्साहन मिला है क्योंकि ऋण मध्यस्थता का कार्य अनर्जक आस्तियों की अधिकता के कारण 1990 के दशक के मध्य में कमजोर पड़ गया था। अनुभववादी प्रमाण बतलाते हैं कि मई 2002 से ऋण का रुझान संरचनात्मक रूप से पिछले संबंधों से भिन्न रहा है, यद्यपि हाल के वर्षों में ऋण विस्तार, स्वरूप में, चक्रीय-अनुकूल भी रहा है।

4.144 हाल के वर्षों में कई अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में भी तीव्र ऋण विस्तार का अनुभव किया जा रहा है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के तीव्र ऋण विस्तार में कई कारकों ने योगदान किया है जैसे सुदृढ़ वृद्धि, समष्टि आर्थिक स्थिरीकरण, सुदृढ़ आर्थिक दृष्टिकोण और कारोबार विश्वास में सुधार। भारत के मामले में, अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में ऋण-जीडीपी अनुपात कम रहा है। इस प्रकार हाल के वर्षों में सुदृढ़ ऋण विस्तार कुछ सीमा तक वित्तीय गहनता की प्रक्रिया को दर्शाता है। यद्यपि हाल के वर्षों में घरेलू क्षेत्र के उधारों में तेजी से वृद्धि हुई है, घरेलू क्षेत्र का ऋण-आस्ति

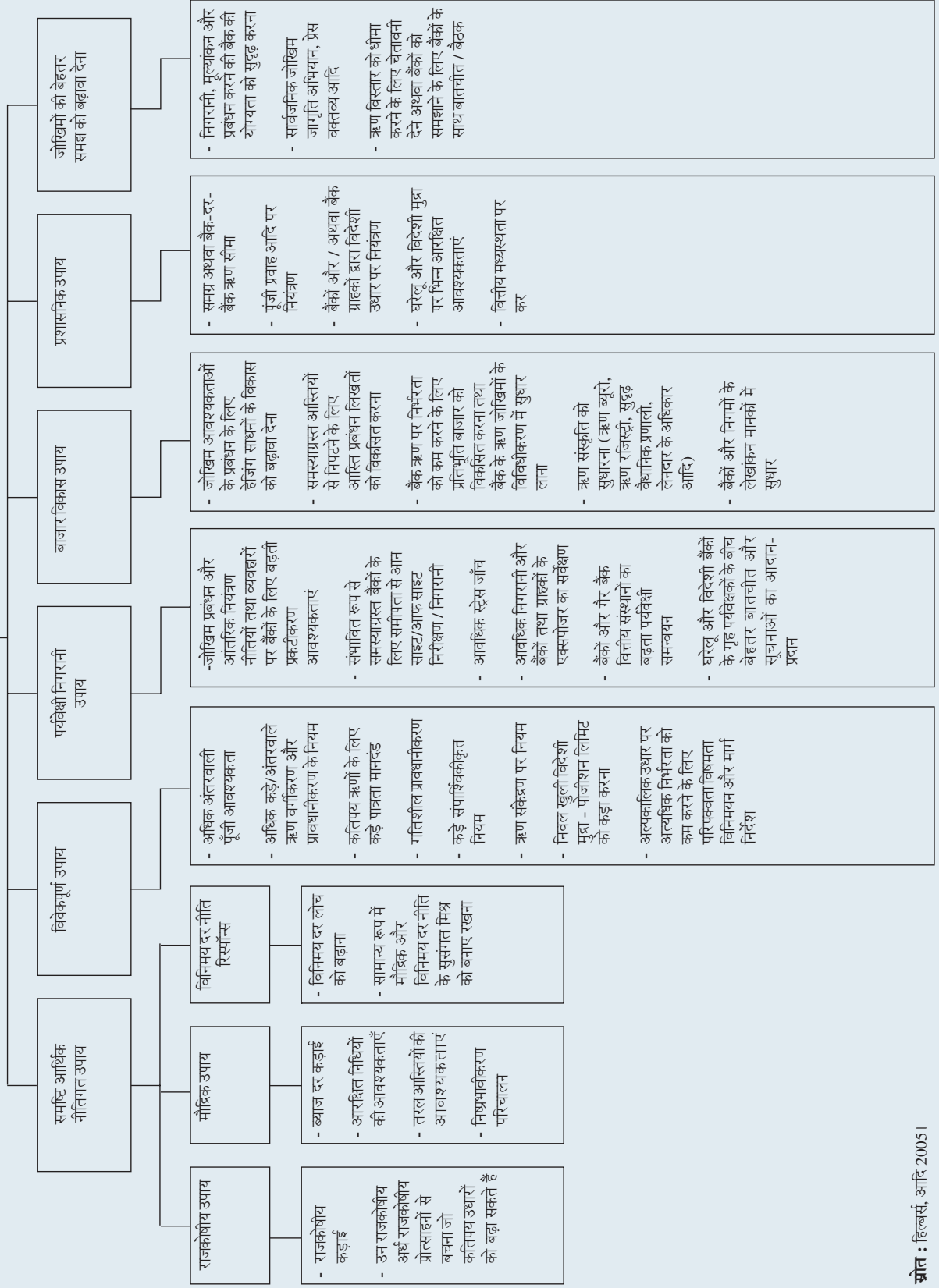
अनुपात कम बना हुआ है। यह जानने की आवश्यकता है कि ऋण का अधिक संचयन घरेलू क्षेत्र को भावी ब्याज दर/विनिमय दर आघातों के प्रति संवेदनशील बना सकता है क्योंकि बैंकों ने अपने बाजार जोखिम का एक बड़ा हिस्सा घरेलू क्षेत्र को अंतरित कर दिया, इस प्रकार घरेलू क्षेत्र के प्रति तीव्र ऋण वृद्धि की सुवहनीयता संबंधी चिंताएं बढ़ गईं। जहाँ तक बैंकिंग क्षेत्र का संबंध है, सामान्यतया इसका पूँजी पर्याप्तता अनुपात अधिक और अनर्जक आस्तियों का स्तर कम है। स्ट्रेस परीक्षण से पता चलता है कि भारत में बैंकिंग क्षेत्र ऋण में तीव्र विस्तार के कारण हुए किसी प्रतिकूल प्रभाव का सामना करने के लिए लोचशील है। तथापि, तीव्र ऋण वृद्धि के कारण हुए जोखिमों को देखते हुए, रिज़र्व बैंक ने संवेदनशील क्षेत्र में ऋण के प्रवाह को कम करने तथा बैंकिंग संस्थाओं की आस्ति गुणवत्ता को बनाए रखने के लिए कई विवेकपूर्ण और मौद्रिक उपाय किए हैं। ऋण मूल्यांकन और संवितरण पश्चात निगरानी को सुदृढ़ करना बैंकों की आवश्यकता है।

4.145 ऋण बाजार का सही ढंग से कार्य करना पर्याप्त प्रतिस्पर्धा पर आधारित है। प्रतिस्पर्धी परिवेश में अधिक कार्यक्षम संस्थाएं कम कार्यक्षम संस्थाओं की कीमत पर बाजार हिस्से को हथिया लेती हैं जिससे प्रणाली की समग्र कार्यक्षमता सुधरती है। इससे ऋण संस्थाओं और ग्राहकों दोनों को लाभ होता है। जबकि ऋण संस्थाओं की प्राप्ति लाभ के रूप में होती है, उपभोक्ताओं के लिए वे सेवाओं की कम लागत के रूप में होती हैं। समेकन की प्रक्रिया और पुनर्संरचना, जो भारत के ऋण बाजार में घटित हो रही है, का परिणाम अक्षम सहभागियों का समापन हो सकता है तथा ऋण बाजार भविष्य में और अधिक कार्यक्षम हो सकता है।

4.146 सुदृढ़ आर्थिक वृद्धि ने ऋण की मांग को बढ़ाया है। सामान्यतया ऋण संस्थाओं और विशेषतया बैंकों का सही ढंग से कार्य करना सुदृढ़ आर्थिक वृद्धि के लिए कुंजी है। अधिक ऋण विस्तार की वर्तमान स्थिति में, बैंक निर्धारित न्यूनतम तक, एसएलआर प्रतिभूतियों में अपने अधिशेष निवेश को बेच रहे हैं। यह बिक्री जल्दी ही एक सीमा तक पहुँच जाएगी। इसलिए बैंकों को बैंकिंग सुविधाएं बढ़ाकर और अपना जमा आधार व्यापक बनाकर स्थिर खुदरा जमाओं को आकर्षित करने के लिए समन्वित प्रयास किए जाने की आवश्यकता है। विशेष रूप से, बैंकों को अपने जमाओं के जुटाव और ऋण विस्तार को संतुलित करने के लिए ग्रामीण क्षेत्रों से संसाधन एकत्र करने के लिए काल्पनिक तरीके खोजने की जरूरत होगी।

## अनुबंध IV.1: तीव्र ऋण वृद्धि को रोकना करने में नीतिगत विकल्पों की सूची

### नीतिगत विकल्प



स्रोत : हिल्बर्स, आदि 2005।

## अनुबंध IV.2 : तीव्र ऋण वृद्धि के प्रमुख जोखिमों के प्रबंधन के लिए पर्यवेक्षी उपाय

जोखिम का प्रकार	विशिष्ट उपाय
ऋण जोखिम	<ul style="list-style-type: none"> <li>अधिक और/अथवा अंतरवाली पूंजी आवश्यकता अथवा ऋण प्रकार, परिपक्वता और ऋण की मुद्रा संघटना के आधार पर जोखिम भारों का प्रयोग।</li> <li>सामान्य प्रावधान बढ़ाना, ऋण वर्गीकरण और प्रावधानन आवश्यकता (अर्थात् बैंकों के लिए तेजी से बढ़ते पोर्टफोलियो के साथ में जोखिमों के विभिन्न तत्वों को शामिल करना (अर्थात् विदेशी मुद्रा ऋण, ऑफशोर, डेरिवेटिव, अथवा अन्य तुलन-पत्र गतिविधियों में); अथवा गतिशील प्रावधानीकरण।</li> <li>कतिपय ऋणों के लिए ऋण - मूल्य अनुपात (अर्थात् बंधक अथवा विदेशी मुद्रा ऋणों के लिए) पर सीमाओं के माध्यम सहित कतिपय ऋणों के लिए पात्रता आवश्यकता को कड़ा करना।</li> <li>कठोर (अथवा उचित) संपार्श्विकीकृत आवश्यकता (अर्थात् संपार्श्विकीकृत, बाजार-दर-बाजार आस्ति मूल्यन के लिए पात्र आस्तियों को निर्धारित करना)।</li> <li>ऋण के संकेंद्रण पर नियम (एकल उधारकर्ता अथवा संबंधित उधारकर्ताओं के समूह के व्यापक एक्सपोजर तथा संबद्ध उधारों के विरुद्ध सीमा और विशेष उद्योग सेक्टर अथवा क्षेत्रों में ऋण संकेंद्रण के विरुद्ध सीमा)।</li> <li>ब्याज दर विनिमय दर और आस्तिमूल्य परिवर्तनों के प्रयोग (बैंकों द्वारा स्वयं और पर्यवेक्षी प्राधिकारियों द्वारा) के विरुद्ध बैंकों के तुलनपत्र की आवधिक स्ट्रेस जाँच का परीक्षण।</li> <li>अधिक सघन निगरानी तथा संभावित समस्याग्रस्त बैंकों के ऑन साइट/आफसाइट निरीक्षण।</li> <li>बैंकों और उनके उधारकर्ताओं के तुलनपत्रों तथा बैंकों के जोखिम प्रबंधन और आंतरिक नियंत्रण नीतियों तथा व्यवहारों के लिए सुधारित रिपोर्टिंग/प्रकटीकरण नियम।</li> <li>घरेलू ग्राहकों के लिए बैंकों के ऐसे विदेशी मुद्रा-मूल्यवर्गित (अथवा सूचकांकित) ऋणों की आवधिक और सूक्ष्म निगरानी जिनके पास विदेशी मुद्रा के पर्याप्त स्रोत नहीं हैं अथवा अन्यथा निहित जोखिमों से बचाव करने में असमर्थ हों, इसमें बैंकों तथा उनके उधारकर्ताओं के विदेशी मुद्रा एक्सपोजर के आवधिक सर्वेक्षण को करने की आवश्यकता शामिल है।</li> </ul>
प्रत्यक्ष/ अप्रत्यक्ष विदेशी मुद्रा	<ul style="list-style-type: none"> <li>प्रत्यक्ष विदेशी मुद्रा जोखिमों को सीमित करने के लिए बैंकों की निवल खुली पोजीशन लिमिट को कड़ा करना।</li> <li>विदेशी मुद्रा जोखिमों के अप्रत्यक्ष जोखिम एक्सपोजर को सीमित करने के लिए ऋण की मुद्रा संघटना के आधार पर विशिष्ट पूंजी आवश्यकता अथवा जोखिम भार लगाना।</li> <li>ऋण वर्गीकरण और प्रावधानन नियमों के लिए मानदंड में असुरक्षित विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को शामिल करना।</li> <li>विदेशी मुद्रा जोखिमों के लिए अप्रत्यक्ष एक्सपोजर को सीमित करने के लिए, विदेशी मुद्रा आय अथवा पर्याप्त हेजिंग के साथ उधारकर्ताओं के लिए ऐसे ऋणों को सीमित करने सहित, विदेशी मुद्रा ऋणों के लिए पात्रता आवश्यकताओं को कड़ा करना।</li> <li>विनिमय दर परिवर्तनों के संबंध में बैंकों के तुलनपत्रों का आवधिक स्ट्रेस परीक्षण (बैंकों द्वारा स्वयं और पर्यवेक्षी प्राधिकारियों द्वारा)।</li> <li>अपने समग्र निवेश संविभाग में विदेशी मुद्रा में दिए गए उधारों का एक बड़ा भाग रखने वाले बैंकों की अधिक गहन चौकसी और आन साइट/आफ साइट निरीक्षण करना तथा यह भी सुनिश्चित करना कि बैंकों में जोखिम मापन, मूल्यांकन और प्रबंधन हेतु उचित आंतरिक प्रक्रिया हो।</li> <li>बैंकों के लिए सुधारित रिपोर्टिंग/प्रकटन नियमों तथा उनके ग्राहकों की विदेशी मुद्रा में खुली पोजीशन के माध्यम से विदेशी मुद्रा जोखिमों के प्रति बैंकों के प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष एक्सपोजर की पर्याप्त निगरानी अथवा बैंकों के आवधिक सर्वेक्षण को करने तथा उनके विदेशी मुद्रा उधारकर्ताओं के एक्सपोजर (बैंकों द्वारा स्वयं और/अथवा पर्यवेक्षी प्राधिकारी द्वारा) की आवश्यकता के माध्यम से (स्वयं बैंकों द्वारा और/ अथवा पर्यवेक्षी प्राधिकारियों द्वारा)।</li> </ul>
चलनिधि / परिपक्वता जोखिम	<ul style="list-style-type: none"> <li>ऋण की परिपक्वता संघटना के आधार पर विशिष्ट पूंजी आवश्यकता अथवा जोखिम भार लगाना।</li> <li>परिपक्वता असमानता विनिमय (बैंक आस्तियों और देयताओं के बीच परिपक्वता असमानता का सक्रिय प्रबंधन, जिसके साथ बैंक द्वारा वहन किए गए विभिन्न लिखत एक्सपोजरों पर ऐसे अंतराल और सीमाओं के विरुद्ध सीमाएं लगाना)।</li> <li>ब्याज दर परिवर्तनों के वैकल्पिक परिदृश्य के अंतर्गत बैंकों के तुलनपत्र के आवधिक स्ट्रेस परीक्षण का प्रयोग (स्वयं बैंकों द्वारा और पर्यवेक्षी प्राधिकारी द्वारा)।</li> <li>निम्न पर बढ़ी हुई निगरानी और रिपोर्टिंग आवश्यकता : (i) कई प्रतिदिन, साप्ताहिक, मासिक और तिमाही परिपक्वता 'समूहों' में खंडित किए गए ब्याज संवेदनशील आस्तियों और देयताओं के परिपक्वता ढाँचे; (ii) जिसमें बैंकों की वास्तविक पोजीशन है, प्रत्येक मुद्रा का परिपक्वता ढाँचा; (iii) ब्याज वाली परिपक्वताओं के प्रकार तथा उनका परिपक्वता स्वरूप; (iv) बैंकों की तरल आस्तियां, प्रत्याशित भावी नकदी प्रवाह और निर्धारित भावी अवधि के लिए चलनिधि अंतराल, और चलनिधि प्रबंधन के ब्यौरे।</li> <li>अल्पावधि अंतर-बैंक उधारों पर अत्यधिक निर्भरता से बचने और चलनिधि के घरेलू और बाह्य स्रोतों की अस्थिरता तथा विश्वसनीयता के अंतर को ध्यान में रखते हुए निधियों के स्रोतों तथा देयताओं की अलग-अलग परिपक्वता के अर्थ में निधीयन आधारों को प्रोत्साहित करने के लिए बैंकों को मार्गदर्शन देना।</li> </ul>

स्रोत : हिल्बर्स और अन्य 2005।

# 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 है<sup>1</sup>। 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

<sup>1</sup> 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

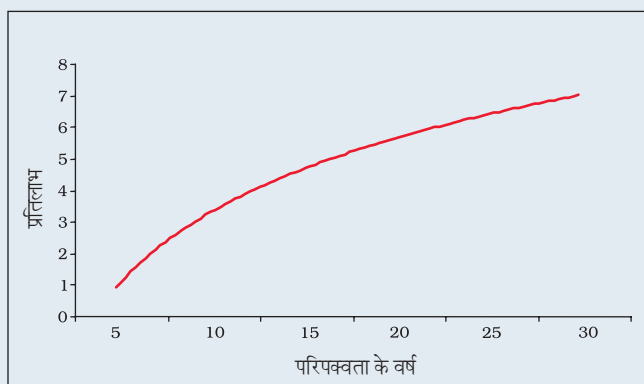
5.12 सरकारी प्रतिभूति बाजारों को विकसित करने की आवश्यकता इसके द्वारा अदा की जाने वाली तीन भूमिकाओं के कारण होती है, उदाहरणार्थ - वित्तीय बाजारों के लिए, सरकार और केन्द्रीय बैंक के लिए (रेड्डी, 2002)। जैसा कि पूर्व में उल्लेख किया गया है, सरकारी प्रतिभूति बाजार किसी सरकारी

### 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 इंग्लैण्ड, 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 (फ्रैगमेंटेशन 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।

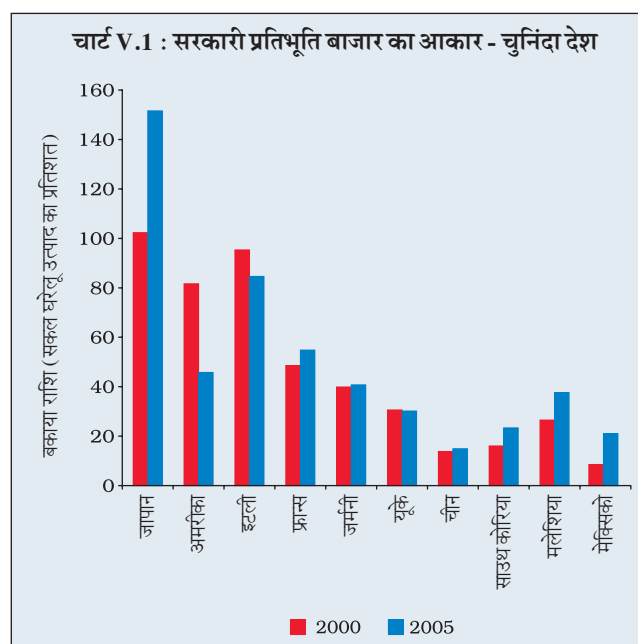
### सरकारी प्रतिभूति बाजार का आकार और अर्थसुलभता

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।<sup>2</sup> 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।

<sup>2</sup> 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](http://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 निर्गमन 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 निर्गमन 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 निर्गमन 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 निर्गमन 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 निर्गमन 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 (बैंक 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 (बैंक 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 किया<sup>3</sup>। 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

<sup>3</sup> 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 <sup>4</sup>। 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 <sup>5</sup>। 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

<sup>4</sup> 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।

<sup>5</sup> 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 रखे रहें' 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 है<sup>6</sup>। 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

<sup>6</sup> 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 (बीएएचटीएनईटी), 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 दिन<sup>7</sup> 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 मितिकाटा 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 अर्थात (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



## सरकारी प्रतिभूति बाजार

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 केन्द्र 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 थी<sup>8</sup>।

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

<sup>8</sup> 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 मूल्यन 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 (इन्फोनेट) 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 प्रोप्राइटरी 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 है<sup>9</sup>। 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

<sup>9</sup> 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**

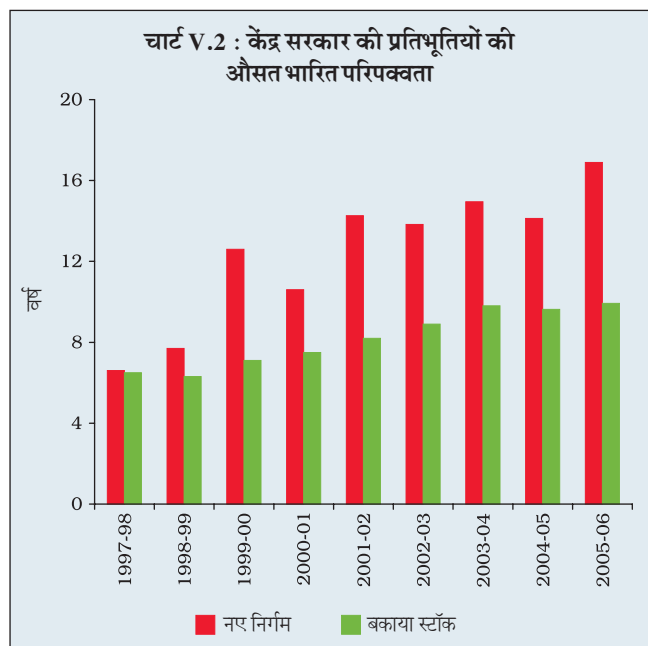
5.131 विवेकपूर्ण ऋण प्रबंधन नीति के भाग के रूप में रिज़र्व बैंक ने दीर्घतर परिपक्वता वाली प्रतिभूतियां जारी करके परिपक्वता अवधि में वृद्धि की है। केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गमों की भारित औसत परिपक्वता 1997-98 के 6.6 वर्ष की तुलना में बढ़कर चालू दशक की पहली छमाही में 14-15 वर्ष हो गई 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





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**

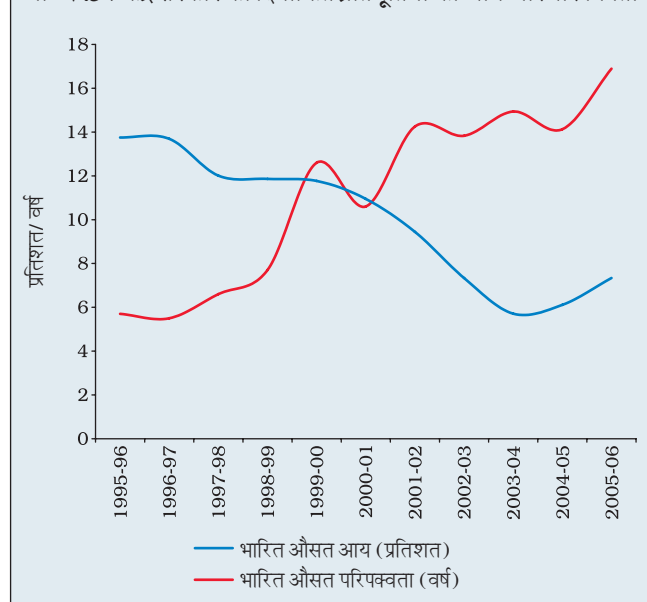
वर्ष	केंद्र	राज्य
1	2	3
1990-91	11.4	11.5
1991-92	11.8	11.8
1992-93	12.5	13.0
1993-94	12.6	13.5
1994-95	11.9	12.5
1995-96	13.8	14.0
1996-97	13.7	13.8
1997-98	12.0	12.8
1998-99	11.9	12.4
1999-00	11.8	11.9
2000-01	11.0	11.0
2001-02	9.4	9.2
2002-03	7.3	7.5
2003-04	5.7	6.1
2004-05	6.1	6.4
2005-06	7.3	7.6

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 डिबोल्वमेंट शामिल नहीं है लेकिन एमएसएस और गैर-प्रतियोगी बोलियां शामिल हैं।

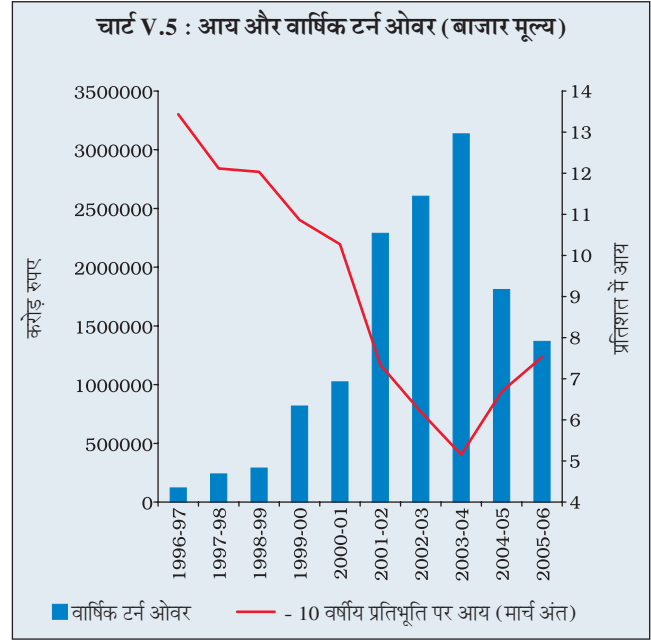
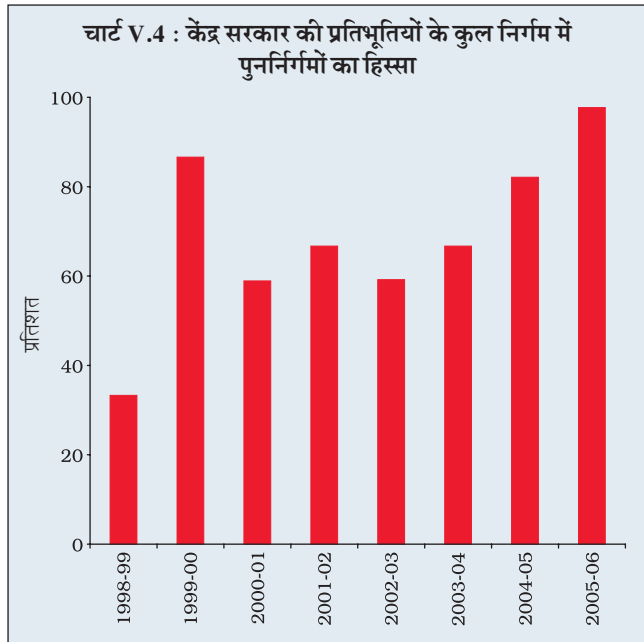
ऋण का समेकन

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 पुनर्खरीद 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)।

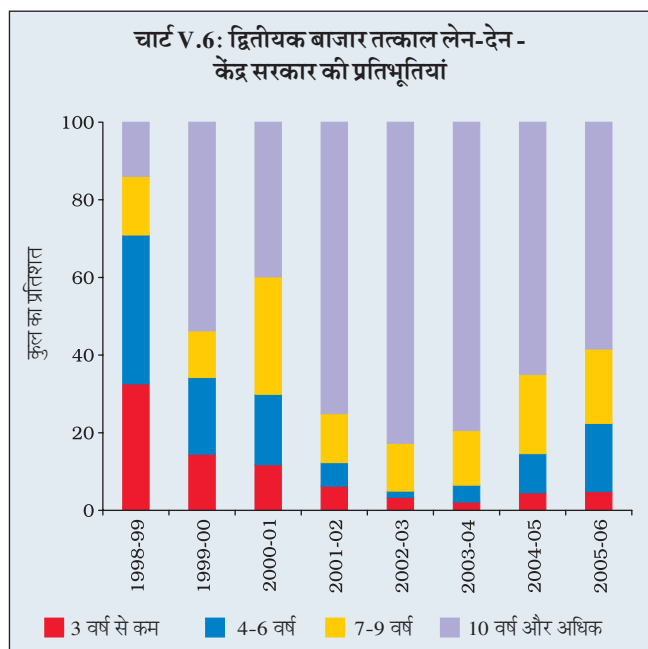


5.142 सरकारी प्रतिभूतियों का ट्रेडिंग पैटर्न यह दर्शाता है कि ट्रेडिंग संबंधी अधिकांश कार्यकलाप केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में होता है। सरकारी प्रतिभूति बाजार के वार्षिक पण्यवर्त में राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों का हिस्सा 2003-04 के पूर्व 1 प्रतिशत से कम था, जबकि बकाया सरकारी प्रतिभूतियों में उनका 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।

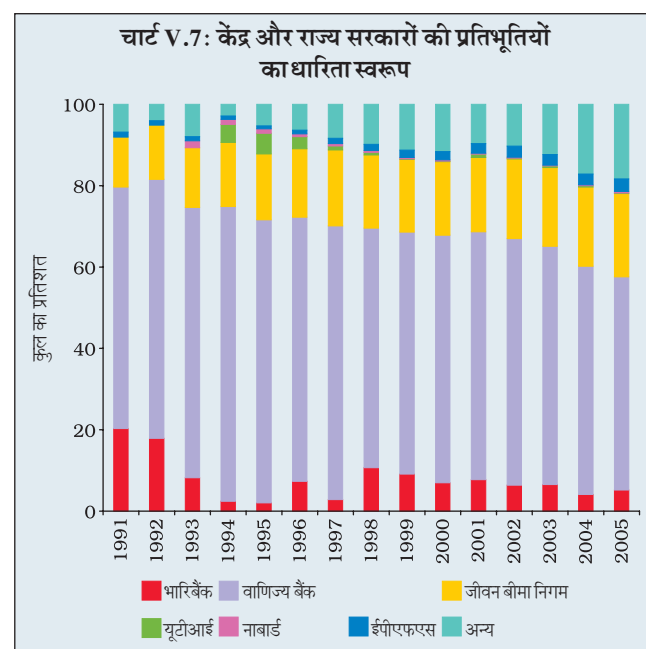
**5.144** ट्रेडिंग की कुल मात्रा में दीर्घतर परिपक्वतावाली प्रतिभूतियों के हिस्से में आई गिरावट का कारण था - ब्याज दरों में सामान्य वृद्धि तथा फलस्वरूप अल्पावधि प्रतिभूतियों के लिए भागीदारों की तरजीह में बदलाव। बढ़ती ब्याज दर के परिदृश्य में, प्रतिभागी लघुतर अवधि के बांडों में निवेश कर अवधि को कम करना 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 अतरल 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)।

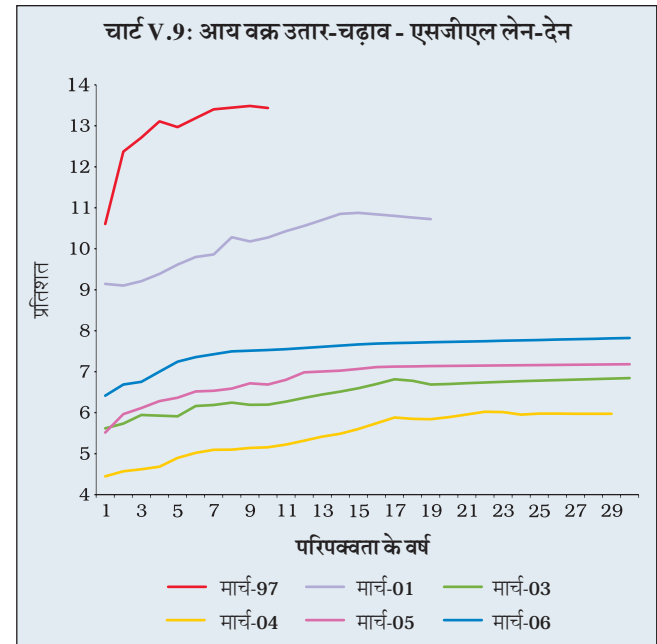
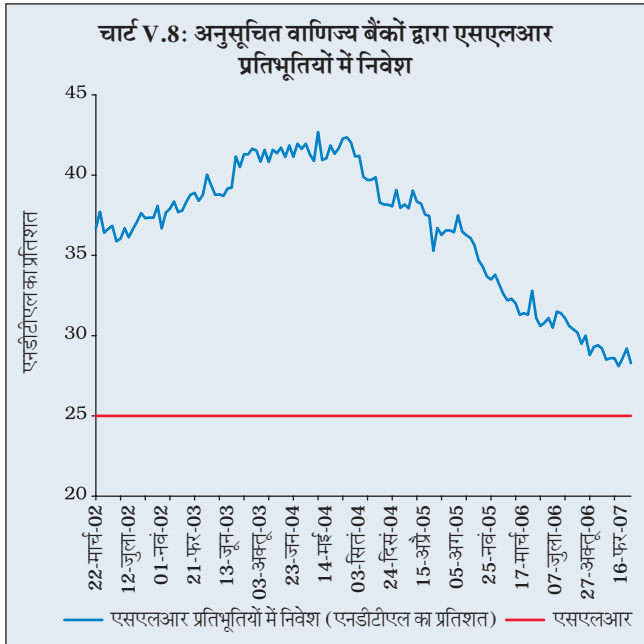
#### आय वक्र

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

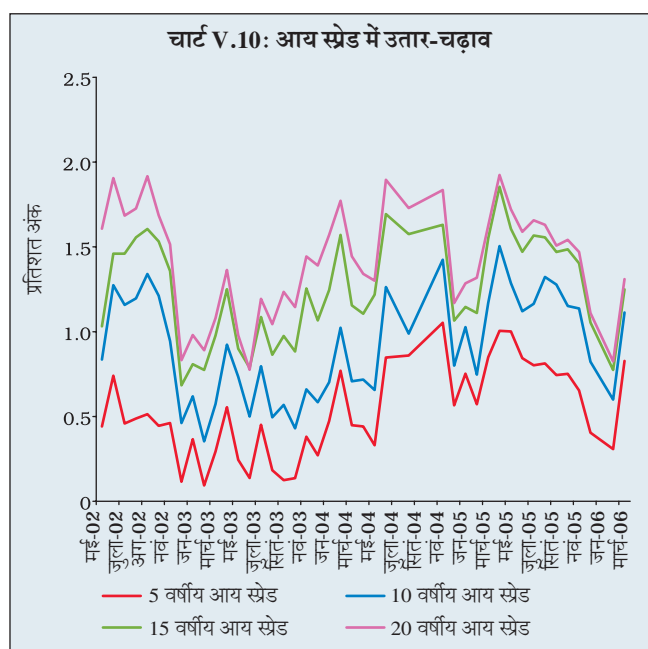
तुलना में अधिक मुखर है जो नीति में हुए परिवर्तनों के ऊर्मिल प्रभाव को प्रतिबिंबित करता है। 2002-03 के दौरान, रिपो दर में कटौती, नियंत्रित ब्याज दरों में कटौती तथा अमरीका की ब्याज दरों में और कटौती की आशा के फलस्वरूप चलनिधि की स्थिति तथा आय के नीचे की ओर झुकाव में नरमी आई। तथापि, आय में कमी कम ब्याज दरों 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।







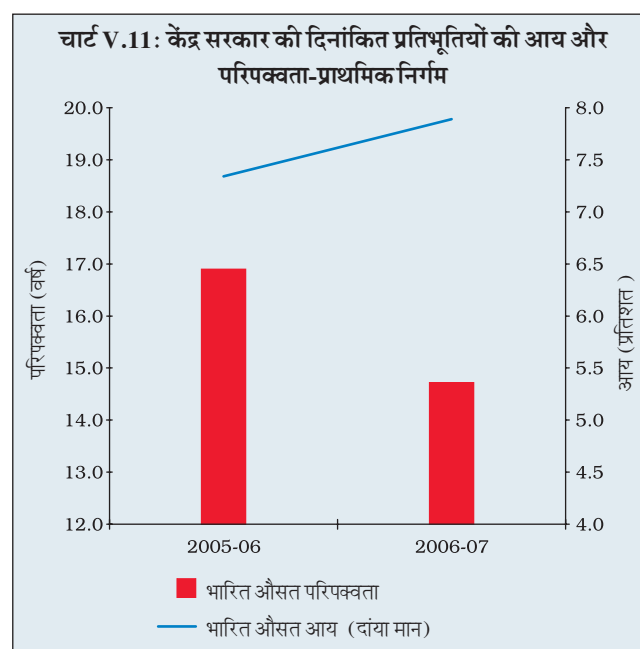
### एफआरबीएम की शर्तें तथा बाजार परिचालन

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

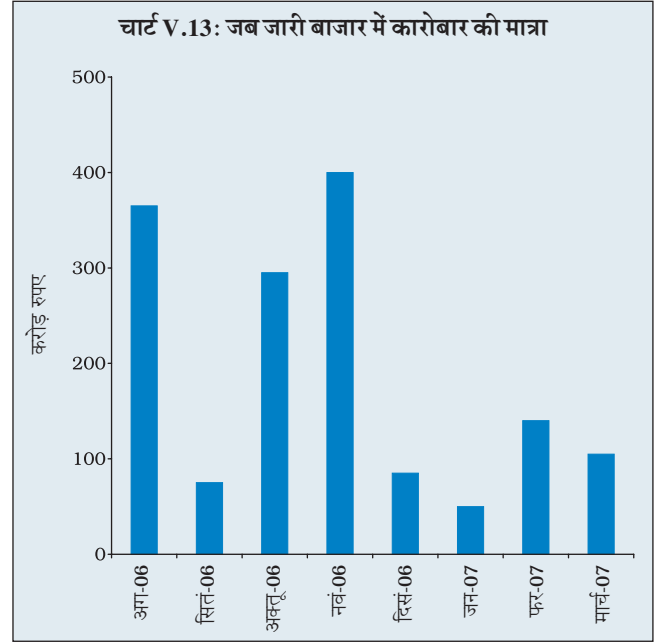
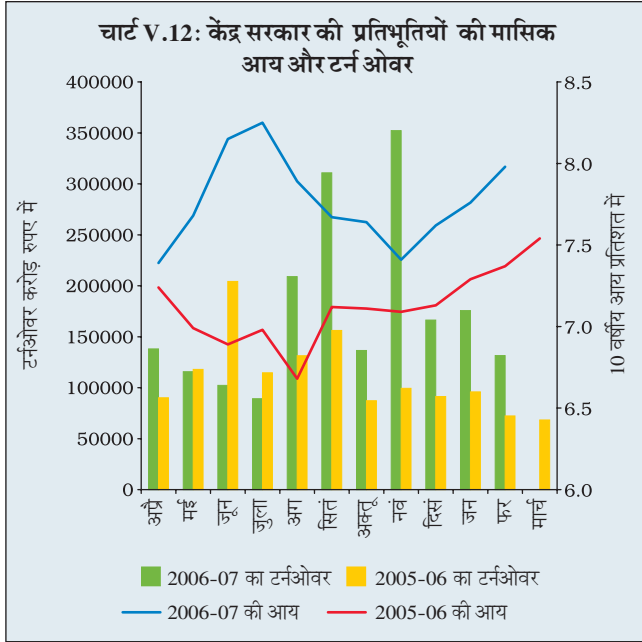
आय पिछले वर्ष के 7.34 प्रतिशत से बढ़कर 7.89 प्रतिशत हो गई (चार्ट V.11)।

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।

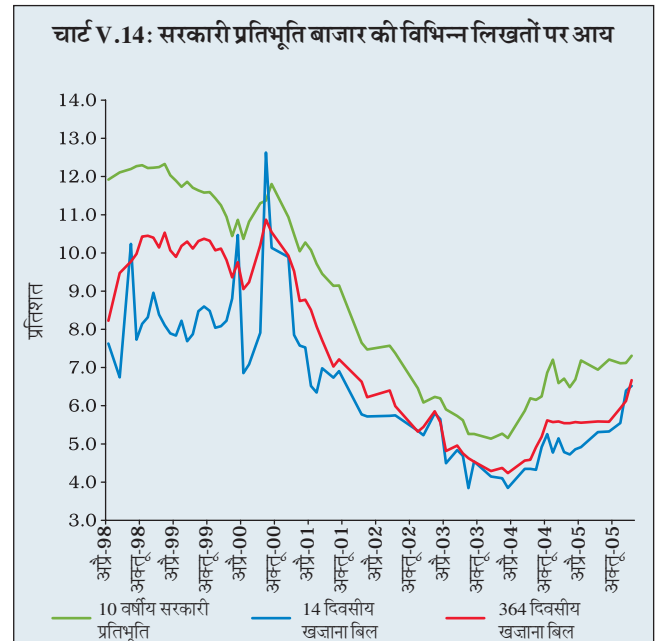
5.155 अधिकाधिक प्रतिभागियों द्वारा अपनी आंतरिक नीतियों को क्रमिक रूप से रखने के साथ ऐसी आशा की जा रही है कि ‘जब जारी’ बाजार में ट्रेडिंग की मात्रा में वृद्धि होगी। वर्ष 2006-07 के लिए वार्षिक नीति की मध्यावधि समीक्षा में घोषित किए गए अनुसार नई जारी चुनिंदा प्रतिभूतियों में ‘जब जारी’ ट्रेडिंग के विस्तार 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 गई<sup>10</sup>। 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

<sup>10</sup> 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 गुरतर 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 कराना 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 जमाराशियों के बीच ब्याज दर स्प्रेड कम होने तथा 5 वर्ष और अधिक की बैंक जमाराशियों 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 दुतरफा 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।

6.1 वर्ष 1971 में ब्रेटेनवुड प्रणाली असफल हो जाने के बाद पूरे विश्व में विदेशी मुद्रा बाज़ार का परिचालन बड़े पैमाने पर शुरू हुआ और अनेक देशों में इसी समय से अस्थिर विनिमय दर के दौर की शुरुआत हुई। पिछले कई वर्षों में विदेशी मुद्रा बाज़ार विश्व के सबसे बड़े बाज़ार के रूप में उभरा है। 1990 के दशक में अनेक उभरते बाज़ारों की नीतियों में प्रत्यक्ष परिवर्तन हुए हैं, जिसमें उन्होंने नए उत्पादों और नए लिखतों के मद्देनज़र अपने वित्तीय बाज़ारों को नई दिशा की ओर मोड़ दिया, संस्थागत एवं बाज़ार की बुनियादी सुविधाओं का विकास किया तथा उदार परिचालन ढांचे के अनुसार विनियामक ढांचे को समरूप बनाया। इस बदलती हुई रूपरेखा से जो तसवीर उभरी वह थी विदेशी मुद्रा बाज़ार का तेजी से विस्तार जिसमें सहभागियों की संख्या तथा लेनदेन की मात्रा बढ़ी, लेनदेन की लागत में कमी आई तथा जोखिम अंतरण के तरीके और भी कुशल हुए।

6.2 भारत में विदेशी मुद्रा बाज़ार का प्रारंभ वर्ष 1978 से हुआ जब बैंकों को विदेशी मुद्रा में आंतर-दिवसीय कारोबार करने की अनुमति दी गई। किंतु, 1990 के दशक में भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार में युगांतरकारी परिवर्तन हुआ और साथ ही भारत में मुद्रा के दौर में भी तब्दीली आई। भुगतान संतुलन से संबंधित उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष : डॉ. सी. रंगराजन) की सिफारिशों के अनुपालन रूपया विनिमय दर, जो पूर्व में नियंत्रित हुआ करती थी, को मार्च 1992 में आंशिक रूप से और मार्च 1993 में पूर्ण रूप से अस्थिर बनाया गया। विनिमय दर के एकीकरण की प्रक्रिया, रुपये की बाज़ार द्वारा निर्धारित विनिमय दर को विकसित करने में सहायक रही और यह चालू खाता परिवर्तनीयता, जिसे अगस्त 1994 में प्राप्त किया गया, की दिशा में हुई प्रगति का एक महत्वपूर्ण कदम था।

6.3 विदेशी मुद्रा बाज़ार से संबंधित विशेषज्ञ दल (अध्यक्ष : श्री ओ.पी. सोढानी) के गठन से भारत में विदेशी मुद्रा बाज़ार के विकास को और भी प्रोत्साहन मिला। दल ने अपनी रिपोर्ट जून 1995 में प्रस्तुत की। इस दल ने भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार को और भी गहन एवं विस्तृत बनाने के लिए अनेक सिफारिशें कीं। फलस्वरूप, जनवरी 1996 से भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार में बड़े पैमाने पर सुधार किए गए। लगभग एक दशक के बाद, विदेशी मुद्रा बाज़ार से संबंधित एक आंतरिक तकनीकी दल (2005) का गठन किया गया जिसका कार्य रिजर्व बैंक द्वारा किए गए उपायों की व्यापक समीक्षा करना तथा मध्यकालिक ढांचे में प्रतिबंधों के उन क्षेत्रों का पता लगाना

था जिन्हें और उदार बनाया जा सके अथवा उनमें और अधिक छूट दी जा सके।

6.4 पिछले कुछ वर्षों में विकास की जो गति रही है उससे यह दिखाई देता है कि बैंकों की जोखिम-वहन करने की क्षमता बढ़ी है तथा विदेशी मुद्रा व्यापार की मात्रा बढ़ी है एवं मार्जिन में कमी हुई है। विदेशी मुद्रा बाज़ार में गहनता आ गई है (रेड्डी, 2005)। विदेशी मुद्रा बाज़ार की परिस्थितियां भी सामान्य रूप से नियंत्रित रहीं (रेड्डी, 2006 सी)। जहां किसी भी देश के लिए यह संभव नहीं था कि वह अंतरराष्ट्रीय बाज़ार की गतिविधियों से प्रभावित न हो, वहीं भारत निरंतर निगरानी रखते हुए और समय पर कार्रवाई करते हुए एशियाई संकट के पसरते प्रभाव को न्यूनतम बनाए रखने में सक्षम रहा, साथ ही व्यापक स्तर पर सट्टेबाजी की स्थिति को रोकने के लिए आवश्यकतानुसार सुदृढ़ मौद्रिक उपायों का भी सहारा लिया गया (मोहन, 2006 ए)।

6.5 उपर्युक्त परिदृश्य में यह अध्याय विदेशी मुद्रा बाज़ार के विकास में केंद्रीय बैंक की भूमिका का विश्लेषण प्रस्तुत करता है। भाग I में उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्थाओं में अपनायी जा रही विभिन्न विनिमय दर व्यवस्था की संक्षिप्त समीक्षा प्रस्तुत की गई है। भाग II इस बात की खोज प्रस्तुत करता है कि आजादी के बाद की अवधि में नियंत्रित से हटकर बाज़ार द्वारा निर्धारित दर की ओर भारत की विनिमय दर में जो परिवर्तन हुआ, उसके अनुरूप भारत के विदेशी मुद्रा विनिमय बाज़ार का विकास-क्रम कैसा रहा है। विदेशी मुद्रा बाज़ार को बाज़ार द्वारा निर्धारित ढांचे के अंतर्गत विकसित करने के लिए रिजर्व बैंक और भारत सरकार द्वारा की गई विभिन्न विनियामक एवं नीतिगत पहल पर भी प्रकाश डाला गया है। भाग III में भारत में वर्तमान विदेशी मुद्रा बाज़ार के ढांचे का विस्तृत परिदृश्य प्रस्तुत किया गया है। इसमें बाज़ार की उपलब्ध मूलभूत सुविधाओं जैसे बाज़ार के खिलाड़ी, कारोबारी प्लेटफार्म, लिखत और निपटान प्रणाली का भी विश्लेषण किया गया है। भाग IV में भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार की चलनिधि और कार्य-क्षमता के निष्पादन का मूल्यांकन किया गया है। इस भाग में देशी और विदेशी दोनों बाज़ारों के टर्नओवर में वृद्धि को दिखाया गया है। वायदा प्रीमिया का व्यवहार, बोली-मांग का स्प्रेड तथा बाज़ार टर्नओवर का मूल्यांकन करने के लिए अनुभवजन्य अभ्यास भी किए गए हैं। बाज़ार स्वरूप की रूपरेखा प्रस्तुत करने के बाद, भाग V में 1990 के दशक के प्रारंभ से भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार की यात्रा, विशेष रूप से अधिक उछाल वाली अवधि तथा प्राधिकारियों द्वारा उसके प्रबंधन पर चर्चा की गई है। विदेशी मुद्रा बाज़ार में उतार-चढ़ाव को नियंत्रित करने

के लिए केंद्रीय बैंक का हस्तक्षेप महत्वपूर्ण तत्व है, अतः बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर और खुली पूंजीगत व्यवस्था में इसकी आवश्यकता और प्रभावीपन की व्याख्या भाग VI में की गई है। भाग VII में विदेशी मुद्रा बाजार में और अधिक गहनता लाने की दृष्टि से कतिपय सुझाव दिए गए हैं ताकि वह एकीकृत विश्व की चुनौतियों का सामना कर सके। भाग VIII में चर्चाओं का समापन प्रस्तुत किया गया।

## I. उभरते बाजारों में विनिमय दर व्यवस्था

6.6 विदेशी मुद्रा बाजार को नियंत्रित करने वाला विनियामक ढांचा तथा बाजार सहभागियों को प्राप्त परिचालनगत आजादी, काफी हद तक अर्थव्यवस्था द्वारा अपनाई जाने वाली विनिमय दर व्यवस्था से प्रभावित होते हैं। अतः, इस भाग में हम विनिमय दर की उस व्यवस्था की चर्चा करेंगे जिसे उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने 1990 के दशक में अपनाया था।

6.7 1990 के दशक में पूंजी प्रवाह का जो अनुभव रहा है उसका उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा हाल के वर्षों में अपनाई गई विनिमय दर व्यवस्था पर महत्वपूर्ण प्रभाव रहा है। जोर आधारगत समाधान पर था - निश्चित मात्रा का पक्षक करेंसी बोर्ड जिसमें मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता न हो अथवा मुक्त अस्थिर विनिमय दर जिसमें मौद्रिक नीति का विवेकपूर्ण परिचालन हो - का खास तौर से समापन होता गया। जो रुझान था वह स्पष्ट रूप से मध्यवर्ती व्यवस्था के पक्ष में था जिसमें देश-विशेष की विशेषताओं और विनिमय दर के स्तर के लिए कोई निश्चित लक्ष्य नहीं था।

6.8 हाल के वर्षों में मौद्रिक नीति के प्रचालन की महत्वपूर्ण विशेषता यह थी कि विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंक का स्वतः अथवा सरकारी क्षेत्र की संस्थाओं की ओर से हस्तक्षेप होता रहा ताकि बाजार की स्थिति को नियंत्रित रखा जा सके और बाजार की अत्यधिक अस्थिरता को रोका जा सके (बॉक्स VI.1)। इसके अलावा, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने सामान्य रूप से विदेशी मुद्रा का भंडार इसलिए बढ़ाया ताकि वे उसका इस्तेमाल आघातों की स्थिति में बीमा के रूप में कर सकें। यह ऐसी ही रणनीतियों का समूहन है जो नियत विनिमय दर, खुला पूंजीगत खाता और स्वतंत्र मौद्रिक नीति जैसे असंभव त्रयक के माध्यम से मौद्रिक प्राधिकारियों का मार्गदर्शन कर सके (मोहन, 2003)। विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित उपयुक्त नीतियों पर बहस अब सामान्यतया इन स्वीकार्य मतों पर होती रही है : (i) विनिमय दर लचीली होनी चाहिए न कि नियत अथवा नियंत्रित; (ii) अनेक उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह आवश्यक बन गया है कि वे यदि दरों में अल्पकाल में घट-बढ़ असंतुलित तरीके से होती है, तो वे उसमें हस्तक्षेप कर सकें अथवा विनिमय दर को नियंत्रित कर सकें; तथा (iii) विदेशी मुद्रा भंडार इतना होना चाहिए कि वह पूंजी प्रवाह में उतार-चढ़ाव और चलनिधि संबंधी जोखिम के लिए पर्याप्त हो सके (जालान, 2003)।

6.9 मोटे तौर पर, पूरे विश्व में मुख्य श्रेणियों में विदेशी मुद्रा दर व्यवस्था का समग्र वितरण वर्ष 2001-06 के बीच कमोबेश स्थिर रहा है, हालांकि कुछ देशों में यह प्रवृत्ति रही है कि उन्होंने एक से दूसरी दर अथवा विनिमय व्यवस्था के भीतर रहकर परिवर्तन किए हैं (सारणी 6.1)। अप्रैल 2006 के अंत तक विदेशी मुद्रा दर के सहज नियंत्रण (60 देश) अथवा कठोर नियंत्रण (48 देश) की तुलना में अस्थिर विनिमय दरों का दौर रहा है (कुल 79 देश जिसमें से 53 में नियंत्रित अस्थिर दरें तथा 26 में स्वतंत्र अस्थिर दरें) (प्रदर्श VI.1)। विश्व के सभी भागों में नियंत्रित अस्थिर दरें पाई गई हैं, जबकि मध्यपूर्व, उत्तरी अफ्रीका और एशिया के कुछ भागों में परंपरागत नियत नियंत्रित दर रही है। दूसरी ओर, यूरोप, उप-सहारा अफ्रीका (सीएफए क्षेत्र) और छोटे द्वीप वाली अर्थव्यवस्थाओं (उदाहरणार्थ - पूर्वी कैरिबियन में) में प्रमुख रूप से दरें कठोर नियंत्रित रही हैं। जहां पिछले चार वर्षों में 20 देश सहज दर से अस्थिर दर व्यवस्था की ओर मुड़ गए हैं वहीं इसके विपरीत इतनी ही संख्या में अन्य देशों ने सहज नियंत्रित विनिमय दर का पक्ष लेते हुए अस्थिर दर व्यवस्था को त्याग दिया है।

6.10 सहज दर और अस्थिर दर व्यवस्था के बीच हुए पर्याप्त उतार-चढ़ाव से ज्ञात होता है कि यह आवश्यक नहीं है कि अस्थिर दर व्यवस्था ही टिकाऊ स्थिति हो, खासकर न्यूनतम और मध्य-आय वर्ग के देशों में, जबकि उच्च-आय वाली अर्थव्यवस्थाओं में नियंत्रित अस्थिर एवं नियंत्रित व्यवस्था के बीच काफी परिवर्तन होता रहा है। थोड़े से समय के लिए अस्थिर दर व्यवस्था में रहने के बाद देशों ने जिस तेजी से नियंत्रित दर को अपनाया है, उससे पता चलता है कि बहुत से देशों को अस्थिर दर के कारण संस्थागत और परिचालनगत बाध्यताओं का सामना करना पड़ रहा है। इधर हाल की अवधि में कठोर दर व्यवस्था के प्रति रुझान काफी तीव्र हुआ है क्योंकि इससे अनेक देशों में बाहरी मांग एवं पूंजी का प्रवाह काफी रहा है। अन्य उल्लेखनीय प्रवृत्ति यह रही कि करेंसी बास्केट व्यवस्था से देश हटे हैं, और कठोर नियंत्रित एवं सहज नियंत्रित दर व्यवस्था वाले देशों के पास डालर ही वैकल्पिक करेंसी रहा है। डालर दर का एक-तिहाई कठोर और शेष सहज नियंत्रित दर कहलाता है। सहज दर वाले देशों में अमरीकी डालर का विकल्प लेना यह दर्शाता है कि इनवाइस करेंसी के रूप में उसका महत्व बना हुआ है तथा अमरीका एवं अन्य ऐसे देशों के साथ भारी मात्रा में कारोबार हो रहा है जो अमरीकी डालर को नियंत्रित कर रहे हैं। यूरो दूसरे नंबर की अत्यधिक महत्वपूर्ण करेंसी है और यूरोप के राष्ट्रों एवं अफ्रीका के सीएफए फ्रैंक क्षेत्र में विनिमय दर की स्थिरक करेंसी के रूप में प्रयुक्त होगी।

6.11 पिछले 15 वर्षों में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आमतौर पर लचीली विनिमय दर व्यवस्था अपनाने की प्रवृत्ति रही है (सारणी 6.2)। उभरते हुए एशिया में, इस बात पर काफी हद तक सहमति है कि कई एशियाई देशों द्वारा परिचालित सहज अमरीकी डालर दर का

बॉक्स VI.1

विनिमय दर प्रणाली तथा उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में मौद्रिक नीति

आर्थिक साहित्य से यह ज्ञात होता है कि समेकित स्तर पर, उभरते बाजार वाले राष्ट्रों में अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली अपनाए जाने के साथ साथ वहां मौद्रिक नीति की स्वतंत्रता भी अधिक रही है। उभरते बाजार वाले राष्ट्र जिसमें विनिमय दर को स्थिर रखा गया वे सामान्यतया नियंत्रित (पेगड) प्रणाली से जुड़े रहे हैं। यहां पर, विनिमय दर मौद्रिक नीति की एक सांकेतिक स्थिरक अथवा मध्यावर्ती लक्ष्य के रूप में कार्य करती है। लगभग 27 प्रतिशत उभरते बाजार वाले राष्ट्रों ने विनिमय दर स्थिरक का उपयोग अप्रैल 2006 के अंत में किया था (सारणी)। जब कीमत की स्थिरता प्राप्त करने के लिए विनिमय दर को सीधे लक्ष्य किया जाता है, तो अंतर-बैंक ब्याज दरों को पूरी तरह से समायोजित करते हुए हस्तक्षेप की क्रिया को सफल बनाया जाता है। सिंगापुर में, जहां विनिमय दर के लिए लक्ष्य-बैंड अपनाया जाता है जो प्रमुख मौद्रिक नीति उपकरण है, वहीं केंद्रीय बैंक द्वारा हस्तक्षेप प्रक्रिया को निष्क्रिय बनाने का निर्णय घरेलू बाजार<sup>1</sup> की स्थितियों को ध्यान में रखकर लिया जाता है।

अन्य प्रणालियों में, जिनमें विनिमय दर मौद्रिक नीति की स्थिरक (ऍंकर) नहीं है, उनमें हस्तक्षेप के ऐसे चलनिधीय प्रभाव से सामान्यतया परहेज किया जाता है जो मौद्रिक स्थितियों को परिवर्तित कर देते हैं। विदेशी मुद्रा संबंधी अधिकांश कार्य स्टेरिलाइज्ड होते हैं। हस्तक्षेप प्रक्रिया का इस्तेमाल मौद्रिक नीति में परिवर्तन करते हुए उसके समन्वय से भी किया जा सकता है, जिसमें युक्ति प्रयोजन से मौद्रिक नीति को अधिक स्थान दिया जाए। उदाहरण के लिए जहां मौद्रिक नीति में परिवर्तन अप्रत्याशित हो, वहीं अचानक परिवर्तन से बाजार का विश्वास समाप्त हो सकता है अथवा बाजार को अस्थिर बना सकता है। हस्तक्षेप प्रक्रिया, बाजार के अचानक परिवर्तन से होने वाली लागत को न्यूनतम कर सकती है, जो मौद्रिक नीति को और अधिक क्षमता के साथ बाजार की प्रत्याशाओं से भी आगे रखती है।

लगभग 17 प्रतिशत उभरते बाजार वाले राष्ट्रों ने मौद्रिक समुच्चय लक्ष्य को अपनाया है, जिनमें से अधिकांश नियंत्रित अस्थिर विनिमय दर प्रणाली से जुड़े रहे हैं। मौद्रिक समुच्चय लक्ष्य के अंतर्गत, मौद्रिक प्राधिकारी मौद्रिक समुच्चय (आरक्षित मुद्रा, एम<sub>1</sub>, एम<sub>2</sub> आदि) हेतु लक्ष्य की गई वृद्धि दर को प्राप्त करने के लिए अपने उपकरणों का प्रयोग करता है, तथा लक्ष्य किया गया समुच्चय मौद्रिक नीति का सांकेतिक ऍंकर अथवा तात्कालिक लक्ष्य बन जाता है।

लगभग 43 प्रतिशत उभरते बाजार वाले राष्ट्रों ने मुद्रास्फीतिगत लक्ष्य को अपनी मौद्रिक नीति प्रणाली के रूप अपनाया है, जिसमें ब्याज दरों में परिवर्तन करना मौद्रिक नीति का प्रमुख उपकरण है। मुद्रास्फीति के लिए लक्ष्य निर्धारण में मुद्रास्फीति की अंकों में लक्ष्य की मध्यावधि सार्वजनिक घोषणा की जाती है

<sup>1</sup> विनिमय दर प्रणाली से संबंधित ईएमईएपी अध्ययन, जून 2001।

सारणी : मौद्रिक नीतिगत ढांचा - अप्रैल 2006

विनिमय दर स्थिरक (ऍंकर)	मौद्रिक समुच्चय लक्ष्य	मुद्रास्फीति लक्ष्य
बुल्गारिया	अर्जेंटीना	ब्राजील
इक्वेडोर	चीन	चिले
मिस्र	इंडोनेशिया	कोलंबिया
हांगकांग	ट्यूनीशिया	चेक रिपब्लिक
मलेशिया	उरुगुवे	हंगरी
वेनेजुएला		कोरिया
मोरोक्को		मेक्सिको
हंगरी		पेरु
		फिलीपीन्स
		पोलैंड
		दक्षिण अफ्रीका
		थाइलैंड
		टर्की

स्रोत : विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध से संबंधित वार्षिक रिपोर्ट, 2006, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष

जिसमें मौद्रिक प्राधिकारी द्वारा इन लक्ष्यों को प्राप्त करने की संस्थागत वचनबद्धता होती है। यहां, हस्तक्षेप करना तब महत्वपूर्ण हो जाता है जब विनिमय दर में उतार-चढ़ाव आर्थिक आधारभूत ढांचे के अनुरूप न हो और मुद्रास्फीति को लक्ष्य-सीमा के बाहर धकेल देने का संकट खड़ा कर दे। तथापि, यदि विनिमय दर की प्रतिक्रिया “वास्तविक” आघात के प्रति उपयुक्त रहती है, तो यह आवश्यक है कि या तो मुद्रास्फीति के लक्ष्य से आगे बढ़ जाने की स्थिति को कुछ समय के लिए स्वीकार कर लिया जाए या मौद्रिक नीति में परिवर्तन करते हुए आघात के प्रभाव को संतुलित कर दिया जाए। जिन अधिकांश देशों ने मुद्रास्फीति लक्ष्य निर्धारण को मौद्रिक नीतिगत व्यवस्था में शामिल किया है, उन्होंने स्वतंत्र अस्थिर दर को विनिमय दर नीति के रूप में स्वीकार किया है। अनुभवजन्य प्रमाण यह दर्शाते हैं कि उभरती अर्थव्यवस्थाएं जो मुक्त अस्थिर विनिमय दर की ओर उन्मुख हुई हैं, उन्होंने पूरी तरह से मुद्रास्फीति के लक्ष्य-निर्धारण की प्रक्रिया संक्रमणकाल के बाद ही प्रारंभ की है। अन्य उभरते बाजार वाले राष्ट्र भी हैं जैसे - अल्जीरिया, भारत, रोमानिया और रूस जिनमें विशिष्ट रूप से उल्लिखित सांकेतिक स्थिरक (ऍंकर) नहीं है, बल्कि इसके विपरीत मौद्रिक नीति के संचालन में विभिन्न संकेतकों पर निगरानी रखी जाती है। कुछ उभरते बाजार वाले राष्ट्रों में इन नीतियों में समन्वय रख पाना और भी कठिन है क्योंकि विदेशी मुद्रा परिचालनों की जिम्मेदारी मौद्रिक प्राधिकारी पर नहीं होती है। ऐसे मामलों में, संबंधित प्राधिकारियों के बीच निकटतम संवाद रखना महत्वपूर्ण होता है ताकि मौद्रिक और विनिमय दर नीतियों के बीच पैदा होने वाले किसी भी विरोध से बचा जा सके।

वर्ष 1997-98 के क्षेत्रीय वित्तीय संकट में योगदान था। एशियाई वित्तीय संकट के बाद से, अनेक एशियाई अर्थव्यवस्थाओं ने अधिक लचीली विनिमय दर व्यवस्था को अपना लिया, केवल हांगकांग ने अपनी करंसी

बोर्ड व्यवस्था को जारी रखा, और चीन ने कतिपय समायोजनों के बावजूद, वस्तुतः अपनी विनिमय दर को अमरीकी डालर के अनुसार बनाए रखा। कुछ समय तक संक्रमण की स्थिति से गुजरने के बाद,

**सारणी 6.1 : 1996-अप्रैल 2006 के दौरान विनिमय दर प्रणाली का विकास क्रम  
(राष्ट्रों की संख्या;दिसंबर को समाप्त अवधि के आंकड़े)**

प्रणाली	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006 अप्रैल
1	2	3	4	5	6	7	8
<b>I. कठोर दर</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
कोई पृथक वैध मुद्रा नहीं	24	40	41	41	41	41	41
करेंसी बोर्ड व्यवस्था	6	7	7	7	7	7	7
<b>II. सहज दर</b>	<b>94</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>60</b>
क. परंपरागत नियंत्रित व्यवस्था	50	42	46	46	48	49	49
एकल करेंसी के प्रति नियंत्रण (पेग)	36	32	36	38	40	44	44
कंपोजिट के प्रति नियंत्रण (पेग)	14	10	10	8	8	5	5
ख. मध्यवर्ती नियंत्रण	44	16	13	13	11	12	11
समांतर बैंड के भीतर नियंत्रण	18	5	5	4	5	6	6
धीमा नियंत्रण	14	6	5	6	6	6	5
धीमी गति बैंड	12	5	3	3	0	0	0
<b>III. अस्थिर प्रणाली</b>	<b>60</b>	<b>81</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>78</b>	<b>79</b>
नियंत्रित अस्थिर दर	37	43	45	46	49	52	53
स्वतंत्र अस्थिर दर	23	38	35	34	31	26	26

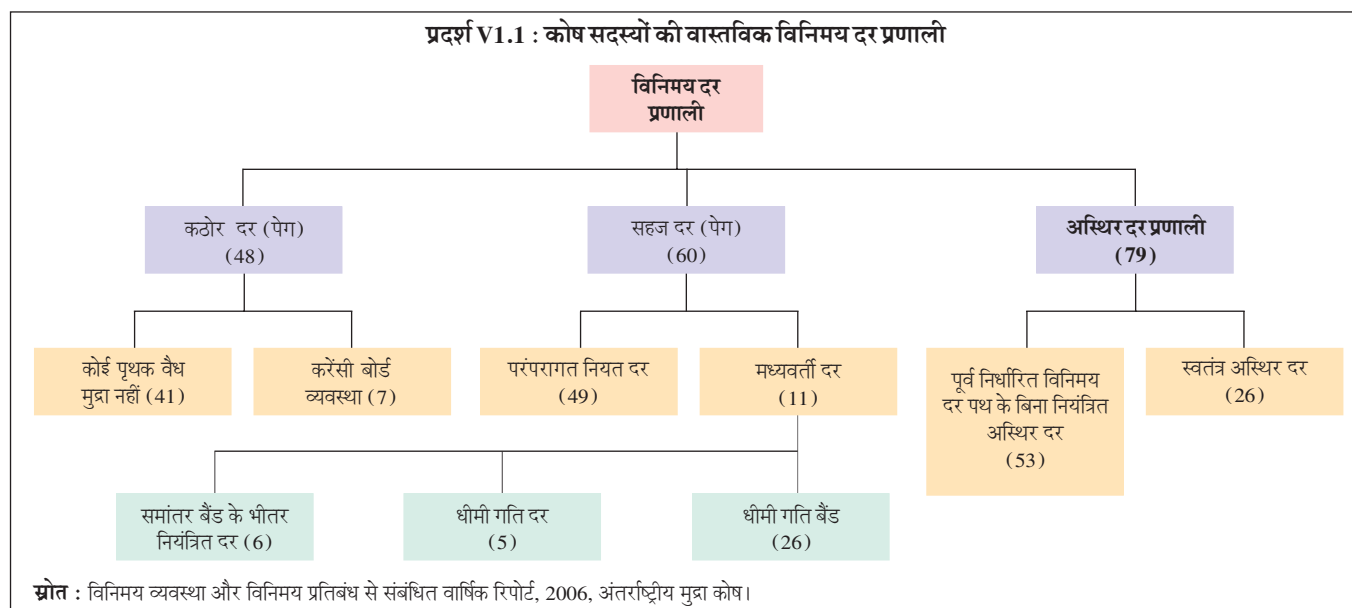
**टिप्पणी :** तुलनात्मकता सुनिश्चित करने के लिए, समग्र आंकड़े वर्तमान वास्तविक पद्धति पर आधारित हैं, जिन्हें अन्यथा निर्दिष्ट न किए जाने पर पूर्वव्यापी प्रभाग से लागू किया गया है।

**स्रोत :** विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध से संबंधित वार्षिक रिपोर्ट, 2006 अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष एवं अन्य स्रोत।

मलेशिया ने 1 सितंबर 1998 से विनिमय दर का नियंत्रण अमरीकी डालर के अनुसार करना प्रारंभ कर दिया, किंतु हाल में ही (जुलाई 2005) नियंत्रित अस्थिर दर व्यवस्था को अपना लिया है। इसके विपरीत, थाइलैंड, इंडोनेशिया, कोरिया, फिलीपीन्स और ताइवान ने लक्ष्यित मुद्रास्फीति दर पर आधारित मौद्रिक नीति की रणनीति अपनाते हुए अपने करेंसियों को संकट के बाद से अस्थिर बना लिया है। सिंगापुर

मौद्रिक प्राधिकरण सिंगापुर के प्रमुख व्यापार सहभागियों और स्पर्धियों के अप्रकट करेंसी बास्केट की तुलना में सिंगापुर डालर पर निगरानी बनाए हुए है। ताइवान सरकार ने उसके व्यापार सरप्लस तथा फलस्वरूप विदेशी मुद्रा भंडार में वृद्धि को देखते हुए अपनी पूर्व की नियंत्रित विदेशी मुद्रा दर को वर्ष 1989 से अस्थिर दर में परिवर्तित कर लिया है।

**प्रदर्श V1.1 : कोष सदस्यों की वास्तविक विनिमय दर प्रणाली**





**सारणी 6.2 : उभरते बाजार वाले देश : अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर संक्रमण : 1990 -अप्रैल 2006**

संक्रमण का प्रकार	देश	
1	2	
<b>अधिक लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर रुख</b>	अल्जीरिया अर्जेंटीना ब्राजील चिली कोलंबिया चेक रिपब्लिक मिश्र भारत इंडोनेशिया	कोरिया मेक्सिको पेरू पोलैंड रोमानिया रूस स्लोवाकिया थाइलैंड टर्की
<b>कम लचीली विनिमय दर प्रणाली की ओर रुख</b>	चीन मलेशिया हांगकांग इक्वाडोर वेनेजुएला बुलगारिया	उरुगुवे
<b>टिप्पणी :</b>	उक्त देशों की विनिमय दर प्रणाली का वर्गीकरण अं.मु.को. के वास्तविक वर्गीकरण पर आधारित है और आवश्यक नहीं कि ये विचार प्राधिकरण के हों।	
<b>स्रोत :</b>	विनिमय व्यवस्था और विनिमय प्रतिबंध पर वार्षिक रिपोर्ट, अं.मु.को, विभिन्न अंक।	

6.12 लैटिन अमरीका की अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं में अत्यधिक ऊंची मुद्रास्फीति दर का इतिहास रहा है। अतः, इन देशों में हाल के वर्षों में विनिमय दर नीतियों का प्रमुख उद्देश्य मुद्रास्फीति का नियंत्रण रहा है। वर्ष 1994 की समाप्ति से मेक्सिको में अस्थिर दर की नीति बनाई रखी गई है, जिसके अंतर्गत बैंक ऑफ मेक्सिको अत्यधिक अपरिहार्य परिस्थितियों में अस्थिरता को न्यूनतम बनाने तथा नियंत्रित बाजार स्थिति सुनिश्चित करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करता रहा है। चिली ने 1982 से लेकर पिछले 17 वर्षों तक विनिमय दर बैंड में रहने के बाद 1999 से लचीली विनिमय दर को अपना लिया है। चार दशकों से अधिक समय तक विनिमय की विभिन्न दर अपनाने के बाद, जिसमें समय-समय पर मूल्यहास तथा करेंसी में परिवर्तन किया जाना शामिल है, अर्जेंटीना को अंत में अमरीकी डालर से संबद्ध करेंसी बोर्ड व्यवस्था को जनवरी 2002 से छोड़ देना पड़ा। ब्राजील ने, 1990 के दशक में छोटे-मोटे हस्तक्षेप के साथ अस्थिर विनिमय दर को अपनाने के बाद, 1999<sup>2</sup> में करेंसी संकट के उपरांत स्वतंत्र रूप से अस्थिर विनिमय दर को अपना लिया है।

6.13 उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने विनिमय दर नीति के परिचालन और विदेशी मुद्रा बाजार के उतार-चढ़ाव को नियंत्रित करने में जिन जटिलताओं, चुनौतियों और नाजुक स्थितियों का सामना किया है, उनके विश्लेषण से यह पता चलता है कि विनिमय दर प्रणाली का कोई एक विकल्प सभी अपेक्षाओं को पूरा नहीं कर सकता। आम सहमति यह बन रही है कि विनिमय दर नीति के सफल परिचालन के लिए, राष्ट्रों के लिए यह जरूरी है कि वे सुदृढ़ और विश्वसनीय समष्टि आर्थिक नीतियों का पालन करें ताकि अर्थव्यवस्था में बड़े स्तर के समष्टि असंतुलन पैदा न हो पाएं। दूसरे, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह आवश्यक है कि वे अपने उत्पाद और बाजार कारकों को और लचीला बनाएं ताकि करेंसी बाजार के उतार-चढ़ाव से पैदा होने वाले आघातों तथा विश्व उत्पाद बाजार के व्यापार शर्तों में बदलाव का सामना कर सकें और उनके अनुरूप स्वयं को समायोजित कर सकें। तीसरे, उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए यह महत्वपूर्ण है कि वे अपनी वित्तीय प्रणाली को विकसित करें एवं सुदृढ़ बनाएं ताकि आघातों को सहने की उनकी क्षमता में वृद्धि हो। इसके अलावा, एक सुदृढ़ एवं कुशल बैंकिंग प्रणाली तथा सघन एवं अर्थसुलभ पूंजी बाजार, वित्तीय प्रवाहों की कुशल मध्यस्थता में योगदान देते हैं। इससे गलत उधार परंपराओं को न्यूनतम रखते हुए वित्तीय प्रणाली में असुरक्षा बढ़ने की संभावना को कम किया जा सकता है, क्योंकि गलत उधार परंपरा से कंपनी क्षेत्र में आवश्यकता से अधिक लीवरेजिंग पैदा होती है और विदेशी मुद्रा में उधार के प्रति एक्सपोजर भी बढ़ जाता है। चौथे, राष्ट्रों के लिए आवश्यक है कि वे विनियामक एवं पर्यवेक्षी क्षमताओं को बढ़ाएं ताकि वे वित्तीय नवोन्मेष तथा नई वित्तीय संस्थागत गतिविधियों और नए उत्पाद एवं सेवाओं के साथ-साथ चल सकें जिसने विनिमय दर नीति के परिचालन को मुश्किल बना दिया है। पांचवें, नीति-निर्धारक प्रकटीकरण एवं पारदर्शिता को और अधिक प्रोत्साहन दें।

6.14 इसके अतिरिक्त, विनिमय दर में उतार-चढ़ाव और लचीलेपन का दृष्टिकोण प्रासंगिक होता है। कुछ अर्थव्यवस्थाओं के लिए जो स्थिति लचीली हो सकती है, वही अन्य अर्थव्यवस्था के लिए उछाल वाली हो सकती है। इस संदर्भ में उनके विकास का स्तर और वित्तीय बाजारों की तैयारी एवं जोखिम उठाने की क्षमता महत्वपूर्ण हो जाती है (रेड्डी, 2007)। यदि विकास का स्तर और वित्तीय बाजार की तैयारी कम है, तो विनिमय दर में थोड़ा सा भी परिवर्तन उछाल वाला हो सकता है, जबकि विकसित विदेशी मुद्रा बाजारों में विनिमय दर में भारी उतार-चढ़ाव को भी उछाल की स्थिति नहीं माना जा सकता। अतः, उभरती अर्थव्यवस्था में जैसे-जैसे वित्तीय बाजार विकसित होते जाते हैं, उतार-चढ़ावों को सहने की क्षमता बढ़ती जाती है और जो स्थिति पहले अस्थिर

<sup>2</sup> ब्राजील में मुद्रा सृजन पर नियंत्रण के प्रयोजन से 1995 से 1999 के दौरान एक समायोजन बैंड (विस्तार सीमा) था।



थी, वही स्थिति बाद में लचीली बन जाती है। अतः प्राधिकारियों के लिए सबसे प्रमुख मुद्दा यह है कि नीतिगत समायोजन, साथ ही आधिकारिक हस्तक्षेप कहां और कब किया जाए ताकि अत्यधिक उतार-चढ़ाव तथा गंभीर असंतुलन से बचाव किया जा सके।

**6.15** धीरे-धीरे उदारीकरण की ओर बढ़ने तथा पूंजी खाते के खुलेपन से पूंजी का प्रवाह 1990 के दशक में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, विशेष रूप से एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में, काफी बढ़ गया जिसने केंद्रीय बैंकों के सामने नई चुनौतियां पैदा कर दीं। पूंजी प्रवाह में वृद्धि तथा उससे संबंधित उतार-चढ़ाव, केंद्रीय बैंक द्वारा मौद्रिक नीति के संचालन पर प्रभाव डालता है। केंद्रीय बैंक जिन चुनौतियां का सामना कर रहे हैं वे हैं चलनिधि प्रबंधन, विनिमय दर तथा विदेशी मुद्रा भंडार का प्रबंधन। अतः, इन अर्थव्यवस्थाओं के केंद्रीय बैंकों के लिए आवश्यक है कि वे भारी मात्रा में पूंजी प्रवाह को नियंत्रित करने के लिए लैस रहें। चूंकि हाल के वर्षों में कुछ देशों में पूंजी प्रवाह का संबंध विभिन्न प्रकार के संकटों से रहा है, इसलिए इस बात पर पुनर्विचार किया जा रहा है कि पूंजी खाते का उदारीकरण मुक्त रूप से किया जाए।

**6.16** एशिया के अधिकांश केंद्रीय बैंकों द्वारा समय-समय पर विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करना आवश्यक रहा है क्योंकि प्रमुख रूप से इन अर्थव्यवस्थाओं में विनिमय दर के उतार-चढ़ाव के निर्धारण में पूंजी प्रवाह का महत्व बढ़ रहा है, हालांकि इसकी तुलना में व्यापार घाटा तथा आर्थिक विकास को पिछले वर्षों में महत्वपूर्ण समझा जाता था। व्यापार घाटा तथा आर्थिक विकास का महत्व अवश्य है, किंतु एक निर्धारित अवधि में (जालान, 2003)। दैनंदिन आधार पर, यह पूंजी प्रवाह ही है, जो विनिमय दर और वित्तीय बाजार के ब्याज दर गणित को प्रभावित करता है। पूंजी प्रवाह में उतार-चढ़ाव ने विनिमय दर को पहले से अधिक संवेदनशील बना दिया है (मोहन, 2003)। अपेक्षाकृत खुली अर्थव्यवस्था में, इससे विनिमय दर में तीव्र उतार-चढ़ाव के प्रति मौद्रिक नीति की उपयुक्त जवाबी कार्रवाई का मुद्दा पैदा होता है क्योंकि विनिमय दर में उतार-चढ़ाव का वस्तुतः रोजगार एवं उत्पादन में घट-बढ़ तथा कारोबार-योग्य एवं गैर-कारोबारी गतिविधियों के वितरण, विशेष रूप से विकासशील देशों में महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है, जो निर्यात संबंधी निष्पादन पर निर्भर करता है और जिस पर उनके भुगतान संतुलन की सुदृढ़ता का दारोमदार होता है। अत्यधिक तीव्र स्पर्धा वाले कारोबारी माहौल में देश अपने लाभ का अंश कम करते हुए बाजार में अपना हिस्सा आक्रामक रूप से बढ़ा रहे हैं। ऐसे मामले में, विनिमय दर में मामूली परिवर्तन भी महत्वपूर्ण एवं स्थायी रूप से वास्तविक प्रभाव का स्वरूप ले सकता है। अतः, अंतर्राष्ट्रीय पूंजी अंतर्वाहों (इनफ्लोज) से फायदा उठाने के लिए, संबंधित देशों के लिए जरूरी है कि वे सुदृढ़ समष्टि आर्थिक नीतियों का पालन करें,

शक्तिशाली संस्थाओं का विकास करें, और वित्तीय प्रणाली के स्थायित्व एवं नियंत्रित आर्थिक विकास के लिए उपयुक्त विनियामक ढांचे को अपनाएं।

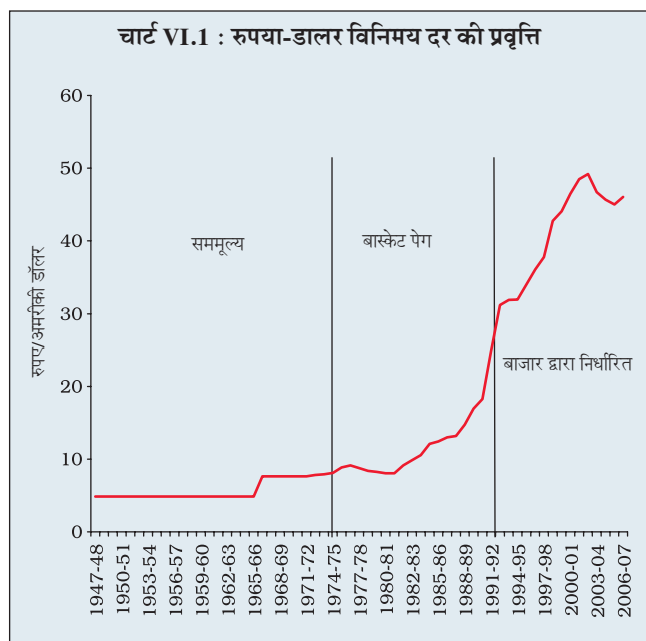
**6.17** संक्षेप में, जहां विदेशी मुद्रा बाजार और विनिमय दर निर्धारण में कुछ हद तक लचीलापन आवश्यक है, वहीं आवश्यकता से अधिक उछाल मूल्य-प्रकटन पर, निर्यात कारोबार, चालू खाता शेष बनाए रखने तथा डालरीकरण के कारण तुलन-पत्र पर विपरीत प्रभाव डाल सकता है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव ने विकासशील देशों के लिए इस आवश्यकता को उजागर किया है कि उन्हें विनिमय दर में अधिक लचीलापन रखने की जरूरत है। तथापि, प्राधिकारियों में भी बाजार के झुंड व्यवहार को ध्यान में रखते हुए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करने की क्षमता होनी चाहिए। उभरते बाजारों को वित्तीय प्रवाहों के लिए क्रमिक रूप से खोल दिए जाने से, पूंजी प्रवाह विनिमय दर निर्धारण में महत्वपूर्ण भूमिका अदा कर रहा है और उसका प्रभाव प्रायः उच्च विनिमय दर उछाल में दिखाई देता है। इस परिदृश्य में, यह उपयुक्त होगा कि भारत में अपनाई जा रही विनिमय दर प्रणाली और आज्ञादी के बाद की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास-क्रम पर एक नजर दौड़ा जाए।

## II. भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार: ऐतिहासिक परिदृश्य

### प्रारंभिक चरण : 1947 - 1977

**6.18** भारत के विदेशी मुद्रा बाजार के विकास-क्रम को भारत की पिछले कुछ दशकों की विनिमय दर नीति में सममूल्य प्रणाली से बास्केट-पेग प्रणाली तथा उसके बाद नियंत्रित अस्थिर विनिमय दर प्रणाली जैसे परिवर्तन को ध्यान में रखकर देखना होगा। 1947 से 1971 की अवधि में भारत ने विनिमय दर की सममूल्य प्रणाली अपनाई थी। प्रारंभ में रुपए का बाह्य सममूल्य शुद्ध स्वर्ण के 4.15 ग्रेन पर निर्धारित किया गया था। रिजर्व बैंक ने पाउंड स्टर्लिंग को हस्तक्षेप करेंसी के रूप में उपयोग करते हुए रुपए के सममूल्य को  $\pm 1$  प्रतिशत की अनुमत मार्जिन के साथ बनाए रखा। चूंकि अमरीकी मौद्रिक प्राधिकारी द्वारा स्टर्लिंग डालर विनिमय दर को स्थिर रखा गया था, इसलिए स्वर्ण तथा डालर एवं अन्य करेंसियों के लिए रुपए की विनिमय दर अप्रत्यक्ष रूप से स्थिर रखी गई। स्वर्ण की तुलना में रुपए के मूल्य में सितंबर 1949 तथा जून 1966 में हास किए जाने से स्वर्ण की तुलना में रुपए का सममूल्य क्रमशः घटकर 2.88 और 1.83 ग्रेन शुद्ध स्वर्ण हो गया। रुपए की विनिमय दर में वर्ष 1966 और 1971 के बीच कोई परिवर्तन नहीं हुआ (चार्ट VI.1)।

**6.19** इस अवधि में, स्थिर विनिमय प्रणाली के होते हुए विदेशी मुद्रा बाजार हर तरह से निष्क्रिय बना रहा। बैंकों से यह अपेक्षित था कि वे केवल कवर-आपरेशंस का ही कार्य करें तथा हर समय 'स्क्वेयर' अथवा 'निकट स्क्वेयर' की स्थिति बनाए रखें। विनिमय नियंत्रण का प्राथमिक उद्देश्य यह था कि विभिन्न प्रयोजनों के लिए विदेशी मुद्रा की



मांग को उपलब्ध आपूर्ति द्वारा निर्धारित सीमा के भीतर विनियमित किया जाए। प्रारंभ में 1947 में पारित विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम को 1957 से स्थायी आधार पर लागू किया गया। अधिनियम के प्रावधानों के अनुसार, रिजर्व बैंक ने तथा कुछ मामलों में केंद्र सरकार ने भारत के बाहर विदेशी मुद्रा में भुगतान संबंधी लेनदेन, करेंसी नोट तथा बुलियन के निर्यात एवं आयात, निवासी और अनिवासी के बीच प्रतिभूतियों के अंतरण, विदेशी प्रतिभूतियां प्राप्त करने, आदि<sup>3</sup> को नियंत्रित एवं विनियमित किया।

**6.20** 1971 में ब्रेटन वुड प्रणाली के असफल होने तथा प्रमुख करेंसियों के अस्थिर हो जाने से, पूरे विश्व में सभी केंद्रीय बैंकों के लिए विनिमय दर नीति का परिचालन अत्यधिक चुनौती पूर्ण हो गया क्योंकि करेंसी के उतार-चढ़ाव ने बाजार के खिलाड़ियों के लिए सीमा रहित बाजार में करेंसियों में व्यापार करने की असीमित संभावनाएं खोल दीं। दिसंबर 1971 में रुपया को पाउंड-स्टर्लिंग से जोड़ा गया। स्मिथसोनियन करार, 1971 के अंतर्गत चूंकि स्टर्लिंग को डालर की तुलना में स्थिर रखा गया था, इसलिए रुपया भी डालर की तुलना में स्थिर बना रहा। एकल करेंसी पेग की कमजोरियों को दूर करने तथा विनिमय दर की स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए रुपए को सितंबर 1975 से करेंसी बास्केट के साथ जोड़ दिया गया। करेंसी का चयन और उस पर दिए जाने वाले भार का निर्णय रिजर्व बैंक के विवेक पर छोड़ दिया गया। बास्केट में शामिल करेंसियों तथा उनके भार को गोपनीय रखा जाता था ताकि सट्टेबाजी को प्रोत्साहन न मिले। यही वह

समय था जब भारतीय बैंकों ने विदेशी मुद्रा में कारोबार करने की दिलचस्पी दिखाई।

### विकास-काल : 1978-1992

**6.21** भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के कारोबार में 1978 में तेजी आई जब भारत के बैंकों को रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा में अंतर-दिवसीय कारोबार करने की अनुमति दे दी और बैंकों से यह अपेक्षित था कि वे 'स्क्वयेर' अथवा 'निकट स्क्वयेर' पोजीशन बनाए रखने की शर्त का पालन प्रत्येक दिन कारोबार समाप्ति पर करें। यह निर्णय बैंक के प्रबंध-तंत्र को करना था कि किस सीमा तक पोजीशन को ओवरनाइट अनकवर्ड छोड़ा जाए (ओपन पोजीशन) तथा किस सीमा तक डीलर दिन के दौरान कारोबार करेंगे। इस अवधि के दौरान रुपए की विनिमय दर आधिकारिक तौर पर रिजर्व बैंक निर्धारित करता था जो भारत के प्रमुख व्यापार भागीदारों की भारित बास्केट करेंसियों के अनुसार होती थी और विनिमय दर प्रणाली की यह विशेषता थी कि रिजर्व बैंक प्राधिकृत व्यापारियों को प्रतिदिन अपनी क्रय और विक्रय दर की घोषणा करता था ताकि वे व्यापारिक लेनदेन कर सकें। क्रय और विक्रय दोनों दरों के बीच का अंतर 0.5 प्रतिशत होता था और बाजार इस अंतर में सक्रिय रूप से कारोबार करने लगे। प्राधिकृत व्यापारियों को परस्पर करेंसियों (एक परिवर्तनीय विदेशी करेंसी की तुलना में दूसरी करेंसी) में भी कारोबार करने की अनुमति प्रदान की गई। हालांकि, विदेशी बाजारों में इस संबंध में कोई 'पोजीशन' पैदा नहीं की जा सकती थी।

**6.22** जैसे-जैसे लाभ कमाने के अवसर बढ़ते गए, भारत के प्रमुख बैंक रुपए की तुलना में तथा परस्पर करेंसियों में दुतरफा मूल्य उद्धृत करने लगे, और कारोबार की मात्रा बढ़ने लगी। इससे बड़े पैमाने पर विभिन्न प्रकार की प्रथाएं अपनाई जाने लगी (उनमें से कुछ प्रथाएं तो अनियमित थीं) और विदेशी मुद्रा कारोबार में लगे बैंकों के परिचालन के लिए एक व्यापक दिशानिर्देश की आवश्यकता महसूस की गई। तदनुसार, वर्ष 1981 में बैंकों द्वारा अपनाए जाने के लिए 'विदेशी मुद्रा कारोबार पर आंतरिक नियंत्रण हेतु दिशानिर्देश' बनाए गए। हालांकि भारत में विदेशी मुद्रा बाजार 1990 के दशक के प्रारंभ तक अत्यधिक नियंत्रित रखा गया जिसमें बाह्य लेनदेन संबंधी प्रतिबंध, प्रवेश पर रोक, चलनिधि न्यून थी तथा लेनदेन की लागत उच्च थी। इस अवधि में विनिमय दर इसलिए नियंत्रित रखी गई क्योंकि भारत के आयात को मुख्य रूप से सहजता प्रदान करनी थी। विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम (फेरा) के माध्यम से विदेशी मुद्रा कारोबार पर कठोर नियंत्रण का परिणाम यह हुआ कि विश्व में विदेशी मुद्रा का एक विशाल एवं अत्यधिक कुशल समानांतर बाजार अर्थात् हवाला (अनधिकृत) बाजार पैदा हो गया।

<sup>3</sup> अधिनियम को अधिक व्यापक कानून अर्थात् विदेशी मुद्रा विनियम अधिनियम, 1973 में बदल दिया गया।

6.23 1980 दशक के अंत में और 1990 दशक के प्रारंभ में यह मान्यता थी कि समष्टि आर्थिक नीति और संरचनागत कारक दोनों ने भुगतान संतुलन की कठिनाइयों को बढ़ाया है। भारत के प्रतिस्पर्धियों द्वारा मूल्यहास किए जाने से स्थिति और भी विकट हो गई। यद्यपि, निर्यात में 1980 के दशक के उत्तरार्ध में उच्च वृद्धि दर्ज की गई (1987-88 में यह जीडीपी के 4.3 प्रतिशत से बढ़कर 1990-91 में जीडीपी का लगभग 5.8 प्रतिशत हो गया), फिर भी कारोबार का असंतुलन जीडीपी के लगभग 3 प्रतिशत तक बना रहा। इसके साथ ही वर्ष 1990-91 में अदृश्य प्राप्तियों जैसे निजी धन प्रेषण में तीव्र गिरावट सहित यात्रा और पर्यटन से होने वाली आय में भी गिरावट आई जिसने चालू खाता घाटे को और बढ़ा दिया। बाह्य क्षेत्र की कमजोरियां वर्ष 1990-91 के खाड़ी संकट की वजह से और भी प्रबल हो गईं। फलस्वरूप, चालू खाता घाटा वर्ष 1990-91 में बढ़कर जीडीपी का 3.2 प्रतिशत हो गया और पूंजी प्रवाह में भी सूखा पड़ गया जिसके कारण विशिष्ट सुधारात्मक उपाय किए जाने की जरूरत पड़ी। इस परिदृश्य में भारत ने 1990 के दशक के प्रारंभ में स्थायित्व और संरचनात्मक सुधार के प्रयास किए।

#### सुधारोत्तर काल : 1992 से आगे

6.24 इस चरण में व्यापक सुधारात्मक उपाय किए गए जिसका मकसद विदेशी मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाना तथा विनिमय नियंत्रण प्रणाली को उदार बनाना था। एक महत्वपूर्ण समष्टि आर्थिक, संरचनात्मक एवं स्थिरतापूर्ण कार्यक्रम लागू किया गया जिसमें व्यापार, उद्योग, विदेशी निवेश, विनिमय दर, लोक वित्त तथा वित्तीय क्षेत्र शामिल थे और जिसने एक ऐसे वातावरण का निर्माण किया जो व्यापार और निवेश में विस्तार के लिए सहायक था। यह मान्यता रही कि व्यापार नीति, विनिमय दर नीति तथा औद्योगिक नीति मिलकर एकीकृत नीति ढांचे का हिस्सा बनें जिससे सामान्य रूप से आर्थिक प्रणाली की और मुख्य रूप से बाह्य क्षेत्र की समग्र उत्पादकता, प्रतिस्पर्धा तथा कुशलता में सुधार आए।

6.25 स्थिरता उपाय के रूप में 1 तथा 3 जुलाई 1991 के बीच विनिमय दर में दो चरण में 9 प्रतिशत और 11 प्रतिशत की कमी करते हुए समायोजन किया गया ताकि विदेशी मुद्रा भंडार से भारी मात्रा में निकाली गई राशि के प्रभाव को कम किया जा सके, निवेशकों में विश्वास कायम रखा जा सके तथा घरेलू स्तर पर प्रतिस्पर्धा बढ़ाई जा सके। जुलाई 1991 में कारगर तरीके से विनिमय दर में दो चरणों के समायोजन ने नियंत्रित (पेगड) विनिमय दर प्रणाली को समाप्त करने का संकेत दे दिया। वर्ष 1990-91 के खाड़ी संकट के बाद, बाह्य क्षेत्र में सुधार लाने का एक व्यापक खाका भुगतान संतुलन से संबंधित उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष : डॉ. सी. रंगराजन) की रिपोर्ट में प्रस्तुत किया गया। समिति

की इस सिफारिश को अपनाते हुए कि बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर की ओर बढ़ा जाए, मार्च 1992 में उदारीकृत विनिमय दर प्रबंधन प्रणाली (लमर्स) लागू की गई जिसमें प्रारंभ में दोहरी विनिमय दर प्रणाली अपनाई गई। लमर्स के अंतर्गत यह अपेक्षित था कि चालू खाता लेनदेन (निर्यात, धनप्रेषण आदि) से प्राप्त समस्त विदेशी मुद्रा प्राप्तियों को प्राधिकृत व्यापारियों को अभ्यर्पित किया जाए। इन लेनदेनों से प्राप्त आगमों के 60 प्रतिशत के कन्वर्शन की विनिमय दर प्राधिकृत व्यापारियों द्वारा दी गई बाजार दर होती थी, जबकि आगमों के शेष 40 प्रतिशत का कन्वर्शन रिजर्व बैंक की आधिकारिक दर पर किया जाता था। इसके बदले में प्राधिकृत व्यापारियों से यह अपेक्षित था कि वे विदेशी मुद्रा की उनकी खरीद का 40 प्रतिशत रिजर्व बैंक को अभ्यर्पित करें। शेष 60 प्रतिशत विदेशी मुद्रा को उन्हें मुक्त बाजार में अनुमत लेनदेन के प्रयोजन से बेचने हेतु अपने पास रखने की छूट थी। लमर्स एक संक्रमणकालीन तरीका था और दिसंबर 1992 के प्रारंभ में आधिकारिक विनिमय दर को समायोजित करके कम किया जाना तथा अंततः 1 मार्च 1993 से दोहरी दर समाप्त किया जाना एक प्रकार से बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर प्रणाली की शुरुआत करने की ओर ले गया।

6.26 मार्च 1993 में दोहरी दर विनिमय प्रणाली की जगह एकल विनिमय दर प्रणाली ले ली, जिसके अंतर्गत सभी विदेशी मुद्रा प्राप्तियों को बाजार द्वारा निर्धारित दर पर परिवर्तित किया जा सकता है। विनिमय दरों को एक समान बना देने से रुपए की नामित विनिमय दर अमरीकी डालर और करेंसी बास्केट दोनों की तुलना में समायोजित होकर कम ही रही, जिसने पिछली मुद्रास्फीति के अंतर के प्रभाव को लगभग समाप्त कर दिया। कई चालू खाता लेनदेनों पर लगे प्रतिबंधों में भी छूट दी गई। भारतीय रुपए की विनिमय दर का एकीकरण, चालू खाता परिवर्तनीयता की दिशा में एक महत्वपूर्ण कदम था, जो अंततः अगस्त 1994 में तब प्राप्त किया जा सका, जब भारत ने अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष के करार के अनुच्छेदों के अनुच्छेद VIII के अंतर्गत दायित्वों को स्वीकार कर लिया।

6.27 सभी चालू खाता लेनदेन में रुपए के पूरी तरह से परिवर्तनीय हो जाने पर, बैंकों की जोखिम उठाने की क्षमता बढ़ गई और विदेशी मुद्रा व्यापार की मात्रा बढ़ने लगी। इसे रिजर्व बैंक और सरकार द्वारा मिलकर बाजार के विकार को दूर करने तथा विदेशी मुद्रा बाजार को गहन बनाने के लिए बड़े पैमाने पर किए गए सुधार से और भी समर्थन प्राप्त हुआ। इस प्रक्रिया को 'क्रमिकवाद' की संज्ञा दी गई, जिसमें विशेषज्ञों और बाजार सहभागियों से गहन परामर्श के बाद उपाय किए जाने की व्यवस्था है। सुधार का यह चरण सोदानी समिति (1994) से प्रारंभ होता है, जिसने अपनी रिपोर्ट 1995 में प्रस्तुत की और विदेशी मुद्रा बाजार में सजीवता लाने की दृष्टि से विनियमों को और आसान बनाने की सिफारिश की (बॉक्स VI.2)। विदेशी मुद्रा बाजार के विकास से



### बॉक्स VI.2

#### भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित विशेषज्ञ दल की सिफारिशें

भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित विशेषज्ञ दल (अध्यक्ष: श्री ओ.पी.सोदानी) ने अपनी रिपोर्ट 1995 में प्रस्तुत की, जिसमें विभिन्न विनियमों को निर्दिष्ट किया गया है जो बाजार के विकास में बाधक हैं। दल ने सिफारिश की है कि कार्पोरेट जो एक्सपोजर के होने की घोषणा करते हैं उन्हें हेज (बचाव) की अनुमति दी जाए। दल ने यह सिफारिश की है कि बैंकों को अपनी स्वयं की विनिमय पोजीशन सीमा निर्धारित करने की अनुमति दी जाए, जैसे आंतर-दिवसीय और ओवरनाइट सीमा, जो इस शर्त के अधीन हो कि इस सीमा के 5 प्रतिशत तक की पूंजी उपलब्ध कराई/ रखी जाए और जो अंतर्राष्ट्रीय स्तर पर स्वीकार्य दिशानिर्देशों पर आधारित हो। दल ने बैंक के प्रबंधन द्वारा सकल अंतर सीमा (एग्रीगेट गैप लिमिट), जिसमें रुपए में लेनदेन भी शामिल होगा, के निर्धारण के पक्ष में भी सिफारिश की है जो उनकी पूंजी, जोखिम उठाने की क्षमता आदि पर आधारित होगा। इसने सिफारिश की है कि बैंकों को यह अनुमति दी जाए कि वे विदेश में क्रॉस-करेंसी पोजीशन ले सकें और एक सीमा के अंदर अल्प अवधि अर्थात् छह महीने तक निधि उधार दे अथवा ले सकें। अन्य महत्वपूर्ण सुझाव यह है कि निर्यातकों को अपनी निर्यात आय का 100 प्रतिशत भारत के प्राधिकृत व्यापारी के पास किसी भी विदेशी मुद्रा में रखने की अनुमति दी जाए, बशर्ते वह निर्यात बिलों के एवज में दिए गए बकाया अग्रिमों को समाप्त कर दे। दल इस बात के भी पक्ष में था कि प्राधिकृत व्यापारियों को एफसीएनआर (बैंक) जमाराशियों पर ब्याज दर और परिपक्वता अवधि निर्धारित करने की अनुमति दी जाए। इसने यह सिफारिश की है कि रिजर्व बैंक बाजार में चुनिंदा अवसरों पर हस्तक्षेप करे ताकि बाजार को और अधिक संतुलित बनाया जा सके।

इसके अतिरिक्त, दल ने बाजार की कार्यप्रणाली तथा एक गतिमान व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार के संवर्धन एवं विकास के लिए कई अन्य अल्पकालिक एवं दीर्घकालिक उपायों की सिफारिश की है। अल्पकालिक उपायों की सिफारिश में

शामिल हैं - मीयादी मुद्रा बाजार के विकास को सहज बनाने के लिए घरेलू स्तर पर अंतर-बैंक उधार लेने की प्रक्रिया को एसएलआर/सीआरआर की अपेक्षाओं से छूट दी जाए, करेंसी ऑप्शंस को निरस्त करने एवं बुक करने की छूट, न्यूनतम लागत ऑप्शंस रणनीतियों जैसे - 'रेंज फारवर्ड' तथा 'रेशियो रेंज फारवर्ड' के पेशकश की अनुमति तथा प्राधिकृत व्यापारियों को पूरी तरह से सुरक्षित (कवर्ड) आधार पर किसी भी प्रकार के डेरिवेटिव उत्पाद के प्रस्ताव देने की अनुमति देना जिसका इस्तेमाल वे अपनी आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए मुक्त रूप से कर सकें।

दीर्घकालिक उपायों के रूप में, दल ने सुझाव दिया है कि रिजर्व बैंक, रुपया-आधारित डेरिवेटिव के संबंध में विस्तृत प्रस्ताव बैंकों से मंगवाए, विनिमय नियंत्रण विनियमों एवं दिशानिर्देशों में उत्पादों के बजाय जोखिमों पर अधिक ध्यान दिया जाए तथा विदेशी मुद्रा एवं डेरिवेटिव जोखिम प्रबंधन के संबंध में अलग से नए दिशानिर्देश बनाए जाएं।

जहां तक लेखांकन और प्रकटीकरण मानकों का संबंध है, इस संबंध में की गई मुख्य सिफारिशों में शामिल हैं - नीतिगत प्रक्रियाओं एवं लेनदेन की सतत आधार पर समीक्षा एक ऐसे जोखिम नियंत्रण दल द्वारा की जाए जो निपटान संबंधी कार्य न करता हो, भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संगठन (फेदाई) अथवा किसी अन्य निकाय द्वारा समान प्रलेखन एवं समान बाजार प्रथाओं का सुनिश्चयन तथा लेखांकन प्रकटीकरण मानकों का विकास।

#### संदर्भ:

भारतीय रिजर्व बैंक (1995), भारत में विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित रिपोर्ट (अध्यक्ष : श्री ओ.पी.सोदानी), जून।

संबंधित सोदानी समिति की अधिकांश सिफारिशों को 1990 के दशक के उत्तरार्ध में लागू किया।

6.28 इसके अतिरिक्त, 1990 के दशक के मध्य से अनेक पहलें की गई हैं जिनका उद्देश्य नियंत्रणों को समाप्त करना और विदेशी मुद्रा लेनदेन का कार्य कर रही सभी संस्थाओं को सहज वातावरण प्रदान करना था। अधिक ध्यान संस्थागत ढांचे के विकास, प्रभावी रूप से कार्य करने हेतु लिखतों की संख्या बढ़ाने और अधिक पारदर्शिता लाने तथा विदेशी मुद्रा कारोबार के संचालन को उदार बनाने पर दिया गया ताकि विदेशी मुद्रा लेनदेन के छोटे स्तर के प्रबंधन से विदेशी मुद्रा प्रवाह प्रबंधन के बड़े स्तर की ओर जाया जा सके (बॉक्स VI.3)।

6.29 रिजर्व बैंक द्वारा गठित विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित आंतरिक तकनीकी दल (2005) ने वर्तमान विनियमों को और अधिक उदार बनाने के लिए अनेक सिफारिशें की हैं। कुछ सिफारिशें जैसे -

किसी भी अवधि की वायदा संविदा (फारवर्ड कांट्रैक्ट) को निरस्त करना तथा पुनः बुक करना, प्राधिकृत व्यापारियों को यह शक्ति देना कि वे कार्पोरेट्स को अंतर्राष्ट्रीय पण्य एक्सचेंजों/बाजारों में पण्य मूल्य जोखिम के प्रति अपने एक्सपोजर का हेज (बचाव) करने की अनुमति दे सकें तथा अंतर बैंक विदेशी मुद्रा बाजार के कारोबार समय को बढ़ाना, अब लागू कर दी गई हैं।

6.30 इन विशिष्ट उपायों के साथ-साथ, जिनका मकसद विदेशी मुद्रा बाजार को विकसित करना था, अंतिम दशक में पूंजी खाता को उदार बनाने के उपाय भी लागू किए गए जो 1997 से काफी हद तक पूंजी खाता परिवर्तनीयता (अध्यक्ष: श्री एस.एस.तारापोर) से संबंधित समिति की रिपोर्ट द्वारा निर्देशित थे। 1990 के दशक के प्रारंभ से लेकर किए गए विभिन्न सुधारों से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार की संरचना, गहनता, चलनिधि स्थिति तथा कार्यकुशलता पर गंभीर प्रभाव पड़ा है जिनका उल्लेख अगले भागों में किया गया है।



### बॉक्स VI.3

#### भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के लिए किए गए उपाय

##### संस्थागत ढांचा

- विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम (फेरा), 1973 के स्थान पर बाजार मित्र विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम (फेमा), 1999 लाया गया। रिजर्व बैंक ने प्राधिकृत व्यापारियों को विभिन्न प्रयोजनों के लिए विदेशी मुद्रा प्रदान करने की शक्ति प्रदान की।
- सोदानी समिति की सिफारिशों के अनुसरण में वर्ष 2001 में भारतीय समाशोधन निगम (सीसीआईएल) की स्थापना की गई।
- वित्तीय बाजार के सभी खंडों को ध्यान में रखते हुए सहभागिता प्रक्रिया को और भी ईमानदारी से बढ़ाने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा 1999 में गठित मुद्रा और प्रतिभूति बाजार से संबंधित तकनीकी परामर्शदात्री समिति (टीएसी) की परिधि को विदेशी मुद्रा बाजार को शामिल करने के लिए 2004 में बढ़ाया गया और समिति का पुनः नामकरण मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित तकनीकी परामर्शदात्री समिति के रूप में किया गया।

##### विदेशी मुद्रा बाजार में लिखतों में वृद्धि

- रुपया-विदेशी मुद्रा स्वैप बाजार की अनुमति दी गई।
- अतिरिक्त हेजिंग (बचाव) लिखत प्रारंभ किए गए जैसे - विदेशी मुद्रा-रुपया ऑप्शंस, क्रॉस-करेंसी ऑप्शंस, ब्याज दर स्वैप (आइआरएस) तथा करेंसी स्वैप्स, कैप्स/कॉलर्स तथा वायदा दर करार (फारवर्ड रेट एग्रीमेंट)।

##### उदारीकरण उपाय

- प्राधिकृत व्यापारियों को कतिपय शर्तों के अधीन तथा संबंधित बैंकों के बोर्डों के अनुमोदन से विदेशी बाजार में कारोबार पोजीशन देने, उधार लेने और निवेश करने की कार्रवाई शुरू करने की अनुमति दी गई। बैंकों को यह भी अनुमति दी गई कि वे (i) निवल ओवरनाइट पोजीशन सीमा तथा अंतर (गैप)सीमा का निर्धारण करें (रिजर्व बैंक के औपचारिक अनुमोदन से) (ii) एफसीएनआर (बैंक) जमाराशियों की ब्याज दरों (उच्चतम सीमा के अधीन) और परिपक्वता अवधि का निर्धारण करें जिसमें अंतर-

बैंक उधार लेने को सांविधिक अपेक्षाओं से छूट होगी, तथा (iii) डेरिवेटिव उत्पादों का इस्तेमाल आस्ति-देयता प्रबंधन के लिए करें।

- निर्यातकों सहित विदेशी मुद्रा बाजार के सहभागियों, विदेश में निवेश करने वाले भारतीयों, तथा विदेशी संस्थागत निवेशकों को फारवर्ड कवर लेने तथा बिना किसी सीमा के स्वैप लेनदेन करने की अनुमति दी गई, बशर्ते इनके तहत किए गए एक्सपोजर वास्तविक हों।
- विदेशी संस्थागत निवेशकों तथा अनिवासी भारतीयों को कतिपय शर्तों के अधीन एक्सचेंजों में डेरिवेटिव संविदाओं के कारोबार में कारोबार करने की अनुमति दी गई।
- विदेशी मुद्रा कमाने वालों को विदेशी मुद्रा खाता रखने की अनुमति दी गई। निवासियों को इस प्रकार का खाता खोलने की अनुमति दी गई, जिसकी सामान्य सीमा प्रतिवर्ष 25,000 अमरीकी डालर थी तथा इस सीमा को वर्ष 2006 में बढ़ाकर 50,000 अमरीकी डालर प्रतिवर्ष तथा और भी बढ़ाकर अप्रैल 2007 से 1,00,000 अमरीकी डालर प्रतिवर्ष कर दिया गया।

##### प्रकटीकरण तथा पारदर्शिता उपाय

- रिजर्व बैंक यह पहल करता रहा है कि विदेशी मुद्रा बाजार के लेनदेन परिचालनों से संबंधित सभी आंकड़े सार्वजनिक साइट पर रखे जाएं। रिजर्व बैंक प्रसारित करता है - (क) अपनी साइट पर दैनिक संदर्भ दर जो बाजार पर्यवेक्षकों के लिए सांकेतिक दर होती है (ख) कुछ प्रमुख मुद्रा की तुलना में रुपया की विनिमय दर संबंधी आंकड़े और साप्ताहिक सांख्यिकीय अनुपूरक पत्रिका में साप्ताहिक आधार पर विदेशी मुद्रा भंडार की जानकारी, तथा (ग) मासिक बुलेटिन में रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की खरीद और बिक्री से संबंधित आंकड़े। रिजर्व बैंक ने अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष के विशेष आंकड़ा प्रसार मानकों (एसडीडीएस) के अंतर्गत अंतर्राष्ट्रीय भंडार तथा विदेशी मुद्रा चलनिधि की स्थिति से संबंधित जानकारी को पूरी तरह से प्रकट करने की स्थिति प्राप्त कर ली है।

##### संदर्भ:

मोहन राकेश, 2006 'वित्तीय क्षेत्र सुधार और मौद्रिक नीति : भारतीय अनुभव' भा.रि.बैं.बुलेटिन, जुलाई

### III. विदेशी मुद्रा बाजार का ढांचा

#### बाजार खंड

6.31 अधिकांश उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियां देश के भीतर ही की जाती हैं जबकि बहुत से देश उनकी करेंसी में तटीय संस्थाओं को अपतटीय बाजार में परिचालन करने से रोकते हैं। विकासशील और उभरते बाजार राष्ट्रों में हाजिर बाजार, विदेशी मुद्रा बाजार खंड का सर्वाधिक प्रमुख बाजार है। एक आम बात यह पाई जाती है कि आयातकों/निर्यातकों तथा अंतिम उपभोक्ताओं की यह आदत

होती है कि वे उचित जोखिम प्रबंधन प्रथाओं को अपनाए बिना विनिमय दर में उतार-चढ़ाव को आमदनी का माध्यम समझते हैं। इससे, कई बार आपूर्ति और मांग की असमान स्थिति पैदा हो जाती है जो प्रायः 'तरह-तरह की खबरों और अफवाहों' पर आधारित होती है। हालांकि, अधिकांश उभरते बाजार राष्ट्र बाजार के वायदा खंड में परिचालन की अनुमति देते हैं किंतु ये परिचालन अभी भी इन अर्थव्यवस्थाओं में अविकसित अवस्था में हैं। वायदा बाजार के विकास का अभाव कई बातों को दर्शाता है, जिनमें शामिल हैं - विनिमय दर में सीमित लोच, केंद्रीय बैंक द्वारा हस्तक्षेप के माध्यम से वस्तुतः विनिमय दर बीमा उपलब्ध कराना, आय वक्र का न होना जिस पर वायदा

कीमतों को और उथले मुद्रा बाजार को आधार मिलता है जिसमें बाजार का निर्धारण करने वाले बैंक विशेष रूप से वायदा पोजीशंस में परिपक्वता जोखिमों को हेज (बचाव) कर सकते हैं (कैनेल्स -क्रीलजेनको, 2004)।

**6.32** विकासशील देशों में अधिकांश विदेशी मुद्रा बाजार या तो पूरी तरह डीलर बाजार हैं या फिर डीलर एवं नीलामी बाजार दोनों का संयुक्त बाजार। डीलर बाजार में, कुछ डीलर बाजार के निर्धारक बन जाते हैं और वे लचीली विनिमय दर प्रणाली में विनिमय दरों के निर्धारण में केंद्रीय भूमिका निभाते हैं। बाजार निर्धारक दोतरफा विनिमय दर निर्धारित करते हैं जिस पर वे अन्य डीलरों से कारोबार करने के इच्छुक होते हैं। बोली-प्रस्ताव स्प्रेड, बाजार निर्धारकों के बीच स्पर्धा के साथ-साथ कई अन्य कारकों को दर्शाता है। उभरती हुई अधिकांश बाजार अर्थव्यवस्थाओं में आचार संहिता सिद्धांतों को स्थापित करती है जो विदेशी मुद्रा बाजार में डीलर के परिचालनों को दिशानिर्देश देते हैं। केंद्रीय बैंक, अथवा व्यावसायिक व्यापारी संघ सामान्यतया आचार संहिता जारी करते हैं (कैनेल्स किलजेनको, 2004)। नीलामी बाजार में, नीलामीकर्ता अथवा नीलामी प्रणाली ही आपूर्ति एवं मांग आदेशों का मिलान करते हुए विदेशी मुद्रा का आबंटन करती है। पूर्ण नीलामी बाजार में, आदेशों के असंतुलन को केवल विनिमय दर समायोजन के द्वारा ही पूरा किया जाता है। पूर्ण नीलामी बाजार का ढांचा अब कदाचित ही पाया जाता है और यह सामान्य डीलर बाजार के साथ ही पाया जाता है।

**6.33** भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार एक विकेंद्रीकृत बहुडीलरशिप बाजार है जिसमें दो खंड हैं - हाजिर और व्युत्पन्नी बाजार। हाजिर बाजार में, मुद्राओं का कारोबार प्रचलित दर पर होता है और उनका निपटान अथवा राशि उपलब्धता दिनांक दो कारोबार दिवस के बाद होता है। ये दो दिन पार्टियों को अपने देश एवं विदेश में उपयुक्त बैंक खातों में नामे और जमा अनुदेश भेजने के लिए पर्याप्त समय होता है। व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार में वायदा, परस्पर अदला-बदली (स्वैप्स) तथा ऑप्शंस शामिल होते हैं। यद्यपि वायदा संविदाओं की परिपक्वता एक वर्ष तक होती है, किंतु अधिकांश वायदा संविदाएं एक महीना, तीन महीने अथवा छह महीने के लिए होती हैं। लंबे समय की वायदा संविदाएं अधिक आम नहीं हैं क्योंकि उनमें अनिश्चितताएं तथा उसके मूल्य-निर्धारण का मामला निहित होता है। विदेशी मुद्रा बाजार में स्वैप लेनदेन में हाजिर और वायदा दोनों को उलट दिशा में मिलाया जाता है। अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तरह हाजिर बाजार भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार का प्रमुख खंड है। विदेशी मुद्रा बाजार के व्युत्पन्नी खंड को महत्व प्राप्त हो रहा है और इस खंड की गतिविधियां धीरे-धीरे बढ़ रही हैं।

### बाजार के खिलाड़ी

**6.34** भारतीय बाजार के खिलाड़ी इस प्रकार हैं - (क) प्राधिकृत व्यापारी, अधिकांशतः बैंक जो विदेशी मुद्रा में कारोबार करने के लिए

प्राधिकृत हैं, (ख) विदेशी मुद्रा दलाल जो बिचौलिए के रूप में कार्य करते हैं, तथा (ग) ग्राहक - व्यक्ति, कार्पोरेट जिन्हें उनके लेनदेन के लिए विदेशी मुद्रा की आवश्यकता होती है। यद्यपि ग्राहक ही विदेशी मुद्रा बाजार के प्रमुख खिलाड़ी होते हैं किंतु व्यावहारिक रूप में वे प्राधिकृत व्यापारियों और दलालों पर निर्भर होते हैं। पहले हाजिर विदेशी मुद्रा बाजार में विदेशी मुद्रा लेनदेन में दलालों का वर्चस्व होता था। जो भी हो, उभरती बाजार परिस्थितियों के कारण स्थिति में बदलाव आया है और अब प्राधिकृत व्यापारियों का इस कारोबार में वर्चस्व है। दलालों का व्युत्पन्नी बाजार में वर्चस्व अभी भी बना हुआ है।

**6.35** रिजर्व बैंक बाजार में खास तौर से बाजार की स्थितियों को संतुलित बनाए रखने के लिए हस्तक्षेप करता है। रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा की बिक्री/खरीद का कार्य बाजार में उसकी मांग/आपूर्ति के आधिक्य के समय करता है। भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापार संघ (फेडाई) विदेशी मुद्रा बाजार के समग्र रूप से सहज एवं तीव्र विकास को सुनिश्चित करने में विशेष भूमिका निभाता है। सभी प्राधिकृत व्यापारियों से अपेक्षित है कि वे फेडाई के सदस्य बनें और विदेशी मुद्रा कारोबार करने हेतु फेडाई द्वारा निर्धारित शर्तों का पालन करें। फेडाई, अंतर-बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में विदेशी मुद्रा दलालों के लिए भी प्रामाणिक अधिकारी है।

**6.36** बैंकों तथा अन्य संस्थाओं को उनके अनुरोध पर विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम, 1999 की धारा 10(1) के अंतर्गत प्राधिकृत व्यापारियों के लिए लाइसेंस जारी किए जाते हैं। प्राधिकृत व्यापारियों को विभिन्न श्रेणी में विभाजित किया गया है। सभी अनुसूचित वाणिज्य बैंक जिसमें सरकारी क्षेत्र के बैंक, निजी क्षेत्र के बैंक भारत में कार्यरत विदेशी बैंक शामिल हैं, को प्राधिकृत व्यापारियों की श्रेणी I में रखा गया है। सभी पूर्ण मुद्रा परिवर्तन जिनके ग्रेड बढ़ाए गए हैं तथा चुनिंदा क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों एवं सहकारी बैंकों को प्राधिकृत व्यापारियों की श्रेणी II में शामिल किया गया है। चुनिंदा वित्तीय संस्थाएं तथा एक्जिम बैंक प्राधिकृत व्यापारियों की श्रेणी III में हैं। वर्तमान में, भारत में 86 प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी I) कार्य कर रहे हैं जिनमें से 5 सहकारी बैंक हैं (सारणी 6.3)। विदेशी मुद्रा बाजार के समस्त व्यापारिक कारोबार अनिवार्य रूप से सीधे प्राधिकृत व्यापारियों के माध्यम से किए जाने हैं। तथापि, अंतर-बैंक बाजार खंड को और गहन बनाने तथा चलनिधि उपलब्ध कराने की दृष्टि से प्राधिकृत व्यापारियों को यह अनुमति दी गई है कि वे दलालों की सेवाओं का उपयोग करें ताकि अंतर-बैंक लेनदेन में अच्छी कीमत प्राप्त की जा सके। विदेशी मुद्रा बाजार के आकार को और बढ़ाने और उसे भारी मात्रा में प्रवाहों को संभालने में सक्षम बनाने के लिए, सामान्य रूप से यह महसूस किया गया कि बाजार निर्माण प्रक्रिया में भाग लेने हेतु और अधिक प्राधिकृत व्यापारियों को प्रोत्साहित किया जाए। ऐसे सहभागियों की भी संख्या बढ़ाने की आवश्यकता है जो दुतरफा दरें दे सकते हैं।

**सारणी 6.3 : विदेशी मुद्रा बाजार में प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी I)**  
(31 मार्च 2007 की स्थिति)

श्रेणी	संख्या
1	2
सरकारी क्षेत्र के बैंक	27
निजी क्षेत्र के बैंक	31
जिनमें से :	
सहकारी बैंक	28
विदेशी बैंक	5
<b>कुल</b>	<b>86</b>
<b>स्रोत :</b> भारतीय रिजर्व बैंक	

6.37 विदेशी मुद्रा बाजार के ग्राहक खंड में शामिल हैं प्रमुख सरकारी क्षेत्र की इकाइयां, कार्पोरेट और ऐसी व्यावसायिक संस्थाएं जिनके विदेशी मुद्रा में एक्सपोजर हैं। इसमें आमतौर पर चुनिंदा बड़ी सरकारी क्षेत्र की इकाइयों जैसे इंडियन आयल कार्पोरेशन, ओएनजीसी, भेल (बीएचइएल), सेल (एसएआइएल), मारुति उद्योग और भारत सरकार (रक्षा और असैनिक ऋण सेवा हेतु) तथा अन्य में बड़े निजी क्षेत्र के कार्पोरेट जैसे रिलायन्स ग्रुप, टाटा ग्रुप तथा लार्सन एंड टुब्रो की प्रधानता है। हाल के वर्षों में विदेशी संस्थागत निवेशक, विदेशी मुद्रा बाजार के प्रमुख खिलाड़ियों के रूप में उभरे हैं।

**विदेशी मुद्रा बाजार में आपूर्ति और मांग के स्रोत**

6.38 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में विदेशी मुद्रा की आपूर्ति के प्रमुख स्रोत हैं- निर्यात से प्राप्त राशि और चालू खाते में प्राप्त अदृश्य तथा पूंजी खाता में आने वाली राशि जैसे विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई), संविभाग निवेश, बाह्य वाणिज्यिक उधार (ईसीबी) तथा अनिवासी जमाराशियां। दूसरी ओर, विदेशी मुद्रा की मांग उत्पन्न होने के कारण हैं - आयात और चालू खाते में अदृश्य भुगतान, ईसीबी का परिशोधन (अल्पावधि व्यापार क्रेडिट सहित) और बाह्य सहायता, अनिवासी जमाराशियों का भुगतान तथा प्रत्यक्ष और संविभाग निवेश के फलस्वरूप बहिर्वाह (आउटफ्लो)। भारत में, सरकार के पास कोई विदेशी मुद्रा खाता नहीं है, और सरकार को बाहर से मिलने वाली सहायता सीधे विदेशी मुद्रा भंडार में आती है और रिजर्व बैंक आवश्यक रकम रूप में जारी करता है। इस प्रकार, विदेशी मुद्रा की आपूर्ति का यह विशेष स्रोत बाजार के माध्यम से नहीं आता है, इसलिए विनिमय दर पर इसका प्रभाव नहीं पड़ता है।

6.39 पिछले पांच वर्षों में, पूंजी खाते में बड़े पैमाने पर होने वाले लेनदेन से आपूर्ति और मांग के स्रोतों में महत्वपूर्ण परिवर्तन हुआ है, जबकि 1980 दशक तथा 1990 दशक में विदेशी मुद्रा बाजार में चालू खाते के लेनदेन की प्रमुखता थी। चालू खाते के लिए बाजार का इस्तेमाल करने वाले सहभागियों का व्यवहार एवं प्रोत्साहन ढांचा, पूंजी खाता लेनदेन करने के

लिए विदेशी मुद्रा बाजार का इस्तेमाल करने वाले सहभागियों से काफी भिन्न होता है। इसके अतिरिक्त, इन परंपरागत निर्धारकों में हुआ परिवर्तन भी यह दर्शाता है कि मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव में वृद्धि हुई है। अब ऐसा प्रतीत होता है कि प्रत्याशाएं और यहां तक कि समाचार के प्रति क्षणिक प्रतिक्रियाएं प्रायः पूंजी प्रवाह के उतार-चढ़ाव के निर्धारण में अधिक महत्वपूर्ण हो गई हैं और इस प्रकार ये विनिमय दर के उतार-चढ़ाव को तीव्र बनाती है (मोहन 2006 ए)। कई बार, विनिमय दर पर दबाव “कतिपय समाचारों पर आधारित प्रत्याशाओं” से पैदा होने वाली मांग में वृद्धि से उत्पन्न होता है। कभी-कभी ये प्रत्याशाएं असंतुलन पैदा करने वाली होती हैं और प्रायः स्वतः पूर्ण सट्टेबाजी की गतिविधियों को बढ़ावा देती हैं। इसे ध्यान में रखते हुए, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश के प्रबंधन, संविभाग निवेश, बाह्य वाणिज्यिक उधार, अनिवासी जमाराशियों तथा पूंजी आंतरिक प्रवाह (इन्फ्लोज) के माध्यम से पूंजी खाता के प्रबंधन पर अधिक जोर दिया जा रहा है। किंतु, ऐसे भी अवसर आए हैं जब पूंजी खाता प्रबंधन की सभी विधियों का पालन करने के बावजूद भारी मात्रा में पूंजी का प्रवाह आया है और मांग की मात्रा में अत्यधिक वृद्धि हुई है। ऐसे ही समय में रिजर्व बैंक की भूमिका बढ़ जाती है क्योंकि उसे असंतुलित प्रत्याशाओं को पैदा होने से रोकना है। इन मामलों में कार्रवाई इस प्रकार की जाती है - विदेशी मुद्रा की सीधी खरीद और बिक्री, खुले बाजार परिचालन के माध्यम से असंतुलन के प्रभाव को विफल करना, चलनिधि समायोजन सुविधा के अंतर्गत चलनिधि का प्रबंधन, आरक्षित निधि की अपेक्षाओं में परिवर्तन तथा ब्याज दर में परिवर्तन करके संकेत देना। पिछले कुछ वर्षों में भारी मात्रा में पूंजी का प्रवाह आने के बावजूद रूपए में दुतरफा उतार-चढ़ाव हुए हैं। इसके अलावा, बाजार सहभागियों के पास उपलब्ध उनके जोखिम के बचाव के लिए विभिन्न लिखतों के माध्यम से की गई हेजिंग (बचाव) गतिविधियों से भी मांग/आपूर्ति की स्थिति प्रभावित हुई है।

**व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार लिखत**

6.40 मुद्रा बाजार को विकसित करने में व्युत्पन्नी की महत्वपूर्ण भूमिका है, क्योंकि वे बाजार के खिलाड़ियों को निहित एक्सपोजर के प्रति हेज (बचाव) की सुविधा उपलब्ध कराते हैं और बाजार में सहभागियों की समग्र जोखिम स्थिति को एक आकार प्रदान करते हैं। भारत में बैंक अपने जोखिमों को नियंत्रित करने के लिए बढ़-चढ़कर व्युत्पन्नी का उपयोग कर रहे हैं और वे इन उत्पादों को कार्पोरेट्स को भी पेश कर रहे हैं। भारत में, व्युत्पन्नी संविदाओं के अनेक अनौपचारिक स्वरूप लंबे समय से विद्यमान रहे हैं, किंतु विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी बाजार में विभिन्न लिखतों की औपचारिक शुरुआत सुधारकाल के बाद, विशेष रूप से 1990 दशक के मध्य से हुई है। क्रास-करेंसी व्युत्पन्नी रूपए के साथ पहले चरण के रूप में कतिपय प्रतिबंधों सहित अप्रैल 1997 में प्रारंभ की गई। रूपया-विदेशी मुद्रा ऑप्शंस की अनुमति जुलाई 2003 से दी गई। भारतीय वित्तीय



## विदेशी मुद्रा बाजार

बाजार में इस समय उपलब्ध विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी उत्पादों को मोटे तौर पर तीन खंडों में बांटा जा सकता है अर्थात् वायदा, ऑप्शंस (विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शंस और क्रास-करेंसी ऑप्शंस), तथा करेंसी स्वैप्स (विदेशी मुद्रा रुपया स्वैप्स तथा क्रास-करेंसी स्वैप्स)(बॉक्स VI.4)।

**6.41** उपलब्ध आंकड़े दर्शाते हैं कि बड़े पैमाने पर जिन व्युत्पन्नी लिखतों का इस्तेमाल होता है वे हैं - वायदा और विदेशी मुद्रा स्वैप्स (रुपया-डालर)। ऑप्शंस का भी प्रयोग बाजार में पिछले चार वर्षों से किया जा रहा है। किंतु, उनकी मात्रा बहुत अधिक नहीं है और बोली-प्रस्ताव का अंतर (स्प्रेड) बहुत ज्यादा है, जो यह दर्शाता है कि इसके बाजार में चलनिधि अपेक्षाकृत कम है। एक अन्य कारक जो ऑप्शंस बाजार के विकास में बाधक है वह है कार्पोरेट्स को ऑप्शंस के लेखन/बिक्री की अनुमति न होना। यदि ऐसे कार्पोरेट्स को जिनके निहित एक्सपोजर हैं, कवर्ड ऑप्शंस के लेखन/बिक्री की अनुमति दी जाए तो इससे बाजार में की मात्रा और चलनिधि में वृद्धि होगी। इसके अलावा, बहुत कम बैंक इस उत्पाद के बाजार-निर्धारक हैं जबकि कई इसमें कारोबार बैंक-टू-बैंक आधार पर करते हैं। इस उत्पाद को कार्पोरेट्स के अन्य खंड जैसे लघु एवं मध्यम उद्यमों (एसएमई) क्षेत्र तक पहुंचाना है तो यह जरूरी है कि सरकारी क्षेत्र के बैंक आवश्यक बुनियादी सुविधाएं

जुटाएं और ऑप्शंस में लेनदेन करने के लिए विशेषज्ञता विकसित करें। बैंक द्वारा इस्तेमाल की जा रही व्युत्पन्नी की बढ़ती जटिलता, विविधता तथा मात्रा को ध्यान में रखते हुए रिजर्व बैंक द्वारा व्युत्पन्नी से संबंधित वर्तमान दिशानिर्देशों की समीक्षा करने और बैंकों के लिए व्युत्पन्नी से संबंधित व्यापक दिशानिर्देश तैयार करने हेतु एक आंतरिक दल का गठन किया गया है (बॉक्स VI.5)।

**6.42** जहां तक वायदा संविदाओं और स्वैप्स का संबंध है, ये अपेक्षाकृत भारतीय व्युत्पन्नी बाजार में लोकप्रिय लिखत हैं और भारत में वायदा संविदा तथा स्वैप्स के निरस्त करने तथा पुनः बुकिंग करने की प्रक्रिया को विनियमित किया गया है। हालांकि, रिजर्व बैंक धीरे-धीरे इन विनियमों को हटाने के उपाय करता रहा है। इसका उद्देश्य यह सुनिश्चित करना है कि अधिक निरस्त किए जाने या अत्यधिक मात्रा में पुनः बुकिंग करने से रूपए के मूल्य में अत्यधिक उतार-चढ़ाव न आने पाए। वर्तमान में, स्वैप्स के कारण जो एक्सपोजर हो रहे हैं, वे कार्पोरेट्स को रूपए से विदेशी मुद्रा देयता (व्युत्पन्न एक्सपोजर) की ओर ले जाने में सहायक हैं, किंतु उनके हेज (बचाव) की अनुमति नहीं है। जहां बाजार सहभागियों को इस प्रकार की हेजिंग पसंद है, वहीं यह आम मान्यता है कि विदेशी मुद्रा में व्युत्पन्न एक्सपोजर को विदेशी मुद्रा की वास्तविक उधार ली गई राशि से समानता

### बॉक्स VI.4

#### भारत में विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी लिखत

##### विदेशी मुद्रा वायदा

प्राधिकृत व्यापारियों को यह अनुमति दी गई है कि वे रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत भारत के ऐसे निवासी व्यक्तियों को उनके पिछले निष्पादन/वास्तविक आयात-निर्यात टर्नओवर के आधार पर वायदा संविदाएं जारी कर सकते हैं, जिन्हें क्रिस्टलाइज्ड विदेशी मुद्रा/विदेशी ब्याज दर एक्सपोजर हो, तथा रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत भारत के बाहर के ऐसे निवासी व्यक्ति को जारी कर सकते हैं जिन्हें रूपए के प्रति वास्तविक एक्सपोजर हो। भारत के निवासी आमतौर पर क्रिस्टलाइज्ड विदेशी मुद्रा / विदेशी ब्याज दर एक्सपोजर को हेज (बचाव) करते हैं अथवा एक्सपोजर को एक करेंसी से दूसरी अनुमत करेंसी में परिवर्तित करते हैं। भारत के बाहर निवासी रिजर्व बैंक की अनुमति से रुपया के प्रति अनुमत विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को हेज अथवा परिवर्तित करने के लिए इस प्रकार की संविदाएं करते हैं।

##### विदेशी मुद्रा रुपया स्वैप

भारत का निवासी कोई व्यक्ति जिसके पास दीर्घकालिक विदेशी मुद्रा अथवा रुपया देयता है, उसे विदेशी मुद्रा/विदेशी ब्याज दर एक्सपोजर को हेज करने अथवा रुपया/रुपया ब्याज दर में परिवर्तित करने के लिए प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-1) के साथ इस प्रकार के स्वैप करने की अनुमति दी गई है।

##### विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शन

रिजर्व बैंक द्वारा अनुमोदित प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी-1) तथा प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी-1), जो बाजार निर्धारक नहीं हैं, को अपने ग्राहकों को विदेशी मुद्रा रुपया

ऑप्शन बैंक-टू-बैंक आधार पर बेचने की अनुमति दी गई है, बशर्ते उनका पूंजी के प्रति जोखिम भारित आस्तियों का अनुपात 9 प्रतिशत या उससे अधिक हो। इन ऑप्शंस का उपयोग उन ग्राहकों द्वारा किया जाता है जिनका वास्तव में विदेशी मुद्रा एक्सपोजर है और जिन्हें रिजर्व बैंक द्वारा तथा प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-1) द्वारा व्यापार बहियों तथा तुलन-पत्र एक्सपोजर की हेजिंग की अनुमति दी गई है।

##### क्रास-करेंसी ऑप्शंस

रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत, प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-1) को यह अनुमति दी गई है कि वे भारत के ऐसे निवासी व्यक्तियों को क्रास-करेंसी ऑप्शंस जारी कर सकते हैं जिनके क्रिस्टलाइज्ड विदेशी मुद्रा एक्सपोजर हैं। ग्राहक इस लिखत का उपयोग चालू खाता लेनदेन से उत्पन्न होने वाले विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को हेज करने अथवा परिवर्तित करने के लिए करते हैं। प्राधिकृत व्यापारी, रिजर्व बैंक द्वारा यथा अनुमत, इस लिखत का उपयोग विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शंस तथा क्रास-करेंसी ऑप्शंस में बाजार का निर्धारण करते समय होने वाले जोखिम को पूरा करने के लिए करते हैं।

##### क्रास-करेंसी स्वैप

जिन संस्थाओं ने बाह्य वाणिज्यिक उधार व्यवस्था के अंतर्गत विदेशी मुद्रा में उधार लिया है, उन्हें यह अनुमति दी गई है कि वे विदेशी मुद्रा और ब्याज दर जोखिम को परिवर्तित करने तथा/अथवा हेजिंग (बचाव) के लिए क्रास-करेंसी स्वैप का उपयोग कर सकते हैं। इस उत्पाद के उपयोग की अनुमति ऐसे स्ट्रक्चर्ड उत्पाद के लिए नहीं है जो विशिष्ट प्रयोजनों को पूरा नहीं करते हैं।



**बॉक्स VI.5**

**व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव) बाजार : व्यापक दिशानिर्देश**

11 दिसंबर 2006 को जारी व्यापक दिशानिर्देश के प्रारूप में ये शामिल हैं - व्युत्पन्नी लेनदेन करने के लिए व्यापक सिद्धांत, व्युत्पन्नी लिखतों की अनुमत श्रेणी, बाजार निर्धारकों और उपयोग करने वालों की भूमिका, नीतियों की उपयुक्तता और औचित्य, जोखिम-प्रबंधन और कार्पोरेट गवर्नेंस से संबंधित पहलू, तथा आंतरिक नियंत्रण एवं लेखा-परीक्षा। उसके बाद, रिजर्व बैंक ने 20 अप्रैल 2007 को इन दिशानिर्देशों का संशोधित रूप जारी किया जिसमें बड़े पैमाने पर बैंकों और बाजार सहभागियों के अभिमत शामिल किए गए। यह उम्मीद की जाती है कि पूर्व में परिचालित व्युत्पन्नी कारोबार के लेखांकन एवं मूल्यांकन से संबंधित इन दिशानिर्देशों से बैंकों को भविष्य में व्युत्पन्नी कारोबार के विनियमन के लिए बृहत ढांचा उपलब्ध हो सकेगा। व्यापक दिशानिर्देश में चार मुख्य संशोधन हैं जो वर्तमान दिशानिर्देशों में किए गए हैं और जो विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी लिखतों से संबंधित हैं। पहला, उपयोक्ता जैसे आयातक और निर्यातक जिसके चालू खाता लेनदेन में क्रिस्टलाइज्ड हेज रहित एक्सपोजर हैं, वे विदेशी मुद्रा/रुपया तथा क्रॉस करेंसी दोनों के लिए कवर्ड काल और पुट ऑप्शंस लिख सकते हैं और प्रीमियम प्राप्त कर सकते हैं। दूसरा, बाजार निर्धारक क्रॉस-करेंसी ऑप्शंस लिख सकते हैं। तीसरा, बाजार निर्धारक बिल्कुल सादा अमरीकी विदेशी मुद्रा रुपया ऑप्शंस का प्रस्ताव दे सकते हैं। चौथा, भारत में निवासी व्यक्ति जिसके पास विदेशी मुद्रा अथवा रुपया की देयता हो, उसे दीर्घकालीन एक्सपोजर, अर्थात् ऐसे एक्सपोजर जिनकी परिपक्वता अवधि तीन वर्ष या उससे अधिक हो, की हेजिंग के लिए विदेशी मुद्रा रुपया स्वैप करने की अनुमति है।

व्युत्पन्नी बाजार में बैंकों के एक्सपोजर से संबंधित जोखिम प्रबंधन तथा कार्पोरेट गवर्नेंस के लिए व्यापक दिशानिर्देश में विवेकपूर्ण प्रणाली के मूलभूत सिद्धांत

दिए गए हैं। ये मूलभूत सिद्धांत मुख्य रूप से इन कार्यों को अनिवार्य बनाते हैं (i) विदेशक मंडल और वरिष्ठ प्रबंध तंत्र द्वारा उचित निगरानी (ii) पर्याप्त जोखिम प्रबंधन प्रक्रिया का होना जिसमें विवेकपूर्ण जोखिम सीमा मापने की सुदृढ़ क्रियाविधि तथा सूचना प्रणाली, जोखिम पर लगातार निगरानी, तथा प्रबंध-तंत्र को निरंतर सूचित किया जाना शामिल हो, तथा (iii) व्यापक आंतरिक नियंत्रण और लेखा-परीक्षा प्रक्रिया।

जहां तक जोखिम प्रबंधन का संबंध है, इस दिशानिर्देश में यह बताया गया है कि व्युत्पन्नी गतिविधियों में लगे हुए बाजार-निर्धारक, विभिन्न प्रकार के जोखिमों की पहचान और उनका सही-सही आकलन किस प्रकार करें। व्युत्पन्नी संबंधी जोखिमों का सही आकलन उचित निगरानी और नियंत्रण के लिए जरूरी है, इसलिए सभी महत्वपूर्ण जोखिमों का आकलन किया जाए और उन्हें संस्थावार जोखिम प्रबंधन प्रणाली के साथ जोड़ा जाए। इस दिशानिर्देश में विभिन्न जोखिम सीमाओं का भी उल्लेख किया गया है जैसे-बाजार जोखिम सीमा, ऋण सीमा तथा चलनिधि सीमा जो व्युत्पन्नी गतिविधियों से जुड़े विभिन्न जोखिमों के प्रति एक्सपोजर को नियंत्रित करने के उपाय के रूप में कार्य करती हैं। उपर्युक्त उल्लिखित सिद्धांतों के अलावा, दिशानिर्देश में यह अपेक्षा भी शामिल है कि प्रत्येक संस्था की स्वतंत्र निगरानी और व्युत्पन्नी के विभिन्न जोखिमों के लिए एक प्रणाली हो। इसके अतिरिक्त, दिशानिर्देश में आंतरिक लेखा-परीक्षा से संबंधित जानकारी, व्युत्पन्नी से संबंधित विवेकपूर्ण मानदंड, व्युत्पन्नी से संबंधित विवेकपूर्ण सीमा, तथा विनियामक रिपोर्टिंग एवं तुलनपत्र प्रकटीकरण शामिल हैं।

**संदर्भ:**

भारतीय रिजर्व बैंक, 2006। *व्युत्पन्नी बाजार से संबंधित व्यापक दिशानिर्देश।*

करना भारत में वायदा विदेशी मुद्रा बाजार में पहुंच बनाने के लिए अर्थात् विदेशी मुद्रा में निहित एक्सपोजर रखने के बुनियादी आधारों के प्रति किए गए उल्लंघन के समान होगा।

**6.43** यह विशेषता (अर्थात् वायदा संविदा की बुकिंग में अंतर्निहित लेनदेन की भूमिका) भारतीय व्युत्पन्नी बाजार के लिए खास थी। अंतर्निहित एक्सपोजर की इस अपेक्षा के प्रति आग्रह को उस समय की परिस्थितियों के परिदृश्य में देखा जाना चाहिए जब उसे लागू किया गया था। भारत में कार्पोरेट्स को सन् 1992 से विदेशी मुद्रा के उत्तरोत्तर उपयोग की अनुमति दे दी गई थी। उन्हें सक्रिय हेजिंग करने की भी अत्यधिक स्वतंत्रता प्रदान की गई। तथापि, यह विदेशी मुद्रा बाजार का उभरता हुआ काल था और प्रारंभ में उसमें सट्टेबाजी की बहुत अधिक गतिविधियों को संभालने की क्षमता नहीं थी, इसलिए 'अंतर्निहित एक्सपोजर' मानदंड को पूर्व अपेक्षा के रूप में लागू किया गया। निर्यातकों और आयातकों को अनुमति थी कि वे एक्सपोजर की घोषणा तथा पिछले निष्पादन के आधार पर वायदा संविदाएं बुक करें। पात्र सीमाओं को धीरे-धीरे बढ़ाया गया ताकि कार्पोरेट्स अधिक लचीले तरीके से कार्य कर सकें। निर्यात और आयात संविदाओं के लिए

सीमाओं की गणना अलग-अलग की जाती है। पात्र सीमा से 25 प्रतिशत अधिक तक बुक की गई संविदाएं सुपुर्दगी के आधार होंगी और उन्हें निरस्त नहीं किया जा सकता है। इस प्रकार की रियायत से साफ्टवेयर निर्यातकों और अन्य सेवाओं को बहुत फायदा हुआ, क्योंकि उनकी परियोजनाओं का निष्पादन विदेशी क्रेता के साथ किए गए मुख्य करार (मास्टर एग्रीमेंट) के आधार पर किया जाता है, जिसमें सामान्यतया निर्यात की मात्रा तथा अवधि का उल्लेख नहीं होता है (विदेशी मुद्रा बाजार से संबंधित आंतरिक दल की रिपोर्ट, 2005)। निर्यातकों तथा आयातकों के लिए और अधिक सुविधाजनक बनाने की दृष्टि से, वार्षिक नीति 2006-07 की मध्यावधि समीक्षा में की गई घोषणा के अनुसार उपर्युक्त सीमा बढ़ाकर 50 प्रतिशत कर दी गई है।

**6.44** कार्पोरेट्स के लिए इसे और अधिक लचीला बनाने हेतु किए गए उपायों के बावजूद, यह महसूस किया गया कि वायदा संविदा बुक करने से संबंधित अंतर्निहित एक्सपोजर मानदंड की समीक्षा की जाए। अंतर्निहित एक्सपोजर मानदंड से कार्पोरेट्स अपने एक्सपोजर के केवल उसी भाग को ही हेज कर सकते हैं जितना उन्हें प्रत्यक्ष माल की मात्रा (निर्यात/आयात) के



रूप में सुपुर्द करना है।<sup>4</sup> भारतीय अर्थव्यवस्था तेजी से विश्वव्यापी हो रही है, इसलिए कार्पोरेट्स का भी विभिन्न प्रकार के 'आर्थिक एक्सपोजर' से वास्ता पड़ा है, जिनसे विभिन्न विदेशी विनिमय पण्य जोखिम/एक्सपोजर जुड़े हुए हैं और जो विनिमय दर में उतार-चढ़ाव से पैदा होते हैं। वर्तमान में, लौह तथा गैर-लौह धातुओं, मूल रसायन, पेट्रो-रसायन आदि की जो घरेलू कीमतें हैं वे विश्व की आयात कीमतों के बराबर हो रही हैं। हाल के वर्षों में अमरीकी डालर और अन्य मुद्राओं की तुलना में रुपए में होने वाले दुतरफा उतार-चढ़ाव को देखते हुए ऐसे उत्पादों के उत्पादकों/उपभोक्ताओं के लिए आवश्यक है कि वे अपने आर्थिक एक्सपोजर को विनिमय दर में होनेवाले उतार-चढ़ाव के प्रति हेज (बचाव) करें। इसके अतिरिक्त, विश्व में व्यापारियों के लिए मूल्य-नियत हेजेस भी उपलब्ध हैं। इससे आयातकों/निर्यातकों को उस पण्य के लिए भावी कीमत पहले से तय कर देना सहज हो जाता है जिसे वे आयात/निर्यात करना चाहते हैं और उस पण्य के प्रति उन्हें वास्तव में क्रिस्टलाइज्ड प्रत्यक्ष एक्सपोजर की कोई आवश्यकता नहीं होती है। व्यापारी केवल रुपया-डालर विनिमय दर में परिवर्तन से ही नहीं, बल्कि क्रॉस-करेंसी विनिमय दरों में परिवर्तन से भी प्रभावित होते हैं। 'अंतर्निहित मानदंड' का रखा जाना प्रायः इस बात का एक कारण माना जाता है कि भारत में कुछ व्युत्पन्नी उत्पादों के लिए चलनिधि का अभाव है। अतः भारत जैसे-जैसे भूमंडलीकरण की ओर बढ़ रहा है, 'अंतर्निहित मानदंड' का निर्धारण करना वायदा बाजार के पूर्ण विकास में बाधक होगा। पूर्व निष्पादन/अंतर्निहित एक्सपोजर को चरणबद्ध रूप से समाप्त करना होगा। यह पूंजी खाता परिवर्तनीयता से संबंधित दोनों समितियों की भी सिफारिश रही है। यह उल्लेख किया जाता रहा है कि यह पूर्व-अपेक्षा ही एक ऐसा कारक रही है जिसका बीते समय में ऐसे एक्सपोजरों को हेज करने के लिए अपतटीय स्थानों पर गैर-सुपुर्दगीय वायदा (एनडीएफ) बाजार की ओर बढ़ाने में योगदान रहा है क्योंकि एनडीएफ संविदा की बुकिंग के समय ऐसी शर्तें नहीं लगाई जातीं। हाल ही में आयातकों को उनके सीमा-शुल्क घटक के लिए वायदा संविदा बुक करने की अनुमति देते हुए उनके आर्थिक एक्सपोजर को आंशिक रूप से हेज करने की सुविधा मुहैया कराने का प्रयास किया गया है।

**6.45** 24 अप्रैल 2007 को जारी वार्षिक नीतिगत वक्तव्य 2007-08 में बाजार सहभागियों के लिए उपलब्ध विभिन्न हेजिंग टूल्स को विस्तार देने तथा निवासियों द्वारा सक्रिय रूप से हेजिंग को सुविधाजनक बनाने के लिए अनेक उपाय किए गए हैं। आर्थिक एक्सपोजर को हेज करने के लिए यह प्रस्ताव किया गया है कि प्राधिकृत व्यापारी (श्रेणी-I) इस प्रकार की अनुमति दे सकते हैं - (क) घरेलू उत्पादकों/उपभोक्ताओं को अंतर्राष्ट्रीय पण्य एक्सचेंजों में, उनके अंतर्निहित आर्थिक एक्सपोजर के आधार पर अल्युमिनियम, तांबा, सीसा, निकल तथा जस्ता के मूल्य जोखिमों को हेज

करने की, तथा (ख) विमान टर्बाइन ईंधन (एटीएफ) के वास्तविक उपयोक्ताओं को अंतर्राष्ट्रीय पण्य एक्सचेंजों में उनके घरेलू क्रय के आधार पर उनके आर्थिक एक्सपोजर को हेज करने की। प्राधिकृत व्यापारी बैंक अपने उन ग्राहकों की ओर से रिजर्व बैंक की अनुमति लेने के लिए संपर्क कर सकते हैं जिन्हें प्रणालीगत अंतर्राष्ट्रीय मूल्य जोखिमों का अंदेशा है, और जो अन्यथा कवर नहीं किए गए हैं। निर्यातकों और आयातकों के माल और सेवाओं के विदेशी मुद्रा एक्सपोजर की सक्रिय हेजिंग को सुविधाजनक बनाने के लिए यह प्रस्ताव किया गया है कि पात्र सीमा के 75 प्रतिशत से अधिक के लिए बुक की गई वायदा संविदा सुपुर्दगी आधार पर ही होगी और वर्तमान 50 प्रतिशत की सीमा की तरह निरस्त नहीं की जाएगी। विदेशों में प्रत्यक्ष निवेश करनेवाले कार्पोरेट्स को और अधिक सहूलियत देने की दृष्टि से, विदेशी प्रत्यक्ष निवेश की हेजिंग के लिए की गई वायदा संविदाओं को निरस्त करने और पुनः बुक करने की अनुमति दी गई है। इस दृष्टि से कि छोटे और मध्यम आकार के उद्यम (एसएमई) भी अपने विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को हेज कर सकें, यह प्रस्ताव किया गया है कि उन्हें अंतर्निहित एक्सपोजर अथवा निर्यात एवं आयात के पूर्व-रिकॉर्ड के बिना वायदा संविदाएं बुक करने की अनुमति दी जाए। ऐसी संविदाओं की बुकिंग उन प्राधिकृत व्यापारियों के माध्यम से की जाएगी जिनसे एसएमई को ऋण सुविधा प्राप्त है। वे इन संविदाओं को कभी भी निरस्त कर पुनः बुक कर सकते हैं। निवासी व्यक्तियों द्वारा उनके विदेशी मुद्रा एक्सपोजर को नियंत्रित/हेज करना सहज बनाने के लिए, यह अनुमति देने का प्रस्ताव किया गया है कि वे अंतर्निहित दस्तावेज प्रस्तुत किए बिना एक वर्ष में 1,00,000 अमरीकी डालर तक की वायदा संविदा बुक कर सकते हैं जिन्हें कभी भी निरस्त और पुनः बुक किया जा सकता है।

### विदेशी मुद्रा बाजार कारोबारी प्लेटफार्म

**6.46** उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में व्यापारी द्विपक्षीय आधार पर एक-दूसरे से संपर्क एवं कारोबार करने के लिए अनेक प्रकार के कारोबारी प्लेटफार्म का उपयोग करते हैं। वे द्विपक्षीय कारोबार फोन पर करते हैं और बाद में उसकी पुष्टि फैंक्स अथवा टेलेक्स से की जाती है। कुछ व्यापारी इलेक्ट्रॉनिक कारोबारी प्लेटफार्म का इस्तेमाल करते हैं जिससे वे द्विपक्षीय बातचीत एवं सौदे जैसे रियूटर डीलिंग 2000-01 तथा डीलिंग 3000 हाजिर प्रणाली का कार्य करते हैं। द्विपक्षीय बातचीत केंद्रीय बैंक द्वारा उपलब्ध कराए गए नेटवर्क तथा निजी क्षेत्र नेटवर्क के माध्यम से भी की जाती है (ब्राजील, चिले, कोलंबिया, कोरिया और फिलीपीन्स)। उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में रियूटर डीलिंग सिस्टम सबसे अधिक लोकप्रिय कारोबारी प्लेटफार्म है।

<sup>4</sup> इन्हें सामान्यतया 'लेनदेन एक्सपोजर' के रूप में वर्गीकृत किया जाता है और यह वह सीमा होती है जिसके मूल्य के बराबर लेनदेन कर लिया गया होता है तथा जो विनिमय दर जोखिम से प्रभावित होता है और 'ठेकागत एक्सपोजर' का अर्थ है एक्सपोजर की वह सीमा जो ठेके के करार से जुड़ी होती है।

6.47 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में, हाजिर कारोबार चार प्लेटफार्म से किए जाते हैं अर्थात् अगस्त 2003 में स्थापित सीसीआइएल का एफएक्स क्लियर, एफएक्स डायरेक्ट जो एक विदेशी मुद्रा कारोबारी प्लेटफार्म है और जिसकी शुरुआत फायनेंशियल टेक्नालाजीज (भारत) लिमि. के सहयोग से आइबीएस फोरेक्स (प्रा.) लिमि. द्वारा 2002 में की गई थी, तथा रियूटर द्वारा स्थापित दो अन्य प्लेटफार्म-डी 2 प्लेटफार्म तथा रियूटर मार्केट डाटा सिस्टम कारोबारी प्लेटफार्म जिन पर न्यूनतम कारोबार की राशि 1 मिलियन अमरीकी डालर है। एफएक्स क्लियर तथा एफएक्स डायरेक्ट दोनों कारोबार के लिए वास्तविक समय ऑर्डर मैचिंग तथा सौदेबाजी का साधन उपलब्ध कराते हैं। वास्तविक समय मैचिंग प्रणाली, हाजिर और वायदा दोनों बाजार खंडों में दो करेंसियों की वास्तविक समय मैचिंग तत्काल तथा उनके स्वतः निष्पादन की सुविधा उपलब्ध कराती है। दूसरी ओर, तयशुदा लेनदेन प्रणाली में सहभागी को लेनदेन के सभी पहलुओं में से किसी का भी चयन करने तथा प्रतिपक्ष से सौदेबाजी करने की छूट होती है, अर्थात् उसे अंतर्निहित करेंसी तथा लेनदेन की शर्त का चयन करने की रियायत प्रदान की जाती है। इन कारोबारी प्लेटफार्म पर अमरीकी डालर - भारतीय (यूरो/अमरीकी डालर, अमरीकी डालर/जापानी येन, ग्रेट ब्रिटेन पाउंड/अमरीकी डालर आदि) लेनदेन होते हैं, जिनमें मूल्य के हिसाब से अमरीकी डालर - भारतीय रुपया में अधिकांश विदेशी मुद्रा लेनदेन होता है। भारत में सीसीआइएल का एफएक्स क्लियर सबसे अधिक इस्तेमाल किया जानेवाला कारोबारी प्लेटफार्म है। यह प्लेटफार्म सदस्यों को निःशुल्क उपलब्ध कराया गया है। इस प्लेटफार्म का मुख्य फायदा यह है कि वह सीधे-सीधे प्रोसेसिंग क्षमता प्रदान करता है क्योंकि यह सीसीआइएल निपटान प्लेटफार्म से जुड़ा हुआ है।

6.48 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के वायदा खंड में लेनदेन काउंटर पर होता है तथा दलालों के साथ एक्सचेंज कारोबार बाजार में होता है, जो महत्वपूर्ण भूमिका अदा कर रहे हैं। इसमें कारोबारी प्लेटफार्म के रूप में सीसीआइएल का एफएक्स क्लियर, रियूटर्स से रियूटर्स डाटा बाजार प्रणाली (आरएमडीएस) तथा आइबीएस की एफएक्स डायरेक्ट प्रणाली उपलब्ध है।

6.49 विदेशी मुद्रा बाजार की कार्यकुशलता एवं पारदर्शिता बढ़ाने तथा अन्य उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं के समतुल्य बनाने की दृष्टि से पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता समिति (एफसीएसी, 2006) ने विदेशी मुद्रा के समस्त लेनदेन इलेक्ट्रॉनिक कारोबार प्लेटफार्म से प्रारंभ करने का प्रस्ताव किया था। इस व्यवस्था के अंतर्गत, प्राधिकृत व्यापारी अपने ग्राहक के लिए, उसके ऋण मूल्यांकन अथवा जमा निधि अथवा संपाश्विक जमानत के रूप में निर्दिष्ट प्रतिभूतियों के आधार पर, विदेशी मुद्रा में कारोबार करने के लिए कतिपय सीमा निर्धारित करेगा। प्राधिकृत व्यापारियों द्वारा विदेशी मुद्रा कारोबार स्क्रीन से विदेशी मुद्रा के कारोबार वाले अनेक छोटे दलालों को भी कारोबार करने की सुविधा प्रदान की जा सकेगी। इलेक्ट्रॉनिक लेनदेन के मामले में, प्राधिकृत व्यापारी के ग्राहक का

विदेशी मुद्रा की खरीद/बिक्री का आदेश सबसे पहले ग्राहक के टर्मिनल से प्राधिकृत व्यापारी के डीलिंग सिस्टम से होकर गुजरता है। यदि ग्राहक का आदेश, एक्सपोजर सीमा के भीतर है तो, डीलिंग सिस्टम स्वतः ही उस आदेश को केंद्रीय मैचिंग प्रणाली से गुजरने देगा। आदेश की मैचिंग हो जाने के बाद, उस आदेश को प्राधिकृत व्यापारी के ट्रेडिंग सिस्टम के माध्यम से ग्राहक के टर्मिनल तक पहुंचाया जाता है। इस प्रणाली का यह भी फायदा है कि ग्राहक को यह विकल्प होता है कि वह उस बैंक से कारोबार करे जो कीमत की सबसे अच्छी दर लगाता है तथा विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का गुमनाम तरीके से हस्तक्षेप कायम रहता है। पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता समिति ने बहुत बड़े कारोबार के लिए स्क्रीन पर सौदेबाजी की प्रणाली का प्रस्ताव किया है।

### जोखिम प्रबंधन एवं विदेशी मुद्रा बाजार में लेनदेनों का निपटान

6.50 लगातार परिवर्तन एवं कारोबार के तरीकों तथा उत्पादों में अनवरत नवोन्मेषी तरीके विदेशी मुद्रा बाजार की पहचान बन चुके हैं। नवोन्मेषी उत्पाद और कारोबार के तरीके जहां एक ओर लाभार्जन की नई संभावनाएं उत्पन्न करते हैं वहीं दूसरी ओर ये बाजार के लिए कई खतरे भी पैदा कर देते हैं। इसी वजह से पूरे विश्व के केंद्रीय बैंक विदेशी मुद्रा के निपटानों के जोखिम की मात्रा और जोखिम कम करने के उपायों के बारे में अधिक सजग होते जा रहे हैं। इस बढ़ती जागरूकता के पीछे ऐसी कई घटनाएं हैं जिनके चलते पहले विदेशी मुद्रा निपटान जोखिम के कारण वैश्विक वित्तीय बाजारों में प्रणालीगत जोखिम उत्पन्न हो गए थे। इन घटनाओं में 1974 में बैंकहॉस हरस्टेट का फेल होना तथा 1991 में बीसीसीआई एसए का बंद होना शामिल है।

6.51 विदेशी मुद्रा निपटान में चूंकि दो मुद्राओं की सुपुर्दगी शामिल होती है और कारोबार साधारणतः दो अलग-अलग देशों में होता है और इन देशों के समय में अंतर होने की वजह से इसमें जोखिम पैदा होता है। विदेशी मुद्रा लेनदेनों के निपटान में बड़ी राशि के शामिल होने और इसमें प्रणाली के लिए जोखिम पैदा करने की संभावना होने के कारण केंद्रीय बैंक इस जोखिम के बारे में अधिक सजग है। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अधिकांश बैंक विदेशी मुद्रा निपटान के जोखिम का आकलन करने के लिए कोई-न-कोई तरीका अपनाते हैं। अधिकतर बैंक एकल दिवसीय (सिंगल डे) तरीका अपनाते हैं जिसमें जोखिम का आकलन उस दिन विशेष को होने वाली सभी विदेशी मुद्रा प्राप्तियों के बराबर जोखिम मान कर किया जाता है। कुछ संस्थान जोखिम आकलन के लिए बहुदिवसीय दृष्टिकोण भी अपनाते हैं। उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में अधिकांश बैंक अपनी जोखिम सीमा के प्रबंधन के लिए अलग-अलग प्रतिपक्षीय सीमा के किसी रूप का प्रयोग करते हैं। अक्सर ये सीमाएं इस संस्थान के वैश्विक परिचालनों पर भी लागू की जाती हैं। कभी-कभी बैंक नियमित आधार पर इन सीमाओं की निगरानी भी करते हैं। कुछ मामलों में विदेशी

मुद्रा निपटान जोखिम के लिए अलग से सीमाएं निर्धारित हैं जबकि अन्य मामलों में लिखतों की श्रृंखला के माध्यम से सकल निपटान जोखिम की सीमाएं सृजित की जाती हैं। जहां पर वैधानिक रूप से क्षेत्राधिकार निश्चित हो वहां पर विदेशी मुद्रा विनिमय निपटान जोखिम को कम करने के लिए व्यापारिक प्रतिपक्षों में द्विपक्षीय बाध्यता का समायोजन करना महत्वपूर्ण तरीका है। इस प्रक्रिया से इन्हें एक दूसरे की सकल देयताओं का निपटान करने में मदद मिलती है और इनकी मुद्रा में एकल निवल राशि के भुगतान द्वारा इन बाध्यताओं का निपटान किया जा सकता है।

**6.52** हाल के वर्षों में कई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं ने बड़ी राशि के विदेशी मुद्रा लेनदेनों के समायोजनों एवं घरेलू खंड के समय के हिसाब से महत्वपूर्ण भुगतान का समायोजन करने के लिए तत्काल सकल निपटान प्रणाली (आरटीजीएस) को कार्यान्वित किया है। जोखिम कम करने के अलावा इन पहलों से सहभागियों को सक्रिय रूप से समय प्रबंधन में भी सहायता मिलती है जिससे वे घरेलू मुद्रा का विक्रय करते समय अविकल्पी भुगतान भी कर सकते हैं और घरेलू मुद्रा का क्रय करते समय अंतिम प्राप्तियों का मिलान भी कर सकते हैं। इस तरह सहभागी विदेशी मुद्रा विनिमय निपटान जोखिम की अवधि भी कम कर सकते हैं।

**6.53** विदेशी मुद्रा निपटान जोखिम के प्रणालीगत असर को ध्यान में रखते हुए, भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के प्रभावी ढंग से कार्य करने के लिए समाशोधन एवं अंतर बैंक अमरीकी डालर तथा भारतीय रुपया के लेनदेन के लिए बुनियादी सुविधाएं महत्वपूर्ण कारक के रूप में उभर कर सामने आई हैं। सोदानी समिति की सिफारिशों के अनुसरण में, भारतीय वित्तीय बाजार में जोखिम को कम करने के लिए 2001 में रिजर्व बैंक ने भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल) की स्थापना की। सीसीआईएल ने विदेशी मुद्रा परिचालनों के निपटान के लिए 8 नवंबर 2002 से अंतर बैंक अमरीकी डालर - भारतीय रुपया हाजिर और वायदा व्यापार तथा 5 फरवरी 2004 से अंतर बैंक अमरीकी डॉलर - भारतीय रुपया के लिए नकदी और अगले दिन (टॉम) व्यापार के निपटान शुरू किए। सीसीआईएल दायित्व नवीकरण की प्रक्रिया के माध्यम से बहुपक्षीय निवल आधार पर विदेशी मुद्रा व्यापार का निपटान करता है और सभी वायदा, नकदी तथा अगले दिन (टॉम) के व्यापार के निपटान व्यापार की तारीख से प्रत्याभूत होते हैं। सदस्यों के बीच होने वाली प्रत्येक पात्र विदेशी मुद्रा विनिमय संविदाएं क्रमशः सीसीआईएल और प्रत्येक दोनों पक्षों के बीच दायित्व नवीकृत होती है या इसे प्रतिस्थापित किया जाता है। बहुपक्षीय निवल प्रक्रिया का पालन करते हुए सीसीआईएल को देय अथवा उसे प्राप्य निवल राशि का निर्धारण प्रत्येक मुद्रा में सदस्य-वार रूप में किया जाता है। रुपया खंड का निपटान सदस्य के भारतीय रिजर्व बैंक में रखे खाते के माध्यम से किया जाता है जबकि अमरीकी डालर खंड का निपटान न्यूयार्क स्थित निपटान बैंक में रखे सीसीआईएल के खाते के माध्यम से किया जाता है। सदस्य के साख की रेटिंग, निवल मालियत,

परिसंपत्ति मूल्य और प्रबंधन गुणवत्ता जैसे कुछ मानकों के आधार पर सीसीआईएल प्रत्येक सदस्य बैंक हेतु सीमा निर्धारित करता है। 2005-06 में सीसीआईएल ने 1,180 बिलियन अमरीकी डॉलर के कुल मूल्य के 900,000 डील के निपटान किए। सीसीआईएल ने अपनी सेवाओं को बेहतर बनाने के प्रयास निरंतर रूप से जारी रखे और धीरे-धीरे विदेशी मुद्रा लेनदेनों के सारे कार्य अपने नियंत्रण में ले लिए। इस तरह अपनी मध्यस्तथा से सीसीआईएल ने अपने सभी सदस्यों को जोखिम कम करने, दक्षता में सुधार लाने, परिचालनगत व्यय में कमी लाने और संवाददाताओं के साथ लेखा मिलान में सुविधा प्रदान की है।

**6.54** इसी सुविधा के विस्तार के रूप में सीसीआईएल ने सभी वायदा कारोबार के लिए लेनदेनों का प्रत्याभूत निपटान भी शुरू किया है। इस समय सदस्य बैंक अपनी बहियों में विदेशी मुद्रा जोखिमों की विशाल बकाया राशि की समस्या का सामना कर रहे हैं और बाजार में और कारोबार करने की राह में यह आड़े आ रही है। इतनी अधिक मात्रा में बकाया कारोबार के कारण जोखिम भी बहुत बढ़ जाता है और ऐसे कारोबार को समर्थन प्रदान करने के लिए भी बड़ी मात्रा में पूंजी की आवश्यकता होती है। इसी वजह से कई सदस्य बैंकों ने कई फोरमों पर सीसीआईएल से अनुरोध किया है कि वह कारोबार की तारीख से ही इन वायदा कारोबारों के लिए गारंटी प्रदान करें जिससे वायदा बाजार में चलनिधि और गहनता में पर्याप्त वृद्धि हो सके। बैंक अपनी बहियों में आज जो बड़ी मात्रा में बकाया वायदा स्थिति दर्शा रहे हैं, इससे उसमें भी कमी आएगी (गोपीनाथ 2005)। पूर्ण पूंजी खाता परिवर्तनीयता पर गठित समिति की एक सिफारिश यह भी थी।

**6.55** विदेशी मुद्रा निपटान जोखिमों से निपटने के अलावा भविष्य में नुकसान से बचने के लिए सहभागियों को बाजार जोखिम, चलनिधि जोखिम, ऋण जोखिम और परिचालनात्मक जोखिमों का भी दक्षता के साथ प्रबंधन करने की आवश्यकता है। अंतर-बैंक विदेशी मुद्रा लेनदेन के जोखिम एवं बाजार निर्माता के रूप में व्युत्पन्न बाजार में जोखिम प्रबंधन के लिए रिजर्व बैंक ने बैंकों के लिए जो दिशानिर्देश बनाए हैं उनके अनुसार प्राधिकृत व्यापारियों (श्रेणी-I) के निदेशक मंडल से यह अपेक्षित है कि वह समुचित नीति बनाए और विदेशी मुद्रा बाजार के परिचालनों के लिए समुचित सीमा निर्धारित करे। एक दिन की निवल खुली स्थिति और सकल अंतराल सीमा के लिए रिजर्व बैंक की अनुमति आवश्यक है। इस खुली स्थिति की माप सामान्यतः प्रत्येक मुद्रा के लिए की जाती है जिसमें निवल हाजिर स्थिति, निवल वायदा स्थिति और निवल आप्सांस स्थिति शामिल होती है। बैंकों द्वारा विदेशी मुद्रा लेनदेनों के लिए जोखिम की विभिन्न सीमाएं जैसे - एक दिनभर के लिए जोखिम, दैनिक, हानि रोध, गैप सीमा, ऋण सीमा, जोखिम मूल्य (वीएआर) सरीखी विभिन्न जोखिम सीमाएं निश्चित की जाती हैं। इन सीमाओं में रहते हुए प्राधिकृत व्यापारियों की ट्रेजरी के फ्रंट ऑफिस ग्राहकों और अपनी स्वयं की संपदागत आवश्यकताओं की पूर्ति हेतु लेनदेन करते हैं। बैंक आफिस इन जोखिमों का लेखांकन, पुष्टिकरण एवं समायोजन

करता है जबकि मिड-ऑफिस निरंतर आधार पर लाभ की समीक्षा करता है तथा जोखिम सीमाओं के अनुपालन पर निगरानी रखता है। बाजार जोखिम के मामले में अधिकांश बैंक जोखिम मूल्य (वीएआर) मॉडल सहित मापक तकनीकों के अन्य विकल्पों का भी उपयोग करते हैं। ऋण जोखिम का मापन और प्रबंधन अधिकांश बैंक सकल प्रतिपक्ष के आधार पर करते हैं ताकि हाजिर एवं व्युत्पन्न बाजार में निहित समस्त जोखिमों को शामिल किया जा सके। कुछ बैंक विभिन्न देशों की जोखिम सीमाओं के माध्यम से देश-वार जोखिम की निगरानी करते हैं। चलनिधि जोखिम का अनुमान सामान्यतः विभिन्न खंडों में विभिन्न मुद्राओं के आस्ति-देयता संविभाग की निगरानी एवं विभिन्न खंडों में मुद्रा-वार अंतरालों की निगरानी द्वारा की जाती है। चलनिधि जोखिम की निगरानी करते समय बैंक नॉस्ट्रो खातों में दैनिक आधार पर रखी शेष राशि, विप्रेषण और प्रतिबद्ध विदेशी मुद्रा मीयादी ऋण के शेष पर भी निगरानी रखते हैं।

6.56 अंत में, 1990 के दशक के शुरुआती दौर से अब तक भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के ढांचे में पर्याप्त बदलाव आया है। बाजार सहभागियों में अब विविधता आई है और उनके पास जोखिम प्रबंधन हेतु अब कई लिखतें हैं। भुगतान संतुलन में चालू खाते की तुलना में पूंजी खाते को अधिक महत्व दिए जाने के अनुरूप विदेशी मुद्रा बाजार में आपूर्ति और मांग के झटकों में भी परिवर्तन आ रहा है। कारोबारी प्लेटफार्म और निपटान प्रणाली की दृष्टि से भी बाजार के संरचनागत ढांचे में पर्याप्त सुधार हुआ है। भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में अधिकांश कारोबार हाजिर खंड में ही हो रहा है, हालांकि व्युत्पन्न खंड में भी कारोबार की मात्रा बढ़ रही है। व्युत्पन्न खंड में कारोबार बढ़ाने के लिए कुछ बातों पर ध्यान दिए जाने की आवश्यकता है। इन बातों में शामिल हैं : विभिन्न लिखतों के प्रयोग में लचीलापन, डेरिवेटिव उत्पादों के लेनदेनों में निहित जोखिम की प्रकृति के बारे में ज्ञान और समझ को बढ़ाना, वायदा के प्रत्याभूत निपटानों और वायदा संविदाओं की बुकिंग में निहित आस्तियों की भूमिका की समीक्षा आदि। इसके अलावा, इस बात की आवश्यकता है कि बाजार के खिलाड़ी को विभिन्न लिखतों के प्रयोग तथा इनमें शामिल जोखिम के बारे में आवश्यक दक्षता हो।

#### IV. विदेशी मुद्रा बाजार : एक मूल्यांकन

6.57 बाजार के संरचनागत ढांचे में आ रहे अनवरत सुधार से विदेशी मुद्रा बाजार की गहनता, चलनिधि एवं दक्षता पर प्रभाव पड़ा है। विगत कुछ समय से हाजिर और व्युत्पन्न दोनों की खंडों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के टर्नओवर में पर्याप्त वृद्धि हुई है। तटीय टर्नओवर की वृद्धि के साथ-साथ अपतटीय बाजार की गतिविधियों ने भी महत्वपूर्ण स्थान हासिल किया है। पूंजीगत खाते में आ रहे क्रमिक खुलेपन से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में मूल्य आकलन की प्रक्रिया में सुधार आया है और यह बोली-प्रस्ताव अंतर एवं वायदा प्रीमियम के व्यवहार में परिलक्षित भी होता है।

#### विदेशी मुद्रा बाजार में कुल कारोबार (टर्नओवर)

6.58 'फारेन एक्सचेंज एंड डेरिवेटिव्स मार्केट एक्टिविटी' पर बैंक फॉर इंटरनेशनल सेटलमेंट्स (बीआइएस) द्वारा करवाए गए त्रैवार्षिक सेंट्रल बैंक सर्वे के मुताबिक 2001 से 2004 के बीच वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों में उल्लेखनीय इजाफा हुआ है (सारणी 6.4)। कुल कारोबार में हुई यह सुदृढ़ बढ़त दो संबद्ध कारकों के कारण है। पहली बात तो यह कि 2001 से 2004 के बीच विदेशी मुद्रा बाजार में स्पष्ट प्रवृत्तियां परिलक्षित हुईं और काफी उतार-चढ़ाव आए जिससे कारोबार में तेजी आई। इसी वजह से निवेशकों ने मुद्राओं की भारी खरीदारी कर ली जिसके परिणामस्वरूप अनवरत तेजी की प्रवृत्ति बनी रही। दूसरी बात यह है कि सकारात्मक विभेदक ब्याज दर ने तथाकथित 'कैरी ट्रेडिंग' प्रक्रिया को बढ़ावा दिया। इस प्रक्रिया में कम ब्याज दर वाली मुद्राओं को लेकर उच्च ब्याज दर वाली मुद्राओं में निवेश किया जाता है। 2001 से 2004 के बीच तात्कालिक वायदा के क्षेत्र में आई बढ़त बचाव (हेजिंग) में आई अत्यधिक रुचि का परिणाम रही। 2001 से 2004 के बीच उभरती बाजार अर्थव्यवस्था वाले देशों में पारंपरिक विदेशी मुद्रा कारोबार में कुल वैश्विक मुद्रा कारोबार की तुलना में एशियाई मुद्राओं के कारोबार में ज्यादा तेजी दर्ज की गई। अप्रैल 2001 से अप्रैल 2004 के बीच चीनी रेन्मिन्बि, भारतीय रुपया, इंडोनेशियन रुपया, कोरियन वान और नए ताइवानी डालर ने 100 प्रतिशत से अधिक की सीमा पार की (सारणी 6.5)। विदेशी मुद्रा कारोबार के टर्नओवर में पर्याप्त वृद्धि के बावजूद कुल वैश्विक टर्नओवर में उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं का अंश कम ही बना रहा।

6.59 पिछले कई वर्षों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के आकार में कई गुना बढ़त हुई है। दैनिक औसत टर्नओवर 1997-98 के 5 बिलियन अमरीकी डालर से बढ़कर 2005-06 में 18 बिलियन अमरीकी डालर हो गया। 2006-07 (फरवरी 2007 तक) में टर्नओवर में पर्याप्त वृद्धि हुई और यह 23 बिलियन अमरीकी डालर तक पहुंच गया। इस दौरान अक्टूबर एवं नवंबर 2006 में कुछेक दिनों में तो इसने 35 बिलियन अमरीकी डालर की दैनिक

#### सारणी 6.4: वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार टर्नओवर (अप्रैल में दैनिक औसत, बिलियन अमेरिकी डॉलर में)

मद	1989	1998	2001	2004
1	2	3	4	5
हाजिर लेनदेन	317	568	387	621
एक दिन (ओवरनाइट) का वायदा	27	128	131	208
विदेशी मुद्रा स्वैप	190	734	656	944
रिपोर्टिंग में आनुमानिक अंतराल	56	60	26	107
कुल 'पारंपरिक' टर्नओवर	590	1,490	1,200	1,880
मेमो :				
अप्रैल 2004 की विनिमय दर पर टर्नओवर	650	1,590	1,380	1,880
स्रोत : बैंक फॉर इंटरनेशनल सेटलमेंट का 'फारेन एक्सचेंज एंड डेरिवेटिव्स मार्केट एक्टिविटी' पर त्रैवार्षिक सेंट्रल बैंक सर्वे, 2005।				



## विदेशी मुद्रा बाज़ार

### सारणी 6.5 : उभरती बाज़ार अर्थव्यवस्था वाली मुद्राओं में पारंपरिक विदेशी मुद्रा बाज़ार के टर्नओवर - अप्रैल 2004 (दैनिक औसत, मिलियन अमरीकी डालर में)

	हाज़िर	वायदा	स्वैप	कुल	2001 से वृद्धि (%)
1	2	3	4	5	6
चीनी रेन्मिन्बी	992	811	9	1,812	530
हॉंगकांग डालर	6,827	2,221	24,133	33,181	21
भारतीय रुपया	2,877	1,531	1,658	6,066	114
इंडोनेशियन रुपया	760	267	1,025	2,051	283
कोरियन वान	10,510	6,048	4,592	21,151	117
मलेशियन रिंगिट	351	237	399	987	7
फिलिपीनी पेसो	345	232	188	765	52
सिंगापुर डालर	5,177	1,242	10,591	17,010	32
नया ताइवानी डालर	3,607	2,798	856	7,261	129
थाई भाट	1,333	490	1,669	3,492	88
<b>मेमो :</b>					
अमरीकी डालर	528,639	170,357	874,083	1,573,080	48
यूरो	272,887	88,243	298,231	659,361	49
पाउंड स्टर्लिंग	82,839	31,338	185,241	299,417	93
जापानी येन	130,382	47,135	181,715	359,231	35

स्रोत : बीआइएस, क्वार्टर्ली रिव्यू, मार्च 2005।

औसत टर्नओवर की सीमा भी पार कर ली। व्यापारिक टर्नओवर के प्रति अंतर-बैंक टर्नओवर अनुपात 1997-98 के 5.2 से आधा होकर 2005-06 में 2.6 रह गया। इससे व्यापारिक वर्ग की विदेशी मुद्रा बाज़ार में बढ़ती सहभागिता परिलक्षित होती है (सारणी 6.6 तथा चार्ट VI.2)। विदेशी मुद्रा टर्नओवर में अकेले मुंबई की हिस्सेदारी 80 प्रतिशत के आसपास है।

6.60 विदेशी मुद्रा बाज़ार का टर्नओवर भारतीय भुगतान संतुलन की तुलना में 2005-06 में 6.6 गुना रहा जबकि 2000-01 में यह 5.4 गुना था (सारणी 6.7)। विदेशी मुद्रा बाज़ार की गहनता बढ़ने एवं टर्नओवर में वृद्धि होने से वाणिज्य बैंकों की राजकोषीय परिचालनों से होनेवाली आय में भी वृद्धि हुई है। 2004-05 एवं 2005-06 में अनुसूचित वाणिज्य बैंकों के कुल लाभ का 20 प्रतिशत से भी अधिक हिस्सा विदेशी मुद्रा लेनदेनों से प्राप्त हुआ (चार्ट VI.3)।

### सारणी 6.6: भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार गतिविधियों के संकेतक

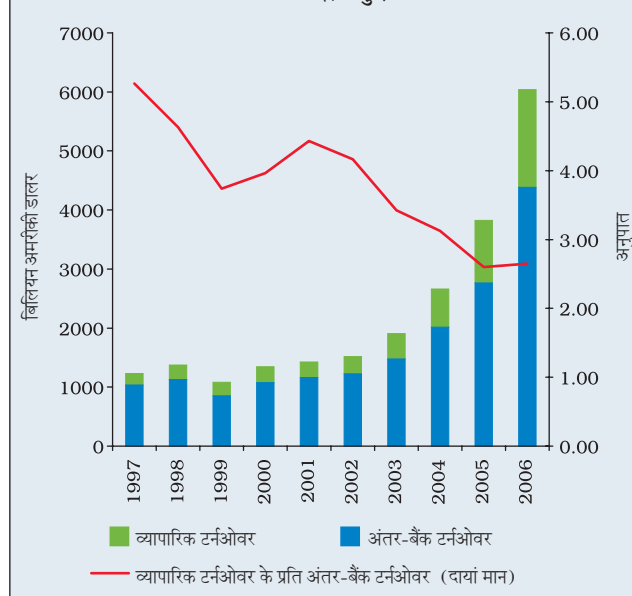
(बिलियन अमरीकी डालर में)

मद	1997-1998	2005-2006	2006-2007@
1	2	3	4
कुल वार्षिक टर्नओवर	1,306	4,413	5,734
औसत दैनिक टर्नओवर	5	18	23
औसत दैनिक व्यापारिक टर्नओवर	1	5	7
औसत दैनिक अंतर-बैंक टर्नओवर	4	13	18
व्यापारिक के प्रति अंतर-बैंक अनुपात	5.2	2.6	2.6
हाज़िर/कुल टर्नओवर (%)	51.6	50.5	52.4
वायदा/कुल टर्नओवर (%)	12.0	19.0	18.0
स्वैप/ कुल टर्नओवर (%)	36.4	30.5	29.6

@ : अप्रैल-फरवरी।

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक

### चार्ट VI.2 : भारतीय विदेशी मुद्रा बाज़ार में टर्नओवर



6.61 टर्नओवर के बैंक समूह-वार वितरण (संबंधित वर्ष के कुल टर्नओवर के अनुपात के रूप में) से यह ज्ञात होता है कि कुल टर्नओवर में सबसे बड़ा हिस्सा विदेशी बैंकों का रहा है, हालांकि इनके कुल टर्नओवर के हिस्से में 1996-97 के 59 प्रतिशत की तुलना में गिरावट आई है और 2005-06 में यह 42 प्रतिशत रह गया है (सारणी 6.8)। सार्वजनिक और निजी क्षेत्र के बैंकों की हिस्सेदारी इसी के अनुरूप बढ़ी है। विशेष रूप से इस अवधि में निजी क्षेत्र के नए बैंकों की हिस्सेदारी में जबरदस्त इजाफा हुआ है।

6.62 कुल टर्नओवर में 51 प्रतिशत हिस्से पर कब्जे के साथ हाज़िर बाज़ार विदेशी मुद्रा बाज़ार का सबसे अहम हिस्सा बना रहा। हालांकि व्युत्पन्न खंड में तेजी आने से इसके हिस्से में हाल के वर्षों में थोड़ी गिरावट आई है (चार्ट VI.4)।

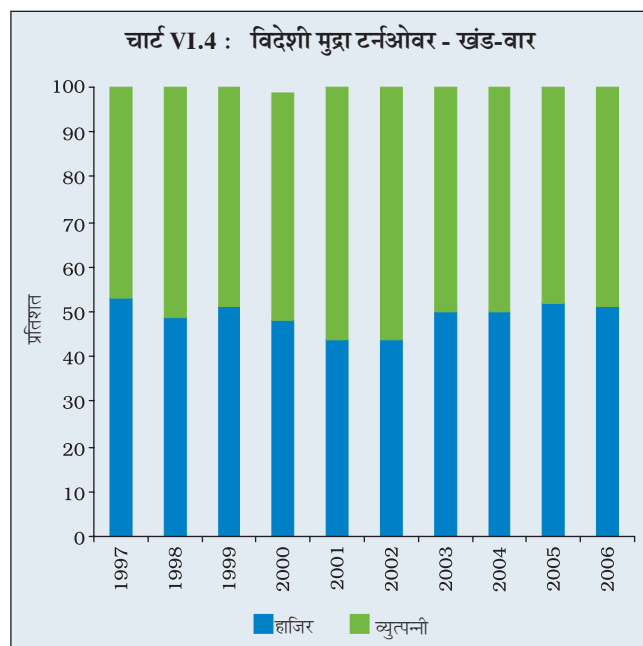
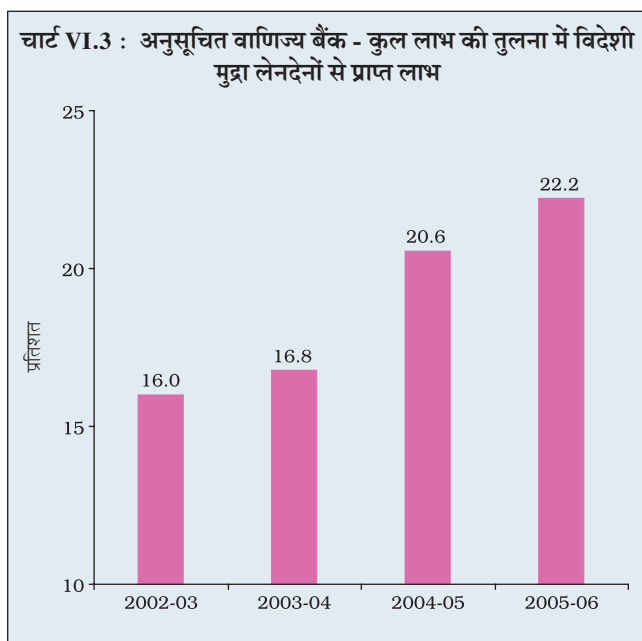
### सारणी 6.7: भारत में विदेशी मुद्रा बाज़ार का सापेक्ष आकार

वर्ष	विदेशी मुद्रा बाज़ार - वार्षिक टर्नओवर (बिलियन अमरीकी डालर)	भुगतान शेष का आकार (बिलियन अमरीकी डालर)	आरबीआई की विदेशी मुद्रा आस्तियां (बिलियन अमरीकी डालर)	कालम 3 के प्रति कालम 2	कालम 4 के प्रति कालम 2
1	2	3	4	5	6
2000-01	1,387	258	40	5.4	35
2001-02	1,421	237	51	6.0	28
2002-03	1,560	267	72	5.8	22
2003-04	2,118	362	107	5.9	20
2004-05	2,892	481	136	6.0	21
2005-06	4,413	664	145	6.6	30

\* मार्च के अंत के अनुसार।

स्रोत : भारतीय रिज़र्व बैंक।





6.63 जैसा कि पहले बताया गया है कि हाजिर बाजार में अंतर-बैंक और खुदरा/व्यापारिक खंड शामिल होते हैं। हाजिर खंड में अंतर-बैंक लेनदेन का प्रभुत्व रहता है। हाजिर बाजार के व्यापारिक खंड में सामान्यतः भारत सरकार, इंडियन आयल कार्पोरेशन सरीखे सार्वजनिक क्षेत्र की बड़ी इकाइयों तथा विदेशी संस्थागत निवेशकों का प्रभुत्व रहता है। सार्वजनिक क्षेत्र की इकाइयों एवं सरकार की विदेशी मुद्रा संबंधी मांग भारी मात्रा में होती है और उसमें उतार-चढ़ाव आता रहता है जिसकी वजह से विदेशी मुद्रा बाजार में कभी-कभी मांग-आपूर्ति में अंतर आ जाता है, फिर ऐसी स्थिति में भारतीय रिजर्व बैंक को बाजार में हस्तक्षेप करना पड़ता है। हालांकि, हाल के वर्षों में विनिमय दर में उतार-चढ़ाव देखने में आया है और ऐसा अंशतः विदेशी संस्थागत निवेशकों के प्रवाह के कारण हुआ है। इसके कारण प्राधिकृत व्यापारियों के परिचालनों में सुगमता आई है और इससे बाजार में गहनता तथा चलनिधि में वृद्धि का संकेत मिलता है।

6.64 व्युत्पन्नी बाजार में, भारत में व्युत्पन्न टर्नओवर में सबसे बड़ा हिस्सा विदेशी मुद्रा स्वैप का था। इसके बाद वायदा और ऑप्शन का

स्थान आता है (सारणी 6.9)। चार वर्षों तक अस्तित्व में रहने के बावजूद ऑप्शन का स्थान नगण्य ही बना रहा। चूंकि भारत में कारपोरेट द्वारा विदेशी मुद्रा स्वैप एवं ऑप्शन जारी करने पर प्रतिबंध है अतः इस खंड (स्वैप एवं ऑप्शन) में अनिवार्यतः अंतर-बैंक लेनदेन ही परिलक्षित होते हैं।

6.65 व्युत्पन्नी बाजार के वायदा खंड में व्यापारिक एवं अंतर-बैंक दोनों ही सहभागी दिखाई पड़ते हैं। हालांकि, हाजिर खंड के विपरीत इसमें व्यापारिक खंड की हिस्सेदारी अधिक है (चार्ट VI.5)। 2000 तक व्यापारिक टर्नओवर के प्रति अंतर-बैंक टर्नओवर अनुपात एक के काफी करीब था मगर इसके बाद व्यापारिक टर्नओवर में तीव्र वृद्धि के कारण अनुपात में गिरावट आई और इससे बढ़ती कारोबारी गतिविधियों, सुदृढ़ कारपोरेट निष्पादन एवं बढ़ते उदारीकरण का पता चलता है।

6.66 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में टर्नओवर में हो रही पर्याप्त वृद्धि की पृष्ठभूमि में यह महत्वपूर्ण हो जाता है कि उन कारकों का पता लगाया जाए जो कारोबारी मात्रा का निर्धारण करते हैं। विषय से संबंधित

### सारणी 6.8: विदेशी मुद्रा टर्नओवर - बैंक समूह-वार हिस्सा

(प्रतिशत में)

बैंकों की श्रेणी	1996-97			2005-06		
	व्यापारिक	अंतर-बैंक	कुल	व्यापारिक	अंतर-बैंक	कुल
1	2	3	4	5	6	7
सार्वजनिक क्षेत्र	8	21	29	6	26	32
निजी क्षेत्र	2	10	12	9	17	26
विदेशी	7	52	59	12	30	42
<b>कुल</b>	<b>17</b>	<b>83</b>	<b>100</b>	<b>27</b>	<b>73</b>	<b>100</b>

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

### सारणी 6.9: भारत में व्युत्पन्नी टर्नओवर

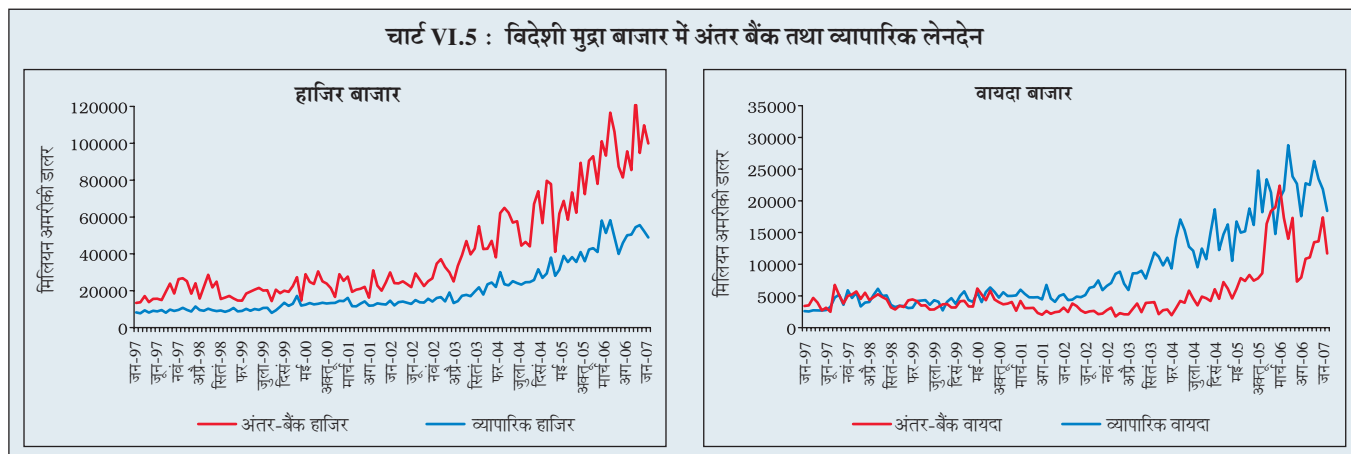
(बिलियन अमरीकी डालर)

मद	2000-01	2005-06	2006-07 (फरवरी 2007 तक)
1	2	3	4
वायदा	163	839	1,035
स्वैप	565	1,344	1,695
ऑप्शन@	0	11	38

@ : मोटे तौर पर अनुमान।  
स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

## विदेशी मुद्रा बाजार

चार्ट VI.5 : विदेशी मुद्रा बाजार में अंतर बैंक तथा व्यापारिक लेनदेन



उपलब्ध सीमित साहित्य से यह पता चलता है कि सक्रिय कारोबारियों की बढ़ती संख्या, सूचना प्रवाह एवं बाजार में सहमति न बन पाने से संभावित टर्नओवर में वृद्धि होती है और समय के साथ-साथ इसमें परिवर्तन भी आ सकता है (टाउचेन एवं पिट्स, 1983)। भारतीय संदर्भ में साक्ष्य यह दर्शाते हैं कि प्रत्याशा के अनुरूप विदेशी मुद्रा बाजार में कारोबारी मात्रा बढ़ने के साथ-साथ लेन-देनों की संख्या भी बढ़ती है।<sup>5</sup> हालांकि गुणांक का कम रहना तुलनामूलक रूप में बाजार के स्वामित्व को दर्शाता है, जिसका आशय है कि कुछ डील में आप भारी उतार-चढ़ाव से बाजार के टर्नओवर पर बहुत अधिक असर नहीं पड़ता। बाजार में होने वाले कारोबार के अलावा कारोबार की मात्रा अन्य कई कारकों पर भी निर्भर करती है। इन कारणों में शामिल हैं - बाजार के सहभागियों को उपलब्ध लिखतों की

संख्या, बाजार की गहनता और अर्थव्यवस्था में आ रहा खुलापन जिन्हें विश्लेषण में शामिल नहीं किया गया है।

6.67 विनिमय दर के प्रसार का निर्धारण करने के लिए भविष्य में होने वाली कारोबारी मात्रा की सूचना महत्वपूर्ण है क्योंकि इससे बेहतर मूल्य खोज में सहायता मिलेगी तथा लेनदेन की कीमत में कमी आएगी। दक्ष मूल्य खोज प्रणाली के लिए मूल्य उतार-चढ़ाव तथा कारोबारी मात्रा के संबंध के अध्ययन की आवश्यकता होती है। व्यापार की मात्रा एवं विनिमय दर प्रतिलाभ के बीच के परिवर्तन के संबंध का अनुभवजन्य विश्लेषण<sup>6</sup> यह दर्शाता है कि व्यापार की मात्रा में परिवर्तन आने से विनिमय दर के उतार-चढ़ाव की लोच बढ़ सकती है और यह बात

5 चूंकि विदेशी मुद्रा विनिमय की मात्रा अस्थिर (1) पाई गई जबकि निपटान परिवर्तकों की संख्या स्तर रूप में स्थिर 1(0) पाई गई इसलिए 12 नवंबर 2002 से 5 दिसंबर 2006 की अवधि के भारतीय समाशोधन निगम (सीसीआइएल) से प्राप्त डाटा पर सहसमुच्चय (कोइंटीग्रेसन) विश्लेषण के प्रति एआरडीएल दृष्टिकोण लागू किया गया। इनके बीच दीर्घावधि संबंध पाए गए हैं और इसके आधार पर श्वार्ज बेसिएन मापदंड द्वारा चयनित खंड अंतराल से एआरडीएल (4,4) के निम्नलिखित त्रुटि सुधार रूप का अनुमान लगाया गया है।

$$\begin{aligned} \Delta VOL = & -0.14C - 0.45\Delta VOL_{t-1} - 0.24\Delta VOL_{t-2} - 0.13\Delta VOL_{t-3} \\ & (-3.37) \quad (-13.02)^* \quad (-6.58)^* \quad (-4.17)^* \\ & + 0.19\Delta ND_{t-1} + 0.10\Delta ND_{t-2} + 0.06\Delta ND_{t-3} + 0.44\Delta ND - 0.11\varepsilon_{t-1} \\ & (11.24)^* \quad (6.08)^* \quad (3.97)^* \quad (136.49)^* \quad (-5.40)^* \\ \bar{R}^2 = & 0.97 \quad DW = 2.03 \end{aligned}$$

कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान हैं। \* 1 प्रतिशत के स्तर का महत्व दर्शाता है।  $\Delta$  संबंधित चर का पहला अंतर दर्शाता है। C अवरोधक है। VOL और ND क्रमशः विदेशी मुद्रा बाजार में करोड़ रूप में लेनदेन एवं प्रतिदिन होने वाले सौदों के log को दर्शाते हैं। व्यापारिक मात्रा में नकदी, कल होने वाले सौदे, हाजिर तथा वायदा खंड में होने वाले लेनदेनों की मात्रा दर्शाई जाती है।

6 वित्तीय बाजारों में उतार-चढ़ाव समय के अनुसार होते हैं। इसलिए आंकड़ों के व्यवहार का प्रबंध करने के लिए यह ज्यादा उचित होगा कि किसी स्थिर प्रसरण दृष्टिकोण को अपनाने के बजाए एआरसीएच तरह के मॉडल को अपनाया जाए। इस संबंध के अध्ययन के लिए जीएआरसीएच (1,1) फेमवर्क का उपयोग किया गया था।

7 जीएआरसीएच (1,1) मॉडल का विचार करने से पूर्व विनिमय दर प्रतिलाभ श्रृंखला में एआरसीएच प्रभाव की उपस्थिति की जांच की गई। जीएआरसीएच (1,1) का माध्य समीकरण एआरएमए (2,2) मॉडल है जिसमें ओएलएस के माध्यम से अनुमान लगाते समय गुणांक महत्वपूर्ण पाए गए। 12 नवंबर 2002 से 5 दिसंबर 2006 की अवधि तक के लिए जीएआरसीएच (1,1) अनुमान लगाए गए हैं और रुपया/डालर प्रतिलाभ तथा नकदी, अगले दिन का कारोबार, हाजिर तथा वायदा खंड में कुल कारोबार की मात्रा चर राशियां हैं। आनुमानिक समीकरण इस प्रकार हैं :

$$\begin{aligned} h_t = & 0.01 + 0.01\Delta VOL + 0.54h_{t-1} + 0.38\varepsilon_{t-1} \\ & (5.07)^* \quad (10.29)^* \quad (6.65)^* \quad (4.81)^* \\ \bar{R}^2 = & 0.004; DW=1.93; LM(8) = 6.28(0.62)^{\#}; Wald Stat = 2.23(0.14)^{\#}; Log likelihood = 159.15; AIC = -0.32. \end{aligned}$$

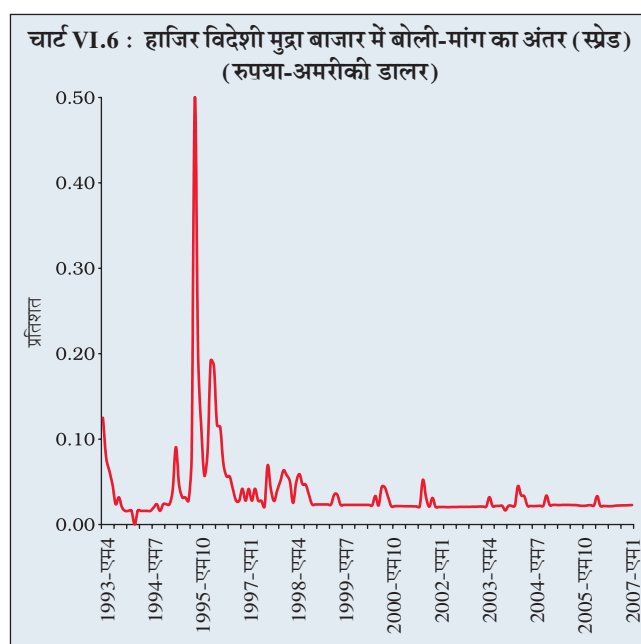
$h_t$ : विनिमय दर प्रतिलाभ का समय आधारित परिवर्तनशील उतार-चढ़ाव,  $\varepsilon$  शर्शर् त्रुटि को दर्शाता है और  $\Delta VOL$  लॉग कारोबारी मात्रा का पहला अंतर दर्शाता है। कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान हैं; \* 1 प्रतिशत के स्तर पर महत्व दर्शाता है;  $\#$ : संबंधित कोष्ठक के आंकड़े पी-मान हैं।

पिछले कुछ वर्षों से यह देखने में भी आई है। इस तरह, व्यापारिक मात्रा में वृद्धि और उसी के अनुरूप लोच में वृद्धि होना बाजार के स्वस्थ विकास का परिचायक है।

### बाजार दक्षता

**6.68** विनिमय दर मुख्यतः मांग और आपूर्ति से निर्धारित होने के कारण भारत में हाल के वर्षों में विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता का मसला महत्व हासिल करता जा रहा है। बाजार को दक्ष तभी माना जाता है जब बाजार की दरें उपलब्ध समस्त सूचनाओं को प्रतिबिंबित करती हों ताकि किसी भी व्यापारी के लिए यह संभव न हो सके कि वह सुनियोजित तरीके से अधिक लाभ अर्जित कर सके। विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता/चलनिधि का आकलन अक्सर बोली-मांग अंतर पर आधारित होती है। बोली-मांग अंतर मुद्रा के लेनदेन में शामिल लेनदेन तथा परिचालन लागत को प्रदर्शित करता है। इस लागत में अन्य लागतों के साथ-साथ फोन बिल, केबिल प्रभार, बही-खाता रखने संबंधी व्यय और व्यापारियों का वेतन शामिल होता है। हाजिर खंड में इसमें विदेशी मुद्रा को रखने से संबंधित जोखिम भी शामिल होता है। मुद्रा में कारोबार की मात्रा बढ़ने से इस कीमत/बोली-मांग अंतर में कमी आने संभावना होती है। वित्तीय सिद्धांत में बोली-मांग अंतर के तीन आधारभूत सिद्धांत हैं : (क) आदेश संसाधन कीमत, (ख) इन्वेंटरी धारिता कीमत, और (ग) बाजार निर्माण की सूचना कीमत, और इनमें से प्रत्येक कारोबारी मात्रा से विशेष तरीके से प्रभावित होती है (हार्टमान, 1999)। अतः, विदेशी मुद्रा बाजार में कम और स्थायित्वपूर्ण बोली-मांग अंतर यह दर्शाता है कि अंतर्निहित कम उतार-चढ़ाव, उच्च चलनिधि एवं सूचना में कम विषमता के साथ बाजार दक्षता की स्थिति में है।

**6.69** भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार के मांग-बोली अंतर में समय के साथ कमी आई है और इस समय यह काफी कम है। भारत में, सामान्यतः हाजिर बाजार भाव 1 पैसे के 0.25 से 1 पैसे के बीच है जबकि स्वैप का भाव 1 से 2 पैसे के अंतर पर उपलब्ध है। रुपया-अमरिकी डॉलर में बोली-मांग अंतर पर पता चलता है कि बाजार विकास (अर्थात् 1990 के दशक के मध्य तक) के शुरुआती चरण में बाजार सहभागियों के एक जैसे व्यवहार सहित क्षीण बाजार के कारण इसमें अंतर अधिक था तथा यह उतार-चढ़ाव से भरा था (चार्ट VI.6)। समय के साथ-साथ तुलनात्मक रूप में बाजारों की गहनता बढ़ती गई



और ये अर्थसुलभ हो गए। इससे बोली-मांग अंतर में तेजी से गिरावट आई और इसमें कमी आने के साथ-साथ स्थायित्व आया। यह इसकी दक्षता बढ़ने का परिचायक है।

**6.70** अनुभव से यह देखा गया है कि रुपया-डालर विनिमय दर में संभाव्य उतार-चढ़ाव से अंतर पर भी असर पड़ता है और उतार-चढ़ाव बढ़ने के साथ-साथ ही इसमें वृद्धि होती है<sup>8</sup>। हालांकि विनिमय दर अंतर पर कारोबारी मात्रा का प्रभाव नगण्य होगा। अनुमानित समीकरण के कटाव बहुत महत्वपूर्ण हैं और ये भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में अंतर की एकरूपता दर्शाते हैं। एकसमान और कम अंतर मुख्यतः विदेशी मुद्रा बाजार में कम उतार-चढ़ाव के कारण हैं।

### वायदा प्रीमियम का रुख

**6.71** विदेशी मुद्रा बाजार के वायदा प्रीमियम के रुख का महत्वपूर्ण पहलू यह है कि ब्याज दर एवं फ्यूचर हाजिर दर संबंधी अनुमान लगाने सरीखे आर्थिक मूलभूत कारकों के साथ इसका संयोजन कैसा है। वायदा प्रीमियम के विश्लेषण से अनिवार्य रूप से यह पता चलता है कि अन्य रिजर्व मुद्राओं की तुलना में मुद्रा प्रीमियम/बट्टे पर उपलब्ध है। विदेशी मुद्रा के प्रति अपने जोखिमों को प्रतिरक्षा प्रदान करने के लिए आयातकों

<sup>8</sup> रुपया-डालर बोली-मांग निरपेक्ष अंतर (SPD) का प्रयोग करते हुए, विदेशी मुद्रा बाजार (हाजिर, वायदा और स्वैप में टर्नओवर) में प्रत्याशित उतार-चढ़ाव और दैनिक टर्नओवर (VOL) के परोक्षी के रूप में एक महीने के एटीएम रुपया डॉलर आप्शन मूल्य उतार-चढ़ाव (IV) हेतु ओपलएस समीकरण का अनुमान 7 जुलाई 2003 से 31 अगस्त 2006 तक के लिए है। प्रसार एवं टर्नओवर/कारोबारी मात्रा लॉग रूप में दिए गए हैं।

$$\log SPD = -4.56 - 0.01 \log VOL + 3.29 IV$$

$$(-31.63)^* \quad (-0.94) \quad (5.18)^*$$

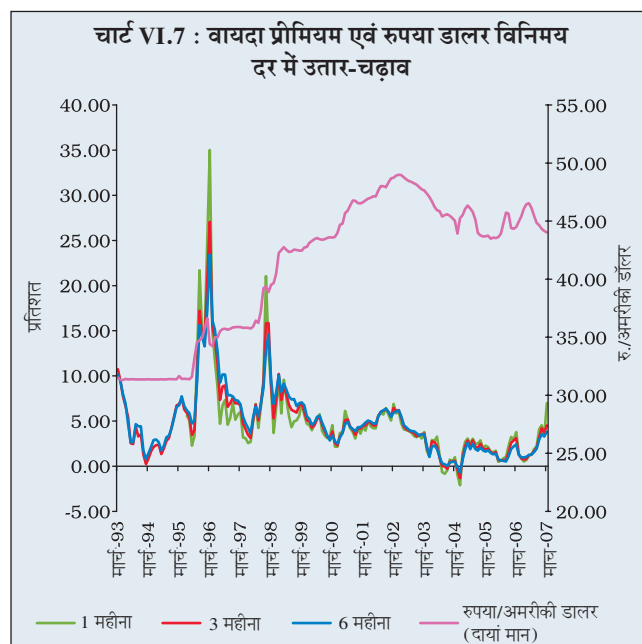
$$R^2 = 0.15; DW = 2.10$$

कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान से संबंधित हैं और 1 प्रतिशत के स्तर पर इसका महत्व प्रदर्शित करते हैं।

एवं निर्यातकों के लिए इसका विशेष महत्व है। भारत में वायदा बाजार छह महीने तक सक्रिय रहता है जब द्विपक्षीय भावों की उपलब्धता रहती है। हाल के वर्षों में एक वर्षीय परिपक्वता अवधि वाले खंड ने भी जोर पकड़ा है। वायदा प्रिमियम एवं ब्याज दर विभेदकों के बीच मुख्यतः लीड एंड लैग के माध्यम से संबंध स्थापित होता है। घरेलू बाजारों एवं समुद्रपारीय बाजारों के बीच हो रहा समेकन अक्सर वायदा बाजार के जरिए होता है। प्राधिकृत व्यापारी को अपने समुद्रपारीय कार्यालय या संवाददाता से उधार लेने तथा समुद्रपारीय मुद्रा बाजार में निधि निवेश करने की अनुमति देकर इस समेकन को और आसान बनाया गया है। वायदा खंड कई अन्य कारकों से भी प्रभावित होता है यथा : (i) समुद्रपारीय पक्षों से आयातकों द्वारा ऋण लेना अथवा निर्यातकों द्वारा ऋण प्रदान करना (वैश्विक ब्याज दर, घरेलू ब्याज दर और भविष्य की हाजिर दर की प्रत्याशाओं के आधार पर आयातक दर्शनी भुगतान एवं हुंडी की प्रचलित 180 दिन की मियाद के बीच रह सकता है); (ii) आयातक रुपया ऋण एवं विदेशी मुद्रा ऋण के बीच खेलता रहे; (iii) जोखिम की प्रतिरक्षा करने या न करने का निर्णय प्रत्याशाओं एवं वायदा प्रिमियम पर निर्भर करता है; (iv) प्रत्यावर्तन या अभ्यर्षण की शर्तों के अधीन निर्यातक भुगतान या प्राप्य अग्रिमों के भुगतान में देरी करते हैं और यह रुपया ऋण, प्रिमियम एवं समुद्रपारीय ब्याज दर पर निर्भर करता है, और (v) लदान पूर्व/पश्चात ऋण विदेशी मुद्रा में प्राप्त करना और रुपया तथा विदेशी मुद्रा ऋण के बीच खेलना।

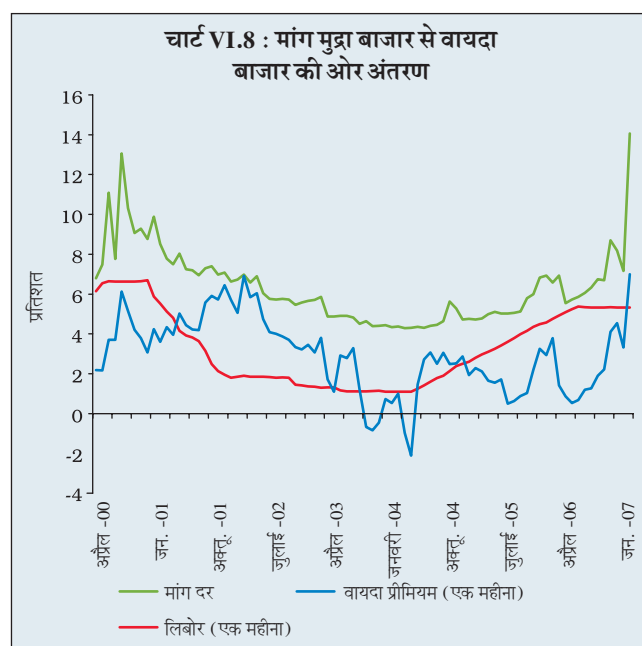
6.72 पूंजी खाता के मुक्त होने के चलते वायदा प्रिमियम क्रमिक रूप से ब्याज दर विभेदक की ओर उन्मुख हो रहे हैं और उससे बाजार की बढ़ती दक्षता परिलक्षित होती है। चूंकि वायदा एवं अन्य विदेशी मुद्रा व्युत्पन्न बाजार के पूर्ण विकास के लिए पूंजी खाता में मुक्त लेनदेन एक महत्वपूर्ण शर्त है और इसके लिए सुपरिभाषित आय वक्र सहित गहन एवं चल मुद्रा बाजार के रूप में उचित स्थिति उपलब्ध करा दी गई है।

6.73 उदारिकरण के बाद के दौर में, भारतीय रुपए की तुलना में अमरीकी डालर का वायदा प्रिमियम सामान्यतः उच्च स्तर पर रहा है और यह दर्शाता है कि अमरीकी डालर के प्रति रुपया बट्टे पर था। हाल के वर्षों में सुदृढ़ पूंजी प्रवाह एवं भारतीय अर्थव्यवस्था के प्रति दर्शाए गए विश्वास के चलते विदेशी मुद्रा रिजर्व में वृद्धि हुई है जिससे 1995-96 में काफी ऊंचाई पर पहुंचे वायदा प्रिमियम में जबरदस्त गिरावट आई। 2003-04 में अल्प समय के लिए वायदा प्रिमियम नकारात्मक भी हो गया। इसने उस पारंपरिक सिद्धांत को झुठला दिया कि जिस देश की मुद्रा स्फीति दर/ ब्याज दर ऊंची हो उसे अन्य देशों की तुलना में बट्टे पर होना चाहिए। यही वह समय था जब अन्य अधिकांश मुद्राओं की तुलना में घट रहे अमरीकी डालर के प्रति भारतीय रुपया मजबूत हुआ था। वास्तव में 2002 से वायदा प्रिमियम और विनिमय दर में



संयुक्त तेजी आई और इसमें जब-जब रुपया मजबूत हुआ है तब-तब प्रिमियम में गिरावट देखी गई है (चार्ट VI.7)।

6.74 वायदा प्रिमियम मांग दर के उतार-चढ़ाव से भी प्रभावित होता है, इससे ब्याज दर समता का सिद्धांत प्रदर्शित होता है। घरेलू बाजार में चलनिधि की स्थिति तंग होने से मांग दर तुरंत बढ़ जाती है, जिससे वायदा प्रिमियम भी बढ़ जाता है। घरेलू बाजार में चलनिधि की स्थिति जब भी तंग होती है तब बैंक तथा बाजार के अन्य सहभागी नकदी या हाजिर बाजार में अमरीकी डालर बेचते हैं और वायदा बाजार में खरीदते हैं जिससे वायदा प्रिमियम महंगा हो जाता है (चार्ट VI.8)।



6.75 वायदा प्रीमियम का विश्लेषण कई अध्ययनों में किया गया है और भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में इसके निर्धारण के लिए जिम्मेदार कारकों की पहचान करने की कोशिश की गई है। भारतीय रुपए के वायदा प्रीमियम का निर्धारण काफी हद तक दो अर्थव्यवस्थाओं के अंतर-बैंक बाजार में होने वाले ब्याज दर विभेदक, विदेशी संस्थागत निवेश के प्रवाह, चालू खाता शेष के साथ-साथ भारतीय रुपया की तुलना में अमरीकी डालर की विनिमय दर के परिवर्तन पर निर्भर करता है (शर्मा एवं मित्रा, 2006)। एक अन्य अध्ययन में यह पाया गया कि 1997 से 2002 की अवधि में वायदा प्रीमियम सुव्यवस्थित रूप से रुपए के हासमान से अधिक रहा, जिसका निहितार्थ यह है कि डालर वायदा के विक्रताओं को विषमता पूर्ण लाभ मिलेगा (रानडे एवं कपूर, 2003)।

6.76 बाजार दक्षता के मूल्यांकन का एक तरीका यह भी है कि वायदा दर का अवलोकन किया जाए ताकि यह ज्ञात हो सके कि क्या वायदा दर भविष्य की हाजिर दर की तटस्थ जानकारी दे पाती है। अप्रैल 1993 से जनवरी 1998 की अवधि में यह देखा गया कि वायदा दर भविष्य की हाजिर दर की प्रभावी जानकारी नहीं दे पाई और वायदा दर तथा भविष्य की हाजिर दर में कोई सह-समन्वय नहीं है (जोशी एवं सागर, 1998)। जनवरी 1995 से दिसंबर 2006 के हाल के डाटा का विश्लेषण करने पर यह पता चला है कि समय के साथ भविष्य की हाजिर दर के बारे में सटीक जानकारी देने की वायदा दर की क्षमता बढ़ी है और वायदा दर तथा भविष्य की हाजिर दर में सह-समन्वयन भी कुछ हद तक बढ़ा है।<sup>9</sup> इसका श्रेय कुछ हद तक क्रमिक रूप से खुल रही अर्थव्यवस्था, विशेष रूप से पूंजी खाते के साथ वायदा बाजार विकसित करने के लिए किए जा रहे सुधार प्रयासों को दिया जा सकता है। इन प्रयासों में नए लिखत शुरू करना, कारोबारी प्लेटफार्म देना तथा अधिक सहभागियों की अनुमति देना शामिल है।

### बेसुपर्दगी वायदा (एनडीएफ) बाजार

6.77 तटीय हाजिर एवं व्युत्पन्न बाजार के अलावा एक और खंड जोर पकड़ रहा है और वह है बेसुपर्दगी वायदा (एनडीएफ) बाजार।

एनडीएफ अपरिवर्तनीय या सीमित मुद्राओं में किए जाने वाले ऐसी कृत्रिम विदेशी मुद्रा वायदा संविदाएँ हैं जिनका कारोबार 'ओवर दि काउंटर' किया जाता है और ये प्रतिबंधित मुद्रा के संबंधित राष्ट्रीय प्राधिकरण के प्रत्यक्ष क्षेत्राधिकार से बाहर होती है। एनडीएफ की मांग मुख्यतः आधारभूत मुद्राओं के वितनयामक एवं चलनिधि संबंधी मसलों के चलते उत्पन्न होती है। इन व्युत्पन्नियों से बहुराष्ट्रीय कॉर्पोरेशनों, पोर्टफोलियो निवेशकों, प्रतिरक्षा निधियों एवं वाणिज्य एवं निवेश बैंकों के स्वत्वाधिकारी विदेशी मुद्रा खातों को स्थानीय मुद्रा में प्रतिरक्षात्मक या सट्टा रुख अपनाने में मदद मिलती है। बहुराष्ट्रीय कंपनियों की दीर्घावधि एवं अल्पावधि दोनों ही प्रकार के बाजारों में लेनदेन करती हैं पर अल्पावधि बाजार में प्रतिरक्षा निधियों का प्रभुत्व रहता है। इनका मूल्य निर्धारण कई कारकों द्वारा समन्वित रूप से प्रभावित होता है। इन कारकों में दो मुद्राओं के बीच के ब्याज दर विभेदक, आपूर्ति एवं मांग, भविष्य की हाजिर संबंधी प्रत्याशा, विदेशी मुद्रा की स्थिति तथा केंद्रीय बैंक की नीतियाँ शामिल हैं। इन लेनदेनों का निपटान आधारभूत मुद्राओं के लेनदेन से ही पूरा नहीं होता है बल्कि वायदा बाजार की जिस विनिमय दर पर सहमति बनी थी उसके और अनुवर्ती हाजिर दर के अंतर के बराबर परिवर्तनीय मुद्राओं में किए जाने वाले निवल भुगतान से पूरा होता है। सामान्यतः इनका निपटान अमरीकी डालर में होता है। एशियाई एनडीएफ बाजार में जिन मुद्राओं का कारोबार होता है वे हैं चीनी युआन, कोरियाई वान, ताइवानी डालर, फिलिपीनी पीसो, इंडोनेशियाई रुपिया, मलेशियाई रिंगगिट, थाई भाट, पाकिस्तानी रुपया एवं भारतीय रुपया। कोरियाई वान, चीनी युआन तथा ताइवानी डालर के लिए बाजार बहुत अर्थसुलभ है और भारतीय रुपया भी अनुसरण कर रहा है (मा और अन्य 2004)।

6.78 भारतीय रुपया (आइएनआर एनडीएफ) में बेसुपर्दगी वायदा बाजार का अस्तित्व 10 वर्ष से भी अधिक समय से है। इससे तटीय विनिमय नियंत्रण एवं विनियम प्रदर्शित होते हैं। जिन विदेशी निवासियों का भारतीय रुपया में वास्तविक जोखिम था और तत्कालीन नियंत्रणों के

<sup>9</sup> फ्यूचर की हाजिर दर एवं वायदा दर के संबंध के अध्ययन के लिए निम्नलिखित समीकरण पर विचार किया गया :

$$S_{t+1} = \alpha + \beta f_t^{1m} + \varepsilon_t$$

जहाँ पर  $S_{t+1}$  टी समय में एक महीने (लॉग) आगे की रुपया-डालर फ्यूचर की हाजिर दर है,  $f_t^{1m}$  एक महीने (लॉग) की वायदा दर है और  $\varepsilon_t$  अवशिष्ट अवधि है।

फ्यूचर की हाजिर दर के निरपेक्ष अनुमानक बनने के लिए वायदा दर हेतु परिकल्पना (हाइपोथीसिस) परीक्षण  $\alpha = 0$  और  $\beta = 1$  तथा एक व्हाइट न्वाइज एरर टर्म होगा। उनके बीच दीर्घावधि संबंधों का अध्ययन फ्यूचर हाजिर दर एवं वायदा दर के बीच सह-समाकलन का प्रयोग कर किया जाता है और यह बताता है कि इससे कोई भी व्यक्ति किसी भी एक के बारे में उपलब्ध सूचना के आधार पर दूसरे के बारे में अनुमान लगा सकता है।

$$S_{t+1} = 0.04 + 0.99 f_t^{1m}$$

(1.25) (107.41)\*

$$\bar{R}^2 = 0.99; DW = 1.45;$$

$$F \text{ stat (for } \alpha = 0 \text{ and } \beta = 1) = 1.83 (0.16)^{\#}$$

$$ADF = -8.94 (0.00)^{\#}$$

कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-मान हैं, \* 1 प्रतिशत के स्तर पर महत्व दर्शाता है, #: संबंधित कोष्ठक में दिए गए आंकड़े p-मान हैं।

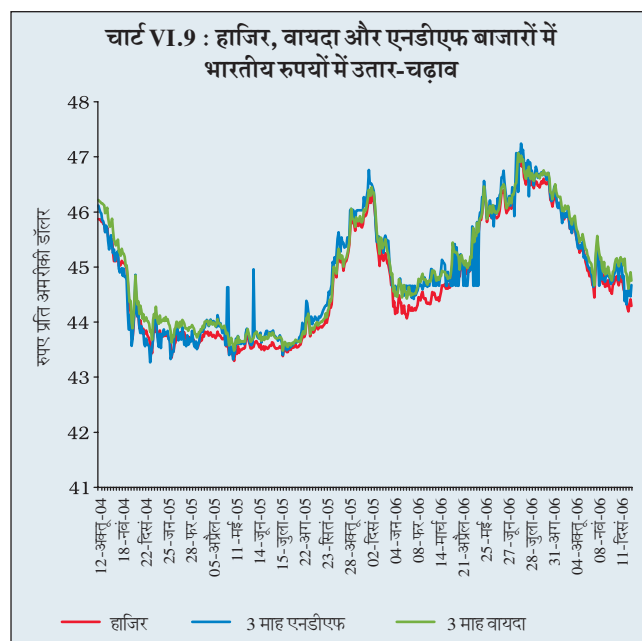
यह परिणाम दर्शाते हैं कि एक महीने आगे की फ्यूचर की हाजिर दर की एक महीने की वायदा दर निरपेक्ष अनुमानक है क्योंकि  $\alpha = 0$  एवं  $\beta = 1$  की संयुक्त परिकल्पना खारिज नहीं की गई तथा चूक अवधि पहले दर्जे के स्वसहसंबंध के बाद रहती है। इसके अलावा दोनों दरें सह-समाकलित रहती हैं जैसा कि चूक अवधि की एडीएफ सांख्यिकी में परिलक्षित है।



चलते जो घरेलू बाजार में अपने जोखिम के प्रति पर्याप्त प्रतिरक्षा लेने में सक्षम नहीं थे उन्होंने एनडीएफ बाजार में सहभागिता की, जिससे 1990 के दशक के अंतिम चरण में बाजार में अर्थसुलभता बढ़ गई। तथापि, विनिमय नियंत्रणों में क्रमिक छूट के परिणामस्वरूप अपतटीय अनिवासियों को भारतीय रुपया में जोखिम के प्रति पर्याप्त प्रतिरक्षा सुविधाएं उपलब्ध हुईं। ये सुविधाएं प्रतिस्पर्धी एशियाई देशों द्वारा प्रदान सुविधाओं से कहीं अधिक आकर्षक थीं। इसके अलावा, आईएनआर एनडीएफ बाजार इनसे भी चलनिधि प्राप्त करता है - (i) ऐसे अनिवासी जो देश में किसी तरह का जोखिम उठाए बिना भारतीय रुपया में भावी क्रय-विक्रय करना चाहते हैं; और (ii) ऐसे मध्यस्थ जो दो बाजारों के मूल्य अंतरों का लाभ उठाना चाहते हैं<sup>10</sup>।

6.79 आईएनआर एनडीएफ की मात्रा और गहनता में हाल के वर्षों में वृद्धि हुई है। मुख्य रूप से ये सिंगापुर में मौजूद है पर इनका अस्तित्व लंदन और न्यूयार्क में भी है। एशियाई संकट के मद्देनजर अपतटीय ब्याज दर तटीय ब्याज दर से अधिक थी। इससे इस अवधि में अपतटीय कारोबार पर पड़ने वाले हासमान दबाव परिलक्षित होते हैं। तथापि, 2003 से रुपए की और वृद्धि की अपतटीय प्रत्याशाओं ने तटीय दरों को अंतर्निहित अपतटीय दरों से नीचे ला दिया। यद्यपि मात्रा का सटीक अनुमान लगा सकना मुश्किल है पर 2003/2004 (मा और अन्य, 2004) में आईएनआर एनडीएफ की दैनिक मात्रा 100 मिलियन अमरीकी डालर के आसपास रही, भले ही हाल की अवधि में एनडीएफ की मात्रा काफी बढ़ गई है। एनडीएफ बाजार में कारोबार करने वाली कोरियाई वान, चीनी युआन और ताइवानी डालर सरीखी एशियाई मुद्राओं की तुलना में आईएनआर एनडीएफ का टर्नओवर काफी कम है। हालांकि यह मात्रा नियमित बाजार स्थिति के अंतर्गत घरेलू तटीय बाजार पर असर डालने के लिए पर्याप्त नहीं है मगर बाजार की उतार-चढ़ाव वाली स्थिति में इनसे घरेलू हाजिर बाजार पर असर पड़ सकता है। वास्तव में, जो डाटा उपलब्ध है वह रुपया-डालर हाजिर, वायदा एवं एनडीएफ दरों में दृढ़ संयोजन प्रदर्शित करता है (चार्ट VI.9)। विनिमय दर पर संभाव्य दबावों की प्रत्याशाओं के मद्देनजर बाजार को खंगालने के लिए प्राधिकारियों एवं निवेशकों के लिए एनडीएफ बाजार के मूल्य महत्वपूर्ण सूचना का कार्य कर सकते हैं, अतः नीतिगत रूप से यह उपयोगी होगा कि एनडीएफ बाजार की गतिविधियों पर नजर रखी जाए।

6.80 जहां तक एनडीएफ बाजार में विनियामक पहलू का सवाल है तो आईएनआर एनडीएफ बाजार में अपतटीय सहभागिता पर कोई नियंत्रण नहीं है। घरेलू बैंकिंग संस्थाओं ने अपने विदेशी विनिमय जोखिम



में जोखिम की स्थिति तथा अंतराल सीमाएं बना रखी हैं और ये घरेलू संस्थाएं किसी भी अंतरपणन की स्थिति का लाभ एनडीएफ बाजार में सहभागिता करके उठा सकती हैं।

6.81 अब कुछ एशियाई प्राधिकारी अपने मुद्रा बाजार को उदारीकरण के अनुरूप बनाना चाहते हैं। उनके सम्मुख मुख्य मुद्दा यह है कि अपतटीय एनडीएफ बाजार से नियमित तटीय या सुपुर्दगीय वायदा बाजार में अंतरण को सुगम कैसे बनाया जाए। एशिया में प्रतिरक्षा हेतु एनडीएफ बाजार के फायदे के बावजूद, विशेषतः पर्याप्त मात्रा में विदेशी मुद्रा आकर्षित करने वाले देशों की मुद्राएं, बाजार सहभागी काफी प्रतिबंधों का जिक्र करते हैं और ये अंतरण की अवधि में सामयिक बने रहेंगे। एशिया में पहला और सबसे महत्वपूर्ण प्रतिबंध यह है कि इन लिखतों का उपयोग केवल वैश्विक संस्थान एवं सीमित संख्या में कुछ घरेलू संस्थान ही कर पा रहे हैं। इसके अतिरिक्त, कई बाजारों में एक वर्ष से अधिक अवधि वाली संविदाओं के लिए चलनिधि की कमी है। अंततः इसकी भी कोई गारंटी नहीं है कि संविदाधारक नियत दर पर वास्तव में विदेशी मुद्रा में कारोबार कर ही पाएगा। इसका एक असर यह भी होता है कि जब विनिमय दर में परिवर्तन की संभावना होती है तब कारोबार कर सकने की दर के संकेतक के कारण नियत दर की वैधता काफी कम हो जाती है।

6.82 अंत में, गहनता और चलनिधि बढ़ने से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार समय के साथ-साथ परिपक्व बाजार के रूप में उभर रहा है।

<sup>10</sup> भारतीय रुपए के बारे में यह माना जाता है कि वायदा कीमतों में जब लगभग 10 पैसे का अंतर आता है तब अंतरपणन लाभकारी होता है। ऐसे अवसर सामान्यतः नहीं मिलते हैं मगर जब सट्टा संबंधी गतिविधियां बढ़ती हैं तब ऐसा होता है।

पिछले वर्षों में कुल कारोबार भी बढ़ा है। पूंजी खाते के क्रमिक रूप से खुलने से ब्याज दर विभेदक के अनुरूप वायदा प्रीमियम भी बढ़ रहा है। विदेशी मुद्रा बाजार में बढ़ी हुई दक्षता के संकेत भी मिल रहे हैं और कम बोली-मांग अंतर में यह दिख भी रहा है। बाजार ढांचे के विकास के अध्ययन एवं चलनिधि तथा दक्षता मानकों पर इसके प्रभाव के मूल्यांकन के पश्चात अगले खंड में उदारीकरण के पश्चात की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार की गतिविधियों पर प्रकाश डाला जाएगा। इसमें ध्यान इस बात पर रहेगा कि रिजर्व बैंक ने किस तरह नीतिगत मिश्रण से भारतीय अर्थव्यवस्था को एशियाई संकट के संक्रमित प्रभाव के साथ-साथ घरेलू एवं बाह्य संकटों को झेलने में समर्थ बनाया।

## V. एकीकरण के बाद की अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार का बरताव

6.83 अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं की भांति 1993 से बाद की अवधि में भारतीय मुद्रा बाजार में बीच-बीच में उतार-चढ़ाव की स्थिति दिखाई दी। तथापि, जहां अन्य उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में उतार-चढ़ाव की स्थिति काफी लंबी अवधि तक बनी रही और इसके फलस्वरूप गंभीर असंतुलन एवं संकट उत्पन्न हुआ वहीं इनके विपरीत भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के उतार-चढ़ाव का प्रभावी एवं समय पर उचित प्रबंधन किया गया। विनिमय दर नीति अधिक उतार-चढ़ाव को कम करने, अस्थिरता उत्पन्न करने वाली सट्टा गतिविधियों को उभरने से रोकने, पर्याप्त आरक्षित स्तर बनाने में सहायता करने और विदेशी मुद्रा बाजार के सुव्यवस्थित विकास की आवश्यकता से निर्देशित होती है। मांग और आपूर्ति में अनियमितता के साथ-साथ व्यापारिक लेनदेन के खंड से विदेशी मुद्रा बाजार में उत्पन्न होने वाले अधिक उतार-चढ़ाव को कम करने के उद्देश्य से भारतीय रिजर्व बैंक ने विदेशी मुद्रा बाजार में क्रय-विक्रय का काम शुरू किया। तथापि, ऐसे हस्तक्षेप किसी पूर्व-निर्धारित लक्ष्य या विनिमय दर के आस-पास के किसी नियंत्रण से निर्देशित नहीं थे। 1993 से बाजार नियंत्रित विनिमय दर का अनुभव सामान्यतः संतोषजनक ही रहा है क्योंकि इस अवधि में भारतीय बाजार साधारणतः सुव्यवस्थित बने रहे। बीच-बीच में उतार-चढ़ाव की कुछ घटनाएं देखी गईं मगर समय पर प्रभावी ढंग से किए गए मौद्रिक एवं प्रशासनिक उपायों से इन्हें अल्पावधि में ही नियंत्रित कर लिया गया और बाजार फिर से व्यवस्थित हो गए।

### स्थायित्व का पहला चरण : मार्च 1993 से जुलाई 1995

6.84 मार्च 1993 में वर्तमान पूंजी खाता परिवर्तनीयता के पूर्वगामी प्रयास के रूप में भारत दोहरे विनिमय दर प्रणाली से बाजार निर्धारित एकीकृत विनिमय दर प्रणाली की ओर अग्रसर हुआ। इस व्यवस्था में विनिमय दर आपूर्ति एवं मांग से निर्धारित होती है। विनिमय दर के एकीकृत होने से अमरीकी डालर सहित कई अन्य मुद्राओं के प्रति भी रुपए की सांकेतिक विनिमय दर नीचे आकर समायोजित हो गई। एकीकरण के

बाद के महीनों में रुपए की वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईआर) ने लगभग साम्यावस्था स्थिति को दर्शाया। चालू खाता में भी इसका असर दिखा जो 1993-94 में लगभग संतुलन की स्थिति में ही बना रहा। एकीकरण की बाद की अवधि में विनिमय दर का उद्देश्य ढांचागत एवं स्थायित्व कार्यक्रमों के अनुरूप निर्यात एवं विदेशी निवेश को बढ़ावा देकर स्थायित्वपूर्ण माहौल उपलब्ध कराना था।

6.85 विदेशी प्रत्यक्ष निवेश एवं पोर्टफोलियो निवेश के क्षेत्र में पूंजी खाता के उदारीकरण से 1993-94 और 1994-95 में पूंजी अंतर्वाह बढ़ा था। इस अधिक अंतर्वाह से रुपए पर अधिमूल्यन का दबाव बढ़ा। रुपए में किसी तरह के मामूली अधिमूल्यन से भी निर्यात प्रतिस्पर्धा पर असर पड़ सकता था इसलिए इस आशंका को खत्म करने के लिए रिजर्व बैंक ने ऐसे अंतर्वाह के कुछ हिस्से को खरीदकर अपने विदेशी मुद्रा भंडार को बढ़ाया। रिजर्व बैंक की विदेशी मुद्रा आस्तियां मार्च 1993 के 6.4 बिलियन अमरीकी डालर से बढ़कर मार्च 1995 में 20.8 बिलियन अमरीकी डालर हो गईं जो सात महीने से अधिक के आयात के लिए पर्याप्त थीं। परिणामस्वरूप, रुपए की विनिमय दर में एक लंबे समय तक स्थिरता देखने को मिली और यह मार्च 1993 से जुलाई 1995 की अवधि में लगभग 31.37 रुपए प्रति अमरीकी डालर के स्तर पर बना रहा। इस अवधि में निष्प्रभावीकरण परिचालन काफी कम स्तर पर किए गए जिसके कारण मौद्रिक समुच्चयों में काफी वृद्धि हुई। इसलिए, इस अवधि में विनिमय दर नीति बाह्य प्रतिस्पर्धा बनाए रखने पर केंद्रित रही क्योंकि अर्थव्यवस्था में संरचनागत परिवर्तन का दौर चल रहा था। इस दौरान विदेशी मुद्रा भंडार को बढ़ाना भी इसका एक उद्देश्य था।

### उतार-चढ़ाव का पहला दौर : अगस्त 1995 से मार्च 1996

6.86 1993-95 के स्थायित्व के एक लंबे दौर के पश्चात बाजार सहभागियों के विचार एवं अपेक्षाओं में एकायक और तीव्र गति से परिवर्तन आने के फलस्वरूप 1995 की तीसरी तिमाही से रुपया दबाव में आ गया। मैक्सकन संकट के कारण पूंजी अंतर्वाह मंद पड़ गया। इस प्रवृत्ति में योगदान देने वाले मुख्य कारक थे : वास्तविक क्षेत्र में गतिविधियों के पुनरुत्थान के कारण पूंजी खाता घाटे में मामूली वृद्धि एवं मंदी के दौर के बाद अन्य प्रमुख मुद्राओं के प्रति डालर में मजबूती आना। इस अवधि में विनिमय दर में तीव्र उतार-चढ़ाव रहा, जिससे बीच-बीच में अप्रत्याशित घट-बढ़ होती रही। अधिकांश अवधि में विदेशी मुद्रा बाजार की शुरुआती दरें भारतीय रिजर्व बैंक के क्रय-विक्रय दायरे से बाहर रहीं और इनमें अधोगामी प्रवृत्ति देखी गई। भारतीय अंतर बैंक बाजार की कुछ ढांचागत कमियां जैसे, बाजार सहभागियों के विचारों में विषमता के अभाव सरीखी ढांचागत कमियां उजागर हुईं। बोली-प्रस्ताव स्प्रेड लगभग 20 पैसे तक बढ़ गया; किसी-किसी दिन यह स्प्रेड 85 पैसे तक हो गया जिसके चलते अल्प



## विदेशी मुद्रा बाजार

आपूर्ति के मद्देनजर खरीदारी का जबरदस्त दबाव बन गया। अपनी क्रय दर में असंगति खत्म करने के लिए रिजर्व बैंक ने 4 अक्टूबर 1995 से रायटर स्क्रीन पर अपने भाव देने बंद कर दिए, केवल बैंकों के विशिष्ट अनुरोध पर ही ये भाव बताए जाते थे।

**6.87 सक्रिय बाजार हस्तक्षेप की नीति लागू करने के उद्देश्य से यह निर्णय लिया गया कि आयात भुगतान के 50 प्रतिशत से अधिक का लेनदेन करने वाले कुछ बड़े बैंकों की दैनिक व्यापारिक मांगों पर नजर रखी जाए। चूंकि इन बैंकों की खरीदारी आवश्यकताएं मुख्यतः सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों से संबंधित थीं, अतः इनकी दैनिक आवश्यकताओं के लिए सूचना पाने की एक प्रणाली बनाई गई। बाजार आसूचना एवं जानकारी एकत्र करने की प्रणाली को मजबूती प्रदान की गई और भारतीय रिजर्व बैंक ने प्रमुख विदेशी मुद्रा विनिमय दलाली फर्मों से सीधे से मूल्य भाव मंगाने शुरू कर दिए। हस्तक्षेप के लिए दो बुनियादी दृष्टिकोण अपनाए गए। जिन दिनों में चहुंतरफा अधिक मांग की सूचना होती उन दिनों में तब तक बड़ी मात्रा में सघन बिक्री का आक्रामक दृष्टिकोण अपनाया जाता है जब तक कि निर्णायक रूप से दर नीचे न आ जाए। अन्य अवसरों पर कम/अल्प राशि की अनवरत बिक्री की जाती थी ताकि बड़े पैमाने पर आंतर-दिवस उतार-चढ़ाव को कम किया जा सके। जहां पहले दृष्टिकोण का उद्देश्य अधिक बाजार मांग को अवशोषित करना है वहीं दूसरे का उद्देश्य 'अनिवर्ती (रैचट) प्रभाव'<sup>11</sup> का रुख मोड़ना है। ऐसे प्रत्येक हस्तक्षेप का दायरा सामान्यतः 1-2 मिलियन अमरीकी डालर का होता था मगर कभी-कभी 5 मिलियन अमरीकी डालर तक का लेनदेन भी देखने में आया।**

**6.88 आयात वित्तपोषण पर ब्याज अधिभार लगाने एवं लंबी अवधि के लिए निर्यात ऋण की छूटों को कठोर बनाने जैसे प्रशासनिक उपायों द्वारा प्रत्यक्ष हस्तक्षेप को मजबूती प्रदान की गई। हस्तक्षेप के चलते मांग मुद्रा दर में तेजी आने के कारण चलनिधि स्थिति में आई कठोरता के परिणामस्वरूप घरेलू सहित अनिवासी जमा पर नवंबर 1995 में सीआरआर अपेक्षाएं 15.0 प्रतिशत से 14.5 प्रतिशत तक कम करके मुद्रा बाजार सहायता को फिर से चालू किया गया। विदेशी मुद्रा हेतु मांग के वित्तपोषण के लिए बैंक ऋण के अत्यधिक प्रयोग को हतोत्साहित करने के उद्देश्य से आयात वित्त पर ब्याज अधिभार 15 प्रतिशत से बढ़ाकर 25 प्रतिशत कर दिया गया। अमरीकी डालर में मूल्यवर्गित पोतलदानोत्तर निर्यात ऋण (पीएससीएफसी) प्रदान करने की योजना 8 फरवरी 1996 से समाप्त कर दी गई क्योंकि निर्यातक ऋण आहरित कर उसे वायदा में विक्रय करके निधियों की कीमत के सकारात्मक अंतर राशि प्रीमियम के रूप में अर्जन कर सकते थे। इसके अलावा,**

वायदा बाजार में अत्यधिक सट्टेबाजी को रोकने के लिए यह अनिवार्य बना दिया गया कि प्राधिकृत व्यापारी द्वारा बुक की गई 1,00,000 अमरीकी डालर या इससे अधिक की वायदा संविदाएं निरस्त करने की सूचना साप्ताहिक आधार पर रिजर्व बैंक को दी जाए। निर्णयात्मक एवं समय पर की गई नीतिगत कार्रवाइयों से बाजार में स्थिरता आई एवं अक्टूबर 1995 से मार्च 1996 की अवधि में हाजिर खंड में अमरीकी डालर का भाव 34.00 से 35.00 रुपए के बीच रहा।

### स्थायित्व का दूसरा चरण : अप्रैल 1996 से मध्य अगस्त 1997 तक

**6.89 विदेशी मुद्रा बाजार में अप्रैल 1996 से मध्य अगस्त 1997 की अवधि के दौरान उल्लेखनीय स्थिरता दिखाई दी। इस अवधि के दौरान हाजिर विनिमय दर 35.50 - 36.00 रुपए प्रति अमरीकी डालर की सीमा में बनी रही। हाजिर दर की यह स्थिरता वायदा प्रीमियम में भी दिखलाई दी। यह प्रीमियम जोकि वित्तीय वर्ष 1996-97 के दौरान 6 से 9 प्रतिशत (6 महीने) के भीतर बना रहा 1997-98 के पहले पांच महीनों के दौरान सुगम चलनिधि स्थितियों के अनुसरण में और भी गिरकर 3 से 6 प्रतिशत की सीमा आ गया। कैलेंडर वर्ष 1996 की दूसरी तिमाही से पूंजी प्रवाह पुनः अपनी स्थिति पर आ गया और अल्पावधि में ही इसने फिर से अपना नुकसान पूरा कर लिया।**

### उतार-चढ़ाव का दूसरा चरण : अगस्त 1997 के मध्य से अगस्त 1998 तक

**6.90 वर्ष 1997-98 और 1998-99 की पहली तिमाही में दक्षिण-पूर्वी एशियाई मुद्रा संकट के संक्रामक प्रभाव एवं कुछ घरेलू कारणों के चलते विनिमय दर प्रबंधन के लिए गंभीर समस्याएं उत्पन्न हो गईं। भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव की दो अवधियां महत्वपूर्ण हैं : (i) अगस्त 1997 के मध्य से जनवरी 1998 तक एवं (ii) मई 1998 से अगस्त 1998 तक। इस घटनाक्रम से निपटने के लिए किए गए उपायों में विदेशी मुद्रा बाजार के हाजिर एवं वायदा दोनों ही खंडों में हस्तक्षेप और कठोर मौद्रिक एवं प्रशासनिक उपाय शामिल हैं। सुव्यवस्थित स्थिति बनने के बाद इन्हें तुरंत वापस ले लिया गया।**

**6.91 कैलेंडर वर्ष 1996 के उत्तरार्ध एवं कैलेंडर वर्ष 1997 के शुरूआती महीनों में स्थायित्व की सामान्य एवं यहां तक कि कुछ तिमाहियों में रुपये के चढ़ने की प्रत्याशाओं ने बाजार के कई प्रतिभागियों को अपनी क्षमता से अधिक बेची गई स्थितियों को अरक्षित रखने और विदेशी मुद्रा में ऋण लेकर ब्याज अंतरपणन का फायदा उठाने को प्रेरित किया। एफसीएनआर(बी) निधियों में से ऋण लेने की बढ़ती**

<sup>11</sup> 'रैचट प्रभाव' का अर्थ है कि मंदड़िया बाजार स्थिति में यदि दर स्थितिगत कारकों के कारण गिरती है तो इन कारकों की स्थिति विपरीत होने पर भी स्थिति में सुधार नहीं आता है।

**सारणी 6.10: चुनिंदा एशियाई देशों की आरईआईए एवं एनईआईए**  
(आधार : 2000=100)

देश	1995	1997	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>वास्तविक प्रभावी विनिमय दर (आरईआईए)</b>								
चीन	84.7	100.4	100.0	104.3	101.9	95.2	92.7	92.5
भारत	101.7	103.0	100.0	100.9	96.9	96.6	98.4	103.7
जापान	108.2	85.3	100.0	89.0	83.0	83.6	84.5	79.4
मलेशिया	122.7	122.6	100.0	104.9	105.0	99.2	94.9	95.2
फिलिपीन्स	120.4	128.7	100.0	95.6	96.2	89.1	86.2	92.3
सिंगापुर	106.2	110.2	100.0	100.5	97.9	94.3	93.3	92.1
<b>नाममात्र प्रभावी विनिमय दर (एनईआईए)</b>								
चीन	82.2	92.5	100.0	105.5	105.1	98.6	94.2	94.3
भारत	117.0	114.3	100.0	97.9	93.3	90.1	88.6	91.3
जापान	99.4	81.3	100.0	90.5	85.7	85.4	87.1	85.3
मलेशिया	127.6	126.8	100.0	105.4	104.8	99.6	95.9	95.5
फिलिपीन्स	145.8	142.5	100.0	90.9	89.7	81.3	75.7	76.9
सिंगापुर	97.1	105.6	100.0	101.6	100.8	98.4	97.9	98.7
<b>नोट</b>	: सूचकांक में बढ़त का आशय मूल्यवृद्धि है। भारतीय डाटा 6 मुद्रा कारोबार -आधारित सूचकांक से संबंधित है।							
<b>स्रोत</b>	: अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय सांख्यिकी, अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष, 2006 और भारतीय रिजर्व बैंक।							

मांग में यह परिलक्षित भी हुआ। इस अवधि से पहले एशियाई मुद्राओं के मूल्य की सापेक्षतः स्थिर विनिमय दर ने वास्तव में इनकी मूल्यवृद्धि में योगदान दिया (सारणी 6.10)। दक्षिण पूर्व एशिया की गतिविधियों एवं विनिमय दर प्रत्याशा के बारे में बाजार की सोच के आलोक में बाजार सहभागी अरक्षित स्थितियों को कवर प्रदान करने में जुट गए। रिजर्व बैंक ने भी अगस्त 1997 में बुद्धिमतापूर्वक तरीके से रुपए को नीचे लाने में सफलता पाई।

6.92 विदेशी मुद्रा बाजार में हो रही गतिविधियों के प्रतिसाद में रिजर्व बैंक ने हाजिर एवं वायदा दोनों ही खंडों में हस्तक्षेप किया ताकि रुपए की तीव्र मूल्यवृद्धि तथा उतार-चढ़ाव को रोका जा सके, विशेषतः वायदा खंड में क्योंकि इसमें सितंबर 1997 में 904 मिलियन अमरीकी डालर की वायदा देयताएं शेष थीं। अक्टूबर 1997 में रिजर्व बैंक ने बैंकों को उनकी अक्षत टियर I पूंजी का 15 प्रतिशत तक निवेश करने व उधार लेने की अनुमति दी। इससे पूंजी प्रवाह फिर से शुरू हुआ और विदेशी मुद्रा बाजार की मात्रा बढ़ गई, विशेषतः पूर्णतः वायदा एवं स्वैप खंड में। बाजार की ऐसी स्थिति में रिजर्व बैंक ने हाजिर एवं वायदा दोनों ही खंडों में हस्तक्षेप किया और इसकी वायदा देयताओं का परिसमापन किया (सारणी 6.11)।

6.93 हालांकि, इसके बाद विदेशी मुद्रा बाजार में पर्याप्त उतार-चढ़ाव के साथ अनवरत अत्यधिक मांग बनी रही। घरेलू शेयर बाजार में मंदी और दक्षिण पूर्व एशिया के संकट के बढ़ने से नवंबर 1997 से बाजार की स्थिति में तेज गिरावट आई। नवंबर 1997 से जनवरी 1998 के बीच भारतीय रुपए की विनिमय दर में लगभग 9 प्रतिशत

की गिरावट आई। बाजार सहभागियों की सट्टेबाजी की प्रवृत्तियों को रोकने एवं विदेशी मुद्रा बाजार में सुव्यवस्थित माहौल पैदा करने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक 16 जनवरी 1998 को व्यापक रूप में एवं कठोर मौद्रिक एवं प्रशासनिक उपाय किए (बाक्स VI.6)। 16 जनवरी 1998 को किए गए मौद्रिक उपायों के परिणामस्वरूप, विदेशी मुद्रा बाजार में स्थायित्व आया एवं सबसे महत्वपूर्ण बात यह रही कि बाजार प्रतिभागियों की आशंका पर विराम लग सका कि रुपया और नीचे जाएगा। मासिक विचरण गुणांक से मापा जाने वाला बाजार का उतार-चढ़ाव जनवरी 1998 के 1.26 प्रतिशत से घटकर फरवरी 1998 में 0.49 प्रतिशत रह गया और मार्च 1998 में यह और घटकर 0.08 प्रतिशत ही रह

**सारणी 6.11 : विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप**

(बिलियन अमरीकी डालर)

वर्ष	क्रय	विक्रय	निवल	बकाया निवल वायदा क्रय / विक्रय
1	2	3	4	5
1995-96	3.6	3.9	-0.3	-
1996-97	11.2	3.4	7.8	-
1997-98	15.1	11.2	3.9	-1.8
1998-99	28.7	26.9	1.8	-0.8
1999-00	24.1	20.8	3.3	-0.7
2000-01	28.2	25.8	2.4	-1.3
2001-02	22.8	15.8	7.0	-0.4
2002-03	30.6	14.9	15.7	2.4
2003-04	55.4	24.9	30.5	1.4
2004-05	31.4	10.6	20.8	0
2005-06	15.2	7.1	8.1	0
2006-07@	24.5	0	24.5	0

@ : अप्रैल - फरवरी

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

**बॉक्स VI.6**

**एशियन संकट के परिणामस्वरूप प्रारंभ किए गए नीतिगत उपाय**

<b>नवम्बर 26, 1997</b>	
(i) निर्यात ऋण	: पोतलदान की तारीख से 90 दिन से अधिक और छह महीने तक की अवधि (निर्यात बिलों की पारगमन अवधि की मीयाद जैसी कि फेडरल ने निर्दिष्ट की है और जहां लागू हो वहां रियायती अवधि शामिल है) के लिए मीयादी बिलों पर पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण पर ब्याज दर 13 प्रतिशत से बढ़ाकर 15 प्रतिशत वार्षिक कर दी गई।
<b>नवम्बर 28, 1997</b>	
(i) सीआरआर	: आरक्षित नकदी निधि अनुपात (सीआरआर) में कमी करने के भावी कार्यक्रम का आस्थगन।
(ii) रिपो	: अतिरिक्त चलनिधि को सोखने के लिए 4.5 प्रतिशत पर स्थायी रिपो दर प्रारंभ करना।
(iii) निर्यात ऋण	: 15 दिसंबर 1997 से पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण की 15 प्रतिशत की ब्याज दर को अग्रिम प्रदान करने की तारीख से लागू होना माना गया। निर्यातकों से आशा की गई कि वे अपनी निर्यात आय वसूलने में शीघ्रता लाने के लिए 15 दिसंबर 1997 तक उपलब्ध इस समयांतर का लाभ उठावेंगे।
<b>दिसंबर 1, 1997</b>	
(i) वायदा संविदाएं	: उसी अंतर्निहित एक्सपोजर के लिए व्यापारेतर लेनदेनों संबंधी रद्द की गई वायदा संविदाओं की फिर से बुकिंग करने पर प्रतिबंध, केवल आवर्ती वायदा अनुमत।
<b>दिसंबर 2, 1997</b>	
(i) सीआरआर	: 6 दिसंबर 1997 से प्रारंभ होनेवाले पखवाड़े से सीआरआर में 0.5 प्रतिशत अंक से 10 प्रतिशत की वृद्धि।
(iii) वायदा संविदाएं	: विगत कार्य-निष्पादन और एक्सपोजर की घोषणा के आधार पर वायदा संविदाएं प्रस्तावित करने के लिए अप्रैल 1997 में प्राधिकृत व्यापारियों को दी गई सुविधा रोक दी गई और एक्सपोजर का प्रमाण दर्शाने वाले दस्तावेजों के आधार पर वायदा संविदाएं करने की अनुमति दी गई।
(iii) अनिवासी भारतीय जमाराशियां	: 6 दिसंबर 1997 से एनआरई (आर) ए और एनआर(एनआर)आरडी योजनाओं पर 10 प्रतिशत वृद्धिशील सीआरआर का समाप्त करना।
<b>दिसंबर 3, 1997</b>	
(i) वायदा संविदाएं	: 5,00,000 अमरीकी डालर से अधिक की वायदा संविदाएं और 2 मिलियन अमरीकी डालर और उससे अधिक की व्यापारिक बिक्री रद्द होने की सूचना देना।
(ii) रिपो	: 3 दिसंबर 1997 से स्थायी दर वाले रिपो पर ब्याज दर बढ़ाकर 5 प्रतिशत कर दी गई।
<b>दिसंबर 4, 1997</b>	
(i) रिपो	: स्थायी रिपो दर पर ब्याज दर बढ़ाकर 6.5 प्रतिशत कर दी गई।
<b>दिसंबर 11, 1997</b>	
(i) रिपो	: स्थायी रिपो दर पर ब्याज दर बढ़ाकर 7.0 प्रतिशत कर दी गई।
<b>दिसंबर 17, 1997</b>	
(i) निर्यात ऋण	: अग्रिम की तारीख से बकाया निर्यात बिलों पर 20 प्रतिशत वार्षिक (न्यूनतम) की ब्याज दर लगाना। मांग बिलों और अल्पावधि मीयादी बिलों के मामले में ऊंची दर पर ब्याज लागू नहीं था जहां अतिदेय अवधि सहित ऋण की कुल अवधि बिल/सौदे की तारीख से एक महीने से कम थी।
(ii) आयात वित्त पर अधिभार	: आयात वित्त पर उधार दर (ब्याज कर छोड़कर) के 15 प्रतिशत का ब्याज दर अधिभार लगाना।
<b>दिसंबर 19, 1997</b>	
(i) विदेशी निवेश	: प्राधिकृत व्यापारियों द्वारा विदेश में निवेश के लिए नॉस्ट्रो खातों से रातभर के निवेश टियर-1 अक्षत पूंजी सीमा का 15 प्रतिशत शामिल था।
<b>दिसंबर 31, 1997</b>	
(i) निर्यात ऋण	: पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण पर ब्याज दर में की गई वृद्धि ( ये उपाय 26 और 28 नवंबर 1997 को प्रारंभ किए गए थे) वापस ले ली गई थी। अन्य शब्दों में 90 दिन से अधिक और 6 महीने तक की अवधि के लिए पोतलदानोत्तर रुपया निर्यात ऋण (अतिदेय निर्यात बिलों की बीमा पर लिए जाने वाले ऋणों के अलावा) पर ब्याज दर 1 जनवरी 1998 से 13 प्रतिशत वार्षिक होनी थी। अतः 26 नवंबर 1997 के पहले मौजूद स्थिति फिर से वापस आ गई।
(ii) निर्यात ऋण	: अतिदेय निर्यात बिलों पर लगाई जाने वाली 20 प्रतिशत की वार्षिक ब्याज दर अतिदेय अवधि के लिए लागू की गई थी न कि अग्रिम की तारीख से और यह दर कतिपय पुराने मामलों के संबंध में (जहां 6 महीने पहले भी बिल अतिदेय हो गये थे) लागू थी।
<b>जनवरी 6, 1998</b>	
(i) ओवरनाइट पोर्जेशन लिमिट	: बैंकों को अपनी विदेशी मुद्रा की स्थिति दैनिक आधार पर बराबर रखनी होगी।
<b>जनवरी 16, 1998</b>	
(i) सीआरआर	: 17 जनवरी 1997 से प्रारंभ पखवाड़े से सीआरआर 0.5 प्रतिशत अंक बढ़ाकर 10.5 प्रतिशत कर दिया गया।
(ii) रिपो	: स्थायी रिपो पर ब्याज दर 7.0 प्रतिशत से बढ़ाकर 9.0 प्रतिशत कर दी गई।
(iii) रिपो	: सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों को रिवर्स रिपो सुविधा बैंक दर पर विवेकाधीन आधार पर तथा मांग मुद्रा बाजार में उनके परिचालनों से संबंधित निर्दिष्ट शर्तों के अधीन उपलब्ध कराया गई।
(iv) आयात वित्त पर अधिभार	: आयात वित्त पर ब्याज दर अधिभार 15 प्रतिशत से बढ़ाकर 30 प्रतिशत किया गया।
(v) ओवरनाइट पोर्जेशन लिमिट	: यह निर्णय लिया गया था कि बराबर/बराबर के आसपास स्थितियों के संबंध में सभी स्तरों की औपचारिक शर्तें वापस ले ली जाएं और अनुमोदित सीमा के भीतर एक्सपोजर चलाने के लिए बैंकों को स्वतंत्रता दी जाए। तथापि बैंकों को यह सूचित किया गया था कि वे वास्तविक लेनदेनों के लिए अपनी ओवरनाइट पोर्जेशन सीमाओं का प्रयोग करें।
(vi) विदेशी निवेश	: विदेशी मुद्रा लेनदेनों में वास्तविक परिचालनीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए नोस्ट्रो खाता शेषों की सीमाओं के संबंध में प्रत्येक बैंक के अलग-अलग अनुरोधों पर विचार किया जाएगा।
(vii) बैंक दर	: निर्यात ऋण पुनर्वित्त तथा सामान्य पुनर्वित्त पर ब्याज दर में तत्संबंधी वृद्धि के साथ बैंक दर 9 प्रतिशत से बढ़ाकर 11 प्रतिशत की गई।
(viii) पुनर्वित्त	: 16 फरवरी 1996 को ऐसे ऋण के स्तर से ऊपर पुनर्वित्त के लिए पात्र बकाया निर्यात ऋण में बढ़ाई गई निर्यात पुनर्वित्त सीमा घटाकर 100 से 50 प्रतिशत कर दी गई।
(ix) पुनर्वित्त	: सामान्य पुनर्वित्त सीमा 1996-97 में पार्श्विक रूप से औसत बकाया सकल जमाराशियों के 1 प्रतिशत से घटाकर 0.25 प्रतिशत कर दी गई।
<b>टिप्पणी</b>	: 29 अक्टूबर 2004 से भारत ने 'रिपो' और 'रिवर्स रिपो' पारिभाषिक शब्द के अंतरराष्ट्रीय अर्थ का उपयोग करना प्रारंभ कर दिया। इस प्रकार यहाँ उल्लिखित 'रिपो' का वही अर्थ है, जो वर्तमान में प्रयुक्त 'रिवर्स रिपो' का था।



गया। रुपए की विनिमय दर 16 जनवरी 1998 को घटकर 40.36 रुपए प्रति अमरीकी डालर रह गई थी पर 31 मार्च 1998 को यह बढ़कर 39.50 रुपए हो गई। 6 महीने का वायदा प्रीमियम जनवरी 1998 में अपने सर्वोच्च स्तर अर्थात् 20 प्रतिशत तक हो गया था पर मार्च 1998 के अंत तक यह 7.0 प्रतिशत पर आ गया।

**6.94** विदेशी मुद्रा बाजार में सामान्य स्थिति लौट आने पर मौद्रिक उपायों में छूट दी गई। रिपो (अब 'रिवर्स रिपो') पर ब्याज दर घटाकर 2 अप्रैल 1998 को 7 प्रतिशत के स्तर पर लाया गया। इसे 29 अप्रैल 1998 को और कम कर के 6 प्रतिशत पर लाया गया। निर्यात की पुनर्वित्त सीमा 29 अप्रैल 1998 को पुनर्वित्त के लिए पात्र वृद्धिशील निर्यात ऋण के 50 प्रतिशत से बढ़ाकर 100 प्रतिशत कर दिया गया। सीआरआर और बैंक रेट को भी पहले के स्तर से कम किया गया। रिजर्व बैंक द्वारा शुरू किए गए सक्रिय नीतिगत उपायों के चलते भारत 1997 के संकट से तुलनात्मक रूप में कम प्रभावित हुआ। इसने सट्टाबाजी की गतिविधियों का रुख मोड़ने और बाजार प्रत्याशाओं को बदलने में तेजी दिखाई। प्रारंभ में सीधे हस्तक्षेप किए गए और उसके बाद प्रशासनिक उपाय किए गए। तथापि, जब अस्थिरता जारी रही और भावों में कोई परिवर्तन नहीं हुआ तो एकदिशीय प्रत्याशाओं को पलटने के लिए मौद्रिक उपाय किए गए।

**6.95** एशियाई संकट की अवधि में भी बाह्य क्षेत्र का प्रबंधन एक प्रमुख चुनौती बना रहा विशेषकर, देशी शेयर बाजारों में तेजी के परिणामस्वरूप मई-अगस्त 1998 के दौरान, अंतर्राष्ट्रीय गतिविधियों द्वारा पैदा हुई अनिश्चितताओं और प्रमुख करेंसियों, विशेषरूप से येन की तुलना में अमरीकी डालर के मजबूत होने के कारण। इसके अलावा, इस चरण के दौरान भारत को अन्य गतिविधियों का सामना करना पड़ा जैसे अनेक औद्योगिक देशों द्वारा लगाए गए आर्थिक प्रतिबंध, नए बहु-पक्षीय उधारों का रोका जाना (कतिपय विनिर्दिष्ट क्षेत्रों को छोड़कर), अंतर्राष्ट्रीय रेटिंग एजेंसियों द्वारा देश की रेटिंग को घटाना और विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निवेश में कमी करना। जहां मूडी ने भारत की सार्वभौमिक रेटिंग निवेश ग्रेड से घटाकर गैर-निवेश कर दी वहीं स्टैंडर्ड एंड पूअर ने भारत के लिए गैर-निवेश ग्रेड परिदृश्य को स्थिर से बदलकर नकारात्मक कर दिया (सारणी 6.12)। इन गतिविधियों के परिणामस्वरूप, मई से अगस्त 1998 के दौरान विनिमय दर में फिर से दबाव बढ़ता हुआ दिखाई देने लगा। रुपए की विनिमय दर जो अप्रैल 1998 के अंत में 39.73 रुपए प्रति अमरीकी डालर थी, लगातार घटकर जून 1998 के अंत तक 42.50 रुपए प्रति अमरीकी डालर की आसपास रह गई। इस चरण के दौरान भी सीधे हस्तक्षेप के अलावा रिजर्व बैंक ने विदेशी विनिमय बाजार में सुव्यवस्था लाने के उद्देश्य से समय-समय पर मौद्रिक एवं अन्य उपायों का मार्ग अपनाया।

**6.96** मौद्रिक उपायों के अलावा, महत्वपूर्ण उपाय जो 11 जून और 20 अगस्त 1998 को रिजर्व बैंक द्वारा घोषित किए गए थे उनमें व्यापार संबद्ध लेनदेनों के लिए आयात (पहले केवल व्यापारेतर कार्यों से संबद्ध लेनदेनों पर प्रतिबंध था) सहित रद्द की गई वायदा संविदाएं फिर से बुक करने की सुविधा समाप्त करना, पहले वायदा दर तय करने (लॉक-इन) और उसके बाद हाजिर जोखिम को कवर करके वचनबद्धताओं को कवर करने की कुछ कंपनियों की प्रथा बंद करना शामिल था। प्राधिकृत व्यापारियों को सूचित किया गया कि वे अपनी खुली स्थिति के साथ-साथ आंतर-दिवसीय शिखर स्थितियों की रिपोर्ट रिजर्व बैंक को दें। कतिपय उदारीकरण के उपाय किए गए जिनमें विदेशी संस्थागत निवेशकों को उनके ईक्विटी एक्सपोजर पर वायदा कवर लेने की अनुमति देकर वायदा बाजार में सहभागियों की संख्या बढ़ाना तथा निर्यातकों को उनके (ईईएफसी) खातों में रखी शेष राशि का उपयोग भारत और विदेश में कारोबार से संबद्ध सभी भुगतानों के लिए करने हेतु उनके विवेक पर छोड़ देना शामिल है।

**6.97** 1997-98 के अस्थिरता प्रकरण के दौरान विदेशी मुद्रा बाजार हस्तक्षेपों का एक खास पहलू यह था कि प्राधिकृत व्यापारियों के साथ सीधे लेनदेन करने के बजाए इस प्रयोजन हेतु कुछ चुनिंदा सरकारी क्षेत्र के बैंकों को मध्यस्थकों के रूप में चुना गया था। इस व्यवस्था के अंतर्गत सरकारी क्षेत्र के बैंकों ने रिजर्व बैंक के निर्देश पर अंतर-बैंक बाजार में सौदे किए जिसके लिए प्रति दिन कारोबारी समय के अंत में कवर दिया गया। यह सुनिश्चित करने के लिए भी सावधानी बरती गई कि रिजर्व बैंक की ओर से किए गए लेनदेनों को सरकारी क्षेत्र के बैंकों के अपने अंतर-बैंक परिचालनों से अलग रखा जाए। इस संबंध में किसी भी गलत प्रथा अथवा कमी की रोकथाम के लिए रिजर्व बैंक द्वारा रिकार्डों की आवधिक ऑन-साइट संवीक्षा और इन बैंकों द्वारा की गई व्यवस्था की जांच प्रारंभ की गई। हस्तक्षेप की जगह अप्रत्यक्ष हस्तक्षेप की रणनीति अपनाने का प्रमुख कारण यह सुविचारित दृष्टिकोण था कि इस व्यवस्था से रिजर्व बैंक के परिचालनों को कवर मिलेगा और इसकी पारदर्शिता कम होगी और इस प्रकार ये ज्यादा कारगर होंगे। यह दृष्टिकोण इस अनुमान पर आधारित था कि बाजार निर्माता द्वारा खरीदने/बेचने का बाजार के भावों पर एक गहरा प्रभाव पड़ेगा बजाए इसके यदि यह सीधे किया जाता। रिजर्व बैंक द्वारा कुछ अन्य सरकारी क्षेत्र के बैंकों के माध्यम से बाजार में हस्तक्षेप करने की बात नहीं बताई गई थी, हालांकि आगे चलकर बाजार को यह बात पता चल गई। इसके अलावा, ढेर सारी सावधानियां बरतने और अर्थव्यवस्था की आंतरिक शक्ति के संबंध में अंतर्राष्ट्रीय रूप से संकेत भेजने के बाद भारत ने अगस्त 1998 में रिसर्जेंट इंडिया बांड (आरआइबी) जारी किए जिसका अनिवासी भारतीयों (एनआरआई)/ भारतीय मूल के व्यक्तियों (पीआईओ) ने खुलकर स्वागत किया।

विदेशी मुद्रा बाजार

सारणी 6.12 : एसएण्डपी, मूडीज़ और फिच रेटिंग्स द्वारा भारत की सावरिन क्रेडिट रेटिंग

वर्ष	एसएण्डपी, रेटिंग्स	ग्रेड और संभावनाएं	मूडीज़ रेटिंग्स	ग्रेड और संभावनाएं	फिच रेटिंग्स	ग्रेड और संभावनाएं
1990	बीबीबी (सितंबर)	स्थायी	बीअअ1 (अक्तूबर)	वॉच लिस्ट (1-8-1990)		
1991	बीबीबी (मार्च)	क्रेडिट वाच क्रेडिट वाच हटाया गया (सितंबर)	बीअअ3 (मार्च) बीअ2 (जून)			
1992	बीबी+ (जून)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर				
1994	बीबी+	निवेशेतर ग्रेड	बीअअ3 (दिसंबर)	निवेशेतर ग्रेड		
1995	बीबी+	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअअ3 (अक्तूबर)	निवेशेतर ग्रेड		
1996	बीबी+ (अक्तूबर)	निवेशेतर ग्रेड सकारात्मक		निवेशेतर ग्रेड		
1997	बीबी+ (अक्तूबर)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअअ3 (फरवरी)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक		
1998	बीबी (मई) बीबी+ (अक्तूबर)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअ 2 (जून)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर		
2000					बीबी+ (मार्च) बीबी+ (सितंबर)	स्थिर
2001	बीबी (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक	बीअ 2 (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक	बीबी+ (मई) बीबी (नवंबर)	नकारात्मक स्थिर
2002	बीबी (सितंबर)	निवेशेतर ग्रेड नकारात्मक	बीअ 2	निवेशेतर ग्रेड		
2003	बीबी (दिसंबर)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअ 1 (फरवरी)	निवेशेतर ग्रेड		
2004	बीबी (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड सकारात्मक	बीअअ 3 (जनवरी)	निवेशेतर ग्रेड	बीबी+ (जनवरी)	स्थिर
2005	बीबी+ (फरवरी) बीबी+ (दिसंबर)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर स्थिर	बीअअ 3 (अप्रैल)			
2006	बीबी+ (अप्रैल)	निवेशेतर ग्रेड सकारात्मक	बीअअ 2 (मई)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीबीबी - (अगस्त)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर
2007	बीबीबी - (जनवरी)	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीअअ 2	निवेशेतर ग्रेड स्थिर	बीबीबी -	निवेशेतर ग्रेड स्थिर
<b>स्टैंडर्ड एण्ड पूअरस्</b>		<b>मूडीज़</b>		<b>फिच रेटिंग्स</b>		
<b>निवेशे ग्रेड</b>	: एएएए, एए+ एए, ए+ ए, बीबीबी+, बीबीबी, बीबीबी-	<b>निवेशे ग्रेड</b>	: एअअ, एअ1, एअ2, एअ3, ए1, ए2, ए3, बीअअ1, बीअअ2, बीअअ3	<b>निवेशे ग्रेड</b>	: एएए, एए+, एए, ए+, ए, बीबीबी+, बीबीबी, बीबीबी-	
<b>निवेशेतर ग्रेड</b>	: बीबी+, बीबी, बीबी-, बी+, बी, बी-	<b>निवेशेतर ग्रेड</b>	: बीअ1, बीअ2, बीअ3, बी1, बी2, बी3	<b>निवेशेतर ग्रेड</b>	: बीबी+, बीबी, बीबी-, बी+, बी, बी-	
<b>डिफाल्ट ग्रेड</b>	: सीसीसी+, सीसीसी, सीसीसी-, सीसी, सी	<b>डिफाल्ट ग्रेड</b>	: सीअअ, सीअ, सी	<b>डिफाल्ट ग्रेड</b>	: सीसीसी+, सीसीसी, सीसीसी-, सीसी, सी	

6.98 पुनर्विलोकन में, संकट के प्रबंधन के लिए त्वरित नीतिगत उपाय करने तथा अनुकूल समष्टि आर्थिक स्थिति के कारण एशियाई संकट के संक्रामक प्रभाव को सीमित करने में भारत सफल रहा। संकट की अवधि में भारत का चालू खाता घाटा कम रहा, सात महीनों से अधिक के आयात के लिए पर्याप्त विदेशी मुद्रा भंडार था, बाजार संचालित विनिमय दर प्रचलित थी, अल्पावधि ऋण का स्तर कम था और आस्ति-मूल्य स्फीति अथवा क्रेडिट बूम की स्थिति थी। ये सकारात्मक पहलू वर्षों के दौरान अनुसरण की गई विवेकसम्मत नीतियों का परिणाम थे, जैसे कि अंतिम उपयोग पर प्रतिबंधों के साथ बाह्य वाणिज्यिक उधारों की उच्चतम सीमा का निर्धारण, स्थावर संपदा तथा शेयर बाजार में बैंकों का कम एक्सपोजर, बैंकिंग क्षेत्र द्वारा विदेशी पूंजी के भारी मध्यस्थन से बचाव, तुलनपत्र से इतर मदों की बारीकी से निगरानी और बैंकेतर संस्थाओं पर कड़े कानूनी, विनियामक और विवेकसम्मत नियंत्रण। कुछ पूंजी नियंत्रण संबंधी उपायों ने भी पूर्व एशियाई संकट के संसर्गजन्य प्रभाव से अर्थव्यवस्था को बचाने में सहायता की। नब्बे के दशक के उत्तरार्ध में भारतीय रुपए की विनिमय दर में कम अस्थिरता के अर्थ में इसके अंतिम परिणाम देखे जा सकते हैं जब अधिकांश एशियाई करेंसियों में अत्यधिक अस्थिरता थी (सारणी 6.13)।

### बीच-बीच में तमाम घटनाओं के कारण अस्थिरता के साथ-साथ सापेक्ष स्थिरता का दौर - सितंबर 1998 - मार्च 2003

6.99 रिजर्व बैंक द्वारा पहले घोषित किए गए उपायों और फिर आरआईबी निर्गम की सफलता का प्रभाव विदेशी मुद्रा बाजार को स्थिर बनाने पर पड़ा, जिसमें 4.2 बिलियन अमरीकी डॉलर का अभिदान किया गया। इससे विदेशी मुद्रा बाजार के तेवर में उल्लेखनीय सुधार दर्ज किया गया। सीमा पर तनाव बढ़ने से बाजार का उत्साह ठंडा पड़ने के कारण जून-अक्टूबर 1999 के दौरान दबाव में आने से पहले सितंबर 1998 से मई 1999 के बीच रुपया स्थिर बना रहा। मांग-पूर्ति में अस्थायी असंतुलन

को कम करने के लिए हस्तक्षेप के अलावा कच्चे तेल के आयात तथा सरकार द्वारा ऋण के भुगतान के कारण विदेशी मुद्रा संबंधी आवश्यकताओं को संपूर्ण/आंशिक रूप से पूरा करने के प्रति भी रिजर्व बैंक ने 23 अगस्त 1999 को अपनी तत्परता जाहिर की।

6.100 वर्ष 1999-2000 में अंतर्राष्ट्रीय कच्चे तेल की कीमतों में तीव्र वृद्धि, औद्योगिक देशों में ब्याज दर में हुई क्रमिक वृद्धि, अन्य प्रमुख अंतर्राष्ट्रीय मुद्राओं की तुलना में अमरीकी डॉलर के मूल्य में उतार-चढ़ाव तथा वर्ष 2000 के दौरान संविभाग प्रवाह में तीव्र कमी से जुड़ी बीच-बीच में अस्थिरता के दौर के साथ अप्रैल 2000 तथा मार्च 2003 के बीच की अवधि सामान्यतः स्थिर बनी रही। अस्थिरता की इन अवधियों के दौरान अस्थिरता पैदा करने वाली गतिविधियों पर अंकुश लगाने के लिए रिजर्व बैंक ने बैंक दर, रिपो दर, नगदी आरक्षित निधि संबंधी अपेक्षाओं में परिवर्तन, बैंकों को पुनर्वित्त, आयात वित्त पर अधिभार तथा अतिदेय निर्यात बिलों पर न्यूनतम ब्याज दरों जैसे मौद्रिक तथा अन्य उपायों के माध्यम से तत्काल कारवाई की, साथ-ही रुपए की विनिमय दर में व्यवस्थित करेक्शनों को जारी रहने दिया गया। विश्व स्तर पर पेट्रोलियम की कीमतों में तेजी और उसके परिणामस्वरूप भारत के विदेशी मुद्रा भण्डार में कमी की संभावना के मद्देनजर एहतियाती उपाय के रूप में इंडिया मिलेनियम डिपाजिट (आइएमडी) के माध्यम से वित्तपोषण की शुरुआत की गयी। अक्टूबर-नवम्बर 2000 के दौरान आई.एम.डी. के अंतर्गत 5.5 बिलियन अमरीकी डॉलर के अंतर्वाह से बाजार के दबाव को हल्का करने में सहायता मिली।

6.101 अमेरिका में 11 सितंबर 2001 की घटना के कारण पैदा हुए विनियम दर के दबाव का समाधान रिजर्व बैंक ने कई उपायों और चलनिधि परिचालनों के रूप में त्वरित कारवाई के जरिये किया। इन उपायों के अंतर्गत (i) पर्याप्त चलनिधि के साथ ब्याज दरों को स्थिर बनाये रखने के प्रति रिजर्व बैंक की प्रतिबद्धता; (ii) मांग-पूर्ति के बीच किसी भी प्रकार के असामान्य अंतर को पूरा करने के लिए विदेशी मुद्रा बेचने का

### सारणी 6.13 : चुनिंदा उभरती अर्थव्यवस्थाओं में दैनिक विनिमय दरों में उतार-चढ़ाव

(वार्षिकीकृत; प्रतिशत में)

मुद्रा	1993-1995	1996-2000	2001	2003	2004	2005	2006
1	2	3	4	5	6	7	8
भारतीय रुपया	7.5	4.3	1.6	2.1	4.7	3.5	4.0
साउथ कोरियन वान	2.6	22.2	8.1	8.3	6.5	6.8	6.9
साउथ अफ्रीकन रैंड	5.3	11.4	20.2	20.9	21.4	15.4	16.0
तुर्कीश न्यू लिरा	29.3	5.4	63.1	16.2	12.2	10.4	16.6
इंडोनेशियन रुपया	2.1	43.4	21.7	6.8	7.7	9.1	8.9
थाई बाथ	1.7	18.3	4.9	4.4	4.3	4.7	6.2
न्यू ताइवान डॉलर	3.7	5.3	3.6	2.7	4.9	4.9	4.9
सिंगापुर डॉलर	3.7	7.4	4.5	4.5	4.6	4.4	3.9
फिलीपाइन पेसो	6.8	12.9	17.6	4.1	3.1	4.1	4.6

टिप्पणी : उतार-चढ़ाव का परिकलन दैनिक विनिमय दरों में प्रतिशत परिवर्तन के मानक विचलन द्वारा किया गया है।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक और अंतर्राष्ट्रीय मुद्रा कोष।

आश्वासन; (iii) नीलामी आधार पर चुनिंदा सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद के लिए एक माध्यम खोलना; (iv) विदेशी संस्थागत निवेश की सीमा में रियायत देते हुए उसे सेक्टरल कैप / सांविधिक उच्चतम सीमा तक किया जाना; (v) छः चुनिंदा उत्पादों के अधिक मूल्य के आयातों के लिए एक विशेष वित्तीय पैकेज तथा (vi) निर्यात ऋण पर ब्याज दरों में 1% अंक की कमी शामिल थे।

### पूँजी प्रवाह में उछाल का दौर : 2003-04 और उससे आगे

6.102 पूँजी प्रवाह में उफान के कारण वर्ष 2003-04 से ही अतिरिक्त आपूर्ति की परिस्थितियों के कारण विदेशी मुद्रा बाजार प्रभावित रहा। विदेशी मुद्रा बाजार में अतिरिक्त आपूर्ति को खपाने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा की बड़े पैमाने पर खरीद के कारण, विनिमय दर पर वृद्धि के भारी दबाव में कमी आयी। इस प्रकार के मुद्राप्रवाह को नियंत्रित करने के लिए रिजर्व बैंक ने निष्प्रभावीकरण उपायों का प्रयोग किया। रिजर्व बैंक ने भारत सरकार प्रतिभूतियों के सीमित स्टॉक की समस्या से निपटने के लिए अप्रैल 2004 में बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) की शुरुआत की जिसके अंतर्गत चलनिधि को अवशोषित करने के लिए भारत सरकार दिनांकित प्रतिभूतियां/खजाना बिल जारी किये गये। इसके परिणामस्वरूप भारत का विदेशी मुद्रा भण्डार मार्च 2002 के अंत में 54.1 बिलियन अमरीकी डॉलर से तीन गुना बढ़कर मार्च 2007 के अंत में 199.2 बिलियन अमरीकी डॉलर हो गया था - जो प्रतिवर्ष 29.0 बिलियन अमरीकी डॉलर की औसत वृद्धि दर्शाता है। भारत का विदेशी मुद्रा भण्डार 13 अप्रैल 2007 को 203.1 बिलियन अमरीकी डॉलर था।

6.103 इस अवधि के दौरान एक मौका ऐसा आया था जब 17 मई 2004 को रुपए पर काफी दबाव पड़ा और वह आम चुनावों के नतीजों से

उपजी राजनीतिक अनिश्चितता तथा विश्व स्तर पर तेल की बढ़ती कीमतों के कारण भारतीय शेयर बाजार में अस्थिरता के परिणामस्वरूप मार्च 2004 के अंत के रुपया 43.45 रुपए प्रति डॉलर से 45.96 रुपए प्रति डॉलर हो गया। उस दिन भारत के शेयर बाजारों में कीमतों में रिकार्ड गिरावट देखी गयी जिसके कारण एक ही दिन में दो बार सूचकांक आधारित सर्किट ब्रेकर लगाया गया। सूचकांक आधारित सर्किट ब्रेकर के कारण शेयर बाजार में लगभग दो घंटे के लिए कारोबार ठप हो गया। मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति तथा विदेशी मुद्रा बाजारों में भी इस घटना के असर का पूर्वानुमान करते हुए रिजर्व बैंक ने उसी दिन हस्तक्षेप करते हुए दो अलग-अलग प्रेस विज्ञप्तियाँ जारी कीं जिसमें (क) वित्तीय बाजारों की गतिविधियों की निगरानी करने के लिए वित्तीय बाजार समिति के कार्यपालक निदेशक की अध्यक्षता में एक आंतरिक कार्यबल का गठन तथा (ख) चलनिधि प्रदान करने की रिजर्व बैंक की तत्परता की बात कही गयी थी (मोहन, 2006 डी)। इन घोषणाओं का तात्कालिक प्रभाव पड़ा और जल्दी ही व्यवस्थित परिस्थितियां बहाल कर ली गयीं। दरअसल उस दिन रिजर्व बैंक द्वारा घोषित की गयी चलनिधि या विदेशी मुद्रा सुविधाओं का प्रयोग नहीं करना पड़ा था।

6.104 वर्ष 1993 में जब भारत ने बाजार निर्धारित विनिमय दरों की तरफ कदम बढ़ाया तबसे अब तक की सम्पूर्ण अवधि पर नजर डाली जाये तो यह बात सामने आती है कि पिछले चौदह सालों के दौरान रुपए के मूल्य में सामान्यतः हास ही हुआ है, केवल वर्ष 2003 से 2005 तक की अवधि में प्रमुख मुद्राओं की तुलना में सामान्य रूप से डॉलर नरम पड़ने के कारण रुपए के मूल्य में मजबूती आ गई थी। । वर्ष 1993-94 से 2006-07 की कुल अवधि के दौरान भारतीय रुपए के मूल्य में डॉलर की तुलना में वार्षिक औसत आधार पर लगभग 30.9 प्रतिशत का हास हुआ (सारणी 6.14)।

सारणी 6.14 : भारतीय रुपया-अमरीकी डॉलर विनिमय दरों में घट-बढ़ : 1993-94 से 2005-06

वर्ष	दायरा (रुपया प्रति अमरीकी डॉलर)	औसत विनिमय दर (रुपया प्रति अमरीकी डॉलर)	मूल्य वृद्धि / मूल्य हास (%)	अंतर का गुणांक (%)	मानक विचलन
1	2	3	4	5	6
1993-94	31.21-31.49	31.37		0.1	
1994-95	31.37-31.97	31.40	-0.10	0.3	
1995-96	31.37-37.95	33.45	-6.13	5.8	1.93
1996-97	34.14-35.96	35.50	-5.77	1.3	0.48
1997-98	35.70-40.36	37.16	-4.47	4.2	1.57
1998-99	39.48-43.42	42.07	-11.67	2.1	0.90
1999-00	42.44-43.64	43.33	-2.91	0.7	0.29
2000-01	43.61-46.89	45.68	-5.14	2.3	1.07
2001-02	46.56-48.85	47.69	-4.21	1.4	0.67
2002-03	47.51-49.06	48.40	-1.47	0.9	0.45
2003-04	43.45-47.46	45.95	5.40	1.6	0.72
2004-05	43.36-46.46	44.93	2.16	2.3	1.03
2005-06	43.30-46.33	44.28	1.51	1.5	1.79
2006-07	43.14-46.97	45.28	-2.45	2.0	0.89

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक ।

सारणी 6.15 : भारतीय रुपए के बाह्य मूल्य की प्रवृत्ति

1	36-मुद्रा व्यापार आधार				6-मुद्रा व्यापार आधार			
	रीर	% अंतर	नीर	% अंतर	रीर	% अंतर	नीर	% अंतर
	2	3	4	5	6	7	8	9
1993-94	100.00	0.0	100.00	0.0	100.00	0.0	100.00	0.0
1994-95	104.32	4.3	98.91	-1.1	105.71	5.7	96.86	-3.1
1995-96	98.19	-5.9	91.54	-7.5	101.14	-4.3	88.45	-8.7
1996-97	96.83	-1.4	89.27	-2.5	100.97	-0.2	86.73	-1.9
1997-98	100.77	4.1	92.04	3.1	104.24	3.2	87.80	1.2
1998-99	93.04	-7.7	89.05	-3.2	95.99	-7.9	77.37	-11.9
1999-00	95.99	3.2	91.02	2.2	97.52	1.6	77.04	-0.4
2000-01	100.09	4.3	92.12	1.2	102.64	5.3	77.30	0.3
2001-02	100.86	0.8	91.58	-0.6	102.49	-0.1	75.89	-1.8
2002-03	98.18	-2.7	89.12	-2.7	97.43	-4.9	71.09	-6.3
2003-04	99.56	1.4	87.14	-2.2	98.85	1.5	69.75	-1.9
2004-05	100.09	0.5	87.31	0.2	101.36	2.5	69.26	-0.7
2005-06	102.34	2.2	89.84	2.9	106.67	5.2	71.41	3.1
2006-07 अ	98.07	-4.2	85.80	-4.5	104.91	-1.6	68.13	-4.6

रीर : वास्तविक प्रभावी विनिमय दर  
(+) मूल्य वृद्धि दर्शाता है और (-) मूल्य हास दर्शाता है।  
नीर : नाममात्र प्रभावी विनिमय दर  
अ: अनंतिम

**टिप्पणी** : रीर और नीर दोनों आधार वर्ष 1993-94 के साथ द्विपक्षीय व्यापार भार-आधारित सूचकांक हैं।  
**स्रोत** : भारतीय रिजर्व बैंक।

6.105 वास्तविक प्रभावी विनिमय दरों (आरईईआर) के रूप में 1993-94 से 2005-06 के दौरान जहां आरईईआर (6 मुद्रा व्यापार आधारित सूचकांक) के मूल्य में लगभग सात प्रतिशत की वृद्धि हुई वहीं आरईईआर (36 मुद्रा व्यापार आधारित अंक) में दो प्रतिशत से अधिक की मूल्य वृद्धि दर्ज की गयी (सारणी 6.15)।

6.106 पिछले कुछ वर्षों के दौरान एक महत्वपूर्ण विशेषता यह रही है कि इस दौरान रुपए की विनिमय दर की अस्थिरता में कमी आई है। विश्व स्तर की सभी मुद्राओं के बीच, जो नामिनल पेग व्यवस्था के अंतर्गत नहीं थे और

निश्चित रूप से उभरती हुई सभी बाजार अर्थव्यवस्थाओं में रुपया-डॉलर विनिमय दर सबसे कम अस्थिर रही। भारत का आरईईआर तुलनात्मक रूप से अन्य प्रमुख एशियाई देशों से अधिक स्थिर रहा है। प्रभावी विनिमय दर के माध्यम से मांपी जाने वाली मुद्रा की उतार-चढ़ाव दर अर्थात् 6 मुद्राओं से संबंधित भारत की एनईईआर तथा आरईईआर हाल ही में अमेरिका तथा जापान जैसे अन्य देशों की तुलना में कम थी (सारणी 6.16)।

6.107 उदारीकरण के बाद विनिमय दर के व्यवहार के संदर्भ में उससे जुड़े कुछ पहलुओं, जैसे व्यापार की इनवाइसिंग पद्धति में बदलाव, मुद्राओं

सारणी 6.16 : वैश्विक विदेशी मुद्रा बाजार में विनिमय दरों में उतार-चढ़ाव

(प्रतिशत)

वर्ष	नीर						रीर					
	भारत	यूएस	यूके	जापान	यूरो क्षेत्र	चीन	भारत	यूएस	यूके	जापान	यूरो क्षेत्र	चीन
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993-94	1.2	1.0	1.0	2.6	1.8	8.2	1.3	0.8	1.1	2.8	1.9	8.2
1994-95	1.3	1.4	0.8	2.2	0.9	1.1	2.5	1.3	0.9	2.2	1.1	1.3
1995-96	2.9	1.5	0.7	3.7	0.7	1.2	2.9	1.5	0.8	3.5	0.9	1.2
1996-97	1.4	1.2	1.4	1.4	1.0	0.7	1.2	0.7	1.4	1.4	1.1	0.7
1997-98	1.7	1.3	1.8	3.0	1.5	1.8	1.8	1.4	1.7	2.8	1.7	1.6
1998-99	1.8	2.0	1.5	4.0	1.6	1.5	1.6	1.4	1.4	4.1	1.7	1.6
1999-00	1.0	1.3	0.7	2.7	1.1	0.8	1.2	0.8	0.8	2.9	1.3	1.0
2000-01	1.4	1.8	1.8	2.8	2.4	0.8	1.4	1.0	1.6	2.2	2.4	0.9
2001-02	1.0	1.1	0.7	2.1	1.2	0.9	1.0	0.7	0.6	2.0	1.6	1.1
2002-03	1.0	1.4	1.1	1.6	0.8	1.1	1.3	1.0	1.1	1.6	1.2	1.0
2003-04	1.5	2.2	1.2	1.4	1.5	1.1	1.3	1.6	1.1	1.4	1.7	1.3
2004-05	1.7	1.7	1.0	1.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.9	2.0	1.2
2005-06	1.1	1.4	1.1	1.4	0.9	1.3	1.1	0.9	1.1	1.4	1.0	1.5

**टिप्पणी** : उतार-चढ़ाव का परिकलन मासिक रीर / नीर सूचकांक के प्रतिशत परिवर्तन के मानक विचलन द्वारा किया गया है।  
**स्रोत** : आइएफएस, आइएमएफ, 2006 और भारतीय रिजर्व बैंक।



के पारस्परिक प्रचलन तथा भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार पर वैश्विक असंतुलनों के प्रभाव जैसे मुद्दे विचारणीय हैं। अंतर्राष्ट्रीय व्यापार में मुद्रा इनवाइसिंग की पद्धति कुछ कारकों पर निर्भर करती है जैसे - व्यापारिक सहभागियों के बीच ऐतिहासिक संबंध, स्थापित परंपराएं, व्यापारिक पक्षकारों की सौदा करने की तुलनात्मक क्षमता तथा विदेशी मुद्रा बाजार के विकास की सीमा। एक लचीली विनिमय दर प्रणाली के अंतर्गत प्रमुख मुद्राओं की विनिमय दर संबंधी घटनाओं की भी एक अहम भूमिका होती है। विशेष

रूप से निर्यात / आयात की इनवाइसिंग में विनिमय दरों में होने वाले भावी परिवर्तनों के बारे में निर्यातक / आयातक की प्रत्याशा एक महत्वपूर्ण विचार बिंदु होती है, क्योंकि इनवाइस की गयी राशि इनवाइसिंग करने के कुछ हफ्तों / महीनों के अंतराल के बाद प्राप्त होती है/ उसका भुगतान किया जाता है। व्यापार की इनवाइसिंग प्रणाली का प्रभाव विनिमय दर पर भी पड़ता है (बॉक्स VI.7)। भारतीय अर्थव्यवस्था के बढ़ते महत्व तथा विश्व व्यापार में उसकी बढ़ती हुई हिस्सेदारी को देखते हुए यह अनुमान लगाया

### बॉक्स VI.7

#### व्यापार का इनवाइसिंग पैटर्न तथा विनिमय दर प्रभाव(पास-थ्रू)

90 के दशक में कतिपय देशों में समष्टि आर्थिक स्तर पर एक समस्या यह देखी गई कि मुद्रा में भारी मूल्यहास की घटनाओं के बावजूद निम्न मुद्रास्फीति हुई थी जिससे विनिमय दर का घरेलू कीमतों पर निम्न प्रभाव का पता चलता है। इस विषय पर भारी मात्रा में जो साहित्य रचा गया उसमें यह टिप्पणी की गई है कि विनिमय दर का प्रभाव अनेक विकसित तथा विकासशील देशों में घट गया है। उस साहित्य में यह बताया गया था कि इस प्रभाव के कुछ अहम निर्धारक तत्व इस प्रकार हैं : निम्न वैश्विक मुद्रास्फीति और उसकी निम्न अस्थिरता (टेलर (2000), चौधुरी एवं हाकुरा (2001) तथा गैंगनॉन एवं आइरिंग (2004)), विनिमय दर की अस्थिरता, घरेलू खपत में आयात का हिस्सा, जीडीपी की तुलना में व्यापार अनुपात, आयातों की संरचना, टैरिफ तथा मात्रात्मक प्रतिबंधों से व्यापारिक अव्यवस्था (गोल्डफज्जन एवं वारलैंग (2000), कैम्पा एण्ड गोल्डबर्ग (2004) एवं फ्रैंकेज और अन्य (2005))।

इस बारे में सामान्य तर्क यह दिया जाता है कि मुद्रास्फीति की कम औसत दर तथा उसकी अस्थिरता में कमी विश्वसनीय मौद्रिक नीति का परिणाम होती है। इस प्रकार के वातावरण में कंपनियों को यह भरोसा रहता है कि मौद्रिक नीति कीमतों को स्थिर रखने में सफल रहेगी और वे अपने उत्पादों की कीमतें बदलने में कम रूचि लेते हैं और इसी के परिणामस्वरूप विनिमय दर का प्रभाव कम पड़ता है। विनिमय दर की अस्थिरता का प्रभाव कम असंदिग्ध होता है। एक धारणा यह है कि ऐसे देशों की मुद्राएं जिनकी विनिमय दर की परिवर्तनशीलता कम है, एक स्थिर मौद्रिक नीति प्रदर्शित करती हैं और इसके फलस्वरूप उन्हें इनवाइस मुद्रा के रूप में चुना जाता है, जिसके चलते विनिमय दर का प्रभाव कम होता है। इसके विपरीत दूसरी धारणा के अनुसार अधिक विनिमय दर अस्थिरता सामान्य एवं अस्थायी उतार-चढ़ाव प्रदर्शित करती है और कंपनियों को कीमतों में परिवर्तन करने से रोकती है क्योंकि उन्हें बाजार की हिस्सेदारी गंवाने का भय होता है। इसलिए कंपनियां लाभ के अंतर को समायोजित करने के प्रति अधिक इच्छुक रहती हैं। खपत में आयातों का हिस्सा बढ़ने के कारण सकल घरेलू उत्पाद में व्यापार के हिस्से में वृद्धि तथा घरेलू अर्थव्यवस्था में विदेशी कंपनियों की हिस्सेदारी से विनिमय दर का प्रभाव अधिक पड़ता है। कम लचीली तथा कम प्रतिस्पर्धी आपूर्तिवाली चीजों जैसे ऊर्जा, कच्चे माल तथा खाद्य वस्तुओं के आयात का विनिमय दर प्रभाव विनिर्मित वस्तुओं से अधिक होता है क्योंकि ऐसी वस्तुओं की आपूर्ति लचीली एवं अधिक प्रतिस्पर्धी होती है। इस प्रकार आयात की संरचना में परिवर्तन से संपूर्ण प्रभाव पर असर पड़ेगा भले ही वैयक्तिक घटकों पर प्रभाव ज्यों का त्यों रहा हो। प्रशुल्क तथा मात्रात्मक प्रतिबंध जैसी व्यापारिक बाधाएं विभिन्न देशों के बीच वस्तुओं के अंतरपणन को रोकती हैं और इसका विनिमय दर पर नकारात्मक असर पड़ता है। इस तरह इन अवरोधों को कम करने पर विनिमय दर का प्रभाव अधिक पड़ता है।

इन कारकों में 90 के दशक में आर्थिक सुधारों के दौर में अच्छा-खासा परिवर्तन हुआ। इस प्रकार भारत में आर्थिक सुधारों के बाद के दौर में घरेलू कीमतों पर विनिमय दर का प्रभाव पड़ा जैसा कि दूसरे देशों में भी पाया गया था। अगस्त 1991 से मार्च 2005 तक की अवधि के एक हालिया अध्ययन, जिसमें प्रभाव के गुणांकों का आकलन किया गया है, में यह पाया गया है कि विनिमय दर में 10 प्रतिशत परिवर्तन से अंतिम कीमतों में अल्प समय के लिए लगभग 0.6 प्रतिशत तथा लंबे समय के लिए 0.9 प्रतिशत का परिवर्तन होता है। परिवर्तनशील समाश्रयण (रिग्रेसन) के जरिए विनिमय दर प्रभाव की कालिक प्रवृत्ति पर किए गए सांख्यिकीय परीक्षणों से पता चलता है कि कई देशों में पाई गई प्रवृत्ति के विपरीत विनिमय दर प्रभाव में कमी का कोई साक्ष्य नहीं प्राप्त हुआ है। यह प्रवृत्ति अल्पकालिक दौर की तुलना में दीर्घकालिक दौर में अधिक स्पष्ट थी और इसका कारण मुद्रास्फीति में वृद्धि का बने रहना था।

इसके अतिरिक्त मूल्यवृद्धि से होने वाला प्रभाव मूल्यहास से होने वाले प्रभाव से अधिक पाया गया था। तेजी से मुक्त हो रही अर्थव्यवस्थाओं में जहाँ विदेशी कंपनियों का उद्देश्य यथापेक्षित रूप से एक बृहत्तर बाजार हिस्से पर कब्जा जमाना होता है वहां वे मूल्य वृद्धि से होने वाली कीमतों में कमी का फायदा ग्राहकों में बांटने को तैयार हो जाते हैं जबकि बाजार के हिस्से में कमी आने के डर से मूल्यहास के कारण कीमतों में होने वाली वृद्धि को स्वयं वहन कर लेते हैं। विनिमय दर में भारी परिवर्तनों की तुलना में छोटे परिवर्तनों का प्रभाव अधिक था। इसको भारत में आयातों की इनवाइसिंग अमेरिकी डॉलर में (80-90 प्रतिशत) किए जाने तथा इनवाइस कीमत के परिवर्तन में मेनु लागत की भूमिका से समझाया जा सकता है। विनिमय दर में छोटे परिवर्तन की स्थिति में मेनु लागत (इनवाइस कीमत में परिवर्तन से जुड़ी स्थिर लागत) के कारण अपनी मुद्रा में आयातों की इनवाइस कीमत में परिवर्तन करना उचित नहीं होता। इस प्रकार, स्थानीय मुद्रा में (घरेलू कीमतों) में आयात कीमत में उस सीमा तक परिवर्तन होगा जिस सीमा तक विनिमय दर में परिवर्तन होता है अर्थात् एक उच्चतर प्रभाव। ठीक इसका उलटा मामला विनिमय दर में भारी परिवर्तन की स्थिति में होता है क्योंकि विदेशी कंपनियों के लिए उचित हाता है कि वे आयात कीमत पर स्थानीय मुद्रा में विनिमय दर में हुए परिवर्तन का एक अंश अवशोषित करने के लिए इनवाइस कीमत को अपनी मुद्रा में परिवर्तित करें। इस प्रकार, व्यापार की इनवाइसिंग पद्धति, विनिमय दर में परिवर्तन तथा घरेलू कीमतों पर विनिमय दर के प्रभाव विनिमय दर प्रबंधन तथा व्यापारिक प्रतिस्पर्धी के लिए प्रासंगिक होते हैं।

#### संदर्भ

खुद्रकपम, जे.के. 2007। “इकोनॉमिक रिफॉर्म एण्ड एक्सचेंज रेट पास-थ्रू टू डोमेस्टिक प्राइसेज इन इंडिया”। बीआइएस वर्किंग पेपर सं.225, फरवरी।

सारणी 6.17 : भारत के निर्यात तथा आयात की मुद्रा-वार इनवाइसिंग

(प्रतिशत)

मुद्रा	आयात				निर्यात			
	1990-91	1994-95	1999-00	2005-06 अ	1990-91	1994-95	1999-00	2005-06 अ
1	2	3	4	5	6	7	8	9
यूएस डॉलर	59.7	73.5	85.8	88.6	57.2	78.8	87.0	85.8
ड्यूश मार्क	7.0	5.9	1.6	0.0	5.1	6.3	1.6	0.0
यूरो	-	-	3.3	6.5	-	-	3.0	7.6
जापानी येन	4.4	4.4	3.8	2.2	0.1	0.3	0.3	0.5
पाउंड स्टर्लिंग	3.1	2.5	1.7	1.0	4.5	4.8	3.9	2.8
भारतीय रुपया	7.7	0.4	0.0	0.0	27.7	3.3	0.3	1.9
अन्य	18.1	13.3	3.8	1.7	5.4	6.5	3.9	1.4
<b>कुल</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

अ : अर्न्तम  
स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

जा रहा है कि भविष्य में भारतीय मुद्रा की स्वीकृति में काफी बढ़ोत्तरी होगी। वास्तव में, रुपए में एनडीएफ बाजार में वृद्धि प्रकारांतर से अंतर्राष्ट्रीय लेन-देन में रुपए के प्रयोग को दर्शाती है।

6.108 यद्यपि व्यापार में रुपए में इनवाइस करने की अनुमति दी गयी है फिर भी इसमें कोई उल्लेखनीय प्रगति नहीं हुई है। वर्ष 1990-91 के दौरान द्विपक्षीय खाता देशों को रुपए में किए गए निर्यात इनवाइस को व्यवहार में लाने के कारण रुपए में किए गए निर्यातों के इनवाइस का हिस्सा काफी था (सारणी 6.17)। रुपए के इनवाइस के हिस्से में बाद की गिरावट का कारण भारत सरकार तथा रूसी संघ द्वारा द्विपक्षीय व्यापार को समाप्त करने और उसके बजाय अमरीकी डॉलर में व्यापार का इनवाइस करने के लिए वर्ष 1992 में किये गए समझौते के फलस्वरूप रुपए में व्यापार को बंद करना था। फिर भी, सोवियत संघ के विखंडन के बाद

निर्यात को रुपए में इनवाइस करने की प्रक्रिया अब केवल रूस को सिविलियन तथा गैर सिविलियन ऋण की चुकौती के माध्यम से निर्यातों के वित्तपोषण तक सीमित है। वस्तुओं तथा सेवाओं के क्षेत्र में विश्व व्यापार में भारत की हिस्सेदारी में भावी विस्तार को ध्यान में रखते हुए व्यापारिक उद्देश्यों के लिए रुपए में इनवाइस करने के उपयोग पर निर्यातकों/आयातकों द्वारा समुचित रूप से विचार किए जाने की आवश्यकता है।

6.109 हाल के वर्षों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार की एक खास विशेषता भारतीय रुपए की विनिमय दर तथा एशियाई देशों की मुद्राओं की विनिमय दर में परिवर्तन के बीच बढ़ता हुआ सह-संबंध रहा है। पिछले दो-एक सालों के दौरान रुपया-डॉलर विनिमय दर का जुड़ाव कुछ एशियाई मुद्राओं जैसे जापानी येन बनाम अमरीकी डॉलर की विनिमय दर के साथ काफी बढ़ा है (सारणी-6.18)। बाजार की इस विशेषता का श्रेय इस क्षेत्र

सारणी 6.18 : क्रॉस करेंसी सह-संबंध

(3 जनवरी 2005 से 4 दिसंबर 2006)

(प्रतिशत)

करेंसी	यूरो	येन	जीपीबी	एडी	सीएडी	यूआन	आइएनआर	आइआरयू	पीआरयू	रुबल	एसडी	एसएलआर	बाथ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
यूरो	1.00												
येन	0.54	1.00											
जीपीबी	0.95	0.45	1.00										
एडी	0.68	0.66	0.73	1.00									
सीएडी	0.00	-0.74	0.04	-0.35	1.00								
यूआन	-0.12	-0.82	-0.02	-0.36	0.90	1.00							
आइएनआर	0.01	0.68	-0.06	0.39	-0.81	-0.73	1.00						
आइआरयू	0.37	-0.02	0.31	0.06	0.25	0.20	-0.16	1.00					
पीआरयू	0.04	0.76	-0.09	0.29	-0.83	-0.94	0.71	-0.35	1.00				
रुबल	0.70	-0.20	0.72	0.17	0.65	0.60	-0.55	0.75	-0.67	1.00			
एसडी	0.56	-0.28	0.57	0.08	0.69	0.64	-0.53	0.56	-0.67	0.95	1.00		
एसएलआर	-0.02	0.72	-0.13	0.23	-0.77	-0.90	0.63	-0.23	0.89	-0.66	-0.69	1.00	
बाथ	0.70	-0.12	0.71	0.19	0.55	0.48	-0.42	0.86	-0.50	0.94	0.94	-0.56	1.00

टिप्पणी: जीपीबी : पाउंड स्टर्लिंग; एडी: ऑस्ट्रेलियन डॉलर; सीएडी : कनेडियन डॉलर; यूआन : चायनीज यूआन; आइएनआर: भारतीय रुपए; आइआरयू : इंडोनेशियन रुपीह; येन : जापानी येन; पीआरयू : पाकिस्तान रुपया; रुबल : रूस रुपल; एसडी : सिंगापुर डॉलर; एसएलआर: श्रीलंका रुपी; बाथ : थाई बाथ

में भारी व्यापार तथा पूँजी प्रवाह वाले एशियाई बाजारों के बृहत एकीकरण तथा इस क्षेत्र के वित्तीय बाजारों के बृहत अंतरावलंबन को दिया जा सकता है। एशियाई क्षेत्र से एक प्रकार की आपूर्ति श्रृंखला उभर रही है जिसमें अत्यंत मूल्यवान प्रौद्योगिकीय उत्पादों की आपूर्ति करने वाले देश के रूप में जापान शीर्ष पर है। चीन मध्यवर्ती उत्पादों का एक प्रमुख आपूर्तिकर्ता देश है वहीं भारत बौद्धिक पूँजी का एक आपूर्तिकर्ता होने के अलावा मध्यवर्ती उत्पादों के आपूर्तिकर्ता के रूप में भी उभर कर सामने आ रहा है। विदेशी मुद्रा बाजार सहित सभी वित्तीय बाजारों को भारतीय अर्थव्यवस्था के विश्व के अन्य देशों, विशेष रूप से एशियाई क्षेत्र के साथ बढ़ते हुए एकीकरण का तेजी से भान हो रहा है। यह पाया गया है कि भारतीय रूपए कि विनिमय दर पर अंतर-मुद्रा का प्रभाव विशेष रूप से जापानी येन तथा सिंगापुर डॉलर के लिए स्पष्ट है (रंजन तथा धल, 1999)।

**6.110** भारतीय विनिमय दर पर अंतर मुद्राओं के बढ़ते हुए प्रभाव को देखते हुए प्रमुख मुद्राओं की विनिमय दर पर मौजूदा वैश्विक असंतुलनों में भावी अनियमित समायोजनों के प्रभाव तथा भारतीय रूपए पर दूसरे दौर के प्रभाव का मुद्दा प्रासंगिक हो गया है। मौजूदा वैश्विक असंतुलन अमेरिका के भारी और बढ़ते हुए चालू खाता घाटे को प्रदर्शित करते हैं जिसका वित्तपोषण दूसरी जगहों विशेष रूप से उभरते हुए एशिया, तेल निर्यातक देशों तथा जापान के अधिशेषों से किया गया है। सकल घरेलू उत्पाद की प्रतिशतता के रूप में अमरीका का चालू खाता घाटा 90 के दशक के प्रारंभ से हर पाँच वर्ष में लगभग दुगुना हुआ है (सारणी 6.19)। अमरीका के विपरीत, जोकि घरेलू मांग पर निर्भर है, नब्बे दशक से एशिया तथा दूसरी उभरती अर्थव्यवस्थाओं का विकास बाह्य मांग के दम से हुआ है। चीन, अन्य पूर्वी एशियाई उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं (इंडोनेशिया, मलेशिया, ताईवान, थाईलैंड) तथा दो द्वीपीय अर्थव्यवस्थाओं

जैसे हांगकांग एवं सिंगापुर के चालू खातों में विशेष रूप से 1999 से भारी मात्रा में अधिशेष दर्ज किए गए हैं। वैश्विक असंतुलनों को पैदा करने वाला एक दूसरा नया स्रोत तेल निर्यातक देशों का भारी मात्रा में चालू खाता अधिशेष रहा है। वर्ष 2006 के दौरान मध्य पूर्व क्षेत्र का चालू खाता अधिशेष सकल घरेलू उत्पाद का 18.1 प्रतिशत दर्ज किया गया जो तेल की ऊँची कीमतों तथा उत्पादन में कुछ विस्तार दोनों के कारण हुए ऊँचे तेल राजस्व से विशेष रूप से जुड़ा है। इन असंतुलनों की मात्रा भारी होने के साथ-साथ इसकी मजबूती और इसके भावी अव्यवस्थित प्रभाव को लेकर चिंता व्यक्त की गयी है। इसके अतिरिक्त भारी एवं सतत असंतुलनों तथा उनके प्रभावों से जुड़े ऐतिहासिक घटनाक्रम से ये पता चलता है कि विभिन्न देशों के बीच मांग के पुनःसंतुलन हेतु बाजार द्वारा प्रभावित विनिमय दर पुनर्निर्धारण बाजार असंतुलनों के दौर से सहजतापूर्वक बाहर निकलने के लिए एक अहम भूमिका अदा कर सकता है (आइएमएफ, 2007)।

**6.111** इस संबंध में भारत के लिए एक प्रासंगिक मुद्दा वैश्विक असंतुलन तथा भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार पर उसके प्रभाव के प्रति विभिन्न देशों की संभावित प्रतिक्रिया है। भारत ने भारी चालू खाता घाटे में सकारात्मक या नकारात्मक रूप में कोई भूमिका नहीं अदा की है, भारत का बचत व निवेश कुल मिलाकर संतुलित रहा है (सारणी 6.20); अर्थव्यवस्था घरेलू मांग द्वारा संचालित है और सामान्यतः विनिमय दर सहित भारत की सभी नीतियाँ बाजार-आधारित हैं। इस प्रकार भारत ऐसी नीतियों का पालन कर रहा है जिनसे न केवल उसे लाभ मिला है बल्कि इन नीतियों ने वैश्विक स्थिरता कायम करने में भी अपना योगदान दिया है (रेड्डी, 2006 बी)। प्रमुख मुद्राओं में किये गये किसी भी भारी और त्वरित समायोजन तथा सम्बंधित ब्याज दरों या व्यापारिक सहभागियों के

**सारणी : 6.19 यूनाइटेड स्टेट्स के समष्टि आर्थिक मानदंड**

(प्रतिशत में, वार्षिक औसत)

अवधि	जीडीपी में वृद्धि	चालू खाता घाटा / जीडीपी	सरकार का सामान्य राजकोषीय शेष / जीडीपी	बचत निवेश अंतर
1	2	3	4	5
1981-1985	3.3	-1.3	-2.9	-1.6
1986-1990	3.3	-2.4	-2.4	-2.2
1991-1995	2.5	-1.1	-3.1	-0.9
1996-2000	4.1	-2.6	-0.2	-2.2
2001-2005	2.4	-5.0	-3.5	-3.9
2006	3.3	-6.5	-2.6	-

**स्रोत :** आर्थिक विश्लेषण ब्यूरो, यूएस वाणिज्य विभाग, विश्व विकास संकेतक, विश्व बैंक; वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, आइएमएफ, विभिन्न अंक।

**सारणी 6.20 : उभरती अर्थव्यवस्थाओं में बचत-निवेश अंतर**

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में, वार्षिक औसत)

देश	1981-85	1986-90	1991-95	1996-2000	2001-05
1	2	3	4	5	6
चीन	-0.1	-0.4	1.5	3.2	2.4 *
हांग कांग	3.9	9.8	3.2	1.1	8.6
भारत	-1.5	-2.5	-1.2	-1.1	0.2
इंडोनेशिया	2.0	1.5	1.5	5.5	6.7
कोरिया	-1.7	4.1	-1.1	3.7	2.6 *
मलेशिया	-2.7	7.6	-1.6	13.9	19.7 *
सिंगापुर	-2.9	4.6	11.8	16.4	23.6
थाईलैंड	-4.4	-1.8	-5.3	6.4	4.5

**टिप्पणी :** \* 2001-04 तक चार वर्ष का औसत भारत से संबंधित आंकड़े वित्तीय वर्ष के हैं।

**स्रोत :** वर्ल्ड बैंक ऑनलाइन डाटाबेस, केंद्रीय सांख्यिकी संगठन, भारत सरकार।

चालू खातों का भारतीय अर्थव्यवस्था पर प्रभाव पड़ेगा, हालांकि भारत पर उसका प्रभाव दूसरी तमाम उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में कम हो सकता है।

6.112 ऊपर के विश्लेषण से ये बात सामने आती है कि कड़े सैद्धांतिक नियमों का पालन करने से अधिक लोचनीयता और व्यवहारिकता आधारित विकासशील देशों की विनिमय दर नीति समय की मांग है। इससे केंद्रीय बैंकों की यह जरूरत भी रेखांकित होती है कि वे कठिन परिस्थितियों में इस्तेमाल के लिए लिखतें / नीतियां बनाकर रखें। कुल मिलाकर विनिमय दर प्रबंधन के प्रति भारत के दृष्टिकोण को एशिया के लिए एक आदर्श दृष्टिकोण के रूप में बताया गया है (जालान, 2003)। भारत अनेक अप्रत्याशित बाहरी तथा घरेलू घटनाक्रमों से जुड़े विदेशी मुद्रा बाजार की अस्थिरता वाले दौर का प्रभावकारी रूप से सामना करने में सफल रहा (मोहन, 2006ए)। अस्थिरता के इन तमाम दौरों में नीतिगत उपायों का एक महत्वपूर्ण पहलू बाजार में हस्तक्षेप रहा है जिसके साथ वित्तीय स्थिरता पर मंडराने वाले खतरों का मुकाबला करने के लिए किए जाने वाले मौद्रिक तथा प्रशासनिक उपाय संयुक्त रूप से जुड़े हैं जबकि संचार के लिए पूरक या समानान्तर उपाय भी अख्तियार किये गये थे (रेड्डी, 2006इ)। गंभीर संवाद के कुछ उदाहरणों में अगस्त 1997 में तत्कालीन उप गवर्नर द्वारा गोवा में ‘‘टॉक डाउन दी रूपी’’ के सम्बन्ध में दिया गया वक्तव्य शामिल है। इसके अलावा वर्ष 1997 तथा 1998 के दो दौर में उपायों के एक पैकेज के साथ एशियाई संकट के संदर्भ में बाजार के घटनाक्रमों पर आश्वासन का वक्तव्य; रूसी संकट के संदर्भ में 1998 के मध्य में उठाये गये अग्रिम कदम; 1999 में कारगिल युद्ध के संदर्भ में जारी किये आश्वासनकारी वक्तव्य; 9/11 के संदर्भ में किये गये उपायों सहित आश्वासनकारी वक्तव्य तथा चलनिधि देने के रूप में संयुक्त उपाय; 17 मई 2004 को जिस दिन केंद्र में सत्ता परिवर्तन हो रहा था, उस दिन भारत के शेयर बाजारों में तेजी से हुई गिरावट के समय संयुक्त रूप से की गयी कार्रवाई तथा उपाय; तथा इंडिया मिलेनियम डिपाजिट के भुगतान के प्रभाव की व्याख्या करना भी शामिल है। इस दिशा में आगे जाने पर प्रभावी मौद्रिक प्रबंधन तथा अल्पकालिक ब्याज दर को स्थिर बनाने के लिए चलनिधि प्रबंधन तथा विनिमय दर प्रबंधन की मिली-जुली रणनीति अपनाए जाने की लगातार जरूरत होगी (मोहन, 2006ए)। पिछले अनेक अवसरों पर विदेशी मुद्रा में हस्तक्षेप द्वारा निभाई गई भूमिका को देखते हुए विदेशी मुद्रा बाजार के क्षेत्र में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप के प्रभाव की शिनाख्त करना उपयोगी होगा।

## VI. विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप से जुड़े मुद्दे

6.113 आधिकारिक रूप से विनिमय दर में हस्तक्षेप का तात्पर्य विनिमय दरों को प्रभावित करने के लिए प्राधिकृत अधिकारियों द्वारा विदेशी मुद्रा की खरीद एवं बिक्री होता है। विश्व स्तर पर पिछले कुछ वर्षों में विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप के लक्ष्य में परिवर्तन आया है। निर्धारित विनिमय दरों की ब्रेटनवुड्स प्रणाली के अंतर्गत विनिमय दर को निर्धारित मार्जिन

के भीतर बनाए रखने के लिए प्रायः हस्तक्षेप का इस्तेमाल किया जाता था। जब वर्ष 1971 में ब्रेटनवुड्स प्रणाली भंग हो गई तो प्रमुख औद्योगिक देशों ने अमरीकी डॉलर के आधार पर अपनी मुद्राओं को निर्धारित करना बंद कर दिया और इस प्रकार अस्थिर विनिमय दरों के नए युग का श्रीगणेश हुआ। सिद्धांत रूप में मुक्त अस्थिर विनिमय दरों से केंद्रीय बैंकों द्वारा किए जाने वाले हस्तक्षेप का खात्मा हो जाएगा; तथापि, केंद्रीय बैंकों द्वारा निम्नलिखित प्रकार के तमाम कारणों से प्रायः हस्तक्षेप किया है : (i) विनिमय दरों में रुझान की गति को प्रभावित करना क्योंकि उनसे दूरगामी संतुलित मूल्यों के वास्तविक मूल्यों से अलग होने का आभास मिलता है; (ii) निर्यात की प्रतिस्पर्धा को बनाए रखना; (iii) वित्तीय बाजारों में जोखिमों को कम करने के लिए अस्थिरता का प्रबंधन करना; तथा (iv) अनिश्चित हमले तथा संकट से मुद्रा की रक्षा करना।

6.114 व्यापार संतुलन तथा आर्थिक विकास, जो पहले महत्वपूर्ण हुआ करते थे, की तुलना में विनिमय दरों की गति निर्धारित करने में पूँजी प्रवाह के महत्व के कारण विदेशी मुद्रा बाजारों में अधिकांश केंद्रीय बैंकों द्वारा हस्तक्षेप प्रमुख रूप से आवश्यक हो जाता है। हाल के समय में अंतर्राष्ट्रीय पूँजी के आवागमन की गति में भारी वृद्धि हुई है। उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं में विशेष रूप से ये पूँजी प्रवाह बहुत अस्थिर तथा काफी हद तक बाजार के रुझान से संचालित होते हैं जिससे वित्तीय बाजारों को भारी जोखिमों की आशंका रहती है। इन खतरों को कम करने के लिए प्राधिकारी अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए हस्तक्षेप करते हैं। दूसरे, व्यापारिक प्रवाह के विपरीत ‘सकल’ पैमाने पर पूँजी प्रवाह, जिससे विनिमय दर प्रभावित होती है, किसी दिन ‘निवल’ प्रवाह से कई गुना अधिक हो, सकता है। इसलिए हर्डिंग अपरिहार्य हो जाती है (जालान, 2003)।

6.115 वर्ष 1977 में आईएमएफ के एकजीक्यूटिव बोर्ड ने सदस्य देशों के केंद्रीय बैंकों द्वारा हस्तक्षेप नीति के लिए कुछ मार्गदर्शी सिद्धांत निर्धारित किये। सारांशतः इन सिद्धांतों में यह बताया गया था कि सदस्य देश दूसरों से अनुचित प्रतिस्पर्धा से लाभ लेने के लिए या भुगतान संतुलन के समायोजन से बचने के लिए अपनी विनिमय दरों में हेर-फेर न करें, लेकिन वे ‘अव्यवस्थित’ बाजार की स्थितियों का सामना करने के लिए हस्तक्षेप कर सकते हैं। ‘अव्यवस्थित’ बाजार की स्थितियों को परिभाषित करना मुश्किल है लेकिन सामान्य रूप से उनका मतलब विनिमय दर की स्थिरता के प्रबंधन से निकाला जाता है। हालांकि विदेशी मुद्रा बाजार में केंद्रीय बैंकों के हस्तक्षेप को एक पूर्णतः लचीली विनिमय दर प्रणाली के साथ संगतिपूर्ण होना माना जाता है, फिर भी केंद्रीय बैंकों द्वारा हस्तक्षेप की प्रभावकारिता को लेकर अभी भी कोई आम सहमति नहीं बन पायी है।

6.116 सैद्धांतिक रूप से हस्तक्षेप को निष्प्रभावीकृत (स्टेरिलाइज्ड) तथा गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप की दो श्रेणियों में विभाजित किया जाता है। जब घरेलू मुद्रा आपूर्ति के प्रभावों को समाप्त करने के लिए घरेलू सरकारी ऋण के संगत खरीद या बिक्री के द्वारा विदेशी मुद्रा की बिक्री या

खरीद को समंजित किया जाता है तो इसे निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप कहते हैं। गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप तब होता है जब प्राधिकारी इस प्रकार की समंजनकारी कार्रवाइयों के बगैर ही आमतौर पर खुद अपनी मुद्रा में विदेशी मुद्रा को खरीदते या बेचते हैं। निष्प्रभावीकृत तथा गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप का केंद्रीय बैंक की निवल विदेशी आस्तियों (एनएफए) तथा निवल घरेलू आस्तियों (एनडीए) और मुद्रा-आपूर्ति (एम) पर अलग अलग प्रभाव पड़ता है (सारणी 6.21)।

6.117 इस बात पर लगभग सहमति है कि गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप मौद्रिक माध्यम के द्वारा विनिमय दर को सीधे-सीधे प्रभावित करता है। विदेशी मुद्रा को खरीदकर (अर्थात् हस्तक्षेप) यदि उसे गैर निष्प्रभावीकृत छोड़ दिया जाय तो उसका मौद्रिक आधार पर प्रभाव पड़ता है (वृद्धि होती है) जो बाद में व्यापक मौद्रिक समुच्चयों, ब्याज दरों, वस्तुओं तथा आस्तियों के लिए वास्तविक मांग तथा अंततः विनिमय दर में परिवर्तन का कारण बनता है (हास होता है)।

6.118 जहां तक निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप का संबंध है मौद्रिक दृष्टिकोण के समर्थक दावा करते हैं कि यह दृष्टिकोण प्रभावकारी नहीं है। तथापि इस विषय पर उपलब्ध साहित्य में तीन ऐसे संभावित माध्यम बताए गए हैं जिनके द्वारा निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप भी कारगर हो सकते हैं; (क) संविभाग संतुलन माध्यम जिसके अंतर्गत घरेलू तथा विदेशी बांडों को अपूर्ण

प्रतिस्थापन माना जाता है और हस्तक्षेप, यहां तक कि निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप भी बांडों की तुलनात्मक आपूर्ति को परिवर्तित करके विनिमय दर को प्रभावित करता है; (ख) ऐसे माध्यम का संकेत देना जहां विदेशी मुद्रा की निष्प्रभावीकृत खरीद के कारण विनिमय दर में हास होगा यदि विदेशी मुद्रा की खरीद को एक और विस्तारकारी घरेलू मौद्रिक नीति और ठीक इसके उलट प्रक्रिया का संकेत देने वाली माना जाता है<sup>2</sup>; और (ग) हाल का न्यायज-ट्रेडिंग माध्यम जिसके अनुसार कोई केंद्रीय बैंक द्वारा सुरक्षित हस्तक्षेपों का प्रयोग मुद्रा खरीदने या बेचने के लिए न्यायज ट्रेडरों को उत्प्रेरित करने में कर सकता है (कोर्टियन, 1995)। भले ही किसी हस्तक्षेप का अस्थायी प्रभाव पड़ता हो फिर भी इससे न्यायज ट्रेडर यह मान सकते हैं कि प्रवृत्ति भंग हो गयी है और यह निवेशकों को इस बात के लिए उत्प्रेरित कर सकता है कि वे केंद्रीय बैंक के इरादों के अनुरूप ही अपनी स्थिति बनाए रखें।<sup>3</sup>

6.119 इस तथ्य को मानते हुए कि गैर निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप का विनिमय दरों पर महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ता है, केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप पर किये गये ज्यादातर अध्ययन में इस बात की पड़ताल करने की कोशिश की गयी है कि क्या सुरक्षित निष्प्रभावीकरण का विनिमय दर पर मात्रात्मक रूप से महत्वपूर्ण प्रभाव पड़ा है अर्थात् ऐसा प्रभाव जिसके बारे में पूर्वानुमान लगाया जा सके, जिसकी मात्रा का आकलन किया जा सके और जो अस्थायी हो। यह भी पाया गया है कि जहाँ कुछ विशिष्ट विकसित देशों के मामले में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप की प्रभावकारिता पर अनुभवात्मक साक्ष्य बड़ी संख्या में उपलब्ध हैं वहीं भारत सहित दूसरे विकासशील देशों के मामले में विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप संबंधी साक्ष्य बहुत क्षीण हैं।<sup>4</sup> पिछले तमाम अनुभवात्मक अध्ययनों से विभिन्न संचरण प्रणालियों की वैधता के बारे में कोई निष्कर्ष नहीं निकल सका है (एडिसन, 1993 और सार्नो तथा टेलर, 2001)। हालांकि 'संविभाग संतुलन' माध्यम को नाममात्र का अनुभवात्मक समर्थन मिला है जबकि 'संकेतक' माध्यम के पक्ष में साक्ष्य कुछ अधिक समर्थनकारी हैं (सारणी 6.22)।

6.120 भारतीय संदर्भ में संविभाग संतुलन के माध्यम से किये गये निष्प्रभावीकृत हस्तक्षेप की प्रभावकारिता संबंधी अनुभवात्मक साक्ष्य को अप्रैल 1996 से मार्च 1999 तक की अवधि के लिए सीमित पाया गया (भौमिक तथा मुखोपाध्याय, 2000)। जहां तक संकेतक माध्यम का संबंध है अध्ययनों से यह पता चला है कि रिजर्व बैंक ने भावी मौद्रिक नीति की दिशा का संकेत देने के लिए हस्तक्षेप का प्रयोग तो किया है लेकिन बहुत महत्वपूर्ण ढंग से नहीं (सहदेवन, 2002)। भारतीय मामले में हस्तक्षेप

### सारणी 6.21: विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप का प्रभाव

हस्तक्षेप	एनएफए पर प्रभाव	एनडीए पर प्रभाव	एम पर प्रभाव
1	2	3	4
गैर निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (खरीद)	+	0	+
निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (खरीद)	+	-	0
गैर निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (बिक्री)	-	0	-
निष्प्रभावीकृत विदेशी मुद्रा हस्तक्षेप (बिक्री)	-	+	0

+ : सकारात्मक प्रभाव    - : ऋणात्मक प्रभाव    0 : कोई प्रभाव नहीं  
 एनएफए : निवल विदेशी आस्तियां  
 एनडीए : निवल देशी आस्तियां  
 एम : मुद्रा आपूर्ति

12 संकेत देने वाले चैनल को कारगर होने के लिए बाजार सहभागियों और केंद्रीय बैंक के बीच विषम सूचना होनी जरूरी है।

13 तथापि, नॉइज ट्रेडिंग के सफलतापूर्वक काम करने के लिए केंद्रीय बैंक को न केवल अद्यतन बाजार आसूचना और नॉइज ट्रेडर्स की प्रतिक्रियाओं से परिचित होना चाहिए बल्कि उसे गुप्त रूप से तथा कुशलतापूर्वक हस्तक्षेप करने में सक्षम होना चाहिए।

14 विकासशील देशों के बारे में अनुभवजन्य साक्ष्य की कमी का प्रमुख कारण यह है कि विकासशील देशों के मामले में हस्तक्षेप संबंधी आंकड़ों की उपलब्धता तथा विनिमय दर प्रत्याशाएं अत्यंत कम हैं (एडीसन, 1993)।



**सारणी 6.22: केंद्रीय बैंक हस्तक्षेप के संबंध में हाल ही के अध्ययनों का प्रमुख निष्कर्ष**

लेखक	प्रमुख निष्कर्ष
<b>I. संविभाग संतुलन चैनल</b>	
फ्रैन्केल (1982)	मीन-वेरियन्स ऑप्टिमाइजेशन फ्रेमवर्क में संविभाग संतुलन मॉडल के लिए कोई अनुभवजन्य साक्ष्य का समर्थन नहीं।
डैकर और अन्य (1987)	निष्प्रभावी किए गए हस्तक्षेप के संबंध में मिले-जुले साक्ष्य।
लेविस (1988)	संविभाग संतुलन मॉडल के लिए सीमित समर्थन।
डोमिंग्वेज फ्रैन्केल (1993)	रिस्क प्रीमियम के लिए रिगेशन में सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण व्याख्यात्मक शक्ति रखने के लिए हस्तक्षेप चर राशियां देखी गईं। यह अध्ययन पहली बार महत्वपूर्ण संविभाग संतुलन प्रभाव के पक्ष में मजबूत समर्थन देता है। हालांकि इसका प्रभाव काफी कमजोर था।
<b>II. संकेत देने वाले चैनल</b>	
डोमिंग्वेज (1990)	मौद्रिक नीति की प्रत्याशा में हस्तक्षेप की दिशा में साक्ष्य देता है।
लिंगबर्ग (1994)	यह निष्कर्ष निकाला कि संकेत देने वाले चैनल के माध्यम से विनिमय दरों पर निष्प्रभावी किए गए हस्तक्षेपों का असर हो सकता है हालांकि यह चैनल बड़ा ही नाजुक है।
केमिन्स्की और लेविस (1996)	व्यवस्था परिवर्तन मॉडल (रेजीम स्विचिंग मॉडल) का उपयोग करके निष्कर्षात्मक साक्ष्य पाया कि क्या हस्तक्षेप सही तरीके से मौद्रिक नीति में परिवर्तनों का संकेत देते हैं।
लेविस (1995)	हस्तक्षेप, मौद्रिक नीति और विनिमय दरों के बीच संबंधों की जांच -परख की और यह साक्ष्य पाया कि मौद्रिक नीति विनिमय दरों को प्रभावित करती है।
फेटम और हचिंसन (1999)	पाया कि फेडरल फंड फ्यूचर्स रेट के द्वारा प्रॉक्सी की गई भावी मौद्रिक नीति के दृष्टिकोण पर प्रत्याशाओं में डालर समर्थन हस्तक्षेप इन परिवर्तनों से संबंधित नहीं है।
<b>III. नॉइज़ ट्रेडिंग चैनल</b>	
गुडहार्ट और हेस्स (1993)	नॉइज़ ट्रेडिंग चैनल के माध्यम से विनिमय दर के संबंध में हस्तक्षेप के प्रभाव के बारे में कुछ समर्थनकारी साक्ष्य देता है।
<b>IV. हस्तक्षेप और लाभप्रदता</b>	
क्रिस्टोफर जे. नीली (2002)	पाया कि उच्च फ्रिक्वेंसी वाला साक्ष्य इस अवधारणा को अस्वीकार करता है कि हस्तक्षेप से ट्रेडिंग रूल प्रॉफिट पैदा होता है।
<b>V. हस्तक्षेप और अस्थिरता</b>	
बैली और ओस्टरबर्ग (1997)	इस अवधारणा को कुछ समर्थन मिला कि हस्तक्षेप विनिमय दर के स्तर को सतत प्रभावित कर सकता है। कोई महत्वपूर्ण प्रभाव सामान्यतः 'हवा के सामने झुकने' जैसे किस्म का है जिसके साथ डालर की खरीद से डालर का भाव गिरता है। इसके अलावा, हस्तक्षेप से 'शांत अव्यवस्थित बाजार' की तुलना में अस्थिरता बढ़ने की प्रवृत्ति रहती है और इसके साथ करेंसियों के बीच तथा अमरीकी डालर की बिक्री के विरुद्ध अमरीकी डालर खरीदने के बीच होनेवाले प्रभाव में अंतर रहता है।

की सफलता का अंदाजा लगाने के लिए लाभप्रदता विश्लेषण के प्रयोग से भी कोई निष्कर्ष नहीं निकल पाया है (पट्टनायक तथा साहू, 2001)।

6.121 तथापि भारत के मामले में अनुभवात्मक साक्ष्य से यह पता चलता है कि प्रबंधित अस्थायी दर की मौजूदा व्यवस्था में हस्तक्षेप रूप की विनिमय दर अस्थिरता की मात्रा को नियंत्रित करने में एक मजबूत उपकरण के रूप में काम कर सकता है हालांकि इससे होने वाले प्रभाव की मात्रा बहुत सशक्त नहीं हो सकती (पट्टनायक एवं साहू, 2001)। भारतीय संदर्भ में किए गए अध्ययनों में विनिमय दर की अस्थिरता के दौरान प्रत्यक्ष हस्तक्षेप की सकारात्मक प्रतिक्रिया पायी गयी है जबकि हस्तक्षेप की

कार्रवाई एक बार पुनर्व्यवस्था कायम हो जाने के बाद मंद पड़ जाती है (कोहली, 2000)। इसके अलावा बाजार के दबाव पर अस्थिरता की प्रतिक्रिया और रूप पर बढ़ी हुई अस्थिरता के कारण होने वाले कम दबाव के बीच बेमेल संबंध पाया गया है (आरबीआई, 2002-03)। इससे अस्थिरता का प्रबंधन करने में केंद्रीय बैंक के हस्तक्षेप का महत्व रेखांकित होता है।

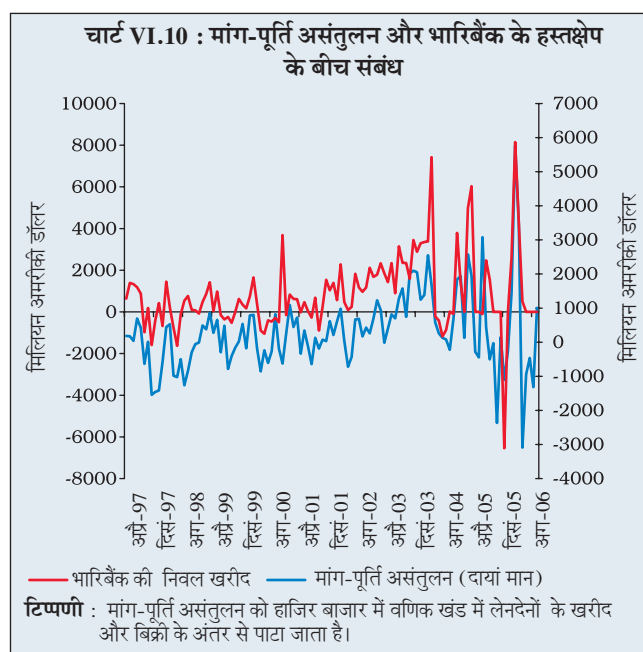
**रिज़र्व बैंक का हस्तक्षेप तथा निष्प्रभावीकरण :**

6.122 जैसा कि भारत में विनिमय दर अस्थिरता की विभिन्न घटनाओं के दौरान देखा गया है, रिज़र्व बैंक घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार में मांग-पूर्ति के

## विदेशी मुद्रा बाजार

बीच असंतुलन के कारण पैदा होने वाली अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप करता रहा है। विदेशी मुद्रा बाजार में डॉलरों की बिक्री आम तौर पर अतिरिक्त मांग की स्थितियों से संचालित होती है जो अनेक कारणों से उत्पन्न हो सकती हैं। इसी प्रकार जब बाजार में अतिरिक्त डॉलर की आपूर्ति से दबाव पैदा हो जाता है तो रिजर्व बैंक बाजार से डॉलर खरीदता है। मांग-पूर्ति में असंतुलन की सह-गति के कुछ साक्ष्य हैं जो स्पॉट बाजार के व्यापार खंड में खरीद एवं बिक्री लेनदेन तथा रिजर्व बैंक के हस्तक्षेप के बीच अंतर के रूप में छद्म रूप में प्रकट होता है (चार्ट VI.10)<sup>15</sup>। इस प्रकार, रिजर्व बैंक को अस्थिरता पर नियंत्रण रखने, विदेशी मुद्रा बाजार में मांग तथा आपूर्ति की बड़ी मात्राओं को संतुलित करने तथा उसमें झटकेदार गति को सहज बनाने के लिए विदेशी मुद्रा की बिक्री एवं खरीद के लिए तैयार रखा गया है जबकि इसके साथ रुपए को दोनों तरफ गतिशील रहने की अनुमति होगी। तथापि, इस प्रकार का हस्तक्षेप आम तौर पर विनिमय दर के संबंध में किसी पूर्व निर्धारित लक्ष्य या अनुमानित सीमा से संचालित नहीं होता (जालान, 1999)।

6.123 पूंजी के आवागमन के कारण विनिमय दरों में महत्वपूर्ण रूप से पहले के मुकाबले ज्यादा अस्थिरता बढ़ी है। भारी मात्रा में पूंजी के आगमन के चलते केंद्रीय बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में ज्यादा सक्रिय हुआ है और इसके दबाव में रिजर्व बैंक को डॉलर खरीदने के लिए रुपया जारी करना पड़ा है। यह उल्लेख करना समीचीन होगा कि हाल के समय में जो पूंजी



अंतर्वाह हुआ है उसमें ऐसी पूंजी प्रधान है जिससे ऋण सृजित नहीं होता और इसके फलस्वरूप गैर-ऋणों के अंतर्वाह की मात्रा में वृद्धि होती है (सारणी 6.23)। विनिमय दर में उतार-चढ़ाव तथा रिजर्व बैंक की निवल खरीद के एक विश्लेषण से यह पता चलता है कि हस्तक्षेप की

## सारणी 6.23 : भारत का पूंजी प्रवाह : संयोजन

(कुल का प्रतिशत)

संकेतक / अवधि	वार्षिक औसत					
	1990-91 से 1996-97 तक	1997-98 से 2002-03 तक	2003-04 से 2005-06 तक	2003-04	2004-05	2005-06
1	2	3	4	5	6	7
1. ऋणोत्तर सृजन प्रवाह	41.9	58.3	78.1	93.7	54.6	86.1
क) विदेशी प्रत्यक्ष निवेश	15.9	40.2	26.6	25.8	21.4	32.7
ख) संविभाग निवेश	26.0	18.1	51.5	67.9	33.2	53.7
2. ऋण सृजन प्रवाह	52.4	34.8	22.1	-6.0	35.2	37.0
क) बाह्य सहायता	32.4	2.9	-0.6	-16.5	7.2	7.5
ख) बाह्य वाणिज्यिक उधार	19.1	18.3	4.8	-17.5	19.4	12.7
ग) अल्पकालिक ऋण	-3.1	-0.1	9.8	8.5	13.5	7.3
घ) अनिवासी भारतीय जमाराशियां	21.6	20.6	10.1	21.8	-3.4	11.9
ङ) रुपया ऋण सेवाएं	-17.7	-6.9	-2.1	-2.2	-1.5	-2.4
3. अन्य पूंजी	5.7	6.9	-0.2	12.3	10.2	-23.1*
<b>कुल (1 से 3)</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

\* : 2005-06 के दौरान 'अन्य पूंजी' का ऋणात्मक हिस्सा विदेशी निवेश के तहत भारत का भुगतान 'गैर अनिवासी भारतीय- बैंकिंग चैनल' और 'अन्य पूंजी' के माध्यम से प्राप्त पूंजी अंतर्वाह से अधिक होना दर्शाता है।

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

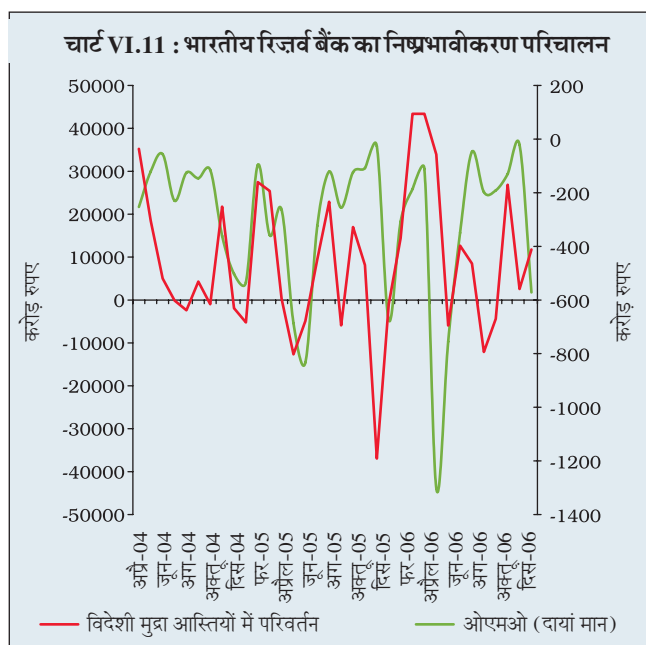
15 मांग आपूर्ति असंतुलनों और निवल भा.रि.बैं. खरीदों के मामले में 0.7 का एक सकारात्मक सहसंबंध भी पाया गया है।

कवायद से यह आवश्यक नहीं कि रुपए के स्तर में काफी कुछ बदलाव हो। तथापि, अनुभवात्मक विश्लेषण से यह बात उजागर होती है कि जहां एफआईआई निवेशों के चलते अस्थिरता में वृद्धि हुई है वहीं रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार में अस्थिरता को कम करने में प्रभावकारी रहा है।<sup>16</sup>

6.124 अतिरिक्त मात्रा में विदेशी पूंजी के अंतर्प्रवाह के प्रभाव को बे-असर करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा किए गए हस्तक्षेप के परिणामस्वरूप विदेशी मुद्रा आस्तियों में लगातार वृद्धि हुई है। विदेशी मुद्रा आस्तियों के प्रभाव को निष्क्रिय करने के लिए रिजर्व बैंक खुला बाजार परिचालनों के जरिए प्रणाली से अतिरिक्त चलनिधि का सफाया करता रहा है (चार्ट VI.11)।

6.125 अवरुद्धता के प्रभाव का विश्लेषण करते समय इस बात की पड़ताल करना उचित होगा कि कहीं प्रारंभिक पूंजी अंतर्प्रवाह को अवरुद्ध करने के लिए खुला बाजार बिक्री के जरिए निवल घरेलू आस्तियों (एनडीए) को संकुचित करने की कवायद से ब्याज दरों पर दबाव तो पैदा नहीं होगा

जिसके कारण आगे चलकर पूंजी अंतर्प्रवाह में और वृद्धि हो जाए। भारतीय मामले में वर्ष 1995-2004 के बीच की अवधि के अनुभवात्मक साक्ष्य से यह पता चलता है कि एनएफए से एनडीए में परिवर्तनों का एकतरफा प्रभाव ही पड़ा है, विशेषकर एनएफए से केंद्र को निवल रिजर्व बैंक क्रेडिट में, जिसका अवरुद्धता गुणांक 0.63 रहा, अर्थात् प्राधिकृत व्यापारी (एडी) से खरीदी गई 100 रुपए की विदेशी मुद्रा की वृद्धि का असर रिजर्व बैंक से 63 रुपए की सरकारी प्रतिभूतियों की बिक्री के रूप में पड़ता है (आरबीआई, 2003-04)। इस प्रकार, रिजर्व बैंक अपनी अवरुद्धता कवायदों से विदेशी पूंजी अंतर्प्रवाह के प्रभाव को संतुलित करने और घरेलू मौद्रिक समुच्चयों को अधिकांश समय तक वांछित सीमा के आस पास बनाए रखने में सफल रहा है। तथापि, यह उल्लेख करना समीचीन होगा कि वर्ष 2005-06 तथा वर्ष 2006-07 (फरवरी 2007 तक) के दौरान मात्रा के अनुसार विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप अपेक्षाकृत कम (1 प्रतिशत से कम) रहा है। रिजर्व बैंक का भारी पैमाने पर सर्वाधिक हस्तक्षेप वर्ष 2003-04 में था जो विदेशी मुद्रा बाजार के कुल टर्नओवर का लगभग 4 प्रतिशत था (सारणी 6.24)। अन्य उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) की तुलना में देखा जाए तो विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक



**सारणी 6.24 : विदेशी मुद्रा बाजार में भारतीय रिजर्व बैंक के हस्तक्षेप की सीमा**

वर्ष	विदेशी मुद्रा बाजार में भारतीय रिजर्व बैंक का हस्तक्षेप (बिलियन अमरीकी डॉलर)	विदेशी मुद्रा बाजार टर्नओवर (बिलियन अमरीकी डॉलर)	कॉलम 3 की तुलना में कॉलम 2 (प्रतिशत)
1	2	3	4
2002-03	45.6	1560	2.9
2003-04	80.4	2118	3.8
2004-05	41.9	2892	1.4
2005-06	22.3	4413	0.5
2006-07 (फरवरी 2007 तक)	24.5	5734	0.4

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

$$h_t = 0.76 - 0.00001 \text{Invr}_t + 0.00004 \text{FII}_t - 0.71 \text{Dum}_t + 0.39 \varepsilon_{t-1}^2 + 0.50 h_{t-1}$$

(2.46)\* (-2.00)\* (2.17)\* (-2.42)\* (2.53)\* (4.12)\*

$$\bar{R}^2 = 0.25; \text{DW} = 2.19; \text{Wald Stat} = 0.77 \text{ (prob.:0.38)}; \text{Log likelihood} = -158.99$$

टिप्पणी : कोष्ठक में दिए गए आंकड़े t-सांख्यिकी हैं।

\* 5 प्रतिशत के स्तर पर महत्व दर्शाता है।

$h_t$  = रुपया-डॉलर विनिमय दर प्रतिलाभ की समयानुसार बदलनेवाली अस्थिरता

$\varepsilon_t$  = ARCH पद

Invr = भा.रि.बैं. की निवल खरीद

FII = विदेशी संस्थागत निवेशकों के निवेश

Dum = 1977 संकट को उतारने के लिए नमूना चर राशि तथा भा.रि.बैं. का नीतिगत दृष्टिकोण जुलाई 1988 तक के लिए 0 और अगस्त 1988 से आगे के लिए 1

नमूना : जून 1995 से जून 2006।

के हस्तक्षेप का स्तर भी कम रहा है जिससे रुपए के बाह्य मूल्य के निर्धारण में बाजार की शक्तियों की प्रबल भूमिका का पता चलता है।

**6.126** सामान्यतया, विनिमय दर को अधिक लचीला करने के अलावा अतिरिक्त पूंजी प्रवाह का प्रबंधन करने के लिए कई कदम उठाए गए हैं जिनमें चालू तथा पूंजी खातों के संबंध नीतिगत ढांचे का उदारीकरण, बाह्य वाणिज्यिक उधारों (ईसीबी) की चुकौती की शर्तों में कारपोरेटों को रियायत, अन्य निवासियों तक को विदेशी मुद्रा खाता की सुविधाएं प्रदान करना, विदेशों में उच्च स्तरीय लिखतों में स्वतंत्रतापूर्वक निवेश करने के लिए बैंकों को छूट, कारपोरेटों द्वारा विदेशों में निवेश के लिए मानदंडों का उदारीकरण तथा निर्यातकों के लिए सुपर्दगी संबंधी अपेक्षाओं को उदार बनाना शामिल हैं। 24 अप्रैल 2007 को जारी किए गए वर्ष 2007-08 के वार्षिक नीति वक्तव्य में विदेशों में निवेश को उदारीकृत करने के लिए ढेरों उपायों की घोषणा की गई थी जैसे (i) भारतीय कंपनियों के लिए विदेशों में निवेश की सीमा उनके मौजूदा नेटवर्थ के 200 प्रतिशत से बढ़ाकर 300 प्रतिशत करना; (ii) विदेशों में निवेश संबंधी सूचना देने के संशोधित ढांचे की शुरुआत; (iii) सूचीबद्ध भारतीय कंपनियों के लिए सूचीबद्ध विदेशी कंपनियों में संविभाग निवेश की सीमा को उनके नेटवर्थ के मौजूदा 25 प्रतिशत सीमा से बढ़ाकर 35 प्रतिशत करना; (iv) म्युचुअल फंडों द्वारा विदेशों में निवेश की कुल अधिकतम सीमा को 3 बिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 4 बिलियन अमरीकी डॉलर करना; (v) प्राधिकृत व्यापारियों (एडी) द्वारा रिजर्व बैंक से पूर्वानुमोदन लिए बगैर 300 मिलियन अमरीकी डॉलर की मौजूदा सीमा के विपरीत 400 मिलियन अमरीकी डॉलर तक बाह्य वाणिज्यिक उधारों को चुकता करने की छूट देना; तथा (vi) व्यक्तियों के लिए उदारीकृत विप्रेषण सुविधा के अंतर्गत प्रति वित्त वर्ष किसी अनुमत चालू या पूंजी खाता लेनदेन के लिए सीमा 50,000 अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 100,000 अमरीकी डॉलर करना।

**6.127** भारत में पूंजी प्रवाह का प्रबंधन करने वाला एक प्रमुख उपाय निष्प्रभावीकरण रहा है। भारत तथा दूसरे देशों में प्रयोग में लाए गए तमाम उपायों की पड़ताल करने के बाद तथा उभरती हुई परिस्थितियों में ऐसे उपायों के चयन से जुड़े संतुलन का आकलन करने के लिए, जैसा कि पहले हवाला दिया गया है, अप्रैल 2004 में एमएसएस की शुरुआत की गई थी जिसके तहत चलनिधि अवशोषित करने के लिए भारत सरकार दिनांकित प्रतिभूतियां/खजाना बिल जारी किए जाते हैं। एमएसएस से होने वाली आय को रिजर्व बैंक द्वारा बनाए गए और उसके द्वारा परिचालित पहचान योग्य नकदी खाते में रख दिया जाता है जिसका प्रयोग केवल एमएसएस प्रतिभूतियों की चुकौती तथा/अथवा बाइबैंक में किया जाता है। रिजर्व बैंक स्थिति के हिसाब से अपने अधीन बाजार स्थिरीकरण योजना, चलनिधि समायोजन सुविधा तथा नकदी प्रारक्षित निधि अनुपात एवं अन्य नीतिगत उपायों जैसे खुला बाजार परिचालनों के माध्यम से चलनिधि का सक्रिय रूप से प्रबंधन करता है।

## VII. भावी पथ

**6.128** भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार 1970 तथा 1980 के दशकों के अपने बंद तथा बहुत नियंत्रित ढांचे से 1990 के दशक के मध्य से एक अधिक खुली तथा बाजार आधारित व्यवस्था में तब्दील हो गया है। विदेशी मुद्रा बाजार में चालू खाता परिवर्तनीयता के साथ नियंत्रण हटने और तमाम क्षेत्रों में पूंजी नियंत्रण के उदारीकरण का दौर प्रारंभ होने के बाद बाह्य क्षेत्र में सुधार की प्रक्रिया को काफी सहयोग मिला है। भारत के संदर्भ में एक सुचारु रूप से काम करने वाले बाजार की नए उत्पादों का व्यापार करने तथा लेनदेन करने तथा परिवर्तनशील विनियामक एवं प्रतिस्पर्धी वातावरण के साथ स्वयं फौरन अनुकूल बना लेने की क्षमता पूरी तरह प्रदर्शित हो चुकी है। रुपया/अमरीकी डॉलर दर की बोली-मांग का अंतर अंतर्राष्ट्रीय बाजार की प्रमुख मुद्राओं के साथ लगभग एकाकार हो गया है। दरअसल, कई बार तो रुपया/अमरीकी डॉलर दर की बोली-मांग अंतर कुछ प्रमुख मुद्राओं की दर से कम ही रहा (मोहन, 2007)। इस बारे में तमाम उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं के अनुभव के विपरीत एक कार्यशील बाजार की कमी भारत में सुधारों की राह में कभी बाधा नहीं रही है। मुख्य रूप से रिजर्व बैंक विदेशी मुद्रा बाजार में हस्तक्षेप अत्यंत अस्थिरता तथा अव्यवस्था की स्थितियों को टालने के लिए ही करता है। ऐसा हस्तक्षेप किसी पूर्वनिर्धारित विनिमय दर के लक्ष्य अथवा दायरे से प्रेरित नहीं होता है। इसका उद्देश्य बाजार की गतिविधियों को व्यवस्थित रखना तथा यह सुनिश्चित करना होता है कि बाजार में चलनिधि की कोई समस्या न हो या अफवाह/ भयजनित अस्थिरता न फैले। बाजार निर्धारित विनिमय दर तथा यथावश्यक हस्तक्षेप के साथ-साथ लचीलेपन का भारत का दृष्टिकोण अभी तक अपना प्रयोजन सिद्ध करने में बखूबी कारगर रहा है (मोहन, 2006ए)।

**6.129** इस दिशा में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को विकसित करने के लिए आगे की पहल को बाह्य क्षेत्र के सुधारों के साथ जोड़कर करने की आवश्यकता है जिसमें विशेष रूप से (क) मौजूदा पूंजी नियंत्रण का और उदारीकरण जिसके लिए एफसीएसी संबंधी समिति ने एक नया मार्गदर्शी मानचित्र प्रस्तुत कर दिया है; (ख) वित्तीय बाजार के अन्य क्षेत्रों में सुधार; तथा (ग) बाहरी दुनिया के साथ अपनी अर्थव्यवस्था को और अधिक एकीकृत करने की दिशा में उठाए जाने वाले कदम शामिल हैं। इनसे अन्य बातों के साथ-साथ यह स्पष्ट होता है कि (i) काफी संख्या में भारतीय कंपनियां विश्व स्तरीय कंपनियां बन जाएंगी; तथा (ii) भारत में व्यवसाय करने वाली ज्यादा से ज्यादा अनिवासी संस्थाओं के सामने विनिमय दरों तथा ब्याज दरों में परिवर्तनों से जुड़े जोखिम होंगे।

**6.130** आगामी वर्षों में भारतीय अर्थव्यवस्था के पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता की दिशा में बढ़ते कदम तथा वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ उसके लगातार एकीकरण के चलते इस बात की संभावना है कि स्पाॅट एवं डेरिवेटिव श्रेणियों के अंतर्गत मात्रा एवं चलनिधि में खासी वृद्धि हो। उच्च वृद्धि की संभावना वाली अर्थव्यवस्थाओं में हिस्सेदारी का अवसर

तलाश रही वैश्विक पूंजी भारी मात्रा में उपलब्ध होने के चलते भारत में उसकी स्थिर समष्टि आर्थिक परिस्थितियों तथा वृद्धि की सकारात्मक दृष्टि के मद्देनजर वैश्विक पूंजी के आगमन के जारी रहने की संभावना है। इसलिए, भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को इतनी भारी मात्रा में पूंजी के अंतर्प्रवाह को संभालने के लिए खुद को तैयार करना होगा। इसके लिए जरूरी होगा कि विदेशी मुद्रा बाजार को आगे और अधिक गहन बनाया जाए। पूंजी खाता का प्रबंध करने से जुड़ा एक प्रमुख मुद्दा समष्टि आर्थिक नीतियों की विश्वसनीयता तथा संगति और क्रमिक रूप से न्यूनकारी तरीके से सुरक्षा जाल का निर्माण करना है ताकि बाजारों को एक उभरते हुए बाजार से एक विकसित बाजार में पदार्पण के दौरान सुविधा प्रदान की जा सके।

*बाजार से जुड़े आधारभूत ढांचे में सुधार*

6.131 भारत की कंपनियों के वैश्विक बाजार में पदार्पण की पृष्ठभूमि में यह आवश्यक है कि भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार उन्हें उसी प्रकार के उत्पाद एवं सेवाएं प्रदान कर सके जो प्रमुख विदेशी बाजारों में उपलब्ध हैं। इसलिए भविष्य के एजेंडे में और अधिक लिखतों और सहभागियों को शामिल करने के साथ-साथ कारोबार तथा निपटान के क्षेत्र में बाजार संबंधी आधारभूत ढांचे को बेहतर बनाना होगा।

6.132 विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के अगले चरण में एजेंडा पर जिन मुद्दों का दबदबा हो सकता है उन्हें इस प्रकार श्रेणीबद्ध किया जा सकता है (i) रुपए से संबद्ध अधिक डेरिवेटिव उत्पादों की शुरुआत और इन उत्पादों को खरीदने एवं बेचने के लिए 'मार्केट मेकरों' तथा 'यूजरों' दोनों को सहूलियतें देना; (ii) रुपए से संबद्ध ऑफशोर डेरिवेटिव बाजारों को संज्ञान में लेना और इस संबंध में सभी विकल्पों को आजमाना (अर्थात् इन उत्पादों की ऑनशोर सुविधा तथा ऑफशोर बाजारों में हिस्सा लेने के लिए ऑनशोर संस्थाओं को अनुमति देना), तथा (iii) घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार विशेष रूप से डेरिवेटिव क्षेत्र में अनिवासी संस्थाओं के प्रवेश पर लगे चालू प्रतिबंधों को कम करना। उपर्युक्त के अनुसार आगे और उदारीकरण के लिए मुख्य मार्गदर्शी सिद्धांतों को इस प्रकार समेटा जा सकता है : (i) बैंकों में तथा उनके कारपोरेट ग्राहकों के लिए आधुनिक जोखिम प्रबंधन प्रणालियों, प्रविधियों तथा नियंत्रणों को प्रभावी बनाना; (ii) भिन्न-भिन्न प्रत्याशाओं वाले ग्राहक आधार का बहुमुखीकरण; तथा (iii) बैंकों एवं उनके कारपोरेट ग्राहकों द्वारा डेरिवेटिवों के संबंध में अंतर्राष्ट्रीय सर्वश्रेष्ठ प्रथाओं के आधार पर लेखाकरण एवं प्रकटन संबंधी मानदंडों को ग्रहण करना। इन मामलों में प्रगति, उसका क्रम निर्धारण करने तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था और वित्तीय स्थिरता बनाए रखने की आवश्यकता के साथ संगति के लिए इनका सावधानीपूर्वक आकलन करने की जरूरत है।

*लेखाकरण के मानक*

6.133 डेरिवेटिवों से संबंधित भारतीय लेखाकरण संबंधी मानक अभी विकसित होने की प्रक्रिया में हैं। राजस्व निर्धारण एवं आस्तियों

और देयताओं के मूल्यन के संबंध में कंपनियों एवं बैंकों की बहियों में डेरिवेटिव लेखाकरण के क्षेत्र में अधिक स्पष्टता की आवश्यकता है। इसलिए विदेशी मुद्राओं तथा भारतीय रुपया डेरिवेटिवों दोनों के लिए तथा तुलनपत्र में और तुलन पत्रेतर मर्दों के बीच एक समन्वित लेखाकरण मानकों का होना अभीष्ट है। तुलन-पत्र में तथा तुलन पत्रेतर मर्दों के बीच बाधा उपस्थित करने वाले प्रोत्साहनों को भी समाप्त करने की जरूरत है (गोपीनाथ, 2005)। इसके अलावा आगे के उदारीकरण के लिए यह आवश्यक है कि बैंक विनियमनों का पालन करने के अलावा जिम्मेदारी से काम करें ताकि डेरिवेटिव लेनदेन करने जा रही कंपनी संस्थाओं का उत्साह बढ़ सके। इस संदर्भ में ग्राहक की सुयोग्यता एवं औचित्य से जुड़ा मुद्दा खासा महत्वपूर्ण हो गया है। भारत में डेरिवेटिव लिखतों में लेनदेन पर हाल ही में जारी किए गए दिशानिर्देशों में 'मार्केट मेकरों' द्वारा ग्राहक सुयोग्यता एवं औचित्य के पहलू पर विचार को उच्च वरीयता दी गई है। 'औचित्य के मानक' से यह सुनिश्चित होता है कि बैंक पेचीदा डेरिवेटिव लेनदेन के संबंध में ऋण के बारे में निर्णय लेने के लिए उन्हीं सिद्धांतों का प्रयोग करते हैं जिनका प्रयोग वे गैर-डेरिवेटिव लेनदेनों के लिए करते हैं। बैंकों से यह अपेक्षा रहती है कि वे डेरिवेटिव लेनदेन के प्रयोजन का मूल्यांकन करें और यह आकलन करें कि क्या वे ग्राहक की जरूरतों तथा परिष्कृत लेनदेन के स्तर के लिए उपयुक्त हैं। केवल कुछ बैंकों में औचित्य की नीति मौजूद है। इसलिए यह महत्वपूर्ण है कि सभी बैंक ग्राहक सुयोग्यता तथा औचित्य की नीति शुरू करें।

**लेनदेन के लिए अंतर्निहित आस्तियों के मानदंड में रियायत**

6.134 वर्ष 2007-08 के लिए अप्रैल 2007 में जारी रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य में बाजार के प्रतिभागियों को उपलब्ध बचाव (हेजिंग) के उपकरणों का दायरा बढ़ाने तथा निवासियों द्वारा गतिशील हेजिंग को सहज बनाने के लिए तमाम उपायों की घोषणा की गई थी। जैसे-जैसे विदेशी मुद्रा बाजार परिपक्व होता जाएगा वैसे-वैसे आर्थिक जोखिमों अर्थात् ऐसे जोखिम जो सीधे-सीधे विदेशी मुद्रा लेनदेन से संबंधित नहीं होते हैं लेकिन वे विनिमय दरों में परिवर्तन से प्रभावित होते हैं, को शामिल करने के लिए आगे की रियायत पर विचार करने के लिए अंतर्निहित आस्तियों के मानदंड को आधार बनाया जा सकता है।

*ब्याज दर समानता*

6.135 वायदा बाजारों में ब्याज दर समानता को बढ़ावा देने के लिए पूर्णतर पूंजी खाता परिवर्तनीयता संबंधी समिति (2006) ने बैंकों के लिए और लचीलेपन की सिफारिश की है ताकि वे अल्पकालिक एवं दीर्घकालिक दोनों आधारों पर विदेशों से उधार ले और उधार दे सकें तथा इनकी सीमाएं बढ़ा सकें। समिति ने अपनी टिप्पणी में आगे यह भी कहा कि यह सुनिश्चित करने के लिए कि बैंकों को विदेशी बाजारों तक उनकी पहुँच के कारण कोई



अतिरिक्त जोखिम नहीं है, उनके तुलन पत्रों की क्षमता के आधार पर उनकी इस पहुँच को जारी रखा जाना चाहिए। समिति ने विदेशी मुद्रा बाजार के विकास के लिए एजेंडा के रूप में जिन कुछ मुद्दों को प्रमुखता से लिया है उनमें शामिल हैं : (i) रूप से जुड़े जोखिम से बचाव के लिए सभी वायदा संविदाओं तथा किए गए अन्य डेरिवेटिवों को खारिज करने और पुनः दर्ज करने की सुविधा विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) को देने की अनुमति ताकि विदेशों में एनडीएफ बाजारों के प्रभाव को कम-से-कम किया जा सके; तथा (ii) मुद्रा फ्यूचर्स की शुरुआत बशर्ते जोखिम उचित व्यापार तंत्र, संविदाओं की संरचना तथा विनियामक वातावरण के माध्यम से नियंत्रित हो। वर्ष 2007-08 के लिए रिजर्व बैंक के वार्षिक नीति वक्तव्य में मुद्रा फ्यूचर्स पर कार्य-दल गठित करने का प्रस्ताव किया गया है जो मौजूदा वैधानिक एवं विनियामक ढांचे के अनुरूप उक्त प्रस्ताव को कार्यान्वित करने के लिए एक उपयुक्त संरचना के बारे में सुझाव पेश करेगा।

#### आरक्षित निधि प्रबंधन

6.136 अप्रत्याशित जोखिम की परिस्थितियों, अस्थिर पूंजी प्रवाह तथा अन्य घटनाओं, जो अपेक्षाओं पर विपरीत प्रभाव डाल सकती हैं, से निपटने के लिए भारत के अनुभव की दृष्टि से विदेशी मुद्रा भंडार का प्रबंधन महत्वपूर्ण है। चूंकि स्वीकार्य शर्तों पर अल्प समय में अतिरिक्त चलनिधि प्रदान करने के लिए कोई अंतर्राष्ट्रीय 'अंतिम विकल्प के रूप में 'उधारदाता' नहीं है इसलिए यदि विनिमय दरों को स्वतंत्र रूप से चलने के लिए छोड़ भी दिया जाय तो भी पर्याप्त विदेशी मुद्रा की आवश्यकता को समाप्त करने या कम किए जाने की संभावना नहीं है (मोहन, 2006ए)। ढेर सारे कारक जैसे वास्तविक क्षेत्र को झटके लगने के खतरों, राजकोषीय एवं वित्तीय क्षेत्रों की क्षमता, चालू खाता शेष, पूंजी प्रवाह के बदलते हुए स्वरूप, व्यापार चक्र एवं विनिमय दर प्रणाली को अपनी परिधि में रखते हुए वृद्धि के प्रति मध्यावधि नजरिए का विदेशी मुद्रा भंडार के सुविधाजनक स्तर पर असर पड़ता है। एक अर्थ में राष्ट्रीय तुलन पत्र दृष्टिकोण के संदर्भ में आधिकारिक विदेशी मुद्रा भंडार से बाह्य आस्तियों एवं देयताओं के संबंध में संतुलनकारी एवं सुविधाकारी कारकों को प्रदर्शित होना चाहिए (रेड्डी, 2006 बी)। इस प्रकार विदेशी मुद्रा भंडार को केवल मौजूदा परिस्थिति के नजरिए से ही नहीं देखा जाना चाहिए बल्कि इस मामले में आगे के संभावित जोखिमों को भी ध्यान में रखना चाहिए।

#### ग्राहक सेवा

6.137 आम आदमी को पर्याप्त विदेशी मुद्रा प्रदान करने के लिए यह आवश्यक है कि काफी संख्या में गतिविधियां तथा प्राधिकृत व्यापारी उपलब्ध हों। तदनुसार, कुछ संस्थाओं को प्राधिकृत व्यापारी (एडी श्रेणी II) के रूप में लाइसेंस प्रदान किया गया और उन्हें 17 गैर-व्यापार संबंधी चालू खाता लेनदेन के लिए विदेशी मुद्रा जारी करने/

विप्रेषित करने की अनुमति दी गई है। अन्य में मौजूदा पूर्ण मुद्रा परिवर्तक (एफएफएमसी), शहरी सहकारी बैंक, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक इस प्रकार के लाइसेंस के लिए पात्र हैं। व्यक्ति तथा लघु उद्यमों की विदेशी मुद्रा लेनदेन संबंधी प्रतिस्पर्धी तथा सक्षम सेवा तक पर्याप्त पहुँच नहीं होगी। निर्यातकों विशेष रूप से छोटे निर्यातकों के लिए यह जरूरी है कि उन्हें विनिमय दर की दोतरफा गति को ध्यान में रखते हुए उनके विदेशी मुद्रा से जुड़े जोखिमों से बचाव के लिए बेहतर सलाह दी जाए। इसलिए बैंकों को विशेष रूप से लघु एवं मध्यम उद्यमों (एसएमई) के लिए बचावकारी उत्पादों की व्यवस्था करने पर विचार करना होगा।

#### वैश्विक असंतुलनों का प्रभाव

6.138 भारी एवं बढ़ते हुए वैश्विक वित्तीय असंतुलनों से एक खास प्रकार का जोखिम उत्पन्न होता है। अमेरिका का चालू खाता जिस रफ्तार से अंततः संतुलन की दिशा में बढ़ता है, वे प्रेरक जो इस समायोजन को प्रेरित करते हैं तथा समायोजन का बोझ जिस प्रकार शेष विश्व में वितरित हो जाता है उनका वैश्विक विनिमय दरों पर भारी प्रभाव पड़ता है। प्रमुख मुद्राओं में किसी प्रकार के बेतरतीब समायोजन तथा ब्याज दरों में वृद्धि का भारतीय अर्थव्यवस्था पर प्रभाव पड़ेगा हालांकि तमाम अन्य उभरती हुई अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में इस प्रभाव के महत्वपूर्ण होने की संभावना नहीं है (रेड्डी 2006 बी)। वैश्विक असंतुलनों में किसी प्रकार के अव्यवस्थित समायोजन का भारत की कंपनियों, बैंकों तथा घरेलू क्षेत्र पर कुछ प्रभाव पड़ सकता है हालांकि कुल बाह्य क्षेत्र में उनके एक्सपोजर की बहुत अहमियत नहीं है। इसके बावजूद अभूतपूर्व घरेलू तथा वैश्विक झटकों के प्रति मुस्तैद रहने तथा विदेशी मुद्रा बाजार में उभरने वाले तमाम जोखिमों को सक्रियतापूर्वक प्रबंधित करने की आवश्यकता है।

#### विनिमय दर की अस्थिरता का प्रबंधन

6.139 जैसे-जैसे भारत में पूर्णतर पूंजी परिवर्तनीयता की दिशा में प्रगति होती जाएगी वैसे-वैसे हमारे देश को स्वतंत्र मौद्रिक नीति, मुक्त पूंजी खाता तथा विनिमय दर प्रणाली की तीन असंभव त्रयी से जूझना होगा। अधिक से अधिक इस त्रयी की केवल दो व्यवस्थाओं का समन्वय ही संभव हो सकता है। अधिक मुक्त पूंजी खाता को 'आधार' मानते हुए यदि मौद्रिक नीति की भूमिका को 'प्रमुख' भूमिका अदा करने वाले कारक के रूप में स्वीकार करते हैं तो वह विनिमय दर के लक्ष्य की कीमत पर होगा। तथापि, यह स्वीकार किया जाना चाहिए कि वास्तविक क्षेत्र पर विनिमय दर में परिवर्तनों का प्रभाव रिजर्व मुद्रा वाले देशों तथा भारत जैसी उभरती हुई बाजार आधारित अर्थव्यवस्थाओं पर अलग-अलग प्रकार से पड़ता है। रिजर्व मुद्रा वाले देशों में जो कि प्रौद्योगिकी केंद्रित उत्पादों में विशेषज्ञता रखते हैं, विनिमय दर की मात्रा का प्रभाव कम होता है जिससे निर्यातक एवं आयातक अस्थायी

झटकों को नजरअंदाज कर पाते हैं और मुद्रा में भारी स्तर पर उतार-चढ़ावों के बावजूद एकाधिकारवादी स्थितियों को बरकरार रखने के लिए उत्पाद की कीमतें सुस्थिर रख सकते हैं। इसके अलावा, इन देशों के परिपक्व एवं सुविकसित बाजारों के पास वास्तविक क्षेत्र को न्यूनतम झटकों के साथ विनिमय दर के उतार-चढ़ाव से जुड़े जोखिम को झेलने के लिए आवश्यक संसाधन हैं। दूसरी तरफ ज्यादातर विकासशील देशों के लिए, जिन्हें श्रम प्रधान तथा निम्न एवं माध्यमिक प्रौद्योगिकी उत्पादों में विशेषज्ञता प्राप्त है, इन उत्पादों के क्षेत्र में अत्यंत प्रतिस्पर्धात्मक बाजारों में लाभ का अंतर बहुत कम रहता है एवं फुटकर श्रृंखलाओं द्वारा मूल्य निर्धारित करने की ताकत का उस पर दबदबा रहता है। परिणामस्वरूप, विनिमय दर में अस्थिरता का प्रभाव नियोजन, उत्पादन एवं वितरण के स्तरों पर काफी पड़ता है। इस संदर्भ में, विनिमय दर की अस्थिरता का प्रबंधन करना बदस्तूर एक मुद्दा बना रहेगा जिस पर ध्यान देना आवश्यक है भले ही विनिमय दर पहले से अधिक लचीली हो जाए।

*विदेशी मुद्रा बाजार का अन्य क्षेत्रों के साथ बढ़ता हुआ अंतर्संबंध*

6.140 ईक्विटी बाजार, मुद्रा बाजार तथा सरकारी प्रतिभूति बाजार जैसे विभिन्न बाजार खण्डों में होने वाला विदेशी पूंजी प्रवाह विदेशी मुद्रा बाजार के माध्यम से होता है। पूर्णतर पूंजी परिवर्तनीयता के दौर में विदेशों से होने वाले वित्तीय प्रवाह में तेजी से बढ़ोतरी होने की संभावना है। विदेशी पूंजी के अंतर्प्रवाह और निर्गम का प्रभावी प्रबंधन काफी हद तक न केवल विदेशी मुद्रा बाजार के विकास पर बल्कि घरेलू बाजार के अन्य क्षेत्रों की सक्षम कार्यकुशलता पर भी निर्भर करता है। विदेशी मुद्रा बाजार तथा अन्य घरेलू वित्तीय बाजारों के बीच समुचित/सार्थक संबंध विकसित करने की एक पूर्व शर्त मीयादी मुद्रा बाजार तथा एक मुद्रा बाजार प्रतिफल वक्र विकसित करना है। इससे वायदा बाजार में ब्याज समानता की शर्तों को प्रोत्साहित करने के माध्यम से विदेशी मुद्रा बाजार की क्षमता में सुधार होगा। ब्याज दर फ्यूचर्स बाजार के विकास द्वारा कीमतों से जुड़े जोखिम से बचाव के लिए बाजार के सहभागियों को और उपकरणों से लैस करने की आवश्यकता भी बढ़ेगी। इस प्रकार, भारतीय अर्थव्यवस्था में खुलेपन के साथ, विदेशी मुद्रा बाजार के वित्तीय बाजार के अन्य हिस्सों के साथ संबंध को बेहतर सूचना आदान-प्रदान से मजबूत करने की जरूरत है (अध्याय VIII भी देखें)।

## VIII. सारांश

6.141 भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार एक दशक से ज्यादा समय से उदारीकृत वातावरण में रहकर काम कर चुका है। विदेशी मुद्रा बाजार को उदारीकृत करते समय एक सचेत एवं सुव्यवस्थित दृष्टिकोण अपनाया गया जिसका जोर अत्यधिक सट्टेबाजी के कारण उत्पन्न होने वाली किसी

संभावित वित्तीय अस्थिरता से सुरक्षा की जरूरत पर रहा। इस दृष्टिकोण का जोर इस बात पर था कि बाहरी लेनदेन में नियंत्रणों को धीरे-धीरे समाप्त किया जाए और इससे जुड़ी सभी संस्थाओं को समर्थनकारी वातावरण प्रदान किया जाए। रिज़र्व बैंक द्वारा इस क्षेत्र में उदारीकरण की दिशा में अपनाए गए दृष्टिकोण की खास बातें हैं : अधिक पारदर्शिता, आंकड़ों की निगरानी तथा सूचनाओं का प्रसार और विदेशी मुद्रा के लेनदेनों में सूक्ष्म प्रबंधन का दायरा छोड़कर विदेशी मुद्रा प्रवाह के व्यापक प्रबंधन के दौर में प्रवेश। जोर इस बात पर रहा है कि यह सुनिश्चित किया जाए कि प्रक्रियागत औपचारिकताएं कम से कम हों ताकि संबंधित व्यक्तियों को चालू खाता लेनदेन को संचालित करने में किसी प्रकार का झंझट न हो और बाजार के निर्यातक एवं अन्य प्रयोक्ता फालतू कागजी काम में फंसने के बजाय अपने मुख्य कामकाज पर ध्यान दे सकें। बाजार की निष्ठा के बरकरार रखने के लिहाज से अपने ग्राहक को जानिए (केवाइसी)/ धन-शोधन निवारण (एएमएल) संबंधी कड़े दिशानिर्देशों को भी लागू किया गया है।

6.142 बैंकों को विदेशी मुद्रा लेनदेन करने के लिए महत्वपूर्ण स्वायत्तता दी गई है। विदेशी मुद्रा बाजार को गहन बनाने के लिए अनेक उत्पाद शुरू किए गए हैं तथा नए खिलाड़ियों को इस बाजार में प्रवेश की अनुमति दी गई है। चालू खाते में पूर्ण परिवर्तनीयता तथा पूंजी खाते के व्यापक उदारीकरण के परिणामस्वरूप विदेशी मुद्रा के लेनदेन में भारी वृद्धि हुई है। इससे कंपनियों को विदेशी मुद्रा लेनदेन से जुड़े विभिन्न प्रकार के जोखिमों से बचाव करने में भी सहायता मिली है। सुधार की दिशा में इन पहलकदमियों का स्पष्ट प्रभाव बाजार की गहनता तथा सक्षमता के रूप में देखा जा सकता है।

6.143 विनिमय दर की व्यवस्थाओं का प्रभाव विनियामक ढांचे पर भी पड़ता है जब वह बाजार के सहभागियों के विदेशी मुद्रा बाजार परिचालनों के संबंध में उन्हें परिचालनात्मक स्वतंत्रता प्रदान करने के मुद्दे से जुड़ जाता है। अधिकतर उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं द्वारा विनिमय दरों को अधिक लचीला बनाने की दिशा में किए जा रहे प्रयास के बावजूद उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लगभग सभी केंद्रीय बैंक व्यवस्थित परिस्थितियां बनाए रखने के लिए अपने विदेशी मुद्रा बाजारों में सक्रिय रूप से हिस्सेदारी करते हैं। हालांकि वास्तविक तथा वित्तीय प्रवाहों से जुड़े वास्तविक जोखिमों से बचाव करने के लिए तमाम उभरते हुए बाजारों द्वारा जोखिम प्रबंधन उपकरणों के प्रयोग पर बल दिया जा रहा है फिर भी जोखिम प्रबंधन के प्रति उनका समग्र दृष्टिकोण सतर्कतापूर्ण रहते हुए विदेशी मुद्रा बाजार में भारी सट्टेबाजी के कारण उत्पन्न संभावित वित्तीय अस्थिरता से सुरक्षा की जरूरत पर जोर देता है।

6.144 आगामी वर्षों में, रिज़र्व बैंक के समक्ष विदेशी मुद्रा बाजार की क्षमता बढ़ाने तथा सुधारों की दिशा में की गई पहल को और आगे



## विदेशी मुद्रा बाजार

बढ़ाने की चुनौती तो होगी ही, साथ ही उसे यह भी सुनिश्चित करना होगा कि विदेशी मुद्रा बाजार की परिस्थितियां व्यवस्थित बनी रहें। इसके अतिरिक्त जैसे-जैसे भारतीय अर्थव्यवस्था पूंजी खाता परिवर्तनीयता की तरफ आगे बढ़ रही है वैसे-वैसे एक सुगठित विदेशी मुद्रा बाजार का विकास भी महत्वपूर्ण होता जा रहा है क्योंकि इसी बाजार के जरिए विदेशी वित्तीय अंतर्वाह एवं बहिर्वाह को अन्य बाजारों

में भेजा जाता है। विदेशी मुद्रा बाजार के विकास को पूंजी खाता में उदारीकरण के साथ भी समन्वित किए जाने की जरूरत है। वित्तीय बाजारों में सुधार एक गतिशील प्रक्रिया है और उसे विकसित हो रही समष्टि आर्थिक गतिविधियों में भाग लेने वाली वित्तीय संस्थाओं तथा वित्तीय बाजार के दूसरे हिस्सों की परिपक्वता के स्तर के साथ तादात्म्य बैठाने की आवश्यकता है।

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

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

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

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

## I. ईक्विटी बाजार

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

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

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

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

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

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

### भारतीय ईक्विटी बाजार में हाल की गतिविधियां

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

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



### बॉक्स VII.1

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

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

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

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

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

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

(कोष्ठकों के आंकड़े टी-सांख्यिकी हैं)

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

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

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

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

(कोष्ठकों के आंकड़े टी-सांख्यिकी हैं)

#### संदर्भ :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

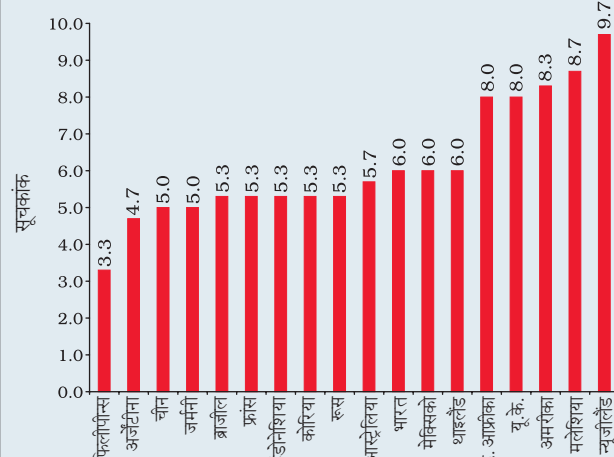
7.16 शेयर बाजारों का कंपनीकरण करना और पारस्परिकता हटाना एक अन्य महत्वपूर्ण सुधार था। दुनिया भर में शेयर बाजार पारस्परिक रूप से 'पारस्परिक' रूप में स्थापित किए गए थे। व्यापारकर्ता सदस्य न केवल दलाली सेवा उपलब्ध कराते हैं बल्कि अपने लाभार्थ ऐसे शेयर बाजारों का स्वामित्व, नियंत्रण और प्रबंधन भी देखते हैं।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

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

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

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

चार्ट VII.1: चुनिंदा अर्थव्यवस्थाओं में निवेशक रक्षा सूचकांक



स्रोत : विश्व बैंक

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

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

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

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

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

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

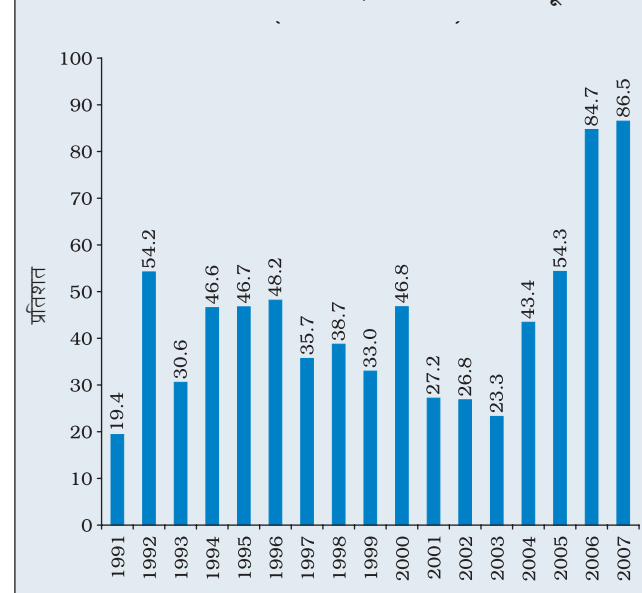
निर्गम पंजीयक, शेयर अंतरण एजेंट्स, हमीदार, डिबेंचर न्यासी, निर्गम के बैंकर, प्रतिभूतियों के अभिरक्षक, उद्यम पूंजी निधि और जारीकर्ताओं जैसी विभिन्न मध्यस्थ संस्थाओं को सेबी की विनियामक परिधि में लाया गया है।

### ईक्विटी बाजारों पर सुधारों का प्रभाव

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

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

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



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

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

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

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

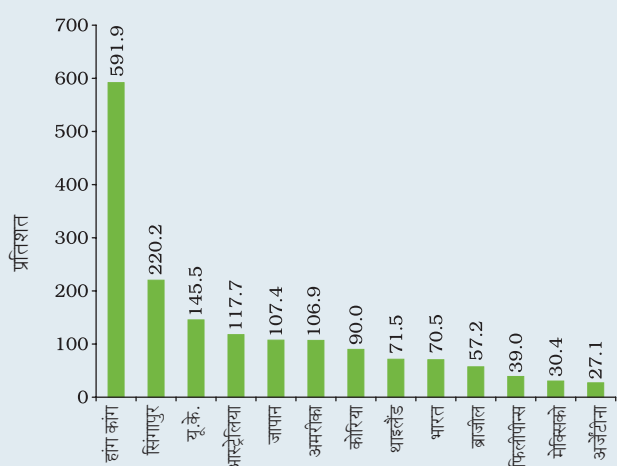
(प्रतिशत)

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

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

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

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



स्रोत : वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंज और आइ एम एफ।

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



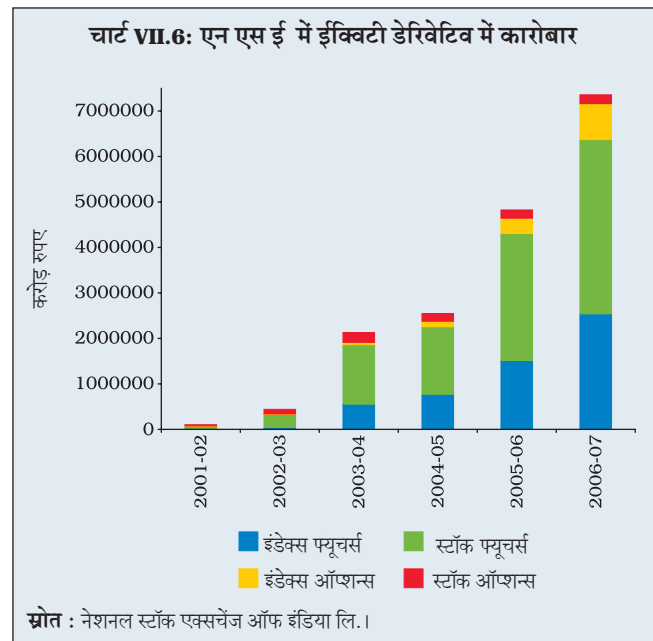
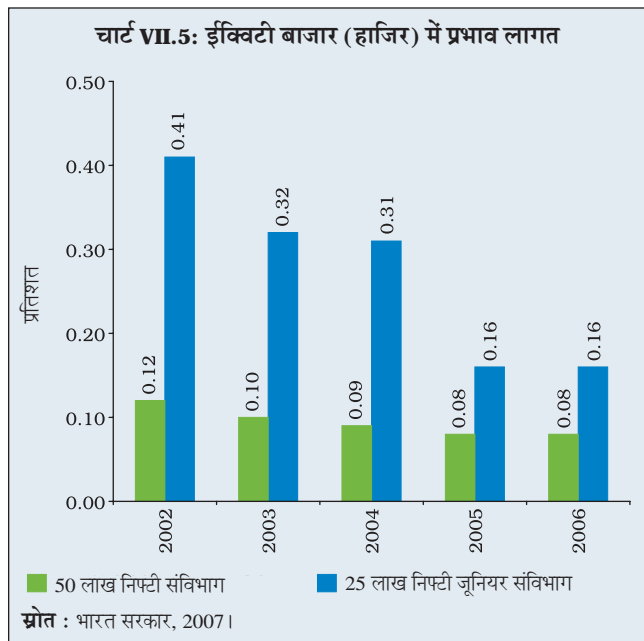
स्रोत : वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंज।

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

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

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

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





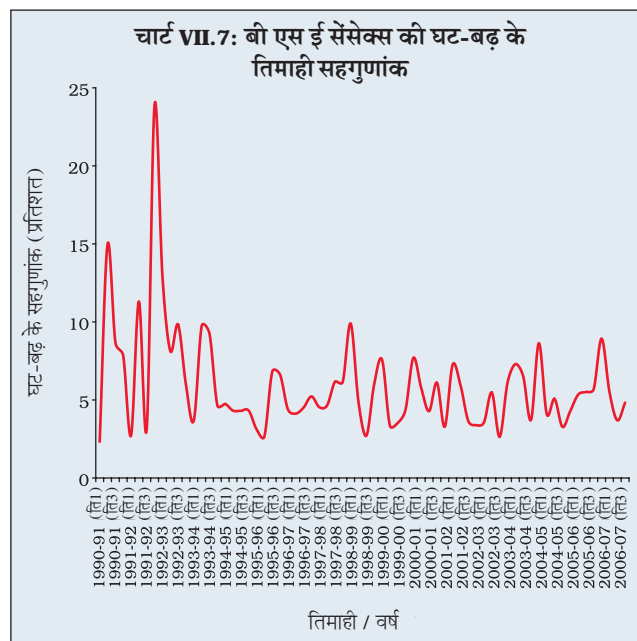
7.32 शेयर बाजारों के वैश्विक महासंघ के अनुसार, 2006 में एकल स्टॉक फ्यूचर्स के व्यापार का अगुआ एनएसई था जबकि इंडेक्स फ्यूचर्स के व्यापार में एनएसई चौथे स्थान पर था (सारणी 7.2)।

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

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

स्रोत : वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंजेज ।

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



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

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

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

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

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

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

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

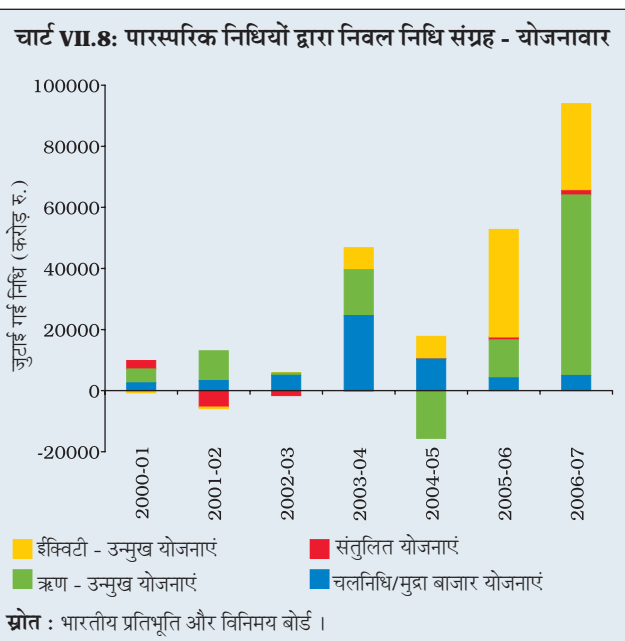
**7.36** व्यापार और निपटान की बुनियादी सुविधाओं, जोखिम प्रबंधन प्रणाली, अस्थिरता पर नियंत्रण और चलनिधि की स्थिति में उल्लेखनीय सुधार के बावजूद भारतीय पूंजी बाजार (ईक्विटी और ऋण) की भूमिका कम महत्वपूर्ण बनी रही जैसा कि पूंजी बाजार के साधनों और कंपनियों द्वारा जुटाए गए संसाधनों के रूप में बचत से देखा गया।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

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

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

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

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



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

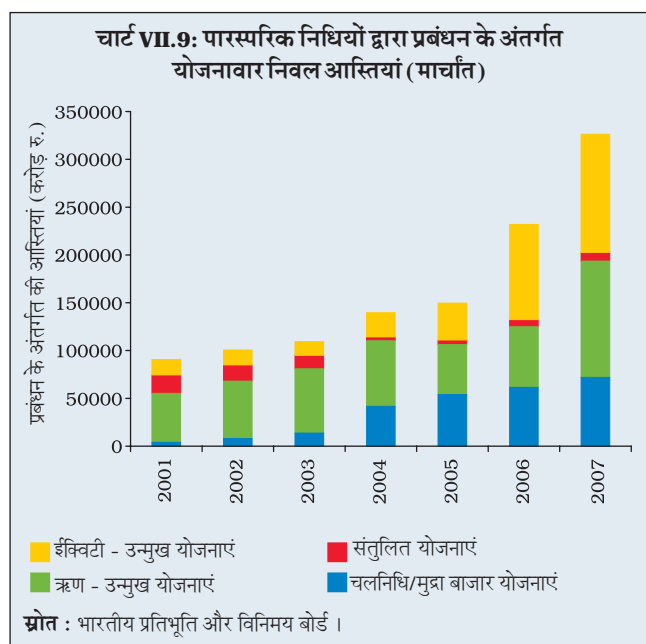
अवधि	मुद्रा	बैंक और बैंकतर जमाराशि	बीमा, भ.नि., व्यापार ऋण	यूटीआई के यूनिट	सरकार पर दावे	शेयर और डिबेंचर @
1970-71 से 1979-80	13.9	48.6	31.3	0.5	4.2	1.5
1980-81 से 1989-90	11.9	45.0	25.9	2.2	11.1	3.9
1990-91 से 1994-95	10.8	39.6	25.5	6.6	8.1	9.4
1995-96 से 1999-00	9.7	43.4	30.5	0.9	10.8	4.7
2000-01 से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

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

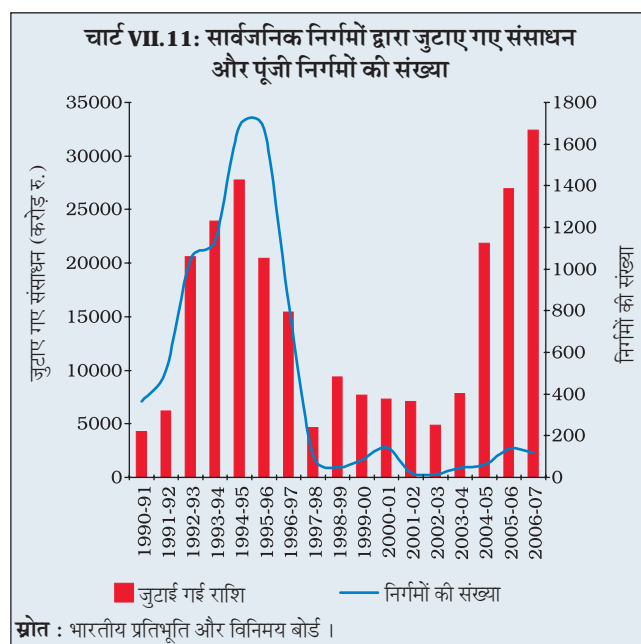
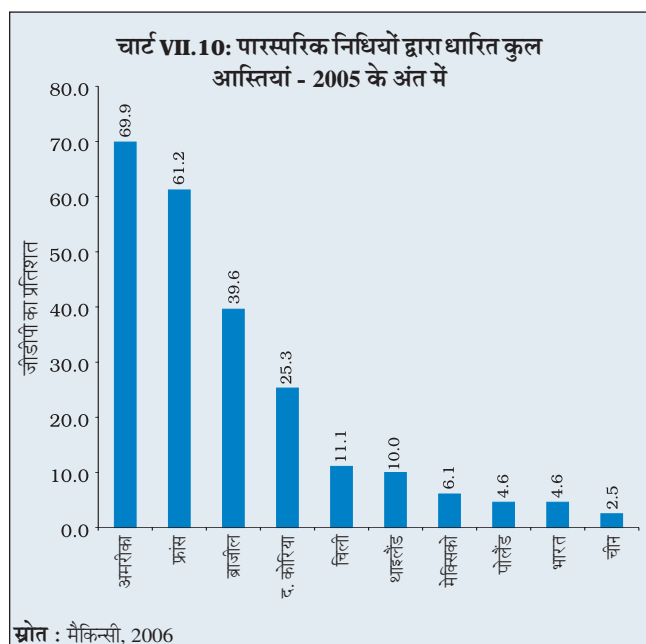
**टिप्पणी** : वर्ष 2004-05 के सकल वित्तीय बचत के आंकड़े नए आधार, अर्थात् 1999-2000, पर हैं।

**स्रोत** : भारतीय अर्थव्यवस्था पर सांख्यिकी पुस्तिका, 2005-06, भाग I।

## ईक्विटी और कंपनी ऋण बाजार

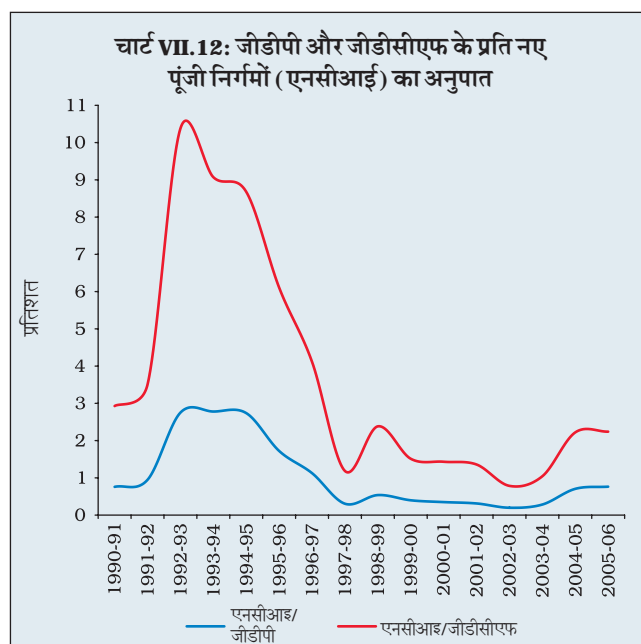


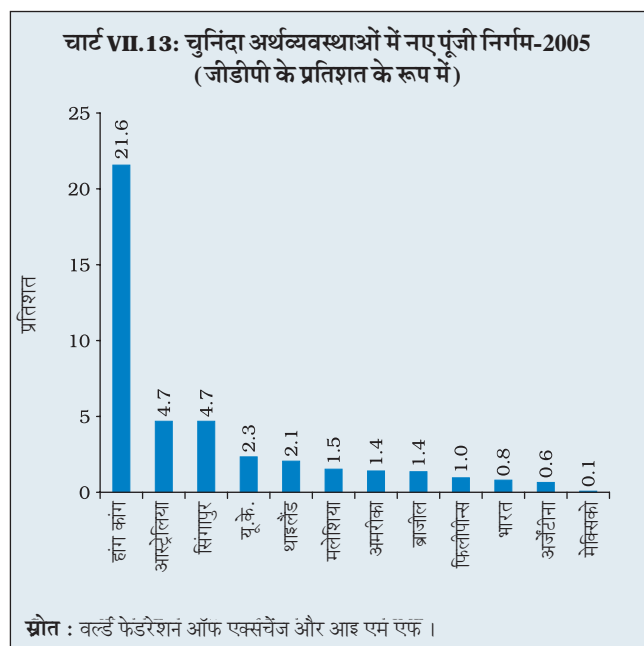
7.40 सार्वजनिक निर्गम के माध्यम से प्राथमिक पूंजी बाजार से संसाधन जुटाव 1994-95 के दौरान शीर्ष पर पहुंचकर बाद के वर्षों में कम हो गया (चार्ट VII.11)। संसाधन जुटाव में 2003-04 से 2005-06 के दौरान तेजी आ गई थी, किंतु 2005-06 में सकल घरेलू पूंजी निर्माण और जीडीपी के प्रतिशत के रूप में संसाधन जुटाव 1990-91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



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

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





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

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

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

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

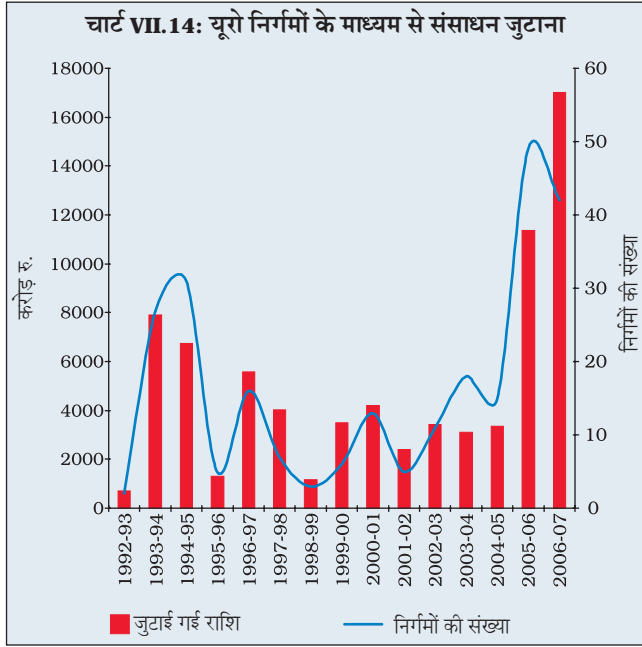
7.45 भारतीय कंपनियों को 1990 के दशक के प्रारंभ में एडीआर/जीडीआर, एफसीसीबी और बाह्य वाणिज्यिक उधारों के माध्यम से अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों से निधि जुटाने की अनुमति दी गई। इससे कंपनियों के लिए उपलब्ध वित्तीयन के विकल्प बढ़ गए जिससे वे अंतरराष्ट्रीय पूंजी बाजारों से, विशेषतः हाल की अवधि में, संसाधन जुटाने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

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

(कुल में प्रतिशत)

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

## ईक्विटी और कंपनी ऋण बाजार

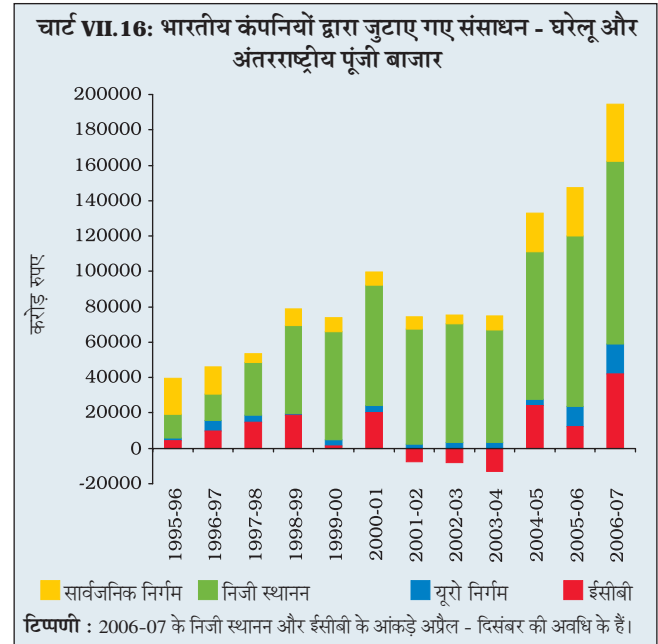
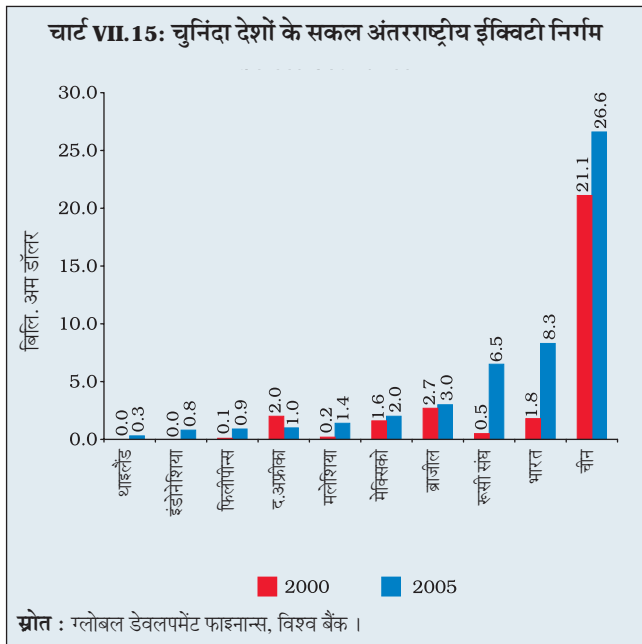


7.46 भारतीय कंपनियों द्वारा अंतरराष्ट्रीय ईक्विटी निर्गमों में 2000 और 2005 के बीच तेज वृद्धि हुई और वे उभरते अनेक बाजारों की कंपनियों की तुलना में उल्लेखनीय रूप से अधिक थे (चार्ट VII.15)।

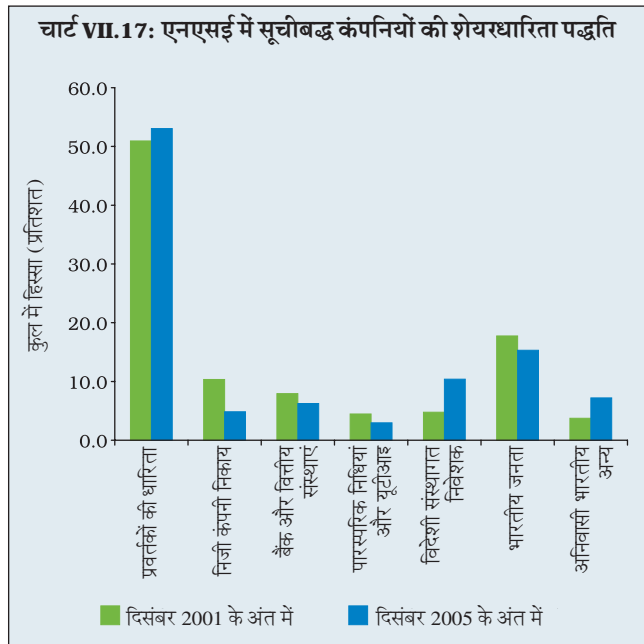
7.47 1990 के दशक के मध्य में निजी स्थानन बाजार भी उभरा। निर्गम की आसानी और लचीलेपन ने इस खंड को कंपनियों के लिए आकर्षक बना दिया। दीर्घावधि ऋण प्रतिभूतियों को स्थिर ब्याज दर पर जारी करने की इच्छुक मध्यम आकार की कंपनियों ने निजी स्थानन बाजार को वरीयता दी। इनमें से कुछ कंपनियां बाजार में नए प्रवेश वाली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

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

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







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

### आस्ति मूल्य और धन का प्रभाव

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

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

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

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

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

## II. निजी कंपनी ऋण बाजार

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

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

## कंपनी ऋण बाजार का महत्व

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

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

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

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

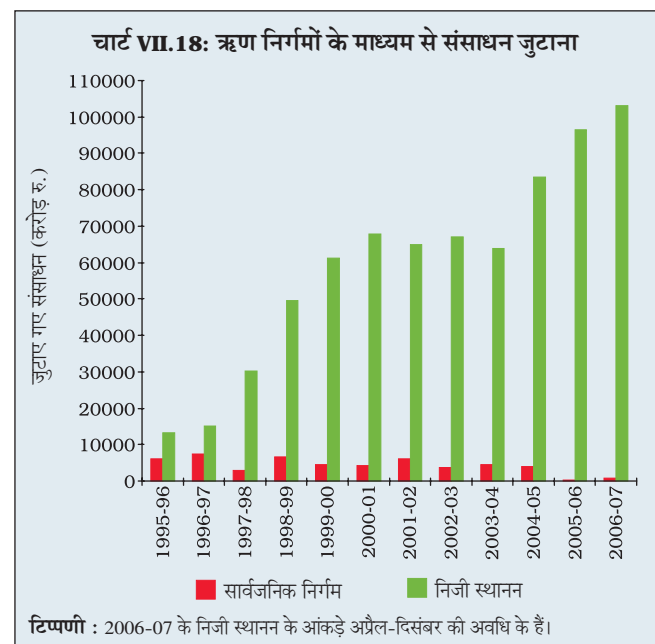
7.59 निवेशों के वित्तपोषण के लिए माध्यम उपलब्ध कराने के अलावा कंपनी बांड बाजार दीर्घावधि निधि के धारकों के लिए संविभाग में विविधता लाने में भी सहायता करता है। प्रभावी आस्ति प्रबंधन के लिए संतुलित आस्ति विकल्पों की आवश्यकता होती है। कंपनी बाजार की अविकसित स्थिति को देखते हुए सरकारी प्रतिभूति और यहां तक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

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

### भारत में कंपनी ऋण बाजार की स्थिति

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

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



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

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

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

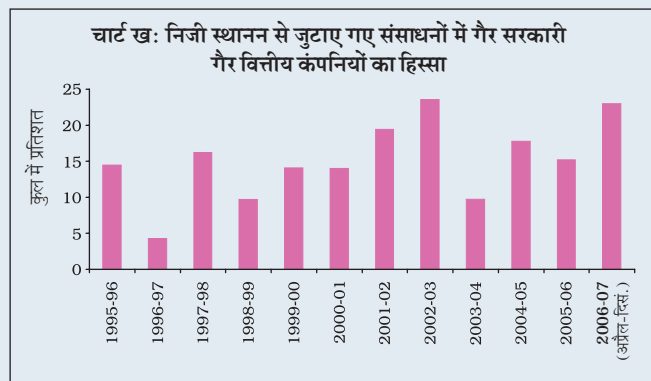
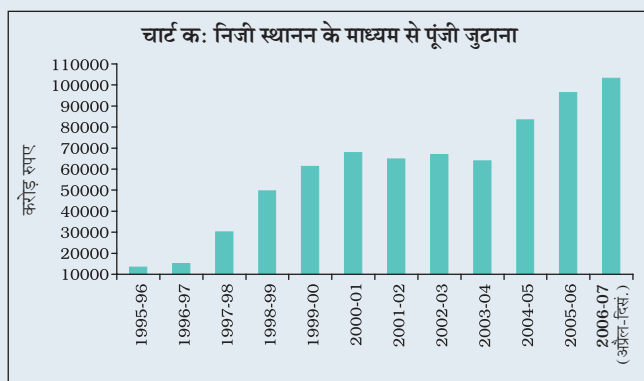
### बॉक्स VII.2 भारत में निजी स्थानन बाजार

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

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

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

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



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

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

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

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

(जीडीपी का प्रतिशत)

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

स्रोत : अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक, 2006.

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

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

**सारणी 7.7: ऋण प्रतिभूतियों का कारोबार**

(करोड़ रू.)

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

\* : सरकारी प्रतिभूतियों में त्वरित लेनदेन ।

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



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

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

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

### अन्य देशों के अनुभवों से शिक्षा

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

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

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

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

### बॉक्स VII.3

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

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

##### कंपनी ऋण बाजार

###### प्राथमिक बाजार

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

##### अनुषंगी बाजार

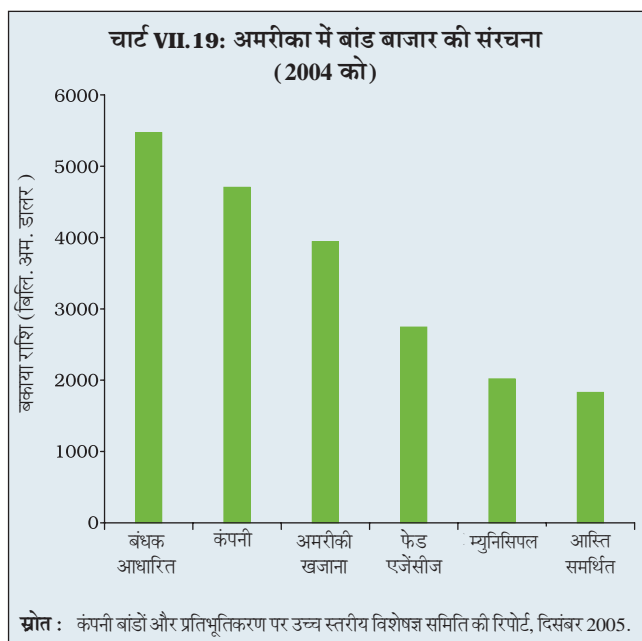
1. सेबी को कंपनी बांडों के लिए एक पारदर्शी और कार्यकुशल अनुषंगी बाजार का विनियामक ढांचा चरणबद्ध रूप से स्थापित करना चाहिए। प्रारंभ में, कंपनी बांडों के व्यापार संबंधी जानकारी प्राप्त करने और तत्काल प्रसारित

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

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

##### प्रतिभूतिकृत ऋण बाजार

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



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

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

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

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

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

## बॉक्स VII.4

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

#### कोरिया

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

#### मलेशिया

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

#### सिंगापुर

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

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

#### आस्ट्रेलिया

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

#### थाइलैंड

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

#### संदर्भ:

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



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

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

### III. भावी पथ

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

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

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

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



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

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

#### *निर्गमों की अवधि और लागत*

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

#### *संस्थागत निवेशक*

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

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

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

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

#### *पारदर्शिता और कंपनी संचालन*

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

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

#### पारस्परिक निधियों का प्रवेश

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

#### विश्वसनीय और चलनिधि युक्त आय वक्र

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

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

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

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

#### ऋण डेरिवेटिव उत्पाद

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

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

#### ऋण लिखतों के लिए बाजार निर्माण

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

#### उत्पाद मानकीकरण

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

#### IV. सारांश

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

## I. वित्तीय बाजार समेकन की संकल्पना और आयाम

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

### बाजारों की विषमता

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

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

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

### वित्तीय बाजार समेकन के आयाम

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

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

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

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

### बॉक्स VIII.1

#### वित्तीय बाजार समेकन का सिद्धांत

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

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

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

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

#### वित्तीय समेकन के उपाय

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

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

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

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

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

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

### वित्तीय समेकन के लाभ और जोखिम

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

#### बाँक्स VIII.2

#### वित्तीय समेकन के लाभ और जोखिम

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

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

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

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

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





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

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

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

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

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

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

### III. भारत में देशी वित्तीय बाजार समेकन

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



### बॉक्स VIII.3

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

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

#### मुक्त मूल्यन

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

#### व्यापक सहभागिता

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

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

#### नयी लिखतें

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

#### संस्थागत उपाय

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

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

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

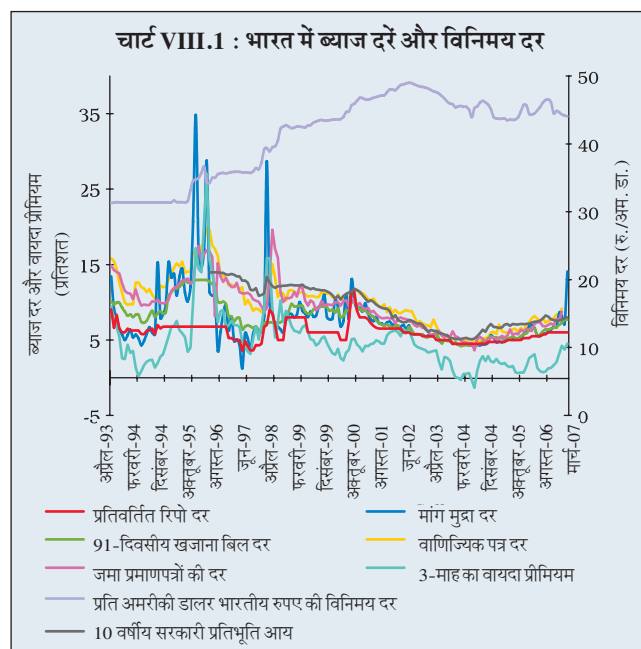
## वित्तीय बाजार समेकन

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

### भारत में बाजार समेकन के चरण

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

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



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

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

(करोड़ रुपए)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

वित्तीय बाजार समेकन

सारणी 8.2 : प्रमुख वित्तीय बाजारों के बीच सहसंबंध

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

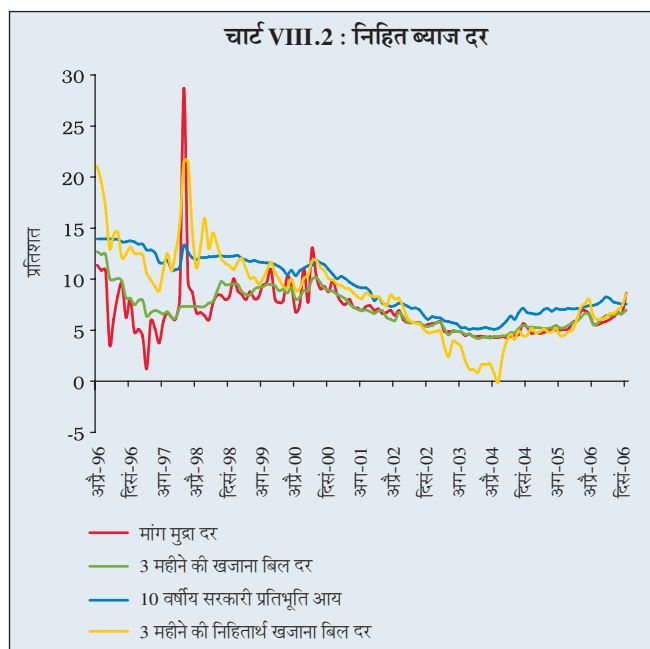
खंडवार समेकन

सरकारी प्रतिभूति बाजार का समेकन

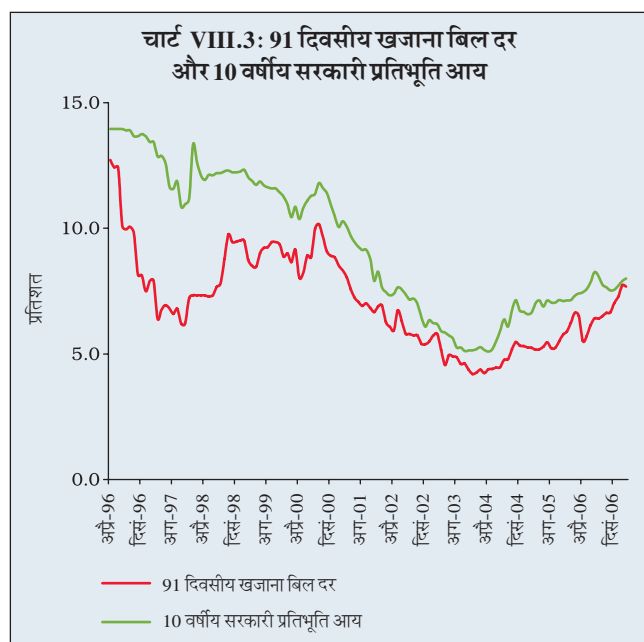
8.26 सुविकसित सरकारी प्रतिभूति बाजार की मौजूदगी बाजार आधारित मौद्रिक नीति और वित्तीय बाजार समेकन को सुकर बनाने के लिए एक पूर्वापेक्षा है। सरकारी प्रतिभूति बाजार से यह भी अपेक्षित है कि वह देशी रुपया आय वक्र विकसित करे, जो अन्य बाजारों में प्रतिभूतियों के मूल्य निर्धारण के लिए एक विश्वसनीय बेंचमार्क बना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

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

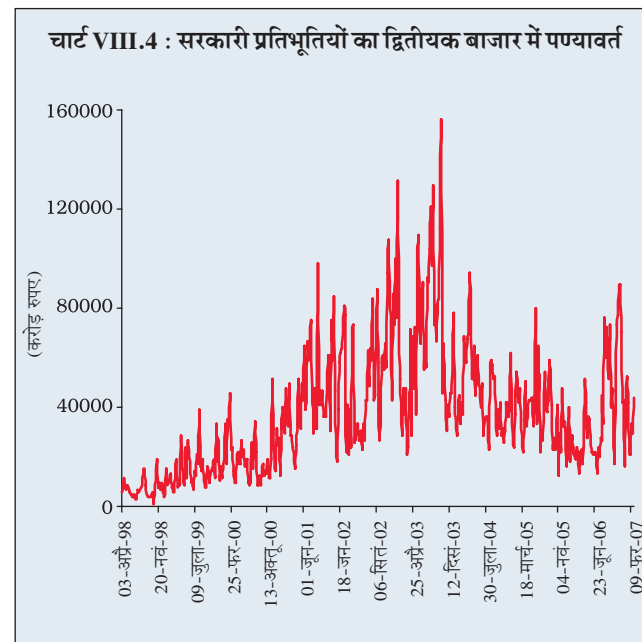
8.27 जैसाकि पहले सूचित किया गया है, मौद्रिक नीति की दक्षता इस बात पर निर्भर रहती है कि कितने कारगर तरीके से विभिन्न वित्तीय बाजारों के बीच आवेगों को संप्रेषित किया जाता है जो, बदले में, बाजार समेकन के स्तर का अनुषंगी होता है। आवेगों के संप्रेषण में हुआ सुधार सरकारी



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



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



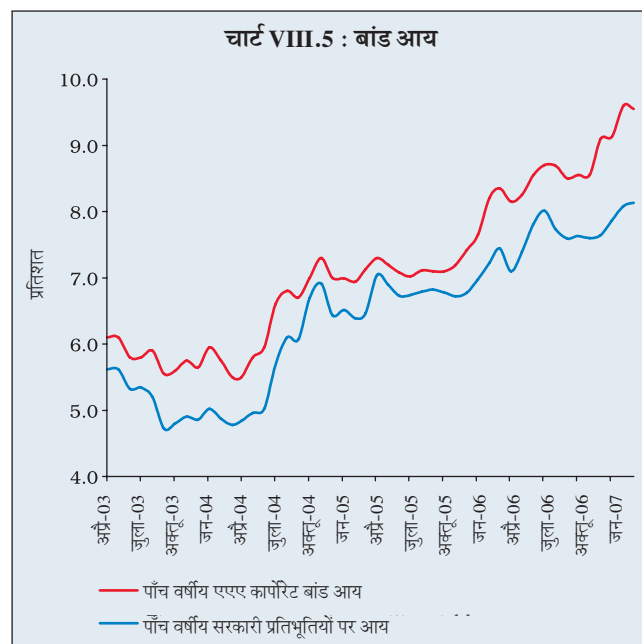


प्रतिशत रह गया, जब ब्याज दरें, फेडरल फंड दर के 2003 के 1.25 प्रतिशत से बढ़कर 2005<sup>2</sup> में 5.0 प्रतिशत होने के फलस्वरूप, बढ़ गई।

#### ऋण बाजार का समेकन

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

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



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

#### विदेशी मुद्रा बाजार का समेकन

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

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

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

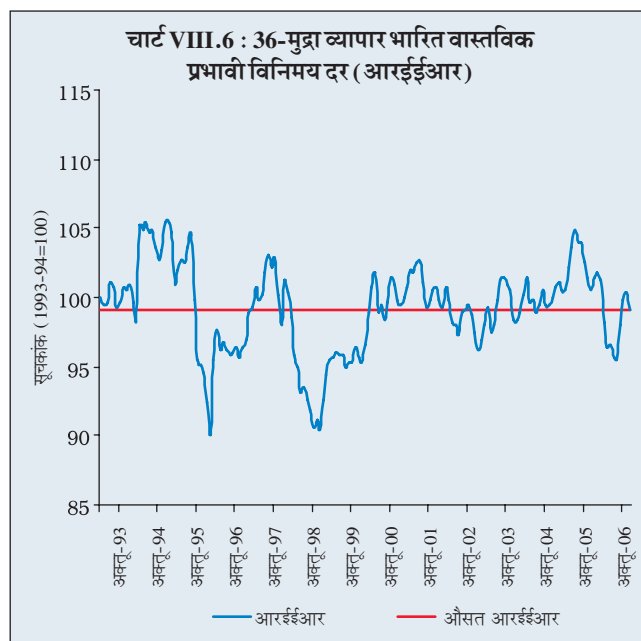
$$(1.50) (25.50)$$

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

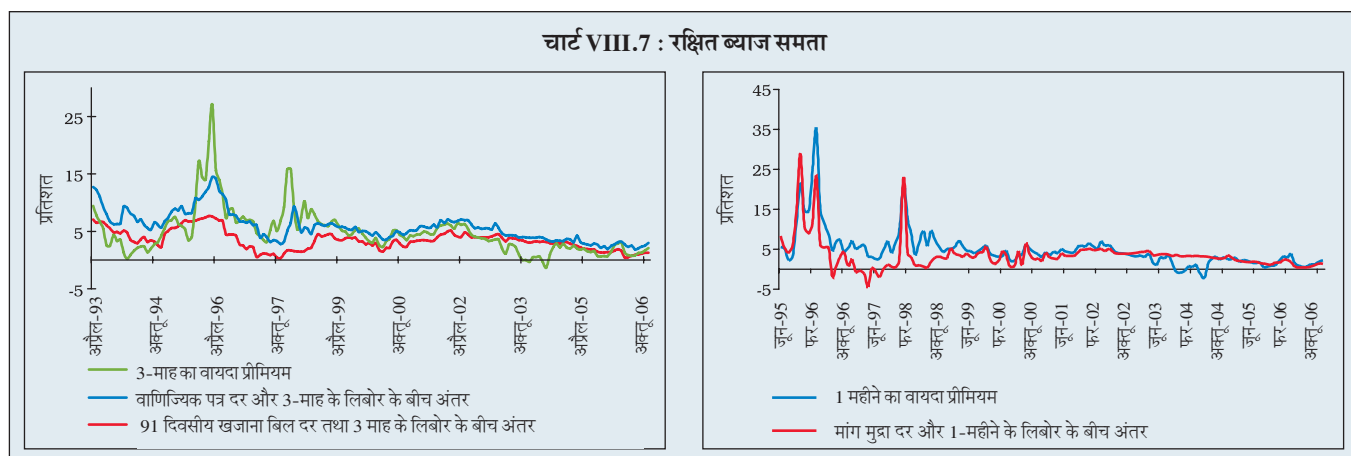
कोष्ठकों के आंकड़े अनुमानित टी-मूल्य हैं। सरकारी प्रतिभूति आय के घातांक पर यूनिटी प्रतिबंध को नकारा नहीं जा सका।

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

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



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





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

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

#### शेयर बाजार का समेकन

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

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

#### बाजारों का समेकन और स्थिरता

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

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

### बॉक्स VIII.4

#### विदेशी मुद्रा बाजार की दक्षता

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

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

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

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

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

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

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

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

अनुमानित अनावृत समता (यूआइपी) समीकरण निम्नानुसार है :

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

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

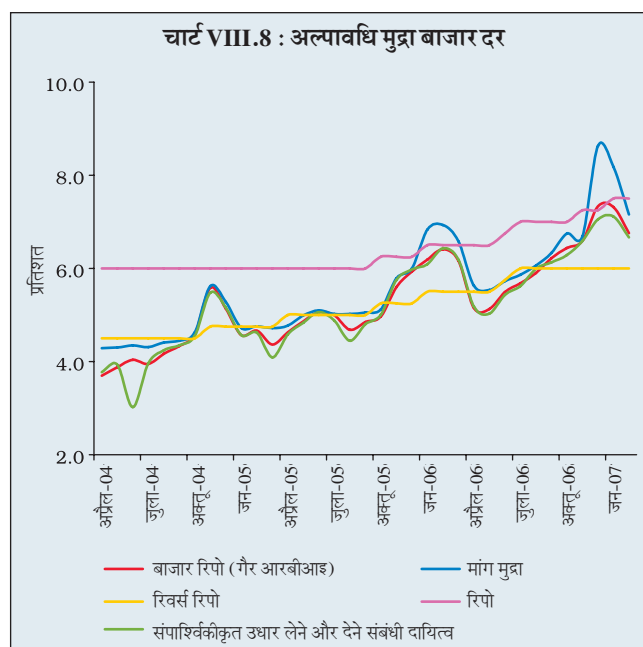
सारणी 8.3: वित्तीय बाजार की अस्थिरता

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

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

वित्तीय बाजार का समेकन और मौद्रिक नीति

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



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

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

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

(प्रतिशत अंक)

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



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

### बाजार अंतर-संबंधों की गत्यात्मकता

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

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

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

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

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

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

#### IV. भारत का अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय समेकन

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

#### वैश्विक और क्षेत्रीय प्रवृत्तियां

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

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

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

#### सारणी 8.5 : वैश्विक व्यापार खुलापन

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में निर्यात जमा आयात)

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

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

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

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

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

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

स्रोत : एशिया रिजनल इंटीग्रेशन सेंटर, एशिया विकास बैंक।

#### सारणी 8.7 : वैश्विक चालू खाता शेष

(बिलियन अमरीकी डालर)

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

\* : आइएमएफ स्टाफ अनुमान।

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

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

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

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

(ट्रिलियन अमरीकी डालर)

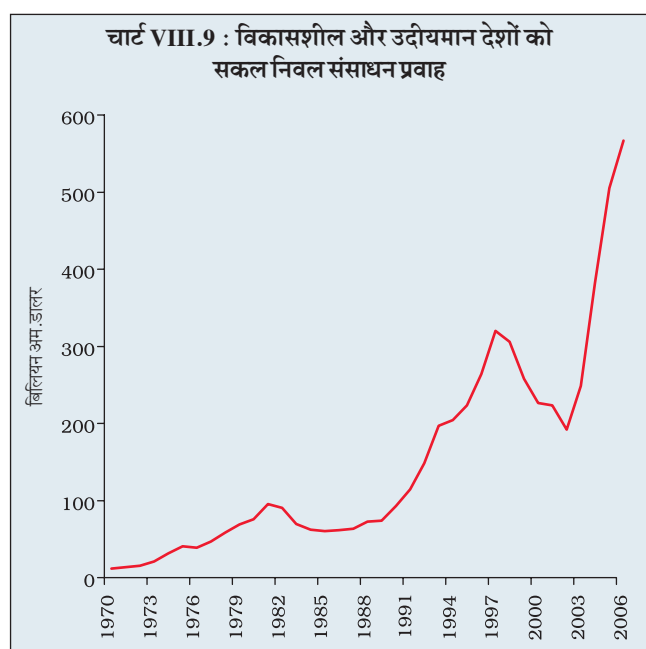
अवधि	विश्व	औद्योगिक अर्थव्यवस्थाएं	विकासशील तथा उदीयमान अर्थव्यवस्थाएं	उदीयमान एशिया
1	2	3	4	5
1980-84	7.9 (67.5)	6.1 (74.5)	1.9 (52.8)	0.5 (53.7)
1985-89	16.4 (97.7)	13.5 (107.7)	2.9 (68.4)	1.2 (102.2)
1990-94	29.0 (120.2)	24.0 (127.1)	5.1 (95.9)	2.6 (141.6)
1995-99	50.7 (170.1)	42.1 (183.0)	8.7 (126.9)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

टिप्पणी : कोष्ठकों के आंकड़े जीडीपी के प्रतिशत दर्शाते हैं।

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

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

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



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

(कुल का प्रतिशत)

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

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

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

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

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

### भारतीय संदर्भ

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

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



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

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

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

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

(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)

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

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

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

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

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

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

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

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

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



### बॉक्स VIII.5

#### एशिया में क्षेत्रीय समेकन पर पहल

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(मिलियन अमरीकी डालर)

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

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक।

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

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

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

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

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

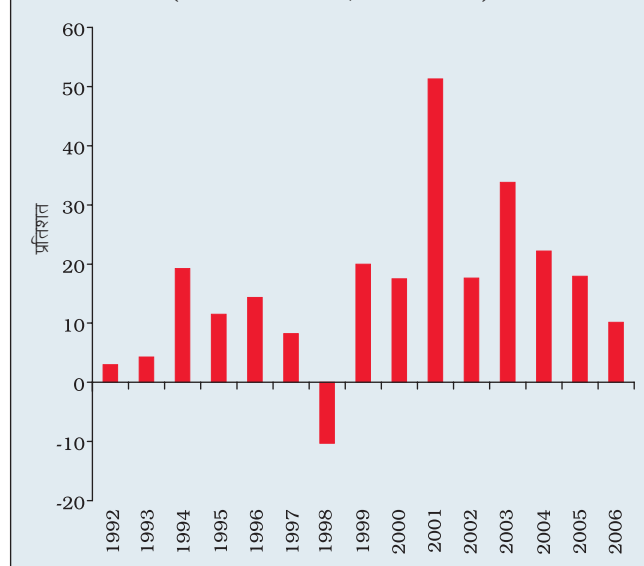
(जीडीपी के प्रतिशत के रूप में)

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

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

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

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



सारणी 8.14 : क्षेत्रीय स्टॉक बाजार प्रतिलाभ सहसंबंध

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

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

स्रोत : क्षेत्रीय समेकन डेटाबेस, एशिया विकास बैंक।

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

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

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

सारणी 8.15 : क्षेत्रीय मुद्रा बाजार सहसंबंध

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

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

स्रोत : क्षेत्रीय समेकन डेटाबेस, एशिया विकास बैंक।

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

सारणी 8.16 : क्षेत्रीय बांड बाजार सहसंबंध

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

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

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

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

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

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

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

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

## V. भावी पथ

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

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

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

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

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

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

#### मीयादी मुद्रा बाजार

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

#### देशी संस्थागत निवेशक

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



*विभिन्न लिखतों के लिए द्वितीयक बाजारों का संवर्धन*

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

*निजी कंपनी ऋण बाजार*

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

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

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

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

*प्रतिभूतिकरण*

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

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

#### डेरिवेटिव बाजार

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

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

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

#### प्रौद्योगिकी प्लेटफार्म

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

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

#### उपयुक्त जोखिम प्रबंधन रणनीतियां

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

## VI. सारांश

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

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

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

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

9.1 गहन और तरल वित्तीय बाजार किसी अर्थव्यवस्था में प्रतिस्पर्धी उपयोगों के बीच संसाधनों का दक्षतापूर्वक आबंटन करने में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं, और इस प्रकार वे उत्पादकताजन्य लाभों और उच्चतर आर्थिक वृद्धि में योगदान करते हैं। सुविकसित घरेलू वित्तीय बाजारों की अनुपस्थिति जोखिमों के गलत आकलन, संसाधनों के गलत आबंटन और उच्चतर मध्यस्थन लागत की ओर ले जा सकती है। इसके कारण यह वित्तीय आस्तियों की तुलना में भौतिक आस्तियों को वरीयता, देशी मुद्राओं में मूल्यवर्गित आस्तियों की तुलना में विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित आस्तियों को वरीयता, ऋण और निवेशों की मीयादों की विसंगतियों, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों पर अतिनिर्भरता, मुद्रागत विसंगतियों, तथा आवधिक संकटों में बाह्य ऋणों के अत्यधिक संचयीकरण की ओर ले जायेगी। अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों में बढ़ती हुई आवश्यकताओं के वित्तपोषण में वित्तीय बाजारों द्वारा अदा की जानेवाली महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए यह महत्वपूर्ण है कि वित्तीय बाजार पूर्णतः विकसित और परस्पर भलीभांति समन्वित हों।

9.2 गहन और तरल वित्तीय बाजार वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों के बीच दक्ष मूल्य की खोज करने में योगदान करते हैं। भली-भांति समन्वित बाजार केंद्रीय बैंक की अल्पावधिक नीतिगत दर में होनेवाले परिवर्तनों को त्वरित रूप से बाजार दरों के संपूर्ण परिदृश्य में, अल्पावधिक और दीर्घावधिक दोनों में, मुद्रा, ऋण और बांड बाजारों में संप्रेषित करने में समर्थ बनाकर नीतिगत भावनाओं (धड़कनों) की दक्षता को सुधारते हैं। बाजार एकीकरण ब्याज दर समता की स्थितियों के माध्यम से विदेशी मुद्रा बाजार को बाजार के अन्य घटकों के साथ भी जोड़ता है। इस प्रकार, केंद्रीय बैंकों की नीतिगत दरों में परिवर्तन, घरेलू मुद्रा बाजार की दरों में अंतरों के माध्यम से विनिमय दरों को प्रभावित कर सकता है जो इसके फलस्वरूप वास्तविक अर्थव्यवस्था को प्रभावित करेगा। इसी प्रकार नीतिगत दरों में घटबढ़ अन्य आस्ति बाजारों जैसे इक्विटी, संपदा मूल्यों को भी प्रभावित कर सकती है, जो पुनः मौद्रिक संप्रेषण को ही मजबूत करेगी। यदि बाजार सही ढंग से समन्वित नहीं हैं, तो केंद्रीय बैंक के ब्याज दर संकेतक अन्य अल्पावधिक और दीर्घावधिक ब्याज दरों, विनिमय दर तथा अन्य आस्ति मूल्यों पर कोई अपेक्षित प्रभाव नहीं डालेंगे। ऐसी स्थिति में केंद्रीय बैंक को ये अपेक्षित उद्देश्य प्राप्त करने के लिए बाजार के विभिन्न घटकों में कार्य करने की जरूरत होगी। संक्षेप में, बाजार के सभी घटकों

के बीच जितना ही अधिक एकीकरण होगा, वित्तीय बाजारों के समस्त परिदृश्य तथा वास्तविक अर्थव्यवस्था को मौद्रिक नीति का उतना ही अधिक सशक्त संप्रेषण होगा। किसी एक घटक के आघातों और जोखिमों को सभी बाजारों में संवितरण में समर्थ बनाकर भलीभांति समन्वित बाजार वित्तीय स्थिरता में भी योगदान कर सकते हैं। प्रत्याशाओं की महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए, वित्तीय बाजार व्युत्पन्नी बाजारों के माध्यम से जोखिमों को घटकों के बीच आपस में बांटने में सहायता करते हैं। तथापि, वित्तीय बाजारों की कार्य प्रणाली से उभरने वाले विभिन्न लाभ बहुत कुछ इस पर निर्भर करते हैं कि बाजार के विभिन्न घटकों में आघातों को झेलने की कितनी शक्ति है और वे स्थापित जोखिम प्रबंध प्रणाली को कितना मजबूत बनाते हैं।

9.3 वित्तीय बाजारों की महत्वपूर्ण भूमिका को मान्यता देते हुए, भारत में 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में शुरू किये गये संरचनागत सुधारों के अभियान ने उनके चरणबद्ध और समन्वित रूप में अविनियमन और उदारीकरण की प्रक्रिया को भी आत्मसात कर लिया। भारत में वित्तीय बाजार में 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में नियंत्रित ब्याज दरें, मात्रात्मक सीमाएं, सांविधिक पूर्व-क्रय, सरकारी प्रतिभूतियों के लिए आबद्ध बाजार, केंद्रीय बैंक से वित्तपोषण पर अत्यधिक निर्भरता, निर्धारित विनिमय दर तथा चालू और पूंजी खाते पर प्रतिबंध लागू थे। इन सुधारों ने इस व्यवस्था से एक नयी व्यवस्था की ओर संचरण संभव बनाया जिसकी विशेषताएं थीं - बाजार आधारित ब्याज दरें तथा विनिमय दरें, मौद्रिक नीति की मूल्य आधारित लिखतें, चालू खाते की परिवर्तनीयता, पर्याप्त रूप से पूंजी खाते का उदारीकरण तथा ऊर्जस्वित सरकारी प्रतिभूति और पूंजी बाजार। सुधार के विभिन्न उपायों ने कई घटकों की गहनता और तरलता को सुधारा है, और साथ ही वे उनके बढ़े हुए एकीकरण की ओर भी ले गये हैं। वित्तीय बाजारों का बढ़ा हुआ एकीकरण, जोखिमों को अधिक व्यापक रूप से बांटने की अनुमति देता है और पूंजी के प्रवाह को उत्पादक क्षेत्रों की ओर मोड़ना संभव बनाता है। इसके फलस्वरूप, इन गतिविधियों ने अर्थव्यवस्था के विभिन्न क्षेत्रों की वित्तीयन आवश्यकताओं को पूरा करते हुए तथा विदेशी मुद्रा लेनदेनों के लिए एक अनुकूल परिवेश सुलभ कराते हुए मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन को सुविधाजनक बनाया।

9.4 वित्तीय बाजारों के अविनियमन, उदारीकरण तथा वैश्वीकरण वित्तीय स्थिरता के लिए अनेक चुनौतियां खड़ी कर देते हैं। 1990 के



दशक में पूर्व-एशियाई संकट तथा 2006 में तुर्की और आइसलैंड की गतिविधियां यह संकेत करती हैं कि वैश्विक वित्तीय बाजार घरेलू संवेदनशीलता को तेज कर देते हैं। सीमा पार से आनेवाले इन संभावित अस्थिरकारी कारकों को देखते हुए भारत में घरेलू वित्तीय बाजारों के उदारीकरण के साथ-साथ विवेकसम्मत सुरक्षोपाय भी रखे गये। वित्तीय बाजारों के विकास और विनियमन के इस दृष्टिकोण ने वित्तीय बाजारों को ऊर्जस्विता प्रदान की है, जो एशिया, ब्राजील और रूस के आर्थिक संकट, 9/11 को अमरीका में आतंकवादी आक्रमण, सीमा पार तनाव, परमाणु परीक्षण के बाद भारत पर थोपी गयी पाबंदियों, राजनैतिक अनिश्चितताओं और वर्तमान तेल आघात जैसे बाह्य आघातों से निपटने में उनकी योग्यता में स्पष्ट रूप से झलकती है।

9.5 इस रिपोर्ट के प्रारम्भिक अध्यायों में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के रूपान्तरण की चरणबद्ध प्रक्रिया, इसके परिमाणों का आकलन और भावी पथ को विस्तारपूर्वक दर्शाया गया है। जैसाकि पूर्ववर्ती अध्यायों में उल्लेख किया गया है, 1990 के दशक के प्रारम्भिक वर्षों से सुधारों की चरणबद्ध और क्रमिक प्रक्रिया के दृष्टिकोण ने वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों की गहनता, तरलता और समेकन में पर्याप्त सुधार किया है। इन गतिविधियों ने (i) सही मूल्य की खोज को सुधारा है, और प्रत्यक्ष, मात्रात्मक लिखतों की ओर से मौद्रिक नीति की अधिक दक्ष मूल्य आधारित अप्रत्यक्ष लिखतों की ओर बढ़ने को सुलभ बनाया, (ii) मौद्रिक संप्रेषण को सशक्त बनाया; और (iii) घरेलू वित्तीय बाजारों के घटकों की बाह्य आघातों से निपटने की क्षमता को बढ़ाया। तथापि, यह मान लिया गया है कि घरेलू वित्तीय बाजार को, विशेषकर भारतीय अर्थव्यवस्था की वृद्धि की गति में आयी वर्तमान तेजी को देखते हुए, और विकसित करने की जरूरत है। वित्तीय बाजारों को पूंजी खाते की ओर अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने, विशाखीकृत वित्तीय प्रणाली को विकसित करने, तथा वित्तीय एकीकरण की लागत को न्यूनतम और लाभों को अधिकतम करने के लिए और विकसित एवं समन्वित करने की जरूरत है। इस निष्कर्षात्मक अध्याय में पूर्ववर्ती अध्यायों में किये गये विश्लेषणों के मुख्य-मुख्य निष्कर्षों को सारांश में रखने का प्रयास किया गया है जिसमें अब तक की गयी प्रगति और भावी पथ दोनों को ध्यान में रखा गया है।

### मुद्रा बाजार

9.6 रिजर्व बैंक ने मुद्रा बाजार के विकास की ओर मुख्य ध्यान दिया है क्योंकि यह मौद्रिक नीति को वित्तीय बाजारों और अंततः वास्तविक अर्थव्यवस्था की ओर संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में मुख्य सम्पर्क सूत्र है। गत वर्षों में मौद्रिक नीति के विकास में नियंत्रित ब्याज दरों, निर्देशित ऋण, उपयुक्त लेखांकन तथा जोखिम प्रबंध प्रणालियों की कमी से बाधा पहुंची

थी। 1990 के दशक में सुधारों के शुरू किये जाने तथा मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष बाजार आधारित लिखतों की ओर बढ़कर रिजर्व बैंक ने उपयुक्त संस्थागत परिवर्तनों, लिखतों, प्रौद्योगिकियों और बाजार संव्यवहारों के माध्यम से एक अनुकूल नीतिगत परिवेश निर्मित करके एक दक्ष, स्थिर तथा तरल मुद्रा बाजार विकसित करने का सचेत प्रयास किया है। समय के साथ-साथ इन नीतिगत पहलों ने देश में अपेक्षाकृत एक गहन, तरल और ऊर्जस्वित मुद्रा बाजार विकसित करने की ओर प्रेरित किया।

9.7 मौद्रिक नीति की परिचालन प्रक्रियाओं में रूपान्तरण के अनुरूप रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंधन के परिचालनों को उन्नत बनाया गया है ताकि वे उनमें महत्तर नमनीयता लायें और मौद्रिक नीतिगत जोर के संकेतकों को दशानि में प्रभावशीलता को बढ़ायें। 1980 के दशक के मध्य और 1990 के दशक के उत्तरार्ध के बीच अपनाए गए मौद्रिक लक्ष्यों को प्राप्त करने की व्यवस्था के अंतर्गत, मौद्रिक नीति के संचालन में बैंक प्रारक्षित निधियां परिचालनगत लक्ष्य बन गयीं। इस प्रणाली-तंत्र में रिजर्व बैंक के चलनिधि प्रबंध परिचालनों में प्रारक्षित अपेक्षाओं ने प्रधान भूमिका अदा की। बाद में, 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में वित्तीय क्षेत्र के सुधारों की शुरुआत ने बाजार के प्रणाली-तंत्र पर अधिक बल दिया। इसने नियंत्रित ब्याज दर संरचना को समाप्त करने तथा मौद्रिक नीति के अप्रत्यक्ष लिखतों को पुनः सक्रिय करने की मांग की, जिसने मौद्रिक बाजार के सक्रिय विकास को जरूरी बना दिया। साथ ही साथ, अर्थव्यवस्था की महत्तर खुलेपन की पहल में, बढ़ते हुए वित्तीय नवोन्मेषों ने 1998 में मौद्रिक लक्ष्यों के निर्धारण की जगह बहुल संकेतक दृष्टिकोण अपनाते की जरूरत पैदा कर दी, जिसमें मौद्रिक नीति निर्माण के लिए दर सरणियों पर अधिक निर्भरता पैदा कर दी गई। तदनुसार, अल्पावधिक ब्याज दरें मौद्रिक नीति की प्रमुख लिखत के रूप में उभरीं।

9.8 जून 2000 की शुरुआत में, रिपो और रिवर्स रिपो परिचालनों के साथ चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) चलनिधि प्रबंधन के प्रमुख साधन के रूप में उभरी। तथापि, निरंतर और भारी पूंजी आगमों को देखते हुए, जो चालू खाता घाटे से भी काफी ज्यादा हैं, मुद्रा बाजारों में अधिकांशतः अधिशेष चलनिधि की स्थितियां बनी रहीं। घरेलू मौद्रिक स्थितियों को भारी पूंजी आगमों के प्रभाव से बचाने के लिए एलएएफ खिड़की को बढ़ाया गया जिसमें नकदी प्रारक्षित अनुपात का लचीले रूप में प्रयोग करते हुए अप्रैल 2004 में अपेक्षाकृत लम्बी अवधि के स्वरूप वाली चलनिधि को खपाने के लिए बाजार स्थिरीकरण योजना (एमएसएस) के अंतर्गत नये निर्गम जारी किये गये। हाल की अवधि में चलनिधि का प्रबंधन अधिक जटिल हो गया है ऐसा बाजार की तरलता में अधिक उद्वेगशीलता के कारण हुआ है। यह उद्वेगशीलता भारी बाह्य पूंजी के आगमों के कारण उभरने वाले खातों से ही नहीं है, वरन् सरकार की नकदी



शेष राशियों में होनेवाली भारी घटबढ़ के कारण भी है। चलनिधि की स्थितियों में हुई इन गतिविधियों ने रिजर्व बैंक द्वारा विभिन्न लिखतों का न्यायोचित रूप से उपयोग करने की जरूरत पैदा कर दी।

9.9 मुद्रा बाजार को व्यापक और गहन बनाने, तथा मूल्य की सही खोज को दक्षतापूर्ण बनाने के लिए बाजार को ज्यादा चलनिधि उपलब्ध कराने के उद्देश्यों के अनुरूप, संपार्श्वकीकृत उधार देने और उधार लेने के दायित्व (सीबीएलओ) जैसी नयी लिखत शुरू की गयी है। मार्केट रिपो तथा सीबीएलओ जैसी मुद्रा बाजार की लिखतों ने गैर-बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों का प्रबंधन करने के अवसर प्रदान किये तथा मांग मुद्रा बाजार के पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में रूपान्तरण को सुविधाजनक बनाया। इसके अलावा, वाणिज्यिक पत्र (सीपी) तथा जमा प्रमाणपत्र (सीडी) जैसी अन्य मुद्रा बाजार लिखतों को जारी करने के मानकों तथा मीयादी की रूपरेखा को समय के साथ-साथ संशोधित किया गया ताकि सभी विभिन्न बाजार घटकों को नीतिगत संकेत भेजने को सुदृढ़ करते हुए व्यापक सहभागिता को प्रोत्साहित किया जा सके। तदर्थ खजाना बिलों की समाप्ति तथा नीलामी द्वारा खजाना बिलों की शुरुआत ने जोखिम मुक्त दर के उभरने का मार्ग प्रशस्त किया जो मुद्रा बाजार की अन्य लिखतों के लिए बेंचमार्क बन चुका है। साथ ही साथ, घरेलू बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ बेहतर समेकन के साथ-साथ, मौद्रिक नीति के बढ़े हुए बाजारोन्मुखीकरण के चलते, रिजर्व बैंक का जोर मांग मुद्रा बाजार में उधार लेने और उधार देने के लिए विवेकसम्मत सीमाओं के निर्धारण पर रहा है जिसमें संपार्श्वकीकृत घटकों की ओर बढ़ने तथा बाजार जोखिमों से सुरक्षा के लिए व्युत्पन्नी लिखतों का विकास करने को प्रोत्साहित किया गया है। इस प्रयास के अनुपूरक के रूप में केंद्रीय प्रतिपक्षी पार्टी के रूप में भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड की संस्था के रूप में स्थापना की गयी है। भुगतान प्रणालियों की प्रौद्योगिकी के उन्नयन ने भी बाजार सहभागियों को अपने आस्ति-देयता प्रबंध को सुधारने में समर्थ बनाया। संचयी रूप से इन उपायों ने मुद्रा बाजार को लिखतों और सहभागियों की दृष्टि से गहन और व्यापक बनाया है, उसकी पारदर्शिता में वृद्धि की है और वित्तीय स्थिरता को सुनिश्चित करते हुए मौद्रिक नीति के संकेतक प्रक्रिया-तंत्र को बेहतर बनाया है।

9.10 घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय बाजारों के बढ़ते हुए एकीकरण के उभरते परिदृश्य में, अनेक मुद्दे उभरकर सामने आये हैं। पहला, घरेलू वित्तीय बाजारों के विकास में मीयादी मुद्रा बाजार के विकास का अभाव एक महत्वपूर्ण अंतराल है। यह मुद्रा बाजार के आय वक्र के विकास को प्रभावित कर रहा है और इसके परिणामस्वरूप व्युत्पन्नी बाजार के विकास तथा विदेशी मुद्रा बाजार और घरेलू मुद्रा बाजार के एकीकरण को भी

प्रभावित कर रहा है। तदनुसार, अन्य घटकों के विकास में इसकी महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए, देश में मीयादी मुद्रा बाजार के विकास को तेज करने के लिए और ज्यादा प्रयास करने होंगे। भलीभांति विकसित मीयादी मुद्रा बाजार अन्य बातों के साथ-साथ ब्याज दर व्युत्पन्नी लिखतों के लिए गहन तथा ऊर्जस्वित बाजारों को उभारने में योगदान करेगा, मौद्रिक नीति के संचालन के लिए बाजार प्रत्याशाओं को उपयोगी निविष्टियां प्रदान करेगा।

9.11 दूसरा, मांग मुद्रा बाजार के एक पूर्णतः अन्तर्बैंक बाजार के रूप में हुए रूपान्तरण को देखते हुए इस बाजार को उधार देने/से उधार लेने के लिए बैंकों तथा प्राथमिक व्यापारियों को बेहतर नमनीयता प्रदान किये जाने की जरूरत होगी जो उनके द्वारा अपनाये जा रहे जोखिम प्रबंध के संव्यवहारों की सुदृढ़ता पर निर्भर करेगी। अन्तर्बैंक बाजार में उधार लेने और देने पर विवेक-सम्मत सीमाओं को एक ऐसी प्रणाली के द्वारा बदला जा सकता है जहां ऐसी सीमाओं की चिंता बैंकों के अपने आंतरिक एएलएम ढांचे द्वारा की जायेगी। तीसरा, हाल के वर्षों में बढ़ी हुई ऋण की मांग को देखते हुए अन्तर्बैंक सहभागिता प्रमाणपत्र (आइबीपीसीज) में रुचि में कुछ बहाली हुई है। बैंकों को अपनी अल्पावधिक चलनिधि की विसंगतियों को दूर करने के लिए समर्थ बनाकर आइबीपीसीज बैंकों के ऋण संविभाग में बेहतर नमनीयता की स्थिति प्रदान करते हैं। तदनुसार, आस्ति देयता प्रबंध तथा चलनिधि प्रबंध में सुधार लाने के लिए आइबीपीसी योजना की पूरी तरह समीक्षा किये जाने की जरूरत है। यह ऋण जोखिम अंतरण लिखतों के लिए बाजार का विकास करने में भी सहायता करेगा।

9.12 चौथा, पूंजी के बढ़े हुए आवागमन को देखते हुए, अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों को अब तक दी जा रही महत्ता की तुलना में रिजर्व बैंक को अपने परिचालनों को क्रमिक रूप से अब अधिक महत्ता देनी होगी। पांचवां, संभावित रूप से अस्थिरकारी भारी और अचानक होनेवाले पूंजी प्रवाहों को देखते हुए ये अधिक नमनीय और त्वरित मौद्रिक नीतिगत प्रतिसादों की मांग करते हैं। छठा, खुले बाजार के परिचालनों का प्रयोग चलनिधि की स्थितियों को संतुलित करने के लिए किये जाने के अलावा, आय वक्र में आनेवाली कुछ गंभीर विकृतियों को ठीक करने के लिए भी किया जा सकता है। सातवां, हालांकि रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति के एक लिखत के रूप में प्रारक्षित अपेक्षाओं पर बल देना क्रमिक रूप से कम कर दिया है, फिर भी बाजार के विकास की वर्तमान स्थिति को देखते हुए यह आवश्यक होगा कि प्रारक्षित अपेक्षाओं के लचीले उपयोग के विकल्प को खुला रखा जाए। अंतिम, चूंकि बैंकिंग प्रणाली एसएलआर प्रतिभूतियों को निर्धारित न्यूनतम स्तरों पर रखने की ओर बढ़ रही है, अतः चलनिधि का प्रावधान और अधिक कठिन हो जायेगा, यदि बाजार सहभागियों को चलनिधि की विसंगतियों को दूर

करने के लिए सुविधा प्रदान करने हेतु प्रयुक्त की जाने वाली लिखतों को व्यापक नहीं बनाया गया (मोहन, 2006क)।

### क्रेडिट बाजार

9.13 भारत में, ऐतिहासिक रूप से ऋण बाजारों ने बचतों को उत्पादक प्रयोजनों की ओर आर्बटित करने में मुख्य भूमिका अदा की है। 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से ऋण बाजार का भारी रूपान्तरण हुआ है। वित्तीय क्षेत्र के सुधारों की शुरुआत से पूर्व, ऋण संस्थाएं विनियामक ढांचे में काम करती थीं जैसे प्रवेश में बाधाएं, नियंत्रित ब्याज दरें, उच्च एसएलआर और सीआरआर के जरिये संसाधनों का पूर्व-क्रय, तथा संसाधनों का आबंटन अधिकतम अनुमतयोग्य बैंक वित्त (एमपीबीएफ) तथा चुनिंदा ऋण नियंत्रण जैसे प्रक्रिया-तंत्र द्वारा किया जाना। ऋण संस्थाएं कई खामियों से ग्रस्त थीं जैसे - उच्च मध्यस्थन लागत, निम्न लाभप्रदता और उच्च गैर-निष्पादक आस्तियां (एनपीए)। इस पृष्ठभूमि में, वित्तीय क्षेत्र के सुधार 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में शुरू किये गये वह भी चरणबद्ध रूप में, ताकि वित्तीय रूप से नियंत्रित (शमित) व्यवस्था से एक उदारकृत व्यवस्था की ओर बढ़ा जा सके। उसके लिए जो उपाय अपनाये गये थे - वे थे - ब्याज दरों का अविनियमन, निजी क्षेत्र में नये बैंकों का प्रवेश, विदेशी बैंकों की बढ़ी हुई उपस्थिति, सांविधिक पूर्व-क्रयों में कटौती, विवेक-सम्मत उपायों की शुरुआत, लेखांकन तथा प्रकटीकरण मानदंडों का सुदृढीकरण तथा बैंकों को बाजार से पूंजी जुटाने की अनुमति। इन उपायों ने वित्तीय संस्थाओं पर बाजार का अनुशासन, बढ़ी हुई प्रतिस्पर्धा को लागू कर दिया तथा उन्हें उत्पादकता तथा दक्षतागत लाभ उपलब्ध कराये। इन सुधारों ने बैंकों के जोखिम आकलन की तकनीकों को भी सुदृढ किया और इसके द्वारा मौद्रिक नीति की धड़कनों को संप्रेषण को समानान्तर रूप से बढ़ाते हुए संसाधनों के आबंटन में ब्याज दरों की भूमिका को बढ़ा दिया।

9.14 हालांकि बहुत प्रकार के ऋण संस्थान देश में कार्यरत हैं, फिर भी अपेक्षाकृत बैंकों का महत्व जो ऋण बाजार में प्रमुख खिलाड़ी हैं, दो प्रमुख विकास वित्त संस्थाओं (डीएफआई) के बैंकों के रूप में रूपान्तरित हो जाने के कारण और बढ़ गया है। इस संदर्भ में, यह उल्लेखनीय है कि 1990 के दशक के बाद के वर्षों में कुछ मंदी देखने के बाद, बैंकों द्वारा दिया गया ऋण 2002-03 की शुरुआत से तेजी से बढ़ा है। सुदृढ व्यापक आर्थिक कार्य-निष्पादन, निवेश मांग की पुनर्बहाली, ब्याज दरों में संशोधन तथा एनपीए में गिरावट ने त्वरित ऋण विस्तार में योगदान किया लगता है। एक स्वागतयोग्य गतिविधि गत कुछ वर्षों में कृषि क्षेत्र के लिए ऋण का भारी विस्तार है जो विभिन्न नीतिगत उपायों को दर्शाता है। इस प्रकार 1990 के दशक में कृषि के लिए ऋण में आयी गिरावट की प्रवृत्ति पलट

गयी है। इसके परिणामस्वरूप, कृषि क्षेत्र की ऋण-सघनता (सदेउ के विभिन्न क्षेत्रों में प्रतिशत की दृष्टि से कृषि क्षेत्र को ऋण) हाल के वर्षों में बढ़ी है। दूसरी ओर, 1990 के दशक में तथा चालू दशक में उद्योग को ऋण की वृद्धि 1980 के दशक की तुलना में कुछ निम्न रही है। इसका आंशिक कारण शायद उद्योग को वित्तपोषण के वैकल्पिक अवसरों की उपलब्धता हो सकती है जैसे बाह्य वाणिज्यिक उधार तथा घरेलू और अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार। कुछ कंपनियों की सुदृढ लाभप्रदता से निधियों के आंतरिक रूप से सृजन में भी हाल के वर्षों में काफी सुधार आया है। साथ ही, उद्योग को मध्यावधिक और दीर्घावधिक बैंक ऋण में भी तेज वृद्धि हुई है जोकि अधिकांशतः परियोजना से जुड़ी गतिविधि के लिए है। यह सुझाता है कि बैंक दो विकास वित्त संस्थाओं को बैंकों के रूप में परिवर्तित हो जाने से हुए अंतराल को भरने में लगे हैं। लघु क्षेत्र को ऋण में वृद्धि ने भी, जो 1999-2004 के दौरान तेजी से गिर गयी थी, 2004-05 से बढ़ना शुरू कर दिया है। कुल मिलाकर, औद्योगिक क्षेत्र की ऋण-सघनता चालू दशक में अब तक (2005-06 तक) बढ़ी है। 2002-03 से ऋण में तीव्र विस्तार में अंतर्निहित मुख्य कारण आवास और व्यक्तिगत ऋणों के लिए मांग का उभरना रहा है, जिसे नरम ब्याज दरों के परिवेश, राजकोषीय लाभ, आय के स्तरों में वृद्धि तथा बैंकिंग क्षेत्र में बढ़ती प्रतिस्पर्धा ने सुविधाजनक बनाया है। परिवारों को कुल ऋण कुल बैंक ऋण का लगभग एक चौथाई बैठता है। खुदरा ऋण की बढ़ती हुई मात्रा को देखते हुए मौद्रिक नीति की ब्याज दर सरणी का देश में निजी खपत और आर्थिक गतिविधि पर भारी प्रभाव डालने की संभावना है।

9.15 विभिन्न देशों का अनुभव यह दर्शाता है कि त्वरित ऋण विस्तार की अवधियां भावी वित्तीय कमजोरियों की ओर ले जाती हैं, हालांकि उच्च स्तर की पूंजी-पर्याप्तता तथा निम्न स्तर के एनपीए को देखते हुए भारतीय बैंकिंग क्षेत्र मजबूत है। रिजर्व बैंक ने त्वरित ऋण विस्तार के चलते ऋण संस्थाओं के ऋण संविभागों के स्वास्थ्य की निष्ठापूर्वक निगरानी करने पर लगातार जोर दिया है। इसने सक्रिय रूप से जोखिम भारांकों को तथा प्रावधानीकरण की अपेक्षाओं को सख्त बनाये रखा है, विशेषकर उन क्षेत्र के मामले में जिन्होंने उच्च वृद्धि दर को झेला है। उच्च ऋण वृद्धि के वर्तमान चरण के बने रहते हुए भी, भारत में ऋण का प्रसार अन्य अनेक उभरती हुई बाजारी अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भी निम्न रहा है। संपूर्णता के दृष्टिकोण से देखें तो इस निष्कर्ष पर स्पष्टतः पहुंचना कठिन है कि संभावित वृद्धि के संबंध में ऋण वृद्धि की कौन-सी दर बहुत ऊंची मानी जाये (मोहन, 2007क)। अतः रिजर्व बैंक ने व्यापक आर्थिक सुरक्षा के लिए, और विशेषकर वित्तीय स्थिरता के लिए, ऋण की गुणवत्ता पर पुनः बल दिया है - हालांकि साथ ही साथ वह महत्तर ऋण के प्रसार और वित्तीय समेकन का भी आग्रह करता रहा है।

9.16 हाल के वर्षों में कृषि क्षेत्र को ऋण की वृद्धि में आयी कुछ तेजी के बावजूद, ग्रामीण क्षेत्रों में ऋण तक अपर्याप्त पहुंच चिंता का विषय रहा है। इस संदर्भ में, ऋण की लागत की तुलना में उचित दरों पर ऋण तक विश्वसनीय पहुंच ज्यादा महत्वपूर्ण है। कानूनी और संस्थागत सुधारों के माध्यम से ग्रामीण सहकारी ऋण संस्थाओं की पुनर्बहाली ग्रामीण क्षेत्र को ऋण के प्रवाह को सुधारने में तथा ऋण के बढ़ते हुए प्रसार के लिए सहायक होगा। बैंक रहित क्षेत्रों में व्यक्ति वित्त का प्रसार बड़े स्तर पर करने, व्यवसाय को सुविधाजनक बनाने वाले, प्रतिनिधियों की सेवाओं का उपयोग करने तथा वित्तीय शिक्षा प्रदान करने से भी ग्रामीण जनसंख्या को औपचारिक ऋण संस्थाओं के अधिकार क्षेत्र में लाने में सहायता करेगा।

9.17 वित्तीय प्रणाली के निरंतर चल रहे उदारीकरण तथा अविनियमन के चलते, बड़ी-बड़ी कंपनियां अपनी कारोबारी आवश्यकताओं की पूर्ति के लिए बैंक ऋण के अलावा, निधियों के अनेक स्रोतों जैसे बाह्य वाणिज्यिक उधार, एडीआर/जीडीआर तथा घरेलू पूंजी बाजार से निधियां जुटा सकती हैं। इसके विपरीत छोटे और मझोले उद्यमी (एसएमईज) अपनी वित्तपोषण की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए बैंकिंग क्षेत्र पर बहुत कुछ निर्भर करते हैं। तथापि, अर्थव्यवस्था में उत्पाद और रोजगार सृजन के लिए एसएमई द्वारा अदा की गयी भूमिका को देखते हुए बैंकों को एसएमई की बढ़ती हुई आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए अपनी जोखिम आकलन तकनीकों को उन्नत बनाने की जरूरत है। अब तक के ऋण के इतिहास के अभाव में एक प्रमुख कारक छोटे और मझोले उद्यमियों को ऋण के प्रवाह को रोकने का रहा है। ऋण सूचना अधिनियम, 2005 पारित किया गया और उसके अंतर्गत नियम और विनियम भी अधिसूचित किये गये। यह भारत में ऋण सूचना कंपनियों के निर्माण को सुविधाजनक बनायेगा। इसके फलस्वरूप, यह ऋण की गुणवत्ता को सुधारेगा, लेनदेन की लागत को कम करेगा, तथा एसएमई क्षेत्र के लिए ऋण के प्रवाह में सुधार लायेगा। उधारकर्ताओं की स्वतंत्र साख दर भी सूचना की असमानता को न्यूनतम करेगी जो एसएमई क्षेत्र को उधार देने को सीमित करती है।

9.18 हालांकि बैंकों को यह छूट दी गयी है कि वे अपनी उधार की दरों का स्वयं निर्धारण करें। फिर भी बैंकों द्वारा अपने बेंचमार्क प्राइम लेडिंग रेट (बीपीएलआर) के निर्धारण में अपनाये जानेवाले सिद्धांतों की समीक्षा अपारदर्शी रूप में की जाती है। मुख्य रूप से तथा इसका बढ़ता हुआ अंश वाणिज्यिक बैंकों के ऋण संविभाग का अस्सी प्रतिशत से अधिक अंश बीपीएलआर से नीचे की दरों पर है। प्रतिस्पर्धा ने ऋणों के काफी बड़े भाग के मूल्य निर्धारण को बीपीएलआर की दरों से काफी दूर कर दिया है और वह भी अपारदर्शी स्वरूप से (मोहन, 2007ख)। बीपीएलआर अब संदर्भ दर नहीं रह गयी है और इस प्रकार मौद्रिक संप्रेषण की दक्षता के आकलन

में अवरोध पैदा कर रही है। जनता की ऐसी धारणा है कि बैंकों की जोखिम आकलन की प्रक्रिया उपयुक्त स्तर से कम है और यह कि कंपनियों के लिए ऋण का मूल्य कम निर्धारित किया गया है, जबकि कृषि तथा लघु उद्योग क्षेत्र को उधार का मूल्य अधिक निर्धारित किया गया है। बीपीएलआर से निम्न दर पर उधार देने के अनेक निहितार्थ हैं, विशेषकर, बीपीएलआर का निर्धारण यादृच्छिक अधिक हो गया है नियम आधारित कम। अतः बीपीएलआर पर पहुंचने की मांग को इसे अधिक पारदर्शी बनाने की दृष्टि से देखा जाना चाहिए।

9.19 उच्च ऋण विस्तार की वर्तमान स्थिति में बैंक एसएलआर प्रतिभूतियों में जमा अपनी अधिशेष निधियों को जो न्यूनतम निर्धारित सीमा से ऊपर हैं, निकालते रहे हैं। अब इस निकासी के साथ उनकी एसएलआर सीमा 25% के आसपास पहुंच रही है। इस प्रकार जुटायी गयी यह जमाराशि महत्वपूर्ण होगी, विशेषकर बढ़ती हुई ऋण की मांग को देखते हुए, जो कि बढ़ती हुई वित्तीय गहनता से उभरनेवाली है। अतः बैंकों को ये सतत रूप से प्रयास करने होंगे कि बैंकिंग सुविधाओं को बढ़ाकर और अपने जमा आधारों को व्यापक बनाकर स्थिर खुदरा जमाराशियां जुटाये और ऋण की मांग को निरंतर आधार पर पूरा करें।

### सरकारी प्रतिभूति बाजार

9.20 रिजर्व बैंक अनेक कारणों से 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से ही सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए सक्रिय रूप से कार्य करता रहा है। पहला, रिजर्व बैंक के सरकार के प्रबंध के रूप में कार्य करने के लिए एक सुविकसित तथा तरल सरकारी प्रतिभूति बाजार का होना अनिवार्य है, ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि इसके घाटे के वित्तपोषण के लिए सरकार का बाजार उधार कार्यक्रम सुचारु रूप से पूरा हो जाए। दूसरे, सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास इसलिए भी आवश्यक है कि अन्य ऋण लिखतों के मूल्य निर्धारण हेतु बेंचमार्क के रूप में कार्य करने के लिए एक जोखिममुक्त रुपया आय वक्र से उभरने को सुविधाजनक बनाया जा सके। अंतिम, सरकारी प्रतिभूति बाजार अविनियमित परिवेश में मौद्रिक नीति की धड़कनों के प्रभावी संप्रेषण के लिए मुख्य भूमिका अदा करता है।

9.21 सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास को प्रोत्साहित करने के लिए नियंत्रित ब्याज दरों की व्यवस्था से बाजारोन्मुखी प्रणाली की ओर बढ़ने को प्राथमिकता दी गयी। तदनुसार, 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों में, रिजर्व बैंक ने अनेक उपाय शुरू किये। पहला, इसने सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए नीलामी प्रणाली शुरू की। जहां प्रारंभ में आय आधारित विविध मूल्यों की नीलामियां की गयीं, वहीं बाजार की

अनिश्चित स्थितियों के दौरान और नयी लिखतें जारी करते समय भी एक समान मूल्य पर आधारित नीलामियां भी की गयीं। दूसरे, चूंकि आबद्ध पूंजी बाजार का आधार सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए अड़चन माना गया, अतः सरकारी तथा अन्य अनुमोदित प्रतिभूतियों में बैंकों के निवेश के लिए सांविधिक निर्धारण को फरवरी 1992 के सर्वोच्च स्तर से कम करके उसे अप्रैल 1997 तक 25 प्रतिशत के न्यूनतम सांविधिक स्तर तक लाया गया। इसके परिणामस्वरूप निवेशकों के आधार को व्यापक बनाने की ओर ध्यान केन्द्रित हो गया। इस प्रयोजन के लिए प्राथमिक व्यापारियों के रूप में मध्यस्थकों का नेटवर्क विकसित किया गया। प्राथमिक बाजार में (नीलामियों में गैर-प्रतिस्पर्धी बोलियों की प्रणाली) तथा द्वितीयक बाजार में (स्टॉक एक्सचेंजों में खुदरा लेनदेन की अनुमति देकर) खुदरा सहभागिता को प्रोत्साहित किया गया। इसके साथ-साथ रिजर्व बैंक ने बाजार की अलग-अलग वरीयताओं की आवश्यकता पूर्ति के लिए नवोन्मेषी विशेषताओं वाली नयी लिखतें भी शुरू कीं, हालांकि इस संबंध में सफलता सीमित ही रही है।

9.22 तीसरे, घाटे के स्वतः मौद्रीकरण के माध्यम से रिजर्व बैंक से सरकार द्वारा निर्बाध रूप से वित्तीयन का आश्रय लेना बंद हो जाने तथा गैर-विपणनीय प्रतिभूतियों का विपणन योग्य प्रतिभूतियों में परिवर्तन हो जाने के कारण रिजर्व बैंक ने अधिक परिचालनगत आजादी प्राप्त की। चौथे, चलनिधि बढ़ाने के प्रयास में, रिजर्व बैंक ने 1990 के दशक के बाद के वर्षों से सरकारी प्रतिभूतियों का पुनर्निर्गम करके, बाजार उधारियों में उनके अंश में क्रमिक रूप से वृद्धि करते हुए ऋण के उदासीन भाव से समेकन की रणनीति अपनायी; इसका परिणाम हुआ कि प्रमुख मीयादों में काफी सकेन्द्रण हो गया और यह बाजार के बेंचमार्कों के उभरने में मदद कर रहा है। अंतिम, रिजर्व बैंक लेनदेन और निपटान के लिए प्रौद्योगिकीगत बुनियादी संरचना को सुदृढ़ करने के लिए भी उपाय कर रहा है। एक स्क्रीन आधारित बेनामी ट्रेडिंग और रिपोर्टिंग प्लेटफार्म एनडीएस-ओएम फार्म में शुरू किया गया है जो प्राथमिक नीलामियों में इलेक्ट्रॉनिक रूप से बोली लगाने में समर्थ बनाता है तथा ट्रेडिंग की सूचना न्यूनतम समय अंतराल के साथ प्रसारित कर देता है। इसके अलावा, सीसीआईएल की स्थापना के चलते, एक दक्ष निपटान प्रणाली-तंत्र भी संस्था के रूप में शुरू किया गया है जिसने सरकारी प्रतिभूति बाजार को काफी स्थिरता प्रदान कर दी है।

9.23 एफआरबीएम अधिनियम के अंतर्गत निहित शर्तों के अनुसार अप्रैल 2006 से प्राथमिक बाजार से हट जाने के साथ ही रिजर्व बैंक ने उभरती हुई चुनौतियों से निपटने के लिए प्राथमिक व्यापारियों की प्रणाली की व्याप्ति को बढ़ाने के लिए तथा उसे नया रूप देने के लिए आवश्यक संस्थागत परिवर्तन किये। बाजार को गहन बनाने तथा चलनिधि के संवर्धन के लिए उठाये गये अन्य उपायों में शामिल हैं - “ ह्वेन इश्यूड ” का

लेनदेन, सरकारी प्रतिभूतियों की ‘शार्ट सेलिंग’ तथा वापस खरीद के माध्यम से सरकारी ऋण का सक्रिय रूप से समेकन।

9.24 लिखतों तथा सहभागियों की दृष्टि से सरकारी प्रतिभूति बाजार को व्यापक और गहन बनाने के लिए वर्षों से रिजर्व बैंक द्वारा की गयी विभिन्न नीतिगत पहलों ने विभिन्न परिस्थितियों में सरकार के बाजार उधार कार्यक्रमों को सफलतापूर्वक पूरा करने में समर्थ बनाया। विशेषकर, एफआरबीएम के बाद के चरण में, सुचारु रूपान्तरण को सुनिश्चित किया गया है। सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार में कुल कारोबार काफी बढ़ा है जो मुख्य मीयादों में तरलता को सुधारने के लिए किये गये विभिन्न उपायों की प्रभावपूर्णता को दर्शाते हैं। दीर्घावधिक प्रतिभूतियों के निर्गम ने 30 वर्षों की मीयादवाले आय वक्र को विकसित करने में समर्थ बनाया है, हालांकि यह लम्बी मीयाद की समाप्ति पर तरल तथा सक्रिय नहीं है। निवेशक आधार के व्यापक होने के साथ, सरकारी ऋण की धारिता का स्वरूप विशाखीकृत हो गया है। सरकारी प्रतिभूति बाजार घरेलू मुद्रा बाजार तथा अंतर्राष्ट्रीय ब्याज दरों के साथ उत्तरोत्तर रूप में समेकित होता जा रहा है।

9.25 तथापि, विकसित होती हुई आर्थिक परिस्थितियों तथा और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने ने परिचालनगत ढांचे को और चुस्त-दुरुस्त बनाना आवश्यक बना दिया है ताकि ऋण प्रबंधन के सुचारु परिचालनों को सुनिश्चित किया जा सके। कुछ ऐसे मुद्दे हैं जिनसे निपटना सरकारी प्रतिभूति बाजार को अधिक ऊर्जस्वित बनाने तथा ऋण प्रबंध के उद्देश्यों को और अधिक दक्ष रूप में पूरा करने के लिए जरूरी है। ऐसी लिखतों के अभाव में जो बाजार सहभागियों को ब्याज दरों पर अग्रगामी दृष्टिकोण अपनाने में समर्थ बना सकें, द्वितीयक बाजार में कुल कारोबार के गिरते ब्याज दर चक्र के दौरान बढ़ता हुआ, परंतु बढ़ते हुए ब्याज दर के चक्र के दौरान गिरता हुआ देखा गया है। इस संदर्भ में, दिन के अंदर ‘शार्ट सेलिंग’ की शुरुआत, उसके बाद पांच ट्रेडिंग तक के ‘शार्ट सेलिंग’ की अनुमति देना सही दिशा में उठाये गये कदम हैं। विद्यमान प्रतिभूतियों में समेकन, बैंकों के बाजार के प्रति बाजार संविभाग में चरणबद्ध रूप में वृद्धि, तथा स्ट्रिप्स की शीघ्र शुरुआत के माध्यम से चलनिधि में और सुधार किया जा सकता है। एफआरबीएम अधिनियम के अंतर्गत, प्राथमिक बाजार में, केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों में रिजर्व बैंक के अभिदान पर प्रतिबंध के चलते, निदेशक आधार को और आगे विशाखीकृत करना महत्वपूर्ण है। एसएलआर के वर्तमान स्तर से कम करने की स्थिति में आबद्ध निवेशक आधार में संभावित कटौती को देखते हुए निवेशक आधार को भी बढ़ाने की जरूरत है। एसएलआर में न्यूनतम सीमा को बैंककारी विनियमन (संशोधन) अधिनियम 2007 के द्वारा, जो



23 जनवरी 2007 से लागू माना गया है, हटा दिया गया है। इस संबंध में कोई भी निर्णय, वास्तव में, समग्र व्यापक आर्थिक और मौद्रिक स्थितियों पर निर्भर करेगा। राज्य सरकारों की प्रतिभूतियां अपेक्षाकृत अतरल हैं जो राज्य सरकारों की उधार लेने की लागत को प्रभावित करती हैं। केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की तरलता को सुधारने के लिए उठाये गये कुछ उपायों पर राज्य सरकारों की प्रतिभूतियों के बारे में भी विचार किये जाने की जरूरत है।

### विदेशी मुद्रा बाजार

9.26 1993 में निर्धारित विनिमय दर व्यवस्था से बाजार द्वारा निर्धारित विनिमय दर व्यवस्था में चरणबद्ध रूप में संचरण तथा उसके बाद 1994 में चालू खाते की परिवर्तनीयता को अपनाये जाने के बाद से भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार ने 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से दूरगामी परिवर्तन देखे हैं। बाजार सहभागियों को विदेशी मुद्रा विनिमय संबंधी परिचालन करने तथा अपने जोखिमों का प्रबंध करने के लिए और अधिक नमनीयता प्रदान की गयी है। प्रक्रियाओं का सरलीकरण करके तथा कई नयी लिखतों की उपलब्धता से इसे सुविधाजनक बनाया गया है। ट्रेडिंग प्लेटफार्म तथा निपटान प्रक्रिया-तंत्रों की दृष्टि से बाजार की बुनियादी संरचना में उल्लेखनीय सुधार हुए हैं। इसके परिणामस्वरूप, वर्षों से बाजार की गहनता और तरलता में काफी सुधार हुआ है। विदेशी मुद्रा बाजार में दक्षता में भी सुधार हुआ है जैसाकि यह निम्न बोली-आफर दायरों में झलकता है। पूंजी खाते को क्रमिक रूप से खोले जाने के साथ ही, वायदा प्रीमियम उत्तरोत्तर रूप में ब्याज दर विभेदकों के साथ समरूप होता जा रहा है।

9.27 विदेशी मुद्रा बाजार की स्थितियां, कुछ उद्वेगशीलता की अवधि को छोड़कर, 1993 की अवधि के बाद व्यवस्थित रही हैं। विनिमय दर प्रबंधन के प्रति भारत का दृष्टिकोण अत्यधिक उद्वेगशीलता को बचाने का रहा है। इसने बाजार की स्थिरता में योगदान किया है। विदेशी मुद्रा बाजार में रिजर्व बैंक द्वारा हस्तक्षेप, हालांकि वह प्रभावी रहा है, कुल कारोबार की तुलना में अपेक्षाकृत कम ही रहा है। आम तौर पर, ईएमई के अनुभव ने, 1990 के दशक में, 1980 के दशक और उससे पहले के व्यापार प्रवाह और आर्थिक वृद्धि के प्रति विनिमय दर में घटबढ़ का निर्धारण करने में पूंजी प्रवाहों की महत्ता को रेखांकित किया है। अधिकांश विकासशील देशों के मामले में, जो श्रमिक सघन तथा निम्न और मध्यवर्ती प्रौद्योगिकीगत उत्पादों में विशेषज्ञ हैं, तथा अत्यधिक प्रतिस्पर्धी बाजारों में लाभ मार्जिन बहुत कम है तथा बड़ी रिटेल चैन की मूल्य निर्धारण शक्ति के प्रति संवेदनशील हैं, विनिमय दर उद्वेगशीलता के रोजगार, उत्पाद और संवितरण के मामले में महत्वपूर्ण परिणाम होते हैं (मोहन, 2004)। इस प्रकार विनिमय दर उद्वेगशीलता के प्रबंधन पर भारत जैसी उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं में ध्यान देते रहने की जरूरत होगी।

9.28 1993-94 से भारत द्वारा प्राप्त पूंजी प्रवाह आम तौर पर चालू खाता घाटे से काफी ऊपर रहे हैं। अतः विदेशी मुद्रा बाजार सुधारोत्तर अवधि के अधिकांश भाग में अतिरिक्त आपूर्ति की स्थिति वाले रहे हैं। विदेशी मुद्रा विनिमय दर प्रबंधन तथा विदेशी मुद्रा भंडार के संबंध में नीतिगत ढांचे के अनुरूप, रिजर्व बैंक ने बाजार से इस अतिरिक्त आपूर्ति को खरीद लिया है। मौद्रिक समुच्चय तथा घरेलू अर्थव्यवस्था पर ऐसी खरीदों के स्फीतिकारी प्रभाव को अन्य बातों के साथ-साथ निम्नलिखित के जरिए निष्प्रभावी कर दिया गया है - बढ़ी हुई विनिमय दर की नमनीयता, चालू खाते और पूंजी खाते के संबंध में नीतिगत ढांचे का चरणबद्ध रूप में उदारीकरण, कंपनियों को अपनी बाह्य वाणिज्यिक उधारियों को समय से पहले चुकाने के लिए नमनीयता, निवासियों को विदेशी मुद्रा खातों की सुविधा का विस्तार, बैंकों को विदेशों में अन्यत्र उच्च गुणवत्तापूर्ण लिखतों में उदारतापूर्वक निवेश करने की अनुमति देना, तथा निर्यातकों के लिए विदेशी मुद्रा की सुपुर्दगी संबंधी अपेक्षा को उदार बनाना (रेड्डी 2007 क)। इन उपायों की अनुपूर्ति खुले बाजार के परिचालन, एलएएफ के अंतर्गत रिपो परिचालनों, नकदी प्रारक्षित अनुपात को संतुलित करके, तथा बाजार स्थिरीकरण योजना जैसे नवोन्मेषों के रूप में निष्प्रभावीकरण के परिचालनों से की गयी। घरेलू अर्थव्यवस्था पर पूंजी प्रवाहों और विनिमय दर में उद्वेगशीलता के प्रभाव को न्यूनतम रखने के साथ-साथ व्यापक आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता को बनाये रखने में पूंजी प्रवाहों के प्रबंधन का यह दृष्टिकोण अब तक सफल रहा है। पूंजी खाते के उदारीकरण की निरंतर चलती प्रक्रिया तथा भारतीय अर्थव्यवस्था के वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ और एकीकरण के चलते आगे आने वाले वर्षों में मौद्रिक और चलनिधि प्रबंधन की चुनौतियां और भी सघन हो जाने की संभावना है। मौद्रिक और विनिमय दर नीतियों के संचालन का निर्धारण करने में वैश्विक गतिविधियों के उत्तरोत्तर महत्वपूर्ण भूमिका अदा किये जाने की संभावना है जो लक्ष्यों और लिखतों की दृष्टि से कठोर विकल्प चुनने की मांग करती हैं।

9.29 और आगे बढ़ने के लिए भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार को बाह्य क्षेत्र के सुधारों के अनुरूप बनाये जाने की जरूरत है, विशेषकर, पूंजी नियंत्रणों को और उदार बनाने की ओर बढ़ने के लिए, जिसके लिए पूंजी खाते की और अधिक पूर्ण परिवर्तनीयता समिति (एफसीएसी) ने एक नया मार्ग उपलब्ध कराया है। अतः भविष्य की कार्य-सूची में विशेषकर, व्युत्पन्नी उत्पादों के लिए, सहभागिता आधार को व्यापक बनाने, आधुनिक जोखिम प्रबंध प्रणालियों की मोर्चाबंदी के अनुरूप विनियमों के लिए तथा बेहतर ग्राहक सेवा के लिए नयी लिखतों की शुरुआत करने को शामिल किया जाना चाहिए। विदेशी मुद्रा बाजार के सुधारों को भी विकसित होते हुए व्यापक आर्थिक परिवेश तथा वित्तीय बाजार के अन्य घटकों, विशेषकर



मुद्रा, इक्विटी और सरकारी प्रतिभूति बाजारों में होनेवाली गतिविधियों के साथ समरस बनाना होगा। उन्हें वास्तविक अर्थव्यवस्था की उभरती आवश्यकताओं के साथ भी सामन्जस्य बैठाना होगा।

### इक्विटी तथा कंपनी ऋण बाजार

9.30 सुधारों की प्रक्रिया 1990 के दशक के प्रारंभिक वर्षों से शुरू होने के बाद से भारतीय इक्विटी बाजार ने उल्लेखनीय सुधार देखे हैं और अब यह सर्वोत्तम अंतर्राष्ट्रीय बाजारों से तुलनीय है। लेनदेन (ट्रेडिंग) और निपटान की बुनियादी संरचना में, जोखिम प्रबंध प्रणालियों में तथा इक्विटी बाजार में दक्षताओं और पारदर्शिता के स्तरों में दर्शनीय सुधार हुआ है। लेनदेन की लागत में गिरावट आयी है, और उद्वेगशीलता को भी सीमित रखा गया है। फिर भी, देशी आर्थिक गतिविधि में, भारतीय पूंजी बाजार, इक्विटी तथा ऋण बाजार की भूमिका अपेक्षाकृत कम महत्वपूर्ण बनी हुई है। शेयरों, डिबेंचरों तथा पारस्परिक निधियों की यूनितों के रूप में परिवारों की बचतें तुलनात्मक रूप से निम्न स्तरों पर रहीं, जो पूंजी बाजार आधारित लिखतों के विपरीत सुरक्षित तथा संविदागत लिखतों के प्रति परिवारों की वरीयता को दर्शाती हैं। सार्वजनिक निर्गमों के घटक का आकार छोटा बना रहा, क्योंकि कंपनियों ने संसाधन जुटाने के लिए आंतरिक स्रोतों और बैंक ऋणों पर निर्भर रहने के अलावा अंतर्राष्ट्रीय पूंजी बाजार तथा निजी स्थानन बाजार को प्राथमिकता देना जारी रखी। विशेषकर कंपनी बांड बाजार अल्प विकसित बना रहा जो अनेक कारणों को दर्शाता है, जैसे - एक विश्वसनीय तथा तरल आय वक्र की अनुपस्थिति, निर्गमों की उच्च लागत तथा द्वितीयक बाजार में तरलता की कमी।

9.31 भारत जैसी वृद्धिशील अर्थव्यवस्था के लिए जोखिम पूंजी तथा दीर्घावधि संसाधनों की जरूरत है ताकि कंपनियों को ऋण और इक्विटी का एक उचित मिश्रण चुनने में समर्थ बनाया जा सके। आर्थिक वृद्धि में आयी तेजी ने कंपनी क्षेत्र द्वारा निधियों की भारी मांग का सृजन किया है। प्रोत्साहनपरक कारोबारी दृष्टिकोण तथा अनुकूल निवेश परिवेश ने कंपनियों को अपनी क्षमता का विस्तार करने के लिए प्रोत्साहित किया है। बुनियादी संरचना संबंधी परियोजनाओं के वित्तपोषण के लिए दीर्घावधि संसाधन विशेष महत्व के हैं। एक भली भांति कार्य करनेवाला घरेलू पूंजी बाजार भी जरूरी है, ताकि बैंकिंग क्षेत्र अपने बढ़ते हुए परिचालनों को बनाये रखने के लिए बाजार से आवश्यक पूंजी जुटाने में समर्थ हो सके। इसके अलावा, भलीभांति काम करने वाला बांड मार्केट मौद्रिक संप्रेषण की प्रभावी सरणी बन सकता है, यदि बैंकिंग क्षेत्र क्षतिग्रस्त हो जाता है या ऐसी स्थितियों में जब बैंक कोई एकाधिकारवादी मूल्य निर्धारण व्यवहार अपनाते हों। आपूर्ति की दृष्टि से भी देखें तो, बढ़ती आय तथा बचतों के स्तरों के लिए वैकल्पिक निवेश के विकल्पों की जरूरत होगी, जिनमें इक्विटी और

कंपनी ऋण भी शामिल हैं। अतः भारत की उच्च वृद्धि दर बनाये रखने के लिए पूंजी बाजार को महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी।

9.32 इक्विटी बाजार में संभावित सुधारों को सुदृढ़ घरेलू संस्थागत निवेशकों का विकास करने, कंपनी संचालन में अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम संव्यवहारों का अनुपालन करने तथा सार्वजनिक निर्गमों को जारी करने में समय और लागत में कटौती करने पर ध्यान केंद्रित करना होगा। प्रोन्नतकर्ता कंपनियों में अभी भी इक्विटी का बहुत बड़ा भाग धारण किये हुए हैं। संकेंद्रित स्वामित्व इक्विटी बाजार के विकास से होनेवाले लाभों के संवितरण में बाधा डालता है जिसका कंपनी संचालन के ढांचे की कार्यप्रणाली पर तथा छोटे श्रेयधारकों के अधिकारों की रक्षा करने पर प्रभाव पड़ता है।

9.33 निजी कंपनी ऋण बाजार के सार्वजनिक निर्गम के घटक में बहुत कम गतिविधि है। केंद्रीय बजट, 2006-07 में किये गये प्रस्तावों तथा कंपनी बांडों और प्रतिभूतिकरण पर उच्चस्तरीय विशेषज्ञ समिति द्वारा की गयी सिफारिशों को देखते हुए, सेबी ने हाल ही में बीएसई तथा एनएसई में ट्रेड रिपोर्टिंग प्लेटफार्म की स्थापना करके कंपनी बांडों में लेनदेनों से संबंधित सूचना के समय पर एकत्र करने के लिए कदम उठाये हैं। इसके विकास का अगला चरण कंपनी ऋण ट्रेडिंग प्लेटफार्म की स्थापना का होगा, जिससे दक्ष मूल्य की खोज तथा विश्वसनीय समाशोधन तथा निपटान प्रक्रिया-तंत्र में योगदान करने की अपेक्षा है। भारत में बांडों के लिए बाजार के विकास की प्रक्रिया, एक क्रमिक प्रक्रिया होने वाली है, जैसा कि अन्य देशों में अनुभव किया गया है। इस संदर्भ में, सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास से प्राप्त किये गये अनुभव उपयोगी सिद्ध होने चाहिए। कंपनी ऋण बाजार के लिए भारी संख्या में निवेशकों, तथा बड़े आकार के निर्गमों की जरूरत होगी ताकि वे प्रभावी रूप से कार्य कर सकें। सरकारी प्रतिभूति बाजार की तरह छोटे आकार के निर्गमों की समस्या से निपटने के लिए निर्गमों में अनुशासन तथा पुनर्निर्गमों के माध्यम से समेकन लाना होगा। बाजार के खिलाड़ियों जैसे सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के लिए प्राथमिक व्यापारियों द्वारा अदा की गयी भूमिका को कंपनी बांड बाजार में उपयुक्त संस्थागत ढांचे के माध्यम से सुदृढ़ बनाने की जरूरत होगी। प्रतिपक्षी पार्टी और निपटान के जोखिमों को कम करने के लिए लेनदेनों के निपटान के लिए प्रतिपक्षी पार्टी की गारंटी कंपनी बांडों में द्वितीयक बाजार की गतिविधि को प्रोन्नत करेगी। व्यापक आर्थिक स्थिरता भी बाजार के विकास की प्रक्रिया में सहायता करेगी। ढांचागत वित्तीय उत्पादों की बढ़ी हुई उपलब्धता, जैसे दृष्टिबंधन तथा आस्तिसमर्थित प्रतिभूतियां भी कंपनी बांड बाजार के विकास को प्रोत्साहित कर सकती हैं, जिसके लिए उन्हें इसकी बुनियादी सीमाओं जैसे बांडों, जिन्हें निवेशक रखना चाहेंगे, की ऋण की गुणवत्ता तथा संभावित उधारकर्ता की वास्तविक साख की गुणवत्ता के बीच के अंतराल से निपटना होगा।



9.34 अल्प विकसित कंपनी बांड मार्केट के फलस्वरूप कंपनी क्षेत्र बैंक ऋण पर अत्यधिक निर्भर हो जाता है जो छोटे और उद्यमों को निधियों की आपूर्ति को घटा देता है तथा दीर्घवधिक वित्तपोषण की अपेक्षाओं के लिए संस्थागत वित्त में अंतराल भी खड़ा कर देता है। 2003-04 से देखी गयी निवेश और वृद्धि को बनाये रखने के लिए सुदृढ़ और गहन घरेलू पूंजी बाजार अनिवार्य होगा।

### सारांश

9.35 अन्य केंद्रीय बैंकों की भांति रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति के संप्रेषण प्रक्रिया-तंत्र में उनकी महत्वपूर्ण भूमिका को देखते हुए मुद्रा, ऋण, सरकारी प्रतिभूति और विदेशी मुद्रा बाजार के विकास में गहन रुचि ली है। इसमें दृष्टिकोण अनेक मोर्चों पर समानान्तर रूप से, वह भी क्रमबद्ध और चरणबद्ध रूप में काफी सोच विचार करते हुए, जिसमें संस्थागत और बुनियादी सुविधा के विकास तथा बाजार व्यष्टि संरचना पर बल देते हुए आगे बढ़ने का रहा है। सुधारों की गति उपयुक्त प्रणालियों और प्रक्रियाओं, प्रौद्योगिकियों और बाजार संव्यवहारों को सुस्थापित करने पर निर्भर रही है। इसके लिए रिजर्व बैंक तथा सरकार और साथ ही अन्य विनियामकों के बीच घनिष्ठ समन्वय बनाये रखा गया है जिसने भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच व्यवस्थित और सुचारु विकास में सहायता की है। रिजर्व बैंक भारतीय वित्तीय बाजारों के वैश्विक बाजारों के साथ निर्बाध समेकन के लिए परिचालन प्रक्रियाओं और लिखतों को बेहतर बनाने तथा जोखिम प्रबंधन प्रणालियों, आय की पहचान, प्रावधानीकरण तथा प्रकटीकरण और लेखांकन मानदंडों को अंतर्राष्ट्रीय सर्वोत्तम संव्यवहारों के अनुरूप बनाने में लगा रहा है (मोहन, 2007ख)।

9.36 रिजर्व बैंक तथा अन्य विनियामक प्राधिकारियों द्वारा उठायी गयी पहलों ने वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों की कार्य प्रणाली में उल्लेखनीय सुधार किया है। घरेलू वित्तीय बाजार अत्यधिक नियंत्रित प्रणाली - जैसे नियंत्रित ब्याज दरें, ऋण नियंत्रण और विदेशी मुद्रा नियंत्रण - से एक ऐसी प्रणाली की ओर बढ़ा है, जिसमें बाजार द्वारा निर्धारित ब्याज दरों, विनिमय दर और मौद्रिक नीति की मूल्य आधारित लिखतें प्रधान रही हैं। उन गतिविधियों ने, देशी वित्तीय बाजारों की गहनता तथा तरलता में सुधार लाकर, ब्याज दरों और विनिमय दरों की बेहतर मूल्य की खोज करने के रूप में योगदान किया है जिसने अर्थव्यवस्था में संसाधनों के आबंटन में बेहतर दक्षता प्रदान की है। वित्तीय बाजारों के आकार और उनकी गहनता में वृद्धि ने अप्रत्यक्ष लिखतों के लचीले प्रयोग का मार्ग प्रशस्त किया है। महत्तर गहनता और चलनिधि तथा बाजार सहभागियों के लिए आजादी ने भी वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों के बीच एकीकरण को बढ़ाया है। यह बढ़ा हुआ एकीकरण न केवल संपूर्ण परिदृश्य के विभिन्न

घटकों के बीच जोखिम के संवितरण को अधिक दक्षतापूर्वक करने में समर्थ बनाता है, बल्कि मौद्रिक नीति संबंधी धड़कनों की दक्षता को भी बढ़ाता है। समन्वित वित्तीय बाजारों की दुनिया में मौद्रिक नीति न केवल परम्परागत ब्याज दर सरणी के माध्यम से बल्कि, विनिमय दर तथा अन्य आस्ति मूल्यों की सरणियों के माध्यम से भी परिचालन करती है, जिससे वह वास्तविक अर्थव्यवस्था और मुद्रास्फीति पर मौद्रिक नीति के प्रभाव को सुदृढ़ करती है। साक्ष्य यह सुझाते हैं कि भारत में वित्तीय बाजार के विभिन्न घटकों में बढ़ते एकीकरण के साथ ब्याज दरों में निम्न उद्वेगशीलता रही है।

9.37 वित्तीय बाजारों का विकास एक निरंतर प्रक्रिया है। अतः वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को और गहन और व्यापक बनाने के कार्य को भी आगे आनेवाले वर्षों में आगे बढ़ाना होगा। वित्तीय बाजारों को भारतीय अर्थव्यवस्था द्वारा अनुभव की जा रही वर्तमान वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए भविष्य में और भी महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी। बढ़ती हुई अर्थव्यवस्था की भारी निवेशगत आवश्यकता एवं वित्तीय बाजारों की इस योग्यता पर बहुत कुछ निर्भर करेगी कि वह बचतकर्ताओं से संसाधनों को जुटाये और उन्हें अत्यंत दक्षतापूर्वक अधिकांश उत्पादक उपयोगों के लिए आबंटित करे। इसके अलावा और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता की ओर बढ़ने के परिकल्पित अभियान के संदर्भ में, विभिन्न घटकों के बीच एकीकरण और विकास भी महत्वपूर्ण हैं। जैसाकि और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता संबंधी समिति (2006) ने पाया है, कोई भी देश जो और अधिक पूर्ण पूंजी खाते की परिवर्तनीयता को लागू करना चाहता है उसे यह सुनिश्चित करने की जरूरत होगी कि बाजार के विभिन्न घटक न केवल भलीभांति विकसित हों, बल्कि भलीभांति समन्वित भी हों। तदनुसार, मीयादी मुद्रा बाजार का विकास, विदेशी मुद्रा बाजार में व्युत्पन्नी लिखतों के उपयोग में बेहतर नमनीयता, कंपनी बांड बाजार का विकास और जमा प्रमाणपत्र पत्र, वाणिज्यिक पत्र जैसी अनेक लिखतों में द्वितीयक बाजार का निर्माण बाजार विकास के कुछ पहलू हैं, जिन पर घरेलू वित्तीय बाजारों में और अधिक गहनता तथा तरलता लाने के लिए यथोचित ध्यान दिये जाने की जरूरत है।

9.38 विभिन्न नीतिगत पहलों के परिणामस्वरूप भारत में वित्तीय क्षेत्र वृद्धि के लिए अब और बाधक नहीं रहा है, हालांकि इसमें और भी सुधार होने बाकी हैं। तथापि, वास्तविक क्षेत्र में भौतिक बुनियादी संरचना की दृष्टि से विकास तथा आपूर्ति के लोच में सुधार के बिना, वित्तीय क्षेत्र भी संसाधनों का गलत आबंटन कर सकता है, काफी मात्रा में बुलबुले निर्मित कर सकता है, और संभवतः जोखिमों को कई गुना बढ़ा सकता है। अतः वित्तीय क्षेत्र के सुधारों के साथ-साथ भारत में वास्तविक क्षेत्र में सुधारों की गति और प्रक्रिया को भी साथ-साथ चलाने की अनुपूरकता अनिवार्य है (रेड्डी, 2007ख)।

9.39 समानान्तर रूप से बढ़ते हुए उदारीकरण, अवनियमन तथा वैश्विक वित्तीय बाजारों के साथ एकीकरण के साथ ही नीतिगत पहलों ने यह सुनिश्चित किया है कि घरेलू वित्तीय बाजार और बाजार सहभागी इस स्थिति में हैं कि वे ऐसे अप्रत्याशित तथा भारी आघातों को झेल सकते हैं जो वैश्विक गतिविधियों से उभर सकते हैं, ताकि वृद्धि को समर्थन देते हुए देश में वित्तीय स्थिरता बनायी रखी जा सके। भारतीय अनुभव यह दर्शाता है कि बाजारों का विकास कठिन तथा समय-साध्य कार्य है जिसके लिए सचेत नीतिगत कार्रवाई तथा प्रभावी कार्यान्वयन की जरूरत है। वित्तीय बाजारों को निरंतर आधार पर निर्मित, पोषित और निगरानी किये जाने की जरूरत है जब तक कि वे स्वायत्त रूप से कार्य करना शुरू न कर दें (मोहन, 2006ग)। 2003-04 से देखी गयी वृद्धि की गति को बनाये रखने के लिए, यह आवश्यक है कि घरेलू बचतें और बढ़ें जो अर्थव्यवस्था की बढ़ती निवेशगत आवश्यकताओं को पूरा कर सकें। लम्बी अवधि की निधियों सहित, निधियों के लिए मांग उच्च बनी रहने की संभावना है, विशेषकर, अर्थव्यवस्था में अपेक्षाकृत निम्न ऋण विस्तार के कारण। इस पृष्ठभूमि में, वित्तीय बाजारों के विभिन्न घटकों को गहन और व्यापक बनाने के लिए सोची समझी नीतिगत पहलों का निरंतर आधार पर अनुसरण करने की जरूरत है, ताकि घरेलू वित्तीय बाजार प्रभावी रूप से घरेलू बचतों का संग्रहण कर सकें तथा उन्हें उत्पादक प्रयोजनों के लिए आबंटित कर सकें और साथ ही, मौद्रिक नीतिगत धड़कनों के शेष अर्थव्यवस्था की ओर संप्रेषण को बढ़ा सकें।

9.40 सारे विश्व में अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों के साथ देशी वित्तीय बाजारों का बढ़ता हुआ एकीकरण संक्रामक प्रभाव की चुनौती भी खड़ी करता है। हाल की गत अवधि में, वित्तीय बाजार, वैश्विक रूप से, प्रचुर चलनिधि की स्थितियों से संपन्न हैं, उनमें आस्तियों के मूल्य उच्च हैं, तथा दीर्घावधिक ब्याज की दरें निम्न हैं। आय की खोज ने भारी बाह्य निधियों को गत कुछ वर्षों से उदीयमान बाजारी अर्थव्यवस्थाओं की ओर मोड़ दिया है जिससे अन्य बातों के साथ-साथ, मौद्रिक प्रबंध की समस्या भी खड़ी हो गयी है। जोखिमों के दायरे और उद्वेगशीलता के उपाय, काफी निम्न स्तरों तक गिर गये हैं। वित्तीय बाजारों में इन गतिविधियों के आंशिक कारण महत्तर व्यापक आर्थिक स्थिरता - स्थिर उत्पाद वृद्धि तथा निम्न और स्थिर मुद्रास्फीति - को माना जा सकता है, जो 1970 और 1980 के

दशकों की तुलना में 1990 के दशक में देखी गयीं। तथापि हाल की अवधि में, अंतर्राष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में उद्वेगशीलता में आयी गिरावट, अनिवार्यतः यह नहीं सुझाती है कि जोखिम खत्म हो गये हैं। जहां वित्तीय प्रणाली जोखिम के वहन में अधिक दक्ष हो गयी है, वहीं यह पहले की अपेक्षा अधिक जोखिम उठा रही है जिसमें प्रणाली को भारी सर्वांगी आघातों को उभारने की सक्षमता है (राजन 2005)। तदनुसार, भारी वैश्विक चलनिधि के परिवेश में, वित्तीय बाजार की शांति की वर्तमान परिस्थितियों ने, तथा भारी और बढ़ते हुए वैश्विक व्यापक आर्थिक असंतुलनों ने ये चिंताएं पैदा कर दी हैं कि क्या वित्तीय बाजार जोखिमों को यथोचित रूप में मूल्यों में निहित कर रहे हैं।

9.41 जोखिमों का पुनर्मूल्यन वैश्विक निवेशकों की संविभागीय धारिताओं में व्यापक समायोजनों को प्रेरित करेगा और यह उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं में जोखिमपूर्ण आस्तियों से पूंजी के बहिर्गम में तेज गति लायेगा जिसका प्रभाव विदेशी मुद्रा बाजारों तथा अन्य घरेलू वित्तीय घटकों पर होगा जैसा कि मई-जून 2006 के दौरान और पुनः फरवरी/मार्च 2007 में वैश्विक इक्विटी बाजारों में आयी हाल की वैश्विक घटना का स्पष्ट प्रमाण देखा जा सकता है। इस प्रकार नीति निर्माता तथा वित्तीय क्षेत्र के सहभागियों को अब की अपेक्षा कहीं अधिक पैमाने पर भविष्य में वित्तीय बाजारों में होने वाले परिवर्तनों से संघर्ष करना होगा। इस पृष्ठभूमि में आघातों को झेलने के लिए वित्तीय प्रणाली की क्षमता में सुधार लाने पर ध्यान केंद्रित करते हुए केंद्रीय बैंकों को इसके लिए तैयार रहने की जरूरत होगी कि यदि वित्तीय स्थितियों में आने वाले परिवर्तन मूल्य स्थिरता तथा संवहनीय आर्थिक वृद्धि को बनाये रखने के लक्ष्यों की प्राप्ति में चुनौतियां खड़ी करें तो वे उपयुक्त रूप से मौद्रिक नीति में समायोजन करेंगे (गीथनर, 2007)।

9.42 इस प्रकार वित्तीय स्थिरता के मुद्दे भविष्य में और भी महत्वपूर्ण हो सकते हैं, विशेषकर उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं के लिए। भारत में, आर्थिक एजेंटों के बड़े-बड़े घटकों में वित्तीय बाजारों में होने वाली उद्वेगशीलता से निपटने के लिए पर्याप्त ऊर्जस्विता नहीं हो सकती है। अतः रिजर्व बैंक की नीतियां करेंसी और मुद्रा बाजारों में उद्वेगशीलता के संकेतकों के प्रति सजग हैं (भारिबैंक 2007)। दक्षतागत लाभों को लेने के लिए वित्तीय बाजारों को और गहन तथा व्यापक बनाने की नीतिगत पहलों को अपनाने की जरूरत है, साथ ही अर्थव्यवस्था में व्यापक आर्थिक तथा वित्तीय स्थिरता को भी सुनिश्चित करना होगा।

## चुने हुए संदर्भ

### I. रिपोर्ट का विषय

- बगहॉट वॉल्टर. 1873 “ ए डिस्क्रिप्शन ऑफ दि मनी मार्केट ” लांबर्ड स्ट्रीट, रिचर्ड इर्विन इंक.
- गंभीर, एन., तथा एम.गोयल, 2003 “ फॉरेन एक्सचेंज डेरिवेटिव्ज मार्केट इन इंडिया - स्टेटस एंड प्रॉस्पेक्ट्स ” इन डेरिवेटिव्ज मार्केट्स इन इंडिया, इनवेस्ट इंडिया (ईडी) सुसन थॉमस, टाटा मॅकग्रॉ-हिल
- भारत सरकार. 2007. हाई पावर एक्सपर्ट कमिटी रिपोर्ट ऑन मेकिंग मुंबई ऐन इंटरनेशनल फिनान्शियल सेंटर, अप्रैल
- किंग, रॉबर्ट जी. तथा रॉस लेविन. 1993. “ फाइनान्स एंड ग्रोथ : शुपीटर माइट बी राइट ” दि क्वार्टरली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स, 108(3)
- लेविन, रॉस, तथा सारा जर्वस. 1996. “ स्टॉक मार्केट डेवलपमेंट एंड लांग रन ग्रोथ ” वर्ल्ड बैंक इकॉनॉमिक रिव्यू, खंड 10
- लेविन, रॉस. 1997. “ फिनान्शियल डेवलपमेंट एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ : व्यूज एंड एजेंडा ” जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक लिटरचर, 35(2)
- लिपशिचट्ज, लेसली. 2007. “ वाइजिंग अप अबाउट फाइनान्स ” फाइनान्स एंड डेवलपमेंट, 44 (1), मार्च
- मैककिन्नन, आर. 1973 “ मनी एंड कैपिटल इन इकॉनॉमिक डेवलपमेंट ” दि बुकिंग इन्स्टिट्यूशन, वाशिंगटन, डी.सी.
- मिशिकन, फ्रेडरिक एस. 2006. “ दि नेक्स्ट ग्रेट ग्लोबलाइजेशन: हाउ डिसेम्प्लान्टेड नेशन्स कैन हार्नेस देअर फिनान्शियल सिस्टम्स टू गेट रिच ” न्यू जर्सी: प्रिंसटोन यूनिवर्सिटी प्रेस
- मोहन, राकेश 2004. “ चैलेंजेज टु मॉनिटरी पॉलिसी इन ए ग्लोबल कॉन्टेक्स्ट ” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी
- . 2006 ए. “ कोपिंग विथ लिक्विडिटी मैनेजमेंट : ए प्रैक्टिशनर्स व्यू, ” रिजर्व बैंक बुलेटिन, अप्रैल
- . 2006 बी. “ मॉनिटरी पॉलिसी एंड एक्सचेंज रेट फ्रेमवर्क : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स ” आरबीआइ बुलेटिन, जून
- . 2006 सी. “ इकॉनॉमिक ग्रोथ, फिनान्शियल डीपनिंग एंड फिनान्शियल इन्क्लूजन ” आरबीआइ बुलेटिन, नवंबर
- . 2007. “ डेवलपमेंट ऑफ फिनान्शियल मार्केट्स इन इंडिया ” मुंबई में 16 मई को प्रथम इंडियन फ्रेंच फिनान्शियल फोरम में दिया गया भाषण
- राजन, रघुराम जी. तथा लुगी जिंकेल्स 1998 “ फिनान्शियल डिपेंडन्स एंड ग्रोथ ” अमरीकन इकॉनॉमिक रिव्यू, 188(3)
- . 2003 सेविंग कैपिटलिज्म फ्रॉम कैपिटलिस्ट्स, क्राउन बिजनेस, न्यूयार्क
- राटो, रॉड्रिगोड. 2006. “ दि प्रोइंग इंटीग्रेशन ऑफ दि फिनान्शियल सेक्टर एंड दि ब्रॉडर इकॉनॉमी : चैलेंजेस फॉर पॉलिसी मेकर्स ” कोलेगियो दे इकॉनॉमिस्ट मैड्रिड, स्पेन में 23 नवंबर को दिया गया भाषण
- रेड्डी, वाई.वी. 2000. मॉनिटरी एंड फिनान्शियल सेक्टर रिफॉर्म्स इन इंडिया : ए सेंट्रल बैंकर्स पर्सपेक्टिव, यूबीएम पब्लिशर्स डिस्ट्रीब्यूटर्स प्राइवेट लिमि.
- . 2004. “ फिनान्शियल स्टेबिलिटी : इंडियन एक्सपीरिएन्स ” आरबीआइ बुलेटिन, जुलाई
- . 2005. “ इंप्लीकेशन्स ऑफ ग्लोबल फिनान्शियल इम्बैलेन्सेस फॉर दि इमर्जिंग मार्केट इकॉनॉमिज ” आरबीआइ बुलेटिन, दिसंबर
- भारतीय रिजर्व बैंक. 2006. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन फूलर कैपिटल अकाउंट कनवर्टिबिलिटी (अध्यक्ष : एस.एम.तारापोर), जुलाई
- रॉबिन्सन, जोन. 1952. ‘दि जनरलाइजेशन ऑफ दि जनरल थियरी’ इन दि रेट ऑफ इंटररेस्ट एंड अदर एसेज, लंदन : मैकमिलन
- शुपीटर, जोसेफ इ. 1912. ए थियरी ऑफ इकॉनॉमिक डेवलपमेंट न्यूयार्क : ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस



शां, ई.1973. फिनान्शियल डीपनिंग इन इकॉनॉमिक डेवलपमेंट, न्यूयार्क : ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस, वर्ल्ड बैंक, 2006. दि रोड टू रोबस्ट ईस्ट एशियन फिनान्शियल मार्केट्स, सितंबर

### III. मुद्रा बाजार

बैंड्ट, डी.ओ. 1999. “ ए क्रॉस कंट्री कम्पैरिजन ऑफ मार्केट स्ट्रक्चर्स इन यूरोपियन बैंकिंग ” यूरोपियन सेंट्रल बैंक वर्किंग पेपर नं.7, सितंबर बनकि, बेन तथा एम. गरटलर. 1995. “इनसाइड दि ब्लैक बॉक्स : दि क्रेडिट चैनल ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी ट्रान्समिशन ” जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक परस्पेक्टिव्स, 9 (4):27-48

भट्टाचार्य, आइ तथा आर. सेनशर्मा. 2005. “ सिग्नलिंग इनस्ट्रूमेंट्स ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स ” जर्नल ऑफ क्वांटिटेटिव इकॉनॉमिक्स, 3(2) : 180-196

ब्लेक डी, और अन्य 2001. “ दि मेन फीचर्स ऑफ दि मॉनिटरी पॉलिसी फ्रेमवर्क्स ऑफ बैंक ऑफ जापान, दि फेडरल रिजर्व एंड दि यूरो सिस्टम”, बीआइएस पेपर नं.9

ब्लाइंडर, ए.एस. 2006 “ मॉनिटरी पॉलिसी टुडे: सिक्सटीन क्वेश्चन्स एंड अबाउट ट्वेल्फ आन्सर्स” सेंट्रल बैंक्स 21 सेंचुरी में, (सं.) एम. फर्नांडिज दे लिस एंड एफ रेस्टॉय, बांको दे इस्पाना, 31-72

बोरियो, क्लाउडियो ई.वी. 1997. “ दि इम्प्लीमेंटेशन ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी इन इन्डस्ट्रियलाइज्ड कंट्रीज : ए सर्वे ” बीआइएस इकॉनॉमिक पेपर्स नं 47, जुलाई

क्लेरिडा, आर. जे.गली, तथा एम. गरटलर. 1999. “ दि साइन्स ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी : ए न्यू केनेशियन परस्पेक्टिव” जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक लिटरेचर, 37 (4) :1661-1707

चाउ, जी. 1989. “रेशनल वर्सेज अडप्टिव एक्सपेक्शन्स इन प्रेजेंट वैल्यू मॉडेल्स ” रिव्यू ऑफ इकॉनॉमिक्स एंड स्टेटेक्टिक्स 71 (3): 376-384. अगस्त

फार्सबेक, जे. तथा एल. ऑक्जेलेहिम. 2003. “ मनी मार्केट्स एंड पॉलिटिक्स - ए स्टडी ऑफ यूरोपियन फिनान्शियल इंटीग्रेशन एंड मॉनिटरी पॉलिसी ऑप्शन्स” एडवर्ड एलगर, चेल्टेनहम

फ्राइडमन, बी.एम.2000 ए. “ दि रोल ऑफ इंटररेस्ट रेट्स इन फेडरल रिजर्व पॉलिसी मेकिंग ” एनबीईआर वर्किंग पेपर नं. 8047 दिसंबर  
———. 2000 बी. मॉनिटरी पॉलिसी, एनबीईआर वर्किंग पेपर सं.8057, दिसंबर

भारत सरकार 1998. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन बैंकिंग सेक्टर रिफॉर्म (अध्यक्ष :एम नरसिंहम)

ग्रे, एस. 1998 “रेपो ऑफ गवर्नमेंट सेक्युरिटीज ” हैडबुक्स इन सेंट्रल बैंकिंग नं.16, सीसीबीएस, बैंक ऑफ इंग्लैंड

ग्रे, एस. तथा जे.प्लेस. 1999. “रेपो ऑफ गवर्नमेंट सेक्युरिटीज” हैडबुक्स इन सेंट्रल बैंकिंग नं. 17, सीसीबीएस, बैंक ऑफ इंग्लैंड

हॉकिन्स, जे. 2005. “ग्लोबलाइजेशन एंड मॉनिटरी ऑपरेशन्स इन इमर्जिंग इकॉनॉमिज” बीआइएस पेपर नं.23, मई

जालान, बिमल. 2002. “रिसर्च एंड पॉलिसी डेवलपमेंट्स इन मनी, फाइनेन्स एंड दि एक्स्टर्नल सेक्टर” माइक्रोइकॉनॉमिक्स एंड मॉनिटरी पॉलिसी :इश्यूज फॉर ए रिफॉर्मिंग इकॉनॉमी में (सं.) एम.एस.अहलुवालिया, वाइ. वी.रेड्डी तथा एस.एम.तारापोर, नई दिल्ली : ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस

जोशी, एच. 2005. “ दि इंटरबैंक मनी मार्केट इन इंडिया : एविडेन्स ऑन वोलैटिलिटी, इफीकेंसी ऑफ रेग्युलेटरी इनिशिएटिव्स एंड इम्प्लीकेशन्स फॉर इंटररेस्ट रेट टार्गेटिंग ” आरबीआइ ऑकेजनल पेपर्स, 25 (1,2 एंड 3 समर, मानसून एंड विंटर 2004)

कुटनर, के.एन तथा पी.सी. मॉसर. 2002. “ दि मॉनिटरी ट्रान्समिशन मैकेनिज्म : सम आन्सर्स एंड फरदर क्वेश्चन्स ” इकॉनॉमिक पॉलिसी रिव्यू, फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ न्यूयार्क, मई







- मइडा, ई.बी.फुजीवारा, तथा ए. मिनेशिमा टानीगुची. 2005. 'जापान्स ओपन मार्केट ऑपरेशन अंडर दि क्वांटिटेटिव ईजिंग पॉलिसी' बैंक ऑफ जापान वर्किंग पेपर नं.05, ई-3, अप्रैल
- मेहरन, हसनाली, लॉरेन्स, बर्नार्ड, क्विंटिन मार्क (सं.) 1996 इंटररेट रेट लिबरलाइजेशन एंड मनी मार्केट डेवलपमेंट : सिलेक्टेड कंट्री एक्सपीरिएन्सेस, इंटरनेशनल मॉनिटरी फंड, वाशिंगटन डी.सी.
- मोहन राकेश. 2004. "चैलेंजेस टू मॉनिटरी पॉलिसी इन ए ग्लोबलाइजिंग कांटेक्स्ट". आरबीआइ बुलेटिन, मार्च"
- . 2006. "कोपिंग विथ लिक्विडिटी मैनेजमेंट इन इंडिया : ए प्रैक्टिशनर्स व्यू". आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- पूले, डब्ल्यू. 1970. "ऑप्टिमल चॉइस ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी इन्स्ट्रूमेंट्स इन ए सिंपल स्टॉचस्टिक माइक्रो मॉडेल" दि क्वार्टरली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स 84 (2) : 197-216, मई
- रेड्डी, वाई. वी. 1999. "डेवलपमेंट ऑफ मनी मार्केट इन इंडिया" मद्रास में फरवरी में दिया गया पांचवां जे.वी.सोमयजुलू मेमोरियल लेक्चर
- . 2002 "मॉनिटरी एंड फाइनेन्शियल सेक्टर रिफॉर्म्स इन इंडिया : ए प्रैक्टिशनर्स परस्पेक्टिव" आरबीआइ बुलेटिन, मई
- भारतीय रिजर्व बैंक. 1985 रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी टू रिव्यू दि वर्किंग ऑफ दि मॉनिटरी सिस्टम (अध्यक्ष: सुखमय चक्रवर्ती)
- . 1987. रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन दि मनी मार्केट (अध्यक्ष: एन. वाघुल)
- . 1991. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन दि फिनान्शियल सिस्टम (अध्यक्ष: एम.नरसिंहम)
- . 2003. ए रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन कॉल मनी मार्केट, आरबीआइ
- . 2003. बी रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन इन्स्ट्रूमेंट्स ऑफ स्टेरिलाइजेशन (अध्यक्ष: सुश्री उषा थोरात)
- . 2004. ए रिपोर्ट ऑन करेंसी एंड फाइनेन्स, 2003-04
- . 2004. बी वार्षिक रिपोर्ट, 2003-04
- . 2005. रिपोर्ट ऑफ दि टेक्निकल ग्रुप ऑन मनी मार्केट, मई
- . 2006. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन फूलर कैपिटल अकाउंट कनवेंबिलिटी (अध्यक्ष : एम.एस.तारापोर)
- रोटेमबर्ग, जे.जे., तथा एम. वुडफोर्ड 1997 "एन ऑप्टिमाइजेशन -बेस्ड इकॉनॉमेट्रिक फ्रेमवर्क फॉर दि इवैल्यूएशन ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी" एनबीईआर माइक्रोइकॉनॉमिक्स अँन्यूअल 1997 में (सं.) बरनान के बेन तथा जे.जे.रोटेमबर्ग, कैंब्रिज : एमआइटी प्रेस
- सैम्युलसन, पी.ए.एंड आर.एम. सोलोवो. 1960. "अॅनलैटिकल अॅस्पेक्ट्स ऑफ एंटी इनफ्लेशन पॉलिसी" अमेरिकन इकॉनॉमिक रिव्यू 50(5) : 177-194
- सोलानस ई.डी. 2003. "फिनान्शियल इनोवेशन्स एंड मॉनिटरी पॉलिसी" दि थर्टी एट्थ सीकेन (एसइएसीइएन) गवर्नर्स कॉन्फरेंस एंड ट्वेन्टी सेकंड मीटिंग ऑफ सीकेन बोर्ड ऑफ गवर्नर्स ऑन स्ट्रक्चरल चेंज एंड ग्रोथ प्रॉस्पेक्ट्स इन एशिया - चैलेंजेस टू सेन्ट्रल बैंकिंग - मनीला, फरवरी
- स्पेन्स, एम. 1973. "जॉब मार्केटिंग सिग्नलिंग" दि क्वार्टरली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स 87 (3), अगस्त
- वॉन्ट डैक, जे. 1999. "इंफ्लेमिंग मॉनिटरी पॉलिसी इन इमर्जिंग मार्केट इकॉनॉमिज : एन ओवरव्यू ऑफ इश्यूज" बीआइएस पॉलिसी पेपर्स (5) : 3-72 मार्च
- IV. क्रेडिट बाजार**
- बैनर्जी, अभिजीत वी., शॉन कोले, तथा इस्थर डुफलो 2003 "बैंक फाइनेन्सिंग इन इंडिया" एमआइटी अक्टूबर



- बार्थ जेम्स आर. जेरार्ड केप्रियो जू. तथा रॉस लेविन. 2002. “ फाइनान्शियल रेग्युलेशन एंड परफार्मन्स : क्रास कंट्री एविडेन्स ” बैंकिंग फाइनान्शियल इंटीग्रेशन एंड इंटरनेशनल क्राइसिस में (सं.), लिओनार्डो हरनांजेज एंड क्लास शिचमिडट हेबेल, सेन्ट्रल बैंक ऑफ चिले, सैंटियागो
- बेक, थॉरस्टेन, अस्ली डेमिर्गक-कुंट, तथा मारिया सोलेदाद मार्टिनेज पेरिया. 2005. ” रीचिंग आउट : एक्सेस टू एंड यूज ऑफ बैंकिंग सर्विसेज ए क्रास कंट्रीज ” वर्ल्ड बैंक पॉलिसी रिसर्च वर्किंग पेपर नं. 3754, अक्टूबर
- बेनकि, बेन तथा एम. गर्तलर. 1995. “ इनसाइड दि ब्लैक बॉक्स : दि क्रेडिट चैनल ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी ट्रान्समिशन ” एनबीईआर वर्किंग पेपर सं.5146
- बेनकि, बेन तथा ए. ब्लिंडर, 1988 “ क्रेडिट मनी एंड एग्रिगेट डिमांड ” अमेरिकन इकॉनॉमिक रिव्यू (ईईए पेपर्स एंड प्रोसिडिंग्स), खंड 78
- बेनकि, बेन तथा साइमन गिलक्राइस्ट, 1999 “ दि फाइनेंशियल अक्सीलरेटर इन ए क्वांटिटेटिव बिजनेस साइकल फ्रेमवर्क ” हैडबुक ऑफ मैक्रोइकॉनॉमिक्स, खंड 1 सी (ईडी), जॉन टेलर तथा माइकेल वुडफोर्ड (आम्सटर्डम : उत्तरी हालैंड)
- बेनकि, बेन. 2002. “ असेट प्राइस बबल्स एंड मॉनिटरी पॉलिसी ” बीआइएस रिव्यू 59
- बीआइएस. 2003. क्रेडिट रिस्क ट्रान्सफर, कमिटी ऑन दि ग्लोबल फाइनान्शियल सिस्टम, जनवरी
- . 2006. ए क्वार्टरली रिव्यू, बैंक ऑफ इंटरनेशनल सेटलमेंट्स, जून
- . 2006. बी. कमिटी ऑन दि ग्लोबल फाइनान्शियल सिस्टम, हाउसिंग फाइनांस इन दि ग्लोबल फाइनान्शियल मार्केट, वर्किंग ग्रुप रिपोर्ट नं.26
- कप्रियो, गेरार्ड तथा डनीएला क्लिंगेबिएल. 2003. “ एपिसोड्स ऑफ सिस्टमिक एंड बॉर्डरलाइन फिनान्शियल क्राइसेज ” दि वर्ल्ड बैंक, वॉशिंगटन
- डायमंड, डी. डब्ल्यू. 1984. “ फिनान्शियल इंटरमेडिएशन एंड डेलिगेटेड मॉनिटरिंग ” रिव्यू ऑफ इकॉनॉमिक स्टडीज खंड 51 : 393-414
- गर्तलर मार्क तथा साइमन गिलक्राइस्ट. 1993. “ दि रोल ऑफ क्रेडिट मार्केट इम्फरपेक्शन्स इन दि मॉनिटरी ट्रान्समिशन मेकॅनिज्म : अर्ग्युमेंट्स एंड एविडेन्स ” फाइनान्स एंड इकॉनॉमिक्स, डिस्कशन सिरीज 93-5, बोर्ड ऑफ गवर्नर्स ऑफ दि फेडरल रिजर्व सिस्टम, यू.एस.
- . 1994. “ मॉनिटरी पॉलिसी, बिजनेस साइकल्स, एंड दि बिहेवियर ऑफ दि स्मॉल मैनुफैक्चरिंग फर्मस ” दि क्वार्टरली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स, 109 (2): 309-40 मई
- गौरिंचास पाइरे - ऑलिवर, वाल्डेस रॉडरिगो, तथा लैंडरेच ऑस्कर 2000 “लैंडिंग बूमस : सम स्टाइलाइज्ड फैक्ट्स ” एमआइटी, फरवरी
- हरनांजेज, एल तथा लैंडरेच ऑस्कर. 2002. “ कैपिटल इनफ्लोज, क्रेडिट बूमस एंड माइक्रोइकॉनॉमिक वुलनरेबिलिटी : दि क्रास कंट्री एक्सपीरिएन्स ” बैंकिंग इंटीग्रेशन एंड इंटरनेशनल क्राइसेस में, सेंट्रल बैंक ऑफ चिले, सैंटियागो
- हिलबर्स, पॉल, इंकी ओटकर-रोब सिपला पज़रबसिओग्लू, तथा गुडरून जॉनसन. 2005. “ एसेसिंग एंड मैनेजिंग रैपिड क्रेडिट ग्रोथ एंड दि रोल ऑफ सुपरवाइजरी एंड प्रुडेंशियल पॉलिसीज, ” आइएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपी/05/151, जुलाई
- आइएमएफ. 2002. मॉनिटरी एंड फाइनान्शियल स्टेटिस्टिक्स मैनुअल
- . 2004. वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, अप्रैल
- . 2006. ग्लोबल फाइनान्शियल स्टेबिलिटी रिपोर्ट, सितंबर
- जोशी, एच. 2006. “ आइडेंटिफाइंग एसेट प्राइस बबल्स इन दि हाउसिंग मार्केट इन इंडिया - प्रीलिमनरी एविडेन्स. ” आरबीआई ऑकेजनल पेपर्स, 27 (1 तथा 2) : 182



- लेविन. आर. 2004. “फाइनान्स एंड ग्रोथ : थिअरी एंड एविडेन्स.” एनबीआर वर्किंग पेपर, सं.10766
- लिंडग्रेन, कार्ल-जोहन, गिलियन गारसिया, तथा मैथ्यू साल. 1996. बैंक साउंडनेस एंड माइक्रोइकॉनॉमिक पॉलिसी, आइएमएफ, वॉशिंगटन मिशकीन, फ्रेडरिक एस. 1995. “सिंपोसियम ऑन दि मॉनिटरी ट्रान्समिशन मेकॅनिज्म.” दि जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक परस्पेक्टिव्ज. 9(4) (ऑटम)
- मोहन, राकेश. 2003. “ट्रान्सफॉर्मिंग इंडियन बैंक्स : इन सर्च फार दि बेटर टुमारो,” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी
- . 2005. “सम एपरेंट पजल्स फॉर कांटेपररी मॉनिटरी पॉलिसी.” आरबीआइ बुलेटिन, दिसंबर
- . 2006 ए. “फाइनान्शियल सेन्टर रिफॉर्म्स एंड मॉनिटरी पॉलिसी : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जुलाई
- . 2006 बी. “इकॉनॉमिक ग्रोथ, फानान्शियल डीपनिंग एंड फाइनान्शियल इनक्लूजन.” आरबीआइ बुलेटिन, 1305-1320. नवंबर
- . 2006 सी. “रिफॉर्म्स, प्रॉडक्टिविटी एंड एफिशिएन्सी इन बैंकिंग; दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, 279-293. मार्च
- मोहंती, एम.एस, गेर्ट शनाबेल, तथा पाबलो प्रेसिया-लूना. 2006. “बैंक्स एंड एग्रिगेट क्रेडिट : वॉट इज न्यू? ,” बीआइएस पेपर्स, सं.28, अगस्त
- एनएसएसओ. 2006 ए. हाउसहोल्ड एसेट्स एंड लाइबिलिटीज एज ऑन 30-06-2002, ऑल इंडिया डेट एंड इन्वेस्टमेंट सर्वे, 59वां. दौर, रिपोर्ट सं.501, नेशनल सैंपल सर्वे ऑर्गनाइजेशन, भारत सरकार
- . 2006 बी. हाउसहोल्ड इनडेब्टेडनेस इन इंडिया एज ऑन 30-06-2002, ऑल इंडिया डेट एंड इन्वेस्टमेंट सर्वे, 59 वां दौर, रिपोर्ट सं. 501, नेशनल सैंपल सर्वे ऑर्गनाइजेशन, भारत सरकार
- ओटेनस, डेनियल, एडविन लैंग्रेट्स, तथा स्टीवन पोइलहेक्के. 2005. “क्रेडिट बूम इन इमर्जिंग मार्केट इकॉनॉमिज : ए रेसिपी फॉर बैंकिंग क्राइसिस?” डीएनबी वर्किंग पेपर्स, नीदरलैंड्स सेंट्रल बैंक
- पंडित, बी.एल., अजीत मित्तल, मोहुआ रॉय, तथा सैबल घोष. 2006. “ट्रान्समिशन ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी एंड दि बैंक लेंडिंग चैनल : अनेलेसिस एंड एविडेन्स फॉर इंडिया.” डीआरजी स्टडी सं.25, रिजर्व बैंक ऑफ इंडिया, मुंबई
- राजन, रघुराम जी. तथा एल. जिंगेल्स, 1988. “फाइनान्शियल डिपेंडेंस एंड ग्रोथ.” अमेरिकन इकॉनॉमिक रिव्यू. 88, जून
- रेड्डी, वाई.वी. 2004. “क्रेडिट पॉलिसी, सिस्टम्स एंड कल्चर.” आरबीआइ बुलेटिन, मार्च
- . 2006 ए. “क्रेडिट काउन्सिलिंग :एन इंडियन परस्पेक्टिव.” आरबीआइ बुलेटिन, 1117-1120. अक्टूबर
- . 2006 बी एंड सी. “दि रोल ऑफ फाइनान्शियल एज्युकेशन : दि इंडियन केस.” आरबीआइ बुलेटिन, 1131-1135 अक्टूबर
- . 2006 डी. “रूरल बैंकिंग : रिव्यू एंड प्रॉस्पेक्ट्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी
- भारतीय रिजर्व बैंक. 1998. वर्किंग ग्रुप ऑन मनी सप्लाई : अनालिटिक्स एंड मेथडॉलॉजी ऑफ कंपाइलेशन (अध्यक्ष : डॉ. वाइ.वी. रेड्डी), जून
- . 2004. रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन फ्लो ऑफ क्रेडिट डेरिवेरेज इन इंडिया (संयोजक बी. महापात्र) मुंबई, मार्च
- . 2004. रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन फ्लो ऑफ क्रेडिट टू दि एसएसआइ सेक्टर (अध्यक्ष: डॉ. ए.एस. गांगुली), मुंबई, सितंबर
- . 2006. हैडबुक ऑफ स्टेटिस्टिक्स ऑन दि इंडियन इकॉनॉमी 2005-06
- . मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट, विभिन्न अंक
- . भारत में बैंकिंग की प्रवृत्ति और प्रगति संबंधी रिपोर्ट, विभिन्न अंक
- . वार्षिक रिपोर्ट, विभिन्न अंक



— . बेसिक स्टैटिस्टिकल रिटर्न. विभिन्न खंड

रोजकोव, डिमिट्री. 2006, “ऑन दि वे टू ए वर्ल्ड-क्लास बैंकिंग सेक्टर.” इंडिया गोज ग्लोबल : इट्स एक्सपांडिंग रोल इन दि वर्ल्ड इकॉनॉमी में (सं.) कैट्रीओना प्युरिफिल्ड तथा जेराल्ड शिचफ. आइएमएफ

सिंह, मनमोहन. 2006. एडेस एट दि सेकंड एग्रिकल्चर सम्मिट, नई दिल्ली, अक्टूबर 18

यूडा काजो. 2003. “ऑन क्रेडिट रिस्क ट्रान्सफर इन्स्ट्रूमेंट्स एंड सेंट्रल बैंक्स” 18 वीं. एन्यूअल जनरल मीटिंग, टोकियो, अप्रैल

## V. सरकारी प्रतिभूति बाजार

अबिक क्लॉस, जॉर्डी ब्रैंड्स, तथा पॉल पेजानिस - क्रिस्तो. 2002. “ऑक्शन्स फॉर गवर्नमेंट सेक्युरिटीज : लॅबोरेटरी कंपेरिजन ऑफ यूनिफॉर्म, डिस्क्रीमिनेटरी एंड स्पैनिश डिजाइन्स.” नवंबर. [www.nottingham.ac.uk/](http://www.nottingham.ac.uk/)

एशियन डेवलपमेंट बैंक, 2005 तथा 2006. एशिया बांड मॉनिटर

बेक, के., तथा जे.पी. जेंडर. 1993 “ऑक्शन्स फॉर डिविजिबल गुड्स विथ इंडोजिनस सप्लाई” दि रिव्यू ऑफ फाइनेन्शियल स्टडीज, 6(4):733-764.”

बैंक ऑफ इंग्लैंड. 1999. “गवर्नमेंट डेट स्ट्रक्चर एंड मॉनिटरी कंडीशन्स.” क्वार्टरली बुलेटिन, नवंबर

बैंक ऑफ इंटरनेशनल सेटलमेंट्स. 1999. “हाउ शुड वी डिजाइन डीप एंड लिक्विड मार्केट्स? दि केस फॉर गवर्नमेंट सेक्युरिटीज.” कमिटी ऑन ग्लोबल फाइनेन्शियल सिस्टम, बासेल, अक्टूबर

— . 2001 ए, “दि चेंजिंग शेप ऑफ फिक्स्ड इनकम मार्केट्स : ए कलेक्शन ऑफ स्टडीज बाइ सेंट्रल बैंक इकॉनॉमिस्ट्स.” मॉनिटरी एंड इकॉनॉमिक डिपार्टमेंट

— . 2001 बी. इंटरनेशनल ऑर्गनाइजेशन ऑफ सेक्युरिटीज कमीशन्स एंड टेक्निकल कमिटी ऑफ दि इंटरनेशनल ऑर्गनाइजेशन ऑफ सेक्युरिटीज कमीशन्स-रेकमेंडेशन्स फॉर सेक्युरिटीज सेटलमेंट सिस्टम्स

बैंक नेगारा मलेशिया. 2005. वार्षिक रिपोर्ट

बैंक ऑफ थाइलैंड “प्राइवेट रिपरचेज मार्केट.” मार्केट रिसर्च एंड डेवलपमेंट टीम, फाइनेन्शियल मार्केट्स एंड रिजर्व मैनेजमेंट <http://www.bot.or.th>

बेडलॉर्ड, मागरिट ई.1978 “दि फेडरल रिजर्व एंड दि गवर्नमेंट सेक्युरिटीज मार्केट.” इकॉनॉमिक रिव्यू, अप्रैल

बोरियो, क्लॉडिओ. 2004. “मार्केट डिस्ट्रेस एंड वैनिशिंग लिक्विडिटी; अॅनाटॉमी एंड पॉलिसी ऑप्शन्स.” बीआइएस वर्किंग पेपर नं.158, जुलाई

चबचित्राइडोल, अक्खारफोल, तथा ओरवान पेरंपून. 2002. “डेवलपमेंट ऑफ दि थाइ बांड मार्केट.” बीआइएस पेपर्स सं.11, जून-जुलाई क्रिस्टल, ए.ए. हल्दने, तथा जे. प्रौडमैन. 1999. “गवर्नमेंट डेट स्ट्रक्चर एंड मॉनिटरी कंडीशन्स.” क्वार्टरली बुलेटिन, बैंक ऑफ इंग्लैंड, नवंबर

कॉमनवेल्थ ऑफ ऑस्ट्रेलिया. 2002. “रिव्यू ऑफ कॉमनवेल्थ गवर्नमेंट सेक्युरिटीज मार्केट.” डिस्कशन पेपर. अक्टूबर

डाटो, सालेह हरून. 2002. “दि डेवलपमेंट ऑफ डेब्ट मार्केट्स इन मलेशिया.” बीआइएस पेपर्स सं.11, जून-जुलाई

डिपार्टमेंट ऑफ ट्रेजरी, 1992. जॉइंट रिपोर्ट ऑन दि गवर्नमेंट सेक्युरिटीज मार्केट. यूएस गवर्नमेंट प्रिंटिंग ऑफिस, वॉशिंगटन डी.सी.

डॉइ, टकेरो, तथा टाकियो होशी. 2002. “पेइंग फॉर दि फिल्ट,” एनबीईआर वर्किंग पेपर सं. डब्ल्यू 9385, दिसंबर

जी. 20. 2004. वर्कशॉप ऑन डेवलपिंग स्ट्रांग डोमेस्टिक फाइनेन्शियल मार्केट्स, अप्रैल





- गार्डी, एम.बी. 1999, “हेजिंग विनर्स कर्स विथ मल्टीपल बिड्स : एविडेन्स फ्रॉम दि पोर्तुगीज ट्रेजरी बिल ऑक्शन.” दि रिव्यू ऑफ इकॉनॉमिक्स एंड स्टेटिस्टिक्स, 81(3): 448-465
- गोस्वामी, जी., टी.एच.नो. तथा एम.जे. रिबेलो. 1996 “कोलुसन इन यूनिफॉर्म प्राइस ऑक्शन्स : एक्सपरिमेंटल एविडेन्स एंड इम्प्लीकेशन्स फॉर ट्रेजरी ऑक्शन्स.” दि रिव्यू ऑफ फाइनेन्शियल स्टडीज, 9(3):757-785
- गुरोंग, जिआंग, तथा रॉबर्ट मैककौले. 2004. “एशियन लोकल करेन्सी बांड मार्केट्स.” बीआइएस क्वार्टरली रिव्यू
- हेरिस, एल. 1990. “लिविडिटी, ट्रेडिंग रूल्स एंड इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग सिस्टम्स” मोनोग्राफ सिरीज इन फाइनेन्स एंड इकॉनॉमिक्स, सं.4. स्टर्न स्कूल ऑफ बिजनेस, न्यूयॉर्क यूनिवर्सिटी
- हाटोरी, मसाजुमी, कोजी कोयामा, तथा तत्सुया योनेटनी. 2001. “एनॅलेसिस ऑफ क्रेडिट स्प्रेड इन जापान्स कारपोरेट बांड मार्केट.” बीआइएस पेपर्स. सं. 5
- हेरिंग, आर.जे., तथा एन. चतुस्रीपिटक, 2000. “दि केस ऑफ दि मिसिंग मार्केट : दि बांड मार्केट एंड व्हाय इट मैटर्स फॉर फाइनेन्शियल डेवलपमेंट.” एडीबी इन्स्टिट्यूट वर्किंग पेपर सं. 11
- हिरोस, मसाटो, टोकेशी मुराकमी, तथा युटारो ओकू. 2004. “डेवलपमेंट ऑफ एशिया बांड मार्केट एंड बिजनेस ऑपॉर्च्युनिटिज.” एनआरआई पेपर्स, नोमुरा रिसर्च इन्स्टिट्यूट
- आइएमएफ. 2001. डेवलपिंग गवर्नमेंट बांड मार्केट्स : ए हैंडबुक, वॉशिंगटन डी.सी.
- आइएमएफ-वर्ल्ड बैंक. 2002. गाइडलाइन्स फॉर पब्लिक डेट मैनेजमेंट : अकंपनिंग डॉक्युमेंट, नवंबर
- जाधव, नरेन्द्र. 2006. “इवोल्यूशन ऑफ फाइनेन्शियल मार्केट्स इन इंडिया.” मॉनिटरी पॉलिसी. फाइनेन्शियल स्टेबिलिटी एंड सेंट्रल बैंकिंग इन इंडिया, नई दिल्ली : मैकमिलन इंडिया लिमिटेड
- किम योंगबिओम, एम.एम. इरेने हो, तथा मार्क सेंट गिल्स. 2003. “डेवलपिंग इन्स्टिट्यूशनल इनवेस्टर्स इन पीपल्स रिपब्लिक ऑफ चाइना.” वर्ल्ड बैंक कंट्री स्टडी पेपर
- किम, युन-ह्वान, एंड एम.सुलेक, 2001, “ओवरव्यू ऑफ दि गवर्नमेंट बांड मार्केट्स इन सिलेक्टेड एशियन डेवलपिंग कंट्रीज” गवर्नमेंट बांड मार्केट डेवलपमेंट में (सं.) किम युन-हॉन, मनीला : एडीबी.
- कोरियन गवर्नमेंट बांड मार्केट, करंट स्टेटस एंड फ्यूचर एजेंडा, <http://www.bex.or.th>
- क्रस्टिक, बोरको, तथा म्रदन मरीनकोविक, 1997, “थीलड कर्व एंड इंटररेस्ट रेट रिस्क,” इकॉनॉमिक्स एंड ऑर्गनाइजेशन.1(5)
- लगाना, मार्को, मार्टिन पिओइना, इसाबेल वोन कोपन-मरटिस, तथा अविनाश पेरसॉड. 2006, “इंप्लीकेशन्स फॉर लिविडिटी फ्राम इन्वोवेशन एंड ट्रान्सपरेन्सी इन दि यूरोपियन कारपोरेट बांड मार्केट”, इसीबी ऑकैजनल पेपर सं. 50
- मालवे, पी.एफ., सी.एम.अर्चीबाल्ड, तथा एस.टी. फ्लाइन.1997. “यूनिफॉर्म प्राइस ऑक्शन्स : इवैल्यूएशन ऑफ दि ट्रेजरी एक्सपरिमेंट,” ऑफिस ऑफ मार्केट फाइनेन्स, यू.एस.ट्रेजरी, वॉशिंगटन डी.सी.
- मैककौले, एम. रॉबर्ट, तथा इली रेमोलोना. 2000. “स्पेशल फीचर : साइज एंड लिविडिटी ऑफ गवर्नमेंट बांड मार्केट”, बीआइएस क्वार्टरली रिव्यू
- मैककौले, एम. रॉबर्ट, 2006 “कनसॉलिडेटिंग दि पब्लिक डेट मार्केट्स ऑफ एशिया,” बीआइएस पेपर्स सं. 30
- मिहालजेक, दुब्रावको, मिचेला स्कटिंगना, तथा अगस्तीन विलर. 2002. “रिसेंट ट्रेन्ड्स इन बांड मार्केट्स” बीआइएस पेपर्स सं. 11, जून-जुलाई
- मिनिस्ट्री ऑफ फाइनेन्स ऑफ जापान. 2006. गाइड टू जापानीज गवर्नमेंट बांड्स, <http://www.mof.go.jp>







- मोहन, राकेश. 2004. “ए डिकेड ऑफ रिफॉर्म इन गवर्नमेंट सेक्युरिटीज मार्केट इन इंडिया एंड दि रोड अहेड ” आरबीआइ बुलेटिन, नवंबर
- . 2006. “रिसेंट ट्रेड्स इन दि इंडियन डेट मार्केट एंड करेंट इनिशिएटिव्ज” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- मोहंती, एम.एस.2001. “इंप्रूविंग लिक्विडिटी इन गवर्नमेंट बांड मार्केट्स : व्हॉट कैन बी डन ?” बीआइएस पेपर्स सं.11
- मु. हुइपेंग. 2006. “दि डेवलपमेंट ऑफ चाइनाज बांड मार्केट”, बीआइएस पेपर्स सं. 26
- नायबॉर्ग, के.जी, के. रेडक्विस्ट तथा एस.सुंदरेसन, 2002. “बिडर बिहेवियर इन मल्टी-यूनिट ऑक्शनस : एविडेन्स फ्रॉम स्वीडिश ट्रेजरी ऑक्शनस” जर्नल ऑफ पॉलिटिकल इकॉनॉमी, 110(2):394-424
- पीटर, मैकक्रे. 1997. “ऑस्ट्रेलियाज एक्सपीरियन्स विथ इंडेक्स बांड” पेपर प्रेजेन्टेड ऐट दि इनवेस्टर फोरम, न्यूयॉर्क
- पोंगपेन, रुइंगविरयुध, तथा सकपोप पेन्यानुकल. 2006. “डेवलपिंग कारपोरेट बांड मार्केट इन एशिया,” बीआइएस पेपर्स सं.26
- रेड्डी, वाई.वी. 2000. “मैनेजिंग पब्लिक डेट एंड प्रमोटिंग डेट मार्केट्स इन इंडिया ” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- . 2002, “डेवलपिंग बांड मार्केट्स इन इमर्जिंग इकॉनॉमिज : इश्यूज एंड इंडियन एक्सपीरियन्स” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- रिजर्व बैंक ऑफ इंडिया, वार्षिक रिपोर्ट, विभिन्न अंक
- . 1996. “ एक रिव्यू ऑफ इंटरनल डेट मैनेजमेंट पॉलिसी एंड ऑपरेशन्स फॉर दि पीरियड एंडेड मार्च 1995” आरबीआइ बुलेटिन, नवंबर
- . 2002. रिपोर्ट ऑन करेन्सी एंड फाइनांस, 1999-2000
- . 2002. रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप फॉर सजेस्टिंग ऑपरेशनल एंड प्रुडेन्शियल गाइडलाइन्स ऑन स्ट्राइप्स (सेपरेटली ट्रेडेड रजिस्टर्ड इंटेरेस्ट एंड प्रिंसिपल ऑफ सेक्युरिटीज), अगस्त
- . 2003. रिपोर्ट ऑन करेन्सी एंड फाइनांस, 2001-02
- . 2004. ए. डिस्कशन पेपर ऑन कैपिटल इंडेक्स बांड्स, मई
- . 2004. बी. रिपोर्ट ऑफ वर्किंग ग्रुप ऑन स्क्रीन बेस्ड ट्रेडिंग इन गवर्नमेंट सेक्युरिटीज (अध्यक्ष : डॉ. आर.एच.पाटील), मुंबई, नवंबर
- . 2005. रिपोर्ट ऑफ दि इंटरनल टेक्निकल ग्रुप ऑन सेंट्रल गवर्नमेंट सेक्युरिटीज मार्केट, मुंबई, जुलाई
- . 2006 ए. रिपोर्ट ऑन करेन्सी एंड फाइनांस, 2004-05
- . 2006 बी. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन फूलर कैपिटल अकाउंट कनवर्टेबिलिटी (अध्यक्ष : एस.एस.तारापोर), जुलाई
- रिक, बटेलिनो, 2004, “रिसेंट डेवलपमेंट्स इन एशियन बांड मार्केट्स”, टॉक टू दि 17 ऑस्ट्रेलासियन फाइनांस एंड बैंकिंग कॉन्फरेन्स, सिडनी
- रॉबर्टो, ब्लांको, 2001 “ दि यूरो-एरिया गवर्नमेंट सेक्युरिटीज मार्केट्स रिसेंट डेवलपमेंट्स एंड इंप्लीकेशन्स फॉर मार्केट फंक्शनिंग”, पेपर प्रीपेअर्ड फॉर दि बीआइएस ऑटम सेंट्रल बैंक इकॉनॉमिस्ट्स मीटिंग
- सिओनगटे, ली. 2006. “रिसेंट डेवलपमेंट्स इन कोरियन बाँड मार्केट”, बीआइएस पेपर्स सं.30
- शेन, पीयू.1995. “बेनिफिट्स एंड लिमिटेशन्स ऑफ इनफ्लेशन इंडेक्स ट्रेजरी बांड्स,” फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ केनसास सिटी, इकॉनॉमिक रिव्यू, तीसरी तिमाही
- टोमिता, तोशिकी. 2002. “ दि नीड फॉर रिडिफाइनिंग जापान्स गवर्नमेंट डेट मैनेजमेंट पॉलिसी” एनआरआइ पेपर्स, नोमुरा रिसर्च इन्स्टीट्यूट
- तोशिरो, मुटो. 2004. “ जापान्स पेमेंट एंड सेटलमेंट सिस्टम एंड दि बैंक ऑफ जापान,” मिनट्स ऑफ दि मीटिंग कमेमोरेटिंग दि ट्वेन्टीएथ ऑनिवर्सरी ऑफ दि सेंटर फॉर फाइनान्शियल इंडस्ट्री इनफॉर्मेशन सिस्टम्स



यूके, डेट मैनेजमेंट ऑफिस. 2005. गवर्नमेंट सेक्युरिटीज : ए गाइड टू गिल्ड्स  
वांग, जे.जे.डी. तथा जे.पी.जेंडर. 2002. “ऑक्शनिंग डिविजिबल गुड्स”, इकॉनॉमिक थिअरी, 19(4):673-705  
विल्सन, आर. 1979. “ऑक्शनस ऑफ शेअर्स, ” क्वार्टरली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स, 93(4):675-679  
यूव, ह्वान किम. 2001. (सं.) गवर्नमेंट बांड मार्केट डेवलपमेंट इन एशिया, एशियन डेवलपमेंट बैंक, मनीला

## VI. विदेशी मुद्रा बाजार

अल्मेकिंडर्स, जी.जे., तथा सी.डब्ल्यू.एस.इजफिंगर. 1994. “दि इनइफेक्टिवनेस ऑफ सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन” सेंटर फॉर इकॉनॉमिक रिसर्च, नं. 94101  
बेइली, आर. तथा डब्ल्यू.पी.ओस्टरबर्ग. 1997. “व्हाई टू सेंट्रल बैंक्स इंटरवीन?: जर्नल ऑफ इंटरनेशनल मनी एंड फाइनांस, 16(6):909-19  
बैंक फॉर इंटरनेशनल सेटलमेंट्स. 2004. ट्रीनियल सेंट्रल बैंक सर्वे ऑन फॉरेन एक्सचेंज एंड डेरिवेटिव्स मार्केट एक्टिविटी  
बेकर, टी., तथा ए.एसवाइ. 2005. “वेअर बिड-आस्क स्प्रेड्स इन दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट एक्सेसिव डूरिंग दि एशियन क्राइसिस?”  
आइएमएफ वर्किंग पेपर 05/34, इंटरनेशनल मॉनिटरी फंड  
बेहेरा, एच. के., वी. नरसिंहन, तथा के.एन.मूर्ति. 2006. “रिलेशनशिप बिट्विन एक्सचेंज रेट वोटेलिटी एंड सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन: ऐन  
इंपीरियल एनेलिसिस फॉर इंडिया तथा, आइजीआइडीआर द्वारा भारतीय अर्थव्यवस्था में मुद्रा और वित्त पर छठे वार्षिक सम्मेलन में  
प्रस्तुत पत्र  
भौमिक, एस.के., तथा एच.मुखोपाध्याय. 2000. “आरबीआइज इंटरवेंशन इन फॉरेन एक्सचेंज मार्केट-एन इकॉनॉमिक एनालिसिस”  
इकॉनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, 35(5)  
बीजोन्स, एच.जी., तथा डी. राइम. 2004. “डीलर बिहेवियर एंड ट्रेडिंग सिस्टम्स इन फॉरेन एक्सचेंज मार्केट्स,” जर्नल ऑफ फाइनान्शियल  
इकॉनॉमिक्स, सितंबर  
बोनसेर-नील, सी. 1996 “डज सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन स्टेबिलाइज फॉरेन एक्सचेंज रेट्स?” फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ केन्सास सिटी  
इकॉनॉमिक रिव्यू, पहली तिमाही  
कनेल्स -क्रिलजेंको, जे.आइ. 2004. “फॉरेन एक्सचेंज मार्केट आर्गनाइजेशन इन सिलेक्टेड डेवलपिंग एंड ट्रांजिशन इकॉनॉमिज : एविडेन्स  
फ्रॉम ए सर्वे, ” आइएमएफ वर्किंग पेपर सं.4  
कॉरनेल, डब्ल्यू.बी. 1978. “डिटर्मिनेंट्स ऑफ दि बिड-आस्क स्प्रेड ऑन फॉरवर्ड फॉरेन एक्सचेंज कॉन्ट्रैक्ट्स अंडर फ्लोटिंग एक्सचेंज  
रेट्स,” जर्नल ऑफ इंटरनेशनल बिजनेस स्टडीज, सं. 9:33-41  
डाकेर, डी.जे.आर.ए.हास,डी.डब्ल्यू.हेंडसन, एस.सेसमनस्की, तथा आर.ट्रीयान. 1987. “स्मॉल इंपिरिकल मॉडेल्स ऑफ एक्सचेंज मार्केट  
इंटरवेंशन अप्लीकेशन्स टू जर्मनी, जापान, एंड कनाडा”, जर्नल ऑफ पॉलिसी मॉडेलिंग, खंड 9 : 143-173  
डॉमिंग्वेज, के.एम., तथा ए.जे.फ्रेकेल. 1993. “डज फॉरेन एक्सचेंज इंटरवेंशन मैटर? दि पोर्टफोलियो बेलेन्स इफेक्ट,” अमेरिकन  
इकॉनॉमिक रिव्यू, 83(5)  
डॉमिंग्वेज, के.एम.1990. “मार्केट रिस्पॉन्सेस टू को-ऑर्डिनेटेड सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन,” कारनीगी रोचेस्टर कॉन्फरेन्स सिरीज ऑन  
पब्लिक पॉलिसी, खंड 32:121-164  
डॉमिंग्वेज, के.एम.1998. “सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन एंड एक्सचेंज रेट वोलैटिलिटी”, जर्नल ऑफ इंटरनेशनल मनी एंड फाइनांस, खंड  
17:161-190  
एडिसन, एच.जे. 1993. “दि इफेक्टिवनेस ऑफ सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन : ए सर्वे ऑफ दि लिटरेचर आफ्टर 1982”, प्रिंसटोन स्पेशल पेपर्स  
इन इंटरनेशनल इकॉनॉमिक्स, सं.18, जुलाई



- पूर्वी एशिया पैसिफिक के केंद्रीय बैंकों तथा मौद्रिक प्राधिकरणों के कार्यपालकों की बैठक (ईएमईएपी), 2001, “एक्सपीरियन्स एंड प्रैक्टिकल इश्यूज कनसर्निंग फॉरेन एक्सचेंज ऑपरेशन्स”, ईएमईएपी स्टडी ऑन एक्सचेंज रेट रेजिम्स, जून
- 2001. “फॉरेन एक्सचेंज सेटलमेंट रिस्क इन दि इस्ट एशिया-पैसिफिक रीजन”, ईएमईएपी कार्यदल द्वारा भुगतान और निपटान प्रणाली तैयार की गई, दिसंबर
- फने, जी. 2000. “कैपिटल मॉबिलिटी, एक्सचेंज रेट्स एंड इकॉनॉमिक क्राइसेस”, लंडन : इह पब्लिकेशन्स
- फौटम, आर., एंड एम. हचिसन. 2003. “इज स्टेरिलाइज्ड फॉरेन एक्सचेंज इंटरवेंशन इफेक्टिव आफ्टर ऑल ? ऐन इवेंट स्टडी एप्रोच”, दि इकॉनॉमिक जर्नल, खंड 113 : 390-411
- 1999. “इज इंटरवेंशन ए सिग्नल ऑफ फ्यूचर मॉनीटरी पॉलिसी? एविडेन्स फ्रॉम दि फेडरल फंड्स फ्यूचर्स मार्केट”, जर्नल ऑफ मनी, क्रेडिट, एंड बैंकिंग, खंड. 31 : 54-69
- फ्रैन्केल, जे.ए. 1982. “इन सर्च ऑफ दि एक्सचेंज रेट प्रीमियम : ए सिक्स करेन्सी टेस्ट एज्युमिंग मीन-वेरिएन्स ऑप्टिमाइजेशन”, जर्नल ऑफ इंटरनेशनल मनी एंड फाइनांस, खंड 1 : 255-274
- घोष, ए. 1992. “इज इट सिग्नलिंग ? एक्सचेंज इंटरवेंशन एंड डॉलर-डीएम रेट ”, जर्नल ऑफ इंटरनेशनल इकॉनॉमिक्स, खंड 12 : 201-220
- गुडहर्ट, सी.ए.ई. तथा टी. हेज. 1993. “सेंट्रल बैंक फॉरेन एक्सचेंज इंटरवेंशन एसेस्ड इन कन्टिन्यूयस टाइम”, जर्नल ऑफ इंटरनेशनल मनी एंड फाइनांस, खंड 12 : 368-389
- गोपीनाथ, एस. 2005 “रिसेंट डेवलपमेंट्स इन फॉरेन एक्सचेंज, मनी एंड जी. सेक्यु. मार्केट्स : अकाउंट एंड आउटलुक”, आरबीआई बुलेटिन, सितंबर
- भारत सरकार. 1993. दि हाइ लेवल कमिटी ऑन बैलेन्स ऑफ पेमेंट्स (अध्यक्ष : डॉ. सी. रंगराजन), वित्त मंत्रालय, नई दिल्ली
- 2006, इंडियाज एक्स्टर्नल डेट : एस्टेट्स रिपोर्ट, नई दिल्ली, अगस्त
- हर्टमैन, पी. 1999. “ट्रेडिंग वॉल्यूम्स एंड ट्रान्ज़ैक्शन कॉस्ट्स इन दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट - एविडेन्स फ्रॉम डेली डॉलर - येन स्पॉट डेटा”, जर्नल ऑफ बैंकिंग एंड फाइनांस, खंड 23 : 801-824
- इंटरनेशनल मॉनीटरी फंड. 2007. “ वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक”, अप्रैल
- जैकोबसन, एल.आर. 1983. “कैलकुलेशन्स ऑफ प्रॉफिबिलिटी फॉर यू.एस.डॉलर - ड्यूश मार्क इंटरवेंशन., स्टाफ स्टडीज 131, बोर्ड ऑफ गवर्नर्स ऑफ दि फेडरल रिजर्व सिस्टम, वाशिंगटन, डी.सी., सितंबर
- जालान, बिमल. 1999. “इंटरनेशनल फाइनान्शियल आर्किटेक्चर डेवलपिंग कंट्रीज परस्पेक्टिव”, आरबीआई बुलेटिन, अक्टूबर
- 2003. “एक्सचेंज रेट मैनेजमेंट : ऐन इमर्जिंग कॉन्सेन्सस?” आरबीआई बुलेटिन, सितंबर
- जोरियन, पी. 1996. “रिस्क एंड टर्नओवर इन दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट,” इन दि माइक्रोस्ट्रक्चर ऑफ फॉरेन एक्सचेंज मार्केट्स (इडीएस) फ्रैन्केल, जे.ए., जी. गाल्ली तथा ए. गिवोनिम्मी, लंडन : दि यूनिवर्सिटी ऑफ शिकागो प्रेस, 19-40
- जोशी, एच. तथा एम. सग्गर. 1998. “एक्सेस रिटर्न्स, रिस्क प्रीमिया एंड एफिशिएन्सी ऑफ दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट : इंडियन एक्सपीरियन्स इन पोस्ट लिबरलाइजेशन पीरियड,” आरबीआई ऑकेजनल पेपर्स, खंड19: 129-152
- जुर्गेन्सन, पी. 1983. “रिपोर्ट ऑफ दि वर्किंग ग्रुप ऑन एक्सचेंज मार्केट इंटरवेंशन,” वाशिंगटन, डी.सी., यू.एस.डिपा. ऑफ दि ट्रेजरी, मार्च
- कामिंस्की, एल.जी. तथा के. लेविस. 1996. “डज फॉरेन एक्सचेंज इंटरवेंशन सिग्नल फ्यूचर मॉनीटरी पॉलिसी ?” जर्नल ऑफ मॉनीटरी इकॉनॉमिक्स, खंड 37: 285-312



- खुंडकपम, जे.के.2007. “इकॉनॉमिक्स रिफॉर्म एंड एक्सचेंज रेट पास-थ्रू टू डोमेस्टिक प्राइसेज इन इंडिया,” बीआइएस वर्किंग पेपर सं.225, फरवरी
- क्लेटजर, के. तथा आर. कोहली. 2000. “एक्सचेंज रेट डाइनेमिक्स विथ फाइनांशियल रिप्रेजेंटेशन : ए टेस्ट ऑफ एक्सचेंज रेट मॉडेल्स फॉर इंडिया.” आइसीआरआईआर वर्किंग पेपर 52, मार्च
- कोहली, आर. 2000. “रियल एक्सचेंज रेट स्टेबिलाइजेशन एंड मैनेज्ड फ्लोटिंग : एक्सचेंज रेट पॉलिसी इन इंडिया.” 1993-99, आइसीआरआईआर वर्किंग पेपर 59, अक्टूबर
- कोरटियन, टी.के. 1995. “मॉडर्न एप्रोचेस टू असेट प्राइस फॉर्मेशन : ए सर्वे ऑफ दि रिसेंट थेअरॉटिकल लिटरेचर.” रिसर्च डिस्कशन पेपर, रिजर्व बैंक ऑफ ऑस्ट्रेलिया, डब्ल्यूपी 9501
- लेविस, के.के. 1995. “आर फॉरेन एक्सचेंज मार्केट इंटरवेंशन एंड मॉनिटरी पॉलिसी रिलेटेड एंड डज इट रियली मैटर?” जर्नल ऑफ बिजनेस, खंड .68 : 185-214
- . 1988 “टेस्टिंग दि पोर्टफोलियो बैलेन्स मॉडेल : ए मल्टीलेटरल अप्रोच.” जर्नल ऑफ इंटरनेशनल इकॉनॉमिक्स, खंड . 24:109-127
- लिंडबर्ग, एच.1994. “दि इफेक्ट्स ऑफ स्टेरिलाइज्ड इंटरवेंशन थ्रू दि सिग्नलिंग चैनल, स्वीडन 1986-1990.” स्वेरिग्स रिस्क बैंक वर्किंग पेपर 19
- लिप्सकोव, एल. 2005. “एन ओवर व्यू ऑफ नॉन डिलिवरेबल फॉरेन एक्सचेंज फॉरवर्ड मार्केट्स.” बैंक ऑफ इंटरनेशनल सेटलमेंट्स, मई.
- मा. जी., सी. हो, तथा आर.एन. मैककौले. 2004. “द मार्केट्स फॉर नॉन-डिलिवरेबल फॉरवर्ड्स इन एशियन करेन्सीज” बीआइएस क्वार्टरली रिव्यू, जून
- मैककेनजी, एम.2004. “एन इंपीरिकल एक्जामिनेशन ऑफ दि रिलेशन बिटविन सेन्ट्रल बैंक इंटरवेंशन एंड एक्सचेंज रेट वोलेटिलिटी : सम ऑस्ट्रेलियन एविडेंस” आस्ट्रेलियन इकॉनॉमिक पेपर्स, खंड 43:59-74
- मोहन, राकेश. 2004. “चैलेंजेज टू मॉनिटरी पॉलिसी इन ए ग्लोबल कान्टेक्स्ट.” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी
- . 2004. “फाइनांशियल सेक्टर रिफॉर्म इन इंडिया : पॉलिसीज एंड परफॉर्मन्स अनालिसिस.” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- . 2005. “सम अप्परेट पब्लिस फॉर कॉटेम्परेरी मॉनिटरी पॉलिसी.” आरबीआइ बुलेटिन, दिसंबर
- . 2006 ए. “मॉनिटरी पॉलिसी एंड एक्सचेंज रेट फ्रेमवर्क्स : दि इंडियन एक्सपीरियन्स. आरबीआइ बुलेटिन, जून”
- . 2006 बी. “मॉनिटरी एंड फाइनांशियल पॉलिसी रिस्पॉन्सेज टू ग्लोबल इम्बेलेन्सेज.” आरबीआइ बुलेटिन, दिसंबर
- . 2006 सी. “फाइनांशियल सेक्टर रिफॉर्म एंड मॉनिटरी पॉलिसी : दि इंडियन एक्सपीरियन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जुलाई
- . 2006 डी. “एवियन इनफ्लूएंझा पांडेमिक : प्रीपेअर्डनेस विदिन दि फाइनांशियल सेक्टर.” आरबीआइ बुलेटिन, अगस्त
- . 2007. “डेवलपमेंट ऑफ फाइनांशियल मार्केट्स इन इंडिया.” पहले इंडियन -फ्रेंच फाइनांशियल फोरम, मुंबई में दिया गया भाषण, मई
- मूसा, एम. 1981. “दि रोल ऑफ ऑफिशियल इंटरवेंशन.” ग्रुप ऑफ थर्टी ऑकैजनल पेपर्स सं.6, न्यूयॉर्क
- नीलि, सी.जे.2002. “दि टेपोरल पैटर्न ऑफ ट्रेडिंग रूल रिटर्न्स एंड सेंट्रल बैंक इंटरवेंशन : इंटरवेंशन डज नॉट जनरेट टेक्निकल ट्रेडिंग रूल प्रॉफिट्स.” वर्किंग पेपर्स 2000-018, फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लूइस
- ऑब्सटफेल्ड, एम. 1990. “दि इफेक्टिवनेस ऑफ फॉरेन एक्सचेंज इंटरवेंशन रिसेंट एक्सपीरियन्स : 1985-1988.” इंटरनेशनल पॉलिसी को-ऑर्डिनेशन एंड एक्सचेंज रेट फ्लक्चुएशन्स में (सं.) डब्ल्यू. एच. ब्रानसन, जे.ए. फ्रैकैल एंड. एम. गोल्डस्टेइन, शिकागो : यू. शिकागो प्रेस





- पट्टनायक, एस. तथा एस.साहू.2001. “दि इफेक्टिवनेस ऑफ इंटरवेंशन इन इंडिया : एन इंपीरिकल असेसमेंट.” आरबीआइ ऑकेजनल पेपर्स, खंड 22, जून
- रानडे, ए., तथा जी. कपूर. 2003. “एप्रिसिएटिंग रूपी : चेंजिंग पैराडिगम?.” इकॉनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, फरवरी
- रंजन, आर., तथा एस.सी धल. 1999. “टेस्टिंग फॉर दि इमपैक्ट ऑफ क्रॉस करेन्सी वोलेटिलिटी ऑन दि इंडियन रूपी.” आरबीआइ ऑकेजनल पेपर्स, 35(5). आरबीआइ., मुंबई
- रेड्डी, वाई.वी. 1997. “एक्सचेंज रेट मैनेजमेंट : डाइलेमाज.” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- . 2003. “ग्लोबल इकॉनॉमी एंड फाइनान्शियल मार्केट्स.” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- . 2005. “इंडियन इकॉनॉमी : करेंट स्टेटस एंड सिलेक्ट इश्यूज.” आरबीआइ बुलेटिन, फरवरी
- . 2006 ए. “फाइनान्शियल सेक्टर रिफॉर्म एंड फाइनान्शियल स्टेबिलिटी.” आरबीआइ बुलेटिन, मार्च
- . 2006 बी. “ग्लोबल इम्बैलेन्सेस : ऐन इंडियन परस्पेक्टिव.” आरबीआइ बुलेटिन, जून
- . 2006 सी. “इंडिया एन इमर्जिंग एशिया.” आरबीआइ बुलेटिन, जून
- . 2006 डी. “फॉरेन एक्सचेंज रिजर्व : न्यू रिऑलिटीज एंड ऑप्शन्स” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- . 2006 ई. “सेन्ट्रल बैंक कम्युनिकेशन्स : सम रैंडम थॉट्स.” आरबीआइ बुलेटिन, फरवरी
- . 2007. “पॉइंट ऑफ व्यू : कनवर्टिंग ए टाइगर.” फाइनांस एंड डेवलपमेंट, इंटरनेशनल मॉनिटरी फंड, खंड 44, मार्च
- भारतीय रिजर्व बैंक. 2006. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन फूलर कैपिटल अकाउंट कनवर्टेबिलिटी (अध्यक्ष: एस.एस. तारापोर)
- . 1995. रिपोर्ट ऑफ दि एक्सपर्ट ग्रुप ऑन फॉरेन एक्सचेंज मार्केट्स इन इंडिया (अध्यक्ष : ओ. पी. सोढानी), जून
- . 1997. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन कैपिटल अकाउंट कनवर्टेबिलिटी (अध्यक्ष : एस.एस. तारापोर)
- . 2000. मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट. 1999-00
- . 2003. मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट. 2002-03
- . 2004. मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट. 2003-04
- . 2005. रिपोर्ट ऑफ दि इंटरनल टेक्निकल ग्रुप ऑन फॉरेन एक्सचेंज मार्केट्स
- रोगोफ, के. 1984 “ऑन दि इफेक्ट्स ऑफ स्टैरिलाइज्ड इंटरवेंशन : ऐन अनालिसिस, ऑफ वीकली डेटा”. जर्नल ऑफ मॉनीटरी इकॉनॉमिक्स, खंड 14:133-150
- सहदेवन, के. 2002. “फॉरेन एक्सचेंज इंटरवेंशन एंड फ्यूचर मॉनिटरी पॉलिसी, सम इंपीरिकल एविडेन्स ऑन सिग्नलिंग हाइपोथिसिस.” आइसीएफएआइ जर्नल ऑफ अप्लाइड फाइनांस, खंड 8
- सानो, एल.तथा एम. टाइलर. 2001. “ऑफिशियल इंटरवेंशन इन दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट : इज इट इफेक्टिव एंड, इफ सो, हाऊ डज इट वर्क :” जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक लिटरेचर, खंड. 39 : 839-868
- शर्मा, ए.के. तथा ए. मित्रा. 2006. “व्हाट ड्राइव्स फॉरवर्ड प्रीमिया इन दि इंडियन फॉरेन एक्सचेंज मार्केट ?” आरबीआइ ऑकेजनल पेपर्स, 27 (1 तथा 2)
- तौचेन, जी. तथा एम. पिट्ट्स. 1983. “दि प्राइस वैरिएबिलिटी-वॉल्यूम रिलेशनशिप इन स्पेक्युलेटिव मार्केट्स.” इकोनोमेट्रिका, खंड 51:485-505





टेलर, डी. 1982. “ऑफिशियल इंटरवेंशन इन दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट ऑर बेट अगोन्स्ट दि सेन्ट्रल बैंक.” दि जर्नल ऑफ पॉलिटिकल इकॉनॉमी, खंड. 90 : 356-368

उदेशी, के.जे. 2004. “डेवलपमेंट ऑफ फॉरेक्स मार्केट्स इन इंडिया: रिव्यू एंड प्रॉस्पेक्ट्स.” आरबीआइ बुलेटिन, सितंबर

उन्नीकृष्णन, एन.के., तथा पी.आर. रवि मोहन. 2001. “एक्सचेंज रेट डाइनेमिक्स : ऐन इंडियन परस्पेक्टिव.” आरबीआइ अकैजिनल पेपर्स, जून

## VII. इक्विटी तथा कंपनी ऋण बाजार

एलेन, एफ., आर. चक्रवर्ती, डे, संकर, क्वियन, जुन, तथा मैजून क्वियन. 2006 “फाइनांसिंग फर्मस इन इंडिया.” वर्ल्ड बैंक पॉलिसी रिसर्च वर्किंग पेपर, 3975, अगस्त

एलेन, एफ., तथा डी. गाले. 1999. कंपेअरिंग फाइनान्शियल सिस्टम्स. केंब्रिज : एमआइटी प्रेस

बंडीएरा, ओरिएना, गेरार्ड केप्रियो, पेट्रिक होनोहन, तथा फेब्रियो स्विंटरसेली. 2000. डज फाइनान्शियल रिफॉर्म रेज ऑर रिड्यूस् सेविंगज?’ रिव्यू ऑफ इकॉनॉमिक्स एंड स्टेटिस्टिक्स, 82(2): 239-63

बैंक ऑफ इंटरनेशनल सेटलमेंट्स. 2006. “डेवलपिंग कारपोरेट बांड मार्केट्स इन एशिया.” बीआइएस पेपर्स सं.26, फरवरी

बेक, थोरस्टेन, रॉस लेविन, तथा नारसन लोयझो. 2000. “फाइनांस एंड दि सोर्सेस ऑफ ग्रोथ.” जर्नल ऑफ फाइनान्शियल इकॉनॉमिक्स, 58(1 तथा 2) : 261-300

बेक, थोरस्टेन, तथा रॉस लेविन. 2003. “स्टॉक मार्केट्स, बैंक्स एंड ग्रोथ: पैनल एविडेन्स.” जर्नल ऑफ बैंकिंग एंड फाइनांस. सितंबर  
बोस, सुशिमता, तथा दीपांकर कोंडू. 2003. “ए स्टडी ऑफ इंडियन कारपोरेट बांड मार्केट.” मनी एंड फाइनांस. आइसीआरए बुलेटिन, जनवरी-मार्च

चो, वाइ. 1986. “इनएफिशिएन्सीज फ्रॉम फाइनान्शियल लिबरलाइजेशन इन दि अब्सेन्स ऑफ वेल-फंक्शनिंग इक्विटी मार्केट्स.” जर्नल ऑफ मनी, क्रेडिट एंड बैंकिंग, 18(2):191-199

———. 1999. “इंडियन कैपिटल मार्केट्स : रिसेंट डेवलपमेंट एंड पॉलिसी इश्यूज.” स्तोंगांग यूनिवर्सिटी, वर्किंग पेपर सं.99-01

क्रिस्टोफर्सन, पी., तथा टी. स्लॉक. 2000. “डू असेट प्राइसेज इन ट्रांज़िशन कंट्रीज कंटेन इनफॉर्मेशन अबाउट फ्यूचर इकॉनॉमिक ऐक्टिविटी?’ आइएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यू/ 00/103. जून

डेमिरगुक-कंट, अस्ली, तथा वोजीस्लव मकसीमूविक.1988. “लॉ, फाइनांस एंड फर्म ग्रोथ.” जर्नल ऑफ फाइनांस, 53(6): 2107-37, दिसंबर

एंडो, तडाशी. 2004. “डेट मार्केट डेवलपमेंट इन इमर्जिंग इकॉनॉमिज : मेजर इश्यूज एंड चेलेंजेज.” वर्ल्ड बैंक सेमिनार इन कोलंबो, जून 9

फ्रेटजश्च, ओलिवर. 2006 “इमर्जिंग डेरिवेटिव मार्केट्स इन एशिया.” चैप्टर ऑर ईएपी फ्लैगशिप ऑन एशियन फाइनान्शियल मार्केट डेवलपमेंट, दि वर्ल्ड बैंक, मार्च

भारत सरकार. इकॉनॉमिक सर्वे, विभिन्न अंक

जिंटलबर्ग, जे., तथा इली एम. रेमोलाना. 2006. “सेक्युरिटाइजेशन इन एशिया एंड दि पैसिफिक : इंप्लीकेशंस ऑर लिक्विडिटी एंड क्रेडिट रिस्क.” बीआइएस क्वार्टरली रिव्यू, 65-75, जून

इंटरनेशनल मॉनिटरी फंड. 2000. वर्ल्ड इकॉनॉमिक आउटलुक, मई

———. 2005. ग्लोबल फाइनान्शियल स्टेबिलिटी रिपोर्ट, अप्रैल



- आयोस्को (आइओएससीओ). 2002. “दि डेवलपमेंट ऑफ कारपोरेट बांड मार्केट्स इन इमर्जिंग मार्केट कंट्रीज.” मई लेविन, रास, तथा सारा जेरोस. 1998. “स्टॉक मार्केट्स, बैंक्स एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ.” अमेरिकन इकॉनॉमिक रिव्यू, 88(3): 537-58, जून लेविन, रॉस. 1997. “फाइनांशियल डेवलपमेंट एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ : व्यूज एंड एजेंडा.” कंप्लीट जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक लिटरचर, 35(2):688-726, जून
- . 2003. “मोर ऑन फाइनांस एंड ग्रोथ : मोर फाइनांस, मोर ग्रोथ?” फेडरल रिजर्व बैंक ऑफ सेंट लूइस. 31-46, जुलाई/अगस्त
- ली. काइ. 2007. “दि ग्रोथ ऑफ ईक्विटी मार्केट साइज एंड ट्रेडिंग ऐक्टिविटी: ऐन इंटरनेशनल स्टडी.” जर्नल ऑफ इंपीरिकल फाइनांस, खंड 14 : 59-90
- लुडविग, ए., तथा टी. स्लोक. 2002. “दि इम्पैक्ट ऑफ चेंजेज इन स्टॉक प्राइसेज एंड हाउस प्राइसेज ऑन कंजंप्शन इन ओईसीडी कंट्रीज.” आइएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपी/02/1, जनवरी
- लुएंगनरुमिटचइ, पी., तथा ली लिअन ओंग. 2005. “ऐन एनाटॉमी ऑफ कारपोरेट बांड मार्केट्स : ग्रोइंग पेन्स एंड नॉलेज गेन्स.” आइएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यू पी / 05/152, जुलाई
- मेकिन्से. 2006. “एक्सलरेटिंग इंडियाज ग्रोथ थू फाइनांशियल सिस्टम रिफॉर्म्स.” मई
- मोहन, राकेश. 2004 ए. “फाइनांसिंग फॉर इंडस्ट्रियल ग्रोथ.” आरबीआइ बुलेटिन, मार्च
- . 2004 बी. “डेट मार्केट्स इन इंडिया - इश्यूज एंड प्रोस्पेक्ट्स.” आरबीआइ बुलेटिन, दिसंबर
- . 2006 ए. “रिसेंट ट्रेन्ड्स इन दि इंडियन डेट्स मार्केट एंड करेन्ट इनिशिएटिव्ज.” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- . 2006 बी. “फाइनांशियल सेक्टर रिफॉर्म्स एंड मॉनिटरी पॉलिसी : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जुलाई
- नगौशी, एम. 1999. “स्टॉक मार्केट डेवलपमेंट एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ : डूबियस रिलेशनशिप.” इकॉनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, 17-23, जुलाई
- नागराज, आर. 1996. “इंडियन कैपिटल मार्केट ग्रोथ : ट्रेड्स, एक्सप्लेनेशन्स एंड एविडन्सेज.” इकॉनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, खंड 33:14-20, मार्च
- नेशनल स्टॉक एक्सचेंज ऑफ इंडिया लिमि. 2005. “ इंडियन सेक्युरिटीज मार्केट - ए रिव्यू.” खंड VIII
- . 2006 एनएसई फैक्ट बुक
- पाटील, आर.एच. 2004. “कारपोरेट डेट मार्केट : न्यू बिगनिंगज.” इकॉनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली, मार्च 20, 1237-1246
- . 2005. रिपोर्ट ऑफ दि हाइ लेवल एक्सपर्ट कमिटी ऑन कारपोरेट डेट एंड सेक्युरिटाइजेशन, दिसंबर
- प्यूरफिल्ड, कट्टिओना, हिरोको ओरा, चार्ल्स एफ. क्रामर, तथा अंड्रेज जॉब्सट. 2006. “एशियन ईक्विटी मार्केट्स : ग्रोथ, अपॉर्च्युनिटीज, एंड चैलेंजेज.” आइएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपी/06/266, दिसंबर
- राजन, रघुराम. जी., तथा एल. जिंगेल्स. 1988. “फाइनांशियल इंडिपेंडेंस एंड ग्रोथ.” अमेरिकन इकॉनॉमिक रिव्यू, खंड.88:559-586
- रेड्डी, वाई.वी.2005. “बैंक्स एंड कारपोरेट्स ऐज पाटर्न्स इन प्रोग्रेस.” आरबीआइ बुलेटिन, नवंबर
- . 2002. “डेवलपिंग बांड मार्केट्स इन इमर्जिंग इकॉनॉमिज : इश्यूज एंड इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- भारतीय रिजर्व बैंक. 2004. मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट, 2003-04
- . 2006. हैंडबुक ऑफ स्टेटिस्टिक्स ऑन दि इंडियन इकॉनॉमी, 2005-06



- रोमेर, सी. 1990. “दि ग्रेट क्रेश एंड दि ऑनसेट ऑफ दि ग्रेट डिप्रेशन.” क्वार्टरली जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक्स, खंड 105 : 597-624
- राउसेऊ, पीटर एल, तथा पॉल वॉचेल, 2000. “ईक्विटी मार्केट्स एंड ग्रोथ: क्रॉस-कंट्री एविडेन्स ऑन टाइमिंग एंड आउटकम्स, 1980-1995.” जर्नल ऑफ बैंकिंग एंड फाइनांस, 24(12) : 1933-57, दिसंबर
- साकाकीबारा, इसुके. 2001. “ए ब्रीफ ओवरव्यू : क्रिएशन ऑफ एशियन बांड मार्केट” इन बांड मार्केट डेवलपमेंट इन एशिया, प्रोसीडिंग्स ऑफ राउंड टेबल ऑन कैपिटल मार्केट रिफार्म्स इन एशिया, एशियन डेवलपमेंट बैंक इंस्टीट्यूट”
- सेक्युरिटीज एंड एक्सचेंज बोर्ड ऑफ इंडिया. 2003. एसबीआई - एनसीएईआर, सर्वे ऑफ इंडियन इनवेस्टर्स, मार्च
- . 2006. हैडबुक ऑफ स्टेटिस्टिक्स ऑन दि इंडियन सेक्युरिटीज मार्केट, दिसंबर
- शाह, अजय. 1995. “दि इंडियन आइपीओ मार्केट : इंपीरिकल फैक्ट्स - टेक्निकल रिपोर्ट.” सेंटर फॉर मॉनिटरिंग इंडियन इकॉनॉमी, जून
- शाह, ए. तथा खुसन थॉमस. 1997 “सिक्युरिटीज मार्केट्स : टूवर्ड्स ग्रेटर एफिसिंसी” इंडिया डेवलपमेंट रिपोर्ट, आक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस
- सिंह, ए. 1995. “कारपोरेट फाइनान्शियल पैटर्न्स इन इंडस्ट्रियल इकॉनॉमिज.” टेक्निकल पेपर, इंटरनेशनल फाइनांस कारपोरेशन, वॉशिंगटन, डी.सी.
- . 1997. “फाइनान्शियल लिबरलाइजेशन, स्टॉक मार्केट्स एंड इकॉनॉमिक डेवलपमेंट.” दि इकॉनॉमिक जर्नल, 107 (442) : 771-782, मई
- सोसाइटी फॉर कैपिटल मार्केट रिसर्च एंड डेवलपमेंट. 2005. “इंडियन हाउसहोल्ड इनवेस्टर्स सर्वे - दि चेंजिंग मार्केट इनवायरनमेंट, इनवेस्टर्स प्रीफरन्सेज, प्रॉब्लेम्स, पॉलिसी इश्यूज.” जून
- टकागी, शिंजी 2001. “डेवलपिंग ए वायेबल कारपोरेट बांड मार्केट अंडर ए बैंक-डॉमिनेटेड सिस्टम - एनॉलिटिकल इश्यूज एंड पॉलिसी इम्प्लीकेशंस,” इन बांड मार्केट डेवलपमेंट इन एशिया, प्रोसीडिंग्स ऑफ राउंड टेबल ऑन कैपिटल मार्केट रिफार्म्स इन एशिया, एशियन डेवलपमेंट बैंक इंस्टीट्यूट
- दि वर्ल्ड बैंक. 2004. रिपोर्ट ऑन दि ऑब्जरवन्स ऑफ स्टैंडर्ड्स एंड कोड्स (आरओएससी) - कारपोरेट गवर्नेन्स कंट्री असेसमेंट : इंडिया, वर्किंग पेपर सं. 2004/04.01
- दि वर्ल्ड बैंक. 2006ए. ग्लोबल डेवलपमेंट फाइनांस, वॉशिंगटन डी.सी.
- . 2006 बी. डूइंग बिजनेस 2007 : हाउ टू रिफॉर्म, सितंबर
- वर्ल्ड फेडरेशन ऑफ एक्सचेंजेज. [www.fibv.org](http://www.fibv.org).

### VIII. वित्तीय बाजार समेकन

- एगनर, पी.आर. 2001. “बेनिफिट्स एंड कॉस्ट्स ऑफ इंटरनेशनल फाइनान्शियल इंटीग्रेशन.” पेपर फॉर दि कॉन्फरेन्स ऑन फाइनान्शियल ग्लोबलाइजेशन : इश्यूज एंड चैलेंजेज फॉर स्मॉल स्टेट्स. सेंट किट्स. मार्च 27-28
- बैंक फॉर इंटरनेशनल सेटलमेंट्स. 2006. “रीजनल फाइनान्शियल इंटीग्रेशन इन इमर्जिंग मार्केट्स : ट्रेड्स एंड पॉलिसी चैलेंजेज.” अप्रकाशित पत्र
- बेकेर्ट, गीर्ट, मिन वेई तथा युहांग जिंग. 2002. “अनकवर्ड इंटररेस्ट पैरिटी एंड दि टर्म स्ट्रक्चर.” एनबीईआर वर्किंग पेपर 8795
- भगवती, जगदीश. 1998. “दि कैपिटल मिथ : दि डिफरेंस बिटवीन ट्रेड इन विडगेट्स ट्रेड इन डॉलर्स.” फॉरेन अफेयर्स, खंड 77 : 712



- भोई, बी.के. तथा एस.सी. धल. 1998. “इंटीग्रेशन ऑफ फाइनांशियल मार्केट्स इन इंडिया : ऐन इंपीरिकल इवैल्यूएशन.” आरबीआइ ऑकेजनल पेपर्स. 19(4). दिसंबर
- ब्लाइंडर, ए.एस. 2004. “दि क्वाएट रिबोल्यूशन: सेंट्रल बैंकिंग गोज मॉडर्न.” लंदन : योर्क यूनिवर्सिटी प्रेस
- ब्रूवर, टी.एल. तथा एस. नोलेन. 2000. “डायरेक्ट इनवेस्टमेंट एंड पोर्टफोलियो फ्लोज टू डेवलपिंग कंट्रीज.” वर्ल्ड बैंक केप्रिओ, गेरार्ड, तथा पेट्रिक होनहन. 1999. “रिस्टोरिंग बैंकिंग स्टेबिलिटी : बियांड सुपरवाइज्ड कैपिटल मार्केट्स : बुकिंग पेपर ऑन इकॉनॉमिक ऐक्टिविटी, खंड 1 : 143-80
- चिन. एम.डी. तथा मेरेडिथ जी. 2002. “टेस्टिंग अनकवर्ड इंटररेस्ट पैरिटी ऐट शॉर्ट एंड लांग होरिजन्स डूरिंग दि पोस्ट-ब्रेटन वुड्स एरा”. वर्किंग पेपर, यूनिवर्सिटी ऑफ केलिफोर्निया
- चुहान, पी. जी. पेरेज-क्यूरोस, तथा एच. पॉपर. 1996. “इंटरनेशनल कैपिटल फ्लोज : डू शॉर्ट-टर्म इनवेस्टमेंट एंड डाइरेक्ट इनवेस्टमेंट डिफर?” प्री वर्किंग पेपर सं.1669, वर्ल्ड बैंक
- कुरनोट, अगस्तीन. 1927. रिसर्च इनटू दि मैथेमैटिकल प्रिंसिपल्स ऑफ दि थिअरी ऑफ वेल्थ, नेथनियल टी. बेकन. न्यूयॉर्क द्वारा अनू. मैकमिलन
- डाडुश, यू., डी. दासगुप्ता, तथा डी. रथ. 2000. “दि रोल ऑफ शॉर्ट-टर्म डेट इन रिसेंट क्राइसेस.” फाइनांस एंड डेवलपमेंट, खंड 37:54-57
- फामा, युगेन, एफ. 1984. “फॉरवर्ड एंड स्पॉट एक्सचेंज रेट्स.” जर्नल ऑफ मॉनिटरी इकॉनॉमिक्स, खंड. 14
- फ्लड, रॉबर्ट, पी., तथा एंड्रयू के. रोज. 2002. “अनकवर्ड इंटररेस्ट पैरिटी इन क्राइसेस.” आइएमएफ स्टाफ पेपर्स, 49(2)
- फ्रूट, केनेथ, ए., तथा एच. रिचर्ड थालेर. 1990. “एनॉमलीज : फॉरेन एक्सचेंज.” जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक परस्पेक्टिव्ज, 49(3)
- गिनेइटी, एम. गुइसो, एल. जपेली, एम. पडुला, तथा एम. पगानो. 2002. “फाइनांशियल मार्केट इंटीग्रेशन, कारपोरेट फाइनांसिंग एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ.” यूरोपियन कमीशन
- भारत सरकार. 2005. रिपोर्ट ऑफ हाई लेवल एक्सपर्ट कमिटी ऑन कारपोरेट बांड्स एंड सेक्यूरिटाइजेशन (अध्यक्ष:डॉ. आर.एच. पाटील)
- इसार्ड, पीटर. 1995. एक्सचेंज रेट इकॉनॉमिक्स, केंब्रिज यूनिवर्सिटी प्रेस
- जोशी, एच. तथा एम. सगगर 1988. “एक्सेस रिटर्न्स, रिस्क-प्रीमिया एंड इफीशिएन्सी ऑफ दि फॉरेन एक्सचेंज मार्केट : इंडियन एक्सपीरिएन्स इन दि पोस्ट लिबरलाइजेशन पीरियड.” आरबीआइ ऑकेजनल पेपर्स, 19(2) जून
- किम, सोयोंग, एंड नोरिएल रोबिनी. 2000. “एक्सचेंज रेट एनॉमलीज इन दि इंडस्ट्रियल कंट्रीज : ए सोल्यूशन विथ ए स्ट्रक्चरल वीएआर एप्रोच.” जर्नल ऑफ मॉनिटरी इकॉनॉमिक्स, खंड.45
- कोस, एम.ए., इ. प्रसाद, के.रोगोफ, तथा शांग-जिन वेइ. 2006. “फाइनांशियल ग्लोबलाइजेशन : ए रिअप्राइजल.” आइएमएफ वर्किंग पेपर, डब्ल्यूपी/06/189
- लेन, पी.आर., तथा जी एम.एम. फेरेट्टी. 2006. “दि एक्सटर्नल वेल्थ ऑफ नेशन्स : रिवाइड एंड एक्सटेडेड एस्टिमेंट्स ऑफ फॉरेन एसेट्स एंड लायबिलिटीज 1970-2004. आइएमएफ वर्किंग पेपर सं.69
- लेविन, रॉस. 1996. “फॉरेन बैंक्स, फाइनांशियल डेवलपमेंट एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ.” इंटरनेशनल फाइनांशियल मार्केट्स। क्लॉड इ. बारफील्ड द्वारा संपादित। वॉशिंगटन डीसी : अमेरिकन एंटरप्राइज इंस्टीट्यूट प्रेस
- लेविन, रॉस, 2001. “इंटरनेशनल फाइनांशियल इंटीग्रेशन एंड इकॉनॉमिक ग्रोथ.” रिव्यू ऑफ इंटरनेशनल इकॉनॉमिक्स, खंड.9



- मार्शल, अल्फ्रेड. 1930. प्रिंसिपल्स ऑफ इकॉनॉमिक्स : ऐन इंट्रोडक्टरी खंड. 8 वां संस्करण। लंदन : मैकमिलन
- मेहरा. आर., तथा ई.सी. प्रेस्कॉट. 1985. “दि ईक्विटी प्रीमियम : ए पजल.” जर्नल ऑफ मॉनिटरी इकॉनॉमिक्स, 15(2)
- मेरेडिथ, गाय, तथा यू मा. 2002. “दि फॉरवर्ड प्रीमियम पजल रिविजिटेड.” आइएमएफ वर्किंग पेपर
- मोहन, राकेश. 2004 ए. “चैलेंजेज टू मॉनिटरी पॉलिसी इन ए ग्लोबलाइजिंग कॉन्टेक्स्ट.” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी
- . 2004 बी “फाइनांशियल सेक्टर रिफॉर्म्स इन इंडिया : पॉलिसीज एंड परफॉर्मन्स अनालिसिस.” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- . 2005. “ग्लोबलाइजेशन, फाइनांशियल मार्केट्स एंड दि ऑपरेशन ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी इन इंडिया.” बीआइएस पेपर्स सं.23
- . 2006. “मॉनिटरी पॉलिसी एंड एक्सचेंज रेट फ्रेमवर्क : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जून
- . 2007. “मॉनिटरी पॉलिसी ट्रान्समिशन इन इंडिया.” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल
- पट्टनाइक, आर.के., मुनीश कपूर, तथा एस.सी. धल. 2003. “एक्सचेंज रेट पॉलिसी एंड मैनेजमेंट : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” इकॉनॉमिक एंड पॉलिटिकल वीकली. मई 31
- प्रसाद, ईस्वर, के. रोगोफ, शांग-जिनवेइ तथा ए.कोस. 2003. “इफेक्ट्स ऑफ फाइनांशियल ग्लोबलाइजेशन ऑन डेवलपिंग कंट्रीज : सम न्यू एविडेन्स.” आइएमएफ ऑकेजनल पेपर 220
- . 2006. “दि माइक्रोइकॉनॉमिक इम्प्लीकेशंस ऑफ फाइनांशियल ग्लोबलाइजेशन.” जर्नल ऑफ इकॉनॉमिक लिटरेचर
- पीटरसन, टी.जी. 2001. “दि ट्रान्समिशन मेकेनिज्म ऑफ मॉनीटरी पॉलिसी : अनालाइजिंग दि फाइनांशियल मार्केट पास-थ्रू.” वर्किंग पेपर्स सं.14. सेन्ट्रल बैंक ऑफ आइसलैंड
- रेड्डी, वाई.वी. 1999. “फाइनांशियल सेक्टर रिफॉर्म्स : रिव्यू एंड प्रॉस्पेक्ट्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी
- . 2002. “डाइमेन्शन्स ऑफ फाइनांशियल डेवलपमेंट, मार्केट रिफॉर्म्स एंड इंटिग्रेशन : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” माइक्रोइकॉनॉमिक्स एंड मॉनिटरी पॉलिसी : इश्यूज फॉर ए रिफॉर्मिंग इकॉनॉमी में, (संपादक) एम.एस. अहलुवालिया, बिमल जालान तथा एस.एस. तारापोर, नई दिल्ली : ऑक्सफोर्ड यूनिवर्सिटी प्रेस
- . 2003. “दि ग्लोबल इकॉनॉमी एंड फाइनांशियल मार्केट्स : आउटलुक, रिस्क एंड पॉलिसी रिस्पॉन्सेज.” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- . 2005 ए “ओवरकमिंग चैलेंजेज इन ए ग्लोबलाइज्ड इकॉनॉमी.” आरबीआइ बुलेटिन, जुलाई
- . 2005 बी “इम्प्लीकेशंस ऑफ ग्लोबल फाइनांशियल इम्बैलेन्सेज फॉर दि इमर्जिंग मार्केट इकॉनॉमीज.” आरबीआइ बुलेटिन, दिसंबर
- . 2005 सी. “ग्लोबलाइजेशन ऑफ मॉनिटरी पॉलिसी एंड इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन. जुलाई
- . 2005 डी. “एन्यूअल पॉलिसी स्टेटमेंट फॉर दि इयर 2005-06.” भारतीय रिजर्व बैंक, अप्रैल
- . 2006 ए “रिफॉर्मिंग इंडियाज फाइनांशियल सेक्टर : चेंजिंग डाइमेन्शन्स एंड इमर्जिंग इश्यूज.” आरबीआइ बुलेटिन, जून
- . 2006 बी. “ग्लोबलाइजेशन, मनी एंड फाइनांस : अनसर्टेटीज एंड डिलेम्माज.” आरबीआइ बुलेटिन, अक्टूबर
- भारतीय रिजर्व बैंक. 2001. मुद्रा और वित्त की रिपोर्ट, 1999-2000
- . 2006. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन फूलर कैपिटल अकाउंट कनवर्टेबिलिटी (अध्यक्ष : एस.एस. तारापोर), मुंबई
- रोड्रिक, दानी. 1988. “हू नीड्स कैपिटल अकाउंट कनवर्टेबिलिटी?” हार्वर्ड यूनिवर्सिटी, मिमेओ
- सार्नो, लुसिओ, तथा मार्क पी. टेलर. 1999. “हॉट मनी, अकाउंटिंग लेबल्स एंड दि परमानेन्स ऑफ कैपिटल फ्लोज टू डेवलपिंग कंट्रीज : ऐन एंपीरिकल इनवेस्टिगेशन.” जर्नल ऑफ डेवलपमेंट इकॉनॉमिक्स, खंड 59 : 337-64.





शार्पे, विलियम एफ. 1964. “कैपिटल असेट प्राइसेज : ए थिअरी ऑफ इक्विलिब्रियम अंडर कंडीशन्स ऑफ रिस्क.” जर्नल ऑफ फाइनांस, 19 (3)

स्टिग्लिट्ज, जोसेफ. 2002. ग्लोबलाइजेशन एंड इट्स डिसकंटेन्ट्स. न्यूयॉर्क : नॉर्टोन

सुंदरराजन, वी., केम करकडाग, तथा जेनिफर इलियट. 2003. “फाइनान्शियल मार्केट डेवलपमेंट : सिक्वेन्सिंग ऑफ रिफॉर्म्स टू एनश्यूर स्टेबिलिटी.” पाँचवाँ वार्षिक वित्तीय बाजार और विकास सम्मेलन, दि बुकिंग इन्स्टिट्यूशन, दि इंटरनेशनल मॉनिटरी फंड तथा विश्व बैंक द्वारा आयोजित

टोविन जे. 1958. “एस्टिमेशन ऑफ रिलेशनशिप फॉर लिमिटेड डिपेंडेंट वैरिएबल्स.” इकोनोमेट्रिका, जनवरी

त्रिशेर, जे.सी. 2005. “यूरोपियन फाइनान्शियल इंटीग्रेशन.” वित्त, बैंकिंग, तथा बीमा की 10वीं गोष्ठी में दिया गया भाषण, यूनिवर्सिटी ऑफ कार्ल्स्रूहे, दिसंबर 16

यूनाइटेड नेशन्स कॉन्फरेन्स ऑन ट्रेड एंड डेवलपमेंट. 2006. “वर्ल्ड इनवेस्टमेंट रिपोर्ट”

यूनाइटेड स्टेट्स एजेन्सी फॉर इंटरनेशनल डेवलपमेंट. 1998. “फाइनान्शियल मार्केट्स डेवलपमेंट.” यूएसएआइडी पॉलिसी पेपर

वाधवानी, सुशील. 1999. “करेन्सी पजल्स.” लंदन स्कूल ऑफ इकॉनॉमिक्स में दिया गया व्याख्यान. सितंबर

वर्ल्ड बैंक. 2000. ग्लोबल डेवलपमेंट फाइनांस. न्यूयॉर्क

———. 2006. ग्लोबल डेवलपमेंट फाइनांस. न्यूयॉर्क

## IX. समग्र आकलन

गिथनर, तिमोथी एफ. 2007. “लिक्विडिटी एंड फाइनान्शियल मार्केट्स.” बीआइएस रिव्यू, खंड.19

लिपशिट्ज, लेसली. 2007. “वाइजिंग अप अबाउट फाइनांस.” फाइनांस एंड डेवलपमेंट, 44(1). मार्च

मोहन, रakesh. 2004. “चैलेंजेज टू मॉनिटरी पॉलिसी इन ए ग्लोबलाइजिंग कांटेक्स्ट.” आरबीआइ बुलेटिन, जनवरी

———. 2006 ए. “कोपिंग विथ लिक्विडिटी मैनेजमेंट : ए प्रैक्टिशनर्स व्यू.” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल

———. 2006 बी “इवोल्यूशन ऑफ सेंट्रल बैंकिंग इन इंडिया.” आरबीआइ बुलेटिन, जून

———. 2006 सी “मॉनिटरी पॉलिसी एंड एक्सचेंज रेट फ्रेमवर्क : दि इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जून

———. 2007 ए “करेन्ट चैलेंजेज टू मॉनिटरी पॉलिसी मेकिंग इन इंडिया.” आरबीआइ बुलेटिन. मार्च

———. 2007 बी. “मॉनिटरी पॉलिसी ट्रांसमिशन इन इंडिया.” “ट्रांसमिशन मेकॅनिज्म फॉर मॉनिटरी पॉलिसी इन इमर्जिंग मार्केट इकॉनॉमीज - व्हॉट इज न्यू?” पर आयोजित बीआइएस उपगवर्नरों की बैठक में प्रस्तुत पत्र, आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल

राजन, रघुराम जी., 2005. “हैज फाइनान्शियल डेवलपमेंट मेड दि वर्ल्ड रिस्कीयर?” एनबीईआर वर्किंग पेपर 11278

रेड्डी वाई.वी. 2004. “फाइनान्शियल स्टेबिलिटी : इंडियन एक्सपीरिएन्स.” आरबीआइ बुलेटिन, जुलाई

———. 2007 ए “पॉइंट ऑफ व्यू : कनवर्टिंग ए टाइगर.” फाइनांस एंड डेवलपमेंट, 44(1), मार्च

———. 2007 बी. “ग्लोबलाइजेशन एंड मॉनिटरी पॉलिसी : सम इमर्जिंग इश्यूज.” आरबीआइ बुलेटिन, अप्रैल

भारतीय रिजर्व बैंक. 2006. रिपोर्ट ऑफ दि कमिटी ऑन फूलर कैपिटल अकाउंट कनवर्टिबिलिटी. (अध्यक्ष : एस.एस. तारापोर)

———. 2007. “थर्ड क्वार्टर रिव्यू ऑफ ऐन्यूअल स्टेटमेंट ऑन मॉनिटरी पॉलिसी फॉर दि ईयर 2006-07.” जनवरी