

गैर-बैंक वित्तीय मध्यस्थता से जुड़े मुद्दे*

इस लेख में भारत में ओपन-एंडेड डेट म्यूचुअल फंड में निहित कतिपय संरचनात्मक जोखिमों पर ध्यान दिया गया है, जो कोविड-19 के संदर्भ में सहसंबद्ध मोचन दबावों से उत्पन्न हुआ है। लेख में मौजूदा नीति ढांचे में कतिपय संशोधन करने पर विचार किया गया है ताकि डेट म्यूचुअल फंड सेक्टर से होने वाले जोखिमों को फैलने से रोकने में मदद हो सके।

परिचय

कोविड-19 के चलते विकसित और उभरती बाजार वाली अर्थव्यवस्था दोनों ही व्यापक तौर पर और एक-साथ ऋण जोखिम वाले निवेश से पीछे हटती हुईं नज़र आईं, नतीजतन अत्यधिक अस्थिरता के बीच कर्ज बाजारों में आस्ति की कीमतों में भारी गिरावट आई। चलनिधि और सुरक्षित आस्तियों के पीछे भागने के अपने इस प्रयास में आस्तियों को बाजार के भिन्न-भिन्न खंडों में कम दाम पर बेचा गया। इसने वित्तीय माध्यमों को खतरे में भी डाल दिया, परिणामतः इस तरह के खंडों में पारस्परिक क्रिया को आपसी सहारा मिला।

हाल में, म्यूचुअल फंड में संसाधनों के प्रवाह में अचानक वृद्धि हुई, जो दर्शाता है कि भारत में वित्तीय बचत इस्तेमाल के स्वरूप में विवेकपूर्ण बदलाव आया है। डेट/इनकम ओरियन्टेड म्यूचुअल फंड स्कीम्स की शुद्ध प्रबंधनाधीन आस्तियां (एयूएम) मार्च 2015 के अंत में ₹6.94 ट्रिलियन से बढ़कर मार्च 2020 के अंत में ₹11.97 ट्रिलियन हो गईं, जो 5 साल की अवधि में लगभग 70 प्रतिशत की वृद्धि होती है।

इस परिवेश में, डेट पोर्टफोलियो प्रबंधक द्वारा आहरण को रोकने की हालिया वारदात ने संकट के समय ओपन-एंडेड म्यूचुअल फंड की कार्य-शैली को सहने को लेकर सुर्खियां बटोरी हैं। यह लेख डेट म्यूचुअल फंड में संस्थागत निवेशकों के प्रभुत्व, अकुशल विविधता और एक दृढ़ मूल्यांकन ढांचे की कमी पर

* यह लेख वित्तीय स्थिरता इकाई (एफएसयू), भारतीय रिज़र्व बैंक (आरबीआई) के यशवंत बित्रा, मनीष मीणा और अनुभव अग्रवाल द्वारा तैयार किया गया है। लेखक श्री इन्द्रनील चक्रवर्ती, श्री आर गुरुमूर्ति और श्री राजेश्वर राव की अंतर्दृष्टि एवं सहयोग के आभारी हैं। इस लेख में व्यक्त किए गए विचार लेखकों के हैं और भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों का प्रतिनिधित्व नहीं करते हैं। सामान्य अस्वीकरण लागू हैं।

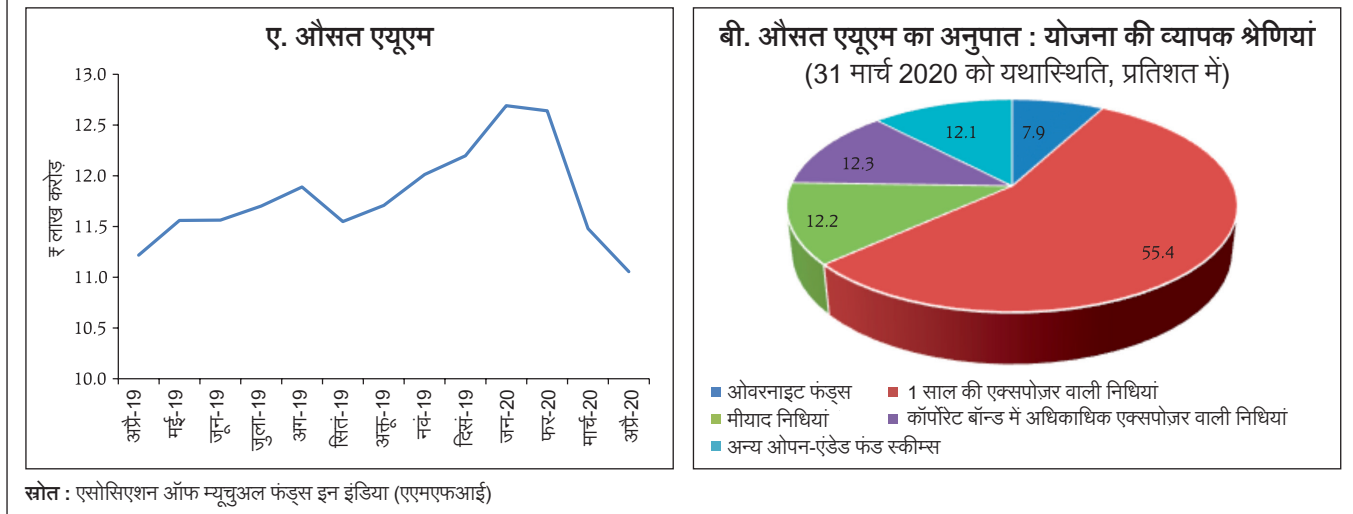
प्रकाश डालता है, क्योंकि ये ऐसे कारक हैं जो बदहाल स्थिति में इस तरह के फंड से आहरण पर जोर देने में अहम भूमिका अदा करते हैं। उथला (शैलो) गौण बॉन्ड बाजार में विश्वसनीय प्रतिपक्षकारों के अभाव में कीमतों में बड़े उतार-चढ़ाव होते हैं, जो जोखिम विमुखता पर जोर देते हैं। इसके अलावा, गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी)/ आवास वित्त कंपनियों (एचएफसी) की देयताओं की काफी अल्पकालिक जमावट है, जो चुकौती संबंधी मोहलत देने के संदर्भ में इस तरह की देयताओं को चुकता करने को लेकर इन संस्थाओं की क्षमता के संबंध में चिंता जगाती है। वित्त प्रणाली में म्यूचुअल फंड की वजह से प्रतिकूल प्रतिक्रिया पनपने की संभावना के चलते, जिसके पोर्टफोलियो में उसकी आस्तियों का बड़ा हिस्सा है, संपूर्ण वित्तीय स्थिरता के लिए जोखिम बढ़ गया है।

इस लेख को पांच भागों में विभाजित किया जाता है। भाग II में विश्लेषण में उपयोग किए गए ओपन-एंडेड डेट म्यूचुअल फंड का व्यापक वर्गीकरण प्रस्तुत है। भाग III डेट म्यूचुअल फंड में कतिपय हालिया अंतरराष्ट्रीय बदलावों को रेखांकित करता है। भाग IV में भारत में डेट म्यूचुअल फंड से जुड़े कतिपय मुद्दों पर चर्चा की गई है और भाग V में कतिपय नीतिगत सुझाव एवं निष्कर्षात्मक टिप्पणियां दी गई हैं।

II. ओपन-एंडेड डेट म्यूचुअल फंड्स

म्यूचुअल फंड (एमएफ) योजनाओं के वर्गीकरण एवं उसे तर्कसंगत बनाने के लिए भारतीय प्रतिभूति और विनिमय बोर्ड (सेबी) के दिशानिर्देशों को ध्यान में रखते हुए म्यूचुअल फंड योजनाओं को चार श्रेणियों में वर्गीकृत किया जा सकता है। केवल ओवरनाइट एक्सपोज़र की इजाजत देने वाली योजनाओं को ओवरनाइट फंड्स के अंतर्गत वर्गीकृत किया जाता है। दूसरे, ऐसी योजनाएं भी हैं जो 1 साल तक की अवधि के लिखतों में निवेश करने की इजाजत देती हैं, जिसमें चलनिधि, अति लघु मीयाद निधि, कम मीयाद निधि और मुद्रा बाजार निधि आती हैं। तीसरे, मीयाद निधियां, जो मैकाले ड्यूरेशन पोर्टफोलियो (1 साल से अधिक) के आधार पर वर्गीकृत की जाती हैं, अर्थात्, लघु मीयाद निधियां, मध्यम से दीर्घ मीयाद निधियां तथा भिन्न-भिन्न मीयाद में निवेश करने की इजाजत प्राप्त निधियां। चौथे, वे निधियां जो प्रमुख रूप से कॉर्पोरेट बॉन्ड जैसे ऋण जोखिम निधि एवं कॉर्पोरेट बॉन्ड निधियों में निवेश करती हैं (चार्ट 1)।

चार्ट 1: ओपन-एंडेड डेट म्यूचुअल फंड का एयूएम



III. हालिया अंतरराष्ट्रीय बदलाव

बाजार-आधारित वित्त, वित्तीय एवं अन्य मध्यस्थ सेवाएं प्रदान करने में बैंकिंग प्रणाली का पूरक होता है और यह दुनिया भर में बढ़ रहा है। वित्त क्षेत्र की लगभग आधी आस्तियां, यूके और वैश्विक तौर पर (एफएसआर, बैंक ऑफ इंग्लैंड, 2019) गैर-बैंक वित्तीय प्रणाली की बढ़ती हैं।

विश्व-व्यापी तौर पर विनियमित ओपन-एंडेड फंड्स द्वारा संचालित कुल आस्तियां 2019 की चौथी तिमाही¹ में बढ़कर लगभग 59.2 ट्रिलियन अमेरिकी डॉलर हो गईं। पिछले कुछ वर्षों² में चलनिधि जोखिम प्रबंधन ने आस्तित्व प्रबंधन क्षेत्र में पर्याप्त ध्यान आकर्षित किया है। वैश्विक वित्तीय संकट के परिणामस्वरूप भिन्न-भिन्न अधिकार क्षेत्रों के विनियामकों ने इन मुद्दों से निपटने

के लिए मोचन द्वार⁴, उतार-चढ़ाव आधारित कीमत-निर्धारण⁵ अथवा दरकिनार करना⁶ पद्धतियों को अपनाया शुरू कर दिया है।

जून 2019 में एलएफ वुडफोर्ड इक्विटी फंड पर रोक लगने के परिणामस्वरूप विनियामकों की समझ बेहतर हो गई है। रोक लगने के बाद, क्षेत्र-विशिष्ट विनियामकों ने उपायों का ऐलान किया जैसे यूरोपीय प्रतिभूति और बाजार प्राधिकरण (ईएसएमए) ने निवेश निधियों के लिए चलनिधि दबाव परीक्षण को लेकर मार्गदर्शन प्रकाशित किया, जिसे इस जोखिम को कम करने के लिए एक साधन के रूप में उपयोग किया जाना है। भारत में, सेबी ने चल और ओवरनाइट निधियों के लिए जोखिम प्रबंधन ढांचा लागू किया है जिसके मुताबिक चल निधि अपनी शुद्ध आस्तियों का कम से कम 20 प्रतिशत चल आस्तियों में धारण करेगी। फिर भी, भारतीय बाजारों के विशिष्ट लक्षण ऐसे हैं जिससे ओपन-एंडेड डेट फंड को विशेष रूप से “धन निकासी दौड़ का जोखिम” उठाना पड़ सकता है।

¹ यूरोपीय फंड और एसेट मैनेजमेंट एसोसिएशन की 25 मार्च 2020 को प्रकाशित अंतरराष्ट्रीय सांख्यिकीय रिलीज़ का अवलोकन करें, जो <https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/20-03%20International%20Statistical%20Release%20Q4%202019.pdf> पर उपलब्ध है।

² अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष (2015): वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट – “मौद्रिक नीति की चुनौतियों और जोखिम प्रबंधन का मार्गनिर्देशन”, अप्रैल; अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (2015): 85वाँ वार्षिक रिपोर्ट; वित्तीय स्थिरता बोर्ड और अंतरराष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन (2015): “गैर-बैंक गैर-बीमाकर्ता वैश्विक तौर पर प्रणालीगत रूप से महत्वपूर्ण वित्तीय संस्थाओं की पहचान के लिए आकलन की कार्य-पद्धतियां।”

³ बैंक ऑफ इंग्लैंड (2019): ओपन-एंडेड फंड की कमजोरियों से निपटना: वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट, संख्या 45; लिबर्टी स्ट्रीट इकोनॉमिक्स ब्लॉग (2016): “क्या आस्तित्व प्रबंधक ताबड़तोड़ बिक्री के प्रति संवेदनशील हैं”, फेडरल रिज़र्व बैंक ऑफ न्यूयॉर्क।

⁴ मोचन द्वार, निवेशकों द्वारा अपनी पूंजी के मोचन को लेकर उनकी क्षमता पर सामान्यतः यथानुपात आधार पर आंशिक प्रतिबंध लगाता है।

⁵ उतार-चढ़ाव आधारित कीमत-निर्धारण की स्थिति तब उत्पन्न होती है जब फंड प्रदाता किसी फंड के शुद्ध आस्तित्व मूल्य (एनएवी) का समायोजन करने के उद्देश्य से उन लोगों पर ट्रेडिंग की लागत लादता है जो अपने-अपने खाते के भीतर क्रय-विक्रय करते हैं। इसकी रचना इस प्रकार की गई है कि यह उसी फंड के भीतर अन्य निवेशकों की लेनदेन क्रियाओं के चलते लंबे समय से टिके शेरधारकों के खातों के मूल्य को क्षय होने से बचाता है।

⁶ दरकिनार करना वह पद्धति है जो किसी पोर्टफोलियो में बढहाल, अतरल एवं असुलभ मूल्य वाली आस्तियों को अन्य अधिक तरल आस्तियों से अलग करती है। यह बढहाल आस्तियों को अधिक तरल व बेहतर प्रदर्शन कर रही आस्तियों से हुई आय को नुकसान पहुंचाने से रोकती है।

IV. भारत में डेट म्यूचुअल फंड के निवेशक का प्रोफाइल

वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट (एफएसआर) के दिसंबर 2018 संस्करण (आईएल और एफएस संकट के परिणामस्वरूप) ने डेट फंड में गैर-खुदरा निवेशक के प्रभुत्व की भूमिका पर प्रकाश डाला है (चार्ट 2)। कॉर्पोरेट और उच्च मालियत वाले व्यक्तियों (एचएनआई) के डेट फंड की कुल प्रबंधनाधीन आस्तियों (एयूएम) में 90 प्रतिशत से अधिक हिस्सा है, इसके विपरीत, इक्विटी फंड में उनकी हिस्सेदारी 48 प्रतिशत है।

एचएनआई और कॉर्पोरेट निवेशक आम तौर पर लागत को लेकर जागरूक रहते हैं। जहां विनियमों के माध्यम से व्यय अनुपात पर लगाम लगाई जाती है, वहीं बड़े फंड हाउस को यह फायदा होता है कि वे निर्धारित लागत को वृहद एयूएम में पाटने योग्य होते हैं और प्रतिस्पर्धी लागत बनाए रख पाते हैं। लिहाजा, निवेश को लेकर कॉर्पोरेट का प्रभुत्व निधि प्रबंधन में संकेन्द्रण की स्थिति पैदा कर सकता है क्योंकि छोटे फंड हाउस व्यय अनुपात के मोर्चे पर होड़ नहीं कर पाते। इसके अलावा, निवेशक की नज़र से देखें तो वृहद निधि आकार प्रोत्साहन अनुकूल भी होता है – इस तरह की निधियों का असर पूरी प्रणाली में फैल सकता है, जो संभवतः उबारने (बेल-आउट) की संभावनाओं को बेहतर बनाता है।⁷

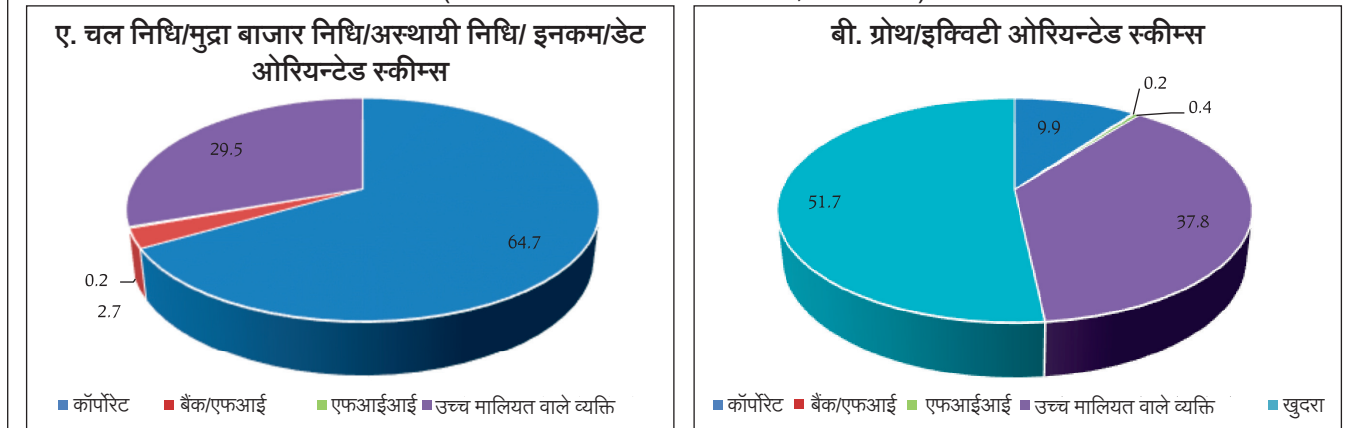
सैद्धांतिक तौर पर, आस्ति प्रबंधन कंपनी (एएमसी) की किसी योजना में किसी एकल निवेशक द्वारा अनुपातहीन हिस्सा न रखा जाना सुनिश्चित करने के जरिए कॉर्पोरेट समुदाय द्वारा इस तरह की योजना में पैर जमाने की वजह से होनेवाली भगदड़ के

खतरे को कम किया जा सकता है। मौजूदा विनियमों में निवेशक आधार में विविधता लाने के लिहाज से एकल निवेशक संकेन्द्रण मानदंड विनिर्दिष्ट किए गए हैं। फिर भी, जब निवेशक प्रोफाइल में जोखिम विमुख निवेशकों का बोलबाला होता है जैसा मुद्रा बाजार/ डेट म्यूचुअल फंड के मामले में है, इस बात की प्रबल संभावना है कि कुछ एक कॉर्पोरेट अपने अधिशेष को चार/पांच फंड हाउस में बांट लेंगे, लिहाजा बदहाली से निकलने की अभी भी कोशिश की जा सकती है।

पोर्टफोलियो का हालिया निष्पादन वृद्धिशील अंतर्वाहों में अनुपातहीन भूमिका अदा करता है, जो आम तौर पर अतरल प्रीमियम को बेशी आय का (कम समय के लिए) मुखौटा पहनाता है। एएमसी ने अतरलता को पोर्टफोलियो में नहीं समाया है (निधि की क्षणिकता के स्वरूप की बदौलत) जहां इस तरह की अतरलता से होने वाली बेशी आय अतिरिक्त कॉर्पोरेट प्रवाहों के संदर्भ में पोर्टफोलियो प्रबंधकों के लिए आने वाले समय में बड़े फायदे पहुंचा सकती है – वहीं जब ब्याज दर को लेकर अनुकूल विचार नहीं होते हैं तो डेट म्यूचुअल फंड क्रय-विक्रय दरों के अंतर का जोखिम लादकर पर्याप्त प्रचक्रिय व्यवहार दर्शाते हैं और बैंक ऋण सहायता के जरिए पोर्टफोलियो की परिणामी अतरलता का हल (आंशिक तौर पर) ढूंढा जाता है। ऐसी व्यवस्थाओं में चलनिधि जोखिम कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार से अंतर-बैंक निधीयन बाजार में फैलने का खतरा अंतर्निहित होता है।

चार्ट 2: डेट और इक्विटी फंड का निवेशक प्रोफाइल

(31 दिसंबर 2019 को यथास्थिति, प्रतिशत में)



टिप्पणी : एफआई – वित्तीय संस्थाएं, एफआईआई – विदेशी संस्थागत निवेशक
स्रोत : एसोसिएशन ऑफ म्यूचुअल फंड्स इन इंडिया

⁷ “बिग गेट्स बिगर: इन्वेस्टर्स फ्लाइट टु सेफ्टी बूस्ट्स बिग-3 एएमसीज मार्केट शेयर”, 27 अप्रैल 2020 को <http://indianstructuredfinance.com/big-gets-bigger-investors-flight-to-safety-boosts-big-3-amcs-market-share/> में प्रकाशित।

मूल्यांकन रूपरेखा और निहिताथ

आईएल और एफएस घटना-प्रेरित जोखिम विमुखता की वजह से हुई अव्यवस्था एवं कॉर्पोरेट बॉन्ड को लेकर मूल्यांकन रूपरेखा पर पहले ही प्रकाश डाला जा चुका है (एफएसआर, आरबीआई-2018)। तथापि, एमएफ उद्योग में आम धारणा ऐसी प्रतीत होती है कि म्यूचुअल फंड पोर्टफोलियो⁸ के ऋण जोखिम को काबू में करने के लिए मूल्यांकन रूपरेखा में पर्याप्त बचाव व्यवस्था मौजूद है, भले ही ओपन एंडेड डेट फंड जितने तरल होने चाहिए उसकी अपेक्षा कम तरल हैं (उनके ओपन-एंडेड स्वरूप को देखते हुए) क्योंकि अंतर्निहित आस्तियां अपनेआप तब्दील होकर अधिक से अधिक अतरल हो जाती हैं। कर्ज प्रतिभूतियों के मूल्यांकन और जोखिम प्रबंधन रूपरेखा की कुछ कमियों का समाधान कर लिया गया है (सेबी, 2019)^{9, 10}। तथापि, अत्यधिक जोखिम विमुखता के बीच सहसंबद्ध आहरणों के तहत ऋण जोखिम स्पेक्ट्रम में प्रतिभूतियों का मूल्यांकन चुनौती बना हुआ है।

कोविड-19 व्यवधान और गौण बाजार चलनिधि

कॉर्पोरेट बॉन्ड में गौण बाजार चलनिधि के मुद्दे को लेकर वैश्विक तौर पर^{11, 12} हालिया कोविड-19 प्रेरित कर्ज बाजार व्यवधान के परिप्रेक्ष्य में प्रकाश डाला गया है। संयुक्त राज्य में भी, जिसका बाजार सब में से अत्यधिक तरल है, कॉर्पोरेट बॉन्ड एक्सचेंज ट्रेडड फंड (ईटीएफ) एवं अंतर्निहित बॉन्ड मूल्य में काफी विचलन देखने मिला (कभी-कभी ईटीएफ में छूट कर्ज

⁸ "चूक जोखिम को निवेशकों पर लादने के विषय में आरबीआई द्वारा लगाई गई रोक को म्यूचुअल फंड द्वारा खारिज किया जाना", 3 जनवरी 2019 को <https://www.bloomberquint.com/business/mutual-funds-dismiss-rbis-red-flag-on-passing-on-default-risk-to-investors> में प्रकाशित।

⁹ सेबी (2019) "मुद्रा बाजार और कर्ज प्रतिभूतियों का मूल्यांकन", 22 मार्च 2019 का परिपत्र संख्या SEBI/HO/IMD/DF4/CIR/P/2019/41.

¹⁰ सेबी (2019) "मुद्रा बाजार और कर्ज प्रतिभूतियों का मूल्यांकन", 24 सितंबर 2019 का परिपत्र संख्या SEBI/HO/IMD/DF4/CIR/P/2019/102.

¹¹ "यूरोपीय विनियामक द्वारा निवेश निधि चलनिधि की जांच को तीव्र करना", 19 अप्रैल 2020 को <https://www.ft.com/content/69e46be8-9513-4f15-ba10-0f9b70ca1c55> में प्रकाशित।

¹² "बॉन्ड ईटीएफ का अब विषाणु संकट में कठोर चलनिधि परीक्षा से गुजरना", 12 मार्च 2020 को <https://www.bloomberquint.com/markets/liquidity-reckoning-of-epic-proportions-is-brewing-in-bond-etfs> में प्रकाशित।

आधारित मूल्यांकन की तुलना में 5 प्रतिशत से अधिक हो जाती है)। भारतीय परिदृश्य में, यह मुद्दा और अधिक तीव्र हो जाता है क्योंकि इसके पहले चर्चा किए गए ढांचागत पहलू बदहाली के समय मोचन की वजह से पड़ने वाले प्रभाव पर अधिक जोर देते हुए प्रतीत होते हैं। भिन्न-भिन्न म्यूचुअल फंड में बड़े आहरणों के मामले में एमएफ कॉर्पोरेट बॉन्ड बिक्री के प्रतिपक्षकार निकट समय में प्रकट नहीं हो पाते। अस्थिरता के दौर में बैंक एवं अन्य संस्थागत निवेशक बाजार के क्रियाकलापों से आम तौर पर बाहर हो जाते हैं, जिसकी प्रमुख वजह जोखिम विमुखता है एवं/अथवा यह तथ्य है कि उनका अंतर्निहित बाध्यताधारी को लेकर पहले से ही पर्याप्त ऋण-संबंधी निवेश-जोखिम है तथा बाजार में अस्थिरता के दौरान विनियामक/जोखिम एक्सपोजर सीमाएं उनकी गतिविधियों में बाधा डालती हैं।

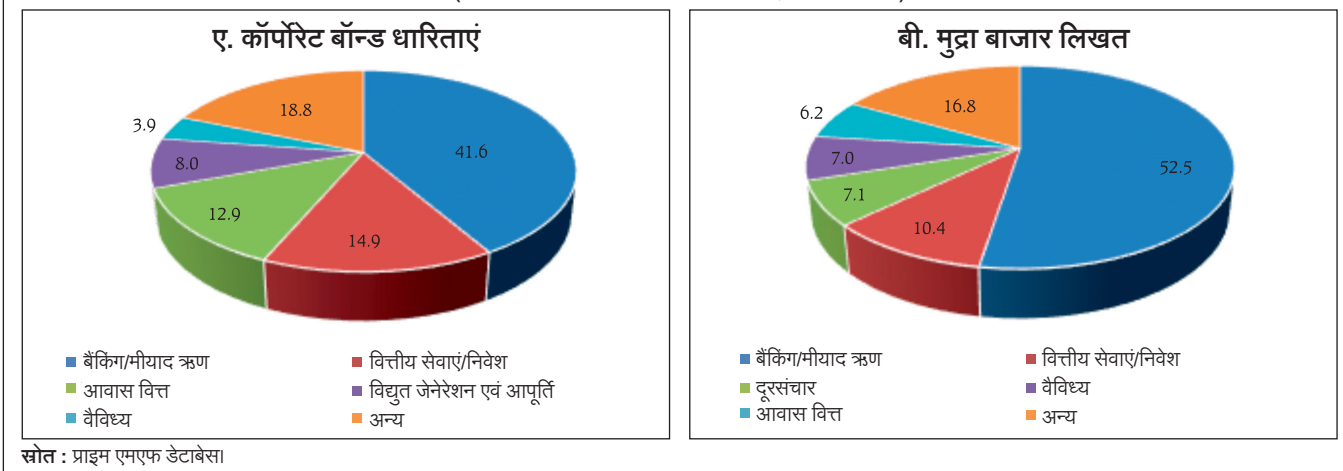
लिहाजा, एमएफ उद्योग सूक्ष्म ढांचे के दो डिजाइन फीचर निकलकर सामने आते हैं। पहला, डेट एमएफ का निवेशक प्रोफाइल उसे विशेष रूप से धन निकासी दौड़ में डाल सकता है। दूसरे, खास तौर पर बदहाली के दौरान बड़े सहसंबद्ध आहरणों के मामले में जब चलनिधि उपलब्ध कराने के लिए विश्वसनीय प्रतिपक्षकार नहीं होते हैं तो बाजार को, कीमतों में बड़े उतार-चढ़ाव का सामना करना पड़ता है जो जोखिम विमुखता पर जोर देता है।

प्रभाव का फैलना (स्पिलओवर्स)

वित्त क्षेत्र म्यूचुअल फंड के कर्ज धारिता स्वरूप की अगुआई करता है, जिसमें बैंकिंग/मीयाद ऋण, वित्तीय सेवाएं/निवेश और एचएफसी का कुल कॉर्पोरेट बॉन्ड धारिताओं में 31 मार्च 2020 को यथास्थिति लगभग 69.3 प्रतिशत हिस्सेदारी है (चार्ट 3.ए.)। मुद्रा बाजार लिखतों के मामले में भी यह सही है (चार्ट 3.बी.)।

जनवरी 2020 के बाद ओपन-एंडेड डेट म्यूचुअल फंड (जिसमें कॉर्पोरेट और एचएनआई सबसे बड़े निवेशक होते हैं) के एयूएम में गिरावट से मोचन दबावों का साफ़-साफ़ पता चलता है। एनबीएफसी/एचएफसी द्वारा अपनी आस्तियों को लेकर मोहलत दिए जाने की वजह से ब्याज/परिपक्व हो रही देयताओं को चुकता करने की उनकी योग्यता को लेकर चिंता पैदा होती है जिसका प्रभाव म्यूचुअल फंड में फैलने की संभावना है।

चार्ट 3: उद्योग-वार म्यूचुअल फंड की धारिताएं
(31 मार्च 2020 को यथास्थिति, प्रतिशत में)

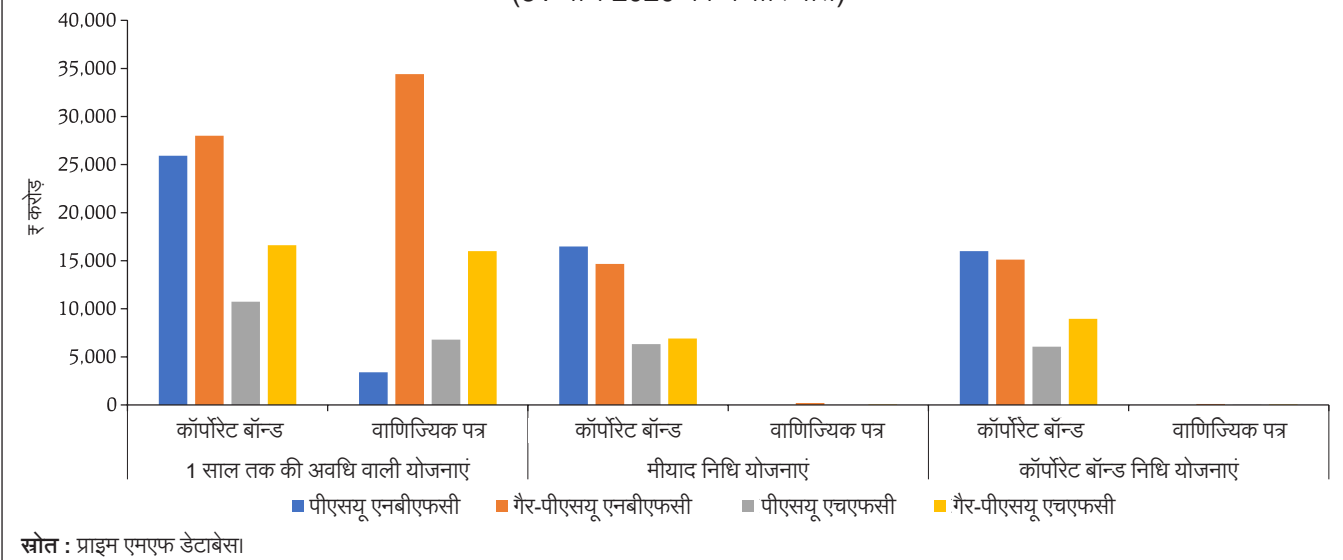


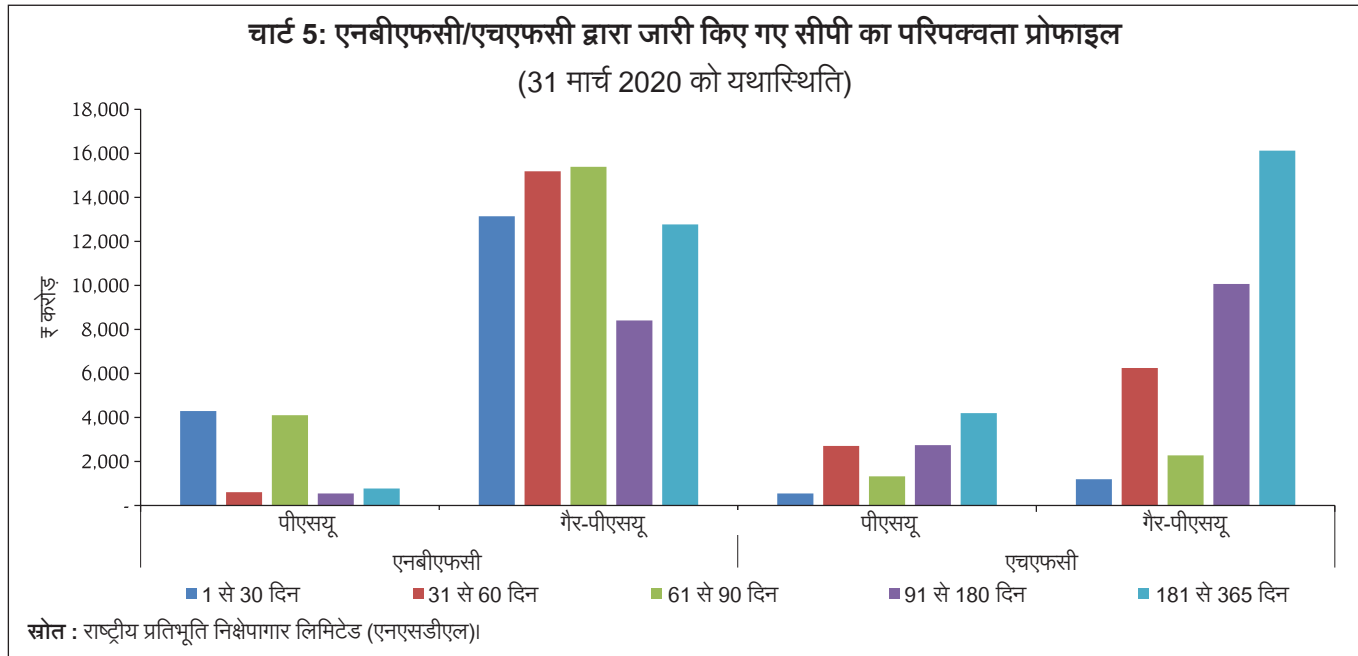
एमएफ डेट फंड की पोर्टफोलियो संरचना के अनुसार निजी संस्थाओं पर बल दिया जा रहा है, जो प्रमुख रूप से इस तथ्य के चलते कि निजी क्षेत्र (गैर-पीएसयू) वाली एनबीएफसी की तुलना में सरकारी क्षेत्र उपक्रम (पीएसयू) वाली एनबीएफसी/एचएफसी के वित्तीय लिखतों से आम तौर पर अधिक सुगमता से निधि जुटाई जाती है, भले ही अंतर्निहित रेटिंग कुछ भी हो (चार्ट 4)। इस संबंध में, एमएफ द्वारा गैर-पीएसयू वाली एनबीएफसी की वाणिज्यिक पत्र (सीपी) संबंधी देयताओं को

भारी मात्रा में धारण करना, निजी एनबीएफसी के वित्त संबंधी जरूरतों को लेकर एमएफ क्षेत्र की अहमियत पर रोशनी डालता है - जो संभवतः फैलने का एक जरिया है जिससे वित्त क्षेत्र के इस अमुक खंड में व्याप्त दबाव वास्तविक क्षेत्र के वित्तपोषण को प्रभावित कर सकता है।

निजी संस्थाओं के परिपक्वता प्रोफाइल में झांककर देखने से निजी एनबीएफसी के 90 दिन वाले सीपी की परिपक्वता की काफी जमावट होने का पता लगता है (चार्ट 5 और 6)।

चार्ट 4: डेट म्यूचुअल फंड की योजना-वार पोर्टफोलियो संरचना
(31 मार्च 2020 को यथास्थिति)

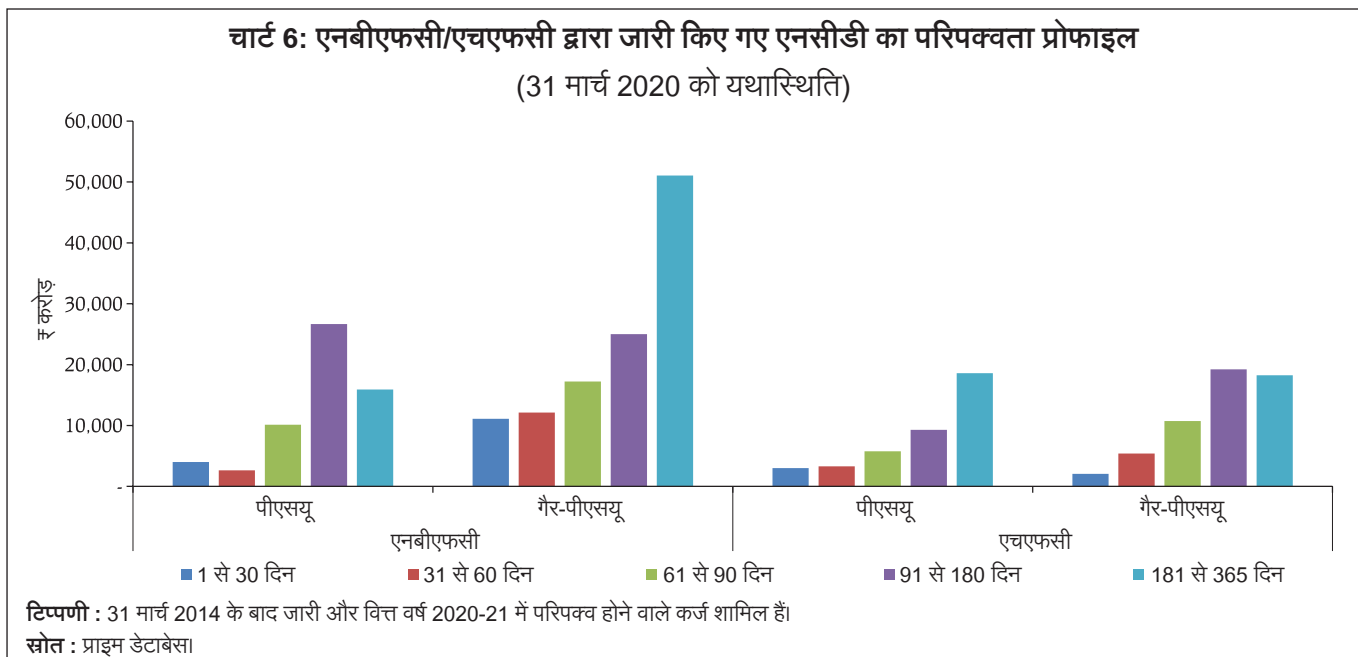


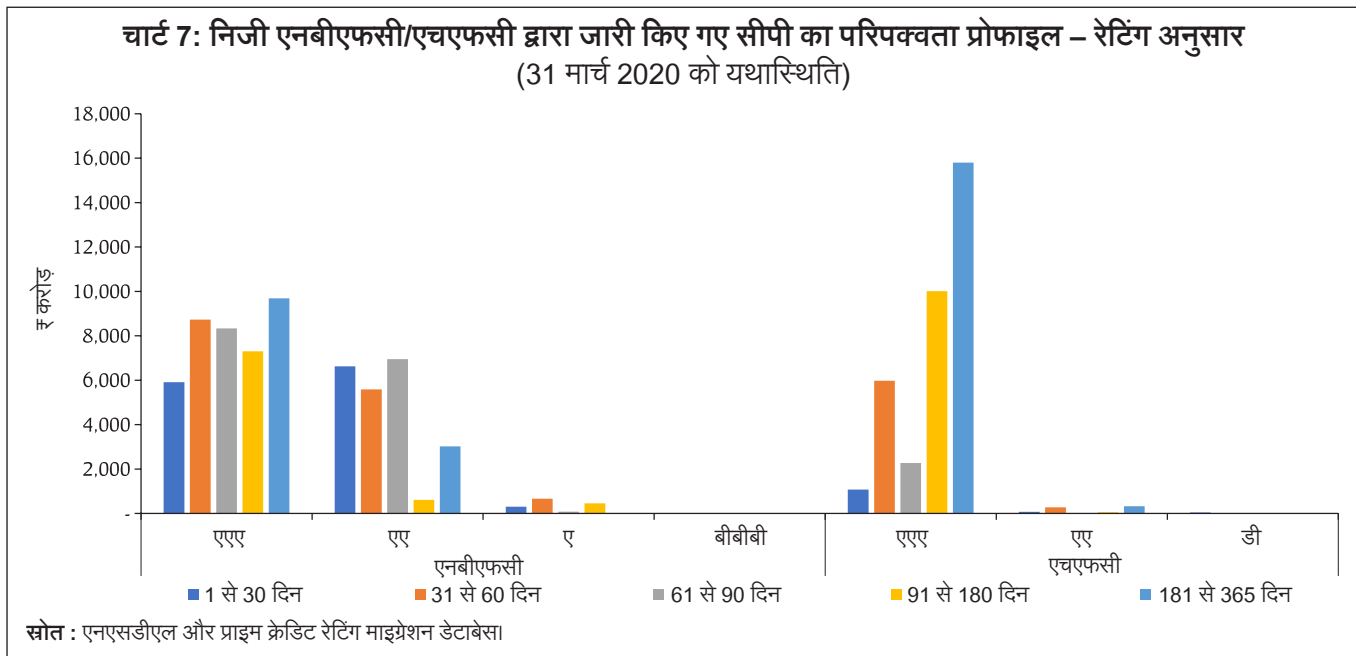


निजी एनबीएफसियों के मामलों में 90 दिन वाली परिपक्वता आय की जमावट शीर्ष दो रेटिंग का दर्जा पाने वालों में ज्यादा है। जहां तक निजी एनबीएफसी/एचएफसी के कॉर्पोरेट डेट का संबंध है 61-90 दिन वाली श्रेणी में इनकी कुछ जमावट देखने को मिलती है, यद्यपि परिपक्वता आय में 'एए' रेटेड एनबीएफसी/एचएफसी का आम तौर पर बोलबाला रहता है (चार्ट 7 से 9)।

कॉर्पोरेट बॉन्ड फंड की संरचना

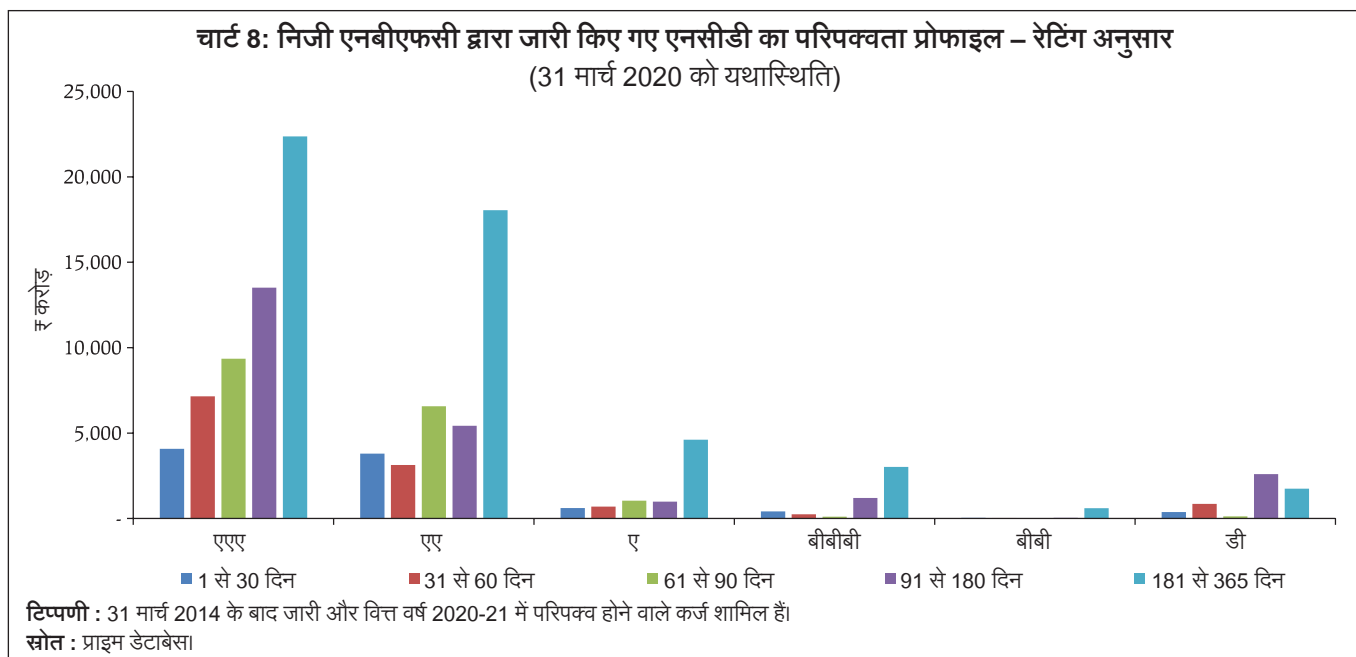
कॉर्पोरेट बॉन्ड फंड की संरचना में भीतर तक झांककर देखने से कॉर्पोरेट बॉन्ड फंड एवं क्रेडिट रिस्क फंड इन दो फंड श्रेणी के घटकों की बिल्कुल भिन्न संरचनाएं/विशेषताएं सामने आती हैं। 31 मार्च 2020 के आंकड़ों के आधार पर कॉर्पोरेट

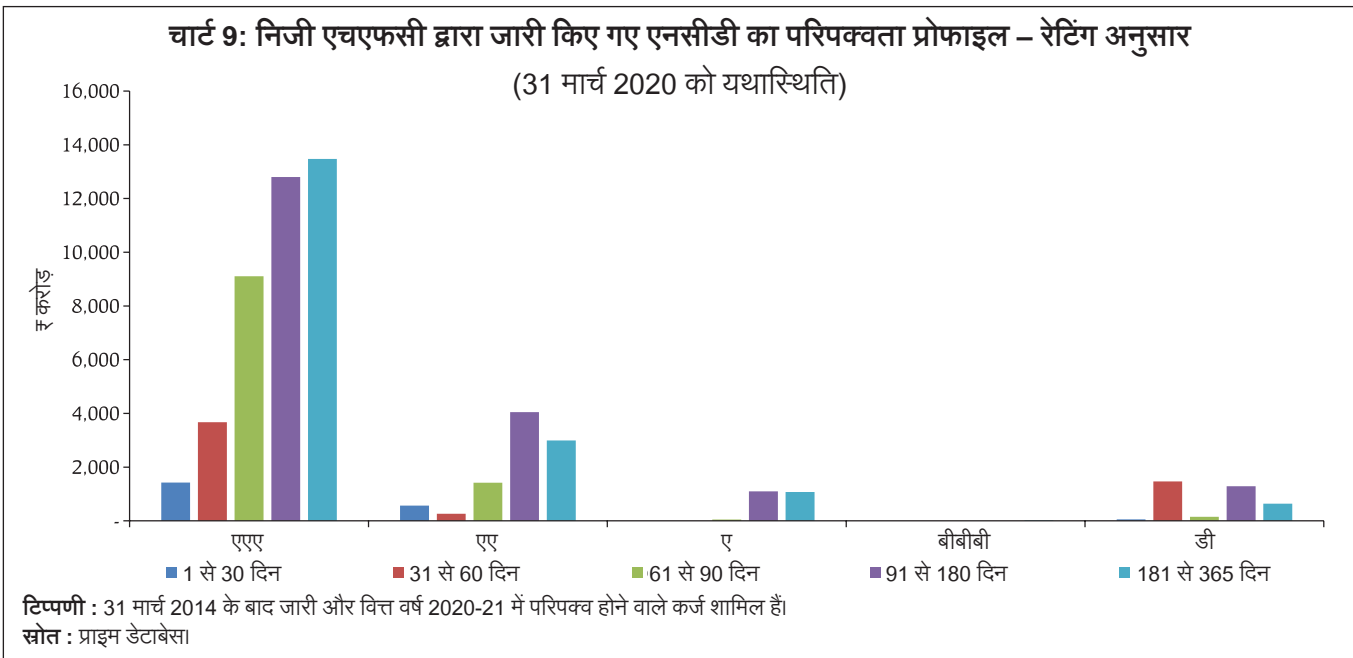




बॉन्ड फंड की लगभग 97.3 प्रतिशत कॉर्पोरेट बॉन्ड धारिताओं को 'एए' और उससे ऊपर की रेटिंग मिली हैं (चार्ट 10)। बड़े पीएसयू और विविधता वाले निजी क्षेत्र के कॉर्पोरेट के पास प्रमुख रूप से गैर-परिवर्तनीय डिबेंचर (एनसीडी) कॉर्पस का एक बड़ा अनुपात होता है। इसके बिलकुल विपरीत, क्रेडिट रिस्क

फंड की लगभग 53.5 प्रतिशत कॉर्पोरेट बॉन्ड धारिताओं को 'एए' और उससे ऊपर की रेटिंग मिली हैं। इसके अलावा, क्रेडिट रिस्क फंड का चक्रिय आस्तियों जैसे पण्य कंपनियों या कोविड-19 महामारी से बुरी तरह प्रभावित ऑटोमोबाइल जैसे उद्योगों में अत्यधिक निवेश-जोखिम है। जहां संरचना में इस तरह की





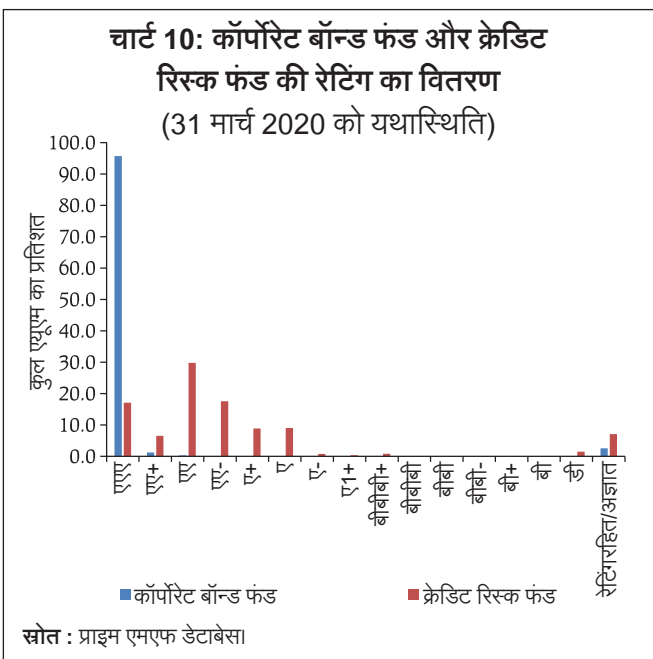
भिन्नता विनियामक अधिदेश के कारण है (क्रेडिट रिस्क फंड के मामले में सबसे कम रेटिंग प्राप्त लिखतों में न्यूनतम 65 प्रतिशत निवेश की बनिस्बत कॉर्पोरेट बॉन्ड फंड के मामले में सर्वोच्च रेटिंग प्राप्त लिखतों में न्यूनतम 80 प्रतिशत निवेश), वहीं बाजार

बुरी तरह से अस्त-व्यस्त होने की दशा में क्रेडिट रिस्क फंड से चलनिधि उत्पन्न करना मुश्किल होगा।

V. निष्कर्ष : नीतिगत सुझाव और भावी राह

उथला (शैलो) गौण बॉन्ड बाजारों के जरिए भारत में ओपन-एंडेड डेट म्यूचुअल फंड मॉडल की कमजोरियां सामने आने लगी हैं। एमसी की विशिष्ट योजना से आहरण को रोकने संबंधी हालिया वारदात के परिणामस्वरूप भारतीय रिज़र्व बैंक ने वित्तीय बाजार के अन्य हिस्सों में इसके फैलने की संभावना को रोकने और वित्तीय स्थिरता की सुरक्षा के उद्देश्य से म्यूचुअल फंड के लिए ₹50,000 करोड़ की राशि की विशिष्ट चलनिधि सुविधा का ऐलान किया। यह फैसला चलनिधि दबाव को कम करने और वित्त बाजार में विश्वास को कायम करने में सहायक सिद्ध हुआ।

मजबूत नीतिगत रूपरेखा को विश्वसनीय एवं प्रभावशाली वित्तीय सुरक्षा व्यवस्था का सहारा मिलना चाहिए, जिसे केंद्रीय बैंक के अल्प-कालिक चलनिधि सहायता के जरिए सुदृढ़ करना चाहिए। तथापि, चाहे जितनी चलनिधि सहायता दी जाए, वह दिवालापन के मुद्दे, निवेश के प्रोफाइल में कमजोरी एवं फंड मैनेजर्स को उसके बाद के प्रोत्साहन तथा व्यापक जोखिम विमुखता का समाधान नहीं कर सकती।



मांग पर चुकौती योग्य म्यूचुअल फंड यूनिट्स की पेशकश, जिसमें शुद्ध आस्ति मूल्य (एनएवी) के प्रभाव को निवेशक पर लाद दिया जाता है, बैंक की उन जमाराशियों जैसी होती हैं जो मांग पर चुकाने योग्य होती हैं लेकिन उसमें उच्च गुणवत्ता वाली चलनिधि आस्तियों (एचक्यूएलए)/रिजर्व आवश्यकताओं/अंतिम सहारा की गुंजाइश नहीं रहती है, लिहाजा पर्याप्त विनियामक लाभ मिलता है। यह मुद्दा खास तौर पर उन अधिकार-क्षेत्रों के लिए उपयुक्त है जहां निवेशक आधार छोटा/संकेद्रित है तथा गौण कर्ज बाजार अतरल होते हैं।

उबारने की प्रक्रियाओं के जरिए प्रोत्साहन अनुकूलता के मुद्दों एवं आकार के चलते होने वाले नैतिक खतरों से जुड़े मुद्दों को देखते हुए एयूएम में वृद्धि को संतुलित करने के साथ जोखिम को कम करने एवं उसके प्रभाव को फैलने से रोकने के लिए अतिरिक्त चलनिधि बफर की स्पष्ट जरूरत महसूस होती है। इससे निपटने का एक खास तरीका यह हो सकता है कि डेट स्कीम्स के आकार में इजाफा होने के साथ-साथ वृद्धिशील

धारिता में सरकारी प्रतिभूतियों के अनुपात में वृद्धि को लेकर नियम बनाए जाएं।

संदर्भ:

Financial Stability Board & IOSCO (2015), "Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Globally Systemically Important Financial Institutions", *Financial Stability Board*.

Bank of England (2019), "Tackling vulnerabilities in open-ended funds", *Financial Stability Report*, No.45.

Nicola Cetorelli, Fernando M. Duarte, and Thomas M. Eisenbach (2016), "Are Asset Managers Vulnerable to Fire Sales", *Liberty Street Economics Blog, Federal Reserve Bank of New York*.

RBI (2018) *Financial Stability Report, June*, Mumbai.

RBI (2018) *Financial Stability Report, December*, Mumbai.