

# ब्रिक्स में बांड बाजार विकसित करने की चुनौतियां\*

आर. गांधी

## 1. प्रस्तावना

मैं देख रहा हूँ कि यह सम्मेलन ब्रिक्स में बांड बाजार विकसित करने के विषय पर आयोजित किया गया है। बांड बाजार के अंतर्गत सरकारी प्रतिभूति बाजार और कॉर्पोरेट कर्ज बाजार -दोनों आते हैं, किंतु मैं यहां पर सिर्फ कॉर्पोरेट कर्ज बाजार का ही जिक्र करूंगा। इसका बहुत सहज कारण है कि ब्रिक्स देशों में सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार एक निर्धारित स्थिति को प्राप्त कर चुका है, जबकि कॉर्पोरेट बांड बाजार अभी नवजात अवस्था में है।

2. उदाहरण के लिए, भारत का सरकारी प्रतिभूति बाजार - चाहे किसी भी मानक के अनुरूप देखा जाए - किसी भी अन्य उभरते बाजार की ही तरह विकसित है। भारत के बाजार का निवेशक आधार कमजोर होने (जिसके संबंध में हमें और काम करने की जरूरत है) के बावजूद इसकी तुलना बहुत सी उन्नत अर्थव्यवस्थाओं (ईई) से भी की जा सकती है। लिखतों, पारदर्शिता, कारोबार एवं निपटान प्रणालियों तथा उपलब्धता (लिक्विडिटी) के संबंध में सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार काफी अधिक विकसित हो चुका है। इसलिए, मेरे मन में यह बात स्पष्ट है कि अपने विकास की इस अवस्था में हमारा ध्यान कॉर्पोरेट बांड बाजारों पर केंद्रित किया जाना चाहिए।

3. हमारे यहां कॉर्पोरेट बांडों का सुविकसित बाजार नहीं है और इस तथ्य को व्यापक मान्यता भी दी जाती है। विकसित अर्थव्यवस्थाओं में भी कॉर्पोरेट बांड बाजार सरकारी बांड बाजार की तरह विकसित और लिखतों की उपलब्धता वाला (लिक्विड) नहीं है किंतु इस तथ्य को उतनी मान्यता नहीं दी जाती है। उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में कॉर्पोरेट संस्थाओं के निधीयन का प्राथमिक स्रोत कॉर्पोरेट बांड बाजार के स्थान पर ऋण बाजार होना कोई असामान्य बात नहीं है। जर्मनी, जापान एवं चीन सहित बहुत से यूरोपीय देशों ने व्यापक तौर पर बैंक से वित्तपोषण वाले मॉडल के आधार पर आर्थिक सफलताएं हासिल किया है। इसलिए, जब हम कॉर्पोरेट बांड बाजार को विकसित करने के बारे में चर्चा करते हैं तो हमें अपने लक्ष्यों के बारे में आवश्यक रूप से यथार्थवादी होना चाहिए। अधिक महत्वपूर्ण बात यह है कि, हमें कॉर्पोरेट बांड बाजार को जबरन

\* भारतीय औद्योगिक परिसंघ (सीआईआई) और भारत सरकार के वित्त मंत्रालय द्वारा संयुक्त रूप से 27 सितंबर 2016 को मुंबई में ' ब्रिक्स में बांड बाजार विकसित करने की चुनौतियां' विषय पर आयोजित सम्मेलन में श्री आर. गांधी, उप गवर्नर का विशेष भाषण। श्री टी. रबिंशंकर, मुख्य महाप्रबंधक, श्री मनोज कुमार, उप महाप्रबंधक, श्री सिद्धार्थ मिश्रा, उप महाप्रबंधक एवं श्री विवेक सिंह, सहायक महाप्रबंधक से प्राप्त सहयोग के प्रति आभार।

सहायता उपलब्ध कराने के लिए बैंकों से वित्त की निकासी के संबंध में आखें बंद करके नहीं रखना चाहिए। यदि, इस पृष्ठभूमि के साथ अपने प्रयास जारी रखें तो हम विवेकपूर्ण ढंग से बेहतर काम कर पाएंगे।

4. मुद्दे से हट कर प्रतिवाद को छोड़कर अब हम आज के विषय की बात करते हैं। दुनिया भर के अंदर क्या चल रहा है? ब्याज दरों के ऋणात्मक होने और अपारंपरिक मौद्रिक नीतियों के दौर में, जब वैश्विक कर्ज के काफी बड़े हिस्से से शून्य से भी कम प्रतिफल प्राप्त हो रहा है, लोगों का ध्यान उभरते बाजारों (ब्रिक्स सहित) पर केंद्रित हो रहा है क्योंकि निवेशक प्रतिफल की तलाश में हैं।

5. उभरती अर्थव्यवस्थाएं वैश्विक उत्पादन का 39 प्रतिशत निर्मित करती हैं, फिर भी वैश्विक कॉर्पोरेट बांड बाजार मूल्य में उनका हिस्सा 14 प्रतिशत है। इससे यह पता चलता है कि उभरती अर्थव्यवस्थाएं अपने निजी क्षेत्र के वित्त पोषण और इसके परिणामस्वरूप अपनी वृद्धि के लिए कॉर्पोरेट बांडों का बेहतर प्रयोग कर सकते हैं। इसके अलावा, विनियामकीय सुधारों एवं प्रौद्योगिकीय विकास के अंतर्गत बैंकों की मध्यस्थता से वित्तपोषण करने संबंधी सुधारों के परिदृश्य में बदलाव आने से घरेलू कॉर्पोरेट बांड बाजार की गतिविधियों की जरूरतें एवं उनसे संबंधित अवसर स्पष्ट हो गए हैं।

6. 2004-2010 की अवधि के दौरान, बढ़ते हुए कॉर्पोरेट लीवरेज से संबंधित अंतरराष्ट्रीय मुद्राकोष (आईएमएफ) के अध्ययन से यह पता चलता है कि उभरते हुए बाजार वाली अर्थव्यवस्थाओं का गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट कर्ज 4 ट्रिलियन डॉलर से बढ़कर 18 ट्रिलियन डॉलर से अधिक हो गया है। इस अवधि के दौरान, कॉर्पोरेट कर्ज में बांडों का हिस्सा 9 प्रतिशत से बढ़कर 17 प्रतिशत हो गया है। बैंकों से वित्तपोषण के स्थान पर बांडों के माध्यम से वित्तपोषण धीमी गति से हुआ है किंतु इसमें निरंतरता देखी गई है।

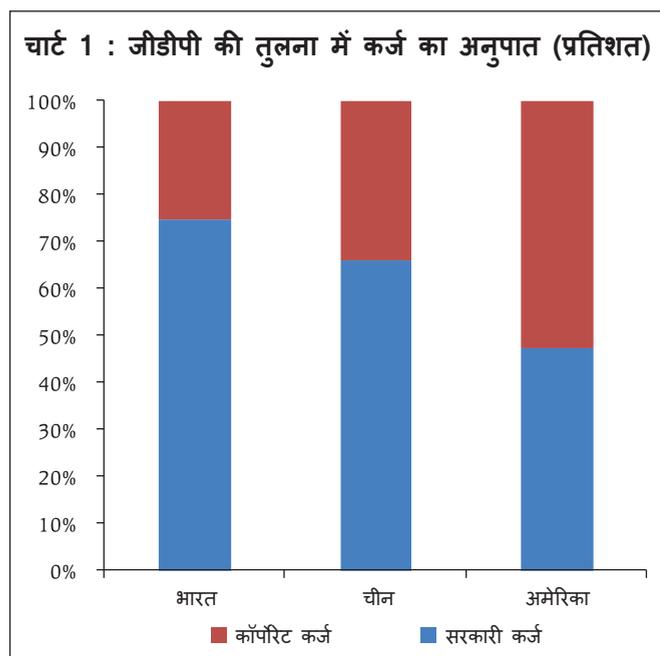
7. क्या यह रुझान बने रहने की संभावना है? अधिक सामान्य रूप से कहा जाए तो क्या कॉर्पोरेट उधार लेने में हुई यह वृद्धि, उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में डेढ़ दसक से विद्यमान समायोजनकारी उपलब्धता (लिक्विडिटी) में बदलाव होने के बावजूद बनी रहने वाली है? उभरते बाजार वाली अर्थव्यवस्थाओं के 3 ट्रिलियन डॉलर मूल्य के कॉर्पोरेट बांडों में से लगभग 0.8 ट्रिलियन डॉलर विदेशी मुद्रा के रूप में लिया गया उधार है। यदि हम इसे पिछले दसक के दौरान उभरते बाजारों वाली अर्थव्यवस्थाओं के बांडों में अंतरराष्ट्रीय पूंजी प्रवाह मानें तो हमारे प्रश्न का सांकेतिक जवाब यह है कि उभरते बाजारों वाली अर्थव्यवस्थाओं के कॉर्पोरेट बांड बाजार में अभी भी वृद्धि जारी रह सकती है, हालांकि यह वृद्धि अपेक्षाकृत कम रह सकती है। यदि उन्नत अर्थव्यवस्थाएं अपनी नीति को कठोर बनाते हैं तो भी उभरते बाजारों वाली अर्थव्यवस्थाओं के बांड बाजार से अंतरराष्ट्रीय पूंजी के बहिर्वाह के रुझान में कोई परिवर्तन नहीं आएगा।

8. अब, सबसे महत्वपूर्ण प्रश्न की बात की जाए। कॉर्पोरेट बांड बाजार की परेशानी क्या है ? मैं इस प्रश्न का जवाब भारतीय संदर्भ में देने का प्रयास करूंगा। व्यापक रूप से बात की जाए तो इसके प्रमुख कारणों में से कुछ इस प्रकार हैं - सरकारी उधारी के अधिक होने से निजी कर्ज में कमी होना, वित्तीय संस्थानों के निवेश संबंधी अधिदेशों पर अत्यधिक विनियामकीय पाबंदियां, विशेष प्रकार के ऐतिहासिक कारणों (उदाहरण के लिए नगदी ऋण प्रणाली) के चलते बैंकों से वित्तपोषण के प्रति कॉर्पोरेट तरजीह, किसी भी कारण से निवेशकों की सबसे बढ़िया रेटिंग वाले लिखतों से इतर में निवेश के प्रति उत्साहहीन रुचि, अच्छी तरह से कार्यशील दिवालियापन कोड का अस्तित्व में नहीं होना, इत्यादि। जहां तक बाजार की गतिविधियों का संबंध है, इनमें से अधिकांश मुद्दे निर्णायक महत्व के नहीं हैं और सरकार तथा अन्य विनियामक इनको नियंत्रित कर रहे हैं।

9. मैं, अब ब्रिक्स में और विशेष रूप से भारत में बांड बाजार के वर्तमान परिदृश्य में प्रमुख चुनौतियों और आगे की राह के बारे में चर्चा करना चाहूंगा।

## 11. बांड बाजार का विहगावलोकन

10. कर्ज बाजार की परिपक्वता के सूचक सकल घरेलू उत्पाद की तुलना में सरकारी कर्ज अनुपात के अनुसार रूस को छोड़कर ब्रिक्स के अन्य सदस्य देशों में सरकारी कर्ज बाजार अपेक्षाकृत अधिक गहन है। इसका दायरा ब्राजील में 66 प्रतिशत से लेकर रूस में 18 प्रतिशत तक है। भारत में सकल घरेलू उत्पाद की तुलना में सरकारी कर्ज अनुपात 66 प्रतिशत है (चार्ट 1)।



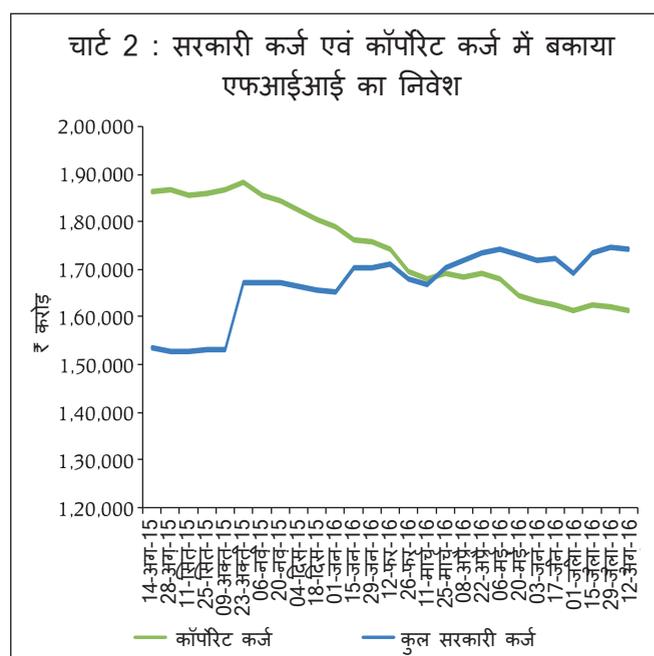
11. चीन के बांड बाजार में हाल के समय में बहुत तेजी से वृद्धि हुई है, जिसके कारण अमेरिका और जापान के बाद यह बाजार दुनिया का तीसरा सबसे बड़ा बांड बाजार बन गया है। चीन के बांड बाजार का आकार लगभग 6.2 ट्रिलियन डॉलर का है। भारत का बांड बाजार लगभग 1.1 ट्रिलियन डॉलर होने का अनुमान है (दिसंबर 2015 : स्रोत एडीबी)। अमेरिका से भिन्न, जहां पर कॉर्पोरेट कर्ज बाजार सरकारी कर्ज बाजार से बड़ा है, भारत और चीन के सरकारी कर्ज बाजार अपेक्षाकृत बड़े हैं, जहां पर कॉर्पोरेट कर्ज की तुलना में सरकारी कर्ज के अनुपात क्रमशः 2.7 एवं 2.1 हैं।

12. भारत के कर्ज बाजार की एक झलक नीचे सारणी में प्रस्तुत की गई है :

	बकाया (₹ बिलियन)	अगस्त 2016 में कारोबार की मात्रा का दैनिक औसत (₹ बिलियन)
सरकारी प्रतिभूतियां	45,000	965
विशिष्ट प्रतिभूतियां	2,000	शून्य
एफआरबी	17	शून्य
खजाना बिल	4,300	45
एसडीएल	17,600	29.5
कॉर्पोरेट कर्ज	20,600	52

## कर्ज में एफपीआई निवेश

13. भारत ने अपने कर्ज बाजार में विदेशी संस्थागत प्रवाहों को आने देने के लिए सुविचारित दृष्टिकोण अपनाया है। समय के दौरान, दीर्घावधि निवेशकों से होने वाले निरंतर अंतर्वाह के साथ एफपीआई कर्ज पोर्टफोलियो अधिक स्थिर होता रहा है



(चार्ट 2)। स्पष्टतः, वित्तीय स्थिरता के दृष्टिकोण से यह बेहतर होगा कि एफपीआई निवेशक आधार सट्टेबाजी में लगाई जाने वाली पूंजी या आर्बिट्राज फंडों के स्थान पर इस श्रेणी के निवेशकों से निर्मित हो। इस परिणाम को प्राप्त करने के लिए हमें मेहनत करने की आवश्यकता पड़ेगी।

### III. कॉर्पोरेट बांड बाजार

14. भारतीय कॉर्पोरेट बांड बाजार में हाल के वर्षों निर्गमों की संख्या और राशि -दोनों की दृष्टि से कुछ वृद्धि हुई है। मार्च 2011 के अंत में बकाया निर्गम 12,155 थे जो मार्च 2016 के अंत तक बढ़कर 22,374 हो गए। इसी अवधि के दौरान, बकाया राशि ₹8,895 बिलियन से बढ़कर ₹20,193 बिलियन हो गई। निर्गमों के प्रकारों की दृष्टि से देखा जाए तो इनके अंतर्गत निर्धारित दर वाले बांड, परिवर्तनशील दर वाले बांड, संरचित (स्ट्रक्चर्ड) नोट्स एवं अन्य प्रकार शामिल रहे। इनमें निर्धारित दर वाले बांड संख्या और मूल्य -दोनों दृष्टि से प्रमुख रहे। निर्गमों की एक अन्य महत्वपूर्ण विशेषता यह रही कि लगभग सभी निर्गम वित्तीय क्षेत्र की संस्थाओं ने किए। हमारे कॉर्पोरेट बांड बाजार की एक अन्य विशिष्ट बात यह रही कि इनमें निजी नियोजन का दौर देखा गया है। 2010-11 में सार्वजनिक निर्गम ₹94.51 बिलियन मूल्य के थे, जो 2015-16 में बढ़कर ₹338 बिलियन हो गए। 2010-11 में निजी नियोजन ₹2187.85 बिलियन मूल्य के थे, जो 2015-16 में बढ़कर ₹4580.73 बिलियन हो गए। द्वितीयक बाजार का कारोबार 2010-11 में ₹6053 बिलियन मूल्य का था, जो 2015-16 में ₹10224 बिलियन का रहा।

15. मैं उन बातों का विस्तार से जिक्र करूंगा, जिन्हें मैं इस बाजार की प्रमुख प्रवृत्ति मानता हूं। इसका मकसद सिर्फ यह है कि हमें सुधारों के प्रयासों की जरूरी दिशा की जानकारी मिल सके।

16. कॉर्पोरेट बांडों के प्राथमिक निर्गम में निजी नियोजन का प्रभुत्व है। कुल निर्गमों का 95 प्रतिशत से अधिक हिस्से का निजीतौर पर नियोजन हुआ है। ऐसा होना, स्वतः तब तक कोई कमजोरी नहीं है, जब तक ऐसे निर्गमों के संबंध में पारदर्शिता विद्यमान है। जब तक ऐसे निर्गमों और उनके जीवन-चक्र के दौरान निष्पादन (विशेषरूप से चूक करने के अतीत के संबंध में) की जानकारी सार्वजनिक रूप से उपलब्ध है, तब तक निवेशक सूचनापूर्ण निर्णय ले सकेंगे। इस समय सार्वजनिक डाटाबेस की जरूरत है जो स्वतंत्र रूप से उपलब्ध होना चाहिए। प्राधिकारियों का प्रयास प्राथमिक और द्वितीयक -दोनों गतिविधियों में ट्रेड रिपॉजिटरी तैयार करने की दिशा में रहा है।

17. भारत के कॉर्पोरेट कर्ज बाजार की एक अन्य महत्वपूर्ण विशेषता वित्तीय संस्थानों का प्रभुत्व होना है। निर्गम का बहुत बड़ा हिस्सा तथाकथित बीएफएसआई (बैंकिंग, फाइनेंसियल सर्विसेज एंड इंश्योरेंस) क्षेत्र में हुआ। वित्तीय वर्ष 2015 में हुए कुल प्राथमिक निर्गम का 74 प्रतिशत हिस्सा बैंकिंग और वित्तीय सेवाओं (एनएसई, आईएसएमआर 2015) के नाम रहा। कुल बकाया निर्गमों में गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट संस्थानों का हिस्सा सिर्फ 19 प्रतिशत रहा। स्पष्ट है कि गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट संस्थाओं की पहुंच बहुत सीमित है और इसे प्रोत्साहित किए जाने की जरूरत है। इस संदर्भ में, बड़े उधारकर्ताओं का रुख बांड बाजार की ओर करने की दिशा में भारतीय रिज़र्व बैंक की हाल की घोषणाएं महत्वपूर्ण प्रतीत होती हैं।

18. किंतु यह प्रयास अपने आप में पर्याप्त नहीं होगा। भारत के अधिकांश कॉर्पोरेट निर्गम शीर्ष शाख (क्रेडिट) गुणवत्ता वाले हैं, जिसके अंतर्गत वित्तीय वर्ष 2016 में कुल निर्गमों में एए या उससे बेहतर रेटिंग वाले कॉर्पोरेटों का हिस्सा 80 प्रतिशत और बीबीबी या उससे कम रेटिंग वाले कॉर्पोरेटों का हिस्सा सिर्फ 14 प्रतिशत रहा (सीआरआईएसआईएल आईडीएम 2015)। इससे यह पता चलता है कि कॉर्पोरेट बांड बाजार व्यापक रूप से शीर्ष रेटिंग वाले उधारकर्ताओं के लिए ही उपलब्ध है। इस संदर्भ में, प्रयासों को कम शाख (उच्च प्रतिफल बेहतर प्रतीत होता है) वाले उधारकर्ताओं के लिए भी इस बाजार की उपलब्धता बढ़ाए जाने पर केंद्रित किया जाना चाहिए। ऐसा होना संभव करने के लिए, बीमा और पेंशन निधियों के लिए निवेश संबंधी दिशानिर्देशों को शिथिल करना ही काफी नहीं होगा, बल्कि बुद्धिमत्ता-पूर्वक जोखिम के व्यापक वितरण के लिए निवेशक श्रेणी निर्मित करने की आवश्यकता है। हमें इस लक्ष्य को प्राप्त करना है तो जोखिम लेने की संस्कृति को महत्व दिया जाना चाहिए।

19. द्वितीयक बाजार की अल्प गतिविधि से न सिर्फ बाजार की पारदर्शिता प्रभावित होती है, बल्कि इसके कारण समुचित मूल्य निर्धारण (प्राइस डिस्कवरी) की प्रक्रिया भी संदेहास्पद हो जाती है। व्यापार की मात्रा बढ़ती जा रही है। वित्तीय वर्ष 2009 में यह लगभग ₹5 बिलियन (दैनिक औसत) थी जो वित्तीय वर्ष 2015 में बढ़कर लगभग ₹45 बिलियन हो गई है (सीआरआईएसआईएल आईडीएम 2015)। किंतु व्यापार की यह मात्रा सरकारी प्रतिभूति बाजार की मात्रा के दसवें हिस्से से भी कम है। यह उम्मीद करना अवास्तविक होगा कि कॉर्पोरेट बांडों का सरकारी प्रतिभूतियों जितना व्यापार होगा। फिर भी, बाजार में यथोचित पारदर्शिता लाने के प्रयास अवश्य जारी रखना चाहिए।

20. भारत में कॉर्पोरेट कर्ज बाजार की वृद्धि को सहायता प्रदान करने के लिए भारत सरकार, भारतीय रिज़र्व बैंक और सेबी ने बहुत से कदम उठाए हैं। इस तरह के विकासात्मक कदमों का प्रभाव बढ़ते प्राथमिक बीमा और द्वितीयक बाजार बाजार में कारोबार की मात्रा में हुई वृद्धि में स्पष्ट रूप से नजर आता है। सूचीबद्ध करने के मानदंडों को युक्तिसंगत बनाने, निर्गम की कार्यप्रणाली और प्रक्रिया का सरलीकरण, बाजार की प्रथाओं का मानकीकरण, रिपोर्टिंग प्लेटफॉर्म की स्थापना करने, कॉर्पोरेट बांड व्यापार में डीवीपी निपटान को लागू करने, बैंकों को आधारभूत संरचना क्षेत्र से उनकी परिपक्वता तक धारित (एचटीएम) आस्तियों में से कॉर्पोरेट बांडों को धारित करने और आरक्षित निधि को बरकरार रखने की अपेक्षा के बिना दीर्घावधि बांडों का निर्गम करने जैसे कदमों का बाजार पर उत्साहजनक प्रभाव हुआ है।

21. अन्य प्रमुख अड़चनों को निम्नानुसार सूचीबद्ध किया जा सकता है :

- भारतीय बाजार की प्रणाली परंपरागत रूप से बैंकों के वर्चस्व वाली रही है, जिसके अंतर्गत कॉर्पोरेट संस्थाएं बांड के माध्यम से वित्तपोषण के स्थान पर ऋण के माध्यम से वित्तपोषण पर अधिक आश्रित रही हैं। कॉर्पोरेट संस्थाओं की बैंकों पर निर्भरता को कम करना कठिन कार्य साबित हुआ है।
- अंतरराष्ट्रीय स्तर पर, बीमा कंपनियां कॉर्पोरेट बांड बाजार की सबसे बड़ी प्रतिभागियों में से हैं। हालांकि, भारत में बीमा कंपनियां, भविष्य निधियां, कर्मचारी भविष्य निधि संगठन (ईपीएफओ); जिनके पास प्रबंधनाधीन बड़ी आस्तियां हैं, उनके निवेश संबंधी अधिदेशों में अभी भी बहुत सी बाधाएं होने के कारण इस तरह की संस्थाओं की सहभागिता सीमित बनी हुई है। पेंशन निधियां और बीमा कंपनियां सरकारी प्रतिभूतियों को वरीयता देती हैं क्योंकि उन्हें सुरक्षित और गारंटीशुदा प्रतिलाभ उपलब्ध कराना होता है।
- कॉर्पोरेट बांड बाजार में ऋण जोखिम अंतरण प्रणाली की अनुपलब्धता भी बाधा बनी हुई है। भारत में सीडीएस की शुरुआत कर दी गई है, किंतु बाजार में कोई गतिविधि नजर नहीं आती। पूंजी पर्याप्तता एवं एक्सपोजर मानदंडों के संबंध में समान प्रतिपक्षी स्थान पर एमटीएम पोजीशन की नेटिंग पर प्रतिबंध होना सबसे बड़ी बाधाओं में से एक है।

- मजबूत दिवालियापन कानून की अनुपलब्धता को भी कॉर्पोरेट बांडों में निवेशकों की रुचि में कमी के प्रमुख कारणों में से एक के रूप में मान्यता दी जाती है।
- केंद्रीकृत डाटाबेस का अभाव, जो निवेशकों को कॉर्पोरेट कर्ज बाजार के संबंध में संपूर्ण जानकारी एक ही स्थान पर प्राप्त करना संभव बनाता है।
- सीसीपी सुविधा सहित कार्यशील ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म का अभाव।

22. इन मुद्दों के समाधान के लिए, हाल ही में खान समिति ने विभिन्न अनुशासकों की हैं, जिनकी जांच की जा रही है और उनको विनियामकों तथा भारत सरकार द्वारा लागू किया जा रहा है। लागू की गई कुछ अनुशासकों निम्नलिखित हैं :

- बड़े उधारकर्ताओं के लिए ऋण आपूर्ति को बाजार प्रणाली के माध्यम से निश्चित सीमा से अधिक के एक्सपोजर के लिए बढ़ाना।
- बैंकों को बांड निर्गम के आकार के 50 प्रतिशत आंशिक ऋण वृद्धि (पीसीई) की अनुमति देना, बशर्ते किसी एक बैंक द्वारा उपलब्ध कराई गई आंशिक ऋण वृद्धि बांड निर्गम आकार के 20 प्रतिशत से अधिक नहीं हो।
- बैंकों द्वारा एटी1 एवं टी2 पूंजी के रूप में रुपया में मूल्यवर्गित बांडों (मशाला बांडों) का विदेशों में निर्गमन करना।
- कॉर्पोरेट बांडों में रिपो के लिए आढ़तियों को अनुमति प्रदान करना।
- एफपीआई को कॉर्पोरेट बांडों में सीधे व्यापार करने की अनुमति प्रदान करना।
- भारतीय रिज़र्व बैंक की चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के तहत कॉर्पोरेट बांडों को स्वीकार करने की प्रक्रिया प्रारंभ करना।
- ₹500 करोड़ एवं उससे अधिक आकार के निजीतौर पर नियोजन किए गए बांडों के निर्गमन के लिए इलेक्ट्रॉनिक बुक प्लेटफॉर्म की स्थापना करना।
- कॉर्पोरेट बांडों के लिए केंद्रीकृत डाटाबेस तैयार करना।

#### IV. बांड बाजार के विकास के मार्ग में चुनौतियां और आगे की राह

23. मैं आपको ऐसी कोई नई बात नहीं बता पाउंगा कि हमें किस मार्ग पर चलने की जरूरत है, जिसका उल्लेख इस बाजार का गहराई से अध्ययन करने वाली बहुत सी प्रबुद्ध समितियों ने नहीं किया हो। ताजा हाल में, एफएसडीसी के तत्वाधान में खान समिति ने इसका अध्ययन किया। मैं, सिर्फ कुछ अन्य महत्वपूर्ण कार्रवाइयों, जिनकी हमें आवश्यकता महसूस होती है, को रेखांकित करने की कोशिश करूंगा।

*क. 'मौलिक पाप/ऑरिजिनल सिन' की अवधारणा की समस्या से निपटना*

24. 'मौलिक पाप/ऑरिजिनल सिन' की अवधारणा कर्ज बाजार की गहनता में सुधार लाने के संबंध में चुनौतियों में एक होगी - जो, उनकी भौगोलिक सीमाओं से परे उनकी अपनी मुद्राओं में मुद्रा उगाही की अक्षमता के कारण; अपने सबसे ताकतवर स्वरूप में ईएमई में असंगत बांड बाजारों की ओर संकेत करती है। भारत ने 'मशाला बांडों' की शुरुआत कर दी है, जिसने बाजार में गतिविधि शुरू कर दिया है किंतु इस प्रक्रिया को अभी अपनी मंजिल तय करना शेष है।

*बी. जोखिम का प्रबंध एवं अंतरण - क्रेडिट डिफॉल्ट स्वैप*

25. जोखिम प्रबंध करना एक अन्य महत्वपूर्ण चुनौती है जिसका सामना अपनी अर्थव्यवस्थाओं के जीवंत (सक्रिय) विकास और बांड बाजार को मजबूत बनाने के लिए सभी उभरती अर्थव्यवस्थाएं कर रही हैं। उदाहरण के लिए, चीन के खजाना-प्रतिफल को लें, जो सामान्यतः निम्न स्तर पर होते हैं और निवेश के भरोसे को दर्शाते हैं। कॉर्पोरेट कर्ज में, अभी तक चूक की घटनाएं कम रही हैं। हालांकि, जैसे-जैसे अधिकाधिक उधारकर्ता बाजार में प्रवेश करते हैं, चूक की दर अपेक्षाकृत अधिक होने वाली है। उच्च रेटिंग वाली उधारकर्ता कंपनियों की उधार लेने की लागत कम रही है, किंतु जोखिमपूर्ण उधारकर्ताओं के लिए बांड बाजार खर्चीला हो रहा है। निवेशक के परिप्रेक्ष्य से, सीडीएस जैसे ऋण व्युत्पन्नी बाजार उपलब्ध होने चाहिए ताकि निवेशकों को जोखिमपूर्ण उधारकर्ताओं को निधि उपलब्ध कराने के लिए भरोसा दिलाया जा सके। भारत में सीडीएस का अनुभव बहुत खराब रहा है, जिसके अंतर्गत कुछ सौदों की रिपोर्ट की गई है। बांड बाजार को अगले चरण में ले जाने के लिए जोखिम का मूल्यन

सटीक ढंग से किए जाने के लिए सक्रिय ऋण व्युत्पन्नी बाजार का होना सर्वाधिक महत्वपूर्ण बात है।

*सी. बाजार की आधारभूत संरचना*

26. दक्ष और सुरक्षित बाजार की आधारभूत संरचना का होना किसी भी अर्थव्यवस्था में समृद्धिशाली बांड बाजार के लिए पूर्व आवश्यकताओं में से एक होता है, ताकि निवेशकों के लिए बांडों का क्रय एवं विक्रय आसान बनाया जा सके। डीवीपी के पहले से विद्यमान होने से, सुरक्षा संबंधी चिंताओं का मोटे तौर पर निपटान किया जा चुका है। सीसीपी गारंटी वाले निपटान को अपनाए जाने के लिए इस तरह की गारंटी के लिए संभावित अधिक लागत को देखते हुए इसके लाभों का आकलन करने की आवश्यकता है। इसी प्रकार से, व्यापार करने के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्मों को विकसित करने की जरूरत है, किंतु यह बात अवश्य ध्यान में रखी जानी चाहिए कि सरकारी प्रतिभूतियों की तुलना में बांडों की बड़ी संख्या होने से ऑर्डर मिलान प्रणाली पर बाधा पड़ेगी। संभवतः भाव बताने पर आधारित प्रणाली बेहतर होगी ?

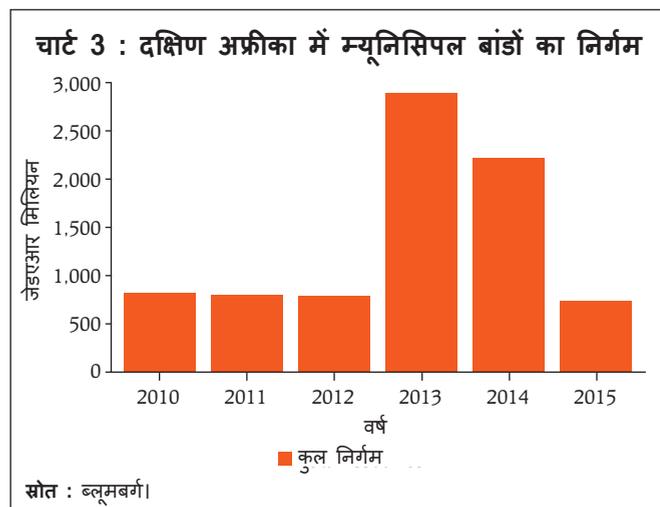
*डी. निर्गमकर्ता की विविधता*

27. भारत में, वर्तमान में 85 प्रतिशत से अधिक कॉर्पोरेट बांड निर्गमन उच्च रेटिंग (ए एवं उससे अधिक रेटिंग) वाले कॉर्पोरेटों द्वारा किया जा रहा है। हमारा ध्यान ऋण बढ़ाने की प्रणालियों पर बीमा एवं पेंशन निधियों जैसी संस्थाओं से चुनौतीपूर्ण मांग पर रहेगा, जिनको अपना ऋण एक्सपोजर सुरक्षित करने की जरूरत है। किंतु बाजार में नए निवेशकों को आकर्षित करने की भी जरूरत है। खुदरा निवेशक ऋण जोखिम को व्यापक फैलाव के माध्यम से कम कर सकेंगे। हमें ऐसे बाहरी निवेशकों की ओर रुख करने की भी आवश्यकता पड़ सकती है जो अपेक्षाकृत कम जोखिम-विमुख हों।

*ई. म्यूनिसिपल बांड*

28. कुछ ब्रिक्स देशों, विशेषरूप से, दक्षिण अमेरिका में म्यूनिसिपल बांडों का सुविकसित बाजार है (चार्ट 3)। भारत में यह स्थिति नहीं है।

29. भारत की आधारभूत संरचना का विकास, शहरी जनसंख्या की चर्चित वृद्धि के अनुरूप नहीं हो पाया है और म्यूनिसिपल कॉर्पोरेशनों के लिए निधियन के परंपरागत स्रोतों (जैसे, अनुदानों, करों इत्यादि) से अन्य स्रोतों की ओर रुख करने का सही समय है। आपूर्ति और मांग पक्ष की विभिन्न बाधाओं का



समाधान ढूंढते हुए म्यूनिसिपल बांडों को आधारभूत संरचना के वित्तपोषण के विकल्प के रूप में तलाशा जा सकता है।

30. यह चर्चा समाप्त करते हुए मैं इस बात पर जोर देना चाहूंगा कि बाजार का उदय होने के लिए बहुत सी बातों - निवेशक हित, निर्गमकर्ता की पसंद, अर्थव्यवस्था की गतिविधियां, विधिक परिस्थितियां, इत्यादि की जरूरत होगी। सरकार और विनियामक जो काम कर सकते हैं, वह है परिस्थियों को अनुकूल बनाना, ताकि जब निर्गमकर्ता और निवेशक की उमंग मेल खाएं तब उसे बाधाकारी विनियमों और कमजोर आधारभूत संरचना के कारण हतोत्साहित न होना पड़े।

31. ध्यानपूर्वक सुनने के लिए आप सभी का धन्यवाद।