

कर्ज बाजार के विकास में राज्य की भूमिका*

हारुन आर खान

श्री रॉबर्ट शीही, श्री कोस्कुन केंगोज, श्री जिन म्युंग किम, श्री ओटाविओ लैडीरा डे मेडेरेअस, श्री थोरडुर जोनासन एवं प्रतिष्ठित सहभागी गण। कतार केंद्रीय बैंक और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष द्वारा संयुक्त रूप से आयोजित सम्मेलन के लिए दोहा शहर में होना और इस प्रतिष्ठित सभा में अपने विचार साझा करना मेरे लिए बेहद खुशी की बात है। सम्मेलन में आमंत्रित करने के लिए मैं विशेषरूप से श्री अब्दुल्ला बिन साउद अल-थानि, गवर्नर, कतार केंद्रीय बैंक और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष के श्री अनंतकृष्णन प्रसाद का आभारी हूँ। अर्थव्यवस्था की वृद्धि को प्रेरित करने में कर्ज बाजार के महत्त्व को सभी जानते और मानते हैं। इसलिए कर्ज बाजार का विकास करने में राज्य का हित है। राज्य से मेरा तात्पर्य सरकार और केंद्रीय बैंक - दोनों से है। इस हित को साधने के लिए मजबूत और विविधतापूर्ण कर्ज बाजार, जो वित्तीय मध्यस्थता के कार्य को प्रभावशील ढंग से निभा सके, को प्रोत्साहित करने में राज्य की भूमिका बहुत महत्त्वपूर्ण है। हाल के वैश्विक वित्तीय संकट और यूरोपीय सरकारी कर्ज बाजार संकट के दौरान वित्तीय बाजारों और विशेष रूप से कर्ज बाजारों में राज्य की महती भूमिका को बहुत से देशों में महसूस किया गया। उदाहरणार्थ, संपार्श्विक बाजार में उच्च उतार-चढ़ाव और सामान्य रूप से काम न होने को देखते हुए बाजार को शांत करने और सामान्य स्थिति को पुनर्स्थापित करने के लिए केंद्रीय बैंकों ने बड़े पैमाने पर आस्तियां (सरकारी बांड, कॉर्पोरेट बांड, प्रतिभूतिकृत बांड आदि) लायी।

ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य

2. विश्व के प्रमुख विकसित बांड बाजारों के सर्वेक्षण से विकास के विभिन्न मार्गों का पता चलता है। इसलिए मैं कर्ज बाजार में राज्य की भूमिका की ऐतिहासिक परिप्रेक्ष्य में संक्षिप्त चर्चा के साथ शुरुआत करना चाहूंगा। कर्ज बाजार में राज्य के संबद्ध होने का इतिहास बहुत पुराना है। राज्य के उधार लेने की शुरुआत मध्य काल में यूरोप से हुई।

* 18 सितंबर 2012 को दोहा, कतार में कतार केंद्रीय बैंक और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष द्वारा आयोजित पूंजी बाजार सम्मेलन में हारुन आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक के प्रस्तुतीकरण पर आधारित। रिजर्व बैंक के श्री एन.आर.वी.वी.एम.के. राजेंद्र कुमार और श्री सुनील कुमार से साभार सहयोग मिला।

मध्य काल के प्रारंभिक ऋण या तो अनिवार्य ऋण थे अथवा सरकार की निजी उधारी थे जो सामान्यतः युद्धों के वित्तीयन के लिए एकत्र किए जाते थे। यह देखना दिलचस्प है कि उस समय में सरकार को उधार दिए जाने में काफी जोखिम हुआ करती थी। सरकारों के द्वारा ऋणों का व्यापक प्रयोग तभी संभव हो पाया जब कि शासक राज्य से अलग हो गए और शासक के लोगों से अलग होने पर भी राज्य की निरंतरता के तथ्य को स्वीकार कर लिया गया। उधार लेना सरल बनाने वाले अन्य कारक इस प्रकार थे: ऋण चुकाने के लिए राजस्व के नियमित स्रोतों, मौद्रिक प्रणाली और व्यवस्थित मुद्रा बाजार का विकास करना।

3. सरकारों ने दीर्घावधि और अल्पावधि ऋणों के माध्यम से धन की उगाही मध्य काल के उत्तरार्द्ध से ही प्रारंभ कर दी थी। प्रारंभ में, कर्ज लेने का उद्देश्य युद्ध के खर्चों का वित्तीयन करना होता था किंतु धीरे-धीरे धन का प्रयोग सार्वजनिक कार्यों या खाद्य आपूर्ति जैसे सिविल उद्देश्यों के लिए भी किया जाने लगा। अलोकप्रिय कर लगाने के स्थान पर सार्वजनिक कर्ज और खर्चों के लिए ऋण लेना राजनीतिक अर्थव्यवस्था के लिए भरोसेमंद माध्यम बन गए। प्रमुख यूरोपीय शहरों में सरकारी बांडों की खरीद-फरोख्त स्वतंत्रतापूर्वक की जाने लगी। निवेशकों के लिए कारोबारी प्रक्रियाएं, प्रतिभूतियां और प्रविधियां राष्ट्रीय और अंतरराष्ट्रीय स्तर पर सुपरिचित हो गईं। वित्तीय बाजारों में प्रभावशीलता बढ़ने के कारण सरकारें धन की उगाही कम लागत पर करने लगीं और बचतकर्ता परंपरागत रूप से जमीन में निवेश करने के निश्चित विकल्प के रूप में दीर्घावधि सार्वजनिक ऋणों का प्रयोग करने लगे। विकसित कर्ज बाजार की क्षमता को राज्य ने पहचाना और आधुनिक सरकारों ने उधार लेना जारी रखा है क्योंकि राजस्व और खर्च में अंतर होता है जिसे टाला नहीं जा सकता। ऐसा होने के अन्य कारणों में अंतर-पीढ़ी निष्पक्षता में सहायक होना, कर की दरों को स्थिर करना, समष्टि-आर्थिक प्रबंध को लागू करना और अंतिम रूप से, सामाजिक-आर्थिक तथा राजनीतिक उद्देश्यों को पूरा करने के लिए वांछित कार्यक्रमों को चलाने की राजनीतिक अनिवार्यता हैं।

कर्ज बाजार के विकास के उद्देश्य

4. कर्ज बाजार के विकास का व्यापक अर्थ में उद्देश्य आर्थिक वृद्धि और विकास में मदद करना है। कर्ज बाजार की मुख्य भूमिका पूंजी का अंतरण बचतकर्ताओं से उधारकर्ताओं/निवेशकों में करना और अर्थव्यवस्था में प्रतिस्पर्धी उपयोग के लिए प्रभावशाली ढंग से उसका वितरण करना होता है। इस प्रकार से अधिक निवेश और संसाधन के इस्तेमाल में दक्षता संवर्धन के माध्यम से दोनों (बचतकर्ता और उधारकर्ता) की वृद्धि में योगदान होता है। कर्ज बाजार कर्ज देने वाले की दीर्घावधि वित्तीय आवश्यकताओं और निवेशकों द्वारा निधि को दीर्घावधि के लिए ब्याज युक्त प्रतिभूतियों में डालने की इच्छा में तालमेल करता है। इसलिए विकसित घरेलू बांड बाजार के होने से सरकार और निजी क्षेत्र के पास निधीयन के पर्याप्त विकल्प उपलब्ध होते हैं। कर्ज बाजार में जोखिम अंतरण, पूलिंग और साथ ही उसे साझा करने की विशेषज्ञता भी होती है। कर्ज बाजार, विशेषरूप से सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार अन्य वित्तीय आस्तियों के मूल्यन के लिए मानदंड की तरह कार्य करता है और इस प्रकार से मौद्रिक नीति के संचरण में मदद करता है। भारतीय संदर्भ में आय वक्र के अल्पावधि से दीर्घावधि छोर में संचरण का कार्य अन्य बातों के साथ-साथ मौद्रिक नीति दरों, मुद्रास्फीति स्तरों, अंतरराष्ट्रीय ब्याज दरों तथा सांविधिक चलनिधि अनुपात निर्धारित करने सहित चलनिधि परिस्थितियों में परिवर्तन करने का होता है।

भारत और एशिया में बांड बाजार

5. भारतीय बांड बाजार ने राज्य, केंद्रीय बैंक तथा अन्य सहभागियों द्वारा किए गए बहुत से प्रयासों के कारण पिछले कुछ वर्षों में लंबी छलांग लगाई है। कॉर्पोरेट बांडों के बाजार के लय में आने के बावजूद भारतीय बांड बाजार में सरकारी बांडों का प्रभुत्व बना हुआ है। भारत सरकार और भारतीय रिजर्व बैंक के बीच 26 मार्च 1997 को हस्ताक्षर किए गए अनुपूरक समझौते के माध्यम से 1 अप्रैल 1997 से तदर्थ ट्रेजरी बिल जारी करके राजकोषीय घाटे के स्वचलित मुद्रिकरण को समाप्त करना इस संबंध में एक ऐतिहासिक कदम था। इस समझौते ने भारत सरकार के राजकोषीय घाटे को बाजार ऋणों के माध्यम से पूरा करने के लिए मार्ग प्रशस्त किया और फलस्वरूप सरकारी बांड बाजार को विकसित करने की आवश्यकता है। राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम, 2003 एक अन्य महत्वपूर्ण घटना थी जिसके तहत 1 अप्रैल 2006 से प्राथमिक नीलामी में सरकारी बांडों में भारतीय रिजर्व बैंक के अभिदान पर पाबंदी लगा दी गई। यह कदम सभी

सरकारी बांडों के बाजार में जारी होने के रूप में परिणत हुआ और सरकारी बांड बाजार के प्राथमिक तथा द्वितीयक -दोनों हिस्सों का दायरा बढ़ाने में सहायक हुआ।

6. सरकारी बांड बाजार के संबंध में उठाए गए कुछ अन्य महत्वपूर्ण कदम निम्नलिखित थे : (i) राज्य सरकारों की निधि उगाही को नीलामी प्रणाली के माध्यम से बाजार पर आधारित बनाया जाना, (ii) प्राथमिक व्यापारियों के नेटवर्क की शुरुआत (iii) वेन इश्यूड बाजार को प्रारंभ करना (iv) अर्द्धवार्षिक नीलामी कैलेंडर जारी करना जिसमें बाजार के प्रतिभागियों को पारदर्शिता और निश्चितता उपलब्धता कराने के लिए मात्रा, समय और प्रतिभूतियों की अवधि को शामिल किया गया (v) प्राथमिक नीलामियों, नामतः तयशुदा लेनदेन प्रणाली नीलामी के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म की स्थापना करना और (vi) द्वितीयक बाजार व्यापार, नामतः तयशुदा लेनदेन प्रणाली-आर्डर मिलान के लिए इलेक्ट्रॉनिक आर्डर मिलान प्लेटफार्म की स्थापना करना। इसके परिणामस्वरूप सरकारी बांड बाजार में काफी मात्रात्मक वृद्धि हुई (सारणी 1)।

सारणी 1: सरकारी बांड बाजार में मात्रा

(₹ बिलियन)

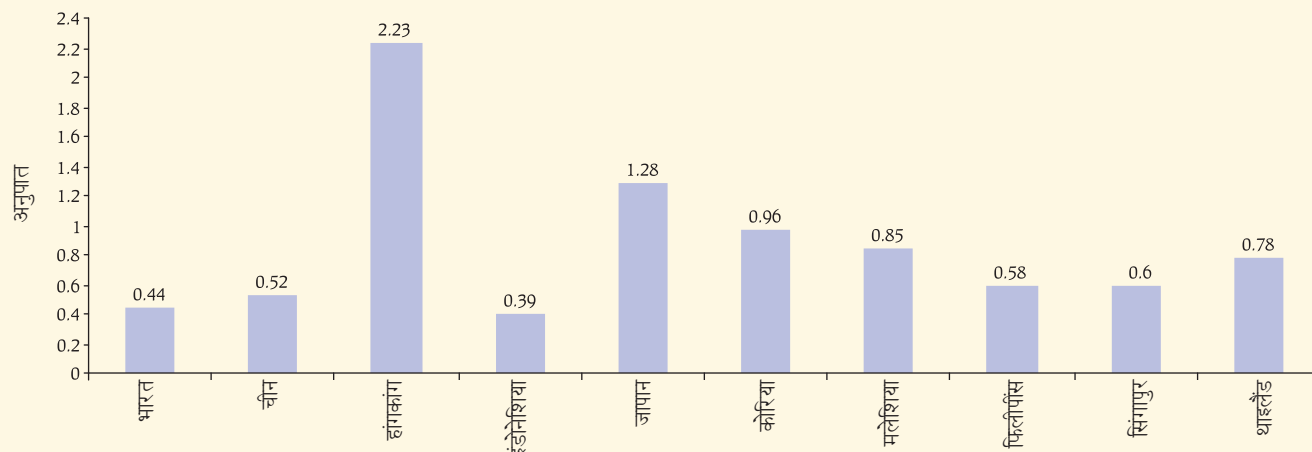
वर्ष	प्राथमिक निर्गम *	द्वितीयक बाजार का व्यापार \$
2005-06	1.527	8.648
2006-07	1.668	10.215
2007-08	2.238	16.539
2008-09	3.911	21.602
2009-10	5.821	29.139
2010-11	5.410	28.710
2011-12	6.686	34.882

* केंद्रीय और राज्य सरकारों का कुल।

\$ एक-पक्षीय मात्रा।

7. 1990 के दशक के उत्तरार्ध के एशियाई संकट के बाद संपूर्ण एशियाई क्षेत्र के बांड बाजार में काफी उन्नति हुई है। पूर्व एशिया एवं पैसिफिक केंद्रीय बैंक (ईएमईएपी) समूह के जून 2003 के एक प्रस्ताव की प्रतिक्रिया स्वरूप अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआईएस) द्वारा स्थापित एशियाई बांड निधि (एबीएफ) की भी एशियाई क्षेत्र में सरकारी बांड बाजार के विकास में भूमिका रही। एशियाई बांड निधि अपने सदस्यों को पूर्व एशिया एवं पैसिफिक केंद्रीय बैंक समूह की अर्थव्यवस्थाओं में एशियाई सार्वभौमिक जारीकर्ताओं द्वारा जारी बांडों में निवेश करने की अनुमति देता है। भारत सरकार के बांडों के बाजार द्वारा की गई प्रगति एशियाई क्षेत्र के बाजारों की प्रगति से

चार्ट 1: मार्च 2012 को समाप्त तिमाही के दौरान सरकारी बांड बाजार में पण्यवर्त अनुपात



स्रोत: एशियन बांड्स ऑनलाइन तथा भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड

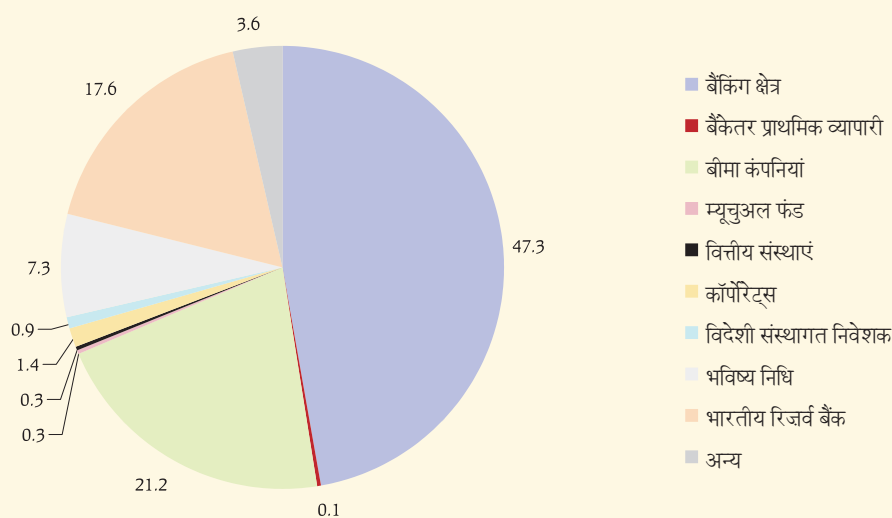
तुलनीय है। मार्च 2012 को समाप्त तिमाही के दौरान भारतीय बांड बाजार में टर्नओवर अनुपात (कुल मात्रा को सरकारी प्रतिभूतियों के औसत बकाया से विभाजित करने पर) बहुत से एशियाई देशों के सरकारी बांड बाजार के करीब रहा (चार्ट 1)।

विकसित बांड बाजार की विशेषताएं

8. सुविकसित कर्ज बाजार की मुख्य विशेषताएं उसमें गहनता, व्यापकता, लचीलेपन और बाजार के प्रतिभागियों की जरूरतों को पूरा करने के लिए लिखतों के व्यापक विकल्प का उपलब्ध होना होती हैं। 'गहनता' का अर्थ होता है कि बाजार में मूल्यों में

तेजी से परिवर्तन किए बिना बड़े लेनदेन किस हद तक किए जा सकते हैं। 'व्यापकता' का तात्पर्य प्रतिभागियों और नई सूचना के प्रति उनकी प्रतिक्रियाओं की विविधता से है। 'लचीलापन' किसी परेशानी के कारण से कीमत में उत्पन्न उतार-चढ़ाव का कम होना निर्धारित करती है। विकसित बाजारों में बाजार के प्रतिभागियों की जरूरतों को पूरा करने के लिए बहुत से लिखत (बांड और डेरिवेटिव) भी उपलब्ध होते हैं। घरेलू संस्थागत निवेशकों के बड़े समूह और विदेशी निवेशकों की सक्रिय सहभागिता से एक विशाल और विविधतापूर्ण समूह उत्पन्न हो सकता है जो किसी प्रभावशाली बांड बाजार के लिए आवश्यक होता है। उदाहरणार्थ, भारत में

चार्ट 2: भारत में सरकारी प्रतिभूतियों में बाजार के प्रतिभागियों का हिस्सा (जून 2012 के अंत में)



सरकारी क्षेत्र के परंपरागत निवेशकों में बैंक, भविष्य निधि और बीमा कंपनियां शामिल होती हैं। सहकारी बैंकों, क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों, पेंशन निधियों, म्युचुअल फंडों तथा गैर-बैंकिंग वित्त कंपनियों और विदेशी केंद्रीय बैंकों सहित विदेशी संस्थागत निवेशकों के शामिल हो जाने से संस्थागत निवेशकों के आधार में विविधता आ गई है (चार्ट 2)। गहन, व्यापक बाजारों सामान्यतः अधिक लचीले होते हैं और वित्तीय तथा आर्थिक गड़बड़ियों से निपटने में उनमें अधिक स्थिरता दिखाई देती है।

राज्य/केंद्रीय बैंक की भूमिका

9. वित्तीय बाजारों का लगातार जारी एकीकरण और गहन होना नीति निर्माताओं लिए महत्वपूर्ण मामला है। यह केंद्रीय बैंकों के लिए विशेषरूप से महत्वपूर्ण है जिनकी जिम्मेदारी मौद्रिक नीति को तैयार करने और लागू करने की होती है और मौद्रिक आवेग के अर्थव्यवस्था में संचरण के लिए समुचित रूप से एकीकृत और प्रभावशाली बाजार का होना बहुत महत्वपूर्ण होता है। अर्थव्यवस्था के सार्वजनिक क्षेत्र सहित विभिन्न क्षेत्रों को स्थायी और किफायती निधीयन उपलब्ध कराने के लिए कर्ज बाजार का अच्छी तरह से विकसित होना आवश्यक होने के कारण कर्ज बाजार के विकास में राज्य (सरकार) की भूमिका उत्पन्न होती है। इसके अलावा राज्य को 'बाजार पूर्णता' की भूमिका निभानी होती है। बहुत से अन्य केंद्रीय बैंकों की ही तरह भारतीय रिजर्व बैंक ने भी कर्ज बाजार के विकास में सक्रिय भूमिका का निर्वाह किया है। इस कार्य के निर्वहन में भारतीय रिजर्व बैंक ने केंद्रीय बैंक, सरकार के कर्ज प्रबंधक और कर्ज बाजार के विनियामक जैसी बहुत सी भूमिकाएं अदा की हैं। उक्त बातों को ध्यान में रखते हुए कर्ज बाजार के विकास में राज्य की भूमिका का विश्लेषण निम्नलिखित तीन माध्यमों से किया जा सकता है :

- कर्ज निर्गमकर्ता
 - कर्ज प्रबंध नीति एवं संरचना
- बांड बाजार का विकासकर्ता
 - संस्थागत ढांचा - बाजार की आधारभूत संरचना - निवेशक और लिखतों का भंडार
- बांड बाजारों का विनियामक
 - प्रणालीगत स्थिरता - बाजार का एकीकरण - उपभोक्ता संरक्षण

कर्ज निर्गमकर्ता

10. प्रमुख बांड मार्केट जिसे पहले विकसित किए जाने की आवश्यकता होती है वह सामान्यतः सरकारी दायित्व के अंतर्गत बाजार होता है। बहुत से देशों में बकाया निर्गम का सबसे बड़ा स्टॉक सरकार के नाम होता है। सरकारी बांड के मूल्य अन्य उधारकर्ताओं, जो कि ऋण जोखिम के अधीन होते हैं, के निर्गमों के मूल्यन के लिए आधार का काम करते हैं। अधिकांश देशों में सरकारें प्राप्तियों और वर्तमान व्ययों के अंतर को पूरा करने के लिए कर्ज निर्गमित करती हैं। कभी-कभी असामान्य वर्तमान व्ययों के संबंध में ऐसा किया जाता है। उदाहरण के लिए प्रथम विश्व युद्ध में अमरीकी भागीदारी के वित्तीयन के लिए लिबर्टी बांड जारी किए जाने के बाद अमरीकी बांड बाजार में उछाल आ गया था। जिन बांडों के संबंध में निवेशकों के अनुभव अनुकूल थे वे भी कॉर्पोरेशनों द्वारा जारी प्रतिभूतियों में निवेश करने की मंशा से उन्हें छोड़ गए। इससे कॉर्पोरेट बांड बाजार को प्रोत्साहन मिला और इन बाजारों के काफी विस्तार संभव हुआ।

11. इसका तात्पर्य यह नहीं है कि घाटे में नहीं चलने वाली राजकोषीय रूप से परंपरावादी सरकारें मजबूत कर्ज बाजार को विकसित नहीं कर सकतीं। अधिशेष बचत के बावजूद हांगकांग और सिंगापुर ने बांडों का निर्गम किया है। हांगकांग ने विनिमय निधि बिलों और नोट्स के निर्गम के माध्यम से हांगकांग डॉलर में बेंचमार्क आय वक्र विकसित किया है जिससे प्राप्त राशि को सरकारी व्ययों के निधीयन के स्थान पर प्राथमिक रूप से अंतरराष्ट्रीय बाजारों में निवेश करने के लिए प्रयोग किया जाता है। आस्ट्रेलिया और नार्वे अन्य ऐसे देश हैं जिन्होंने बजट के अधिशेष संतुलित होने के बाद भी कर्ज जारी किया।

कर्ज प्रबंध नीति एवं संरचना

12. सरकारी बांड बाजार के विकास के लिए सार्वजनिक कर्ज प्रबंध की गुणवत्ता, सुरक्षा और ईमानदारी पूर्वआवश्यकताएं होती हैं। इस भरोसे को बढ़ाने के विभिन्न उपायों में से एक विश्वसनीय कर्ज प्रबंध नीति (डीएमएस) भी है। कर्ज प्रबंध नीति में उद्देश्य, विभिन्न मानदंडों एवं पोर्टफोलियो सूचक तथा वार्षिक निर्गम योजना (विदेशी और घरेलू निधीयन, लिखतों, परिपक्वता संरचना आदि), जो कि अपेक्षित सूचना उपलब्ध कराती है, और पारदर्शिता, निश्चितता शामिल होते हैं जिनके कारण बाजार के प्रतिभागी (निवेशक) सरकारी बांड बाजार से संबंधित नीति की रूपरेखा बनाने में सक्षम होते हैं। इसके अलावा, सार्वजनिक कर्ज के स्तर और दर -दोनों को सुनिश्चित करने वाली कर्ज प्रबंध नीति मूलरूप से लंबे समय में मजबूत होती है जिसके

माध्यम से लागत और जोखिम उद्देश्यों को पूरा करके और निवेशकों के विश्वास को बल देकर सरकारी बांड बाजार के विकास की मदद की जा सकती है। सार रूप में, कर्ज प्रबंध नीति तीन व्यापक आधारों, नामतः लागत को न्यूनतम करने, जोखिम (यथा, विस्तारण जोखिम, नगदी प्रवाह जोखिम आदि) कम करने और बाजार की गतिविधियों के इर्दगिर्द घूमती है।

13. बांड बाजार के सुविकसित होने से सरकारों के लिए कर्ज की निरंतरता बनाए रखते हुए निवेश संबंधी जरूरतों को पूरा करने के लिए वित्तीयन का स्थायी एवं टिकाऊ स्रोत सुनिश्चित होगा। दूसरी तरफ, दीर्घावधि परिपक्वताओं एवं निर्धारित ब्याज दरों में स्थानीय मुद्रा निधीयन को सीमित करने वाली सबसे महत्वपूर्ण बाधा सतही घरेलू बाजार होते हैं। भारत में कर्ज प्रबंध नीति की समीक्षा भारत सरकार के नगदी एवं कर्ज प्रबंध विषयक समूह तथा भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा संयुक्त रूप से अर्द्ध-वार्षिक आधार पर की जाती है और केंद्र सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों के निर्गमों के संबंध में अर्द्ध-वार्षिक सूचक कैलेंडर जारी करके जनता में इसका प्रचार किया जाता है। इस अर्द्ध-वार्षिक कैलेंडर में निर्गम नीति के संबंध में समग्र जानकारी यथा, नीलामी की तिथि, कुल राशि, परिपक्वता की मदवार राशि, लिखतों की प्रकृति (अस्थायी या/और स्थायी लिखत) उपलब्ध होती है। इसके अलावा, नीलामी से एक सप्ताह पहले प्रत्येक प्रतिभूति की सूचना जनता को उनके निर्गम आकार सहित दी जाती है। कर्ज प्रबंध के बारे में सूचना साझा करने की इस रणनीति से कर्ज प्रबंध परिचालनों की पारदर्शिता बढ़ी है तथा सरकारी बांड बाजार के विकास में बहुत मदद मिली है। कर्ज प्रबंध नीति तैयार करने के बाद विशेष रूप से सरकारी बांड बाजार की गहनता और व्यापकता में सुधार करने के लिए कुछ सहज ज्ञान संबंधी दिशानिर्देश जारी किए जाने चाहिए। इन दिशानिर्देशों में जोखिम की विवेकी सीमा के अधीन मध्यावधि में लागत को न्यूनतम करने, घरेलू और विदेशी मुद्रा में उधारियों का स्थायी मिश्रण तैयार करने, निवेशकों की रुचि पूर्ति के लिए विविध लिखत (स्थायी दर बांड, अस्थायी दर बांड, मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांड, काल एवं पुट विकल्प सहित बांड आदि) जारी करना, निर्गतकर्ताओं के लिए पुनर्खरीदी एवं स्विचिंग परिचालनों आदि का समर्थन किया जाना चाहिए।

14. कर्ज प्रबंधकों द्वारा अल्पावधि में लागत को कम करने के प्रयासों से कर्ज की उप-इष्टतम संरचना तैयार हो सकती है जिसके

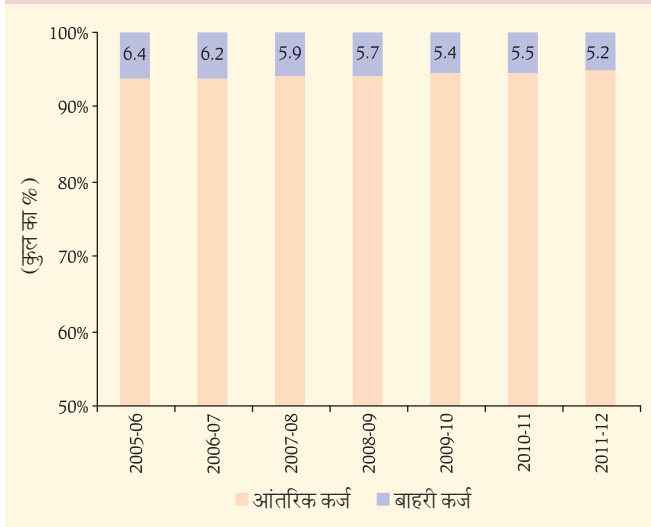
कारण अनिश्चित एवं उतार-चढ़ाव के समय में निर्गमकर्ता के साथ ही बाजार में तनाव उत्पन्न हो सकता है और परिणामस्वरूप बांड बाजार के टिकाऊ विकास में बाधा पड़ सकती है। अन्यथा भी, विकसित हो रही बाजार परिस्थितियों से अल्पावधि में लागत को कम करने के प्रयास करने से आय वक्र का रूप बिगड़ जाएगा और बांडों की मांग सिर्फ किसी निश्चित समय में ही उत्पन्न होगी। अतः बांड बाजार के विकास के लिए लागत को मध्यावधि में न्यूनतम करने और सभी परिपक्वता बिंदुओं पर बांड जारी करने का प्रयास करने वाली कर्ज प्रबंध नीति को बेहतर विकल्प माना जाता है। भारत में कर्ज प्रबंध प्रणाली जहां भी संभव हो परिपक्वता की अवधि बढ़ाने पर जोर देती है जिसके कारण मध्यावधि में लागत में कमी आती है (सारणी 2)।

सारणी 2: दिनांकित प्रतिभूतियों के माध्यम से केंद्र सरकार का बाजार से उधार

वर्ष	उधार		बकाया स्टॉक	
	भारत औसत परिपक्वता (वर्ष)	भारत औसत उत्पादन (%)	भारत औसत परिपक्वता (वर्ष)	भारत औसत कूपन (%)
2001-02	14.30	9.44	8.20	10.84
2002-03	13.80	7.34	8.90	10.44
2003-04	14.94	5.71	9.78	9.30
2004-05	14.13	6.11	9.63	8.79
2005-06	16.90	7.34	9.92	8.75
2006-07	14.72	7.89	9.97	8.55
2007-08	14.90	8.12	10.59	8.50
2008-09	13.80	7.69	10.45	8.23
2009-10	11.16	7.23	9.82	7.89
2010-11	11.62	7.92	9.78	7.81
2011-12	12.66	8.52	9.60	7.88

15. इसके बाद, पोर्टफोलियो में घरेलू-विदेशी मुद्रा कर्ज को उचित और स्थायी रूप से मिश्रित किया जाना अनिवार्य है। विदेशी मुद्रा में कर्ज जुटाने से ब्याज की लागत कम हो सकती है और व्यापक तथा विविधतापूर्ण निवेशक आधार तैयार किया जा सकता है। हालांकि, विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित विशाल देयताओं वाले देश पर पूंजीगत अंतर्वाहके 'अचानक बंद' होने का जोखिम होता है और हो सकता है कि वे भुगतान संतुलन के आघात को बर्दाश्त न कर पाएं। इसके अलावा, विदेशी निधीयन की सीमा तय करते समय ब्याज दर की तुलना में वहन करने की लागत (कॉस्ट ऑफ कैरी) (ब्याज दर समानता) पर ध्यान दिए जाने की जरूरत है। विदेशी मुद्रा में कर्ज भुगतान की लागत में वृद्धि हो सकती है जिसके कारण समष्टि-आर्थिक असंतुलन

चार्ट 3: केंद्र सरकार के सार्वजनिक कर्ज की संरचना



उत्पन्न हो सकता है। कर्ज प्रबंध नीति में इन जोखिमों पर ध्यान देने की आवश्यकता है। घरेलू बांड बाजार में सरकारी बांडों की पर्याप्त आपूर्ति सुनिश्चित करने के लिए घरेलू मुद्रा में निधियन का काफी बड़ा हिस्सा होना आवश्यक है जो कि घरेलू बांड बाजार के विकास का बहुत महत्वपूर्ण कारक है। संयोगवश, भारत में राजकोषीय घाटे का विदेशी कर्ज से वित्तीयन करने की प्रक्रिया बहुत मंद रही है और केंद्रीय सरकार के सार्वजनिक कर्ज के प्रतिशत के रूप में विदेशी कर्ज 2005-06 के 6.4 प्रतिशत से 2011-12 में घटकर 5.2 प्रतिशत रह गया (चार्ट 3)। भारतीय संदर्भ में विदेशी कर्ज पूर्णतः द्विपक्षीय और पहुपक्षीय ऋण हैं। आंतरिक कर्ज के अंतर्गत बड़े हिस्से का संग्रह बाजार कर्ज के माध्यम से किया जाता है जो कि केंद्रीय सरकार के लगभग पूर्ण आंतरिक कर्ज को दर्शाता है (चार्ट 4) तथा सभी बाजार कर्ज घरेलू बांड बाजारों से लिए गए। इससे यह प्रदर्शित होता है कि पिछले कुछ वर्षों के दौरान केंद्रीय सरकार के राजकोषीय घाटे के निधियन के लिए सरकारी बांड बाजार महत्वपूर्ण बन गया है। बदले में घरेलू बांड बाजार पर इस अधिक निर्भरता से देशी बांड बाजार के विस्तार में और आर्थिक सुधार करने में सहायता मिली।

16. कर्ज प्रबंध नीति में अलग-अलग परिपक्वता वाले विविध लिखतों के निर्गम होने से सरकारी बांड बाजार में विविधता बढ़ी है और साथ ही निवेशकों का आधार भी बढ़ा। उदाहरणार्थ, कुछ निवेशक (बैंक और वित्तीय संस्थाएं) उनके अवधि प्रबंध के लिए अस्थायी दर बांडों में निवेश करना पसंद करते हैं। इसी प्रकार से बीमा कंपनियां, भविष्य निधि, पेंशन निधि आदि जैसे संस्थागत निवेशक

चार्ट 4: आंतरिक कर्ज में बाजार ऋण का हिस्सा



उनकी देयता प्रबंध के लिए शून्य कूपन वाले बांड और मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांड खरीदना पसंद करेंगे। अधिकांश उन्नत देशों और उभरते बाजार वाली अर्थव्यवस्थाओं ने घरेलू बांडों के बड़े हिस्से का निर्गम परंपरागत नियत दर बांडों से भिन्न लिखतों के माध्यम से किया है (सारणी 3)।

17. भारत में केंद्रीय सरकार के लिए निधियाँ जुटाने का कार्य विभिन्न लिखतों (जैसे, नियत मूल्य के परंपरागत बांड, अस्थायी दर बांड, शून्य कूपन बांड, पूंजी सूचकांकित बांड) के निर्गम के माध्यम से किया जाता है फिर भी 2003-04 एवं 2004-05 को छोड़कर सभी वर्षों में संयोजकों (linkers) (अस्थायी दर बांड, मुद्रास्फीति सूचीबद्ध

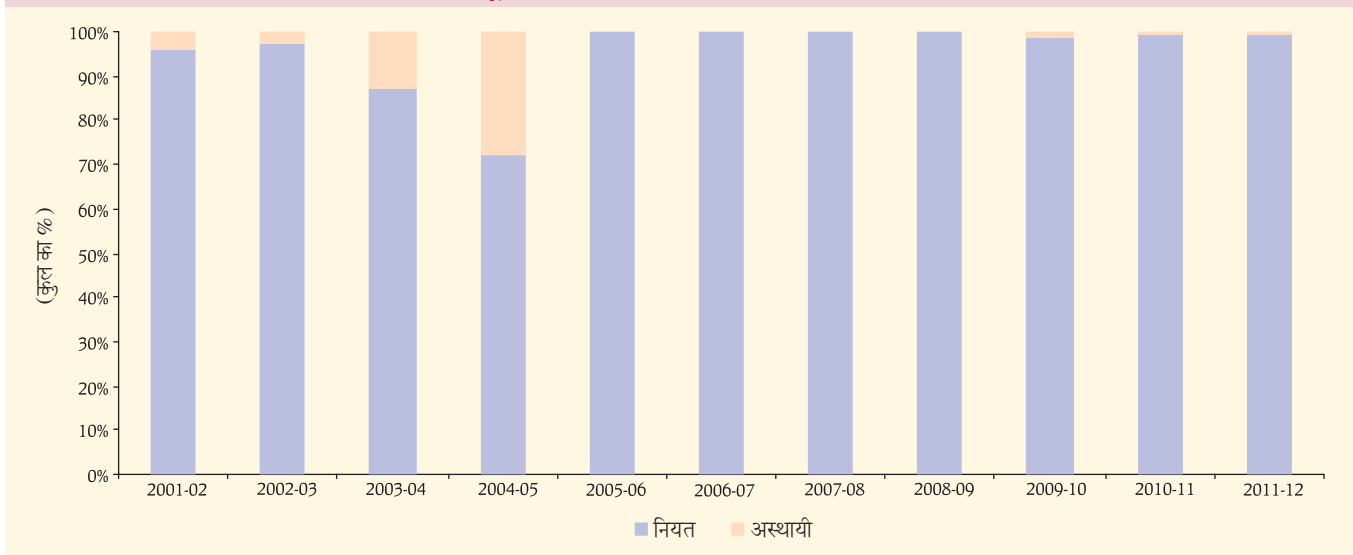
सारणी 3: 2011 में केंद्र सरकार द्वारा निर्गमित देशी बांडों की संरचना : विभिन्न देश

(बकाया के प्रतिशत के रूप में)

देश	अस्थायी दर	नियत दर	सूचीबद्ध मुद्रास्फीति	संबंधित विनिमय दर	अन्य
अर्जेंटीना	14.8	0.8	49.2	34.6	0.7
ब्राजील	31.9	37.5	30.0	0.6	0.0
चिली	0.0	19.2	80.8	0.0	0.0
भारत	2.4	97.6	0.0	0.0	0.0
इंडोनेशिया	22.2	77.8	0.0	0.0	0.0
कनाडा	0.0	92.5	7.5	0.0	0.0
जर्मनी	10.9	85.8	2.9	0.4	0.0
यूनाइटेड किंगडम	0.0	77.6	22.4	0.0	0.0
अमरीका	0.0	91.2	8.8	0.0	0.0

स्रोत: अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआईएस)

चार्ट 5: दिनांकित प्रतिभूतियों के माध्यम से केंद्र सरकार की बाजार उधारी की संरचना



बांड आदि) का हिस्सा बहुत कम रहा है (चार्ट 5)। इसलिए सरकारी बांड बाजार के विस्तार में और सुधार करने के लिए भारत की कर्ज प्रबंध नीति को भी सकल दिनांकित प्रतिभूतियों के निर्गम में संयोजकों (linkers) का हिस्सा बढ़ाना होगा। इस उद्देश्य से कनाडा के मॉडल की तर्ज पर मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांडों का नया रूप तैयार किया गया है जिसको निकट भविष्य में प्रारंभ करने की संभावना है।

18. चलनिधि में सुधार करने और कर्ज के समेकन को सुविधाजनक बनाने के लिए पुनर्निगम/फिर से प्रारंभ करने के माध्यम से निष्क्रिय समेकन (passive consolidation) की नीति अपनाई गई है। प्रतिभूतियों के विशाल स्टॉक आकार के कारण बाजार में काफी सुधार हुआ तथा बाजार में बेंचमार्क प्रतिभूतियों को उभरने में मदद मिली। राजकोषीय सुदृढीकरण की दृष्टि से, सक्रिय समेकन (कुछ पुनर्खरीदों को छोड़कर) को नहीं अपनाया गया। हालांकि चलनिधि को प्रोत्साहित करने के लिए पुनर्खरीद और स्विच जैसे कदमों के साथ विभिन्न परिपक्वता बिंदुओं पर प्रतिभूति निर्गमित करने को शामिल करते हुए सक्रिय समेकन की प्रक्रिया की आवश्यकता है।

बाजार द्वारा निर्धारित मूल्यन

19. बाजार के विकास के लिए यह आवश्यक है कि सरकारी बांडों की ब्याज दर बाजार द्वारा निर्धारित हो। यदि सरकारी उधार की लागत कम करने के लिए सरकार बांड बाजार में जोड़तोड़ का प्रयास करे तो महत्वपूर्ण सूचना नहीं मिल पाएगी जिससे पूंजी आबंटन में विकार आ सकता है। भारत में, भारतीय रिजर्व बैंक ने नीलामी के आधार पर बाजार द्वारा निर्धारित ब्याज दरों को अपनाए जाने के लिए सुधार के

चरणबद्ध कार्यक्रम को शुरू किया है। इससे उचित मूल्य निर्धारण की प्रक्रिया में काफी सुधार हुआ है।

बेंचमार्क आय

20. ब्याज दरों की जोखिम रहित मीयादी संरचना के अभाव से निजी क्षेत्र और अन्य निर्गमकर्ताओं द्वारा निर्गमित लिखतों से संबंधित ऋण जोखिम के मूल्यन में कठिनाई होती है। ऋण जोखिम का उचित मूल्यन नहीं होने से अर्थव्यवस्था में गड़बड़ी पैदा हो सकती है। महत्वपूर्ण परिपक्वताओं की स्थिति में जोखिम रहित बेंचमार्क दरें निर्धारित करने वाले सरकारी बांड बाजार के बिना कॉर्पोरेट बांड, अधिक लाभ वाले कर्ज अथवा प्रतिभूतिकृत आस्तियों के लिए एक बहुत सीमित बाजार को स्थापित करना बहुत कठिन होगा। यदि सरकार बांड बाजार को मजबूत बनाना चाहती है तो उसे बेंचमार्क आय वक्र को स्थापित करने का प्रयास करना चाहिए जो कि अन्य प्रतिभूतियों के मूल्यन के लिए जोखिम रहित दर का निर्धारण कर सके। इसका तात्पर्य यह है कि नियमित निर्गमों की उचित परिपक्वता के कार्यक्रम को अपनाया जाना चाहिए। पिछले दो दशकों के दौरान भारत के बजट घाटे के लगातार बने रहने के कारण सरकारी प्रतिभूतियों का भारी निर्गम आवश्यक हो गया है। केंद्रीय सरकार के राजकोषीय घाटे के वित्तीयन के लिए बाजार से लिए जाने वाले उधार के हिस्से के 1991-92 के 21 प्रतिशत से बढ़कर 2011-12 में लगभग 100 प्रतिशत हो जाने के कारण बाजार में प्रतिभूतियों की लगातार आपूर्ति सुनिश्चित हुई। निर्गमों की मात्रा बढ़ गई है, जिसके फलस्वरूप अच्छे कारोबार के लिए आवश्यक

खरीदफरोक्त की जा सकती। इसका लाभ उठाते हुए हम उचित रूप से गहन और चलनिधियुक्त सरकारी प्रतिभूति बाजार की स्थापना कर पाए। प्रतिभूतियों की नियमित नीलामी करके हम जोखिम रहित आय वक्र को तीस वर्षों तक बढ़ा पाए। दूसरे बाजार भी मूल्यन और मूल्यांकन करने के लिए इस बेंचमार्क को उपयोग में ला रहे हैं। भारत के वर्तमान आय वक्र की तुलना समकक्ष उभरती अर्थव्यवस्थाओं के साथ ही विकसित देशों से भी की जा सकती है।

कर्ज प्रबंध के लिए संस्थागत व्यवस्थाएं

21. सरकारी कर्ज प्रबंध से संबंधित संस्थागत व्यवस्थाओं की कर्ज बाजार में महत्वपूर्ण भूमिका होती है। सरकारी कर्ज प्रबंध कार्य करने वालों के संबंध में विश्व भर में व्यवस्थाओं में विविधता वद्यमान है। कहीं वित्त मंत्रालय, कहीं केंद्रीय बैंक तो कहीं स्वायत्त कर्ज प्रबंध एजेंसी यह कार्य कर रही है। विभिन्न देशों के अनुभवों से पता चलता है कि कोई सर्वोत्तम अंतरराष्ट्रीय प्रथा विद्यमान नहीं है और किसी विशिष्ट मॉडल को अपनाया जाना देश विशेष की परिस्थितियों पर निर्भर हो सकता है।

22. नब्बे के दशक में आर्थिक विकास और सहयोग संगठन के बहुत से सदस्य देशों ने कर्ज प्रबंध का कार्य अलग एजेंसियों को सौंपा जिसका उद्देश्य केंद्रीय बैंकों को मौद्रिक नीति तैयार करने की स्वतंत्रता प्रदान करना था ताकि वे मुद्रास्फीति प्रबंध पर ध्यान केंद्रित कर सकें। यह भी महसूस किया गया कि स्वतंत्र कर्ज प्रबंध कार्यालय अधिक जवाबदेही के साथ पेशेवर कर्ज प्रबंध द्वारा कर्ज प्रबंध के परिचालनों में सुधार करेंगे। भारतीय रिजर्व बैंक को, सार्वजनिक कर्ज प्रबंध, विशेषरूप से घरेलू मुद्रा में मूल्यवर्गित कर्ज के संबंध में, यह जिम्मेदारी कानूनन सौंपी गई है। इस शताब्दी के प्रारंभिक वर्षों में वैश्विक रुझान के अनुसार भारत सरकार ने घोषणा की कि विधान बनाकर एक अलग कर्ज प्रबंध एजेंसी की स्थापना की जाएगी जो कि कर्ज प्रबंध का कार्य केंद्रीय बैंक से अपने हाथों में लेगी।

23. कर्ज प्रबंध को केंद्रीय बैंक से अलग करने के मामले में, विशेषरूप से वैश्विक वित्तीय संकट को देखते हुए तथा भारतीय संदर्भ को ध्यान में रखते हुए पुनर्विचार करने की बात मजबूती से सामने आई है। भारत में, राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम 2003 के तहत सरकारी बांडों की प्राथमिक नीलामी में भारतीय रिजर्व बैंक के भाग लेने पर रोक लगाए जाने से मौद्रिक नीति से हितों के टकराव का समाधान हो गया है। इसके अलावा, भारत में मौद्रिक हस्तक्षेप चलनिधि समायोजन सुविधा के

तहत रिपो दर (अर्थात् नीतिगत दर) के माध्यम से, न कि बाजार आधारित बांड आय (bond yield) के माध्यम से किया जाता है। भारत में भारतीय रिजर्व बैंक ने मुद्रास्फीति प्रबंध के विशेष महत्त्व को पहचाना है और इस संबंध में सभी आवश्यक कदम उठाए हैं। सरकार द्वारा बाजार से लिए गए उधार में काफी वृद्धि होने के बावजूद भारतीय रिजर्व बैंक ने पिछले दो वर्षों में नीतिगत दर में कई बार वृद्धि की है। वित्तीय बाजारों में अनिश्चितता और उतार-चढ़ाव उच्च स्तर पर होने के बावजूद हाल के वैश्विक वित्तीय संकट की अवधि में भारतीय रिजर्व बैंक सरकार के उधार लेने के कार्यक्रम की व्यापकता में काफी वृद्धि होने के बावजूद इसे गैर-बाधाकारी ढंग से पूर्ण कर सका।

24. कर्ज प्रबंध सिर्फ संसाधन जुटाने की क्रिया नहीं बल्कि इसका क्षेत्र इससे काफी बड़ा है, हमारे जैसे विकासशील देश के संदर्भ में ऐसा विशेष रूप से है। सरकारी बाजार के उधार के आकार और गतिशीलता का ब्याज दर परिवर्तनों, तेज निर्गम के माध्यम से प्रणालीगत चलनिधि एवं ऋण वृद्धि पर अधिक व्यापक असर पड़ता है और विशिष्ट उद्देश्यों के लिए कार्य करने वाले स्वायत्त कर्ज प्रबंध कार्यालय के सिर्फ कर्ज प्रबंध पर ध्यान केंद्रित करने से वे विभिन्न प्रकार की अदला-बदली वाले इस जटिल कार्य को पूरा नहीं कर पाएंगे। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कर्ज प्रबंध कार्यालय और केंद्रीय बैंक के बीच समन्वय प्रणाली, जो कि आर्थिक प्रबंध के लिए महत्वपूर्ण होते हैं, के अनुभव असंतोषजनक रहे हैं और इनका प्रभाव कर्ज प्रबंध पर पड़ा है। नीलामी असफल होने की घटनाएं सामने आई हैं, जैसे यूके (मार्च 2009) में, जिसके कारण दोनों प्राधिकारियों की प्रतिष्ठा को ठेस लगी। विधान बनाकर नीति समन्वय को अनिवार्य बनाने से हो सकता है कि यह परिचालनात्मक दृष्टि से प्रभावी न हो क्योंकि कर्ज और मुद्रा/चलनिधि के प्रबंध के लिए निरंतर समन्वय की आवश्यकता होती है। उक्त बातों के आलोक में, विशेष रूप से राजकोषीय घाटा लगातार उच्च स्तर पर रहने के कारण भारत में बाजार से लिए गए उधार के बड़े आकार को देखते हुए भारत में मौद्रिक नीति और कर्ज प्रबंध के बीच हितों का मेल दिखाई देता है। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कर्ज प्रबंध केंद्रीय बैंकों के द्वारा किए जाने के बारे में पुनः चर्चा हो रही है जिसमें चार्ल्स गूथार्ट जैसे विद्वान यह स्पष्ट रूप से कह रहे हैं कि समग्र रूप से समष्टि-आर्थिक नीति तैयार करने में कर्ज प्रबंध एक महत्वपूर्ण कारक है और केंद्रीय बैंकों को राष्ट्रीय कर्ज के प्रबंध करने की भूमिका में वापस आने के लिए प्रोत्साहित किया जाना चाहिए। इस

प्रकार से इस मुद्दे पर संकट-पूर्व के 'स्वतंत्र' कर्ज प्रबंध कार्यालय के सिद्धांतों पर आंख मूंदकर भरोसा करने के स्थान पर सार्वजनिक कर्ज प्रबंध के प्रशासकीय ढांचे, विशेषरूप से उन देशों के संबंध में जहां पर राजकोषीय घाटा अधिक हो, के बारे में विस्तृत चर्चा करने की महती आवश्यकता है।

राजकोषीय समझदारी

25. राजकोषीय समझदारी एक ऐसा गुण है जिसे सार्वजनिक वित्त के प्रभावी प्रबंध हेतु विकसित किए जाने की आवश्यकता है। यह एक ऐसा गुण भी है जो कि राज्यों को वाजिब लागत पर उधार लेने की सुविधा प्रदान करता है। यूरोजोन की कुछ सरकारों के हाल के अनुभवों से इस तथ्य को मजबूती मिली है। भारत में राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के महत्त्व को स्वीकार किया गया है और कानूनी रूप से इसे राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम में शामिल किया गया है। हालांकि, वैश्विक वित्तीय संकट और उसके बाद के प्रभावों के कारण लक्ष्यों को पूरी तरह से प्राप्त नहीं किया जा सका है, फिर भी सरकार ने राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के अपने वचन के प्रति प्रतिबद्धता प्रदर्शित की है। केंद्र सरकार की राजकोषीय नीति के मध्यावधि वक्तव्य में राजकोषीय सुदृढ़ीकरण के लिए परिवर्तनशील लक्ष्य निर्धारित किए गए हैं (सारणी 4)।

26. संसाधन जुटाते समय राज्य को निर्गमकर्ता होने के नाते अर्थव्यवस्था के अन्य क्षेत्रों की आवश्यकताओं के प्रति संवेदनशील अवश्य होना चाहिए। राज्य की सबसे बढ़िया ऋण गुणवत्ता वाले निर्गमकर्ता होने की हैसियत और निवेशकों को आकर्षित करने की क्षमता के कारण निजी निवेश के बाहर जाने की संभावना हमेशा बनी रहती है। भारत में सरकारी निर्गम की योजना इस प्रकार से बनाई जाती है कि निजी क्षेत्र की ऋण आवश्यकताओं का ध्यान रखा जा

सके। उदाहरण के लिए वित्तीय वर्ष की पहली छमाही में जिस समय निजी क्षेत्र की ऋण मांग कम होती है, उधार के लिए फ्रंटलोडिंग करके इस लक्ष्य को प्राप्त किया जाता है।

उच्च गुणवत्ता वाले कोलेटरल उपलब्ध कराने वाला

27. कर्ज प्रतिभूतियां जारी करके राज्य सुरक्षित और चलनिधियुक्त आस्तियां उपलब्ध कराता है जो कि संरक्षणवादी निवेशकों के दृष्टिकोण से वित्तीय अस्थिरता के समय में मूल्य के भंडार अथवा एक प्रकार के बीमा की तरह कार्य करता है। बैंकों जैसी संस्थाओं के लिए ये सुरक्षित आस्तियां आस्ति-देयता प्रबंध करने और निधीयन की जरूरत पूरा करने के लिए संसाधन जुटाने हेतु कोलेटरल के रूप में उपयोगी होती हैं। कर्ज बाजार के विकास के लिए कर्ज प्रतिभूतियों का इस रूप में कार्य करना भी अनिवार्य है।

कर्ज बाजार का विकासकर्ता

28. भारत जैसी उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्था में बाजार विकास का वित्तीय स्थिरता बनाए रखने के उद्देश्य के संगत होने की आवश्यकता होती है। प्रभावी कर्ज बाजार स्थापित करने की पूर्वशर्तों में मजबूत वित्तीय और मौद्रिक नीतियां, प्रभावी विधि एवं कर प्रणाली और प्रतिस्पर्धी मध्यस्थों तथा समुचित आधारभूत संरचना सहित सक्रिय वित्तीय प्रणाली का होना शामिल होता है। उक्त बातों के आलोक में बांड बाजार की विकास प्रक्रिया में विधिक संरचना, संस्थागत ढांचा और बाजार की आधारभूत संरचना को ध्यान में रखना होगा।

विधिक ढांचा

29. कर्ज बाजार के उचित विकास के लिए विधिक ढांचा सबसे महत्वपूर्ण पूर्वापेक्षाओं में से एक है। इसे सबसे महत्वपूर्ण पूर्वापेक्षा भी कहा जा सकता है। वास्तव में बांड बाजारों के लिए अनिवार्य बातें निम्नलिखित हैं - सरकार को उधार लेने में समर्थ बनाना, सरकार के अभिकर्ता के रूप में केंद्रीय बैंक की भूमिका तय करना, ऋणकर्ताओं के अधिकारों को प्रवर्तित करने के लिए कर्ज प्रबंध ढांचा तैयार करना, संविदाओं का प्रवर्तन करना, सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गमन से संबंधित नियम और द्वितीयक बाजार से संबंधित नियमों और कर्ज प्रतिभूतियों के विनियमन के लिए उचित विनियामकीय ढांचा होना। भारत के मामले में, भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, संविदा अधिनियम, प्रतिभूति निविदा विनियम अधिनियम, सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम, जमाकर्ता अधिनियम आदि सुविकसित कानूनों की व्यवस्था है जिनके माध्यम से कर्ज बाजार के विधिक ढांचे को परिभाषित किया जा सकता है।

सारणी 4: केंद्र सरकार के राजकोषीय सूचकों से संबंधित परिवर्तनशील लक्ष्य

(सकल घरेलू उत्पाद का प्रतिशत)

सूचक	2012-13 (बअ*)	2013-14 (लक्ष्य)	2014-15 (लक्ष्य)
राजस्व घाटा	3.4	2.8	2.0
राजकोषीय घाटा	5.1	4.5	3.9
सकल कर राजस्व	10.6	11.1	11.7
बकाया देयताएं	45.5	44.0	41.9

* बअ: बजट अनुमान
स्रोत: संघीय बजट 2012-13

भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम के अंतर्गत भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा सार्वजनिक कर्ज का प्रबंध किया जाना और सरकार द्वारा सार्वजनिक कर्ज को भारतीय रिजर्व बैंक को सौंपा जाना अनिवार्य कर दिया गया है। प्रतिभूति निविदा अधिनियम के तहत सरकारी प्रतिभूतियों सहित सभी प्रतिभूतियों से संबंधित निविदाओं (लेनदेन) को विनियमित किया जाता है। सरकारी प्रतिभूति अधिनियम केंद्रीय अथवा राज्य सरकार द्वारा कानून बनने के पहले या बाद में विनिर्मित तथा निर्गमित सरकारी प्रतिभूतियों पर लागू होता है। इस अधिनियम का उद्देश्य सरकारी प्रतिभूति बाजार के विस्तार एवं गहनता में सहायता करना और इसके अधिक प्रभावी विनियमन के लिए रिजर्व बैंक को सक्षम बनाना है।

संस्थागत ढांचा

30. संस्थागत ढांचे के अंतर्गत विभिन्न संस्थाओं यथा, विनियामक, प्राथमिक व्यापारी और बाजार निर्माता, केंद्रीय प्रतिपक्षकार (सीसीपी) आदि की स्थापना करना शामिल होता है। सरकारी बांड बाजार के प्राथमिक हिस्से विकास के लिए प्राथमिक व्यापारियों के नेटवर्क का होना सर्वाधिक महत्वपूर्ण है जिसमें सरकार अपने सकल राजकोषीय घाटे (जीएफडी) के वित्तीयन के लिए बांड निर्गमित करती है। प्राथमिक व्यापारी वित्तीय मध्यस्थ होते हैं जो कुछ विशेष लाभ (जैसे हामीदारी कमीशन, केंद्रीय बैंक से चलनिधि की उपलब्धता आदि) दिए जाने पर सरकारी बांड बाजार में विशिष्ट दायित्वों अथवा जिम्मेदारियों का निर्वाह करते हैं। प्राथमिक व्यापारी सरकारी बांड बाजार में बाजार निर्माता की भूमिका भी निभाते हैं जो किसी भी वित्तीय बाजार के विकास की श्रृंखला का आवश्यक अंग होते हैं क्योंकि वे वित्तीय आस्तियों की खरीद और बिक्री -दोनों के लिए बोली लगाकर चलनिधि उपलब्ध कराते हैं। उक्त बातों के आलोक में, सरकारी बांड बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की भूमिका को निम्नलिखित प्रकार से श्रेणीबद्ध किया जा सकता है : (i) प्राथमिक बाजार में नीलामी में प्रतिभागी होकर कर्ज प्रबंधक और विनिवेशकर्ता के बीच वित्तीय मध्यस्थता करना (ii) प्राथमिक और द्वितीयक -दोनों बाजारों में चलनिधि उपलब्ध कराना (iii) सरकारी बांडों की मालसूची धारण करने की सहमति देकर बाजार निर्माता की सेवाएं प्रदान करना (iv) प्राथमिक और द्वितीयक -दोनों बाजारों में सक्रिय प्रतिभागिता करके प्रभावी मूल्य निर्धारण को समर्थन देना, और (v) सरकारी बांडों के बारे में निवेशकों में जागरूकता उत्पन्न करना और उन्हें शिक्षित करना। अधिकांश विकसित देशों में

प्राथमिक व्यापारियों का नेटवर्क उपलब्ध है हालांकि अलग-अलग देशों में उनके मॉडलों में भिन्नता है।

31. भारत में प्राथमिक व्यापारियों का नेटवर्क 1996 में स्थापित किया गया जिसका उद्देश्य सरकार के उधार लेने के कार्यक्रम को मजबूती प्रदान करना, प्रतिभूति बाजार की आधारभूत संरचना को मजबूत करना और द्वितीयक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों की चलनिधि में सुधार लाना था। इस प्रकार से प्राथमिक व्यापारियों को वित्तीय मध्यस्थ और बाजार निर्माता होने की भूमिका का निर्वाह करने के साथ ही साथ प्राथमिक बाजार में केंद्रीय सरकार के बांड निर्गमन की अनिवार्य रूप से हामी देना भी है। वर्तमान में हमारे पास 21 प्राथमिक व्यापारी हैं जिनमें से 8 कंपनियां (स्टैंड अलोन प्राथमिक व्यापारी) हैं और 13 वाणिज्य बैंक हैं। उनके दायित्व का प्रभावी ढंग से निर्वाह करने के लिए प्राथमिक व्यापारियों को रिजर्व बैंक में धारित चालू खाता और सहायक सामान्य बही खाता (एसजीएल) सुविधा के प्रावधानों के संबंध में विशेषाधिकार दिए गए हैं। उन्हें रिजर्व बैंक की चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) का लाभ भी दिया जाता है। प्राथमिक बाजार में डीलरों द्वारा सक्रिय रूप से बोली लगाया जाना सुनिश्चित करने और रक्षात्मक बोली को हतोत्साहित करने के लिए बोली प्रतिबद्धताओं के संबंध में 40 प्रतिशत सफलता दर को अनिवार्य किया गया है। राजकोषीय उत्तरदायित्व और बजट प्रबंध अधिनियम 2003 के प्रावधानों, जिनके तहत 1 अप्रैल 2006 से भारतीय रिजर्व बैंक को प्राथमिक बाजार में भाग लेने से प्रतिबंधित किया गया है, को ध्यान में रखते हुए प्राथमिक व्यापारी प्रणाली का पुनर्निर्माण किया गया ताकि प्राथमिक व्यापारियों का और अधिक सक्रिय रूप से बोली लगाया जाना सुनिश्चित किया जा सके। 100 प्रतिशत हामीदारी सुनिश्चित करने और प्राथमिक व्यापारियों से प्रतिस्पर्धी बोलियां प्राप्त करने के लिए हामीदारी नीलामियों के संबंध में प्रोत्साहन प्रणाली प्रारंभ की गई है।

बाजार इन्फ्रास्ट्रक्चर

32. केंद्रीय निक्षेपागार सहित सरकारी प्रतिभूतियों और कॉर्पोरेट बांडों के समाशोधन तथा निपटान एवं एक सुरक्षित तथा स्वस्थ भुगतान प्रणाली के लिए आधारभूत संरचना की स्थापना एक महत्वपूर्ण पूर्वापेक्षा है। बांड बाजार के विकास के लिए बाजार की आधारभूत संरचना आवश्यक है जिसमें अन्य बातों के अलावा व्यापार/नीलामी प्लेटफार्म, भुगतान और निपटान प्रणाली तथा निक्षेपागार शामिल होते हैं। इनकी स्थापना के लिए बड़े निवेश की आवश्यकता होती है इसलिए राज्य इनकी स्थापना में 'अग्रणी' भूमिका निभाता है। व्यापार प्लेटफार्म ओवर द काउंटर अथवा एक्सचेंज के रूप में हो सकते हैं। सरकारी प्रतिभूति बाजार में व्यापार और निपटान की सुविधाओं

में सुधार लाने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों के लिए अपने तयशुदा लेनदेन प्रणाली -आर्डर मिलान (एनडीएस-ओएम) में आर्डर मिलान व्यापार मॉडल का मॉड्यूल उपलब्ध कराया है। यह प्लेटफार्म एक बेनाम आर्डर मिलान प्रणाली है जिसमें स्ट्रेट थ्रू प्रोसेसिंग की जाती है और प्रतिभागी की अनामिकता, मूल्य पारदर्शिता और लेनदेन की दक्षता सुनिश्चित की जाती है। इस सुविधा से व्यापार की मात्रा बढ़ गई है। खुदरा सहभागिता को बढ़ाने के लिए प्राथमिक और द्वितीयक -दोनों बाजारों के लिए वेब-आधारित प्लेटफार्म आरंभ किया गया है। द्वितीयक बाजार के वेब-आधारित प्लेटफार्म में काफी व्यापार हुआ है।

33. सुविकसित सरकारी बांड बाजार का आधार तीव्र, पारदर्शी और प्रभावी समाशोधन तथा निपटान प्रणाली से निर्मित होता है जबकि निक्षेपागार से अमूर्त बांडों की धारिता संभव हो पाती है जिससे भुगतान और निपटान प्रणाली उत्प्रेरित होती है। भारत में विनियामक की ओर से पहल करके भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) की स्थापना की गई जो सरकारी बांडों के लेनदेन के संबंध में नवीयन के माध्यम से समाशोधन गृह और केंद्रीय प्रतिपक्ष के रूप में कार्य करती है। भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड की स्थापना से सरकारी प्रतिभूतियों के व्यापार निपटान की गारंटी सुनिश्चित हुई है, जिसके फलस्वरूप बाजारों में काफी स्थिरता आई है। इस प्रणाली ने बहुपक्षीय नेटिंग व्यवस्था के माध्यम से निधीयन आवश्यकताओं को सकल आधारित होने के स्थान पर निवल आधारित बना दिया है जिससे चलनिधि का जोखिम कम हो गया है और प्रतिपक्षी ऋण जोखिम भी बहुत कम हो गया है। तयशुदा लेनदेन प्रणाली में निपटाए गए अथवा रिपोर्ट किए गए सभी सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेन और साथ ही तयशुदा निपटान प्रणाली - आर्डर मिलान के तहत किए गए लेनदेनों को आवश्यक रूप से भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड के माध्यम से निपटाया जाना है।

34. वित्तीय बाजार की आधारभूत संरचना के महत्त्व को स्वीकार करते हुए और सर्वोत्तम अंतरराष्ट्रीय प्रथाओं को अपनाने की हमारी प्रतिबद्धता के कारण हम अपनी संस्थाओं और प्रथाओं के मानदंड तय करने के लिए प्रयास करते हैं। भारत में अभिशासन और जोखिम प्रबंध के लिए केंद्रीय प्रतिपक्षकार (सीसीपी) का मूल्यांकन घरेलू और अंतरराष्ट्रीय लेखापरीक्षकों द्वारा किया जा चुकी है। इसके अलावा वित्तीय क्षेत्र मूल्यांकन कार्यक्रम (एफएसएपी) ने भी केंद्रीय प्रतिपक्षकार का मूल्यांकन किया है और उस प्रणाली को मजबूत पाया है। इस संबंध में यह नोट किया जाना प्रासंगिक है कि भुगतान और निपटान प्रणाली समिति (सीपीएसएस)-अंतरराष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन (आईओएससीओ) ने अप्रैल 2012 में 'वित्तीय बाजार की आधारभूत संरचना के लिए सिद्धांत' (पीएफएमआई) का

प्रकाशन किया है जिनमें पहले के सिद्धांतों को अद्यतन किया गया है एवं उनकी समीक्षा की गई है जिसमें निम्नलिखित को शामिल किया गया है - (i) प्रणालीगत दृष्टि से महत्त्वपूर्ण भुगतान प्रणालियों के लिए मुख्य सिद्धांत (ii) प्रतिभूति निपटान प्रणाली के लिए सिफारिशें और (iii) केंद्रीय प्रतिपक्षकार के लिए सिफारिशें उक्त प्रकाशन में ऋण जोखिम और चलनिधि जोखिम प्रबंध पर जोर दिया गया है। वित्तीय बाजार की आधारभूत संरचना के लिए सिद्धांत की महत्त्वपूर्ण प्रकृति को देखते हुए वित्तीय बाजार की आधारभूत संरचना (एफएमआई) जोखिम प्रबंध, नियम और विनियमों का एसडब्ल्यूओटी विश्लेषण किया जाना आवश्यक है। हमने केंद्रीय प्रतिपक्षकार से अप्रैल 2012 में भुगतान और निपटान प्रणाली समिति (सीपीएसएस)-अंतरराष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन (आईओएससीओ) द्वारा निर्धारित 'वित्तीय बाजार आधारभूत संरचना के लिए सिद्धांत' (पीएफएमआई) का स्वमूल्यांकन करने को कहा है। इस स्वमूल्यांकन का मूल्यांकन हम कर रहे हैं। प्रणालीगत सुदृढ़ता के लिए इन संस्थाओं के महत्त्व को देखते हुए इनका आवधिक आकलन किया जाना अनिवार्य है।

35. भारत में केंद्रीय बैंक सरकारी प्रतिभूतियों के पंजीयक और निक्षेपागार की भूमिका निभाता है। प्रतिभागियों की प्रतिभूति धारिता को इलेक्ट्रॉनिक बुक के रूप में रखे जा सकने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता को सहायक सामान्य खाता-बही (एसजीएल) के अमूर्त रूप में रखे जाने की शुरुआत की गई। प्रतिभूतियों के अंतरण का नगद भुगतान के साथ तालमेल बनाने के लिए भारत में सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) प्रणाली को 1995 में कार्यान्वित किया गया ताकि प्रतिभूति लेनदेन के निपटान संबंधी जोखिम को समाप्त किया जा सके। सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली, जो प्रारंभ में प्रतिभूतियों और निधियों (डीवीपी-I पद्धति) -दोनों के मामलों में सकल निपटान पर आधारित थी, वह डीवीपी-II पद्धति में चली गई है जिसके तहत प्रतिभूतियों का निपटान सकल आधार पर था किंतु निधियों का निपटान निवल आधार पर होता था। 2004 से निधियों और प्रतिभूतियों -दोनों का निपटान निवल आधार पर किया जा रहा है (डीवीपी-III पद्धति)। किसी विशिष्ट निपटान चक्र से संबंधित प्रत्येक प्रतिभूति निवल आधार पर प्रदेय/प्राप्य होती है तथा सहायक सामान्य खाता-बही (एसजीएल) और ग्राहकों की सहायक सामान्य खाता-बही (सीएसजीएल) लेनदेन की अलग से नेटिंग की जाती है। निधियों की नेटिंग बहुपक्षीय आधार पर की जाती है।

अन्य वित्तीय उत्पाद

36. बांड बाजार के विकास में सभी संस्थाओं की भूमिका महत्त्वपूर्ण है किंतु विनियामक के पास विनियम के साथ ही साथ विभिन्न ब्याज दर वाले उत्पादों को लाने की विशिष्ट जिम्मेदारी होती है जो बांड बाजार

में चलनिधि और व्यापकता में सुधार लाने के लिए उत्प्रेरक का कार्य करते हैं। निवेशकों को अपने पोर्टफोलियो के प्रबंध के विकल्प उपलब्ध कराने के लिए अस्थायी दर वाले बांड (एफआरबी), नकदी प्रबंध बिल (सीएमबी) एवं प्रतिभूतियों के पंजीकृत ब्याज और मूलधन की अलग-अलग ट्रेडिंग (स्ट्रिप) जैसे नए लिखत कर्ज बाजार में शुरू किए गए हैं। भारत में केंद्रीय बैंक, भारतीय रिजर्व बैंक सरकारी बांड बाजार सहित निर्धारित ब्याज दर बाजार का विनियमन करता है और भारतीय रिजर्व बैंक ने ब्याज दर वाले उत्पाद, नामतः ब्याज दर स्वैप (आईआरएस), ब्याज दर फ्यूचर्स (आईआरएफ) लाए हैं जिनके कारण आधारभूत सरकारी बांड बाजार के विकास को बल मिला है।

37. भारत के कॉर्पोरेट बांड बाजार में हाल के समय में कुछ प्रगति हुई है किंतु सरकारी बांड बाजार की तुलना में यह मामूली बना हुआ है। हालांकि सरकार, भारतीय रिजर्व बैंक और प्रतिभूति बाजार के विनियामक (भारतीय प्रतिभूति विनियम बोर्ड) ने कॉर्पोरेट बांड बाजारों में गतिविधियों को बढ़ाने के लिए बहुत से कदम उठाए हैं। इन उपायों में अन्य बातों के अलावा पोस्ट-ट्रेड पारदर्शिता के लिए रिपोर्टिंग प्लेटफार्म की शुरुआत, निपटान जोखिम को समाप्त करने के लिए ओवर द काउंटर व्यापार के निपटान में सुपुर्दगी बनाम भुगतान, भारतीय रिजर्व बैंक की बहियों में कॉर्पोरेट बांडों के निपटान के लिए खातों की अस्थायी पूलिंग जिसके तहत कॉर्पोरेट बांडों के निधीयनका मार्ग प्रशस्त करने की अनुमति दी गई, कॉर्पोरेट बांडों के धारकों को ऋण जोखिम से सुरक्षा प्रदान करने के लिए ऋण डिफाल्ट स्वैप की सुविधा प्रारंभ करना और विदेशी संस्थागत निवेशकों के लिए सीमा बढ़ाकर 25 बिलियन अमरीकी डॉलर करना शामिल है। इन उपायों के परिणामस्वरूप 2011-12 के दौरान कॉर्पोरेट बांडों का निवल निर्गम की कुल जमा राशि रु.1,621 बिलियन रही जिसके कारण मार्च 2012 के अंत की स्थिति के अनुसार बकाया कॉर्पोरेट बांड बढ़कर रु.10,516 बिलियन हो गए। कॉर्पोरेट बांड बाजार के द्वितीयक बाजार में व्यापार की मात्रा 2007-08 में रु.959 बिलियन थी जो 2011-12 के दौरान बढ़कर रु.5,938 बिलियन हो गई।

बाजार तक पहुंच

38. इस तथ्य में सत्यता है कि कर्ज बाजार में पहुंच बढ़ने से वित्तीय समावेशन में मदद मिलेगी। निर्गमकर्ता के लिए इससे निवेशकों के व्यापक आधार का लाभ लेने की का अवसर मिलेगा और निवेशकों के लिए निवेश के अतिरिक्त रास्ते खुलेंगे। सरकारी प्रतिभूति बाजार के प्रबल संस्थागत रूप के बावजूद भारतीय रिजर्व बैंक ने खुदरा प्रतिभागिता को प्रोत्साहित करने के महत्त्व को स्वीकार किया है और विशिष्ट नीतिगत उपाय किये हैं जैसेकि, नीलामी में सहभागिता के

लिए 'बोली लगाने के लिए गैर-प्रतिस्पर्धी योजना', सुप्रबंधित और वित्तीय रूप से मजबूत शहरी सहकारी बैंकों को तयशुदा लेनदेन प्रणाली-आर्डर मिलान का सदस्य बनने की अनुमति देकर तथा प्राथमिक व्यापारियों के खुदरा व्यापार के संबंध में न्यूनतम लक्ष्य प्राप्ति को अनिवार्य बनाने के लिए प्राधिकार संबंधी दिशानिर्देशों में संशोधन करके बाजार में मध्यम-क्षेत्र के निवेशकों की पहुंच को बढ़ाना। खुदरा/मध्यम-क्षेत्र के निवेशकों द्वारा निवेश की प्रक्रिया को आसान बनाने के लिए वेब-समर्थित प्लेटफार्म भी उपलब्ध कराया गया है जिससे उनकी निधि और प्रतिभूति खातों को लगातार एकीकृत किया जाएगा।

चलनिधि बढ़ाना

39. कर्ज बाजार में चलनिधि अनिवार्य है क्योंकि इसके कारण लेनदेन में सरलता होने से निवेशकों को सुविधा होती है, निर्गमकर्ताओं मदद मिलती है क्योंकि चलनिधि वित्तीय लिखतों को आकर्षक निवेश बना देती है और यह मौद्रिक नीति के प्रभावी प्रेषण के लिए भी महत्त्वपूर्ण होती है। बाजार में लगातार संपर्क रखकर, बैचमार्क निर्गमन की मात्रा को तैयार करने तथा पुनर्खरीद के सक्रिय कार्यक्रम के माध्यम से राज्य चलनिधि की स्थिति में सुधार ला सकता है। बाजार की चलनिधि पर बाजार के प्रतिभागियों की जोखिम पसंदगी, खरीद से अधिक बिक्री की स्थिति को बनाए रखने और निधीयनबाजारों के विकास (जैसे रिपो बाजार) का भी असर पड़ता है जिनके अनुसार वे कर्ज बाजार में स्थिति ग्रहण कर सकते हैं।

40. रिजर्व बैंक ने 'सरकारी प्रतिभूति और ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार में चलनिधि बढ़ाने' के संबंध में हाल ही में एक कार्य दल (अध्यक्ष : आर. गांधी) गठित किया था। कार्य दल ने सरकारी प्रतिभूतियों की चलनिधि में सुधार के संबंध में हाल ही में अपनी सिफारिशें प्रस्तुत की हैं। प्रमुख सिफारिशें निम्नलिखित हैं -

- बकाया सरकारी प्रतिभूतियों को समेकित करना, जिसके लिए अगले 3-4 वर्षों में एक ढांचा तैयार किया जाए। विभिन्न परिपक्वता बिंदुओं वाली प्रतिभूतियों के निर्गमन और साथ में दीर्घावधि परिप्रेक्ष्य में बैचमार्क प्रतिभूतियों के निर्गमन, पुनर्खरीद और स्विच आदि जैसे कदम उठाकर शुरुआत की जा सकती है।
- परिपक्वता तक धारित (एचटीएम) पोर्टफोलियो की ऊपरी सीमा को धीरे-धीरे कम करने के लिए उपाय करना। ऐसा करते समय परिपक्वता तक धारित वर्गीकरण की सीमा को कम करने के बैंकों/प्राथमिक व्यापारियों के

तुलन-पत्रों पर संभावित प्रभाव और इस मामले को सुलझाने के लिए लक्षित किसी भी उपाय को उचित ढंग से सोच-विचार करके निर्धारित किया जाना चाहिए ताकि यह संस्थाओं और अन्य हिस्सेदारों के लिए बाधक न बने।

- बाजार निर्माण को सक्षम बनाने के लिए आवश्यकता होने पर प्रत्येक प्राथमिक व्यापारी को विशिष्ट प्रतिभूतियों के आबंटन, प्राथमिक व्यापारियों के बीच प्रतिभूतियों के स्टॉक को निश्चित अवधि में बारी-बारी से घुमाने पर विचार किया जाना चाहिए।
- वैकल्पिक निवेशकों को प्रोत्साहन देने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों में विदेशी संस्थागत निवेशकों की निवेश सीमा को धीरे-धीरे बढ़ाया जाए। निवेश सीमा में वृद्धि की समीक्षा वार्षिक आधार पर होनी चाहिए जिसमें देश की समग्र विदेशी कर्ज स्थिति, चालू खाता घाटा, भारत सरकार के उधारी लेने के कार्यक्रम के आकार आदि को ध्यान में रखा जाए। सरकारी प्रतिभूति बाजार में न्यासों, कंपनियों आदि जैसे निवेशकों की पहुंच को सरल बनाने के लिए उपायों की जांच की जाए और दीर्घावधि गिल्ट निधियों को उचित प्रोत्साहनों (जैसे कर-ब्रेक, चलनिधि सहयोग आदि) के माध्यम से प्रोत्साहित किया जाना चाहिए।
- 'लिवरेज' में उचित प्रतिबंध सहित मीयादी-रिपो बाजार को प्रोत्साहित करने हेतु बाजारों में सुधार लाने के लिए बाजार रिपो के अधीन उपार्जित प्रतिभूतियों की बिक्री/रिपो पर प्रतिबंध लगाने की समीक्षा की जाए और सरकारी प्रतिभूति में उचित त्रिपक्षीय रिपो को प्रारंभ करने पर विचार किया जाए।

संबंधित बाजार

41. कर्ज बाजार का विकास संबंधित बाजारों यथा मुद्रा बाजार, रिपो बाजार एवं डेरिवेटिव बाजार पर निर्भर होता है क्योंकि ये बाजार निधीयन के रास्ते तथा जोखिम प्रबंध के उपाय उपलब्ध कराते हैं। भारतीय रिज़र्व बैंक ने उचित संस्थागत परिवर्तनों, लिखतों, प्रौद्योगिकी एवं बाजार की प्रथाओं के माध्यम से नीतिगत माहौल को अनुकूल बनाते हुए प्रभावी, स्थायी तथा चलनिधियुक्त मुद्रा बाजार का विकास करने के सचेत प्रयास किए हैं। मांग मुद्रा बाजार को मूल रूप से अंतर बैंक बाजार के रूप में विकसित किया गया तथा बाजार के अन्य प्रतिभागियों को बाजार के संपाश्वर्कृत हिस्से का रुख करने के लिए प्रोत्साहित किया गया और इस प्रकार से बाजार की अखंडता

को समग्र रूप से बढ़ाया गया। सुरक्षित व्यापार और निपटान प्रणाली के रूप में बाजार की आवश्यक आधारभूत संरचना को विकसित किया गया। इन उपायों से निधीयन बाजार की प्रभावशीलता में वृद्धि हुई और इसके कारण कर्ज बाजारों के व्यापार में सुधार हुआ।

निवेशक-आधार का विस्तार करना

42. निवेशक-आधार का विस्तार करने तथा कर्ज बाजार में चलनिधि को लक्ष्य करने वाले देश घरेलू प्रतिभूतियों के बाजार में विदेशी निवेशकों की प्रतिभागिता को प्रोत्साहित करना चाहते हैं। विदेशी संस्थागत निवेशकों की वैश्विक प्रतिभागिता के कारण वे बाजार में दृष्टिकोणों की विविधता ला सकते हैं जो कि बहुत आवश्यक होते हैं। किंतु विभिन्न संकटों के समय अलग-अलग देशों में देखे गए इन निवेशों से संबद्ध अनिश्चितता और उतार-चढ़ाव के कारण पूंजीगत प्रवाह के बारे में चिंता उत्पन्न होती है। तदनुसार भारत में कर्ज प्रतिभूतियों में विदेशी संस्थागत निवेशकों द्वारा निवेश करने को प्रतिबंधित किया गया है (समग्र उच्चतम सीमा के अधीन) और समय-समय पर इसकी समीक्षा की जाती है। नीति सुविचारित पहुंच उपलब्ध कराने की ओर अभिमुख है जिसमें निहित लाभों और निवेशकों के अचानक बाहर हो जाने का पूंजी प्रवाह और बाजार के उतार-चढ़ाव पर पड़ने वाले संभावित प्रभावों को ध्यान में रखा गया है।

कर्ज बाजार का विनियामक

43. विनियामक की भूमिका प्रणालीगत स्थायित्व के विषयों पर ध्यान देने के साथ ही विनियमन और पर्यवेक्षण के माध्यम से बाजार के विकास को सहायता प्रदान करने की भी होती है। बाजार के प्रतिभागियों के बीच सूचना की भिन्नता (विशेषज्ञता, संसाधनों और शक्तियों में भिन्नता भी) तथा वित्तीय प्रतिनिधियों के उनके संविदाकृत दायित्वों को पूरा नहीं कर पाने से उत्पन्न बाहरी परिस्थितियों के कारण बाजारों और वित्तीय संस्थाओं के सार्वजनिक विनियमन और पर्यवेक्षण की जरूरत पड़ती है। सूचना में भिन्नता के विषय को लेखापरीक्षण तथा प्रकटीकरण मानक निर्धारित करके तथा विनियामकीय रिपोर्टिंग प्रणाली के द्वारा भी सुलझाया जा सकता है। विनियामकीय हस्तक्षेप की आवश्यकता बाजार की असफलता को ठीक करने तथा बाहरी कारकों और गड़बड़ियों जिनके कारण वित्तीय बाजारों के विकास में बाधा आती है, से निपटने के लिए पड़ती है, विनियामक के लिए प्रमुख कार्य प्रणालीगत कमजोरी को पहचानने के लिए समयपूर्व चेतावनी प्रणाली को विकसित करना तथा मजबूत विनियामकीय/पर्यवेक्षीय ढांचे को स्थापित करना है। बाजार के प्रतिभागियों को व्यापार करने तथा उनके विचार व्यक्त करने की अनुमति देना अभीष्ट है किंतु वित्तीय स्थायित्व की आवश्यकताओं में ध्यान केंद्रित करना अत्यावश्यक है।

44. भारत में सरकारी बांड बाजार के विनियामक के रूप में भारतीय रिजर्व बैंक ने सुविचारित दृष्टिकोण अपनाया है। रिपो बाजारों में लिवरेज को नियंत्रित करने के लिए निधियों के उधार कर्ताओं द्वारा रिपोकृत प्रतिभूतियों के पुनर्विक्रय को अनुमति नहीं दी जाती। सरकारी-प्रतिभूतियों के एक दिवसीय अधिविक्रय को 2006 में मंजूर किया गया था। 2007 में इसे बढ़ाकर 5 दिन कर दिया गया और 2011 में तीन महीने तक बढ़ा दिया गया। अधिविक्रय की गतिविधियों के लिए बैंकों और प्राथमिक डीलरों को प्रतिबंधित किया गया है। प्रतिभागियों के स्तर पर अधिविक्रय योग्य राशियों में मात्रात्मक प्रतिबंधात्मक सीमाएं तय की गई हैं ताकि प्रतिभूतियों पर 'स्क्वीज' होने का निराकरण किया जा सके और बाजार के समग्र जोखिम की उच्चतम सीमा तय की जा सके। जोखिम को सीमित करना सुनिश्चित करने के लिए अधिविक्रय की स्थिति की रिपोर्टिंग की जाती है और पर्यवेक्षण किया जाता है। बाजार की गतिविधियों और बाजार के प्रतिभागियों की जोखिम प्रबंध क्षमताओं पर आधारित सीमाओं के विनियमन और समीक्षा के लिए भारतीय रिजर्व बैंक ने सक्रिय दृष्टिकोण अपनाया है।

45. यह सुनिश्चित किए जाने की आवश्यकता है कि प्रकटीकरण मानक सभी संबंधितों के लिए सही प्रोत्साहनों को निरूपित करें और ऐसे मानकों को समन्वित रूप से अपनाए जाने की भी आवश्यकता है। उदाहरणार्थ, भारतीय रिजर्व बैंक ने लेनदेन, अर्थात् निधियों के उधार लेने और ऋण देने के आर्थिक असर को दर्शाने के लिए रिपो लेखापरीक्षा दिशानिर्देशों में संशोधन किया है ताकि लीमेन ब्रदर्स के 'रिपो 105' जैसे फंदे से बचा जा सके।

46. कर्ज बाजार से संबंधित विनियामकीय ढांचे का तर्काधार प्रतिभूति बाजार और इसके पेशेवर प्रतिभागियों पर नजर रखना है ताकि प्रतिभूति और कर्ज बाजार में लोगों का भरोसा बढ़ाया जा सके, निवेशकों को मूलभूत सुरक्षा (धोखाधड़ी और छल-कपट से बचाना) प्रदान की जा सके जो कि न्यायसंगत, प्रभावी और सुव्यवस्थित बाजारों के लिए अनिवार्य है और बाजार को गिरने से बचाते हुए वित्तीय प्रणाली के स्थायित्व की रक्षा की जा सके। बाजार की अखंडता और पारदर्शिता पर ध्यान केंद्रित करने की आवश्यकता है। इसलिए समय की मांग 'उचित' विनियमन है न कि 'कम' या 'अधिक' विनियमन। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद हाल की गतिविधियों के संदर्भ में यह अत्यावश्यक है कि विनियामक वित्तीय नवोन्मेष और प्रणालीगत स्थिरता के बीच संतुलन स्थापित करे। जटिल वित्तीय उत्पादों का मूल्यांकन टिकाऊ बाजार के विकास में उनकी उपयोगिता के अनुसार

की जानी चाहिए। उदाहरणार्थ, भारतीय संदर्भ में स्क्रीन-आधारित बेनाम आर्डर मिलान प्रणाली (एनडीएस-ओएम) के माध्यम से सरकारी बांड व्यापार करने संबंधी नवोन्मेष भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड के लिए स्ट्रेट थ्रू प्रोसेस के अनुरूप रहा है।

47. रिजर्व बैंक ने एक विनियामकीय रिपोर्टिंग संरचना को परिचालन योग्य बना दिया है जिससे पारदर्शिता मजबूत होती है और प्रकटीकरण में सुधार होता है। नियत आय बाजारों में कर्ज और डेरिवेटिवों के लगभग सभी लेनदेन की रिपोर्ट की जा रही है। बाजार के प्रतिभागी विनियामित संस्थाएं हैं और इसके कारण बाजार अनुशासन स्थापित होता है। ऐसा होने से बाजार की संस्था, भारतीय नियत आय मुद्रा बाजार और व्युत्पन्नी संघ (एफआईएमएमडीए) को बाजार के प्रतिभागियों, ओवर द काउंटर ब्याज दर वाले डेरिवेटिव बाजार के बिचौलियों के प्रमाणीकरण और बाजार के प्रतिभागियों के बीच मध्यस्थता के लिए भी आदर्श आचरण संहिता तैयार करने से संबंधित अर्ध-स्व विनियामक संघ की जिम्मेदारियां सौंप दी गई हैं।

समापक टिप्पणियां

48. अर्थव्यवस्था में कर्ज बाजार के महत्त्व और इन बाजारों के विकास में राज्य, जिसका आशय सरकार और केंद्रीय बैंक -दोनों से है, की महत्त्वपूर्ण भूमिका को अब सभी लोग समझ गए हैं। राज्य निर्गमकर्ता, विकासकर्ता और और विनियामक -तीनों के रूप में कर्ज बाजारों की वृद्धि की सीमा को प्रभावित कर सकता है। सरकारी बांड बाजार के विकास के लिए सार्वजनिक कर्ज प्रबंध की गुणवत्ता, सुरक्षा तथा सत्यनिष्ठा पर निवेशकों का विश्वास एक पूर्वशर्त है तथा इस विश्वास को उत्पन्न करने वाले कारकों में कर्ज प्रबंध प्रणाली (डीएमएस) एक महत्त्वपूर्ण कारक है। कर्ज प्रबंध प्रणाली के तहत सहज बुद्धि से उत्पन्न दिशानिर्देशों से काम लिया जाना चाहिए, विशेषरूप से सरकारी बांड बाजार के विस्तार में सुधार लाने के लिए ऐसा किया जाना चाहिए। इन दिशानिर्देशों में मध्यावधि में लागत को कम से कम करने की कोशिश की जानी चाहिए जिसमें निवेशकों की रुचि के अनुसार समुचित जोखिम, घरेलू तथा विदेशी बाजार मुद्रा के स्थायी मिश्रण, विभिन्न प्रकार के लिखतों का निर्गमन (नियत दर बांड, अस्थायी दर बांड, मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांड, काल और पुट विकल्प सहित बांड आदि) किया जाना चाहिए और बाजार में चलनिधि को मजबूत करने के लिए पुनर्खरीद और स्विचिंग क्रियाओं के माध्यम से बकाया प्रतिभूतियों को सक्रिय रूप से मजबूत बनाया जा सके। अन्य प्रतिभूतियों के मूल्यन के लिए जोखिम रहित दर माने जाने वाले बेंचमार्क आय वक्र को विकसित किए जाने की आवश्यकता

है। विश्वसनीय आय वक्र का विकास करने के लिए उचित परिपक्वता वाले नियमित निर्गम कार्यक्रम को तैयार करने की आवश्यकता है।

49. कर्ज बाजार में सरकारी कर्ज प्रबंध के संबंध में संस्थागत व्यवस्थाओं की भूमिका महत्वपूर्ण होती है। इस संबंध में विभिन्न देशों के अनुभवों से पता चलता है कि इस संबंध में अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कोई सर्वोत्तम प्रथा विद्यमान नहीं है और किसी विशिष्ट मॉडल को अपनाया जाना किसी देश विशेष की परिस्थितियों पर निर्भर करेगा। कर्ज प्रबंध, संसाधन जुटाने की प्रक्रिया मात्र होने से कहीं बड़ी प्रक्रिया है, ऐसा विशेष रूप से विकासशील अथवा उभरते हुए देशों के लिए कहा जा सकता है। सरकारी बाजार में उधार के आकार और संरचना का वित्तीय बाजार पर काफी व्यापक असर होता है इसलिए सिर्फ किरायेती कर्ज प्रबंध पर ध्यान केंद्रित करने के संकीर्ण दायित्व से काम करने वाले स्वायत्त कर्ज प्रबंध कार्यालय, शायद इस जटिल कार्य को पूरा नहीं कर पाएंगे। बहुत से देशों में बाजार उधार के विशाल परिमाण के कारण मौद्रिक नीति और कर्ज प्रबंध के बीच हितों का टकराव हो सकता है, जैसा कि भारत में हो रहा है।

50. सुविकसित और प्रभावी कर्ज बाजार की पूर्व आवश्यकताएं इस प्रकार होंगी - प्रभावी विधिक और कर प्रणाली, संस्थागत ढांचा तथा स्वतंत्र और निष्पक्ष वित्तीय प्रणाली। इन प्रणालियों में प्रतिस्पर्धात्मक मध्यस्थों और पर्याप्त आधारभूत संरचना का होना भी जरूरी होगा। सरकार को उधार लेने में समर्थ करने के लिए विधिक ढांचा, जमाकर्ताओं के अधिकारों को प्रवर्तित करने के लिए कर्ज प्रबंध ढांचा, सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गमन और द्वितीयक बाजार व्यापार को निर्धारित करने के संबंध में नियमों का होना बांड बाजार के सुरक्षित और सुदृढ़ होने के लिए आवश्यक होगा। संस्थागत ढांचे के अंतर्गत

विभिन्न संस्थाओं यथा, विनियामक, प्राथमिक व्यापारी तथा बाजार का निर्माण करने वाले अन्य हिस्सों, केंद्रीय प्रतिपक्षकार आदि को तैयार किया जाना होगा। बांड बाजार के विकास में सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गमन और व्यापार की सुविधा प्रदान करने हेतु प्रभावी और सुरक्षित बाजार इन्फ्रास्ट्रक्चर की स्थापना, सरकारी प्रतिभूतियों का समाशोधन और निपटान तथा केंद्रीय कोषागार सहित कॉर्पोरेट बांडों का होना भी उतनी ही महत्वपूर्ण है।

51. विनियामक होने के नाते राज्य को प्रणालीगत स्थिरता का ध्यान रखना है और विनियमन और पर्यवेक्षण के माध्यम से बाजार के विकास को सहारा भी देना है। विनियमों के अंतर्गत बाजार की असफलताओं पर ध्यान केंद्रित करने तथा बाहरी कारकों और वित्तीय बाजारों के विकास में बाधा उत्पन्न करने वाली गड़बड़ियों से निपटने के लिए वित्तीय नवोन्मेष और प्रणालीगत स्थिरता में संतुलन स्थापित करने की आवश्यकता है। वित्तीय प्रणाली में उत्पन्न होने वाली किसी कमजोरी की पहचान करने और ऐसी कमजोरियों से निपटने के लिए मजबूत विनियामक/पर्यवेक्षकीय ढांचे का विकास करने में विनियामक की भूमिका महत्वपूर्ण हो जाती है।

52. मैं उम्मीद करता हूँ कि कर्ज बाजार, विशेष रूप से सरकारी बांड बाजार, के विकास में राज्य की भूमिका के संबंध में भारतीय अनुभव पर आधारित उक्त विवरणों से कतर जैसे उभरते देशों के लिए कुछ उपयोगी सीख मिली होगी। ऐसे प्रतिष्ठित श्रोताओं से हमारे अनुभवों को साझा करने का अवसर प्रदान करने के लिए मैं एक बार फिर से कतर केंद्रीय बैंक और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष को धन्यवाद देता हूँ। धन्यवाद।