

गतिशील कर्ज बाजारों की ओर- 7आई फ्रेमवर्क *

हारून आर. खान

क्वालालम्पुर के इस खूबसूरत और ऊर्जावान नगर में 'फिक्स्टड इन्कम मनी मार्केट डेरिवेटिव्स एसोसिएशन (एफ आइ एमएम डीए) तथा प्राइमरी डीलर्स एसोसिएशन ऑफ इंडिया (पीडीएआइ) की नौवीं' वार्षिक बैठक में आप सब के बीच यहाँ उपस्थित होकर मैं बड़े हर्ष का अनुभव कर रहा हूँ। हम दोनों महान राष्ट्रों, भारत और मलेशिया, के बीच संबंध प्राचीन काल से चले आ रहे हैं। ऐसा माना जाता है कि मलेशिया राष्ट्र का उद्भव, संस्कृत भाषा के 'मलयद्वीप' शब्द से हुआ, जिसका अर्थ है 'प्रायद्वीप'। इस भूमि ने प्राचीन-काल में भारत के बहुत से व्यापारियों को अपनी ओर आकर्षित किया और विनिमय मात्र व्यापारिक वस्तुओं तक सीमित नहीं था बल्कि गहरे सामाजिक-सांस्कृतिक संबंधों तथा रीति रिवाजों और खानों-पकवानों तथा फैला था। यह परम्परा आज भी जारी है। मुझे यह जानकर प्रसन्नता हुई कि इस बैठक ने, भारत तथा अन्य देशों के, विभिन्न प्रकार के व्यापारियों, तथा बाँड और व्युत्पन्न व्यापारियों को अपनी ओर आकर्षित किया है, ताकि वे इस उत्तेजक युग में, जो चुनौतियाँ सामने आ रही हैं उनके बारे में विचार-विमर्श कर सकें। अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में विकास की गति धीमी रहने तथा बेरोजगारी अधिक होने के बावजूद, वैश्विक बृहत् आर्थिक पर्यावरण से होने वाले जोखिम अभी भी सामने खड़े हैं। यूरो-क्षेत्र अभी भी दबाव में है - न तो किसी एक या अधिक परिफेरल देशों द्वारा की गई चूक और न ही चूक से बचने के लिए किए गए कड़े मितव्ययिता उपायों ने, अर्थव्यवस्था अथवा बाजारों के लिए कोई अच्छी खबर सुनाई। हालाँकि उभरती अर्थव्यवस्थाओं को इस प्रक्रिया में चोट कम पहुंची है, फिर भी अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजारों में निधीयन संबंधी रूकावटें, उनके लिए न केवल पूंजी की लागत और उपलब्धता, दोनों के लिए खतरा बन कर खड़ी हैं, बल्कि उनकी वृद्धि की संभावना पर भी असर डाल रही हैं।

* 27 जनवरी 2012 को क्वालालम्पुर, मलेशिया में 'एशियन मनी बाँड एण्ड डेरिवेटिव्स इन न्यू ग्लोबल ईकॉनोमी' विषय पर आयोजित 13 वीं एफआइएमएमडीए - पीडीएआइ, वार्षिक कॉन्फ्रेंस में भारतीय रिजर्व बैंक के उपगवर्नर श्री हारून आर खान द्वारा दिया गया 'प्रमुख विषय अभिभाषण वक्ता, श्री एन आर वीवीएम, के राजेन्द्रकुमार, श्री हिमांशु मोहान्ती, तथा श्री सुरजीत बोस द्वारा दिए गए योगदान के लिए आभार व्यक्त करते हैं।

2. इस चुनौती-काल में हमारी दृष्टि से परमावश्यक यह सुनिश्चित करना है कि, भारत और मलेशिया जैसी विस्तृत हो रही अर्थव्यवस्थाओं की फंडिंग की जरूरतों को पूरा किया जाता रहे ताकि हमारे जिस विकास इंजन पर, हमारे लाखों सुविधाहीन लोगों की नजरें टिकी हैं वह कहीं पटरी से न उतर जाए। इसी के साथ, संकट ने वित्तीय स्थिरता के बारे में, वैश्विक चिंता को भी मजबूत कर दिया है और यह सुनिश्चित करना भी उतना ही जरूरी हो गया है कि वित्तीय क्षेत्र की छुपी हुई त्रुटि रेखाएं, कमजोर विकास के साथ-साथ, लोगों के लिए और गहरे संकट को नहीं खड़ा करती हैं। यहां क्वालालम्पुर में बोलते हुए, कोई 1990 के दशक के अंतिम वर्षों के संकट को याद किए बिना नहीं रह सकता, जिसने "जादुई अर्थव्यवस्थाओं" की तेज वृद्धि पर अंकुश लगा दिया। इनमें से अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं की जीडीपी 1998 के दौरान काफी सिकुड़ गई और आगामी वर्षों में वृद्धि धीमी हुई। प्रभावित देशों ने, संकट का अपनी तरह से समाधान करने की कोशिश की परन्तु दो विशेषताएं सब में साझी रहीं-बड़ी मात्रा में विदेशी मुद्रा भंडार इकट्ठा होना तथा एक मजबूत स्थानीय मुद्रा बाँड बाजार का विकास। जापान को छोड़कर पूर्वी एशिया की अन्य अर्थव्यवस्थाओं का, स्थानीय मुद्रा बाँड बाजार का आकार, 20 प्रतिशत से भी अधिक की दर से बढ़ रहा है, जो कि विश्व बाँड बाजार की वृद्धि दर से भी दुगुना है और ऐसा "कार्पोरेट बाँड बाजार घटक" में भी साक्ष्यित है। एशिया की कार्पोरेट बाँड मार्केटों से जुड़े आँकड़ों से यह दिलचस्प बात देखने में आई है कि हाल के वित्तीय वैश्विक संकट की अवधि के दौरान 'बकायों' का मूल्य बढ़ा और बकाये दिसंबर 2007 के अंत के 929 मिलियन अमरीकी डॉलर से बढ़कर दिसंबर 2010 के अंत तक 1617 मिलियन अमरीकी डॉलर हो गए। यह वैश्विक बाजारों में वित्तीय उथल पुथल की अवधि के दौरान भी निवेश के प्रति निरन्तर आकर्षण को रेखांकित करता है। वस्तुतः वैश्विक वित्तीय संकट के पश्चात एशियन बाँड बाजार, सरकारी बाँड-चालित-बाजार-वृद्धि' की बजाय, 'कार्पोरेट-बाँड-चालित-बाजार-वृद्धि' की ओर बढ़ रहा है।

भारतीय बाँड तथा व्युत्पन्न (डेरिवेटिव्स) बाजार

3. गत दो दशकों में, जबसे कि हमने वित्तीय क्षेत्र के सुधार शुरू किये, भारतीय बाँड बाजार ने काफी दूरी तय कर ली है: भारत सरकार तथा राज्य सरकारों के वार्षिक सकल बाजार उधार, 1991-92 के ₹122.83 बिलियन से बढ़कर 2010-11 में ₹5,833.92 बिलियन हो गए। भारत सरकार की प्रतिभूतियों की बकाया राशि 1991-92 की ₹780.23 बिलियन से बढ़कर 2011-12 में ₹21,569.14 बिलियन हो गई। सहभागिता की दृष्टि से सरकारी प्रतिभूति बाजार (जी-सेक) काफी व्यापक हो गया है और इसका 'प्रभुसत्ता आय कर्व' अब 30 वर्षों के पटल में फैली है। इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लैटफॉर्म - "वार्तातय डीलिंग प्रणाली - ऑर्डर मैचिंग" (एनडीएस - ओएम), जिसमें कुल ट्रेडिंग की 90 प्रतिशत ट्रेडिंग होती है, उस पर सेकंडरी मार्केट की मासिक मात्रा, अगस्त 2005 की ₹314.30 बिलियन से बढ़कर मार्च 2011 में ₹1,480.86 बिलियन हो गई। 'ऑन-द-रन प्रतिभूतियों' का 'बिड-आस्क' फैलाव 1-2 आधार बिंदुओं (बीपीएस), तक नीचे है, और ₹500 मिलियन के व्यापार-आकार के लिए, ऑन-द-रन प्रतिभूतियों की 'प्रभाव-लागत' लगभग 3 बीपीएस है। कॉर्पोरेट बांडों के मामले में, ट्रेडिंग वाल्यूम्स 2008-09 के ₹1,458.28 बिलियन से बढ़कर 2010-11 में ₹5,986.04 बिलियन हो गए हैं। उन्नत पश्चिमी देशों को छोड़ भी दें, तो हमें सुदूर पूर्व के अपने पड़ोसियों तक पहुंचने के लिए भी अभी काफी रास्ता तय करना है।

7आई प्रेमवर्क

4. इस पृष्ठभूमि में मैं, केन्द्रीय बैंकों और वित्तीय क्षेत्र के विनियामक के परिप्रेक्ष्य में, जिसे देश के कर्ज बाजारों के विकास को सुगम बनाने का अधिदेश मिला है, भारत के कर्ज और व्युत्पन्न बाजार के विकास पर चर्चा करूंगा। इस चर्चा में मैं, अब तक किए गए कुछ महत्वपूर्ण प्रयासों को शामिल करूंगा और भावी विकास की रूपरेखा खींचूंगा। यह मेरी चर्चा, मैं 7आई "प्रेमवर्क में रखूंगा; ये 7आई हैं - इन्वेस्टर्स (निवेशक), इश्यूअर्ज (जारीकर्ता), इन्स्ट्रुमेन्ट्स (लिखत), इन्फ्रास्ट्रक्चर (बुनियादी ढांचा), इन्टरमीडियरीज (मध्यवर्ती संस्थाएं व्यक्ति), इन्सेन्टिव्स (प्रोत्साहन) तथा इनोवेशन (नवोन्मेष) - जिनमें से प्रत्येक किसी सुपरिभाषित तथा गतिशील वित्तीय बाजार का आवश्यक और महत्वपूर्ण घटक है।

निवेशक

5. बाँड बाजार के विकास की कोई भी चर्चा, निवेशक से ही प्रारंभ होती है उच्च बचत दर बड़ी संख्या में घरेलू सांस्थानिक निवेशक तथा विदेशी निवेशकों की सक्रिय रुचि, ये सभी मिलकर एक ऐसे विविध रूपी समूह का निर्माण करते हैं - जो एक सक्षम बाँड बाजार के लिए आवश्यक है। भारत में सरकारी प्रतिभूतियों (जी-सेक) के लिए पारंपरिक निवेशक आधार, बैंक, भविष्य निधियां, तथा बीमा कंपनियाँ होती थीं। सहकारी बैंकों, ग्रामीण क्षेत्रीय बैंकों, पेंशन निधियों, म्युच्युअल फंडों तथा गैर-बैंकिंग वित्त कंपनियों के प्रवेश से, सांस्थानिक निवेशक आधार, काफी विविध हुआ है। जी-सेक बाजार की प्रमुखतः, सांस्थानिक प्रकृति होते हुए भी, रिजर्व बैंक ने 'खुदरा-सहभागिता' को प्रोत्साहित करने पर भी ध्यान दिया है और इस दृष्टि से कुछ नीतिगत उपाय किए हैं। इन उपायों में से कुछ उपाय ये हैं - छोटे और मध्यम आकार के निवेशकों को "नॉन-कंपीटिटिव - बिडिंग-योजना" के जरिये 'जी-सेक' की प्राइमरी नीलामी में भाग लेने के लिए समर्थ बनाना, सुप्रबंधित और वित्तीय रूप से मजबूत शहरी सहकारी बैंकों को एनडीएस - ओएम के सदस्य बनने की अनुमति प्रदान, करके मध्यम घटक के निवेशकों की, बाजार तक पहुंच में सुधार लाना, तथा प्राइमरी डीलरों के लिए प्राधिकरण दिशानिर्देशों में संशोधन कर उन्हें न्यूनतम खुदरा लक्ष्य प्राप्त करने के लिए अधिदेशित करना। खुदरा/मध्यम सेगमेंट के निवेशकों द्वारा निवेश करने की प्रक्रिया को आसान बनाने के लिए, रिजर्व बैंक ने एक वेब-समर्थित प्लैटफॉर्म की आयोजना की है जो उनकी निधियों और प्रतिभूति खातों को, बिना किसी दरार के एकीकृत करेगा। कई प्रमुख बैंकों ने खुदरा निवेशकों के लिए 'ऑन-लाइन-ट्रेडिंग-पोर्टल' जैसे कुछ नए उपाय भी शुरू किए हैं।

6. जी-सेक बाजार की निवेशक-प्रोफाइल की एक खास बात है - इसमें घरेलू निवेशकों का प्रभुत्व तथा विदेशी भागीदारी का सीमित होना, मगर यह नीतिगत ढांचे का एक पहलू है न कि विदेशी निवेशकों की रुचि का अभाव। विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) के लिए निवेश सीमाएं चरणबद्ध रूप से बढ़ा दी गई हैं, जो जी-सेक के लिए 15 बिलियन अमरीकी डॉलर तथा कॉर्पोरेट बांडों के लिए 45 बिलियन अमरीकी डॉलर है (इसमें इन्फ्रास्ट्रक्चर बांडों/यूनिटों के लिए 25 बिलियन अमरीकी डॉलर भी शामिल हैं)। कुछ प्रेक्षकों का तर्क है कि विदेशी निवेशकों द्वारा महत्वपूर्ण निवेश के अभाव में, बाजार न केवल बड़ी बचतों से वंचित रह जाते हैं बल्कि उन सक्रिय

वैश्विक व्यापारिक कार्यनीतियों से भी वंचित रह जाते हैं जो कि 'अति-जरूरी' ट्रेडिंग लिक्विडिटी में योगदान दे सकती हैं। इसका एक 'प्रति-तर्क' यह भी है कि विदेशी निवेशकों की दीर्घावधि दृष्टिकोण रखने और इसके लिए कार्यरत रहने की इच्छा वैश्विक आर्थिक कारकों के लिए अत्यधिक संवेदनशील हो सकती है और विदेशी निवेशकों की "हॉट-मनी" कार्यनीति से उपजने वाले "संभावित-अकस्मात-उलटाव" प्रणालीगत स्थिरता पर भी संभवतः असर डाल सकते हैं। यहां मैं यह भी कहना चाहूंगा कि 'पूंजी खाता परिवर्तनीयता' के प्रति अंशांकित नजरिये से संबंधित हमारे नीतिगत दृष्टिकोण, तथा पूंजी प्रवाहों के बड़े पैमाने पर उलटाव से, ब्याज-दरें और विदेशी मुद्रा-दर संबंधी उतार चढ़ावों की संभावना को देखते हुए, घरेलू बांड बाजारों में, विदेशी निवेशकों की सहभागिता के मुद्दे की जांच करने की भी जरूरत है।

7. सरकारी बांड बाजार में एक प्रत्यावर्ती थीम है - लिक्विडिटी का अभाव, जो कम व्यापार मात्राओं से देखा जा सकता है। दैनिक ट्रेडिंग वॉल्यूम, बकाया स्टॉक के एक प्रतिशत से भी कम है। बैंकों और बीमा कंपनियों के पास, बकाया स्टॉक की लगभग 70 प्रतिशत धारिता है। बीमा कंपनियों और पेन्शन निधियों की निवेश कार्यनीति, आम तौर पर, आस्ति देयता प्रबन्धन (एएलएम) बीमांकक विमर्शों द्वारा निदेशित होती है। चूंकि भारत में बैंकों को, सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) प्रेमवर्क के अंतर्गत, सरकारी प्रतिभूतियों के रूप में अपनी देयताओं की 24 प्रतिशत राशि धारित करने की अनुमति होती है, अतः, ब्याज दरों के उतार-चढ़ावों से उत्पन्न होने वाली ऊँच नीच से, अपने तुलन पत्रों की सुरक्षा की दृष्टि से, उन्हें इस होल्डिंग्स (धारिता) को 'परिपक्वता तक धारित (एचटीएम) के रूप में वर्गीकृत करने की अनुमति होती है। चूंकि बकाया स्टॉक का बड़ा हिस्सा एचटीएम पोर्टफोलियो में रहता है और बाजार से बाहर रहता है, अतः, व्यापार की मात्रा कम होना स्वाभाविक है। तथापि एचटीएम भी एक भ्रामक शब्द ही है क्योंकि प्रतिभूतियाँ, जब तक कि वे परिपक्व नहीं हो जातीं, आम तौर पर कभी धारित ही नहीं की जाती, बल्कि सही अवसर पर बेच दी जाती हैं। इस प्रकार की निवेश कार्यनीति, खासकर, प्रतिभूति की लिक्विडिटी पर असर डालती है और आम तौर पर बाजार को प्रभावित करती है। जहां अंतरराष्ट्रीय वित्तीय रिपोर्टिंग मानकों (आइएफआरएस) के अधीन लेखाकरण-मानकों में अपरिहार्य बदलाव, बैंकों की कार्यनीतियों में रूपान्तरण को मजबूर कर सकती है, वहीं एचटीएम वर्ग डिस्पेन्शेसन में, चरणबद्ध रूप से ही सही, कटौती के मुद्दे पर भी चर्चा की जरूरत है।

8. कारपोरेट कर्ज बाजार में, निवेशक आधार, अधिकतर बैंकों, बीमा कंपनियों, भविष्य निधियों, प्राइमरी डीलरों तथा पेन्शन निधियों तक ही सीमित रहता है। तथापि, हाल ही में, खुदरा निवेशक भी, कारपोरेट बांडों में रुचि लेते दिखाई पड़ रहे हैं, खास तौर पर इन्फ्रास्ट्रक्चर कंपनियों द्वारा जारी ऐसे बांडों में जिन पर टैक्स छूट मिलती है जहां निवेशक शीर्ष श्रेणी की कंपनियों द्वारा जारी बांडों में निवेश करने से नहीं झिझकते वहीं कम दर्जे वाली "लिखतों" (इन्स्ट्रूमेन्ट्स) में निवेश करने से वे झिझकते हैं। यह एक विसंगति है क्योंकि कम दर्जे वाली कंपनियों की भी, बैंक वित्तपोषण तक पहुंच होती है। बैंकों द्वारा क्रेडिट बढ़ाने से, शायद ये लिखत, निवेशकों के लिए आकर्षण का केन्द्र हो सकते हैं। परन्तु दूसरी ओर क्रेडिट बढ़ाने से अनिवार्यतः बैंकों को ऋण जोखिम अंतरित हो जाएगा और इससे न केवल 'प्राइस डिस्कवरी प्रक्रिया' की स्टन्टिंग से कारपोरेट बांड बाजार का विकास अवरोधित होगा बल्कि बैंकिंग प्रणाली का जोखिम भी बढ़ेगा। अतः ध्यानाकर्षण केन्द्र, बैंकिंग प्रणाली को जोखिम रहित करने तथा साथ ही ऐसी संस्थाओं को बनाने, प्रोत्साहित करने, पर होना चाहिए जो क्रेडिट बढ़ाती हैं।

9. ब्याज दर व्युत्पन्न बाजार में निवेशक की रुचि, कैश मार्केट में उनके एक्सपोजर द्वारा शासित होती है। जहां निवेशक का, 'नकद बाजार-एक्सपोजर' काफी अधिक है और काफी समय से बढ़ भी रहा है, वहीं एचटीएम वर्गीकरण के जरिए 'लेखाकरण-हेज' धारको को बाजार जोखिम के विरुद्ध सुरक्षित रखता है। इसीलिए हम आड़ी तिरछी और सीमित सहभागिता देख रहे हैं जिससे बाजार उथले रहते हैं। हालांकि 'ब्याज दर अदला बदली' (आइआरएस) 1999 में शुरू की गई थी मगर एक मात्र ऐसा उत्पाद जिसकी बाजार-मात्रा काफी बढ़ी है वह है 'ओवरनाइट इन्डेक्स स्वैप' जो कि ओवरनाइट मनी मार्केट सूचकांक पर आधारित है। यहां भी सहभागिता काफी अधिक व्यापक नहीं है। विदेशी बैंक (जिनके पास बैंकिंग क्षेत्र की परिसम्पत्तियों का मात्र 7 प्रतिशत है) आइआरएसबाजार के सबसे प्रमुख खिलाड़ी हैं, जिसके बाद प्राइवेट क्षेत्र के बैंकों का नंबर है जबकि सरकारी क्षेत्र के बैंक, जिनके पास कि बैंकिंग क्षेत्र की परिसम्पत्तियों का 74 प्रतिशत है, उनकी सहभागिता एकदम न्यून है। व्यापार की बड़ी मात्रा और बकाया ठेकों की बड़ी वैल्य के बावजूद, इस सीमित सहभागिता से मूल्यन संबंधी विसंगतियाँ होती हैं और इससे उत्पाद की आर्थिक उपयोगिता पर प्रश्नचिन्ह भी लगता है।

जारीकर्ता

10. प्रभुसत्ता प्रतिभूतियाँ प्रायः सभी जगह 'निश्चित आय बाजारों' में प्रमुखता रखती हैं। भारत में भी केन्द्रीय और राज्य सरकारें प्रमुख जारीकर्ता बने हुए हैं। इसके लिए दो टिप्पणियाँ दी जा सकती हैं, पहली, पारंपरिक रूप से केन्द्र और राज्य सरकारों की विपणन योग्य प्रतिभूतियाँ, उनकी संबन्धित देयताओं का केवल एक हिस्सा होती थीं अतः बकाया स्टॉक के रूप में मापित सरकारी बांड बाजार का आकार 'कर्ज-से-जीडीपी-अनुमान' की तुलना में अपेक्षाकृत छोटा था। दूसरे यदि 'खुले-बाजार-परिचालनों' (ओएमओ) के अन्तर्गत रिजर्व बैंक द्वारा तथा अन्य "खरीदो और धारित करो संस्थाओं" द्वारा धारित प्रतिभूतियों को इसमें शामिल न किया जाए तो बाजार का आकार और भी छोटा हो जाता है।

11. हाल के वर्षों में बाजार से लिए जाने वाले उधार, वित्तीय बजटीय घाटे का सबसे बड़ा स्रोत बनकर उभरे हैं। 'नीलामी-आधारित-जारीकरण-प्रक्रिया' पारदर्शी है तथा नीलामी-कैलेन्डर्स काफी पहले प्रकाशित कर दिए जाते हैं जिससे बाजार सहभागियों को अपने निवेश की योजनाएं बनाने का समय मिल जाता है। बड़े उधारों से, प्रतिभूतियों की अधिक आपूर्ति ने बैचमार्क प्रतिभूतियों के निर्माण को समर्थ बनाया है जिसमें काफी बकाया स्टॉक और "आयवक्र" में काफी 'इश्यूएन्स' शामिल होता है। संपूर्ण 'जोखिम-मुक्त-आय-वक्र' में, जारीकरण से, अन्य बांडों/वित्तीय परिसम्पत्तियों के मूल्यांकन हेतु बैचमार्क प्रदान होते हैं।

12. 2010-11 में आर्थिक बहाली और "बजटीय समेकन पथ" के फिर से स्थापित होने के बावजूद सरकार के बाजार-उधार' भारत में ऊँचे स्तरों पर ही रहे हैं। 2011-12 के भारत के केन्द्रीय बजट में, सकल बजटीय घाटा (जीएफडी) ₹4128.17 बिलियन तथा बजटित बाजार उधार ₹4170.00 बिलियन के अनुमानित किये गये थे तथापि मुख्यतः बढ़ते व्यय और अर्थव्यवस्था की गति धीमी पड़ने के कारण, अन्य वित्तीय मदों में कमी की वजह से, चालू वर्ष हेतु दिनांकित प्रतिभूतियों के माध्यम से बाजार-उधारों में लगभग ₹930.00 बिलियन की वृद्धि हुई। स्फीतिकारी दबावों के अलावा, इतने भारी कर्ज और बढ़ते वार्षिक उधारों से ऋणों और बांडों के माध्यम से निजी क्षेत्र को संसाधनों के प्रवाह में वृद्धि कम हो गई है। इससे भी अधिक बजटीय लोचनीयता के अभाव ने, सीमित संख्या में बैचमार्कों के निर्माण तथा गैर चल निधि प्रतिभूतियों के सक्रिय समेकन को सुगम

नहीं बनाया। इस विभाजित जी-सेक मार्केट ने, न तो जारीकर्ता, न ही निवेशकों को कोई लाभ प्रदान किया है।

13. भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा किए गए सरकारी प्रतिभूतियों के अक्रियाशील समेकन के बावजूद, बाजार विभाजित ही बना हुआ है जिसमें बहुत से स्टॉक्स अपेक्षाकृत छोटे आकार के हैं। बकाया स्टॉक्स में से लगभग आधे स्टॉक्स की मात्रा ₹200 बिलियन से भी कम है। सक्रिय समेकन करने के लाभ हैं, जिनमें मात्रा बढ़ाने तथा लिक्विडिटी सुधारने पर ध्यान केन्द्रित करना अपेक्षित है। निकट भविष्य में कुछ सीमा तक जी-सेक को समेकन प्राप्त करने के लिए रिजर्व बैंक, सरकार के साथ परामर्श कर रहा है। सरकारी प्रतिभूतियों तथा ब्याज दर व्युत्पन्नों में लिक्विडिटी में सुधार लाने के रास्ते खोजने तथा साथ ही प्रतिभूतियों के सक्रिय समेकन के लिए उपाय सुझाने हेतु भारतीय रिजर्व बैंक ने हाल ही में एक कार्य-दल का गठन किया है (अध्यक्ष : श्री आर. गांधी, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक)।

14. विकसित बाजारों के कई कार्पोरेट्स - खासकर अमरीका, तथा अब अन्य क्षेत्राधिकारों में भी बढ़ते हुए - में, अपनी बाह्य वित्तीय जरूरतों को पूरा करने के लिए, बैंक ऋणों की बजाय बांड बाजार का प्रयोग करने की अधिमानता दिख रही है। तथापि, भारत में, कंपनियाँ, निधियों के लिए बैंकिंग प्रणाली पर ही निर्भर रहना पसंद कर रही हैं, जिसके कई कारण हैं, जैसे, बैंक वित्त लेने में आसानी, ऋण जोखिम कम करने संबंधी तंत्रों का अभाव, मजबूत दिवाला फ्रेम वर्क का अभाव तथा बीमा कंपनियों जैसे दीर्घावधि निवेशकों द्वारा इसमें सक्रिय रुचि न दिखाना।

15. कार्पोरेट बांडों की "जारीकर्ता-प्रोफाइल" की जांच से पता चलता है कि ये जारीकरण अधिकांशतः बैंकों तथा सरकारी क्षेत्र की कंपनियों के प्रभुत्व में हैं। निजी क्षेत्र गैर-वित्तीय कार्पोरेट-जारीकर्ताओं का हिस्सा बहुत कम है। जैसा कि पहले उल्लेख किया जा चुका है, ट्रिपल 'ए' रेटिंग वाले जारीकर्ता : बाजार से आसानी से निधियाँ जुटा लेते हैं न कि कम-रेटिंग वाले कार्पोरेट कर्ज बाजार के प्राइमरी सेगमेंट में अधिकांशतः प्राइवेट प्लेसमेन्ट्स का ही प्रभुत्व है जो कि भारत में कुल जारी कार्पोरेट कर्ज (2010-11) का 98 प्रतिशत से अधिक बनता है। कार्पोरेट्स पब्लिक इश्यूएन्स की बजाय प्राइवेट प्लेसमेन्ट्स के जरिए निधियाँ जुटाना ज्यादा पसंद करते हैं क्योंकि प्राइवेट प्लेसमेन्ट्स के अंतर्गत प्लेसमेन्ट्स में, परिचालनात्मक आसानी होती है और प्रकटीकरण न्यूनतम होते हैं, इश्यूएन्स की लागत कम आती है, और निधियाँ तेजी से जुटाई जा सकती हैं। जारीकरण प्रक्रिया पर

लागतों - जैसे स्टाम्प ड्यूटी, अंतरण-लागतों आदि का भी प्रभाव पड़ता है जिनकी कि तार्कीकरण की जरूरत है। प्राइवेट प्लेसमेन्ट को पसंद किया जाना निवेशकों की प्रोफाइल द्वारा भी निर्देशित होता है जो अधिकतर सांस्थानिक हैं और उनका आधार भी संकरा है।

लिखत (इन्स्ट्रुमेंट्स)

16. जिस बाजार को विविध फंडिंग और अपने सहभागियों की हेजिंग संबंधी जरूरतों को पूरा करना पड़ता हो, उसके पास विभिन्न प्रकार के लिखत और उत्पाद होने चाहिए जो कि पोर्टफोलियो में विविधीकरण के लाभ भी प्रस्तुत कर सकें। नई लिखतों के विकास की प्रक्रिया में रिजर्व बैंक का प्रयास, बाजारों के कैलिब्रेटिड और सुव्यवस्थित विकास को सुनिश्चित करने पर रहता है जिसमें विवेकाधीन जोखिम प्रबंधन और वित्तीय स्थिरता को प्रोत्साहित करने पर बल दिया जाता है।

17. बाजार सहभागियों के साथ व्यापक परामर्श करके विश्व में सर्वाधिक लोकप्रिय और लिक्विड लिखतों की तुलनीय विशेषताओं वाले उत्पादों के समक्ष हाल के वर्षों में, शून्य कूपन बॉण्ड्स, पूंजी सूचकांकित बॉण्ड्स, परिवर्तनीय दरों वाले बॉण्ड, स्ट्रिप्स पंजीकृत ब्याज और मूलधन प्रतिभूतियों की अलग से ट्रेडिंग तथा कॉल और पुट विकल्पों वाले बॉण्ड्स जैसे कई इन्स्ट्रुमेंट्स प्रारंभ किये गए हैं। अल्पावधि लिखतों के मामले में नकद प्रबंधन बिल (सीएमबी) इन्स्ट्रुमेंट्स की एक नई श्रेणी के रूप में उभरे हैं जो प्रभुसत्ता पेपर में सुरक्षित, अल्पावधि निवेश का अवसर प्रदान करते हैं। सीएमबी जारी करने के आकार तथा फ्रीक्वेंसी में वृद्धि होने की संभावना है क्योंकि सरकार के नकद अंतर्प्रवाह और बहिर्प्रवाह में अनिश्चितता है और इसके आय-व्यय में तेज वृद्धि हो रही है सीएमबी जारी करते समय बहुत ही छोटा सा नोटिस दिया जाना खजाना बिलों के लिए अधिक मांग, जिनके कि टेनरज स्ट्रक्चर्ड हैं आदि मुद्दे, सीएमबी की बहुत बड़ी मांग के आड़े आ सकते हैं। एक नए दीर्घावधि लिखत को आरंभ करने की भी योजना है - स्फीति सूचकांकित बॉण्ड (आइआइबी) जिसमें पूंजी और ब्याज दोनों को, स्फीति से सुरक्षा मिलेगी। ऐसी आशा है कि संस्थागत निवेशक, जैसे-पेन्शन फंड्स और बीमा कंपनियाँ आदि भी, आइआइबी में निवेश करने में रुचि प्रदर्शित करेंगी। यह आशा इस तथ्य पर आधारित है कि आइआइबी, निवेशकों को, दीर्घावधि एसेट्स देते हैं जिसमें एक निश्चित दीर्घावधि वास्तविक आय होती है और स्फीति से उनकी सुरक्षा होती है क्योंकि उनकी वास्तविक आय

वास्तविक स्फीति से सूचकांकित होती है। इसके अतिरिक्त आइआइबी के लिए गैर-स्पर्धात्मक हिस्से को भी बढ़ाने पर विचार किया जा रहा है ताकि इन लिखतों में खुदरा निवेशक महत्वपूर्ण रूप से सहभागिता कर सकें।

18. तथापि, "प्लेन वनीला निश्चित कूपन बॉण्ड्स" जारी कूपनों में से सबसे अधिक हैं। सीबीएलओ (कोलेटरल बोरोइंग एण्ड लैंडिंग ऑब्लीगेशन) जैसे एक नवोन्मेषी उत्पाद को छोड़कर, बाजार ने, विविधीकृत संरचनाओं वाले इन्स्ट्रुमेंट्स के लिए कोई भूख नहीं दिखाई है। ब्याज दर फ्यूचर्स (आइआरएफ) (10 वर्षीय बॉण्ड तथा 91 दिवसीय ट्रेजरी बिल), रेपो इन कॉर्पोरेट बॉण्ड्स तथा फ्लोटिंग रेट बॉण्ड की नई इश्यूएन्स, जैसे उत्पादों के संबंध में भी इसी तरह का पैटर्न देखा गया है। रुचि कम होने का एक प्रकट कारण है - अंडरलाइंग बॉण्ड मार्केट में चल-निधि का न होना। द्वन्द्व यह है कि सहभागी तब तक ट्रेड नहीं करना चाहते जब तक कि लिक्विडिटी में सुधार न आ जाए और लिक्विडिटी तब तक नहीं सुधरेगी, जब तक कि सहभागी ट्रेडिंग नहीं करते और इस प्रकार यह अण्डे और मुर्गी वाली कहावत चरितार्थ हो गई है। अधोरेखा है कि सहभागियों को "आय-वक्र" तथा 'उत्पादों' में ट्रेडिंग में और अधिक सक्रिय होना चाहिए और इसके लिए उन्हें तत्काल और गंभीर आत्म मंथन की जरूरत है।

19. हाल ही में, दो और पाँच वर्षों के "ब्याज-दर-फ्यूचर्स" पर दिशा निर्देश जारी किए गए हैं। इन फ्यूचर्स का कैश निपटान किया जाएगा और निपटान मूल्य, एफआइएमएमडीए (फिम्डा) द्वारा प्रबंधित पोलिंग प्रक्रिया के जरिए आगणित किया जाएगा। चूंकि बाजार-सहभागियों के साथ परामर्श करके "उत्पाद-डिजाइन" को अंतिम रूप दिया जा चुका है तथा अंडरलाइंग कैश बाजार में लिक्विडिटी न होने का मुद्दा सुलझ लिया गया है अतः आशा है कि उत्पाद, सक्रिय ब्याज को आकर्षित करेगा। एक अन्य महत्वपूर्ण कदम यह भी उठाया गया है कि छोटी अवधि की बिक्री का पीरियड 1 फरवरी 2012 से तीन माह कर दिया गया है। इससे सहभागियों को, ब्याज दरों पर अपने मंतव्य, और प्रभावी रूप से प्रकट करने में, समर्थता मिलेगी तथा इससे सावधि रेपो बाजार को बल मिलेगा। इसी प्रकार, कॉर्पोरेट बॉण्ड्स के साथ जुड़े ऋण-जोखिम की हेजिंग को सुगम बनाने के लिए, कॉर्पोरेट बांडों पर, "क्रेडिट-डिफाल्ट-स्वैप" (सीडीएस) शुरू किया गया है। सीडीएस के माध्यम से कॉर्पोरेट बांडों के लिए क्रेडिट बढ़ाने की शुरुआत से भी निवेशकों की, कॉर्पोरेट बांडों में रुचि बढ़ने की आशा है।

20. अंतरराष्ट्रीय बाजारों में ऐसी घटनाएं घटी हैं जिन्होंने वित्तीय उत्पादों के प्रयोग में, जोखिम प्रबन्धन की महत्ता को रेखांकित किया है। इन्हीं घटनाओं से सीखकर, रिजर्व बैंक का, विनियमन तथा जोखिम प्रबन्धन के प्रति दृष्टिकोण, वित्तीय बाजारों और उत्पादों का, सुव्यवस्थित विकास सुनिश्चित करने की ओर उन्मुख हो गया है। कुशल बुनियादी ढांचे की स्थापना, प्रणालीगत स्थिरता से संबंधित मुद्दों को सुलझकर, तथा बाजार विकास को सहायता देकर, यह लक्ष्य प्राप्त किया जाता है। इसके लिए प्रेरणा यह रहती है कि प्रणालीगत स्थिरता तथा वित्तीय बाजार विकास के बीच संतुलन लाया जाए।

बुनियादी ढांचा

21. बाजार का बुनियादी ढांचा एक व्यापक पारिभाषिक शब्द है, जिसमें, किये जाने वाले और कुशल तथा सुरक्षित तरीके से निपटाए जाने वाले, लेनदेनों के लिए, सब प्रकार की व्यवस्थाएं शामिल हैं। बुनियादी ढांचा, बाजारों के विकास में महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है और कुशल, सक्षम, पारदर्शी तथा मजबूत बुनियादी ढांचे के अभाव में एक ओर तो बाजार के सहभागी इससे दूर भागने लगते हैं तथा दूसरी ओर इससे बाजार में भी संकट खड़ा हो सकता है। बाजार में गति विधि बढ़ाने तथा साथ में एक सहायक सांस्थानिक ढांचा निर्मित करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक, एक सक्षम और कुशल बाजारगत बुनियादी ढांचे के निर्माण की कार्यनीति का अनुसरण कर रहा है। भारतीय बाँड बाजार में विद्युतीय बोलीकरण तथा तेज प्रोसेसिंग वाली अत्याधुनिक जारीकरण प्रक्रिया, एक सक्षम तथा पूर्णतः डीमैट्रियलाइज्ड डिपोजिटरी प्रणाली, डिलीवरी-बनाम-भुगतान प्रकार का निपटारा, रीयल टाइम सकल निपटान (आरटीजीएस), विद्युतीय ट्रेडिंग प्लैटफॉर्म, (नेगोशिएटिड डीलिंग प्रणालियाँ तथा नेगोशिएटिड डीलिंग प्रणालियाँ - ऑर्डर मैचिंग) तथा गारंटीकृत निपटान के लिए क्लीअरिंग कॉर्पोरेशन ऑफ इंडिया (सीसीआईएल) में एक अलग सेंट्रल काउंटर पार्टी (सीसीपी) - ये कुछ ऐसे कदम हैं, जो रिजर्व बैंक ने इस उद्देश्य के लिए इन वर्षों में उठाए। वस्तुतः इन प्रयासों के लिए आभार व्यक्त किया जाना चाहिए जिनसे कि भारत गर्व से कह सकता है कि वह उन उभरते देशों में से एक है जिनके पास सरकारी प्रतिभूति बाजार के लिए एक अत्याधुनिक वित्तीय बाजार ढांचा है। सीसीपी के लिए एक मजबूत जोखिम प्रबंधन स्ट्रैक्चर बनाना ताकि वह इसके बढ़ते हुए "कन्सेन्ट्रेशन जोखिम" को कम कर सके और अपनी आपात चलनिधि जरूरतों को पूरा करने के लिए एक निश्चित चलनिधि सहायता फ्रेमवर्क बनाना - ये कुछ ऐसी चुनौतियाँ हैं जिनका रिजर्व बैंक को सामना करना पड़ता है हम इस की मॉनिटरिंग

कर रहे हैं कि इन क्षेत्रों में अंतरराष्ट्रीय सहमति बनने की क्या स्थिति चल रही है।

22. कारपोरेट बाँडों के लिए, बाजार के बुनियादी ढांचे को मजबूत बनाने के लिए रिजर्व बैंक ने, सेबी के परामर्श से, एक्सचेन्जों के समाशोधन गृहों को अनुमति दे दी है कि वे रिजर्व बैंक के पास एक ट्रांजिटरी पूलिंग खाता सुविधा रख सकते हैं। इससे उन्हें 'डीबीपी - आइ आधार पर' ओटीसी कार्पोरेट बाँड लेन-देनों के निपटान की सुविधा मिलेगी। इस बुनियादी ढांचे को मार्केट संस्थाओं का भी सहारा प्रदान किया गया है और फिमडा (एफआईएमएमडीए) ने कार्पोरेट बाँडों, कमर्शियल पेपर्स/सर्टिफिकेट्स ऑफ डिपॉजिट के लिए रिपोर्टिंग प्लैटफॉर्म स्थापित और परिचालित किए हैं। विनियामक और बाजार के भागीदारों के बीच, इस तालमेल ने, बाजार में, बढ़ी हुई पारदर्शिता और गतिशीलता की नींव रख दी है।

23. 2008 के वित्तीय संकट ने, ओटीसी व्युत्पन्न बाजार की कई खामियों को उजागर किया। पारदर्शिता में सुधार लाने, प्रणालीगत जोखिमों को कम करने और बाजार द्वारा दुरुपयोग के विरुद्ध सुरक्षा की जरूरत सामने आई। सितंबर 2009 में, जी-20 के नेताओं ने अधिदेश दिया कि सभी ओवर-द-काउंटर-व्युत्पन्न-कान्ट्रेक्ट्स की रिपोर्टिंग ट्रेड रिपोजिटरीज को की जाए; सभी मानकीकृत ओटीसी व्युत्पन्न टेकों को जहां उपयुक्त हो, एक्सचेन्जों अथवा इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लैटफॉर्म पर ट्रेड किया जाए; तथा सभी मानकीकृत ओटीसी व्युत्पन्नों के कान्ट्रेक्ट्स को सीसीपी के माध्यम से क्लीअर किया जाय। इस संबंध में भारत में, ओटीसी व्युत्पन्न ट्रेड्स को, अधिक पारदर्शी बनाने के लिए, इन्फ्रास्ट्रक्चर पर काफी कार्य किया गया है। 2007 में ही, रिजर्व बैंक ने अधिदेशित कर दिया था कि सभी अंतर्संस्थानिक ओटीसी ब्याज दर व्युत्पन्न, सीसीआईएल द्वारा, इस प्रयोजन के लिए विकसित किए गए प्लैटफॉर्म पर रिपोर्ट किए जाएं। सीडीसी की शुरुआत के साथ ही एक रिपोर्टिंग व्यवस्था भी साथ ही शुरू की गई। एक कार्य दल की सिफारिशों के आधार पर सभी ब्याज-दर और विदेशी मुद्रा-व्युत्पन्नों के लिए, एक सर्वव्यापी और सक्षम 'एकल बिंदु रिपोर्टिंग व्यवस्था' कार्यान्वयन के अधीन है।

मध्यवर्ती संस्थाएं

24. लेनदेनों को सुगम बनाकर, मूल्यवर्द्धित सेवाएं प्रदान करके तथा प्रक्रियाओं की सक्षमता बढ़ाकर मध्यवर्ती संस्थाएं, बाजार के विकास में महत्वपूर्ण भूमिका निभाती हैं। भारतीय बाँड बाजार के संबंध में मैं चार प्रमुख मध्यवर्ती संस्थाओं की भूमिका पर प्रकाश

डालना चाहूंगा-पीडी प्रणाली, फिमडा/पीडीएआइ जैसी औद्योगिक संस्थाएं, गिल्ट म्युचुअल फंड्स तथा इन्फ्रास्ट्रक्चर डिवलपमेन्ट फंड्स जो अभी शैशवावस्था में हैं।

25. प्राथमिक व्यापारी (पीडी) की प्रणाली, सरकार के 'बाजार-उधार-कार्यक्रमों' को मदद देने, तथा सेकेंडरी बाजारों में लिक्विडिटी प्रदान करने के लिए स्थापित की गई थी। बाद में रिजर्व बैंक के, प्राइमरी मार्केट से बाहर आने, जैसा कि फिस्कल रेस्पॉन्सिबिलिटी एण्ड बजट मैनेजमेन्ट अधिनियम, 2003 में, अधिदेशित किया गया था, के पश्चात्, पीडी प्रणाली ही, भारत सरकार के समूचे बाजार उधारों की अंडर राइटिंग कर रही है। पीडी ने बाँड जारीकरण को काफी सक्रियता से मदद दी है और गत तीन वर्षों में काफी बड़े "बाँड जारीकरण कार्यक्रमों" को सफलतापूर्वक पूर्ण करने में इसकी भूमिका काफी सराहनीय रही है। हाल ही में रिजर्व बैंक ने, प्राइमरी डीलरों के प्राधिकरण संबंधी दिशानिर्देशों में संशोधन किया है जिनमें, उनके बाजार के अनुभव तथा साथ ही खुदरा/मध्य सेगमेंट निवेशक सहभागिता पर ध्यान केन्द्रित किया गया है ताकि निवेशक आधार और बड़ा हो जाए। संशोधित दिशानिर्देशों में निर्धारित किया गया है कि आवेदन प्रस्तुत करने से न्यूनतम एक वर्ष पूर्व की सीजनिंग हो, स. प्रति.बाजार में समुचित अनुभव हो और उनकी आस्तियों और टर्नओवर का कम से कम 15 प्रतिशत जी-सेक में हो तथा खुदरा/मध्यवर्ती घटक ग्राहकों के लिए जी-सेक में उनके न्यूनतम एनओएफ का कम से कम 75 प्रतिशत टर्नओवर प्राप्त करने की प्रतिबद्धता हो। हम आशा करते हैं कि प्राइमरी डीलर्स, बाजार उधार कार्यक्रमों को समर्थन देना जारी रखेंगे तो, द्वितीयक बाजारों और खुदरा निवेशकों को सहायता प्रदान कर 'मार्केट-मेकर्स' की अपनी भूमिका निभाते रहेंगे तथा सीटीएस आर आर एफ इत्यादि वित्तीय उत्पादों में पूर्व सक्रियता से डील करेंगे। रिजर्व बैंक, इस बात की भी संभावनाएं खोज रहा है कि उपयुक्त समर्थक उपायों के द्वारा, बैंकों/प्राइमरी डीलरों को, कार्पोरेट बाँडों के लिए बाजार बनाने हेतु, कैसे समर्थ बनाया जाय।

26. वित्तीय बाजारों के बदलते स्वरूप से जरूरी हो गया है कि फिमडा तथा पीडीएआइ जैसी संस्थाएं, बाजार गतिविधियों में अनुशासन लाने तथा बाजार प्रतिभागियों में अनुशासन का वांछित स्तर लाने के लिए अधिक पूर्व सक्रिय भूमिका निभाएं। रिजर्व बैंक, फिमडा तथा पीडीएआइ के साथ, विभिन्न नीतिगत मसलों पर चर्चा करता रहता है तथा बाजार भागीदारों के परिप्रेक्ष्य में इनपुट्स प्रदान करता है। फिमडा को जो प्रमुख उत्तरदायित्व सौंपे गए हैं उनमें ये

शामिल हैं - वैल्युएशन में प्रयुक्त करने हेतु जी-सेक तथा गैर जी सेक के लिए मॉडल कीमतें प्रकाशित करना, बाजार प्रतिभागियों के लिए आदर्श आचारसंहिता का निर्माण, महत्वपूर्ण बाजार बुनियादी ढांचे का विकास और परिचालन, जैसे कि, कार्पोरेट बाँडों के लिए रिपोर्टिंग प्लेटफॉर्म, कार्पोरेट बाँडों, कमर्शियल पेपर्स तथा सीडी में रेपो, ओटीसी ब्याज दर व्युत्पन्न बाजार में ब्रोकर्स का एक्स्ट्रिडेशन, ओपन पोर्जिशन के वैल्युएशन के लिए दैनिक सीडीएस कर्व का विकास आदि रेखांकित बाजार में, फिमडा को जो कार्य/गतिविधियाँ सौंपी गई हैं उनसे स्वविनियामक-भूमिका निभाने की इसकी क्षमता, स्पष्टतः दृष्टिगोचर होती है तथापि इस बात की भी अत्यन्त आवश्यकता है कि फिमडा स्वयं को और आगे मजबूत करे, अपनी प्रौद्योगिकीय तथा वित्तीय क्षमताओं को बढ़ाए, बाजार में चल रहे घटनाक्रम के अनुरूप कार्य करने हेतु तथा स्व-विनियामक संस्था (एसआरओ) के रूप में अतिरिक्त जिम्मेदारी लेने के लिए अपने मिशन को और व्यापक बनाए। मेरा सुझाव है कि फिमडा (एफ आइ एम एम डीए) इस बारे में एक कार्रवाई योजना बनाए जिसमें, प्राप्त किए जाने वाले लक्ष्यों तथा उपयुक्त समय-सीमा को स्पष्ट रूप से इंगित किया गया हो।

27. गिल्ट म्युचुअल फंड उद्योग कई गुना बढ़ा है परन्तु म्युचुअल फंड्स अधिकांश रूप से अल्प स्वरूप की निश्चित आय वाली परिसंपत्तियों में ही प्रमुखतः निवेश कर रहे हैं जिससे जी-सेक बाजार में मांग, कम प्रदर्शित होती है। यह एक चिंता का विषय है और यह अत्यन्त आवश्यक है कि म्युचुअल फंडों द्वारा जी-सेक में निवेश को प्रोत्साहित करने के तरीके खोजे जाएं।

28. इन्फ्रास्ट्रक्चर क्षेत्र में निवेश की भारी जरूरत आईडीएफ की महत्ता को रेखांकित करती है। एक विशेष मामले के रूप में रिजर्व बैंक ने, आईडी एफ की स्थापना के लिए कई विवेकाधीन छूटों की अनुमति दी है जिनमें शामिल है - बड़े हुए एक्सपोजर मानदण्ड, पूंजी पर्याप्तता प्रयोजनों आदि के लिए कम जोखिम भार सौंपना, इत्यादि। भारतीय रिजर्व बैंक ने नई श्रेणी के पात्र अनिवासी निवेशकों (उदा: प्रभुसत्ता वेल्थ फंड्स मल्टीलेटरल एजेन्सियों, पेंशन निधियों, बीमा फण्डों, एन्डाउमेन्ट फंडों) को पूर्ण प्रत्यावर्तन आधार पर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा पंजीकृत आईडीएफ-एनबीएफसी (गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों) द्वारा जारी रुपये तथा विदेशी मुद्रा प्रभुत्व बाँडों तथा सेबी-पंजीकृत म्युचुअल फण्डों के रूप में स्थापित आईडीएफ - एमएफ द्वारा जारी रुपया-बहुल-यूनिट्स में निवेश की अनुमति प्रदान की है। हमारे कर्ज बाजारों को विदेशी निवेशकों के लिए खोलने

के प्रति हमारी अंशाकित दृष्टि के कारण ये सभी निवेश (एनआरआई को छोड़कर), 10 बिलियन अमरीकी डॉलर की समग्र कैप के भीतर होंगे (जो कि इन्फ्रास्ट्रक्चर कर्ज में विदेशी संस्थागत निवेश हेतु 25 बिलियन अमरीकी डॉलर की समग्र कैप के भीतर होंगे) आने वाले दिनों में आइडीएफ, दीर्घावधि घरेलू तथा विदेशी निवेशकों से देश के महत्वपूर्ण इन्फ्रास्ट्रक्चर क्षेत्र में कार्पोरेट कर्ज बाजारों में, 'भारी मात्रा में फंड्स को चैनलाइज करने वाले, न केवल मुख्य स्रोत होंगे बल्कि एक गेम चेंजर साबित होंगे जिसमें बाजारों के विभिन्न पक्षों को पुनर्परिभाषित करने की क्षमता होगी।

प्रोत्साहन

29. सकारात्मक तथा नकारात्मक तथा दोनों प्रकार के प्रोत्साहन मानव व्यवहार के स्वरूपण में महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं, और बाजार इस नियम का कोई अपवाद नहीं है। मिसाल के रूप में, मैं कुछ उदाहरण यहां प्रस्तुत करना चाहूंगा जहां कि प्रोत्साहनों ने कर्ज बाजार के विकास में महत्वपूर्ण भूमिका निभायी है। बैंक ऋणों के प्रति पहुंच आसान होने के कारण कार्पोरेट्स प्रोत्साहित हुए और बैंकों के पास गए, न कि उन्होंने कार्पोरेट बांड बाजार पर भरोसा किया। बैंक वित्त पर अधिक भरोसा होने के कारण और गहरे तथा लिक्विड बांड बाजारों के विकास में रूकावट आई और यह रूकावट, एशियाई संकट के दौरान वित्तीय आस्थिरता के लिए अंशतः उत्तरदायी हुई।

30. भारतीय कार्पोरेट बांड बाजारों में चलनिधि न होने की समस्या का प्रमुख कारण, कार्पोरेट्स द्वारा प्राइवेट प्लेसमेन्ट के जरिये अपनी आवश्यकताओं का वित्त पोषण करना और बाह्य वाणिज्यिक उधारों पर भरोसा करना था। कार्पोरेट बांडों पर स्टाम्प ड्यूटी के स्तर और उसकी जटिलता ने, कार्पोरेट वित्त के प्रति आर्बीट्रेज आधारित दृष्टिकोण को प्रोत्साहित किया तथा तत्संबंधी निर्णय आम तौर पर टैक्स आधारित होते हैं न कि कार्यनीति आधारित। विभेदक कर, ट्रीटमेंट मामले को आगे और भी उलझाती है क्योंकि यह कुछ निवेशकों को प्रोत्साहित करती है, उदा. बीमा कंपनियां और म्युच्युअल फंड्स जिन्हें कि कार्पोरेट बांड्स से होने वाली ब्याज आय पर टीडीएस से छूट प्राप्त है।

31. एचटीएम वर्गीकरण के विनियामक डिस्पेन्शेसन से बैंकों के तुलन-पत्र की सुरक्षा तो हुई और उन्हें सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने का प्रोत्साहन भी मिला है परंतु इसने सरकारी बांडों में अ-चलनिधि को भी प्रोत्साहित किया है। सरकारी क्षेत्र के बैंकों और प्राइवेट / विदेशी बैंकों की ट्रेजरियों में विभिन्न प्रोत्साहन के स्ट्रक्चर्स, तुलनपत्रों में इसी प्रकार के जोखिमों की विद्यमानता के बावजूद

व्युत्पन्न बाजारों में सहभागिता के स्तर को व्याख्यायित करते हैं, हालांकि ट्रेजरी परिचालनों के संबंध में सरकारी और प्राइवेट बैंकों में प्रोत्साहन से संबंधित विभिन्नताएं हैं तथापि इस बात के बावजूद कि सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पास बहुत उच्च ब्याज दर वाले संवेदी पोर्टफोलियो हैं, और उनके पास बाजार में भाग लेने के लिए तुलनपत्र क्षमताएं भी हैं, इन बैंकों द्वारा अधिकांशतः दिखाई गई रुचि के अभाव के कारणों की जांच गंभीरता से किए जाने और उस पर चर्चा करने की भी जरूरत है।

32. प्रोत्साहनों की समझ, नीति निर्माताओं और बाजार सहभागियों, दोनों के लिए जरूरी है ताकि बाजार गतिविधियों को क्षमता और प्रभावशीलता के लक्ष्य प्राप्त करने की ओर उन्मुख किया जा सके। यद्यपि रिजर्व बैंक विनियमन और पर्यवेक्षण के साथ प्रोत्साहनों को जोड़ने का प्रयास करता है, मगर अकेला विनियमन अनाशयित प्रोत्साहनों / अन-प्रोत्साहनों का निर्माण कर सकता है जैसा कि 'एचटीएम' से संबंधित अपेक्षाओं के मामले में हुआ, उदा: किसी 'अंडरलाइंग' के बिना सीडीएस खरीदने की योग्यता विकसित बाजारों में विकृत प्रतिकूल प्रोत्साहन का परिणाम बनी है। रिजर्व बैंक ने सीडीएस नीति बनाते समय विनियम इस प्रकार बनाया कि ऐसे आड़े / तिरछे प्रोत्साहनों को दबाया जा सके इसलिए उसने यह प्रतिबंध लगा दिया कि यूजर्स केवल अंडरलाइंग एक्सपोजर को हेज करने के लिए ही सीडीएस खरीद सकेंगे। क्रेडिट इवेंट के पश्चात् भौतिक निपटान का भी अधिदेश दिया गया है। इन प्रोत्साहनों की एक विचारशील समझ से ऐसा विनियम डिजाइन करने में मदद मिलेगी जो वित्तीय स्थिरता को बिगाड़े बिना, बाजार का विकास करता हो।

नवोन्मेष (इनोवेशन)

33. संभवतः 'नवोन्मेष' उत्पादों द्वारा जनित वित्तीय संकट अभी भी विश्व को कटोच रहा है अतः 'नवोन्मेष' के बारे में चर्चा करते समय कुछ सतर्कता तो बरतनी ही पड़ेगी। वित्तीय बाजारों के विकास के इतिहास में वित्तीय नवोन्मेष एक अनिवार्य विशेषता रही है। कराधान अथवा विनियामक तंत्र को 'बाइ-पास' करना, संभवतः नवोन्मेष के लिए एक प्रमुख प्रेरणा रही है और जिसकी सामाजिक और आर्थिक उपयोगिता पर प्रायः प्रश्न चिह्न लगा है। इसका एक उदाहरण अमरीका में 'नेगोशिएबल ऑर्डर आफ विदडाल (नाउ) खाते' हैं, जो कि मांग जमाराशियों पर ब्याज पर 'विनियम क्यू प्रतिबंधों' के परिणामस्वरूप हैं। परंतु जो नवोन्मेष, निवेशक और जारीकर्ता की जरूरतों को मैच करने की दृष्टि से प्रेरित होते हैं या प्रौद्योगिकी अथवा ज्ञान में हुई प्रगति के द्वारा संभव होते हैं, वे वित्तीय बाजारों के विकास

के लिए अनिवार्य होते हैं। इसके कई उदाहरण हैं - डीमैट खाते, एटीएम, क्रेडिट और डेबिट कार्ड, ऑप्शनज कॉन्ट्रैक्ट्स का एक्सप्लोजन, स्फीति सूचकांकित बाँड्स, फिक्स्ड दर पूंजी प्रतिभूतियाँ, आइआरएस, सीडीएस आदि। यह सत्य है कि वित्तीय नवोन्मेषन से कई जटिल उत्पाद भी बने हैं जो ऐसे जोखिम पैदा करते हैं जिन्हें समझना भी कठिन होता है जैसे कि यूके फाइनेन्शियल सर्विसेज अथॉरिटी के लॉर्ड टर्नर ने भी पाया है कि वित्तीय नवोन्मेष ने बहुत ही संदिग्ध सामाजिक मूल्यों के कुछ उत्पाद बनाए हैं। यह समझना बहुत आवश्यक है कि वित्तीय नवोन्मेष स्वयं में कोई उद्देश्य नहीं है बल्कि यह एक प्रक्रिया है और इसे वित्तीय स्थिरता से कोई समझौता किए बिना ऐसे उत्पाद देने हैं, जो विशेषकर बाजार की जरूरतों को और सामान्यतः समूची अर्थव्यवस्था की जरूरतों को पूरा कर सके। जहां तक वित्तीय क्षेत्र का संबंध है, पुरानी कहावत 'नवोन्मेष करो या मरो' को नई रीति से अर्थात् 'सावधानीपूर्वक नवोन्मेष करो या मरो' के रूप में लिया जाना चाहिए।

34. नवोन्मेष और जोखिम, वित्तीय बाजार के दो पहलू हैं - जिनके बीच एक बड़ी तनाव रूपी खाई है इसलिए, अपर्याप्त जोखिम प्रबंधन ढांचा, किसी संस्था, खासकर वित्तीय संस्था की मौत या जिंदगी का अंतर बन सकता है। अंतरराष्ट्रीय बाजारों में ऐसे बहुत से उदाहरण हैं, जिन्होंने बार-बार इसे रेखांकित किया है, जैसे - ऑरेन्ज काउंटी, एलटीसीएम, बीसीसीआई, एनरॉन, बेअरिंग्स, नार्दर्नरॉक तथा ऐसे ही कई अन्य नाम। हमने हाल ही में सीडीओ जैसे नवोन्मेष उत्पाद तथा एसपीबी जैसी नवोन्मेषी सांस्थानिक व्यवस्थाएं, उनमें निहित जोखिम की पूरी तरह समझ न होने की स्थिति में, देखी हैं और यदि जोखिम प्रबंधन के लिए कोई उपयुक्त विनियामक फ्रेमवर्क हो तो इससे भारी क्षति हो सकती है। कुछ कार्पोरेट्स द्वारा कुछ विदेशी मुद्रा व्युत्पन्न का गलत उपयोग करने से भारी हानि उठानी पड़ी और उनके और बैंकों के बीच काफी दंगा फसाद हुआ जिन्होंने कि वे उत्पाद उन्हें बेचे थे।

35. वित्तीय संस्थाओं के संबंधित निदेशक मंडलों की ट्रेजरियों के कार्य पर उपयुक्त निगाह रखने की जरूरत है। बोर्ड को जोखिम नीतियाँ बनाकर लागू करनी चाहिए तथा सीमाओं और मानकों के कड़े अनुपालन को भी सुनिश्चित करना चाहिए। जोखिम के निर्धारण और उसकी मॉनीटरिंग के लिए स्पष्ट प्रक्रियाएं होनी चाहिए जिसके साथ समुचित एकाउंटैबिलिटी, प्राधिकार की स्पष्ट लाइनें, तथा ड्यूटी का सेपरेशन होना चाहिए। विनियमन और जोखिम प्रबंधन के प्रति रिजर्व बैंक का दृष्टिकोण, सहायक इन्फ्रास्ट्रक्चर स्थापित करके, प्रणालीगत

स्थिरता संबंधी मुद्दों को हल करके, तथा बाजार-विकास को समर्थन देकर वित्तीय बाजारों और उत्पादों के विकास को सुनिश्चित करने की ओर उन्मुख है। प्रणालीगत स्थिरता और वित्तीय बाजार विकास के बीच संतुलन बनाए रखना, रिजर्व बैंक का प्रमुख ध्यानाकर्षण का केंद्र है। इसलिए प्रणालीगत कमजोरियों को रोकने के लिए मजबूत विनियामक / पर्यवेक्षकीय फ्रेमवर्क बनाने पर अधिक बल है।

36. अधिक उन्नत बाजारों की ओर देखने तथा उनकी विधियों की नकल करने की प्रवृत्ति प्रायः होती है और ऐसा करते समय इन उत्पादों और रीतियों को कस्टमाइजेशन पर नहीं परखा जाता जैसा कि अपनाने वाले देश की ईको प्रणाली से अपेक्षित होता है। "मेइजी रेस्टोरेशन वैज्ञानिकों" की भांति, जिन्होंने कि विभिन्न यूरोपीय देशों में वैज्ञानिक प्रशिक्षण लेने के उपरांत वापस जापान जा कर उसी भाषा में अपना कार्य आगे बढ़ाना चाहा, जिसमें कि उन्होंने प्रशिक्षण प्राप्त किया था। वित्तीय क्षेत्र के प्रोफेशनल्स में भी यह प्रवृत्ति है कि वे उन्हीं उत्पादों को चाहते हैं जिनसे कि वे परिचित हैं। नवोन्मेषी उत्पादों / प्रक्रियाओं जैसे कि सीबीएलओ, जो कि त्रिपक्षीय समझौते का एक वेरिएन्ट है, इन्फ्रास्ट्रक्चर, जैसे कि इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लैटफार्म (एनडीएस, एनडीएस कॉल अथवा एनडीएस-ओएम) तथा रिजर्व बैंक की बहियों में कार्पोरेट बाँड्स के निपटान के लिए खातों की ट्रांजिटररी पूलिंग, आदि की सफलता ने, इस केस को मजबूत किया है कि कस्टमाइज्ड नवोन्मेषों को तैयार करने के लिए प्रेरणा हेतु अंदर की ओर झांका जाए।

37. भारत में नवोन्मेष काफी दबा हुआ है और यहां तक कि नए उत्पादों का भी खास स्वागत नहीं हुआ। 'विनियामक नवोन्मेष उत्पादों के खिलाफ नहीं है। उनकी चिंता सिर्फ यह है कि न तो नवोन्मेष को, विनियामक तंत्र को किनारे करने की ओर उन्मुख होना चाहिए न ही उससे कोई प्रणालीगत जोखिम बनना चाहिए। बाजार भागीदारों तथा उद्योग संघ के लिए यह अनिवार्य है कि वे यह सुनिश्चित करें कि नवोन्मेष शुरू करने से पहले पर्याप्त जोखिम प्रबंधन प्रणालियां तथा कार्पोरेट गवर्नेंस संरचनाएं स्थापित कर दी गई हैं। जैसा कि आप सबने देखा होगा कि रिजर्व बैंक ने हमारी ईको-प्रणाली के उपयुक्त समुचित जोखिम प्रबंधन फ्रेमवर्क अपना कर, नवोन्मेष उत्पादों की शुरुआत में एक सुविज्ञ दृष्टिकोण अपनाया है और अपनाता रहेगा।

निष्कर्ष

38. सारांश यह है कि मैंने संक्षेप में 7 आई फ्रेमवर्क के बारे में बताया है जो कि हमारी कर्ज मार्केट की संरचना और उसके घटनाक्रम पर ध्यान केन्द्रित करता है और साथ ही यह भी बताया है कि इस

प्रेमवर्क के संदर्भ में हमारे कर्ज बाजारों को मजबूत कैसे बनाया जाय और उसकी भावी दिशा क्या हो। हमें यह भी समझने की जरूरत है कि उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं में, नए उत्पादों का विकास करना और उन्हें अपनाना कोई आसान काम नहीं होता। संबंधित ईको प्रणालियों की जरूरतों के आधार पर, इसके लिए काफी सब्र, सहयोग और फाइनिंग का जरूरत होती है। यह याद रखना भी उतना ही आवश्यक है कि 'बाजार-लिक्विडिटी', बाजार के प्लेयर्स की सक्रिय सहभागिता का ही परिणाम होता है। हालांकि नए उत्पाद तथा लिखत (इन्स्ट्रुमेंट्स), फंडिंग तथा हेजिंग जरूरतों को पूरा करने के लिए डिजाइन किए जाते हैं मगर इस बात की भी जरूरत है कि बाजार-सहभागी इन्हें इस तरह प्रयोग में लाएं ताकि वित्तीय स्थिरता को कोई नुकसान न हो तथा अंतिम उपयोगकर्ताओं / ग्राहकों के हितों को भी कोई चोट न पहुंचे। बाजार में रुचि कम होने के कारणों की भी खोज की जानी चाहिए तथा इस पर गंभीर चर्चा हो ताकि 'सुधार की कार्य-योजना' बनाई जा सके।

39. अंत में इस बात पर भी बल देना चाहूंगा कि भारत जैसे उभरते बाजार को देखते हुए रिजर्व बैंक, अन्य संबंधित विनियामक, सरकार, एफआइएमएमडीए, पीडीएआइ, तथा सभी बाजार सहभागी, कर्ज बाजारों के विकास में सभी साझे जोखिधारक (स्टेक होल्डर्स) हैं। इस साझे उद्देश्य पर हम सभी को कार्य करना है और इस प्रकार के सम्मेलन से इस दिशा में काफी लाभदायक अंतर्दृष्टि और इनपुट्स प्राप्त होंगे। अपने इन विचारों के साथ मैं इस सम्मेलन तथा इसके सहभागियों को शुभकामनाएं देता हूँ कि वे इसमें काफी लाभप्रद और उपयोगी चर्चाएं करेंगे और साथ ही इस सुंदर देश की खोज का एक सुखद एहसास भी लेंगे। मैं फिमडा तथा पीडीएआइ का धन्यवाद करना चाहूंगा कि उन्होंने आप सबके साथ अपने विचार बांटने के लिए मुझे यह अवसर प्रदान किया। साथ ही मैं बैंक नेगारा मलेशिया की गवर्नर डॉ. जेती अख्तर अजीज का विशेष रूप से धन्यवाद करना चाहता हूँ कि वे अपने व्यस्त समय में से कुछ समय निकालकर हमारे बीच आई और अपने विचार हमसे बाटे।