

वित्त, ऋण एवं बाजार*

आर. गांधी

वित्त, ऋण एवं बाजार

वित्तीय प्रणाली की भूमिका उधार देने वालों एवं उधार लेने वालों के बीच मध्यस्थता करना एवं बचत के तरीके उपलब्ध कराने तथा निवेशकों की वित्तपोषण संबंधी जरूरतों को पूरा करने में मदद करना है। वित्तीय बाजार बचत को फर्मी तक ले जाने तथा पूंजी के आबंटन में सुधार लाकर वृद्धि को प्रभावित करते हैं। इसके अलावा, दक्ष वित्तीय बाजारों एवं संस्थानों की प्रवृत्ति अर्थव्यवस्था में ढूंढने एवं लेनदेन की लागत में कमी लाने की होती है।

2. अठारहवीं, उन्नीसवीं एवं बीसवीं शताब्दियों में औद्योगिक राष्ट्रों में वृद्धि होने से उनकी वित्तीय प्रणालियों की गहनता तथा व्यापकता में भी वृद्धि हुई। 19वीं सताब्दी में लंदन ने विश्व के अग्रणी वित्तीय केंद्र का दर्जा हासिल किया क्योंकि ब्रिटेन के उद्योग तथा ब्रिटेन के निर्यातकों की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए वित्तीय क्षेत्र में तीव्र वृद्धि हुई। इसी प्रकार से 20वीं सताब्दी में न्यूयार्क का मामला रहा जिसने अमेरिकी अर्थव्यवस्था के संबंध में ऐसी ही भूमिका अदा की।

3. वित्तीय विकास तथा आर्थिक वृद्धि के बीच संबंध एक बहस का मुद्दा है। कुछ अर्थशास्त्री मानते ही नहीं कि वित्त-वृद्धि का संबंध महत्त्वपूर्ण है। उदाहरण के लिए, रॉबर्ट ल्यूकास ने 1988 में यह कहा कि अर्थशास्त्री आर्थिक वृद्धि में वित्तीय कारकों की भूमिका पर बुरी तरह से अधिक जोर देते हैं। इसके अलावा, जॉन रॉबिन्सन ने 1952 में यह घोषणा किया कि 'जहां उद्यम अग्रणी होता है वहां वित्त पीछे-पीछे आता है'। इस विचार के अनुसार आर्थिक वृद्धि विशेष प्रकार की वित्तीय व्यवस्थाओं मांग उत्पन्न करती है और इन मांगों को वित्तीय प्रणाली स्वतः पूरा करती है।

* 26 अगस्त 2014 को 'क्रेडिट समिट इंडिया 2014' विषय पर भारतीय अंतरराष्ट्रीय संपत्ति प्रबंध संघ तथा राष्ट्रीय प्रतिभूति बाजार संस्थान (एनआईएसएम) द्वारा आयोजित कार्यक्रम में श्री आर. गांधी, उप गवर्नर का भाषण।

4. 'द इकोनॉमिस्ट' के प्रसिद्ध भूतपूर्व संपादक वाल्टर बागोहॉट ने 1873 में यह कहा था कि 'यद्यपि, इंग्लैंड मेंजहां सर्वाधिक आवश्यकता हो तथा जहां उससे सर्वाधिक लाभ लिया जा सकता है पूंजी निश्चित रूप से और तुरंत वहां वैसे ही उपलब्ध होती है जैसे जल अपने स्तर को प्राप्त करने के लिए प्रवाहित होता है'।

5. अब इस बात को अधिक स्वीकार किया गया है कि वित्तीय विकास का वृद्धि पर सकारात्मक प्रभाव पड़ता है। बचत दर, बचत के कुछ हिस्से को निवेश की ओर ले जाकर अथवा निवेश की सामाजिक सीमांत उत्पादकता के संबंध में कार्रवाई करते हुए वित्तीय मध्यस्थता आर्थिक वृद्धि को प्रभावित कर सकती है।

6. सत्तर के दशक की शुरुआत में मैककिनॉन एवं शॉ के अध्ययन ने यह बात स्थापित की गई कि वित्तीय दबाव से वृद्धि पर दबाव पड़ता है, और इसके विपरीत वित्तीय विकास से वृद्धि का स्तर बढ़ना चाहिए। वृद्धि तथा वित्तीय विकास के सूचकों के बीच सकारात्मक अंतरसंबंध के लिखित प्रमाण उपलब्ध हैं। बढ़ते हुए प्रमाणों से यह पता चलता है कि वित्तीय संस्थानों (यथा बैंक एवं बीमा कंपनियों) तथा वित्तीय बाजारों (शेयर बाजारों, बांड बाजारों एवं व्युत्पन्नियों के बाजार सहित) की ओर से आर्थिक विकास, गरीबी उन्मूलन एवं आर्थिक स्थिरता पर जोरदार प्रभाव डालते हैं। यह स्थिति भारत पर भी लागू होती है।

7. यह आवश्यक है कि अपने लोगों की बढ़ती आकांक्षाओं को पूरा करने के लिए हमारा देश उच्च आर्थिक वृद्धि के स्तर को प्राप्त करे। ऐसी वृद्धि को प्राप्त करने के लिए विशाल पूंजी एवं पूंजी का दक्षतापूर्वक वितरण किए जाने की आवश्यकता है जो दक्ष एवं विकसित वित्तीय बाजारों के माध्यम से ही संभव हो सकता है।

8. विश्व आर्थिक फोरम ने एक सूचकांक तैयार किया है जो वित्तीय विकास की माप करता है। वित्तीय विकास को इस सूचकांक के सभी सात स्तंभों, नामतः संस्थागत वातावरण, कारोबारी माहौल, वित्तीय स्थिरता, बैंकिंग वित्तीय सेवाएं, गैर-बैंकिंग वित्तीय सेवाएं, वित्तीय बाजार एवं वित्तीय उपलब्धता, के आधार पर मापा जाता है।

9. 2012 में भारत को विश्व वित्तीय विकास सूचकांक में 62 देशों में से 40 वें स्थान पर रखा गया है। सूचकांक में जिन प्रतिमानों का आकलन किया गया है उनमें भारत का स्थान निम्नानुसार है :

प्रतिमान	2012 में स्थान
संस्थागत वातावरण	56
कारोबारी माहौल	55
वित्तीय स्थिरता	46
बैंकिंग वित्तीय सेवाएं	45
गैर-बैंकिंग वित्तीय सेवाएं	9
वित्तीय बाजार	28
वित्तीय उपलब्धता	45

10. स्थान प्रदान करने की कार्यप्रणाली तथा कोई इन प्रदत्त स्थानों को तुलनात्मक रूप से कितना महत्त्व दे इस पर बहस हो सकती है किंतु इस तथ्य को स्वीकार करना प्रासंगिक हो सकता है कि इनमें सुधार करने की बहुत अधिक संभावना है। अधिक दक्ष वित्तीय बाजारों को तैयार करने के लिए एक साथ मिलकर कार्य करने की आवश्यकता है।

11. वित्तीय बाजारों के विकास की विशेषताओं में अन्य बातों के अलावा निम्नलिखित शामिल हैं -

- ए. वित्तीय संस्थानों तथा बाजारों का आकार (वित्तीय गहनता)।
- बी. लोग किस हद तक वित्तीय संस्थानों एवं बाजारों का प्रयोग कर सकते हैं और प्रयोग कर रहे हैं (उपलब्धता)।
- सी. वित्तीय सेवाएं उपलब्ध कराने में वित्तीय संस्थानों एवं बाजारों की दक्षता (दक्षता), एवं
- डी. वित्तीय संस्थानों एवं बाजारों की स्थिरता (स्थिरता)।

12. बाजार का विकास बाजार की संरचना तथा मध्यस्थता के संबंध में बचतकर्ताओं की पसंद पर आश्रित होता है। एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में बैंकों की मध्यस्थता प्रमुख पसंद है। पूंजी की जरूरत वाली बहुत सी अर्थव्यवस्थाओं में बैंक-आधारित वित्तपोषण की विशिष्ट भूमिका है और इस प्रकार से सुसंतुलित वृद्धि प्रक्रिया को सुनिश्चित करने में इससे मदद मिलती है। बैंक-आधारित वित्तपोषण के लाभों का संबंध बैंकिंग कारोबार की मूलभूत प्रकृति से है - उधार लेने वालों तथा उधार देने की क्षमता वालों के बीच सूचना की महत्त्वपूर्ण असममितताओं के कारण कुछ परियोजनाओं का वित्तपोषण सीधे बाजार के माध्यम से नहीं किया जा सकता है। बैंक इस अंतराल को पूरा कर सकते हैं। निवेश परियोजनाओं के आकलन एवं निरीक्षण में उनकी तुलनात्मक रूप से लाभकारी भूमिका के लिए बैंक धन्यवाद के पात्र हैं जो सूचनाओं

की असममितताओं से उबरने में योगदान करते हैं। इसके अलावा, 'रिलेशन बैंकिंग' से संबंधित आर्थिक साहित्य ने यह प्रदर्शित किया है कि बैंक अपने ग्राहकों को अचानक होने वाले आर्थिक आघातों से प्रभावों से बचने में योगदान कर सकते हैं। हालांकि, बैंक ऐसे वित्तीय मध्यस्थ हैं जिनकी प्रकृति पूंजी आबंटन की लागत बढ़ा देते हैं।

13. एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में पारिवारिक इकाइयों की बचत के विशाल प्रवाह को उत्पादक निवेशों में ले जाने के लिए बैंकिंग एक बेहतरीन प्रणाली है। चीन के मुख्य भाग सहित उन देशों में आय की तुलना में बचत का अनुपात पश्चिम की तुलना में तीन, चार या यहां तक कि पांच गुना अधिक है। आर्थिक वृद्धि में अपने संभावित योगदान के कारण बैंकिंग नाजुक बनी हुई है। उच्च लिवरेज के साथ ही परिपक्वताओं की 'बहुत अधिक असमता' (अल्पावधि सहित दीर्घावधि आस्तियों का निधीयन तथा कुछ मामलों में विदेशी मुद्रा में मूल्यवर्गित देयताएं) एवं मांग जमाओं पर निर्भरता बैंकिंग को स्वभाविक रूप से कमजोर तथा उनकी अर्थव्यवस्थाओं को अधिक कमजोर बनाती है और जमा में कमी की स्थिति बार-बार निर्मित होती है।

14. पूंजी बाजार की उपलब्धता के बिना जमाकर्ताओं से निधियों को कंपनियों तक लेजाने में ये अर्थव्यवस्थाएं महत्त्वपूर्ण भूमिका निभाती हैं किंतु शिकागो विश्वविद्यालय के नोबल पुरस्कार विजेता मेरटॉन मिलर का कहना है कि बैंकिंग खुद 'मूलरूप से 19वीं शताब्दी की तकनीक है'। आज की उभरती हुई एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में सुविकसित पूंजी बाजारों का अभाव है और इसलिए वे वृद्धि के वित्तपोषण के लिए बैंकिंग प्रणाली पर बहुत अधिक आश्रित हैं। हालांकि, जैसा कि मिलर का तर्क है, देशों में वित्तीय बाजारों तथा संबद्ध संस्थानों का अतिरिक्त विकास किया जाना चाहिए।

15. एशियाई विकास बैंक के अध्ययन के अनुसार बांड बाजारों को विकसित करने के कदमों/उपायों के अंतर्गत निम्नलिखित पर ध्यान केंद्रित किया जाना चाहिए : (i) स्थायी समष्टिआर्थिक वातावरण को बनाए रखना जिसमें मुद्रास्फीति निम्न स्तर पर हो और ब्याज दरें स्थिर हों (ii) सरकारी बांड के एक स्वस्थ बाजार का विकास करना जो कॉर्पोरेट बांड बाजार के लिए मानदंड (बेंचमार्क) की तरह कार्य करे (iii) संकट के बाद बैंकिंग क्षेत्र की

पुनर्रचना के कार्य को पूर्ण करना (iv) कॉर्पोरेट अभिशासन में सुधार लाना (v) बांड बाजारों से संबंधित विनियामी ढांचे को मजबूत करना (vi) बांडों पर कर लगाने को युक्तियुक्त बनाना, एवं (vii) निवेशक आधार को विस्तृत करना, एवं (viii) बांड बाजार के क्षेत्रीय केंद्रों की वृद्धि को प्रोत्साहित करना।

भारतीय कर्ज बाजार

बैंक ऋण

16. भारत में बैंकों और पूंजी बाजार -दोनों की लंबा इतिहास रहा है। भारत का आर्थिक इतिहास यह कहता है कि किस प्रकार से बहुत से शहरों में दोनों बाजार जीवंत रहे हैं, हालांकि अन्य सभी शहरों की तुलना में मुंबई के बाजार का प्रभुत्व अधिक रहा है। बैंकिंग क्षेत्र धीरे-धीरे और स्थिरता पूर्वक, विशेषरूप से राष्ट्रीयकरण के बाद, निवेश निधीयन के स्रोत के रूप में उभरा है।

17. भारत में, बैंक में जमा राशि का निवेश में महत्वपूर्ण योगदान रहा है। मार्च 1051 के अंत की स्थिति में बैंक जमा राशि ₹5 बिलियन थी जो बढ़कर मार्च 1961 की स्थिति में ₹13 बिलियन, मार्च 1971 की स्थिति में ₹47 बिलियन, मार्च 1981 की स्थिति में ₹254 बिलियन, मार्च 1991 की स्थिति में ₹1,164 बिलियन, मार्च 2001 की स्थिति में ₹5,114 बिलियन, मार्च 2011 की स्थिति में ₹39,420 बिलियन तथा मार्च 2014 की स्थिति में ₹67,352 बिलियन हो गई। इसमें पूंजी बाजार का क्या योगदान रहा है? जहां 1970 के दशक में पूंजी बाजार ने ₹10 बिलियन मूल्य की इक्विटी, बांड तथा डिबेंचर जुटाया वहीं इस अवधि में बैंकों ने जमा राशि में ₹207 बिलियन की वृद्धि की। 1980 के दशक के संबंध में ये आंकड़े ₹233 बिलियन तथा ₹910 बिलियन थे। 1990 के दशक के आंकड़े क्रमशः ₹1,172 बिलियन तथा ₹3,950 बिलियन थे और 2000 के दशक में आंकड़े क्रमशः ₹2,115 बिलियन तथा ₹34,206 बिलियन थे। 2013-14 के संबंध में आंकड़े क्रमशः ₹556 बिलियन एवं ₹9,556 बिलियन रहे हैं।

18. पूंजी बाजार का निष्पादन निराशाजनक रहा है किंतु पिछले बीस वर्षों के दौरान प्राइवेट प्लेसमेंट मार्केट ने बढ़िया काम किया है। हालांकि, वहां पर निर्गम मुख्य रूप से बांडों एवं डिबेंचरों के रूप में किंतु आकार में हुई वृद्धि बहुत आश्चर्य करने वाली रही है। इसे 1990 के दशक के मध्य से प्रसिद्धि प्राप्त हुई : 1995-96

से 2000-01 तक इस बाजार ने ₹752 बिलियन जुटाया। अगले दस वर्षों में इस बाजार ने ₹7,614 बिलियन जुटाए और 2013-14 में इस बाजार ने ₹3,899 बिलियन जुटाया।

19. इस प्रकार से, भारतीय निवेश का प्राथमिक इंजन ऋण बाजार है। कॉर्पोरेट कर्ज बाजार को विकसित करने, विदेशी पूंजी में सुविचारित वृद्धि करने के हमारे सभी प्रयासों के बावजूद ऋण बाजार का भारतीय निवेश परिदृश्य चारदीवारी तक सीमित रहा है।

काउंटर पर होने वाले लेनदेन (ओटीसी) का बाजार

20. भारत में, ओटीसी व्युत्पन्नी बाजार के लघु आकार, उत्पादों में मिश्रता के निम्न स्तर तथा विनियामी ढांचे के परिणामस्वरूप व्युत्पन्नी बाजार का विधिवत विकास हुआ और प्रणालीगत जोखिम से संबंधी चिंताएं कम हुईं। इस ढांचे के अंतर्गत यह आवश्यक है कि किसी भी ओटीसी करार की वैधता लेनदेन करने वाली पार्टियों में से किसी एक पर निर्भर होता है जो विनियामित संस्था होती है। ओटीसी व्युत्पन्नी उत्पादों को चरणबद्ध ढंग से प्रारंभ किया गया जिसमें वास्तविक क्षेत्र की हैजिंग संबंधी आवश्यकताओं को ध्यान में रखा गया। रिजर्व बैंक ने ओटीसी व्युत्पन्नी बाजारों पारदर्शिता को बढ़ाने तथा प्रतिपक्षी जोखिम को कम करने पर ध्यान केंद्रित किया है तथा कारोबार करने, निपटान एवं लेनदेन की रिपोर्टिंग के संबंध में बाजार की मजबूत आधारभूत संरचना के विकास को प्रोत्साहित किया है। चूंकि भारत जी-20/वित्तीय स्थिरता बोर्ड (एफएसबी) सुधारों को लागू करने के लिए प्रतिबद्ध है इसलिए भारत में ओटीसी व्युत्पन्नी सुधार उपायों को लागू करने में काफी वृद्धि हुई है। सुधारों की स्थिति निम्नानुसार है :

- **मानकीकरण** : मानकीकरण की प्रक्रिया को धीरे-धीरे शुरू करने की योजना है। प्रलेखन, कूपन, कूपन भुगतान तिथि आदि के संबंध में सीडीएस लेनदेनों का मानकीकरण कर दिया गया है। 1 अप्रैल 2013 से एक दिवसीय इंडैक्स स्वीप के संबंध में आईआरएस को मानकीकृत कर दिया गया है। आईआरएस के अंतर्गत अन्य मानदंडों को चरणबद्ध ढंग से मानक बनाया जाएगा।
- **केंद्रीकृत समाशोधन** : ओटीसी व्युत्पन्नियों के लेनदेन के संबंध में केंद्रीकृत समाशोधन के लिए सुविचारित कदम उठाए जा रहे हैं। वर्तमान में आईआरएस कारोबार का 70 प्रतिशत से अधिक हिस्से का समाशोधन, बिना किसी अधिदेश

के, केंद्रीकृत रूप से किया जा रहा है। सीडीएस बाजार अभी विकसित हो रहा है तथा सीडीएस लेनदेनों के केंद्रीकृत समाशोधन के लिए आवश्यक बाजार संबंधी गतिविधियों के अपेक्षित स्तर को प्राप्त करने में इसे और समय लग सकता है। सीडीएस के गारंटीकृत निपटान के लिए समय सीमा को कारोबार का निर्धारित स्तर प्राप्त कर लेने पर अनिवार्य बनाया जाएगा।

- **एक्सचेंज या इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म आधारित कारोबार :** सरकारी प्रतिभूतियों, आईआरएस, फॉरवर्ड दर समझौतों तथा विदेशी मुद्रा फॉरवर्डों के संबंध में लेनदेन के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म उपलब्ध हैं। सरकारी प्रतिभूतियों तथा ब्याज दर व्युत्पन्नी बाजारों (अध्यक्ष : श्री आर. गांधी) के संबंध में गठित कार्यदल की रिपोर्ट में भी आईआरएस बाजार के संबंध में इलेक्ट्रॉनिक स्वैप एक्जीक्यूशन फैशिलिटी (इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म) की शुरुआत करने तथा सीसीपी की शुरुआत करने पर विचार करने की अनुशंसा की है, जिससे इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म के माध्यम से किए जाने वाले कारोबार के लिए गारंटीकृत निपटान किया जा सके।

- **कारोबारी रिपोर्टिंग को रिपोर्ट करना :** वर्तमान विनियामी दिशानिर्देशों के अनुसार बैंक तथा प्राइमरी डीलर आईआरएस/एफआरए को तथा सीसीआईएल के विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नियों के लेनदेन संबंधी रिपोर्टिंग प्लेटफॉर्म को रिपोर्ट करते हैं। सीडीएस के संदर्भ में सभी बाजारों को सभी कारोबार के संबंध में आवश्यक रूप से सीसीआईएल के रिपोर्टिंग प्लेटफॉर्म को रिपोर्ट करना चाहिए। बैंकों द्वारा वर्तमान में आईआरएस के क्लाइंट कारोबार की भी रिपोर्टिंग की जा रही है।

उपसंहार

21. मुझे यकीन है कि इस सम्मेलन में आप लोग ऋण निवेश, बाजार की आधारभूत संरचना, ऋण निवेश बाजार द्वारा उपलब्ध कराई जाने वाले विभिन्न अवसरों एवं चुनौतियों और वित्तीय बाजार के इस महत्वपूर्ण हिस्से से कैसे लाभ लिया जाए, इन सभी मुद्दों पर परिचर्चा करेंगे। उपयोगी विचार-विमर्श के लिए मेरी शुभकामनाएं।
22. ध्यानपूर्वक मेरी बातें सुनने के लिए सभी को धन्यवाद।