

## भारत में कॉरपोरेट बांड मार्केट: आगामी कार्रवाई के लिए ढांचा\*

हारून आर. खान

इस अवसर पर - इस पैनल में- बोलते हुए मुझे ऐसा अहसास हो रहा है कि यह मेरे साथ पहले भी घटित हो चुका है। तथ्य यह है कि मैं इस विषय पर तीन वर्ष पूर्व 2012 में भी - और कई अन्य स्थानों पर भी पूर्व में अपना मन्तव्य प्रस्तुत कर चुका हूँ जो इसके आधार में मौजूद गहरी छुपी हुई इसकी जड़त्वीय प्रकृति दर्शाता है। अब से कम से कम 10 वर्ष से भारत में कॉरपोरेट बांड बाजारों के विकास पर सभी हितधारकों का ध्यान बना हुआ है परंतु 'पारस' की दुष्कर खोज ने कोई भी अपेक्षित परिणाम नहीं दिए हैं। इस प्रक्रिया में, यह दुर्भाग्यपूर्ण है कि नीतियों और विनियामी इरादों पर दोष मढ़ने का एक आसान रास्ता अपना लिया गया। हितधारकों के प्रत्येक समूह का अपना एक निजी विचार है कि क्या किया जाना चाहिए परंतु अधिकतर लाक्षणिक अनुमान एक सीमित दायरे पर आकर समाप्त हो जाते हैं।

2. संभवतः अब वो समय है कि हम निष्पक्ष रूप से एक विस्तृत धरातल को समझें और वित्तीय आर्थिक प्रणाली, जैसी कि वो आज मौजूद है, के संबंध में दस आधारभूत तथ्यों को स्वीकार करें:

- i. विश्व भर में बांड बाजार संस्थागत प्रकृति के हैं- वे भी खरीदी और धारित करने वाले निवेशक हैं,
- ii. एक ठोस दिवालिया प्रावधान होना गहरे बांड बाजारों के लिए एक पूर्वपेक्षा है,
- iii. बांड बाजारों के विकास के लिए सभी प्रकार के क्रेडिट वक्र में मौजूद संस्थागत निवेशकों की सतत दीर्घावधि प्रतिभागिता आवश्यक है,
- iv. वित्तीय लिखतों के लिए कर प्रथाएं निवेशकों की रुचि की प्रमुख संवाहक बनी हुई हैं,
- v. बाजार तंत्र और इंफ्रास्ट्रक्चर का सर्वोत्तम विकास समर्थ तो बना सकता है परंतु वो संचालक शक्ति नहीं हो सकता है,

\* Remarks by Shri Harun R. Khan, Deputy Governor, Reserve Bank of India at FICCI CAPAM - 2015 at Mumbai on October 27, 2015. The speaker acknowledges the contributions of Shri Vaibhav Chaturvedi and Shri Vivek Singh of the Reserve Bank of India.

- vi. राजकोषीय समेकन के फलस्वरूप सरकारी उधारियों में होने वाली कमी कॉरपोरेट बांडों के लिए मांग में वृद्धि कर सकती है,
- vii. कॉरपोरेट बांडों को जारी करने के लिए प्रमुख कॉरपोरेट घरानों पर घरेलू और बाहरी दोनों प्रकार के स्रोतों के कर्ज का अत्यधिक बोझ होना अच्छा नहीं होता है,
- viii. आर्थिक विकास के हमारे इस चरण की वित्तीय प्रणाली में बैंकों की केंद्रीय भूमिका है। अतः, निकट भविष्य में वित्त पोषण करने में कॉरपोरेट कर्ज बाजार महत्वपूर्ण भूमिका का निर्वाह नहीं कर सकता,
- ix. कॉरपोरेट बांड बाजार को विकसित करने के लिए बैंकिंग प्रणाली पर उल्लेखनीय रूप से निर्भर रहना, प्रत्यक्ष अथवा परोक्ष रूप से बांड बाजार के मूल उद्देश्य के ही खिलाफ है जो कि बैंकिंग सेक्टर को उससे जोखिम रहित बनाना चाहता है, और
- x. कॉरपोरेट बांड बाजार को सम्पूर्ण रूप से सरकारी बांड बाजार से अलग करके नहीं देखा जा सकता है। ब्याज दरों में कमी आने और राजकोषीय घाटे के लक्ष्यों को प्राप्त करने से कॉरपोरेट बांड बाजार में तेजी आ सकती है। इससे सभी प्रकार के क्रेडिट वक्रों के बीच स्प्रेड और अधिक आकर्षक हो जाएगा।

3. कठोर तथ्यों को स्वीकार करने के साथ ही यह स्वीकारोक्ति भी सामने आती है कि असान पहुंच में बहुत सारे फल मौजूद नहीं हैं जिन्हें तोड़ लिया जाए- भावी कार्य मुक्तलिफ़ तथ्यों और कुछ कड़े नीतिगत विकल्पों का एक समूह है।

4. कॉरपोरेट बांड बाजारों पर कई रिपोर्टें उपलब्ध हैं, जैसे आर.एच. पाटिल रिपोर्ट (दिसंबर 2005), मुंबई को एक अंतरराष्ट्रीय वित्तीय केन्द्र बनाने के संबंध में 2007 की उच्च शक्तिप्राप्त विशेषज्ञ समिति की रिपोर्ट (परसी मिस्त्री समिति) और सौ छोटे कदम (वित्तीय क्षेत्र में सुधारों के संबंध में समिति की रिपोर्ट) वर्ष 2009 (रघुराम राजन समिति), लंदन शहर की रिपोर्टें, जिनमें कॉरपोरेट बांड मार्केट के विकास से संबंधित विविध पहलुओं का विस्तारपूर्वक परीक्षण किया गया है और उपयोगी सिफारिशों की गई हैं। वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद (एफएसडीसी) तथा इसकी उपसमिति ने हाल ही में यह निर्णय लिया है कि इस मुद्दे को इसकी सम्पूर्णता में देखा जाए। एक अंतर विनियामकीय-समूह इस

दिशा में पहले ही कार्य प्रारंभ कर चुका है। इस समूह का उद्देश्य यह होगा कि सभी पूर्ववर्ती समितियों द्वारा की गई सिफारिशों में से प्रमुख कार्रवाई योग्य सिफारिशों को निधारे और उन्हें लागू करने के लिए एक समय-बद्ध कार्ययोजना का सुझाव दे।

### कॉरपोरेट ऋण बाजार को विकसित करने के लिए गए उपाय

5. विभिन्न विशेषज्ञ समितियों द्वारा की गई सिफारिशों को ध्यान में रखते हुए भारत सरकार, भारतीय रिजर्व बैंक और

भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड द्वारा कई उपाय किए गए हैं ताकि भारत में कॉरपोरेट ऋण बाजार का विकास किया जा सके। तथापि, लक्षित परिणामों को प्राप्त करने में इन उपायों की सफलता भिन्न-भिन्न रही। कुछ उपायों के प्रभावों को नीचे रेखांकित किया गया है:

6. भारतीय रिजर्व बैंक, सेबी और सरकार द्वारा किए गए उपायों के फलस्वरूप कॉरपोरेट बांडों के निर्गम में तथा द्वितीयक बाजार में इनकी खरीद-फरोख्त में काफी वृद्धि हुई है। कॉरपोरेट बांडों के

लक्षित परिणाम जिन्हें अधिकांशतः प्राप्त किया गया	लक्षित परिणाम जिन्हें आंशिक रूप से प्राप्त किया गया/कुछ कहना जल्दबाजी होगी	लक्षित परिणाम जिन्हें प्राप्त नहीं किया गया
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ व्यापार-पश्चात पारदर्शिता के लिए रिपोर्टिंग प्लेटफार्म स्थापित करना</li> <li>▪ कॉरपोरेट बांडों में ओटीसी ट्रेड के निपटान में डीवीपी लागू करना ताकि निपटान जोखिम को समाप्त किया जा सके</li> <li>▪ बैंकों द्वारा दीर्घावधि बांडों को जारी करना की अनुमति प्रदान करना जिनकी न्यूनतम परिपक्वता अवधि सात वर्ष हो ताकि (क) इंफ्रास्ट्रक्चर उप-क्षेत्रों और (ख) वहनीय आवासों में दीर्घावधि ऋण प्रदान करने के लिए संसाधन जुटाए जा सकें। इन बांडों को निवल मांग और समय देयताओं (एनडीटीएल) की गणना से छूट प्रदान की गई है और इसलिए ये सीआरआर/एसएलआर अपेक्षाओं के तहत नहीं आते हैं।</li> <li>▪ विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) के लिए निवेश सीमा में वृद्धि कर इसे पिछले कुछ वर्षों के दौरान 51 बिलियन यूएसडालर कर दिया गया है। सीमा आवंटन कार्यप्रणालियों को युक्तिसंगत बनाया गया है और धारिता कर-दर को 20 प्रतिशत से घटाकर कर 5 प्रतिशत कर दिया गया है।</li> <li>▪ एफपीआई को केवल उन्हीं कॉरपोरेट बांडों में निवेश करने की अनुमति प्रदान की गई है जिनकी परिपक्वता कम से कम तीन वर्ष शेष हो।</li> <li>▪ आईएफसी जैसे अंतर-राष्ट्रीय वित्तीय संस्थानों को रुपए से जुड़े विदेशी बांडों को जारी करने की अनुमति प्रदान की गई है ताकि विदेशों में रुपए के बांड बाजार में गहराई लाई जा सके और आईएफसी तथा अन्य निवेशक भारत में निवेश करने के लिए रुपए जुटा सकें। इससे दीर्घावधि कॉरपोरेट बांडों के लिए बेंचमार्क प्रतिफल विकसित करने की सुविधा मिल सकी है।</li> <li>▪ सेबी ने एक्सचेंजों पर ऋण के लिए समर्पित क्षेत्र का निर्माण करने की अनुमति प्रदान कर दी है।</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ बैंकों और पीडी को स्टॉक एक्सचेंजों का सदस्य बनने की अनुमति प्रदान की गई ताकि वे कॉरपोरेट बांडों में व्यापार कर सकें।</li> <li>▪ बैंकों और पीडी के लिए निवेश मानदंडों में ढील प्रदान की गई ताकि कॉरपोरेट बांडों में निवेश की सुविधा प्रदान की जा सके</li> <li>▪ कॉरपोरेट बांडों के लिए बैंकों द्वारा आंशिक क्रेडिट वृद्धि हेतु अंतिम दिशनिर्देश जारी किए गए</li> <li>▪ कॉरपोरेट बांड बाजार में निवेशकों का ध्यान/ प्रतिभागिता को प्रोत्साहित करने के लिए उपाय किए गए जिनमें सूचीबद्धता संबंधी अपेक्षाओं में लचीलापन लाना, क्रियाकलापों तथा प्रक्रियाओं को आसान बनाना, सरलीकृत प्रकटन मानदंडों और बाजार प्रबिद्धताओं का मानकीकरण करना शामिल है</li> <li>▪ भारतीय पूंजी बाजारों में निवेश के लिए इच्छुक विदेशी निकायों के लिए दसरलीकृत पंजीकरण प्रक्रिया और परिचालन ढांचा हेतु एफपीआई विनियमनों को युक्तिसंगत बनाया गया है</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ वित्तपोषण आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए कॉरपोरेट बांडों में रीपो प्रारंभ करना</li> <li>▪ कॉरपोरेट बांड धारकों द्वारा क्रेडिट जोखिम से बचाव के लिए हेजिंग की सुविधा प्रदान करने के लिए क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप लागू करना</li> <li>▪ सेबी द्वारा दी गई अनुमति से बांडों को पुनः जारी करना</li> </ul>

### सारणी 1: मुद्दे और कॉरपोरेट ऋण का कुल बकाया

(राशि बिलियन रु में)

वित्तीय वर्ष	निर्गम विवरण		निर्गम में परिवर्तन %	निवल बकाया (मार्च के अंत की स्थिति के अनुसार)	बकाया लिखतों की संख्या	बकाया राशि में परिवर्तन %
	निर्गमों की संख्या	राशि				
2010-11	4,280	2,709.46		8,895.09	12,155	
2011-12	5,565	3,100.69	14.44	10,516.38	13,721	18.23
2012-13	5,578	3,880.25	25.14	12,901.46	15,874	22.68
2013-14	4,911	3,881.51	0.03	14,673.96	13,104	13.74
2014-15	10,941	4,789.62	23.40	17,503.20	19,439	19.28
2015-16 (सितंबर 2015 तक)	4,358	1,442.48	69.88	18,660.59	21,035	6.61

स्रोत: सेबी

कुल निर्गम में लगभग 155 प्रतिशत की वृद्धि हुई है, जो 2010-11 के रु. 2,709.46 बिलियन से बढ़कर 2014-15 में रु. 4,789.62 बिलियन हो गया। इसी प्रकार निर्गमों में लगभग 77 प्रतिशत की वृद्धि हुई जो 2010-11 के 4280 निर्गमों से बढ़कर 2014-15 में 10,941 निर्गम हो गए (सारणी-1)।

7. तथापि, अन्य अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भारत में बांड बाजार का आकार जीडीपी के प्रतिशत के रूप में हल्का बना हुआ है (सारणी-2)।

### सारणी 2: अन्य एशियाई अर्थव्यवस्थाओं में स्थानीय मुद्रा के कॉरपोरेट बांड बाजार का आकार

(जीडीपी के % रूप में)

	ति2 2014	ति2 2015
चीन	17.8	18.8
हॉंगकॉंग	29.3	29
इंडोनेशिया	2.2	2.2
दक्षिण कोरिया	74	76.4
मलेशिया	41.3	41.5
फिलीपींस	5.6	5.8
सिंगापुर	30.6	32.4
थाईलैंड	16.7	17.4
जापान	16.9	16.2

{स्रोत: एशिया बांड मॉनीटर, सितंबर 2015}

8. तथापि, यह उल्लेखनीय है कि भारत में कॉरपोरेट बांड बाजार का विकास, वित्तीय बाजार के अन्य क्षेत्रों की तुलना में पिछड़ा रहा है क्योंकि इसके कुछ संस्थागत कारण थे। इनमें से कुछ

कारण इस प्रकार हैं:

- कॉरपोरेट बांड के निर्गम पर निजी आवंटनों का एकाधिकार है क्योंकि कॉरपोरेट ऋण के कुल निर्गम में इनकी 95 प्रतिशत से अधिक की भागीदारी है (2014-15)।
- सार्वजनिक क्षेत्र के निकायों और वित्तीय संस्थाओं द्वारा किए जाने वाले निर्गम अधिकतर एए अथवा उससे अधिक की रेटिंग में ही संकेन्द्रित हैं।
- अधिकतर निर्गम 2-5 वर्ष की अवधि के भीतर संकेन्द्रित हैं।
- सीमित/कमतर निवेशक आधार। बीमा कंपनियों, पेंशन फंडों और भविष्य निधियों जैसे संस्थागत निवेशकों को कॉरपोरेट बांडों में बड़े निवेश करने की अनुमति नहीं है।
- बांडों को पुनः निर्गत करने में तेजी नहीं आई है।
- एनडीएस-ओएम जैसी सीसीपी सुविधा (जैसी कि सरकारी प्रतिभूति बाजार के लिए उपलब्ध है) के प्लेटफार्म पर व्यापार की सुविधा न होना द्वितीयक बाजार की संवृद्धि में बाधक है।
- सीडीएस जैसी ऋण जोखिम सुरक्षा लिखतों के लिए बाजार अभी तक विकसित नहीं हुआ है।
- विभिन्न राज्यों के बीच कॉरपोरेट बांडों पर लगाई जाने वाले स्टांप शुल्क का कोई मानक नहीं है जिससे निर्गम प्रभावित होता है।

## आगामी रास्ता

9. कॉरपोरेट बांड बाजार का सक्रिय बनाने के लिए यह अपेक्षित होगा कि कई विनियामकीय उपाय किए जाएं ताकि मोटे (मैक्रो) मुद्दों के साथ ही साथ बाजार संबंधी सूक्ष्म-ढांचागत दोनों प्रकार के मुद्दों को हल किया जा सके। कुशल बाजार इंफ्रास्ट्रक्चर का निर्माण जहां निर्गमकर्ताओं और निवेशकों के लिए सुकर स्थितियों का निर्माण करेगा वहीं ढांचागत मुद्दों को, दीघावधि में बाजार के बढ़ने और वित्तीय प्रणाली के अंतरराष्ट्रीय बाजारों के साथ और अधिक संयुक्त होने के साथ, हल किया जा सकता है। विस्तृत रूप में एक प्रकार के मुद्दों पर विचार करना अधिक व्यवहार्य होगा। मैं '71' ढांचे, जिनके बारे में मैंने अपने पूर्व के एक भाषण में उल्लेख किया था, में निहित कुछ संभाव्य उपायों को वर्गीकृत करना चाहूंगा।

### निर्गमकर्ता

*बांडों को पुनः निर्गत करना*

10. कॉरपोरेट को इस बात के लिए प्रोत्साहित किया जाए कि वे समान आईएसआईएन कोड के तहत मौजूदा बांडों को पुनः जारी करें इससे बाजार में चलनिधि की वृद्धि होगी और उधार लेने की लागत में काफी कमी आएगी। यद्यपि सेबी ने हाल ही में कॉरपोरेट द्वारा पुनःनिर्गम करने की अनुमति प्रदान की है, तथापि, किसी भी कॉरपोरेट द्वारा कोई भी पुनः निर्गम नहीं किया गया है। पुनः निर्गम को प्रोत्साहित करने हेतु, दस्तावेजी औपचारिकताओं में कमी, निर्गम शुल्क में कमी आदि जैसे प्रोत्साहन दिए जाने की आवश्यकता हो सकती है।

*नगरपालिका बांडों को जारी करना*

11. एक सक्रिय बांड बाजार शहरी स्थानीय निकायों (यूएनबी) द्वारा जारी किए जाने वाले नगरपालिका बांडों हेतु एक बाजार को तैयार करेगा। प्रस्तावित 100 स्मार्ट शहरों के परिप्रेक्ष्य में नगरपालिका बांडों को जारी करने की संभावना को महत्वपूर्ण हो जाती है। तथापि, भारत में नगरपालिका बांड बाजार का आकार काफी सीमित है और यह अहमदाबाद, नासिक, नागपुर आदि जैसी कुछ मजबूत नगरपालिकाओं तक ही फैला हुआ है। नगरपालिका निकायों के न्यायाधिकार-क्षेत्रों की अति-व्याप्ति से नियमों की विपुलता; शहरी स्थानीय निकायों में विशेषीकृत परियोजना प्रबंधन सहायता की संभाव्य कमी; कई यूएलबी में अपारदर्शी बजट निर्माण एवं लेखांकन प्रणालियां; और द्वितीयक

बाजार में व्यापार की कमी के चलते निवेशकों के लिए सीमित निकासी मार्ग आदि इसके संभावित कारण हो सकते हैं।

12. इनमें से कुछ मुद्दों का, जिनका हल निकालने के लिए विचार किया जा सकता है वे इस प्रकार हैं, नगरपालिका बांडों की निधियों के प्रतिरोधन द्वारा जारीकर्ता नगरपालिकाओं के शासन ढांचे को मजबूती प्रदान करना, केंद्र/राज्य सरकार द्वारा आंशिक या पूर्ण गारंटी प्रदान करना, बांडों से होने वाली प्राप्तियों कर्ज चुकौती के लिए एस्क्रो खाते की अनिवार्यता आदि। नगरपालिकाओं द्वारा जारी की गई प्रतिभूतियों के निर्गम और उनकी सूचीबद्धता के लिए सेबी ने दिशानिर्देश जारी कर दिए हैं।

### निवेशक

*दीर्घकालिक निवेशकों के लिए निवेश दिशानिर्देशों को उदार बनाना*

13. मांग बढ़ाने के लिए विनियमित निकायों हेतु निवेश मानदंडों की समीक्षा की जाए ताकि कॉरपोरेट बांड बाजार में उनकी सक्रिय सहभागिता की सुविधा प्रदान की जा सके। पेंशन और अन्य सेवानिवृत्ति लाभ फंडों के लिए मौजूदा निवेश दिशानिर्देशों की स्वामित्व मानदंडों (सरकारी क्षेत्र/निजी क्षेत्र) की अपेक्षा रेटिंग आधारित मानदंडों के दृष्टिकोण से समीक्षा की जाए। उन्हें ब्याज दर स्वैप, रेपो और क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप का उपयोग करने की भी अनुमति प्रदान की जाए।

*खुदरा भागीदारी को प्रोत्साहन*

14. कॉरपोरेट बांडों में खुदरा निवेशकों की भागीदारी अभी भी सीमित बनी हुई है। कॉरपोरेट बांडों में खुदरा निवेशकों की भागीदारी बढ़ाने के लिए, हमें, शून्य कूपन बांड निर्गमों को प्रोत्साहित करना, कराधान संबंधी मुद्दों पर स्पष्टता, कर्ज निर्गमों में खुदरा निवेशकों के लिए विशेष कोटे का प्रावधान शामिल करना और खुदरा निवेशकों के लिए लेनदेन लागतों को कम करने की आवश्यकता है।

### मध्यस्थ

*बाजार निर्माण योजनाओं को प्रारंभ करना*

15. कॉरपोरेट बांडों में बाजार निर्माण योजना बाजार में चलनिधि की स्थिति में सुधार ला सकती हैं। परंतु किसी अतरल बाजार में बाजार निर्माण करना अपने आप में एक चुनौती है और ऐसे बहुत से मध्यस्थ नहीं होंगे जो दोनो ओर से बोली लगाने का जोखिम लेने के लिए

तैयार हों। एक व्यवहार्य बाजार निर्माण योजना का निर्माण करना होगा जिसमें बाजार प्रतिभागियों को उचित इसेंटिव के जरिए प्रोत्साहित किया जा सके ताकि वे दोनों ओर से बोलियां लगा सकें। विनियामकों के साथ परामर्श करके स्टॉक एक्सचेंजों को बाजार निर्माण योजनाओं को उतारना चाहिए। कदाचित्, इस संबंध में डिबेंचर न्यासी (ट्रस्टी) की भूमिका का भी अन्वेषण करने की आवश्यकता है।

### इंफ्रास्ट्रक्चर

#### कॉरपोरेट बांडों के लिए प्रभावी व्यापारिक प्लेटफार्म

16. एनएसई ने निजी तौर पर जारी किए गए कॉरपोरेट बांडों के लिए एक समर्पित व्यापार प्लेटफार्म विकसित किया है। तथापि, इस ट्रेडिंग प्लेटफार्म पर गतिविधियां नगण्य हैं। यद्यपि यह प्रणाली डीवीपी-III गारंटीशुदा निपटान के प्रावधान मुहैया कराती है, फिर भी इससे संबंधित कुछ मुद्दे हैं नामतः उच्च मार्जिन, चूक होने पर उच्च दंड, जारी किए गए सभी बांडों की प्लेटफार्म पर अनुपलब्धता, आदि। कुछ बाजार प्रतिभागियों के अनुसार, व्यापारियों की प्रतिभागिता बढ़ाने के लिए यह आवश्यक है कि कॉरपोरेट बांड रेपो हेतु समेकित निपटान हो और जी-सेक की भांति ही डीवीपी-III प्रणाली के तहत संपूर्ण बाजार उपलब्ध रहे।

17. स्टॉक एक्सचेंज बाजार प्रतिभागियों के साथ विमर्श कर सकते हैं और मौजूदा प्लेटफार्म में उचित परिवर्तन कर सकते हैं ताकि व्यापार को बढ़ावा दिया जा सके। यदि आवश्यक हो तो वो इस मामले में एक सुविचारित दृष्टिकोण अपना सकते हैं और प्रारंभिक चरण में डीवीपी-II निपटान को लागू करने की संभावना पर विचार कर सकते हैं और उसके बाद बाजार के विकास को देखते हुए डीवीपी-III में अंतरित हो सकते हैं।

18. कॉरपोरेट कर्ज में रेपो के लिए एक इलेक्ट्रॉनिक व्यापारिक प्लेटफार्म की घोषणा की गई है जो जी-सेक के लिए क्रोम्स (सीआरओएमएस) के समान ही है। इसे तेजी से आगे ले जाने की आवश्यकता है। इस प्रकार के प्लेटफार्मों को पहचान देने और विनियमित करने के लिए विधिक ढांचे की भी व्यवस्था की जानी आवश्यक है।

#### रेंटिंग एजेंसियां

19. कॉरपोरेट द्वारा जारी किए जाने वाले बांड जैसी लिखतों का मूल्यांकन करने में रेंटिंग एजेंसियां एक महत्वपूर्ण भूमिका का निर्वाह

करती हैं। वैश्विक वित्तीय संकट के बाद वे अंतरराष्ट्रीय रूप से केंद्रीय भूमिका में सामने आईं और रेंटिंग एजेंसियों में सुधार के लिए अंतरराष्ट्रीय रूप से कुछेक सिद्धांतों पर सहमति बनी। भारत में भी, सेबी ने 2010 में क्रेडिट रेंटिंग एजेंसियों (सीआरए) के लिए कुछ पारदर्शिता और प्रकटन मानदंडों को बनाया। अनुभव के आधार पर, सीआरए के लिए उपलब्ध दिशानिर्देशों की समीक्षा किए जाने की आवश्यकता है।

#### दिवालियापन संबंधी कानून

20. निवेशकों के दृष्टिकोण से कॉरपोरेट बांड बाजार को विकसित करने के लिए प्रभावी और सुदृढ़ दिवालियापन संबंधी व्यवस्था का होना अनिवार्य है। दिवालियापन के कानून में संशोधन करना, दिवालियापन संबंधी मामलों का जल्दी निपटान करना, शोधन अक्षमता संबंधी कार्रवाइयों को युक्तिसंगत बनाने जैसे उपायों से इन्हें प्राप्त करने में काफी मदद मिलेगी। संविधि के तहत स्थापित वित्तीय संस्थानों के शोधन अक्षमता संबंधी मामलों और दिवालियापन के दौरान उनमें द्विपक्षीय नेटिंग की व्यवस्था संबंधी हल निकालना भी आवश्यक है। श्री टी. के. विश्वनाथन की अध्यक्षता में गठित दिवालियापन कानून संशोधन समिति का गठन इस दिशा में उठाया गया एक महत्वपूर्ण कदम था, इसने हाल ही में अपनी रिपोर्ट प्रस्तुत की है। समिति ने शोधन अक्षमता और दिवाला संबंधी मामलों को सुलझाने के लिए विधिक ढांचे का प्रारूप प्रस्तुत किया है, पूर्णतः लागू होने पर जिसके दीर्घावधि प्रभाव होंगे। इस प्रस्तावित विधेयक के शीघ्र लागू होने और उस पर की जाने वाली अनुवर्ती कार्रवाई कॉरपोरेट बांड बाजार के विकास में एक परिवर्तनकारी कदम होगा।

### प्रोत्साहन

#### पूंजी के उद्देश्यों के लिए बैंकों से कॉरपोरेट उधारियों पर सीमा

21. बड़े कॉरपोरेटों द्वारा बैंकों से ली जाने वाली उधारियों पर आनुपातिक अंकुश लगाने और इस प्रकार के कॉरपोरेटों को उनकी अल्पावधि और साथ ही साथ दीर्घावधि वित्तीयन संबंधी आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए उनका रूख बाजार प्रणाली की ओर मोड़ देने से कॉरपोरेट बांड बाजारों के विकास में सहायता मिलेगी। रिजर्व बैंक “बड़े एक्सपोजर संबंधी ढांचे और बाजार प्रणाली के जरिए क्रेडिट आपूर्ति में इजाफा” विषय पर पहले ही एक चर्चा दस्तावेज 27 मार्च 2015 को जारी कर चुका है।

*प्रतिभूतिकरण के लिए वितरण कर संबंधी मुद्दे को सुलझाना*

22. कॉरपोरेट कर्ज लिखतों के प्रतिभूतिकरण से बाजार को काफी उछाल मिलेगा क्योंकि इससे जोखिम अंतरण और विवधीकरण में सुधार आएगा और इससे निर्गमकर्ताओं को चलनिधि प्राप्त होगी। एसपीवी की आय पर कराधान प्रतिभूति कर्ज की संवृद्धि में रूकावट पैदा करता है। बाजार प्रतिभागी इस बात की मांग कर रहे हैं कि प्रतिभूति कर्ज में कराधान संबंधी ढांचे में बदलावा जाए जाने की आवश्यकता है, इसे एसपीवी स्तर पर वितरण कर के बजाय निवेशको को मिलने वाली राशि पर कर लगाया जाए।

*स्टांप शुल्क मानदंडों को युक्तिसंगत बनाना*

23. संघीय सूची की 91वीं प्रविष्टि के प्रावधानों के संदर्भ में केंद्रीय सरकार जारी किए जाने वाले डिबेंचरों पर स्टाम्प शुल्क लगाने का अधिकार है। तथापि, कुछ राज्य स्टाम्प शुल्क कानून भी डिबेंचरों को जारी करने/ उनमें अंतरित करने पर शुल्क का प्रावधान करते हैं। स्टाम्प शुल्क कानून को युक्ति संगत बनाने की आवश्यकता है ताकि निर्गमकर्ताओं को प्रोत्साहित किया जा सके और इस दिशा में पहले की कार्य प्रारंभ हो गया है।

*कॉरपोरेट बांडों का संपार्श्विक के रूप में प्रयोग*

24. वैश्विक वित्तीय संकट के बाद के माहौल में यह देखा गया है कि दबाव की अवधियों के दौरान चलनिधि प्रदान करने के लिए केंद्रीय बैंकों द्वारा बड़े स्तर पर गैर-सरकारी दस्तावेजों का प्रयोग संपार्श्विक के रूप में किया गया। भारत में इसी प्रकार की व्यवस्था बनाने पर विचार किया जाना चाहिए जिसमें निश्चित रूप से समुचित हेयरकट और अन्य सुरक्षा व्यवस्था का प्रावधान होगा। इससे अच्छे गुणवत्तापूर्ण कॉरपोरेट दस्तावेजों की मांग में बढ़ोतरी होगी।

**लिखतें***रेपो बाजार को सक्रिय बनाना*

25. कॉरपोरेट बांड रेपो में रुचि प्रदर्शित न करने के कारणों में ग्लोबर मास्टर रेपो एग्रीमेंट (जीएमआरए) पर हस्ताक्षर न करना, रेपो बाजार में म्यूचुअल फंडों और बीमा कंपनियों जैसे उधारदाताओं की कमी आदि शामिल है। इन मुद्दों को सुलझाने के लिए रिजर्व बैंक अन्य विनियामकों के साथ संपर्क में हैं। रेपो बाजार में और निवेशकों को अनुमति प्रदान करके कॉरपोरेट कर्ज रेपो में प्रतिभागिता आधार को और अधिक विस्तार प्रदान करने पर भी विचार किया गया है।

26. अंतरराष्ट्रीय स्तर पर जीएमआरए एक मानक दस्तावेज है जिसका उपयोग बाजार प्रतिभागियों द्वारा रेपो लेनदेन करने के लिए किया जाता है। भारत में भी, हमने उसी दस्तावेज को अपनाया है। यह आवश्यक है कि बाजार प्रतिभागियों द्वारा विशिष्ट मुद्दों को ध्यान में लाया जाए ताकि उनका समाधान निकाला जा सके।

*सीडीएस बाजार को जोश के साथ प्रारंभ करना*

27. कॉरपोरेट बांड बाजार में क्रेडिट जोखिम को अंतरित करने की प्रणाली की अनुपलब्धता एक बाधा के रूप में काम करती है। यद्यपि भारत में सीडीएस को लागू किया जा चुका है, फिर भी बाजार में कोई गतिविधि नहीं है। पूंजी पर्याप्तता और एक्सपोजर मानदंडों के लिए समान प्रतिपक्षी के प्रति एमटुएम स्थिति की नेटिंग करने पर लगी सीमा एक बहुत बड़ी बाधा है। नेटिंग के बिना, सीडीएस में किया गया व्यापार गहन पूंजीयुक्त हो जाता है क्योंकि बैंक और पीडीज को, बाजार निर्माता के रूप में कार्य करने एवं समान प्रतिपक्षी के प्रति धनात्मक और ऋणात्मक स्थिति लेने के बावजूद, उन्हें सकल आधार पर पूंजी प्रभार के लिए उच्चतर प्रावधान करना पड़ता है। विधिक स्पष्टता की कमी के कारण नेटिंग करने की अनुमति प्रदान नहीं की गई है। क्लोज-आउट नेटिंग के साथ ही नेटिंग लागू करने के संबंध में स्पष्टता प्रदान करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम के प्रावधानों में समुचित संशोधन करने के प्रस्ताव किया गया है।

28. विनियामक भी सीडीएस के जरिए और अधिक निकायों को खरीद/ बिक्री की अनुमति दिए की संभावना तलाश रहे हैं। और अधिक सख्या में सुरक्षा विक्रेताओं की उपलब्धता से सीडीएस बाजार में गतिविधियों को प्रोत्साहन मिलेगा। इस संबंध में यह आवश्यक होगा कि वित्तीय रूप से ठोस बीमा कंपनियां और अन्य दीर्घावधि निवेशकों को सीडीएस सुरक्षा बेचन की अनुमति प्रदान की जाए जो कि विनियामकों द्वारा निर्धारित विवेकपूर्ण मानदंडों के अधीन होगी।

*रेटिंगशुदा नगरपालिका प्रतिभूतियां*

29. जैसा कि पहले चर्चा की जा चुकी है, आईआरडीए और पीएफआरडीए के निवेश दिशानिर्देशों के तहत रेटिंगशुदा नगरपालिका प्रतिभूतियों के लिए एक नई आस्ति क्षेणी को इसमें शामिल किया जाएगा।

## नवोन्मेष

### कॉरपोरेट द्वारा बैंकों की पीसीई सुविधा का उपयोग

30. बैंकों द्वारा आंशिक क्रेडिट वृद्धि (पीसीई) कॉरपोरेट बांड बाजार के प्रारंभिक चरण में तेजी ला सकती है। प्राप्त फीडबैक को ध्यान में रखते हुए भारतीय रिजर्व बैंक ने इस संबंध में अंतिम दिशानिर्देश जारी किए हैं जिनके तहत बैंक पीसीई प्रदान कर सकते हैं ताकि कंपनियों/एसपीवी द्वारा जारी किए गए (अधिमानी) परियोजना बांडों की सहायता की जा सके और इसके द्वारा बांड निर्गम की क्रेडिट रेटिंग को सुधारा जा सके और उससे वे निवेशकों के किसी विशिष्ट समूह के लिए जैसे कि संस्थागत और दीर्घकालिक निवेशक और अधिक आकर्षक लगें। ऐसी आशा की जाती है कि निर्गमकर्ता दीर्घावधि बांडों को जारी करने के लिए इस योजना का लाभ लेंगे।

### बांड सूचकांक

31. यद्यपि, निफ्टी 50 और बीएसई सेंसेक्स इंडेक्स के लिए प्रचलित बेंचमार्क के रूप में मौजूद हैं, फिर भी भारत में कर्ज सूचकांकों का निर्माण करने में चुनौतियां हैं क्योंकि बाजार में गहराई और फैलाव की कमी है। तथापि, बाजार भागीदारों एक कर्ज सूचकांक की आवश्यकता है ताकि वे कॉरपोरेट कर्ज की तुलना में विभिन्न आस्ति श्रेणियों के निष्पादन की तुलना कर सकें। बेंचमार्क और सूचकांक कंपनियों द्वारा इस क्षेत्र में अभी और कार्य किया जाना अपेक्षित है।

### समापन विचार

32. अच्छे प्रकार से विकसित एक कॉरपोरेट बांड बाजार निश्चय ही मौजूदा बैंक आधारित वित्तीय प्रणाली की कुछ परेशानियों का समाधान कर सकता है। कुशल और सुदृढ़ बांड बाजारों का विकास वैश्विक रूप से एक चुनौती है और केवल कुछ न्यायाधिकारक्षेत्र ही यह दावा कर सकते हैं कि उनके पास सही अर्थों में स्थानीय मुद्रा में बांड बाजार उपलब्ध हैं। तथापि, उन बाजारों में भी बाजार चलनिधि से संबंधित चिंताएं बढ़ रही हैं जिन्हें रेखांकित किया जा रहा है। हाल ही में अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष की वैश्विक वित्तीय स्थिरता रिपोर्ट ने इन कारकों पर विस्तार से चर्चा की है। यद्यपि इनमें से अधिकतर कारक हमारे बाजार से तत्काल ताल्लुक नहीं रखते हैं, फिर भी अनुभवों में महत्वपूर्ण जानकारी होती है क्योंकि विनियामकीय प्रथाएं और बाजार प्रणालियां सभी

न्यायाधिकारक्षेत्रों में काफी कुछ सदृश होती जा रही हैं। यद्यपि विनियामकीय परिवर्तनों का बाजार चलनिधि पर मिला-जुला प्रभाव पड़ता है, फिर भी संस्थागत निवेशकों द्वारा संकेन्द्रित धारिता, इलेक्ट्रानिक प्लेटफार्म का विकास और उच्च धैर्यता ट्रेडिंग, बाजार निर्माण में कमी आदि जैसे कई ढांचागत संचालक हैं, जिनकी अपनी भूमिका भी होती है।

33. हमें इन सभी घटकों के पड़ने वाले प्रभावों को मूल्यांकन करना होगा जिसमें कॉरपोरेट बांड बाजार विकास के संबंध में उभरती हुई विनियामकीय प्रथा भी शामिल होगी। यद्यपि यह महसूस किया गया है कि कुछ संवेदनशील मुद्दों पर विनियामकीय प्रथा को सकारात्मक रूप से उत्तर देना होगा फिर भी जिन ढांचागत कारकों का पहले उल्लेख किया गया है उनका समाधान निकाले बिना कॉरपोरेट बांड बाजार को गहरा बनाना कठिन होगा। विश्वनाथन समिति द्वारा प्रस्तुत दिवाला संहिता के मसौदे को शीघ्र लागू करने के साथ ही कुछेक लेनदेनों के लिए क्लोज-आउट नेटिंग के संबंध में विधिक निश्चितता प्रदान करने से क्रेडिट बाजार को सक्षम बनाने से संबंधित दो प्रमुख मुद्दों का समाधान हो सकेगा। बाजार इंफ्रास्ट्रक्चर से संबंधित कुछ मुद्दों के समाधान के लिए कार्य पहले ही प्रारंभ कर दिया गया है जिसमें कॉरपोरेट बांडों में रेपो के लिए इलेक्ट्रानिक प्लेटफार्म का विकसित करना शामिल है। कॉरपोरेट बांडों के संबंध में बाजार का निर्माण एक चुनौतीपूर्ण कार्य सिद्ध हो रहा है, विशेष रूप से ब्रोकरों को वित्त प्रदान करना। बैंकों को स्पष्ट रूप से बाजार निर्माण गतिविधियों का निधीयन करने की अनुमति है परंतु कारोबारी दिन की समाप्ति पर ये उनका मांग आधारित वाणिज्यिक निर्णय होगा। सरकार की प्रत्यक्ष/परोक्ष सहायता से बाजार निर्माण के लिए एक अलग ढांचे का निर्माण इसका एक संभावित समाधान हो सकता है।

34. इस बात को नोट करना भी उल्लेखनीय है कि सक्षम वातावरण के निर्माण के रास्ते में घटना-विशिष्ट बाधाओं का समाना करना पड़ सकता है जिससे प्रक्रिया के कुछ कदम पीछे चले जाने की भी संभावना होती है। इसका ज्वलंत उदाहरण एक उच्च रेटिंग बांड द्वारा हाल ही में की गई चूक है। चूक होने के तथ्य के अतिरिक्त, कुछ बाजार प्रथाएं, जो मीडिया रिपोर्टों के जरिए समाने आईं, वे बाजार में निवेशकों के भरोसे पर आघात करती हैं। यह विशिष्ट घटना मजबूत बाजार प्रथाओं और स्वस्थ बाजारों के विकास में संस्थागत इंफ्रास्ट्रक्चर की महत्ता को दोहराती है।

35. यद्यपि, बाधाओं की पहचान करने और उनका सही संदर्भ में समाधान करने के लिए निरंतर सम्मिलित कार्रवाई की जा रही है तथापि, हमें इस बात को लेकर चौकन्ना रहना होगा कि आदर्श बांड बाजार तलाश कभी समाप्त न हो पाने वाली काल्पनिक दौड़ में न तब्दील हो जाए। बांड बाजार एक विस्तृत पारिस्थितिक प्रणाली का हिस्सा है और यह बेहतरीन होगा कि वे स्वयं विकसित

हों। एक विनियामक के रूप में, हम लगातार सक्षम ढांचा प्रदान करते रहें। आशा है कि एफएसडीसी के छत्र तले बनाया गया समूह सभी प्रकार के मुद्दों, विशेष रूप से पूर्ववर्ती सभी समितियों की सिफारिशों को संज्ञान में लेगा। हम भारत में कॉरपोरेट बांड बाजार के विकास के लिए और अधिक उत्साहपूर्ण समय की आशा कर सकते हैं।