

## हमारे कर्ज बाजारों को मजबूती प्रदान करना\*

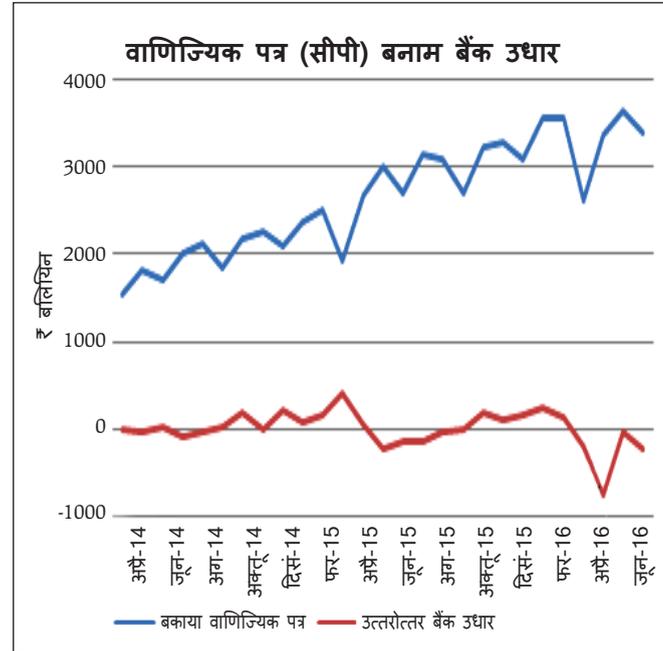
रघुराम जी. राजन

भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ (फेडाई) से बात करने के लिए मुझे आमंत्रित करने के लिए आपका सुक्रिया। मैंने पिछले दो सप्ताहों में, क्रमागत भाषणों में, मुद्रास्फीति, दबावपूर्ण कर्ज, वित्तीय समावेशन एवं बैंकिंग क्षेत्र से संबंधित सुधार के बारे में भारतीय रिज़र्व बैंक के दृष्टिकोण को रेखांकित किया है। मैं, आज कर्ज बाजारों और संबद्ध व्युत्पन्नियों के बारे में, हमें उनके गहन और चलनिधि युक्त होने की जरूरत क्यों है, हमें निधियों के लिए बांड बाजारों की उपलब्धता हेतु केंद्र एवं राज्य सरकारों के अलावा अधिक जोखिमपूर्ण फर्मों तथा परियोजनाओं की आवश्यकता क्यों है, हमें उत्पादों के नवोन्मेष को प्रोत्साहित करने की जरूरत क्यों है, और अंततः भारतीय रिज़र्व बैंक जैसे विनियामक को जिन दुविधाओं का सामना करना पड़ता है; इन सब के बारे में चर्चा करना चाहता हूँ। मैं इस चर्चा के दौरान हमारी कुछ सफलताओं के साथ ही साथ असफलताओं तथा भविष्य के लिए हमारी महत्वाकांक्षाओं का संक्षेप में जिक्र भी करना चाहूंगा।

हाल के महीनों में कर्ज बाजार के काफी अधिक आकर्षक बन जाने के तीन महत्वपूर्ण कारण हैं। पहला, आखिरकार हमारे पास एक ढांचा है जो मुद्रास्फीति को निम्न स्तर पर और स्थिर रखने के लिए प्रतिबद्ध है। जी हां, जुलाई में मुद्रास्फीति 6.07 प्रतिशत के उच्च स्तर पर थी, किंतु मुझे इस बात पर कोई संदेह नहीं है कि आगे आने वाले महीनों में मुद्रास्फीति कम होगी। मुख्य बात यह है कि बाजार के प्रतिभागियों को यह पता है कि मौद्रिक नीति समिति को मुद्रास्फीति को निम्न स्तर पर स्थिर रखना है, निःसंदेह इस समिति को आगामी जिन पांच वर्षों के लिए यह कार्य सौंपा गया है, उसे यह पूरा करेगी। इसके कारण मुद्रास्फीति जोखिम का प्रीमियम कम हो जाता है और इस प्रकार से सरकार से लेकर सबसे अधिक जोखिमपूर्ण उधारकर्ता तक सभी के लिए सांकेतिक स्थायी ब्याज दर कम हो जाती है। इस संबंध में, मुझे पूरा यकीन है कि मौद्रिक नीति के मामलों में मेरे साथ विगत तीन वर्षों से करीब से जुड़े हुए श्री ऊर्जित पटेल, आगे चलकर हमारे मुद्रास्फीति संबंधी लक्ष्यों को पूरा करनेके लिए मौद्रिक नीति समिति का कुशल मार्गदर्शन करेंगे।

दूसरी गतिविधि ऋण प्रदान करने में सरकारी क्षेत्र के बैंकों (पीएसबी) का अडियल रुख रहा है। नीतिगत दरों में की गई

\* 26 अगस्त 2016 को मुंबई में भारतीय विदेशी मुद्रा डीलर संघ के वार्षिक दिवस के अवसर पर गवर्नर, डॉ. रघुराम जी. राजन का संबोधन।



कटौती के बावजूद सरकारी क्षेत्र के बैंकों के साथ ही निजी क्षेत्र के बैंकों ने ऋण दरों में कमी नहीं किए जाने के संबंध अडियल रुख दर्शाया है। हालांकि, अल्पावधि बाजार दरों में यह कमी पूर्णतः की गई। इसमें कोई आश्चर्य की बात नहीं है कि उच्च रेटिंग वाली फर्म बैंकों को दरकिनार करते हुए वाणिज्यिक पत्रों (सीपी) के बाजारों से उधार ले रहे हैं, जिसके अंतर्गत पिछले दो वर्षों में बकाया वाणिज्यिक पत्रों में दोगुनी से अधिक वृद्धि हुई और यह बढ़कर 3 लाख करोड़ से अधिक हो गया (बैंकों द्वारा वृद्धि संबंधी ऋण प्रदान किए जाने की तुलना में बकाया वाणिज्य पत्रों के संबंध में उपर्युक्त चार्ट देखें)।

परंतु, अपेक्षाकृत कम रेटिंग वाली फर्मों का क्या होगा ? दुर्भाग्यवश, भारत में कर्ज वसूली की परेशानी यह रही है कि यहां पर कर्ज का विस्तार किसी भी अन्य देश की तुलना में अधिक है। यहीं पर तीसरी नोट करने योग्य गतिविधि नजर आती है। अल्पावधि से संबंधित सरफेसाई अधिनियम एवं कर्ज वसूली अभिकरणों के हाल के सुधारों तथा मध्यावधि से संबंधित दिवालियापन कोड से पुनर्भुक्तान की संभावना बढ़ने में मदद मिलनी चाहिए, और इस प्रकार से ऋण का विस्तार कम करने में मदद मिलेगी।

इन गतिविधियों को देखते हुए, नीयत आय वाले बाजार नियमन के उद्देश्य क्या होने चाहिए ?

### बाजार विनियमन के उद्देश्य

विकासशील देश के विनियामक के रूप में भारतीय रिज़र्व बैंक का ध्यान स्थिरता को बरकरार रखते हुए वृद्धि में तेजी लाने पर केंद्रित है। अतीत में इसका तात्पर्य यह था कि स्थायी आय और व्युत्पन्नी बाजार को उदार बनाने के लिए भारतीय

रिज़र्व बैंक ने सावधानी पूर्वक कार्य किया। इन बाजारों के बारे में केंद्रीय बैंक के लिए चिंता करने वाली कौन सी बात है ?

तीन विशिष्ट बातें हैं। हमें हमेशा से यह चिंता रही है कि बाजार सट्टेबाजों को आकर्षित करते हैं, और यह कि सट्टे से जुड़े लोग छोटे बाजारों में कीमतों को मूलभूत बातों से अलग कर सकते हैं। यह सचमुच एक चिंता का विषय है, किंतु हमें यह भी याद रखना चाहिए कि सभी सट्टेबाज ऐसा नहीं सोचते हैं। जब तक बाजारों में हेरफेर करने के लिए (और विनियमन द्वारा इस मिलेजुले हेरफेर को रोका जा सकता है) सम्मिलित कार्रवाई न की जाए सट्टेबाजों के भिन्न-भिन्न मतों से चलनिधि उपलब्ध हो सकती है, जिसके कारण बाजार हेरफेर के प्रति और अधिक प्रतिरोधी हो सकते हैं। अन्य शब्दों में कहें तो, बाजार में सट्टेबाजी का अत्यधिक डर स्व-संतोषप्रद होता है - इसके कारण बाजार में चलनिधि की कमी हो जाती है और हेरफेर करने की आशंका बढ़ जाती है।

दूसरी बात, स्थापित संस्थागत प्रतिभागियों के लिए बाजार प्रतिस्पर्धा का स्रोत हो सकता है। उदाहरण के लिए, जैसा कि मैंने पहले कहा, उच्च गुणवत्ता वाले कॉर्पोरेट, ऋण के लिए बैंकों के स्थान पर कर्ज बाजार की ओर जा सकते हैं। इसके कारण बैंकों को अधिक जोखिमपूर्ण ऋण प्रदान करना पड़ सकता है। पुनः, यह चिंता की बात तो है। हालांकि, इनमें से बहुत कुछ किया भी जा सकता है। आखिरकार बैंकों को अपेक्षाकृत अधिक जोखिमपूर्ण ग्राहकों ऋण प्रदान करना चाहिए, जिनको निगरानी किए जाने और संरक्षण प्रदान करने की जरूरत होती है। जबकि, बाजार से ऐसे ग्राहकों को ऋण मिलना चाहिए जिनको इस तरह ध्यान दिए जाने की आवश्यकता नहीं हो। इसके अलावा, भारत में समस्या की बात यह है कि प्रत्यक्ष या अप्रत्यक्ष रूप से अत्यधिक जोखिम बैंक के तुलन पत्र पर पड़ता है। उदाहरण के लिए, गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) को स्थावर संपदा के डिवलेपर को ऋण प्रदान करने जैसे अधिक जोखिम लेना चाहिए, क्योंकि उनकी देयताएं दीर्घावधि के लिए होती हैं। यद्यपि, वास्तव में बहुत से डिवलेपर ने बैंकों से काफी ऋण लिया हुआ है। प्रणालीगत जोखिम की दृष्टि से यह बेहतर होगा कि ऐसे लोग बैंक से कर्ज लेने की बजाय बाजार से उधार लें। अधिक व्यापकरूप से, बड़े उधारकर्ताओं पर बाजार से वित्तपोषण प्राप्त करने के लिए दबाव पूर्वक कार्य करते हुए बैंकों के बहुत बड़े एकल और समूह एक्सपोजर को कम किया जाना चाहिए।

तीसरी बात, हम विवेकपूर्ण एवं पर्यवेक्षी मानकों के नजदीक जाने के प्रयासों वाले स्वच्छंद नवोन्मेषों के बारे में चिंतित रहते हैं और इसके समाप्ति अनिश्चित मूल्य निर्धारण और प्रणालीगत जोखिम के रूप में होती है। उदाहरण के लिए, अमेरिका में स्थायी आय वाले उत्पादों आवासीय रेहन के आधार पर तैयार किए गए व्युत्पन्नियों का मूल्यन मुश्किल

हो गया क्योंकि आवास मूल्य घट गए। यह वैश्विक वित्तीय संकट का प्राथमिक कारक था। एक बार फिर से, अब तक कम सुविधा प्राप्त लोगों के लिए ऋण उपलब्ध कराने में सहायक होने के बावजूद जंक बांड - दुर्भाग्य से इनका नाम 'जंक' रखा गया, विभिन्न प्रकार के उद्यमों एवं क्षेत्रों, हाल ही में भूसी के तेल (शेल आयल) की वृद्धि में सहायक रहे हैं। विनियामकों को प्रत्येक नए उत्पाद से हाने वाले लाभ बनाम प्रणालीगत जोखिमों का मूल्यांकन करना होता है। हम सिर्फ इसलिए नवोन्मेषों पर प्रतिबंध नहीं लगा सकते क्योंकि ऐसा करने से कम अधिक सुरक्षित महसूस करते हैं।

अधिक व्यापक बात यह है कि स्थायी आय और व्युत्पन्नी बाजारों के नपेतुले और ठीक प्रकार से संकेत देते हुए उदारीकरण किए जाने से संभवतः हम सट्टेबाजी, प्रतियोगिता एवं नवोन्मेष से संबद्ध जोखिमों को न्यूनतम करते हुए गहन और अधिक चलनिधि युक्त बाजारों का लाभ ले पाएंगे। हमें विगत कुछ वर्षों के दौरान, बाजार की गतिविधियों पर कुछ अधिक सावधानी पूर्वक चलना पड़ा क्योंकि हमें वैश्विक वित्तीय बाजारों के नाजुक होने के समय कमजोरियां उत्पन्न होने की चिंता थी। किंतु समष्टिगत आर्थिक स्थिरता मजबूत हो जाने से इसकी चाल हमेशा अग्रगामी रही है। कल की गई घोषणाएं मजबूत, नपेतुले उदारीकरण की दिशा में अगली कार्रवाई थी। मैं इसकी व्याख्या करना चाहूंगा।

### सहभागिता

अधिक सहभागिता से उपलब्धता (लिक्विडिटी) में वृद्धि होती है। वर्षों के दौरान, हम लोगों ने सहभागिता में वृद्धि करने की कोशिश की है।

ताजा हाल में, स्थायी आय वाले वैश्विक बाजार के छोटे हिस्से का निर्माण खुदरा निवेशकों से होने के बावजूद हम उनकी पहुंच संस्थानों के प्रभुत्व वाले स्क्रीन आधारित एनडीएस-ओएम बाजार में बढ़ाने के लिए कार्य कर रहे हैं, ताकि वे सरकारी प्रतिभूतियों का व्यापार कर सकें और वे इसके लिए अपने डी-मैट खातों का प्रयोग भी कर सकें। हालांकि, हम जटिल व्युत्पन्नियों जैसी परिष्कृत समझ की आवश्यकता वाले बाजारों में, खुदरा निवेशकों की पहुंच बढ़ाने के बारे में सतर्कता बरत रहे हैं।

हम, संस्थागत सहभागिता के बारे में अधिक सहज महसूस कर सकते हैं। अब विदेशी संविभाग निवेशकों (एफपीआई) को एनडीएस-ओएम, कॉर्पोरेट बांड ट्रेडिंग एवं शायद आगे चलकर बाजार के अन्य हिस्सों सहित विविध प्रकार के बाजार सीधे उपलब्ध होंगे।

हमारे द्वारा अतीत में संस्थागत सहभागिता को सीमित किए जाने का एक कारण सट्टेबाजी को रोकना था। इसलिए,

हमारी अपेक्षा थी कि सहभागी सहायक विदेशी मुद्रा आस्ति, उदाहरण के लिए डॉलर, से संबंधित हों ताकि वित्तीय बाजारों में निवेशक उधार लिए गए स्टॉक की बिक्री कर सकें (शार्ट पोजीशन ले सकें) तथा इसके विपरीत कार्य भी किया जा सके। किंतु कभी-कभी, फॉरवर्ड डॉलर खरीदने के माध्यम से भावी आयातों की हैजिंग करने वाले आयातकों की संख्या निर्यातकों से अधिक हो जाती है, जो भावी प्राप्तियों को डॉलरों की फॉरवर्ड बिक्री के माध्यम से हैज करते हैं। फॉरवर्ड डॉलर की हैजिंग से संबंधित निवल मांग की पूर्ति करने के लिए बैंकों ने विशिष्ट रूप से दूसरे पक्ष (ओपन पोजीशन) को अपनाया हुआ है। हालांकि, बैंक की स्थिरता सुनिश्चित करने के लिए हमने बैंकों द्वारा धारित की जा सकने वाली ओपन पोजीशन के दायरे को सीमित किया है।

इन सीमाओं की कीमत अदा करनी पड़ती है। जब कभी भी बाजार में असंतुलन उत्पन्न होता है तब मध्यावधि मूलभूत तत्वों के निराधार होने पर भी मांग और आपूर्ति के बीच अस्थायी असंतुलों को संतुलित करने के लिए विनिमय दरों में काफी परिवर्तन होता है। इसके कारण केंद्रीय बैंक पर हस्तक्षेप करने का दबाव बढ़ता है।

हम निश्चित रूप से बैंक की ओपन पोजीशन की सीमाओं को बढ़ा सकते हैं, और आने वाले समय में ऐसा करेंगे भी। किंतु सारे विनिमय जोखिम को बैंकों पर डाल देना विवेकसम्मत नहीं होगा। कुछ सीमाओं के साथ बिना सहायक आस्तियों के अधिक संस्थाओं (प्लेयरर्स) को ओपन पोजीशन लेने की अनुमति प्रदान करना बेहतर विकल्प होगा ताकि हमें किसी एक व्यापारी से अत्यधिक सट्टेबाजी किए जाने या हेरफेर करने के प्रयासों का सामना न करना पड़े। ऐसा किए जाने से बैंकों या भारतीय रिज़र्व बैंक पर बड़ी मांग का दबाव डाले बगैर बाजार के असंतुलों को दूर करते हुए, विनिमय बाजार में चलनिधि की स्थिति में गहनता लाई जा सकती है। भारतीय रिज़र्व बैंक ने इस दिशा में कल एक मूलभूत कदम उठाते हुए बाजार के सभी प्रतिभागियों को थोड़ी ओपन पोजीशन लेने की अनुमति प्रदान की है। भारतीय रिज़र्व बैंक अपने अनुभव के आधार पर आगे की कार्रवाई करेगा।

अंततः, सभी प्रतिभागी भारतीय बाजारों में चलनिधि बढ़ाने और गहनता की वृद्धि में योगदान नहीं करते हैं। उदाहरण के लिए, कुछ विदेशी संगठनों ने सुझाव दिया है कि सिर्फ घरेलू स्तर पर होने वाले कारोबार को रिपोर्ट करते हुए घरेलू स्तर पर जारी की गई भारतीय प्रतिभूतियों का व्यापार विदेशों में किए जाने की अनुमति प्रदान की जाए। दुर्भाग्यवश, इससे भारतीय स्टॉक एक्सचेंजों पर होने वाले कारोबार में कमी आ सकती है और परिणामस्वरूप उपलब्धता (चलनिधि) में कमी हो सकती है। हमने ऐसे संगठनों को सलाह दी है कि या तो वे भारतीय स्टॉक एक्सचेंजों में अपना कारोबार करें, या फिर वे अपने ग्राहकों को मसाला बांडों की राह दिखाएं। प्रथम विकल्प अभी विचाराधीन है।

## नवोन्मेष

कभी-कभी वित्तीय नवोन्मेषों को कर अपवंचन एवं विनियमों से बचने के तरीके के रूप में नकारात्मक ढंग से देखा जाता है। हालांकि, ठीक ढंग से किए जाएं तो वित्तीय नवोन्मेष को अलग-अलग परिप्रेक्ष्य में देखा जा सकता है ताकि उनको उचित स्थानों पर लागू किया जा सके। इस तरह के लिखत का एक उदाहरण ब्याज दर फ्यूचर्स है, जिसमें 2013-14 में सुधार होने के बाद, पिछले 12 महीनों में औसत दैनिक कारोबार की मात्रा ₹23 बिलियन (हाल के महीनों में कमी आने के बावजूद) के करीब रही है। कोई निवेशक, बैंक या निगम ब्याज दर फ्यूचर्स (आईआरएफ) मार्केट का प्रयोग उनकी मर्जी के अनुसार ब्याज एक्सपोजर को बढ़ाने या घटाने में प्रयोग कर सकते हैं। इस बाजार की सफलता का मुख्य कारण, विनियामकीय अपेक्षाओं को पूरा करते हुए संबंधित लिखतों के डिजाइन को बाजार के प्रतिभागियों की जरूरत के अनुसार निर्धारित करने की अनुमति प्रदान करना रहा है। हम, मुद्रा बाजार फ्यूचर्स निविदाओं के संबंध में भी इसी तरह से आगे बढ़ रहे हैं।

सभी नवोन्मेषी लिखत सफल नहीं हुए हैं। थोक मूल्य सूचकांक (डब्ल्यूआई) से संबद्ध मुद्रास्फीति से सूचीबद्ध बांड (आईआईबी) बहुत लोकप्रिय नहीं हुए क्योंकि भारतीय रिज़र्व बैंक ने थोक मूल्य सूचकांक के स्थान पर उपभोक्ता मूल्य सूचकांक (सीपीआई) को अपना लिया है। उपभोक्ता मूल्य सूचकांक से संबद्ध आईआईबी का बाजार भी थोड़ा गर्म रहा है। शायद निवेशकों की थोड़ी रुचि होना अवस्फीति-कारक माहौल को दर्शाता है, जिसके अंतर्गत मुद्रास्फीति को स्थिर बनाए रखने के अधिक प्रयास नहीं किए जाते। कर से अधिक सुरक्षा प्रदान करने वाले स्वर्ण मुद्राकरण बांडों के विपरीत उपभोक्ता मूल्य सूचकांक से संबद्ध आईआईबी भी मुद्रास्फीति होने पर पूर्णतः कर से सुरक्षित नहीं हैं। आगे चलकर, सभी लिखतों के मामलों में कर के संबंध में एक समान नियमों की दरकार होगी, ताकि सिर्फ कर के संबंध में बेहतर होने के कारण कोई लिखत अधिक पसंद न किया जाए।

इन उदाहरणों में निहित सीख यह है कि वित्तीय नवोन्मेषों को सहारे की जरूरत कर या विनियमों से बचने के लिए नहीं होती है बल्कि इसलिए होती है कि उसमें निहित प्रेरक तत्वों को प्रोत्साहन मिले। नवोन्मेषों में ठीक तरह से प्रभावी होने तक सुधार करने की आवश्यकता पड़ती है। ब्याज दर फ्यूचर्स आरंभिक स्वरूपों में अधिक आकर्षक नहीं थी, किंतु बाद के स्वरूपों में इन्हें सफलता प्राप्त हुई। भारतीय रिज़र्व बैंक ने इसी कारण से सुरक्षित चलने के उपागम (सैंडबॉक्स एप्रोच) को अपनाया है, जिसके तहत हम उत्पाद के स्पष्ट रूप से परेशानी बन जाने तक प्रारंभिक नवोन्मेषों के प्रति उदारता बरतते हैं और सिर्फ तभी अधिक सावधानी पूर्वक विनियमन करते हैं जब

उनके प्रति रुचि बढ़ने लगती है और यह लगने लगे कि वह उत्पाद प्रणालीगत दृष्टि से महत्वपूर्ण बन सकता है।

आखिरकार, वित्तीय नवोन्मेष को प्रोत्साहित करने में विनियामक का एक महत्वपूर्ण कार्य जरूरी आधारभूत संरचना को विकसित करना होता है। उदाहरण के लिए, बहुत से वित्तीय करार निर्धारित सीमाओं के परे जाकर किए जाते हैं। भारतीय रिज़र्व बैंक ने वित्तीय बैंचमार्क्स इंडिया प्राइवेट लिमिटेड (एफबीआईएल) की स्थापना को प्रोत्साहित किया है, जो बाजार में बहुत सी बैंचमार्क श्रृंखलाएं तैयार कर रहा है। मुझे आशा है कि इन श्रृंखलाओं का प्रयोग शीघ्र ही नवोन्मेषी वित्तीय करारों में किया जाएगा।

### अंतरराष्ट्रीयकरण

चालू खाता के घाटे वाला देश होने के कारण भारत को विदेश से वित्तपोषण की आवश्यकता है। आदर्शरूप में हम जोखिम पूंजी को आकर्षित करना चाहेंगे, जिसकी इस देश में आपूर्ति कम है। इसका तात्पर्य है कि प्रत्यक्ष विदेशी निवेश (एफडीआई) के साथ ही साथ इक्विटी निवेश को प्रोत्साहन देना है। विदेशी निवेशक कर्ज और व्युत्पन्नी बाजारों को गहन बनाने में भी मदद कर सकते हैं क्योंकि वे उचित मूल्य निर्धारण (प्राइस डिस्कवरी) और तरलता बढ़ाने में योगदान करते हैं।

सभी घरेलू संस्थाओं को विदेशी निवेशकों द्वारा धारित दावों का निर्गम नहीं करना चाहिए। आदर्श रूप में, बेशक कंपनियों को इन मुद्दों पर कि उन्हें किस मुद्रा में उधार लेना है और वे कितनी हैजिंग करना चाहते हैं, बाजार के निर्णयों पर छोड़ देना चाहिए। किंतु हमारी ऋणशोधन की कमजोर प्रणाली के चलते बिना हैजिंग किए विदेशी उधार लेने में कोई नैतिक संकट नहीं है - यदि रुपया की मूल्यवृद्धि होती है तो डॉलर के कम ब्याज को चुकाते हुए सारा लाभ प्रवर्तक ले लेता है। अब कमी के सिद्धांत की बात करें, यदि रुपया का मूल्यहास होता है तो प्रासंगिक धूर्त-प्रवर्तक अपने भारतीय बैंक के पास जाता है और उसे वित्तीय सहारा दिए जाने (बेल आउट) की मांग करता है। इसलिए आधारभूत संरचना तैयार करने वाली कंपनियों द्वारा डॉलर या येन के रूप में अल्पावधि कर्ज प्रदान किए जाना, यदि हैजिंग न की गई हो, रुपया के मूल्यहास की स्थिति में बहुत परेशानी का कारण बन सकता है।

इसलिए, हमने उन कंपनियों को प्रोत्साहित किया है जिनके पास दीर्घावधि डॉलर बांड, पूर्णतः हैज किए गए अल्पावधि बांड या रुपया में मूल्यवर्गित मसाला बांड विदेशों में जारी करने के लिए विदेशी मुद्रा में कमाई नहीं हो। हाल ही में पहली बार जारी किए गए मसाला बांडों से भारतीय कर्ज बाजार में उस युग के आगमन की आहट सुनाई देती है जिसका उल्लेख पर्याप्त ढंग से नहीं किया गया है। हाल के दशकों में पहली बार रुपया के मूल्य पर अंतरराष्ट्रीय बाजारों ने ऐसा भरोसा जताया है कि वहां पर निगमों द्वारा घरेलू मुद्रा में

लिखत जारी कर सकते हैं। हमें उम्मीद है कि आगे चलकर विदेशों अधिक सक्रिय मसाला बांड बाजार अस्तित्व में होगा जो सक्रिय घरेलू कॉर्पोरेट बांड बाजार के संपूरक के रूप में कार्य करेगा।

हमारे चालू खाता घाटे को प्रत्यक्ष विदेशी निवेश के प्रवाह के माध्यम से पूरा किए जा सकने के बावजूद हम कर्ज बाजारों में अंतर्वाह को भी प्रोत्साहित कर रहे हैं ताकि उसमें गहनता और तरलता में वृद्धि की जा सके। हमने सरकारी कर्ज में एफपीआई की सीमाओं में उत्तरोत्तर विस्तार किया है, और हाल ही में यह भी घोषित किया है कि निकट भविष्य में इन सीमाओं में किस प्रकार से और विस्तार किया जाना है। हमने राज्य सरकारों के कर्ज में भी निवेश की अनुमति प्रदान की है, और मध्यावधि योजनाओं के लिए उनकी सीमाओं को भी निर्धारित किया है। सामान्यतः, हमारा उद्देश्य मजबूती के साथ उदारीकरण करना है, किंतु इसे सुविचारित ढंग से किया जाना है। हम इस बात पर पूरी तरह निगाह रखे हुए हैं कि उदारीकरण से हमारी घरेलू अर्थव्यवस्था को कितनी मजबूती मिलेगी।

हम बाजार की प्रत्येक दलील से प्रभावित नहीं हुए हैं। उदाहरण के लिए, बहुत से निवेश बैंक यह चाहते हैं कि डॉलर में मूल्यवर्गित सरकारी प्रतिभूतियों को अंतरराष्ट्रीय स्तर पर जारी किया जाए ताकि, जाहिर सी बात है कि भारतीय लिखतों के लिए बैंचमार्क डॉलर प्राप्ति वक्र तैयार किया जा सके। मैं इस बात से सहमत हूँ कि इस तरह के लिखत प्राप्ति की उम्मीद में बैठे निवेशकों के लिए आकर्षक होंगे, किंतु मैं यह नहीं मानता कि यह भारत के लिए अधिक उपयोगी होंगे। बहुत सी उभरती अर्थव्यवस्थाएं डॉलर में मूल्यवर्गित कर्ज के स्थान पर अपनी स्वयं की मुद्राओं में मूल्यवर्गित कर्ज जारी करना पसंद करेंगी ताकि मुद्रा जोखिम से बचा जा सके, किंतु मुझे दूसरे मार्ग को अपनाने का कोई कारण नज़र नहीं आता। इसके स्थान पर हमें अंतरराष्ट्रीय अर्द्ध-सरकारी रुपया प्राप्ति वक्र तैयार करने की कोशिश करना चाहिए ताकि रुपया में मूल्यवर्गित लिखतों का मूल्यन आसानी से किया जा सके। इसी बात को ध्यान में रखते हुए हमने कल मसाला बांड जारी करने की अनुमति प्रदान की है, जिसके अंतर्गत बैंक के बांडों को अर्द्ध-सरकारी स्थानापन्न माना गया है।

### सुलभता (लिक्विडिटी)

बेशक, रुपया प्राप्ति वक्र के सभी हिस्से सरकारी प्रतिभूतियों के घरेलू बाजार में भी सुलभ नहीं हैं। हम बहुत अल्पावधि लक्ष्य के रूप में मीयादी रिपो की नीलामी के माध्यम से अधिक तरलता और बेहतर मूल्यन को प्राप्त करने का प्रयास कर रहे हैं। दीर्घावधि लक्ष्य के रूप में हमारा प्रयास अपने खुले बाजार की गतिविधियों में अधिक गैर-सुलभ प्रतिभूतियों पर ध्यान केंद्रित करना रहा है, ताकि मीयाद वक्र स्थिर हो सके। हमने प्राथमिक डीलरों को शामिल करते हुए विशिष्ट सरकारी प्रतिभूति के लिखतों का बाजार तैयार करने को प्रोत्साहित करने का भी प्रस्ताव कर रहे हैं।

कॉर्पोरेट कर्ज बाजार में लिखतों की सुलभता लाने का एक तरीका यह है कि केंद्रीय बैंक के साथ होने वाले रिपो लेनदेनों में उन्हें (लिखतों को) संपार्श्विकों के रूप में प्रयोग किए जाने की अनुमति दी जाए। बेशक, इसके लिए समुचित हेयरकट का प्रावधान किया जा सकता है। बैंकों द्वारा उच्च गुणवत्ता वाले कॉर्पोरेट बांड के बदले उधार लेने में सक्षम होने पर उनकी प्राप्तियों में गिरावट आएगी और बांड के अधिक जारीकर्ता बाजार का हिस्सा बनेंगे। इस बात को ध्यान में रखते हुए, हमने भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम में संशोधन करने के लिए मामला भारत सरकार के समक्ष प्रस्तुत किया है ताकि भारतीय रिज़र्व बैंक को बैंकों तथा अन्य वित्तीय संस्थानों के साथ रिपो के अंतर्गत कॉर्पोरेट बांड के रूप में लेनदेन की अनुमति मिल सके।

### रेटिंग, आकस्मिक सहायता और आपूर्ति

क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों द्वारा निर्धारित रेटिंग, दूरी बनाए रखने वाले निवेशकों को कॉर्पोरेट ऋण की गुणवत्ता के बारे में भरोसा दिलाने के लिए महत्वपूर्ण होती हैं। अपनी रेटिंग को परिशुद्ध बनाए रखने के लिए एजेंसियों को अद्यतन जानकारी के साथ ही साथ अच्छे विश्लेषण की भी आवश्यकता होती है। एजेंसियों ने भारतीय रिज़र्व बैंक से कॉर्पोरेट बैंक उधारी के बारे में जानकारी मांगी है। ये जानकारी ऋण सूचना ब्यूरो (सीआईबी) के पास उपलब्ध होती हैं, इसलिए भारतीय रिज़र्व बैंक ने एजेंसियों को ऋण सूचना ब्यूरो के सदस्य बनने की सलाह दी है। उम्मीद की जानी चाहिए कि उच्च रेटिंग वाले कॉर्पोरेट बांड के मूल्य में बिना चेतावनी के अचानक गिरावट होने की घटनाओं में उत्तरोत्तर कमी आएगी, क्योंकि रेटिंग एजेंसियां काफी सावधानी बरतती हैं।

कुछ लोगों का तर्क है कि बैंकों से आसानी से नकद ऋण प्राप्त होने के कारण निगम (कॉर्पोरेशन) निधि जुटाने के लिए मुद्रा एवं बांड बाजार का रुख नहीं करते हैं। ऐसा होने के कारण बैंकों का किसी एक नाम या समूह के प्रति एक्सपोजर भी बढ़ता है, जो संकेंद्रण जोखिम को बढ़ाता है। जैसा कि पहले सुझाया गया है, हम बैंकों के दबावगस्त होने की इस अवधि में निगमों ने मुद्रा एवं बांड बाजारों का रुख किया है। ऐसे निगमों के प्रति एक्सपोजर अधिक होने पर हम बैंकों पर अधिक प्रावधान करने एवं पूंजी अपेक्षाओं की शर्तें लगाकर निगमों को और प्रोत्साहित करेंगे।

अभी तक प्रस्तावित बहुत से उपायों से उच्च रेटिंग वाले कॉर्पोरेट बांडों के प्रति निवेशकों का आकर्षण बढ़ेगा। किंतु आधारभूत संरचना की परियोजनाओं, जिनको वित्तपोषण के लिए काफी राशि की आवश्यकता होती है, की प्रारंभिक रेटिंग उच्च स्तर की नहीं हो सकती है। इस तरह की संस्थाओं को बांड जारी करने में समर्थ बनाने के लिए हमने बैंकों को अनुमति प्रदान की है कि ऐसे बांड के लिए अधिक ऋण उपलब्ध कराएं। इस प्रकार से ऋण में वृद्धि के लिए पूंजी की

आवश्यकता को बैंकों द्वारा उठाए जा रहे जोखिम के अनुरूप निर्धारित करने के लिए हम बहुत सावधानी बरत रहे हैं ताकि कोई ऋण पत्रों का कोई क्रय-विक्रय (आर्बिट्राज) न हो। कल घोषित उपायों से बैंकों के लिए ऋण वृद्धि की समुचित राशि प्रदान करने में सहूलियत होना चाहिए।

राज्य सरकारों के साथ ही साथ राज्य सरकारों द्वारा प्रत्याभूत देयताएं/दायित्व ऐसा क्षेत्र है जिसके प्रति अधिक स्पष्टीकरण की आवश्यकता है। राज्य सरकार की देयताओं को शून्य जोखिम भारांक प्रदान करने और उच्चतम रेटिंग प्रदान करने के लिए यह महत्वपूर्ण है कि ऐसी देयताओं के संबंध में कोई प्रत्यक्ष या अप्रत्यक्ष चूक अथवा उनकी पुनर्रचना नहीं होना चाहिए। चूंकि पुनर्रचना किया जाना देयताओं को विलंबित करने के सदृश मानी जा सकती है। भविष्य में प्रतिलाभ के लिए बाजार में न सिर्फ किसी विशेष राज्य द्वारा जारी लिखतों की मांग बढ़ेगी बल्कि अन्य राज्य सरकारों की देयताओं से संबंधित प्रतिलाभ में भी वृद्धि होगी। इसकी जटिलताएं इतनी अधिक हैं कि इस तरह की कार्रवाई को 'असोचनीय' बना रहना चाहिए।

### विनियमन

हम व्युत्पन्नियों से संबंधित करारों की नेटिंग पर लगाई गई बंदिशों, और इस प्रकार से बैंकों की सहबद्ध पूंजी अपेक्षाओं के अपेक्षाकृत अधिक होने के बारे में जागरूक हैं। यह मामला सरकार के समक्ष प्रस्तुत किया गया है, और हमें उम्मीद है कि इस तरह से नेटिंग को संभव बनाने के लिए भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम में संशोधन किया जाएगा। जैसा कि प्रतिभूतिकरण से संबद्ध करों के मामलों में सरकार ने हाल ही में समाधान निकाला है, इस मसले का समाधान निकलने से बाजार की गतिविधियां काफी बढ़ने की संभावना है।

अंततः, भारतीय रिज़र्व बैंक छूट प्रदानकर्ता है किंतु हमें सावधान रहना होगा कि विवेकसम्मत विनियमों में सिर्फ इसलिए नहीं छूट दी जानी चाहिए कि किसी संस्था या गतिविधि को राष्ट्रीय महत्व का माना जाता है। इस तरह की गतिविधियों की तरफदारी करने के लिए विवेकसम्मत विनियम को हटा देना गलत बात है। आधारभूत संरचना जैसी राष्ट्रीय महत्व की गतिविधि बहुत जोखिमपूर्ण हो सकती है। इस तरह की गतिविधियों के लिए कम प्रावधान किए जाने की अपेक्षा करना या अपेक्षाकृत अधिक लीवरेज या ईसीबी की अनुमति प्रदान करने से प्रणालीगत जोखिम बढ़ सकता है। विनियामकीय छूट दिए जाने से लंबे समय के दौरान ऐसी गतिविधि को नुकसान पहुंच सकता है (बहुत सारी आधारभूत संरचना से संबंधित परियोजनाओं, जिनके पास डॉलर की कमाई नहीं है, का वित्तपोषण डॉलर या येन में किया जाएगा जो उसका पुनर्भुक्तान नहीं कर पाएंगी) और स्थिरता भी खतरे में पड़

सकती है। यदि सरकार ऐसा मानती है तो इस तरह की गतिविधि को सीधे छूट प्रदान करना, भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा राष्ट्रीय महत्व के नाम पर प्रणालीगत स्थिरता को कुर्बान करने से बहुत अच्छा कदम होगा।

### निष्कर्ष

मैं अपनी बात समाप्त करना चाहूंगा। वैश्विक बाजार में उथल-पुथल के हाल के दौर में भारतीय रिज़र्व बैंक सावधानी बरतते आया है, किंतु अभी भी यह उथल-पुथल शांत नहीं हुई है। बाजार से संबंधित सुधार निर्धारित परिकल्पित गति से लागू

किए जा रहे हैं। प्रेक्षक अधीर हो सकते हैं, किंतु मेरा मानना है कि मजबूत एवं अपरिवर्तनीय सुधार एवं 'बड़े धमाके/बिग बैंग' के स्थान पर कल हुआ 'छोटे धमाके/मिन बैंग' आज के समय की आवश्यकता है। वैश्विक परिस्थितियों की अनिश्चितता में कमी आने पर सुधारों की गति बढ़ सकती है। इस संबंध में इस अवधि के दौरान हमने जो सीख ली है, कि कौन सी बात कारगर होती है, वह तब (जब वैश्विक परिस्थितियों में अनिश्चितता में की होगी) बहुमूल्य होगी।

धन्यवाद।