

भारतीय कर्ज बाजार 2020 : आधार और भावी दिशा*

हारून आर. खान

आईडीबीआई बैंक के कार्यपालक निदेशक और एफआईएमएमडीए के अध्यक्ष श्री एन.एस वेंकटेश, पीडीआई के अध्यक्ष, श्री बी. प्रसन्ना, बैंकिंग जगत से वरिष्ठ साथी, भारत और यूके से पधारे प्रतिनिधिगण, देवियो और सज्जनो। मेरे लिए यह प्रसन्नता की बात है कि मैं इस एफआईएमएमडीए-पीडीआई के वार्षिक सम्मेलन का हिस्सा बना। वास्तव में यह जगह विश्व के अग्रणी वित्तीय केंद्रों में से एक है। लंदन विश्व के सबसे पुराने केंद्रीय बैंकों के घरों में से एक है और ऐसे बैद्विक मंच का प्रतीक है जहां अंतरराष्ट्रीय स्तर पर, वित्तीय क्षेत्र के विनियमन में केंद्रीय बैंकों की भूमिका के बारे में मंथन किया गया है। केंद्रीय बैंक, जिसे मौद्रिक नीति के अलावा अन्य सभी उत्तरदायित्व नहीं दिए गए थे, के शुरूआती दिनों से, संकट के पहले, वित्तीय विनियमन में केंद्रीय बैंक की प्रधानता को पुनः प्राप्त करने के लिए, लंदन जो कि प्रधान वित्तीय केंद्र है, का अनुभव अन्य देशों के लिए मूल्यवान सबक है। वित्तीय सेवाएं विधेयक जो दिसंबर 2012 में कानून बना था, पर हाउस ऑफ कामन्स और हाउस ऑफ लाड्स में चर्चा करके उसे समुचित एवं मजबूत बनाया गया था।

2. मैं, विनियमन, जो कि पिछले कई वर्षों में विकसित हुए हैं, की धारणा से संबंधित विभिन्न पहलुओं पर विचार करने और उसे आगे बढ़ाने के लिए लंबे अरसे से बाजार विनियमन से जुड़ा रहा हूँ। कई वर्षों में भारत में वित्तीय क्षेत्र विभिन्न अवसरों पर अलग-अलग राजनैतिक-आर्थिक महत्व के संदर्भ में विकसित हुआ है। नब्बे के दशक में शुरू किया गया आर्थिक सुधार कार्यक्रम भारत के आर्थिक इतिहास में एक बुनियादी बिंदु था। करोड़ों भारतीयों के लिए यह एक क्रांति से कम नहीं था, इससे भारी तादाद में अवसर पैदा हुए।

* 15 अप्रैल 2016 को लंदन में एफआईएमएमडीए-पीडीआई के 17वें वार्षिक सम्मेलन में भारतीय रिजर्व बैंक के उप गवर्नर श्री हारून आर. खान द्वारा दिया गया उद्घाटन भाषण। वक्ता ने इस भाषण को तैयार करने में श्री वैभव चतुर्वेदी और श्री एन.आर.वी.वी.एम.के. राजेंद्र कुमार से प्राप्त सहयोग के लिए उनके प्रति कृतज्ञता प्रकट की है।

इन सुधारों के चलते, हमने कम वृद्धि की बेड़ियां तोड़ी हैं और प्रभावशाली वृद्धि दर से दर्ज की है। विश्व की श्रेष्ठ अर्थव्यवस्थाओं के संघ में भारत का प्रवेश और पसंदीदा निवेश स्थान होना नीतियों की सफलता को प्रमाणित करता है।

3. ये परिवर्तन सुविचारित नीतियों के परिणाम हैं। यद्यपि, इस कार्य को गति देने में 1991 की संकटपूर्ण आर्थिक स्थिति का योगदान हो सकता है, फिर भी, इस कार्य को गति नपे-तुले उपायों की श्रृंखला के जरिए प्रदान की गई थी। यह सुधार सभी हितधारकों, विशेष रूप से, बड़े वर्ग जो आर्थिक रूप से कमजोर हैं, के हितों को ध्यान में रखकर किए गए थे। नियमित सुधार अधिक स्थिर और टिकाऊ साबित हुए हैं।

4. वित्तीय क्षेत्र से संबंधित सुधार सुधारों की समग्र योजना का अंश रहे हैं और आर्थिक नीति के अन्य घटकों को पूरा करते हैं। 1990 के प्रारंभ में शुरू किए गए सुधार के समय से भारत में वित्तीय क्षेत्र सुधारों की एक ध्यान देने योग्य विशेषता पूरे विश्व में बार-बार होने वाले वित्तीय संकटों द्वारा चिह्नित अवधि के जरिए वित्तीय स्थिरता का अनुरक्षण रहा है। हमारे वित्तीय बाजार इस अवधि के दौरान मजबूत होकर उभरे हैं, सघन और तरल हुए हैं। वे चुनौतीपूर्ण घरेलू और वैश्विक गतिविधियों के परिणामस्वरूप अधिक लचीले भी हुए हैं।

5. इन वर्षों के दौरान बाजार विनियमन के प्रति हमारा दृष्टिकोण प्रणालीगत अनिवार्यताओं और संस्थागत विवेक सम्मत उपायों को केंद्र में रखकर विकसित हुआ है। प्रगति की गति भिन्न-भिन्न हो सकती है और कभी-कभी प्रगति में बाधा भी आई है किंतु उसका संबंध अनिश्चित समष्टिगत परिवेश से अधिक रहा है। नीति बनाना कभी भी एक रेखीय, एक विमितीय प्रक्रिया नहीं हो सकती है, जब तक सैद्धांतिक न है, जो कि हमारा लक्ष्य नहीं है। किंतु अंतिम परिणामों के संबंध में हमने बहुत अधिक दूरी तय कर ली है। हमने अपने पूर्व में दिए गए भाषण में हमारे दृष्टिकोण के प्रमुख कारकों और उपलब्धियों पर चर्चा की है, अतः यहां मैं उसे दोहराना नहीं चाहता हूँ। मैंने अभी-अभी उल्लेख किया है कि हमारा दृष्टिकोण कभी भी सांख्यिकीविद् नहीं रहा है और चर्चा की गई और लागू की गई अनेक छोटी वस्तुओं का भारी मात्रा में आयात निरंकुश चर्चा के बीच व्यापक विचार-विमर्श में पूर्णतः दर्ज नहीं हो पाया है।

6. चूंकि हमने वित्तीय क्षेत्र से संबंधित सुधार शुरू किए हैं, इसलिए भारतीय बांड बाजार में काफी सुधार हुआ है। सहभागिता के संदर्भ में सरकारी प्रतिभूति बाजार (जी-सेक), कार्पोरेट बांड बाजार और डेरिवेटिव बाजार का आधार काफी व्यापक हुआ है। उपलब्ध कर्ज और डेरिवेटिव उत्पादों की संख्या और जटिल हुई है। सॉवरेन प्रतिफल वक्र अभी बढ़कर 40 वर्ष तक का हो गया है। प्राथमिक बाजार निर्गमों में वृद्धि हुई है जिससे बड़े बेंचमार्क वाले निर्गमों को जारी किया। द्वितीयक बाजार का आकार बढ़ा है। संचालित प्रतिभूतियों की बोली प्रस्तावित दर का दायरा कम रहा है और प्रभाव लागत भी कम रही है। कार्पोरेट बांड के संबंध में भी ट्रेडिंग की मात्रा में बढ़ोतरी हुई है किंतु वैश्विक समकक्षों की तुलना में कम है।

7. बाजार माइक्रो-स्ट्रक्चर और इन्फ्रास्ट्रक्चर में काफी बदलाव हुए हैं। पिछले दो दशकों में, भारतीय रिजर्व बैंक ने एक समक्ष बाजार ढांचा बनाने के लिए एक रणनीति अपनाई है ताकि एक सुरक्षित ट्रेडिंग, समाशोधन और निपटान किया जा सके। इलेक्ट्रॉनिक बीडिंग और स्ट्रेट-थ्रू प्रोसेसिंग सहित अत्याधुनिक तकनीकी प्राथमिक निर्गम प्रक्रिया, केंद्रीय बैंक के भीतर एक कुशल पूर्णतःअप्रत्यक्षीकृत निपेक्षागार प्रणाली, निपटान का सुपुर्दगी बनाम भुगतान का तरीका, तत्काल सकल निपटान, इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफार्म (निगोशिऐटेड डीलिंग सिस्टम्स) (एनडीएस-ओम) और गारंटीकृत निपटान के लिए भारतीय समाशोधन निगम लि. में एक पृथक केंद्रीय प्रतिपक्षकार कुछ ऐसे उपाय हैं जो बीते वर्षों में भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा किए गए हैं। इस प्रणाली ने व्यावहारिक रूप से जी-सेक की ट्रेडिंग को जोखिम रहित एवं कुशल बना दिया है।

8. आज मैं आपके समक्ष एक ऐसी बड़ी तस्वीर प्रस्तुत करना चाहता हूँ जो कि पिछले कई वर्षों में बनी है और यह तस्वीर अनेक छोटे-छोटे घटकों से मिलकर बनी है। पुनःमूल्यांकन और वैश्विक स्तर पर अपनाए गए सर्वश्रेष्ठ सिद्धांतों के अध्ययन के परिणाम स्वरूप अनेक व्यापक उपायों की घोषणा हाल ही में की गई है। तथापि, इस प्रक्रिया के आधार को समझना जरूरी है जिसकी आलोचना अनुकूल परिणाम प्राप्त न होने पर की गई थी।

आलोचना और प्रतिक्रिया

9. बाजार स्थिति और भारत में बाजार विनियमन की आलोचना एक कुशल बांड करेंसी-डेरिवेटिव (बीसीडी) नेक्सस को प्राप्त न कर पाने के लिए की गई है। कदाचित तार्किक किंतु इससे लिया गया एक गलत आशय यह है कि इसके लिए मौजूदा संस्थागत ढांचा जिम्मेदार है। तर्क यह है कि संस्थागत ढांचे में बदलाव करने के बाद वित्तीय बाजार से संबंधित आम नीतिगत सहमति स्वतः बन जाएगी। यह बहुत हास्यास्पद तर्क है और यह वित्तीय क्षेत्र से संबंधित नीतियों के व्यापक सिद्धांत और उद्देश्य के संबंध में सभी विनियामकों और सरकार में साझा किए गए विचारों पर पूरी तरह से निर्भर है।

10. एक अन्य भांति यह है कि बीसीडी नेक्सस को केवल शेयर बाजारों के जरिए ही सुदृढ़ बनाया जा सकता है जो कि शायद पहले दिए गए तर्क ही संबंधित है। जहां यह सही है कि शेयर बाजार सक्षम बाजार और मूल्य-खोज की गतिविधि को आगे बढ़ाने और इससे भी अधिक महत्वपूर्ण, प्रतिपक्ष जोखिम समस्या, जो कि ओटीसी बाजार से संबंधित है, का समाधान करने में बहुत ही महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं, वहीं, अधिक विकसित बाजारों में जोखिम स्थानांतरण बड़े संस्थागत प्रतिभागियों में ओटीसी बाजार के कारण होता है। संकट के पश्चात, इस सेगमेंट पर अधिक ध्यान दिया गया, पूर्व की खामियों में से कई खामियों का समाधान किया गया है।

11. जहां, वाक्यांश 'बीसीडी नेक्सस' का अर्थ सिद्धांततः बहुत आकर्षक है, वहीं इसका सीधा-सा मतलब यह है कि मुद्रा और ब्याज दर बाजार एवं अन्य संबंधित डेरिवेटिव में अनेक आर्थिक संस्थाओं की सहभागिता के संबंध में कतिपय प्रतिबंध हैं। हां, यह बात सही है कि इन बाजारों को बहुत ही सख्ती से विनियमित किया जाता है। किंतु इन विनियमन के पीछे अंतर्निहित धारणा क्या है? इन विनियमनों पर अमूर्त रूप में चर्चा करने के बजाए यह समझना अधिक उपयोगी होगा कि वास्तविक रूप से इनका आशय क्या है।

12. सबसे पहले मुद्रा बाजार पर चर्चा करना चाहूंगा। ये बाजार परंपरागत रूप से ओटीसी रहे हैं जो कि संस्थाओं की वास्तविक हेजिंग आवश्यकता को पूरा करते हैं। पूंजीगत खाता प्रबंधन ढांचे को ध्यान में रखते हुए ऐसे दिशा-निर्देश निर्धारित किए गए हैं कि

कौन सी संस्थाएं इस प्रकार के उत्पाद में भाग ले सकती हैं। बीते वर्षों के दौरान इन दिशानिर्देशों को काफी उदार बनाया गया है और शेयर बाजार में नए उत्पाद शुरू किए गए हैं। अब प्रश्न यह कि हम किस अवस्था में पूंजी खाता को पूरी तरह से मुक्त करें जिससे इन बाजारों में भाग लेने से संबंधित प्रतिबंधों को हटाया जा सके। बाद वाली समस्या का समाधान पहले किया जाना चाहिए, और कोई अन्य रास्ता नहीं है। यह एक संस्थागत संरचनागत ऐगनास्टिक (अज्ञेयवादी धारणा) है।

13. सक्षम बीसीडी नेक्सस के संबंध में एक अन्य संरचनागत कारक संस्थागत बाजार का स्वरूप है। बैंक-केंद्रित वित्तीय प्रणाली में, यह अनुभव रहा है कि विकासशील गैर बैंक माध्यमों, विशेष रूप से बाजार आधारित प्रणाली, का कार्य भी अंततः पर बैंकों के जरिए ही होता है। जहां बैंकों से यह अपेक्षा रहती है वे बांड बाजार के लिए ऋण में वृद्धि प्रदान करें अथवा अनेक बाजार सेगमेंट में बाजार-निर्माता के रूप में कार्य करें, वहीं बैंकों की भूमिका महत्वपूर्ण हो जाती है। यह वित्तीय प्रणाली के अंतर्निहित संरचनागत पूर्ति को दर्शाता है और इससे यह पता चलता है कि बाजार विनियमन में रियायत देने संबंधी किया गया कोई भी प्रयास अंततः विवेकसम्मत विनियमन को बदलने पर लटक जाता है। यही कमोवेश स्थिति अन्य विनियमित संस्थाओं पर लागू होती है- जैसे कि बीमा कंपनी, पेंशन फंड इत्यादि जो स्वतः कार्पोरेट बांड, ब्याज दर डेरिवेटिव, क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप जैसे कई बाजारों में सहभागिता करते हैं किंतु समुचित कारकों के आधार पर विवेकसम्मत ढांचा कहीं अधिक रूढ़िवादी है। एक बार फिर से मामला संस्थागत ढांचे का न होकर विनियामक धारणा से संबंधित है।

14. ऋण बाजार के संबंध में, विनियमनों में आवश्यक रूप से, व्यापक उत्पाद की विशेषताओं और प्रतिभागी मानदंडों की विशेषताओं को शामिल किया जाता है। जहां ब्याज दर को विनियमित करने के पीछे उद्देश्य विभिन्न प्रकार के विनियमन दर बाजार है, वहीं उद्देश्य फिर भी प्रणालीगत स्थिरता ही बना रहता है। व्यापक सावरेन उधारियां प्रत्याशा माध्यमों के जरिए आय वक्र को प्रभावित करती हैं। वित्तीय क्षेत्र में प्रत्यक्ष तुलनपत्र के प्रभाव के अतिरिक्त, ब्याज दर अस्थिरता सावरेन तुलनपत्र को प्रभावित करती है जिसका आगे प्रभाव वित्तीय क्षेत्र के तुलनपत्र पर पड़ता है। इसलिए, अनेक बाजार प्रतिभागियों की गतिविधियों के चलते

ब्याज दरों में आई अस्थिरता की निगरानी करना अनिवार्य हो गया है।

15. सक्रिय, बाधा रहित रेपो बाजार इस प्रकार की बीसीडी संरचना के महत्वपूर्ण घटकों में से एक है। संकट के पहले, वैश्विक स्तर पर रेपो बाजार अति सक्रिय वित्त बाजारों में से एक था। संकट के बाद, तथापि, एफएसबी, आईओएससीओ इत्यादि के तहत अनेक कार्य-समूह अंतरराष्ट्रीय स्तर पर, रेपो बाजारों के विनियमन को सख्त करने के लिए कार्य कर रहे हैं जिसमें प्रतिभूतियों, मार्जिन और हेयरकट का पुनःउपयोग करने, रेपो बाजार के जरिए लिवरेज बनाने संबंधी विनियमन शामिल हैं। यद्यपि, यह बाजार में परिचालन संबंधी मुद्दे नहीं हैं किंतु बहुत ही विवेकसम्मत मुद्दे हैं जिन पर प्रणालीगत स्थिरता के संबंध चर्चा की जा रही है।

16. बाजार विनियमन एक मूल्य-निरपेक्ष शब्द नहीं हो सकता है। भिन्न-भिन्न बाजार स्थावर क्षेत्र और व्यापक समष्टि-आर्थिक स्थिरता के साथ भिन्न-भिन्न गतिकी और अंतर संबंध रखते हैं। तर्क यह देना कि इक्विटी बाजार का विनियमन बिलकुल वैसा है जैसे कि मुद्रा बाजार का विनियमन का होता है जो कि बहुत ही हास्यास्पद है और वित्तीय क्षेत्र में सुधार लाने के लिए अंतरराष्ट्रीय स्तर पर किए जा रहे कार्य की अनदेखी करना है। हां, बाजार प्रणाली समान हो सकती है और बाजार समष्टि-आर्थिक संरचना सभी वर्गों में शामिल हो सकती है किंतु प्रणालीगत प्रभाव-विस्तार के संबंध में, इन बाजारों का विनियमन का दृष्टिकोण बहुत अधिक भिन्न हो सकता है।

17. अतः जो जिस बिंदु को मैं आपके समक्ष रखने का प्रयास कर रहा हूँ, वह यह है कि बहस वित्तीय विनियमन के स्वरूप और अंतर्निहित संरचनागत अनिवार्यताओं पर होनी चाहिए न कि संस्थागत ढांचे पर होनी चाहिए। संकट के पहले और संकट के बाद अंतरराष्ट्रीय स्तर पर अनेक माडल का उपयोग किया गया है किंतु यह संदर्भगत अनिवार्यताएं हैं जिन्होंने बदलाव करने के लिए प्रेरित किया है।

भावी दिशा

18. भावी योजना के संबंध में मैं अपने गवर्नर डॉ रघुराम राजन द्वारा प्रदान की गई नीतिगत दिशा का उल्लेख कर सकता हूँ। आरबीआई के विकासात्मक उपायों के पांच स्तंभों पर चर्चा करते हुए डॉ. राजन ने वित्तीय बाजार को व्यापक और सघन बनाने तथा उनकी चलनिधि और

उनके लचीलेपन को पांचवें स्तंभ के रूप में चिह्नित किया। इसके पीछे उद्देश्य यह है कि भारत की वृद्धि को वित्त देने में शामिल जोखिम को आंबटित करने और आत्मसात करने में मदद करना है। उनका मानना है कि बाजार बैंकिंग क्षेत्र की गतिविधि के पूरक हैं। भविष्य में जिन पर कार्य किया जाना है वे निम्नलिखित हैं:

- चलनिधि का निर्माण और बाजार पहुंच में सुधार करना;
- सरकारी बांड बाजार विकसित करना घरेलू स्तर पर निवेशक वर्ग, लिखत, बुनियादी ढांचा, मध्यवर्ती संस्थाएं और नवोन्मेष के संबंध में तथा अचानक अवरोधों से जोखिम में डाले बिना निवेश आधार को बढ़ाने के लिए समुचित ढंग से विदेशी निवेशकों के लिए खोलना; और
- ऋण प्रबंधन नीति का बेहतर संप्रेषण ताकि निवेशकों के मन में कोई दुविधा न हो।

19. आगे, वर्ष 2020 तक, मुझे आशा है कि समष्टि-आर्थिक प्रबंधन और अधिक सुदृढ़ होगा, व्यापक स्तर पर राजकोषीय समेकन से अधिक ऋण उपलब्ध होगा, बांड बाजार अधिक तरल और गहन होंगे, डेरिवेटिव क्षेत्र में अधिक सुधार आएगा और केंद्रीय बैंक का संप्रेषण कहीं अधिक सुदृढ़ और प्रभावी होगा। अब मैं इन मुद्दों पर अपने विचार प्रस्तुत करना चाहूंगा:

I. ऋण प्रबंधन: मध्यावधि ऋण रणनीति

20. हाल ही, हमने सरकार के साथ परामर्श करके अपनी मध्यावर्ती ऋण प्रबंधन रणनीति (एमटीडीएस) स्पष्ट कर दी है। यह उपाय वैश्विक सुदृढ़ प्रथाओं के साथ हमारी ऋण प्रबंधन प्रथाओं को बेंचमार्क बनाने और पारदर्शिता लाने तथा जबावदेही बनाने के लिए किया गया था। एमटीडीएस के उद्देश्य में अनेक बेंचमार्क और पोर्टफोलियो संकेतक और वार्षिक निर्गम रणनीति (बाह्य और घरेलू वित्त, लिखत, परिपक्वता स्वरूप इत्यादि) शामिल हैं। यह अपेक्षित जानकारी, पारदर्शिता और निश्चितता प्रदान करता है और बाजार प्रतिभागियों (निवेशक) को सरकारी बांड बाजार में निवेश करने में उन्हें योजना बनाने में सक्षम बनता है।

21. एमटीडीएस तीन वर्ष की अवधि के लिए है और इसकी समीक्षा वार्षिक आधार पर की जाएगी और अगले तीन वर्ष के लिए लागू किया जाएगा। मौजूदा समय में ऋण प्रबंधन रणनीति का दायरा घरेलू ऋण प्रबंधन के सक्रिय घटक अर्थात् मात्र केंद्र सरकार

के विपणनयोग्य कर्ज तक ही सीमित है। भविष्य में, इसका दायरा बकाया देयताओं के समस्त स्टाक, जिसमें बाह्य कर्ज और राज्य विकास ऋण (एसडीएल) सहित सामान्य सरकारी कर्ज को शामिल किया जाएगा।

22. कर्ज प्रबंधन रणनीति लगभग तीन व्यापक स्तंभों अर्थात् एक निर्धारित समय के लिए कम कीमत पर उधार लेना, जोखिम को कम करना और बाजार गतिविधियों के आसपास घूमती है। एमटीडीएस के भाग के रूप में अपेक्षित प्रक्रिया में निम्नलिखित शामिल हैं:

- निवेशकों को उधारी कार्यक्रम से संबंधित स्पष्ट जानकारी प्रदान करके एवं निवेशकों के साथ निरंतर संपर्क और समुचित विचार-विमर्श करके पारदर्शी निर्गम प्रक्रिया को आगे बढ़ाना;
- समुचित मात्रा में जारी करके और चलनिधि का लाभ उठा करके बेंचमार्क निर्गमों का निर्माण करना;
- कर्ज पोर्टफोलियो की परिपक्वता की अवधि बढ़ाना;
- आय वक्र के साथ संतुलित परिपक्वता प्रोफाइल और आपूर्ति का निर्माण करना;
- अनेक लिखत जारी करना, जैसे कि मुद्रास्फीति लिंकड बांड जो निवेशकों को अधिक कुशलता पूर्वक अपने पोर्टफोलियो का प्रबंधन करने में मदद करेगा;
- प्रभावी चलनिधि प्रबंधन के लिए स्वीचेज/बाईबैक करना;
- जी-सेक बाजार में खुदरा एवं मध्य वर्ग वाले निवेशकों की प्रतिभागिकता को प्रोत्साहित करके घरेलू निवेश आधार को बढ़ाना तथा विदेशी निवेशकों एवं खुदरा निवेशकों के लिए सरकारी प्रतिभूति बाजार को समुचित ढंग से खोलना; और
- बड़े बेंचमार्क निर्गमों के साथ निष्क्रिय समेकन और बाई-बैक/स्वीचेज/रूपांतरण के जरिए सक्रिय समेकन को जारी रखना।

23. बाजार के अंतिम क्षणों (शार्ट एंड) में दबाव को कम करने को ध्यान में रखकर जोखिम कम करने हेतु किया गया एक

महत्वपूर्ण उपाय निकटस्थ परिपक्वताओं से स्वीचेस/बाईबैंक था ताकि प्रतिमोचन संकेद्रण को कम किया जा सके तथा आगे निर्गमों के लिए जगह बन सके जो कि बाजार सहभागिता को पूरा करने के लिए जरूरी है। पिछले तीन राजकोषीय वर्षों के दौरान सरकार से विचार-विमर्श करने के बाद रिजर्व बैंक ने लगभग एक ट्रिलियन रुपये का स्वीचेस किया था। इन परिचालनों से सकल उधारी संख्या में सहूलियत मिली है और प्रभावी उधारियों को सक्षम बनाया है।

24. रिजर्व बैंक का उद्देश्य हमेशा किसी प्रकार के अवरोधों के बिना सहज ढंग से बाजार उधारी परिचालनों को आयोजित करना रहा है। ऋण प्रबंधन से संबंधित रणनीतिगत और कुशल दृष्टिकोण का मायने भी यही है। जहां, रणनीतिगत मानदंडों का निर्धारण एमटीडीसी में किया गया है और मुख्य उद्देश्य को पूरा करने के लिए सहारा लिया गया है, वहीं इस रणनीति का संबंध मात्र उद्देश्य से नहीं है, बल्कि परिचालनों में स्थिरता को सुनिश्चित करना भी है। हाल ही का उदाहरण इस दृष्टिकोण को और अधिक स्पष्ट करेगा। बाजार प्रतिभागी उज्वल डिस्काम आश्वासन योजना (उदय) के तहत राज्य सरकारों द्वारा जारी निर्गमों के चलते सरकारी बांड की संभावित बढ़ी आपूर्ति के बारे में शंकाएं जाहिर कर रहे थे।

25. प्रत्याशा में, विशेषकर राज्य सरकार की उधारियों के लिए प्रतिफल कठोर हो गया था। हमने डिस्काम देय राशि रखने वाले बैंकों के लिए निर्गमों को योजनागत एवं नपे-तुल ढंग से जारी करने के लिए काम किया है ताकि आपूर्ति बाजार में प्रवेश न कर पाए। बांड जैसे कि 'एचटीएम' का वर्गीकरण करने के लिए चुनने योग्य विनियामक सहनशीलता सबक्राइबिंग बैंक को प्रदान की गई थी। केंद्रीय सरकारी क्षेत्र के उद्यमों को देय राशि का भुगतान करने के लिए जारी किए गए बांड निजी कंपनियों के जरिए प्रदान किए गए थे। राजकोषीय वर्ष 2016-17 की पहली छमाही के लिए उधारी कैलेंडर में प्रतिफल पर दबाव की घोषणा करते हुए दीर्घावधि वाले निर्गमों को सीमित करने के लिए निर्गम रणनीति को व्यवस्थित करके प्रतिफल पर दबाव को भी कम किया गया था। ऐसा इसलिए संभव हो पाया था क्योंकि उस समय के हमारे पास सरकारी बांड की दीर्घावधि परिपक्वता प्रोफाइल थे; मार्च 2016 के अंत की स्थिति के अनुसार 10.50 वर्ष की भारित औसत परिपक्वता समकक्षों में अधिकतम में से एक है। इसने प्रतिफल को 15 वर्ष और उससे अधिक को कम करके प्रतिफल वर्क को कम किया गया जिससे उदय के तहत जारी राज्य सरकार के बांडों के प्रति आकर्षण बढ़ा है।

26. राजकोषीय वर्ष के अंत में आपूर्ति में कमी होने को ध्यान में रखते हुए निर्गमों का समय-अवधि के बारे में योजना बनाई गई थी। निर्गम सफल रहा था और लगभग ₹990 बिलियन के उदय बांड सफलतापूर्वक घोषित किए गए। भारतीय नियत आय मुद्रा बाजार और व्युत्पन्नी संघ (एफआईएमएमडीए) ने सुचारू रूप से जारी करने के लिए बैंकों के साथ समन्वय करने में अहम भूमिका निभाई थी। तथापि, इस मामले में बाजार व्यवहार में सुरक्षा थी। बाजार में गंभीर नकारात्मकता व्याप्त थी, यह नकारात्मकता अधिकांश: कल्पनापरक दबाव की प्रतिक्रिया के रूप में थी। एस समान पक्षपात के संबंध में भी प्रमाण मौजूद हैं अर्थात् बाजार अत्यंत आशावादी था जिससे प्रतिफल पर प्रभाव पड़ा था। यह निर्गमकर्ताओं से बेहतर संप्रेषण करने की आवश्यकता पर भी जोर देता है। इस अध्याय से बहुत-कुछ सीखना चाहिए।

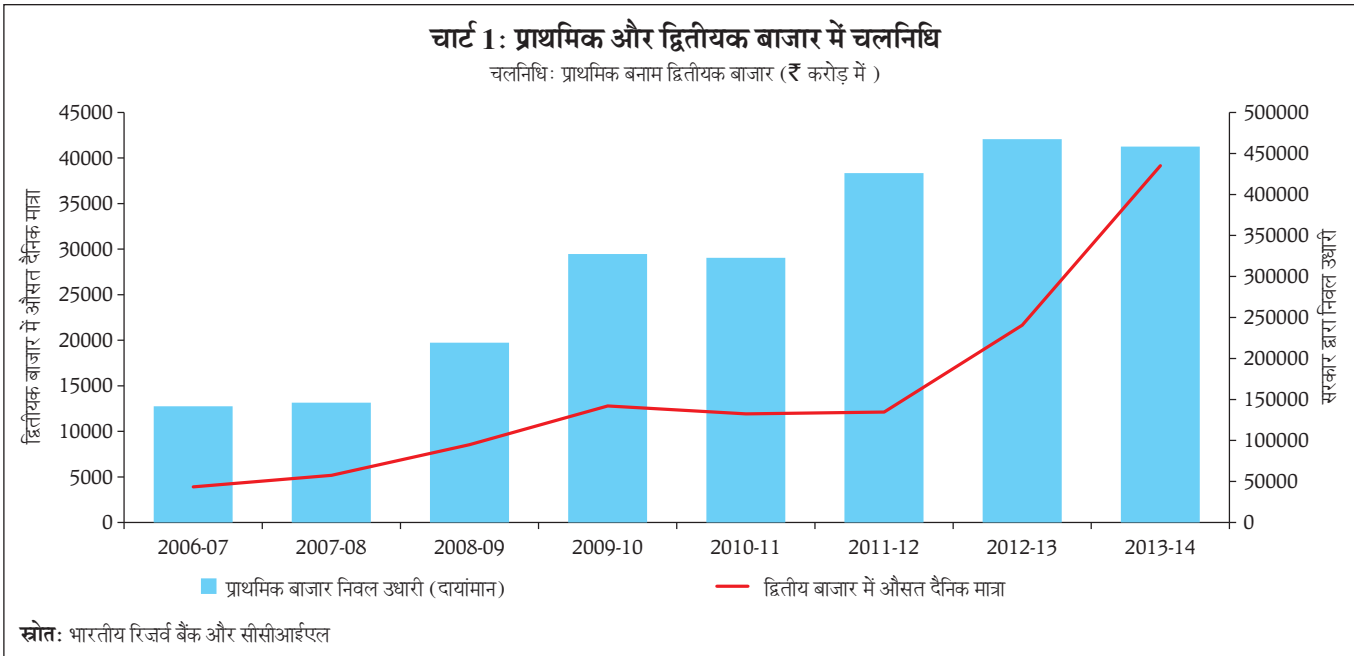
II. द्वितीयक बाजार क्रय-विक्रय

ऋण बाजार की चलनिधि में वृद्धि

27. बीते दिनों में, वर्तमान बाजार चलनिधि, विशेषकर नियत आय आस्तियों में कमी और इसके लचीलेपन, जैसे कि आईएमएफ की वैश्विक वित्तीय स्थिरता रेपोर्ट, 2015 में उल्लेख है, दोनों के बारे में वैश्विक स्तर पर चिंताएं व्यक्त की गई हैं। इस संबंध में, यह उल्लेख किया जा सकता है कि ट्रेडिंग की मात्रा के अनुसार भारतीय जी-सेक प्रतिभूतियों में चलनिधि में निवल उधारी में वृद्धि सहित सभी बाजारों में काफी सुधार हुआ। जी-सेक और रेपो में चलनिधि में हुआ सुधार का एक कारण इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म बेस्ट ट्रेडिंग है (चार्ट 1 और 2)।

28. उपर्युक्त का समर्थन उच्चस्तरीय वित्तीय अनुसंधान तथा अध्ययन केंद्र (कैफरल) द्वारा किए गए अध्ययन में किया गया है जिसमें पाया गया था कि एनडीएस-ओएम की शुरुआत और सरकारी बांड के लिए द्वितीयक बाजार में इसका संबद्ध रूपांतरणीय प्रभाव के जरिए बाजार कुशलता पर अनुकूल प्रभाव पड़ा था, जो कि निम्नलिखित हैं:

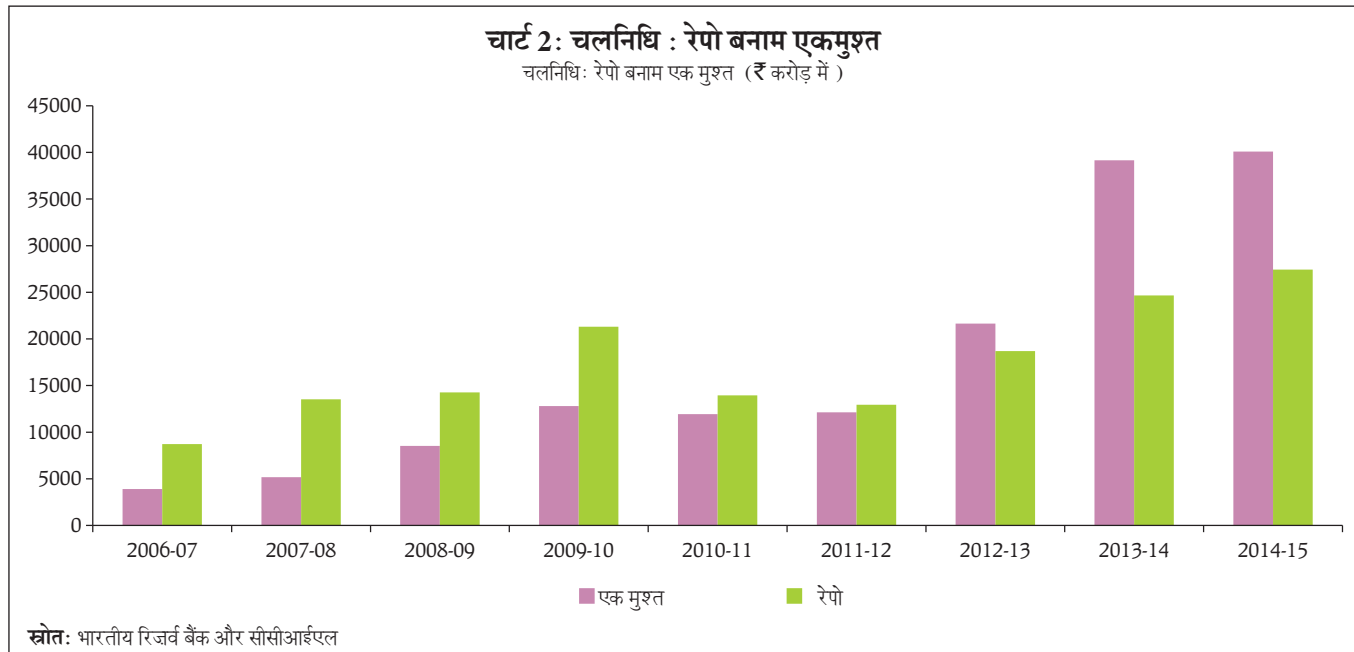
- दैनिक ट्रेडिंग की मात्रा में दस गुना वृद्धि;
- ओटीसी दलाली वाले उप बाजारों के व्यय पर एनडीएस-ओएम प्लेटफार्म को अत्यधिक अपनाना;
- कम ट्रेड क्रियान्वयन खोज लागत; और
- ट्रेड बुक की सकल रिपोर्टिंग और आदेश बही जानकारी से सकल आधार पर जानकारी का विस्तार भी हुआ।

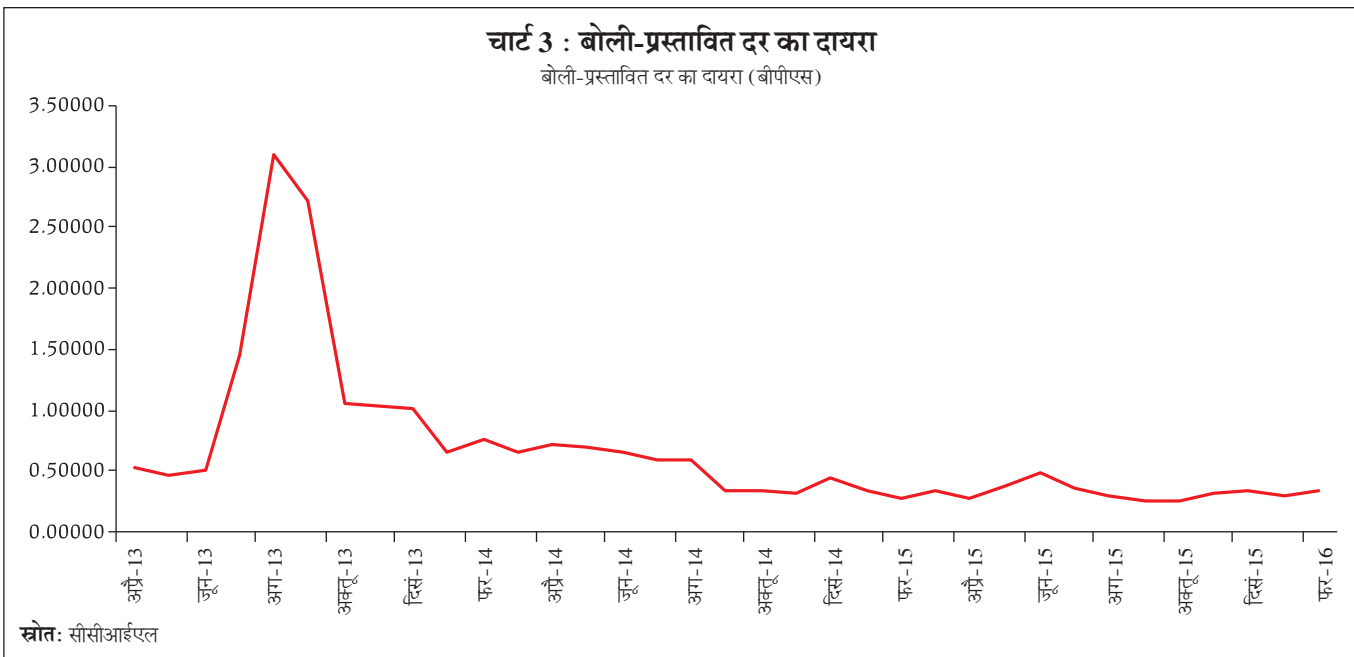


29. बोली-प्रस्तावित दर के दायरे द्वारा मापित चलनिधि से पता चलता है कि वर्ष 2013 की दूसरी छमाही में बाजार चलनिधि कम थी। तथापि, बाजार की मात्रा काफी अधिक बनी हुई थी। उस समय से बोली-प्रस्तावित दर का दायरा काफी कम हुआ है जिससे पता चलता है कि चलनिधि में सुधार जरूरी है (चार्ट 3)।

30. सरकारी बांड बाजार में द्वितीयक बाजार चलनिधि को बढ़ाने के लिए अनेक उपाय किए गए हैं। परिणामस्वरूप, पिछले पांच वर्षों

में औसत दैनिक ट्रेडिंग की मात्रा में छह गुने से अधिक बढ़ोतरी हुई है। टेपर टेंट्रम के दौरान निवेशक व्यवस्थित तरीके से प्रतिभूतियों को बेचने का विकल्प चुन सकते थे और बाजार डिस्प्रेशन के बिना निकाल सकते थे। इसके चलते भारतीय बाजारों की विश्वसनीयता बढ़ी और निवेशकों की वापसी हुई। हमने सरकार की नकदी की स्थिति के आधार पर अधिविक्रय सीमा, खुली 'जब जारी' बाजार में सुधार किया है और बाईबैंक परिचालनों की शुरुआत की है।





हमने स्विच (अदला-बदली) शुरू किया है जिससे शोधन दबाव कम होने के साथ-साथ समेकन में मदद मिलेगी। हम सरकार के साथ अनकदी एवं अर्ध-नकदी सरकारी प्रतिभूतियों के लिए एक समुचित बाजार निर्माण योजना पर भी चर्चा कर रहे हैं। फिर भी, और अधिक काम किया जाना है।

III. एनडीएस-ओएम वर्जन 2 वर्धन

31. एनडीएस-ओएम भारतीय रिजर्व बैंक का एक अज्ञात ऑर्डर मिलान प्रणाली है जो द्वितीयक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों का एकमुश्त व्यापार करती है और इसे रिजर्व बैंक द्वारा नियुक्त आर.एच. पाटील समिति की सिफारिश के अनुसार स्क्रीन आधारित लेनदेन प्रणाली की आवश्यकता को ध्यान में रखते हुए आंतरिक मूल्यांकन के आधार पर अगस्त 2005 में लागू किया गया था। एनडीएस-ओएम पर किए गए सभी व्यापार एसटीपी ढांचे के अंतर्गत सीसीआईएल को प्रवाहित होता है, जो अपने उप-नियमों, नियमों और विनियमों के प्रावधानों के अंतर्गत इन सभी व्यापार के लिए सीसीपी के रूप में कार्य करता है।

32. एनडीएस-ओएम पहले-पहल अगस्त 2005 में अपेक्षाकृत सामान्य प्रणाली के रूप में चालू हुआ जिसमें समय के साथ-साथ विभिन्न कार्यक्षमताएं जोड़ दी गईं। इसके प्रयोग से मानक एवं गैर-मानक (पुराना) मार्केट लॉट्स में केंद्र सरकार/राज्य सरकार/

ट्रेजरी बिल के सभी प्रकार के लिखतों में व्यापार करने में मदद मिलती है। इससे 'जब जारी' (पुनर्निर्गम एवं नव निर्गम) बाजार में भी व्यापार करने में मदद मिलती है। अन्य महत्वपूर्ण प्रणालीगत क्षमताओं में मंडड़िया बिक्री और सीमा निगरानी, स्टॉक शेष निगरानी, 'जब जारी' सीमा निगरानी, ग्राहक डीलिंग के लिए वेब आधारित मॉड्यूल आदि शामिल हैं। इस प्रणाली को बाजार के सहभागियों द्वारा बहुत अधिक स्वीकार किया गया है और कुल जी-सेक बाजार में उसके ऑर्डर मिलान सेगमेंट का हिस्सा अब लगातार 80-85 प्रतिशत है। एनडीएस-ओएम का औसत दैनिक लेनदेन 2005-06 के 50 बिलियन रुपए से बढ़कर 2015-16 में 400 बिलियन रुपए से अधिक हो गया है।

33. भारतीय रिजर्व बैंक के विजन के हिस्से के रूप में बाजार के सहभागियों को अद्यतन बुनियादी संरचना उपलब्ध कराने के लिए, रिजर्व बैंक द्वारा एनडीएस-ओएम के अपग्रेडेशन का कार्य प्रारंभ किया गया है। नई प्रणाली में तेज प्रवाह क्षमता, वर्धित व्यावहारिकताएं, उच्च प्रयोक्ता इंटरफेस, अंतरराष्ट्रीय स्तर पर अनुकूल संदेश स्वरूप आदि होने की संभावना है।

डीमेट खाता धारकों को एनडीएस-ओएम का एक्सेस

34. जी-सेक में व्यापार करने की रुचि में बाधा डालने वाले प्रमुख कारकों में से एक है गैर-संस्थागत निवेशक वर्ग को एनडीएस-ओएम के एक्सेस में कठिनाई होना। गिल्ट खाता एक रास्ता है

लेकिन डीमेट खाता धारण करने वाले बहुसंख्यक निवेशक एनडीएस-ओएम का प्रत्यक्ष रूप से एक्सेस नहीं कर सकते हैं। जैसा प्रथम द्विमासिक मौद्रिक नीति विवरण, 2015-16 में पहले ही घोषणा की गई है कि रिजर्व बैंक डीमेट खाताधारकों को एनडीएस-ओएम का प्रत्यक्ष एक्सेस प्रदान करने के लिए सीसीआईएल और जमाकर्ताओं के साथ कार्य कर रहा है। इससे जी-सेक में निवेश हेतु एक बड़ा निवेशक आधार बनने की संभावना है जिसका अब तक दोहन नहीं किया गया है। यद्यपि जी-सेक वैश्विक स्तर पर संस्थागत बाजार हैं, लेकिन यह कदम जी-सेक में खुदरा निवेश को सरल करने का एक अत्यंत महत्वपूर्ण कदम है।

IV. निक्षेपागार स्तर पर एकीकरण

35. वर्तमान में, यद्यपि निक्षेपागार के भीतर जी-सेक का अंतः निक्षेपागार अंतरण दो लाभार्थी मालिकों के बीच सहज रूप से होता है लेकिन जी-सेक को निक्षेपागारों में सहज रूप से अंतरित करने की कोई सुविधा उपलब्ध नहीं है। साथ ही, अभी, आरबीआई एसजीएल प्रणाली और निक्षेपागारों के बीच कोई कड़ी नहीं है। इसके परिणामस्वरूप, एसजीएल और डीमेट खातों के बीच प्रतिभूतियों के अंतरण में शारीरिक प्रक्रिया शामिल है। शारीरिक प्रक्रिया में विलंब होता है और एसजीएल एवं डीमेट खातों के बीच प्रतिभूतियों के सहज संचार को रोकता है। जैसा प्रथम द्विमासिक मौद्रिक नीति विवरण, 2015-16 में घोषणा की गई है, रिजर्व बैंक, निक्षेपागारों और आरबीआई एसजीएल में प्रतिभूतियों के सहज अंतरण को कार्यान्वित करने के लिए निक्षेपागारों के साथ कार्य कर रहा है, जो जी-सेक में एकीकृत निक्षेपागार प्रणाली में परिणत होगा। इससे शेयर बाजारों में एसजीएल-खाता धारक और गैर-एसजीएल खाता धारक के बीच लेनदेन में अत्यंत सुविधा होगी।

V. नए उत्पाद

36. ओटीसी और एक्सचेंज ट्रेडेड क्षेत्र में नए उत्पादों को प्रवेश देना भारतीय रिजर्व बैंक और बाजार के सहभागियों के बीच हमेशा से एक पारस्परिक परामर्शदायी प्रक्रिया रही है। फिर भी, ब्याज दर ऑप्शन (आईआरओ) आरंभ करने के लिए अपनाया गया दृष्टिकोण, मैं, कह सकता हूँ, एक मौलिक प्रयाण की छाप छोड़ता है। अंतिम दिशानिर्देश शीघ्र जारी किए जाने की संभावना है, इसलिए मैं साझा कर सकता हूँ कि दिशानिर्देश वस्तुतः सिद्धान्त आधारित होगा न कि आदेशात्मक। शेयर बाजारों के साथ-साथ ओटीसी बाजार, दोनों में विभिन्न प्रकार के लिखतों को प्रवेश देने का प्रस्ताव

है जिसमें साधारण कॉल और पुट ऑप्शन, कैप्स, फ्लोर्स, कॉलर्स एवं स्वैपशन्स भी शामिल हैं। ब्याज दर ऑप्शन को लागू करने के संबंध में गठित कार्य दल (अध्यक्ष: प्रोफेसर पी.जी. आपटे) द्वारा ओटीसी बाजार में मानकीकृत संविदाओं की सिफारिश की गई थी, लेकिन प्राप्त प्रतिक्रिया के अनुसार यह व्यवहार्य नहीं है। एक और मुद्दा जिसे प्रतिक्रिया में चिह्नित किया गया है, वह है उपयोगकर्ताओं को उनके विदेशी मुद्रा ब्याज दर एक्सपोजर को भारत में प्राधिकृत विक्रेता बैंकों में विदेशी मुद्रा ब्याज दर बेंचमार्क पर ऑप्शन का उपयोग करने देना। इसकी अलग से जांच की जाने की आवश्यकता है और इसे रुपया आईआरओ दिशानिर्देशों के हिस्से के रूप में शामिल नहीं किया जा सकता।

37. मोटे तौर पर, सभी नए उत्पादों - ओटीसी एवं एक्सचेंज ट्रेडेड, दोनों के संबंध में दिशानिर्देशों को अंतिम रूप देते समय उपर्युक्त दृष्टिकोण का पालन किया जाएगा।

VI. इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म का विनियम

38. इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म पर ट्रेडिंग करने से बेहतर पारदर्शिता, कम लेनदेन समय, प्रभावशाली लेखापरीक्षा सत्यापन, बेहतर जोखिम नियंत्रण एवं बेहतर बाजार निगरानी का लाभ होता है। पिछले आर्थिक संकट के बाद, अंतरराष्ट्रीय तौर पर, इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म पर वित्तीय लिखतों की ट्रेडिंग को बढ़ावा देने का प्रयास किया गया।

39. भारत में, जैसा कि पहले उल्लेख किया गया है, हम ट्रेडिंग हेतु अज्ञात इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म तैयार करने के लिए प्रवर्तक माने जा सकते हैं। एनडीएस-ओएम का निर्माण एक दशक पहले किया गया था, जो सरकारी प्रतिभूतियों में ट्रेडिंग हेतु एक अज्ञात इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म है। जी-सेक में अधिकांश व्यापार अब एनडीएस-ओएम के जरिए किया जाता है। इसी प्रकार, क्लीयरकॉर्प रेपो ऑर्डर मिलान प्रणाली (सीआरओएमएस) भी उपलब्ध है, जो एक एसटीपी समर्थित इलेक्ट्रॉनिक सुरक्षित ऑर्डर मिलान प्लेटफॉर्म है जिससे जी-सेक में बाजार रेपो में लेनदेन करने में आसानी होती है। दृढ़ समाशोधन एवं निपटान प्रणाली वाले इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म की उपलब्धता, जी-सेक में एकमुश्त और रेपो बाजार में पाई गई असाधारण वृद्धि में सहायक रही है।

40. जी-सेक में एनडीएस-ओएम एवं सीआरओएमएस के अनुभव को ध्यान में रखते हुए यह महसूस किया गया कि अन्य

वित्तीय लिखतों जैसे कॉरपोरेट बांड, सीपी, सीडी एवं डेरिवेटिव उत्पादों के लिए इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग डीलिंग प्लेटफॉर्म लागू करने की आवश्यकता है। इन लिखतों के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म प्रारंभ करने के संबंध में भारतीय रिजर्व बैंक को विभिन्न संस्थाओं से अनुरोध भी प्राप्त हुआ है। तदनुसार, यह प्रस्ताव है कि रिजर्व बैंक द्वारा विनियमित वित्तीय लिखतों के लिए इलेक्ट्रॉनिक डीलिंग प्लेटफॉर्म की अनुमति प्रदान करने हेतु रूपरेखा निर्धारित की जाए। इस रूपरेखा के पीछे निहित अत्यंत महत्वपूर्ण सिद्धांत का उद्देश्य एक से अधिक इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफॉर्म उपलब्ध कराना है, बशर्ते वह पात्रता और मांग संबंधी जरूरतों को पूरा करे। ऐसे प्लेटफॉर्म पर किए गए अंतरणों को व्यापार पश्चात् की प्रासेसिंग के लिए संबंधित निपटान एजेंसी को पहुंचाया जा सकता है।

VII. ओटीसी डेरिवेटिव रिफॉर्म

41. ओवर दी काउंटर (ओटीसी) डेरिवेटिव बाजार में प्रणालीगत जोखिम संबंधी चिंताओं के प्रतिक्रियास्वरूप, जी-20 नेताओं ने 2009 में इन बाजारों में पारदर्शिता लाने, प्रणालीगत जोखिम को कम करने, तथा बाजार दुरुपयोग से बचने के लिए एक व्यापक रिफॉर्म एजेंडा की योजना बनाई। उभरती बाजार और विकासशील अर्थव्यवस्थाओं सहित सभी अधिकार-क्षेत्र ने उपर्युक्त में पर्याप्त मात्रा में प्रगति की है, जैसा कार्यान्वयन के विषय में पिछली वित्तीय स्थिरता बोर्ड (एफएसबी) संबंधी प्रगति रेपोर्ट में दर्शाया गया है। गैर-केंद्रीय रूप से समाशोधित डेरिवेटिव हेतु ट्रेड रिपोर्टिंग एवं उच्चतर पूंजी आवश्यकता संबंधी कार्यान्वयन लगभग पूरा हो चुका है। जैसा रेपोर्ट में पाया गया है, प्राधिकारी, तथापि, ट्रेड रिपोर्टिंग (टीआर) को सूचित किए जा रहे आंकड़ों की गुणवत्ता एवं पूर्णता तथा उन आंकड़ों के एक्सेस, उपयोग एवं संग्रह से संबंधित चुनौतियों की सूचना लगातार देता है। ओटीसी डेरिवेटिव ट्रेड रिपोर्टिंग विषयक समीक्षा, जो नवंबर 2015 में प्रकट हुई थी, के जरिए अनेक आवर्ती मुद्दों, जो चुनौतियां खड़ी कर रहे हैं, का पता लगाया जा सका, जिसमें आंकड़ों की गुणवत्ता, विभिन्न टीआर में सूचना को प्रभावी ढंग से संग्रह करने की क्षमता, टीआर को पूर्ण आंकड़ों की रिपोर्टिंग में होने वाली बाधाएं, एवं टीआर-धारित आंकड़ों के एक्सेस में प्राधिकारियों की बाधाएं शामिल हैं।

42. ईएमडीई के परिप्रेक्ष्य से, सीमा-पार रिपोर्टिंग एवं टीआर आंकड़ों का एक्सेस एक प्रमुख मुद्दे के रूप में उभरा, जिसका, यथा संस्तुत, विधिक तौर पर समाधान किया जाना जरूरी है। इसके पीछे की अनिवार्यता की सराहना की जाती है, लेकिन उसके कार्यान्वयन के

लिए वर्तमान गोपनीयता प्रावधानों का राष्ट्रीय स्तर पर मार्गनिर्देशन आवश्यक होगा। विकल्प के तौर पर, जल्द अनुपालन हेतु सहकारी व्यवस्थाओं पर भी विचार किया जाए जिसकी विधिक रूपरेखा विचाराधीन है। विधि संबंधी प्रक्रिया आम तौर पर लंबी खिंचती है और उसके लिए राजनीतिक सहयोग की आवश्यकता पड़ती है, लेकिन इस प्रयास में रिफॉर्म एजेंडा के सभी पहलुओं के लिए विधि संबंधी परिवर्तन को अनिवार्य नहीं करना चाहिए।

43. ईएमडीई की सबसे बड़ी चुनौतियों में से एक ओटीसी डेरिवेटिव में प्रमुख वित्तीय केंद्रों की मान्यता/समानता संबंधी आवश्यकताओं को पूरा करना रहा है। रिफॉर्म के असमान कार्यान्वयन से संबंधित चिंताएं एक मुद्दा हो सकता है, लेकिन अपने देश की क्षेत्राधिकार आवश्यकता को मेजबान देश की संस्थाओं, विशेष रूप से वित्तीय बाजार अवसंरचना संस्थाओं पर जबर्दस्ती लागू करना एक संवेदनशील विषय बन सकता है। ईएमडीई के परिप्रेक्ष्य से, यह अन्य उद्देश्यों को हासिल करने के मार्ग में भी बाधा उत्पन्न करता है जैसे, कतिपय मानकीकृत ओटीसी उत्पादों के केंद्रीय समाशोधन को अनिवार्य करना। यदि सीसीपी को मान्यता नहीं मिली तो अन्य क्षेत्राधिकार के अंतर्गत आनेवाले बैंकों की सहभागिता बाधित होगी और उसके फलस्वरूप बाजार के विकास पर प्रतिकूल प्रभाव पड़ सकता है। बाजार चलनिधि के अंशदाताओं के कुछ खंड बाजार से निकलने को मजबूर हो सकते हैं, जिससे बाजार का आकार घट जाएगा। इससे बाजार के विकास पर दीर्घकालिक प्रभाव पड़ सकता है। इसका बाजार सहभागियों द्वारा इन डेरिवेटिव लिखतों का उपयोग करते हुए विभिन्न जोखिमों की रोकथाम की क्षमता पर भी विपरीत प्रभाव पड़ेगा।

44. ऐसा प्रयास अंतरराष्ट्रीय रूप से समन्वित प्रयास के पूरे-पूरे उद्देश्य को व्यर्थ करता है। जब किसी संस्था को अंतरराष्ट्रीय रूप से स्वीकृत सिद्धांतों के अनुकूल कार्य करने के लिए मान्यता-प्राप्त हो, बशर्ते वह सभी समीक्षा प्रक्रियाओं को पूरा करे, तो ऐसे में अतिरिक्त द्विपक्षीय आवश्यकताओं को न्यायसंगत सिद्ध करना मुश्किल है। हमें अवगत है कि इस मान्यता की आवश्यकता वाले संबंधित देशों में विनियामक अपने क्षेत्राधिकार के विधि संबंधी प्रावधानों से बंधे हैं लेकिन इन मुद्दों का बहु-पक्षीय आधार पर समाधान किया जाना सबसे अच्छा है। सीमा-पार विनियम के संबंध में आईओएससीओ कार्य बल की रेपोर्ट, जिसे सितंबर 2015 में प्रकाशित की गई थी, में विभिन्न मुद्दों पर विस्तार से जांच की गई। अंतरराष्ट्रीय तौर पर एक व्यापक निश्चित तुल्यता सिद्धांत पर सहमत होने की तत्काल

जरूरत है तथा अन्य क्षेत्राधिकारों पर देश विशिष्ट आवश्यकताओं को लागू करने पर बल नहीं दिया जाना चाहिए। स्वीकृत वैश्विक सर्वोत्तम कार्य प्रणालियों और मजबूत सिद्धांतों की रूपरेखा के अंतर्गत विनियामकों के बीच पारस्परिक निर्भरता परिहार्य टकराव से बचने का आदर्श तरीका होना चाहिए।

45. उपर्युक्त एजेंडा के अतिरिक्त, ऐसे कई अन्य कार्य-धाराएं हैं जिनकी सिफारिशों का बाजार के कार्यकरण पर असर पड़ता है। उदाहरण के लिए, वित्तीय संस्थाओं के समाधान से संबंधित एफएसबी कार्य-धारा को अपने देश की संस्थाओं द्वारा उगाही गई समस्त जमा देयताओं के लिए जमानत-पर खंड की अनुमति हेतु मेजबान देश के क्षेत्राधिकार की आवश्यकता है। इस प्रकार के व्यापक अधिदेश का निहितार्थ घरेलू जमाकर्ताओं के हितों के लिए गंभीर हो सकता है। विभिन्न हितधारकों के हित में संतुलन कायम करना एक चुनौती होगा।

46. भारत में, वित्तीय बाजार के संबंध में तकनीकी परामर्श समिति (टीएसी) के अंतर्गत गठित स्थायी समिति का उद्देश्य घरेलू ओटीसी बाजारों पर भिन्न-भिन्न कार्य-धाराओं के जरिए विभिन्न अंतरराष्ट्रीय मानक निर्धारण निकायों की सिफारिशों के निहितार्थ का अनवरत आधार पर आकलन करना है। समिति इस क्षेत्र में समुचित नीति प्रतिक्रिया तैयार करने में मदद भी करेगी।

VIII. कॉरपोरेट बांड

47. एफएसडीसी-एससी के तत्वावधान में गठित कार्य दल की सिफारिशों के आधार पर 2016-17 के संघीय बजट में कॉरपोरेट बांड बाजार के विकास के लिए कतिपय उपायों की घोषणा की गई है:

- जीवन बीमा निगम (एलआईसी) द्वारा अवसंरचना परियोजनाओं के लिए ऋण में वृद्धि करने हेतु समर्पित निधि की स्थापना;
- भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा, बड़े उधारकर्ताओं को अपने कतिपय वित्त संबंधी जरूरतों को बैंकों के बजाय बाजार प्रणाली के माध्यम से पूरा करने के लिए प्रोत्साहन प्रदान करने हेतु दिशानिर्देश जारी किया जाना;
- विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों के निवेश समूह में विस्तार किया जाना ताकि उसमें असूचीबद्ध डेट प्रतिक्रियाओं तथा प्रतिक्रियाकरण एसपीवीज द्वारा जारी पास थ्रू प्रतिक्रियाओं

को शामिल किया जा सके;

- प्राथमिक डेट ऑफर के लिए सेबी द्वारा कॉरपोरेट बांड में निजी प्लेसमेंट बाजार के लिए अनुकूल ईको सिस्टम विकसित करने हेतु इलेक्ट्रॉनिक नीलामी प्लेटफार्म लागू किया जाना;
- कॉरपोरेट बांड के लिए प्राथमिक और गौण बाजार खंड, दोनों को शामिल करते हुए एक पूरा सूचना भण्डार का विकास; एवं
- कॉरपोरेट बांड में रेपो बाजार के लिए इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म हेतु रूपरेखा तैयार करना।

48. हम सिफारिशों को कार्यान्वित करने की प्रक्रिया में हैं। इसके अतिरिक्त, समिति की सिफारिश निश्चित हो जाने के बाद कतिपय अन्य उपायों की घोषणा की जाएगी।

49. जहां तक कॉरपोरेट डेट बाजार के विकास की बात है बैंकरप्सी अधिनियम का अधिनियमन एक निर्णायक घटना होगी। कंपनी कानून समिति की कतिपय सिफारिशों, विशेषतः प्रतिभूतियों के निजी प्लेसमेंट से संबंधित, का, निर्गम प्रक्रिया को सहज करने के संबंध में दूरगामी निहितार्थ हो सकता है। कंपनी अधिनियम, 2013 की धारा 2 (30) में 'डिबेंचर' शब्द की जो परिभाषा की गई है, उसमें भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 के अध्याय IIIडी के अंतर्गत कवर किए गए लिखतों को शामिल नहीं करना समिति की दूसरी महत्वपूर्ण सिफारिश है। इससे सीपी के निर्गम एवं अन्य मुद्रा बाजार लिखतों के संबंध में आवश्यक स्पष्टता प्राप्त होगी।

IX. वित्तीय प्रौद्योगिकी का उपयोग

50. अंतरराष्ट्रीय मंचों पर बाजार अवसंरचना में सुदृढ़ता लाने के लिए फाइनेंशियल टेक्नोलॉजी (फिनटेक) का उपयोग एक मूलमंत्र बन गया है। विशेष रूप से, डिस्ट्रीब्यूटेड लेजर टेक्नोलॉजी (डीएलटी) का उपयोग सभी लेनदेन नेटवर्क के लिए बहुत मायने रखता है, जिसे तत्काल अद्यतन लेनदेन लेजर के रखरखाव के जरिए परित्याग नहीं किया जाना है और अंतिम रूप दिया जाना है। पारंपरिक 'नान-डिस्ट्रीब्यूटेड' प्रणालियों, जैसे भुगतान प्रणाली एवं समाशोधन/ निपटान प्रणाली द्वारा केंद्रीकृत लेजर का उपयोग किया जाता है। डीएलटी उसे (i) सहभागियों की पहचान को अज्ञात रखते हुए तथा (ii) किसी केंद्रीय एजेंसी द्वारा सहभागियों या लेनदेन प्रवाहों को विनियमित किए बिना, विकेंद्रीकृत तरीके

से प्राप्त करता है। बिटकॉइन 'गैर-अनुमत', पूर्णतः विकेंद्रीकृत लेनदेनों के एप्लीकेशन्स स्पेक्ट्रम के एक सिरे को दर्शाता है। फिर भी, भिन्न-भिन्न स्पेक्ट्रम में अनेक प्रयोग किए जा रहे हैं, जो पारंपरिक केंद्रीकृत प्रणालियों वाले टेक्नोलोजी से जुड़ने की कोशिश में हैं।

51. इस समय ब्लॉक-चैनस को विनियमित करने के बारे में बात करना ज्यादा जल्दी होगा क्योंकि उद्योग से लगातार जुड़ने की आवश्यकता है ताकि प्रौद्योगिकी के इर्द-गिर्द विकसित किए जा रहे विभिन्न एप्लीकेशन्स को समझने की कोशिश की जा सके और इस क्षेत्र में गतिविधियों की जांच की जा सके। विनियामक उद्योग के अभिन्न सहयोग से संभावित उपयोग वाले मामलों की पहचान करने में ध्यान केंद्रित करेगा जहां इस प्रौद्योगिकी का लाभ उठाया जा सकता है। निर्धारित क्षेत्रों में इसको नियंत्रित रूप से अपनाया जाना हमारे दृष्टिकोण की प्राथमिकता होगी।

52. फिनटेक के फायदों की ओर उन्मुख होने के लिए, खासतौर से ब्लॉक-चेन टेक्नोलोजी का उपयोग करने के लिए हमारा लगातार यह प्रयास होगा कि उद्योग के सहभागियों को साथ में लिया जाए और बाजार के इंफ्रास्ट्रक्चर को सुदृढ़ बनाने के लिए विभिन्न प्रकार के नवीन तरीकों को अपनाने की संभावनाओं का पता लगाया जाए। वित्तीय बाजार के इंफ्रास्ट्रक्चर में इन प्रौद्योगिकी के संभावित इस्तेमाल के मामलों का पता लगाकर उनकी संकल्पना के बारे में पेपर वेबसाइट पर डाले जाएंगे ताकि व्यापक रूप से सार्वजनिक फीडबैक प्राप्त किया जा सके।

X. फिमडा(एफआईएमएमडीए) की भूमिका

53. मैं भारतीय ऋण बाजार के विकास के लिए विभिन्न क्षमताओं में कार्य कर चुका हूँ और नियत आय तथा डेरिवेटिव बाजार में फिमडा की भूमिका के बढ़ते हुए महत्व को मैं स्पष्ट रूप से देख सकता हूँ। भारतीय रिजर्व बैंक और फिमडा के बीच विभिन्न प्रकार के नीतिगत मुद्दों पर औपचारिक एवं अनौपचारिक रूप से किए गए परामर्श से न केवल सहभागियों की सोच को समझने मदद मिली है, बल्कि एक बाजार निकाय के रूप में फिमडा को और अधिक की जिम्मेदारियां सौंपी गई हैं।

54. आज, सरकारी-प्रतिभूति एवं गैर-सरकारी-प्रतिभूति के मूल्यों के आकलन के साथ-साथ फिमडा को महत्वपूर्ण बाजार इंफ्रास्ट्रक्चर जैसे कारपोरेट बांड्स, कारपोरेट बांड में रेपो, कमर्शियल पेपर्स तथा जमा प्रमाणपत्रों के लिए रिपोर्टिंग प्लेटफार्म को विकसित करने

तथा उसके संचालन का दायित्व भी सौंपा गया है। इसके अलावा, फिमडा को ओटीसी ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार में दलालों के लिए एक्स्ट्रैडिंग निकाय के रूप में नियुक्त किया गया है। भविष्य में शीघ्र ही भारत में फिमडा को सीडी के रोलआउट में और अधिक भूमिका निभानी होगी। इससे फिमडा का दायरा और जिम्मेदारी दोनों बढ़ गई है और फिमडा अब तक इन जिम्मेदारियों को पूरा करने में सफल रहा है। अब यह समय आ गया है कि बीते दिनों की उपलब्धियों पर नज़र डाली जाए और भविष्य लिए एक नए विज्ञान का निर्माण किया जाए। उनमें से एक विज्ञान यह हो सकता है कि फिमडा को एसआरओ (स्व-विनियमित संस्था) का दर्जा प्रदान किया जाए।

55. वित्तीय बाजार के बदलते स्वरूप से यह ज़रूरी हो गया है कि वे संस्थाएं जो पारंपरिक रूप से विनियामकीय संरचना का हिस्सा नहीं हैं वे इसमें भाग लें और वित्तीय बाजार की गतिविधियों में संतुलन पैदा करें। प्रतिभूति बाजार के विनियामकीय ढांचे का महत्वपूर्ण कार्य स्व-विनियमन है। प्रतिभूति बाजार के प्रभावी विनियमन को बेहतर बनाने एवं बाजार को परस्पर जोड़कर रखने में स्व-विनियमन तथा स्व-विनियमित संस्थाओं(एसआरओ) की भूमिका को महत्वपूर्ण माना जा रहा है। एसआरओ के इस्तेमाल से वित्तीय बाजार में अधिक कुशलता उत्पन्न होगी और इस प्रकार इस बाजार में मुनासिब लागत पर पूंजी की उपलब्धता के लिए इस कारोबार में सार्वजनिक इक्विटी तथा ऋण बाजार तक लोगों की पहुंच बढ़ेगी, जो कारोबार के विस्तार तथा आर्थिक विकास के लिए सहायक होगा। रेगुलेटर्स को चाहिए कि वे कतिपय नियमों एवं विनियमों को लागू करने के लिए एसआरओ को 'सक्षम प्राधिकारी' के रूप में नामित करें।

56. एसआरओ को कुछ उद्योग एवं व्यवसाय पर कतिपय विनियामकीय अधिकार होगा जो मौजूदा सरकारी रेगुलेशन के अतिरिक्त होगा अथवा जहां रेगुलेशंस नहीं हैं यह उस खाली जगह को पूरा करेगा। फिमडा का सृजन ब्याज दर बाजार के लिए स्वैच्छिक निकाय के रूप में किया गया था, और यह एक ऐसा संगठन है जिसका मकसद लाभ कमाना नहीं है। अंतर्निहित बाजार में फिमडा की गतिविधियों एवं उसकी भूमिका को देखते हुए यह स्पष्ट है कि संबंधित बाजार में इसकी भूमिका स्व-विनियामकीय है तथा इसे 'अर्ध-एसआरओ' का नाम दिया जा सकता है। एसआरओ के रूप में कुछ खास गतिविधियां जैसे सदस्यों के लिए आचार संहिता का निर्धारण करना, दलालों पर निगरानी रखना, और विवादों का विवाचन(सीमित रूप से) करना आदि पहले से फिमडा द्वारा

किए जा रहे हैं। इस समय, फिमडा वित्तीय बेंचमार्क इंडिया लिमि. (एफबीआईएल) के माध्यम से बेंचमार्क नियंत्रण का अहम हिस्सा है जो बाजार के एकीकरण के लिए महत्वपूर्ण है। लेकिन, इस समय इस बात की जरूरत है कि फिमडा स्वयं को सुदृढ़ करे और अपने मिशन को उस स्तर तक बढ़ाए जो बाजार के विकास तथा भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा उसे दी गई भूमिका के अनुरूप हो। इस संबंध में, फिमडा के समस्त सदस्यों की सक्रिय भागीदारी की आवश्यकता है, खासतौर से सरकारी क्षेत्र के बैंक(पीएसबी) जो बैंकिंग/वित्तीय क्षेत्र के प्रमुख खिलाड़ी हैं।

57. फिमडा को अति-सक्रिय एवं अति-महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी जिसके लिए उसे क्षमताओं का निर्माण करना होगा - तकनीकी और वित्तीय दोनों प्रकार की, ताकि वह एसआरओ के रूप में अतिरिक्त जिम्मेदारियों को निभा सके। फोकस इस बात पर होना चाहिए कि सदस्यता का आधार बढ़ाते हुए संस्था में तीव्र क्षमताओं का निर्माण किया जाए ताकि वह सार्वजनिक जवाबदेही की बृहत संरचना के अंतर्गत कारगर तरीके से स्व-विनियमन का कार्य कर सके। मेरा सुझाव है कि फिमडा इस दिशा में एक कार्य योजना तैयार करे जिसमें उपयुक्त समय-सीमा में लक्ष्य-प्राप्ति का स्पष्ट निर्धारण किया गया हो।

समापन

58. जैसाकि ऊपर उल्लेख किया गया है, अगले कुछ वर्षों में यह उम्मीद की जाती है कि भारतीय ऋण बाजार ईको-सिस्टम के अनुरूप उभरेगा तथा इससे विभिन्न प्रकार के निवेशक जुड़ेंगे, साथ ही इसमें अनेक प्लेटफार्म एवं व्यापार के विभिन्न स्थान होंगे और डिपॉजिटरी स्तर पर निर्बाध एकीकरण की स्थिति होगी। इसे बिना अधिक उलट-फेर किए मौजूदा सेटअप में ज्यादा परिवर्तन किए बिना हासिल किया जाएगा। बाजार के इंफ्रास्ट्रक्चर को विश्व में की जा रही सुधार प्रक्रिया के अनुरूप रखा जाएगा जिसमें नवोन्मेषी फिनटेक की भूमिका अधिक होगी।

59. एफपीआई की मध्यावधि संरचना के बारे में की गई घोषणा के अनुसार, एफपीआई द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में किया जाने वाला कुल निवेश मार्च, 2018 तक बकाया के 5 प्रतिशत तक पहुंच जाएगा। यह, एसडीएल हेतु सृजित अतिरिक्त गुंजाइश के अलावा होगा, और यह आशा की जाती है कि इससे एक पूर्वानुमान लगाने

की स्थिति उत्पन्न हो जाएगी। इस प्रकार अनुभव प्राप्त करते हुए, भारतीय प्रतिभूति बाजार को विश्व बांड सूचकांक में शामिल करने के उद्देश्य से कतिपय क्षेत्रों/अवधियों को धीरे-धीरे पूरी तरह से खोलने की संभावनाएं बन सकती हैं।

60. पूंजी खाते को क्रमिक रूप से खोलते जाने तथा भारतीय रुपए का लगातार अंतरराष्ट्रीयकरण हो जाने से अपतटीय बाजार में विश्व के निवेशकों की बढ़ती हुई भूमिका अपरिहार्य होती जाएगी। 'मसाला' बांड के बारे में दिशानिर्देश जारी करने तथा आइसीएसडीएस के माध्यम से विदेशी निवेशकों हेतु निवेश करने का मार्ग खोल देने की सहमति दिया जाना, इस दिशा में उठाए गए कुछ कदम हैं। हमारा यह प्रयास होगा कि ये कार्य बाधारहित तरीके से संपन्न होते रहें।

61. अंत में, मैं संस्थाओं की बदलती भूमिका के संदर्भ में बौद्धिक खुलापन विषय पर वापस आना चाहता हूं। शायद इससे बेहतर उद्धरण मुझे नहीं मिलेगा कि मैं जॉन डब्ल्यू गार्डनर के प्रारंभिक संबोधन को यहां उद्धृत करूं कि जब उन्होंने 1968 में संस्थाओं की असफलता के कारणों के बारे में यह बात की थी:

बीसवीं सदी की संस्थाएं नेकदिल-चाहने वालों और संस्थाओं के प्रति बेरहम आलोचकों के बीच तीखे मतभेदों में फंसी रही हैं। एक तरफ, जो लोग अपने संस्थानों के प्रति नेकदिल थे वे अपने वादों पर अपनी हेकड़ी को तरजीह देते रहे, संस्थाओं के अस्तित्व को बचाने में सहायक आलोचनाओं को नजरअंदाज करते रहे और संस्थाओं की समाप्ति के कदम उठाते रहे। दूसरी तरफ, संस्थाओं के प्रति बेरहम आलोचकों की नस्ल उत्पन्न हो गई जो विनाशक कलाओं में माहिर थे किंतु उस कला की शिक्षा उन्हें नहीं दी गई जो मानवीय संस्थाओं को पोषण प्रदान करती हैं और उन्हें मजबूती प्रदान करती हैं तथा उन्हें समृद्ध बनाती हैं। इन दोनों के बीच फंसकर संस्थाएं तबाह हो गईं।

62. इस खुली बहस की भावना के अनुसार बजाय बेरहम अथवा चाहने वाले आलोचक के स्थान पर नेकदिल तथा चाहने वाले आलोचकों के रूप में अपने मुख्य आदर्शों को त्यागे बिना अपनी संस्थाओं के दर्शन का पुनर्मूल्यांकन करते रहना होगा। इस भावना को ध्यान में रखते हुए आगामी सत्रों में अत्यधिक गुणवत्तापूर्ण, खुली एवं सार्थक चर्चाएं होंगी।

63. ध्यानपूर्वक सुनने के लिए धन्यवाद।