

भारतीय कर्ज एवं व्युत्पन्नी बाजारों का विनियमन : संकट के बाद के परिप्रेक्ष्य में कुछ परिदृश्य*

हारुन आर. खान

भारतीय नियत आय मुद्रा बाजार और व्युत्पन्नी संघ (फिम्डा) के अध्यक्ष श्री एन.एस. वेंकटेश, भारतीय प्राथमिक व्यापारी संघ (पीडीएआई) के अध्यक्ष श्री बी. प्रसन्ना, फिम्डा से विदा ले रहे मुख्य कार्यपालक अधिकारी श्री सी.ई.एस. अजारिया तथा फिम्डा से जुड़ने वाले मुख्य कार्यपालक अधिकारी श्री प्रसाद, सम्मेलन में पधारे विख्यात वक्तागण एवं दलों के सदस्य तथा प्रतिनिधिगण। फिम्डा और पीडीएआई की 15वीं वार्षिक बैठक में इस खूबसूरत, ऐतिहासिक शहर जयपुर में आप सभी के बीच आकर मुझे अत्यधिक प्रसन्नता हो रही है। कुछ वर्षों तक विदेशों में बैठक आयोजित किए जाने के बाद यहां पर बैठक का आयोजन किए जाने से घर वापसी का एहसास हो रहा है। अपने शानदार किलों तथा महलों, पुरातात्विक स्मारकों और सुंदर उद्यानों के साथ जयपुर सम्मेलन बहुत प्रासंगिक विषय: *वैश्वीकृत बाजार में जोखिम, विनियमन तथा अवसर* के बारे में अपने विचार व्यक्त करने के लिए बांड और व्युत्पन्नी व्यापारियों को समुचित माहौल उपलब्ध कराता है। सत्रों के मुख्य विषयों का संपूर्णता से, जिसमें ईएमई के संदर्भ में असंभव तिकड़ी के गति सिद्धांत, बासेल ढांचे के अंतर्गत चलनिधि जोखिम तथा पूंजी आवश्यकताएं, वित्तीय बाजार आधारभूत संरचनाओं (एफएपीआई) से संबंधित विनियमों तथा वित्तीय बाजार की गतिविधियों के वर्तमान मुद्दे और चुनौतियां शामिल हैं, तथा प्रतिष्ठित दलों के सदस्यों का चयन करने के लिए मैं आयोजकों का अभिनंदन करता हूँ। इन सत्रों में जिन मुद्दों पर विचार-विमर्श किया जाना है, उनकी पृष्ठभूमि के बारे में बात करने के माध्यम से संकट के बाद के परिप्रेक्ष्य में हाल के समय में भारतीय

* 8 मार्च 2014 को जयपुर में आयोजित एफआईएमएमडीए-पीडीएआई के 15वें वार्षिक सम्मेलन में श्री हारुन आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक के संबोधन के मुख्य बिंदुओं का विस्तृत रूप। भारतीय रिजर्व बैंक के श्री एन.आर.वी.वी.एम. के. राजेंद्र कुमार, श्री सुदर्शन साहू एवं श्री सुरजीत बोस के योगदान के प्रति वक्ता आभार प्रकट करते हैं।

कर्ज और व्युत्पन्नी बाजारों के विनियमनों के बारे में मैं अपनी बात आपसे साझा करना चाहूंगा।

1. हमें विनियमन की आवश्यकता क्यों है ?

1.1 बाजारों के संबंध में विनियमन का महत्त्व

2. बैंकिंग पर्यवेक्षण से संबंधित बासेल समिति (बीसीबीएस) के महासचिव वायने बायर्स ने वित्तीय बाजार के प्रतिभागियों को 'आधे भरे गिलास' तथा विनियामकों को उसके दूसरे हिस्से, 'आधे खाली गिलास' के रूप में निरूपित किया है। इस प्रकार के निरूपण का कारण यह है कि बाजार के प्रतिभागी सर्वप्रथम लाभ के अवसर ढूंढते हैं जबकि विनियामक की नजर सर्वप्रथम जोखिम पर होती है। दोनों आयाम एक ही सिक्के के दो पहलू हैं जो वित्तीय बाजारों के विकास और विस्तारित रूप में वास्तविक अर्थव्यवस्था के विकास के लिए अनिवार्य हैं। दक्ष वित्तीय क्षेत्र का संचालन दक्ष वित्तीय विनियमन पर आश्रित होता है। हाल के वित्तीय संकट ने प्रभावी विनियमन की आवश्यकता को पर्याप्त रूप से प्रदर्शित कर दिया है।

3. वित्तीय संकट की शुरुआत वित्तीय फर्मों की लाभ से प्रेरित उन गतिविधियों से हुई जो वित्तीय स्थिरता की आवश्यकताओं के असंगत थीं। वित्तीय फर्मों, चाहे वे सब-प्राइम उधारदाता हों या जटिल व्युत्पन्नियों के डीलर हों, की गतिविधियों के प्रभाव का परिशुद्धतापूर्वक मापन विनियामकों के लिए संभव नहीं हो पाया, जिसके कारण विशाल पैमाने में संकट आ पड़ा। बाजारों की दक्षता और स्वयं-सुधार की प्रवृत्ति पर बल देने वाले 'स्वतंत्र बाजार परिप्रेक्ष्य' को अपर्याप्त पाया गया है। अत्यधिक चलनिधि, लीवरेज, जोखिम लेने तथा संपूर्ण वित्तीय प्रणाली के आपस में जुड़ाव के कारण उत्पन्न होने वाली प्रणालीगत कमजोरियों के बढ़ने को विनियामक पहचान नहीं पाए। एक प्रकार से देखा जाए तो संकट के कारण वैश्विक विनियामकीय परिदृश्य में नाटकीय परिवर्तन आया है।

4. बाजार में भरोसे को बहाल करने तथा संकट से हुई क्षति के कारण आर्थिक सुधार की मदद करने के उद्देश्य से मौद्रिक और राजकोषीय कदम उठाने के साथ ही नीति निर्माताओं ने भविष्य में होने वाले ऐसे किसी संकट के प्रभाव को कम करने के लिए नए वित्तीय विनियमों की शुरुआत करने के संबंध में दृढ़ निश्चय भी दिखाया है। इसलिए विनियामकीय सुधार का ध्यान सूक्ष्म-विवेकसम्मत तथा बाजार-गतिविधियों के विनियमन पर केंद्रित है।

इसके अंतर्गत प्रणालीगत जोखिमों के मजबूत होने पर भी ध्यान दिया जाना है।

5. विकसित देशों में संकट का फैलाव होने और वैश्विक वित्त जगत के अंतर-संबंधों से वैश्विक स्तर पर विनियमन के समन्वय की आवश्यकता रेखांकित हुई जिसके कारण जी-20 देशों ने समन्वय किया और सम्मिलित रूप से विनियामकीय सुधार की शुरुआत की। जी-20 ने उन विनियमों को प्रभावी ढंग से लागू करने पर भी जोर दिया जिनको अंतरराष्ट्रीय स्तर पर समन्वित किया जाना चाहिए, जिससे राष्ट्रीय प्राधिकारी और अंतरराष्ट्रीय स्तर पर मानक तय करने वाले लोग साथ में काम करें और वित्तीय विनियामकीय और निगरानी ढांचों को मजबूत बनाने में एक-दूसरे की मदद करें। जी-20 ने यह स्वीकार किया है कि विनियामकीय सुधारों को सहारा देने वाली नीतियों और आधारभूत संरचना के स्तर पर बढ़ावा देने की आवश्यकता है जिसमें निम्नलिखित समाहित हों - क्षतिपूर्ति प्रथाएं, जो विवेकपूर्ण ढंग से जोखिम लेने को प्रोत्साहित करती हैं; व्युत्पन्नी करारों का बेहतर मानकीकरण तथा जोखिम से अप्रभावित केंद्रीय प्रतिपक्षकारों का इस्तेमाल करना; लेखांकन के बेहतर मानकों को स्थापित करना जिनमें ऋण-हानि प्रावधानों को बेहतर मान्यता दी गई हो और उचित मूल्य आधारित लेखांकन से संबद्ध विपरीत प्रभावों को कम किया जा सके। वैश्विक स्तर पर पूंजी, चलनिधि और लीवरेज के संबंध में नए कठोर नियमों को इस प्रकार तैयार किया गया जिससे विफल होने की दशा में प्रणाली में सहारा प्रदान करने के लिए पर्याप्त बफर उपलब्ध हो और वित्तीय फर्मों के अपने ऊपर लिए गए जोखिमों का सीमित होना सुनिश्चित किया जा सके।

6. विकसित अर्थव्यवस्थाओं में प्रमुख क्षेत्रों में व्यापक विनियामकीय सुधारों की शुरुआत विधान बनाकर (उदाहरण के तौर पर अमरीका में डॉड्ड-फ्रैंक कानून पारित होना) तथा व्यापक समीक्षा (उदाहरण के तौर पर यूनाइटेड किंगडम में बैंकिंग प्रणाली की विकर्स समीक्षा) के माध्यम से कर दी गई है। संकट के वैश्विक स्तर पर होने तथा संस्थाओं के राष्ट्रीय क्षेत्राधिकारों के मध्य विस्तारित होने वाली जटिल वित्तीय प्रणाली के कारण अंतरराष्ट्रीय अभिकरणों के माध्यम से समन्वित विनियामकीय कार्रवाई की आवश्यकता उत्पन्न हुई और इसलिए जी-20 ने अंतरराष्ट्रीय वित्तीय विनियमन व्यवस्था तैयार करने का काम तेज कर दिया है।

I.II विनियमन के संबंध में वैश्विक स्तर पर की जाने वाली पहल

7. विनियमन के संबंध में की जाने वाली नई पहल का उद्देश्य वित्तीय क्षेत्र में विद्यमान विनियमन तथा पर्यवेक्षण की 'हल्की/कोमल' धारणा की तुलना में अधिक प्रभावी होना है। ऐसा विशेषरूप से संकट से पहले के कुछ क्षेत्राधिकारों के संबंध में है और उन्हें उनके क्षेत्र को काफी व्यापक बनाने के लिए तैयार किया गया है। वे न सिर्फ वित्तीय संस्थाओं (यथा बासेल-III) द्वारा अपेक्षित पूंजी एवं चलनिधि आवश्यकताओं को समाहित करते हैं बल्कि बाजार की गतिविधियों, वित्तीय लिखतों, आधारभूत संरचना और बेंचमार्क [अर्थात्, वित्तीय लिखतों निदेशों से संबंधित बाजार (एमआईएफआईडी-II), वित्तीय लिखतों के विनियमन से संबंधित बाजार (ईएमआईआर), यूरोपीय आयोग द्वारा वित्तीय लिखतों और वित्तीय करारों में बेंचमार्क की तरह प्रयोग किए जाने वाले प्रस्तावित सूचकों के संबंध में विनियमन] को भी समाहित करते हैं। इन नए विनियमों का अनुपालन करने में वित्त जगत की लागत बढ़ना अवश्यभावी है किंतु स्थिर वित्तीय प्रणाली से होने वाले लाभों की तुलना में यह लागत बहुत कम होगी।

I.III वित्तीय बाजार विनियमन - भारतीय परिप्रेक्ष्य

8. भारतीय रिजर्व बैंक मुद्रा, सरकारी प्रतिभूति एवं काउंटर पर दिए जाने वाले ऋण, विदेशी मुद्रा एवं रिपो सहित ब्याज दर व्युत्पन्नियों का नियामक है। विनियामकीय अधिदेश के अनुसार रिजर्व बैंक विस्तृत और गहन बाजारों के विकास का प्रयत्न करता रहा है। वित्तीय बाजारों के अधिक गहन तथा विस्तृत होने से पूंजी वितरण की दक्षता में सुधार करने और वित्तीय संवृद्धि में निहित जोखिमों को कम करने के रूप में सार्वजनिक नीति के उद्देश्यों को पूरा करने में मदद मिलती है। चूंकि बाजार के विकास को सुनिश्चित करने के लिए मजबूत विनियमन एक अनिवार्य संस्थागत कारक है, इसलिए रिजर्व बैंक मुद्रा, सरकारी प्रतिभूतियों तथा काउंटर पर होने वाले व्युत्पन्नी बाजारों को और अधिक विकसित करने के लिए विवेकसम्मत विनियमों पर ध्यान केंद्रित करता रहा है। 90 के दशक की शुरुआत में सरकारी प्रतिभूति बाजार में किए गए सुधारों के कारण यह सुनिश्चित किया जा सका कि सरकारी प्रतिभूति बाजार सुव्यवस्थित तथा विनियमित बाजार हो जिसमें व्यापार और निपटान के लिए बाजार की विश्वस्तरीय आधारभूत संरचना उपलब्ध रहे।

9. वित्तीय बाजारों के विनियमन तथा विकास के संबंध में भारतीय रिजर्व बैंक का दृष्टिकोण निम्नलिखित तीन व्यापक सिद्धांतों से प्रेरित रहा है -

- i. प्रथम, नए जोखिमों से सुरक्षा प्रदान करने में सक्षम बनाने के लिए आर्थिक अभिकर्ताओं को उपलब्ध वित्तीय उत्पादों के विकल्पों तथा उनकी निधीयन आवश्यकताओं को विस्तृत किया जाना चाहिए।
- ii. द्वितीय, नए उत्पादों को लाने के लिए बाजार के प्रतिभागियों द्वारा उत्पाद की स्वीकृति के माध्यम से संचालित होने वाली धीमी प्रक्रिया को अपनाया जाना चाहिए।
- iii. अंतिम रूप से, व्यापार करने, निपटान तथा वर्तमान के साथ ही नए वित्तीय उत्पादों की रिपोर्टिंग के संबंध में बाजार की आधारभूत संरचना की मजबूती को और बढ़ाया जाना चाहिए।

शुरुआत से ही भारत का दृढ़ निश्चय सर्वोत्तम अंतरराष्ट्रीय प्रथाओं के मानकों को प्राप्त करना रहा है किंतु अंतर्निहित संरचनागत, संस्थागत और प्रचलनात्मक मुद्दों को ध्यान में रखते हुए प्रक्रियाओं को ठीक करने का विशेष प्रयत्न किया गया जाता रहा है।

10. इस प्रकार के नीतिगत कदम उठाए जाने के पीछे अल्पावधि बाजार की गतिविधियों पर ध्यान दिए जाने के स्थान पर वित्तीय प्रणाली की सुरक्षा और स्थिरता को तरजीह दिए जाने की सोच रही है। गवर्नर, डॉ. रघुराम राजन ने यह स्पष्ट किया था कि भारतीय रिजर्व बैंक का नीतिगतरूप से इस बात पर ध्यान केंद्रित है कि वित्तीय बाजारों को विस्तृत और गहन बनाया जाए तथा उनकी चलनिधि और उनके लचीलेपन में वृद्धि की जाए ताकि वे भारत की संवृद्धि के वित्तीयन से जुड़े जोखिमों का वितरण तथा उनका अवशोषण कर सकें। भारतीय रिजर्व बैंक का प्रयास बाजार के विकास तथा वित्तीय स्थिरता के बीच संतुलन कायम करने का रहा है।

11. कर्ज और व्युत्पन्नी बाजारों के विनियमन तथा विकासात्मक उपायों का विवरण हम ध्यान केंद्रित किए जाने वाले दो विस्तृत क्षेत्रों में कर सकते हैं - लचीलेपन में इजाफा करना और चलनिधि बढ़ाना।

II. कर्ज और व्युत्पन्नी बाजारों के लचीलेपन में इजाफा करना

12. सुरक्षित और मजबूत बाजार वित्तीय स्थिरता और बाजार के व्यवस्थित विकास को सुनिश्चित करते हैं। भारतीय रिजर्व बैंक पंजीकरण को अनिवार्य बनाने तथा रिपोर्टिंग करने, पूंजी तथा संपार्श्विकों की आवश्यकता निर्धारित करने और बाजार के

व्यवस्थित नियमों के माध्यम से वित्तीय बाजारों में लचीलापन सुनिश्चित करता है।

II.I पंजीकरण एवं रिपोर्टिंग की जरूरत

13. पंजीकरण जरूरी होने से सुरक्षित एवं वित्तीय रूप से मजबूत संस्थाओं की वित्तीय प्रणाली तक पहुंच सुनिश्चित होती है। उदाहरण के लिए, प्राथमिक व्यापारियों (पीडी) को प्राधिकृत किए जाने संबंधी भारतीय रिजर्व बैंक के दिशानिर्देश में यह प्रावधान किया गया है कि प्राथमिक व्यापारी बनने के लिए वित्तीय क्षेत्र का अनुभव होने के साथ ही खुदरा/मध्यवर्ती-क्षेत्र के प्रतिभागियों सहित बाजार को सेवाएं प्रदान करने की प्रतिबद्धता भी होनी चाहिए। रिपोर्टिंग जरूरी किए जाने से पारदर्शिता, बाजार की सत्यनिष्ठा के साथ ही अनुशासन को भी बढ़ावा मिलता है। पारदर्शिता की कमी को अक्सर वैश्विक वित्तीय संकट का प्रमुख कारण बताया जाता है। भारत में, रिजर्व बैंक ने रिपोर्टिंग अपेक्षाओं को अनिवार्य बनाते हुए पारदर्शिता में सुधार लाने के लिए बहुत से कदम उठाए हैं। सरकारी-प्रतिभूति के व्यापार को रिजर्व बैंक (तयशुदा लेनदेन प्रणाली-आर्डर मिलान [एनडीएस-ओएम]) के स्वामित्व वाले बेनाम व्यापारिक प्लेटफॉर्म द्वारा नियंत्रण में किया गया है। काउंटर पर होने वाले सभी लेनदेन तथा सरकारी-प्रतिभूति और काल/नोटिस/मीयादी मुद्रा लेनदेन की तुरंत रिपोर्ट भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) को भेजी जाती है। वाणिज्य पत्रों/जमा प्रमाणपत्रों की रिपोर्टिंग फिन्डा के रिपोर्टिंग प्लेटफॉर्म पर की जाती है। काउंटर पर होने वाले व्युत्पन्नी कारोबार की समग्र रिपोर्टिंग की भी व्यवस्था है।

II.II पूंजी एवं संपार्श्विकों की आवश्यकता

14. पूंजीगत एवं संपार्श्विकों की आवश्यकता विवेकसम्मत प्रकृति की है और इससे बाजार में कारोबार करते समय प्रतिभागियों द्वारा अनपेक्षित प्रतिपक्षी जोखिम नहीं लिया जाना सुनिश्चित किया जाता है। पूंजीगत आवश्यकताएं पूंजी तथा बाजार जोखिमों सहित विभिन्न जोखिमों के प्रति बफर के रूप में कार्य करती हैं। भारतीय बैंक अच्छी तरह से पूंजीसंपन्न रहे हैं और बासेल की अपेक्षाओं में वर्णित बैंक पूंजी के संबंध में सर्वोत्तम अंतरराष्ट्रीय प्रथाओं के अनुरूप रहे हैं। बैंकों के पूंजीगत आधार को अधिक मजबूत किए जाने तथा प्रणालीगत आघातों को सहन करने की उनकी योग्यता को बढ़ाने के लिए हमने बासेल III को अपनाने की घोषणा की है। ये मानक चरणबद्ध ढंग से प्रभावी होंगे। हम एकल प्राथमिक व्यापारियों के लिए बासेल III ढांचे के अनुरूप पूंजी पर्याप्तता मानकों के

नवीनीकरण की प्रक्रिया से गुजर रहे हैं। संपार्श्विक आवश्यकताओं से बाजार में होने वाले लेनदेनों में प्रतिपक्षी जोखिम कम हो जाता है। काउंटर पर लेनदेन किए जाने वाले व्युत्पन्नियों के मजबूत विनियमन के संबंध में अंतरराष्ट्रीय सर्वसम्मति इन व्युत्पन्नियों को केंद्रीकृत समाशोधन से गुजारने तथा मार्जिनों की अनिवार्य पोस्टिंग जी-20 द्वारा तैयार किए गए घोषणापत्र के अनुसार है। इससे संपार्श्विकों का महत्त्व रेखांकित होता है। भारत में संपार्श्विकों के संबंध में प्रोटोकॉल सरकारी-प्रतिभूतियों, रिपो और इक्विटी बाजारों के संबंध में उपलब्ध हैं। हम काउंटर पर होने वाले व्युत्पन्नी बाजारों के लिए भी इसी प्रकार की प्रक्रिया को संचालित करने की प्रक्रिया से गुजर रहे हैं।

II.III व्यवस्थित बाजार के नियम

15. बाजार मूल्यों की सत्यनिष्ठा को सुरक्षा प्रदान करने के लिए विनियामकों द्वारा व्यवस्थित बाजार के नियम बनाए जाते हैं ताकि वे मूल्य की विश्वसनीय सूचना प्रदान कर सकें और व्यापक बाजार प्रतिभागिता को प्रोत्साहित कर सकें। जरूरी नहीं कि ये नियम स्वयं विनियामक द्वारा निर्धारित किए जाएं बल्कि वे बाजार के प्रतिभागियों की सर्वसम्मति से भी तैयार किए जा सकते हैं। इस संबंध में फिम्डा की आचार संहिता एक मिसाल है। फिम्डा ने हाल ही में एक विवाद निपटान समिति का गठन किया है जिसमें सरकारी प्रतिभूतियों के बाजार में होने वाले त्रुटिपूर्ण कारोबार से उत्पन्न होने वाले विवादों के समाधान के लिए विभिन्न प्रकार के बाजार प्रतिभागियों को प्रतिनिधित्व प्रदान किया गया है। जहां कहीं भी त्रुटि की संभावना दिखाई देती है, कार्य को सुचारू बनाने के लिए बाजार का विनियामक कदम उठाता है। ऐसी कार्रवाई के पीछे वित्तीय बाजार की स्थिरता को महत्त्व प्रदान करना प्रमुख बात थी। रिजर्व बैंक द्वारा निर्धारित नियमों को निम्नलिखित संदर्भ में देखा जाए - यथा, ऋण चूक स्वैप (सीडीएस) के प्रयोगकर्ता सिर्फ आधारभूत जोखिमों वाले लिखत ही खरीदें, अल्पावधि बिक्री पर उचित प्रतिबंध लगाया जाना, गलत ढंग से बिक्री किए जाने वाले उत्पादों को नियंत्रित करने, जिसमें 'उपयुक्तता और अनुकूलता' पर जोर दिया गया हो, के उपाय करने के माध्यम से उपभोक्ता संरक्षण सुनिश्चित करना, ब्याज दरों की भावी स्थिति पर उचित नियंत्रण करना आदि। यह कहा जा सकता है कि इस दृष्टिकोण ने भारतीय वित्तीय बाजारों की मदद की है और साथ ही इसके कारण भारत वैश्विक वित्तीय संकट के संक्रमण से अपेक्षाकृत कम प्रभावित हुआ।

III. कर्ज और व्युत्पन्नी बाजारों में चलनिधि बढ़ाना

16. चलनिधि की पर्याप्तता वाले कर्ज बाजार निर्गमकर्ताओं और निवेशकों -दोनों के लिए अनिवार्य हैं। हाल के वर्षों में कर्ज बाजारों में चलनिधि में सुधार करने के सम्मिलित प्रयास किए गए हैं। सभी प्रकार के लाभ को दर्शाने वाले वक्रों में निर्गम हुआ है जिसका विस्तार 30 वर्षों तक है। हमारी भुगतान प्रणाली सुरक्षित और दक्ष है जिसमें विश्वस्तरीय आधारभूत संरचना, बेहतरीन कारोबारी प्रणाली विद्यमान है जिसके कारण बेनाम आदेश मिलान तथा चलनिधि युक्त रिपो बाजार का संचालन संभव हो पाया है और इससे निधीयन के विकल्प उपलब्ध होते हैं। बाजार प्रतिभागियों को स्वतंत्रतापूर्वक अपने विचार व्यक्त करने में सक्षम बनाने के लिए सुरक्षा (हैजिंग) और कारोबार करने के लिखत उपलब्ध हैं। देशी और विदेशी निवेशकों के आधार क्षेत्र में विस्तार हो रहा है तथा निवेशकों की जरूरतों को पूरा करने के लिए विभिन्न प्रकार के लिखत प्रस्तुत किए जा रहे हैं। सरकारी-प्रतिभूति बाजार में चलनिधि में सुधार हो जाने के बावजूद कारोबार की जाने वाली प्रतिभूतियों की संख्या बहुत कम बनी हुई है। चलनिधि अपूर्ण है तथा बांडों, विशेषरूप से 10 वर्ष की परिपक्वता वाले, का कारोबार कुछ ही केंद्रों पर किया जाता है। निर्गमन के संपूर्ण वक्र में विस्तार हो जाने तथा चलनिधि के लिए आवश्यक मात्रा के पुनर्निर्गमन के माध्यम से तैयार किए जाने के बाद भी हाल के वर्षों के दौरान संकेंद्रण बढ़ गया है। चलनिधि मंदी एवं तेजी के चरण (बियर एंड बुल फेज) में गई एक प्रक्रिया बन गई है और हम तेजी के चरण में प्रचुरता तथा मंदी के चरण में कमी देखते हैं। हमने कारोबार की मात्रा को एक लाख करोड़ रुपये तक पहुंचने और अचानक गिरकर रु.10,000-15,000 करोड़ होते देखा है।

17. हाल की अवधि में रिजर्व बैंक की प्राथमिकता सरकारी प्रतिभूतियों और ब्याज दर व्युत्पन्नी बाजारों (अध्यक्ष : आर. गांधी) (गांधी कार्यदल) में चलनिधि बढ़ाने के संबंध में गठित कार्यदल की अनुशंसाओं को लागू करना रहा है। लगभग 70% अनुशंसाओं पर कार्रवाई प्रारंभ/पूर्ण कर ली गई है। प्राथमिक नीलामी में बोली लगाने के लिए टाइम विंडो के महत्त्व को कम करना (ट्रैकिंग), खजाना बिलों (टी-बिलों) में प्राथमिक नीलामी के निपटान चक्र को टी+1 से बदलकर टी+2 करना, सरकारी प्रतिभूति की प्राथमिक नीलामी किए जाने को एक समान-मूल्य तथा विभिन्न मूल्य वाले रूप -दोनों के मिश्रण के रूप में किया जाना और राज्य विकास ऋणों की वर्तमान

प्रतिभूतियों के पुनर्निगमन, इन संविदाओं के केंद्रीकृत समाशोधन तथा निपटान की सुविधा उपलब्ध कराने के लिए ब्याज दर अदला-बदली (आईआरएस) की संविदाओं को मानक बनाने और सरकारी प्रतिभूतियों (तुरंत एवं रिपो) के काउंटर पर होने वाली द्वितीयक बाजार के कारोबार की रिपोर्टिंग को पीडीओ-एनडीएस से क्रमशः एनडीएस-ओएम एवं सीआरओएमएस में ले जाने जैसी अनुशंसाओं को लागू कर दिया गया है।

18. इसके अलावा, किए गए उपायों में संस्थागत के साथ ही खुदरा वैयक्तिक निवेशकों के लिए मुद्रास्फीति सूचीबद्ध बांडों का जारी किया जाना, नगदी आधार पर 10-वर्षीय ब्याज दर फ्यूचर्स की शुरुआत करना रहा है। 2014-15 एवं 2015-16 में परिपक्व होनेवाली लगभग ₹.27,000 करोड़ के अंकित मूल्य वाली प्रतिभूतियों को अपेक्षाकृत अधिक अवधि वाली कर्ज प्रतिभूति में बदल कर सक्रिय कर्ज प्रबंध की दिशा में कदम उठाए गए हैं। ऐसे सभी कदम बाजार में विस्तृत विचार-विमर्श करने तथा प्राप्त हुए फीडबैक को ध्यान में रखते हुए उठाए गए हैं।

19. हम उम्मीद करते हैं कि बाजार प्रतिभागी कर्ज बाजारों में सक्रिय रूप से प्रतिभागी बनेंगे और चलनिधि की स्थिति में सुधार करेंगे। इस संबंध में, मैं दो मुद्दों पर चर्चा करूंगा जिनका चलनिधि पर प्रभाव पड़ेगा यथा, बाजार तैयार करना तथा अधिविक्रय (शॉर्ट सेलिंग)।

III.I बाजार तैयार करना

20. सरकारी प्रतिभूति के लिए बाजार निर्माण करने और चलनिधि उपलब्ध कराने का अधिदेश प्राथमिक व्यापारियों के पास है। गांधी कार्यदल ने अनुशंसा की है कि चलनिधि में सुधार करने का एक तरीका यह है कि अपने बाजार के निर्माण करने के लिए प्रत्येक प्राथमिक व्यापारी को निर्धारित प्रतिभूतियों का आबंटन करने पर विचार किया जाए और यदि आवश्यक हो तो प्रतिभूतियों के स्टॉक का आवधिक समयान्तरालों पर बारी-बारी से प्राथमिक व्यापारियों के बीच चक्रण किया जाए। ऐसा करने से प्रतिभूतियों के चुनिंदा समूहों के लिए कीमतों की निरंतर उपलब्धता सुनिश्चित होगी। इस अनुशंसा को क्रियान्वित करने के लिए रिजर्व बैंक पीडीआई एवं सरकार के साथ विचार-विमर्श कर रहा है। यह उम्मीद की जाती है कि प्राथमिक व्यापारी बाजार में चलनिधि का विकास करने के लिए प्रतिभूतियों की पर्याप्त उच्च संख्याओं के लिए द्वि-मार्गी बोली की सुविधा उपलब्ध कराने हेतु जोरदार प्रयास करेंगे। हमारी योजना बाजार निर्माण प्रणाली को अगले वित्त वर्ष में कार्यान्वित करने की

है और इससे चलनिधि में काफी सुधार होने की संभावना है। इस संदर्भ में, दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों के वार्षिक टर्नओवर के न्यूनतम 5 गुना के अनुपात तथा खजाना-बिलों/सीएमबी के संबंध में माह के अंत के स्टॉकों के औसत के 10 गुना होने के वर्तमान अनुपातों की समीक्षा की आवश्यकता है और उपयुक्त ढंग से पुनरीक्षित उच्चतर स्तर निर्धारित करने की अपेक्षा है।

III.II अधिविक्रय

21. रिजर्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों के अधिविक्रय की अनुमति प्रदान की है ताकि बाजार के प्रतिभागी ब्याज दरों के बारे में अपने विचार व्यक्त कर सकें। विनियमन की सर्वोत्तम प्रथा में यह अपेक्षा है कि अधिविक्रय समुचित नियंत्रण के अधीन होना चाहिए ताकि वित्तीय बाजारों के व्यवस्थित ढंग से तथा दक्षतापूर्वक कार्य करने के संभाव्य जोखिमों को कम अथवा न्यूनतम किया जा सके और इसे रिपोर्टिंग रिजीम के अधीन होना चाहिए जो विनियामकों को यथासमय सूचना उपलब्ध कराते हैं। अधिविक्रय को क्रमबद्ध तरीके से अनुमति प्रदान की गई ताकि बाजार के प्रतिभागी ब्याज दर के उभरते स्वरूप के आधार पर अपनी स्थिति का निर्धारण कर सकें और अधिविक्रय के अधिक होने से उत्पन्न होने वाले जोखिमों के संबंध में सीमा का निर्धारण कर सकें। सरकारी प्रतिभूतियों के एक दिवसीय अधिविक्रय को 2006 में अनुमति प्रदान की गई, 2007 में इसका विस्तार 5 दिनों के लिए किया गया और 2011 में तीन महीनों के लिए इसका विस्तार किया गया। प्रतिभूतियों के संबंध में 'स्क्वीज' होने के जोखिम के निवारण के लिए अधिविक्रय की स्थिति के संबंध में और अधिविक्रय के कारण बाजार पर समग्र जोखिम की सीमा निर्धारित करने के लिए प्रतिभागी के स्तर पर मात्रात्मक सीमाओं (अचल और चल प्रतिभूतियों के लिए बकाया राशि का क्रमशः 0.25 प्रतिशत और 0.50 प्रतिशत) को भी लागू किया गया है। बाजार में जोखिम के तैयार होने पर निगरानी के संबंध में विनियामकों को सक्षम बनाने के लिए समुचित रिपोर्टिंग की व्यवस्था की गई है। बाजार के कुछ प्रतिभागियों ने यह विचार व्यक्त किए हैं कि इन विनियमों के कारण ब्याज दरों के संबंध में विचार व्यक्त करने की स्वतंत्रता सीमित हो रही है और वे इस संबंध में अधिक उदारता की मांग करते हैं। अमरीकी और यूरोपियन बाजारों में अधिविक्रय को सीमित करने के संबंध में हाल के विनियामकीय कदमों ने अधिविक्रय के विनियमन की आवश्यकता को रेखांकित किया है। हालांकि, रिजर्व बैंक अपनी नीति की निरंतर समीक्षा कर रहा है और बाजार के प्रतिभागियों की मांगों एवं वित्तीय स्थिरता की आवश्यकता को ध्यान में रखते हुए आगे कुछ शिथिलता बरतने पर विचार करेगा।

22. मैं चलनिधि के संदर्भ में एक व्यापक बात कहना चाहूंगा जिस पर बाजार की फिम्डा जैसी संस्थाओं और बाजार के प्रतिभागियों को विचार करने की आवश्यकता है। बाजार की अन्य बहुत सी संकल्पनाओं की तरह चलनिधि भी स्व-पूर्णता वाली संकल्पना है। कोई भी लिखत उतनी ही चलनिधि से युक्त होती है जितना प्रतिभागी उसे मानते हैं। यदि अधिक प्रतिभागी यह मानें कि कोई लिखत अधिक चलनिधि युक्त है और उसे खरीदने में रुचि लेते हैं तो वह 'चलनिधियुक्त' बन जाता है। उत्पाद की रूपरेखा, कारोबारी प्रणालियों, विनियामकीय विधानों आदि का किसी लिखत के चलनिधि युक्त होने पर असर जरूर पड़ता है किंतु लिखत को चलनिधि युक्त बनाने में प्रतिभागियों की गतिविधियों का महत्त्व अधिक होता है। इसके लिए कुछ प्रतिभागियों द्वारा शुरुआती कदम उठाने की आवश्यकता होती है। बाजार के कुछ क्षेत्र हैं जो पर्याप्त कारोबारी मात्रा एवं विस्तृत प्रतिभागिता की प्रशंसा करते हैं किंतु बाजार के अन्य क्षेत्र काफी टेढ़ेमेढ़े हैं। सभी की रुचि इस बात में है कि हम बाजार को अधिक व्यापक और गहन बनाएं। सिर्फ यह बात ध्यान में रखनी होगी कि बाजार, बाजार के प्रतिभागियों से निर्मित होता है और विनियामक सिर्फ सुविधा उपलब्ध कराने वाले की भूमिका का निर्वाह कर सकता है।

IV. हाल के उपाय

23. मैं सरकारी प्रतिभूति, कॉर्पोरेट बांड, मुद्रा तथा व्युत्पन्नी बाजारों के बारे में हाल की गतिविधियों का सारांश प्रस्तुत करूंगा।

IV.I ब्याज दर फ्यूचर्स (आईआरएफ)

24. मौद्रिक नीति 2013-14 की दूसरी तिमाही की समीक्षा में की गई घोषणा के अनुसार रिजर्व बैंक ने, हिस्सेदारों से विस्तृत विचार-विमर्श करने के बाद, भारत सरकार की 10-वर्षीय प्रतिभूतियों के संबंध में नगद रूप में निपटान किए जाने वाले ब्याज दर फ्यूचर्स (आईआरएफ) की अनुमति प्रदान की है। ब्याज दर फ्यूचर्स की रूपरेखा अद्वितीय है क्योंकि इसके अंतर्गत निपटान मूल्य एकल बेंचमार्क बांड पर आधारित होता है। वर्तमान में इस लिखत का कारोबार तीन एक्सचेंजों में किया जाता है। शुरुआती कुछ दिनों में कारोबार की जो मात्रा बहुत उत्साहवर्धक थी, बाद में उसमें कमी आई। प्रतिभागिता भी सीमित ही है क्योंकि बहुत से बैंक अभी भी इस उत्पाद का प्रयोग नहीं कर रहे हैं। इस उत्पाद से ब्याज दर जोखिम का बेहतर तरीके से प्रबंधन करने में मदद मिलती है

और बाजार के प्रतिभागी इसका उपयोग कर सकते हैं। इसके अलावा, प्राप्त हुए अनुभव और बाजार मांग के आकलन के आधार पर, हम इसी प्रकार से बेंचमार्क प्रतिभूतियों, मुद्रा बाजार फ्यूचर्स आदि के नगद रूप में निपटान किए जाने पर विचार कर सकते हैं।

IV.II मीयादी रिपो

25. बाजार के प्रतिभागियों को प्राथमिक चलनिधि की अतिरिक्त उपलब्धता प्रदान करने के साथ ही उनकी आरक्षी निधि संबंधी आवश्यकताओं के प्रबंधन में और अधिक लचीलापन प्रदान करने के लिए रिजर्व बैंक ने अक्टूबर 2013 में परिवर्तनशील दर वाली मीयादी रिपो की सुविधा प्रारंभ की है। बैंकों के एक दिवसीय निधियों पर कम निर्भर होने से उनके (बैंकों के) मीयादी मुद्रा बाजार में सक्रिय रूप से लेनदेन की उम्मीद की जा सकती है जिससे चलनिधि युक्त मीयादी मुद्रा बाजार के विकास का मार्ग प्रशस्त होगा। मीयादी रिपो अब 28 दिनों तक की अवधि के लिए उपलब्ध है। बैंकिंग प्रणाली में समग्र रूप से चलनिधि परिस्थितियों को ध्यान में रखते हुए आगे चलकर रिजर्व बैंक मीयादी रिपो की अवधि और प्रकृति में समुचित विस्तार कर सकता है।

IV.III वाणिज्य पत्रों, जमा प्रमाणपत्रों के बाजार

26. भारतीय रिजर्व बैंक ने निपटान जाखिम को समाप्त करने के लिए, कॉर्पोरेट बांडों के काउंटर पर होने वाले कारोबार के निपटान के लिए पहले से विद्यमान व्यवस्था की तर्ज पर, जमा प्रमाणपत्रों तथा वाणिज्यिक पत्रों के काउंटर पर होने वाले सभी लेनदेनों के लिए सुपुर्दगी बनाम भुगतान (डीवीपी) आधारित निपटान की शुरुआत की है। वाणिज्यिक पत्रों से संबंधित दिशानिर्देशों की समग्ररूप से समीक्षा की गई है। किए गए परिवर्तनों में ए3 को वाणिज्यिक पत्र जारी किए जाने के संबंध में न्यूनतम रेटिंग आवश्यकताओं को बदलना, विद्यमान बाजार दरों पर द्वितीयक बाजार के माध्यम से वाणिज्यिक पत्रों की पुनर्खरीद की अनुमति प्रदान करना आदि शामिल हैं। जमा प्रमाणपत्रों के संबंध में मैं एक निराशाजनक तथ्य की चर्चा करना चाहूंगा जिसे मैं 'मार्च रश' का नाम दूंगा। कुछ समय से यह देखा गया है कि तुलन पत्र का विस्तार करने के लिए बैंक अत्यधिक लागत पर जमाराशि जुटाते हैं। इससे बैंक के वित्त का दृश्य संवर सकता है पर मुद्रा बाजार दरों पर इसका बुरा प्रभाव पड़ेगा और तनाव उत्पन्न होगा, जिसे टाला जा सकता है। मेरा परामर्श है कि फिम्डा बैंकों से चर्चा कर इस प्रकार के तनाव से बचने के लिए कदम उठाए।

IV.IV कॉर्पोरेट कर्ज में रिपो

27. कॉर्पोरेट रिपो बांड बाजार में प्रतिभागियों के आधार को विस्तृत करने के लिए अनुसूचित शहरी सहकारी बैंको को रिपो में प्रतिभागिता की अनुमति प्रदान की गई है। कॉर्पोरेट बांड रिपो की गतिविधियों को प्रोत्साहित करने के लिए संपार्श्विकों की पात्रता श्रेणी को विस्तृत किया गया है ताकि वाणिज्यिक पत्रों, जमा प्रमाणपत्रों तथा अपरिवर्तनीय डिबेंचरों (एनसीडी) जैसे अल्पावधि लिखतों को इसमें शामिल किया जा सके। मार्जिन (हेयरकट) की न्यूनतम अपेक्षाओं को और अधिक घटा दिया गया है। हालांकि, कॉर्पोरेट बांड रिपो बाजारों में कोई गतिविधि दिखाई नहीं दे रही है। करारनामे पर हस्ताक्षर करने वाले वैश्विक बाजार रिपो करार (जीएमआरए) में बहुत धीमी गति से प्रगति हुई है। मैं फिम्डा से अनुरोध करता हूँ कि अपने सदस्यों को जीएमआरए में हस्ताक्षर करने की सलाह दे ताकि कॉर्पोरेट बांड रिपो में कारोबार संभव हो सके। प्रगति धीमी रहने की स्थिति में रिजर्व बैंक बाजार विकास के उपाय के रूप में जीएमआर में हस्ताक्षर करने को अनिवार्य करने के विकल्प की जांच करेगा।

V. उभरते मुद्दे

28. मैं कुछ उभरते हुए मुद्दों पर अपने विचार साझा करना चाहूंगा जिनपर गंभीरता पूर्वक विचार करने की आवश्यकता है क्योंकि इन मुद्दों पर विचार करने के लिए यह उपयुक्त मंच है जिनका संपूर्ण वित्तीय प्रणाली पर प्रभाव पड़ने की संभावना है। इन मुद्दों पर बाजार के प्रतिभागियों के विचारों से अवगत होना बहुत जानकारीपूर्ण हो सकता है। इन मुद्दों में निम्नलिखित शामिल हैं - हमारे कर्ज बाजारों में विदेशियों के लिए निवेश सीमा को बढ़ाना, काउंटर पर लेनदेन किए जाने वाले व्युत्पन्नियों के संबंध में जी-20 के घोषणापत्र से उत्पन्न होने वाले मुद्दे, द्विपक्षीय संबंधों (नेटिंग) से संबंधित विधिक मामले और विकसित देशों में बनाए गए विशिष्ट कानूनों को संबंधित देशों की सीमाओं के बाहर लागू करना।

V.1 सरकारी प्रतिभूतियों तथा कॉर्पोरेट बांडों में विदेशी निवेश की सीमा को बढ़ाना

29. घरेलू वित्तीय बाजार में सुविचारित तथा क्रमबद्ध ढंग से विदेशी निवेश में वृद्धि करने की हमारी नीति के अनुसार, समय के साथ सरकारी प्रतिभूतियों में विदेशी निवेश की कुल सीमा को 30 बिलियन अमरीकी डॉलर की वर्तमान सीमा तक बढ़ाया गया है। विदेशी निवेशकों के लिए बाजार खोलने की मांग के प्रति संवेदनशील

होकर जोखिम-लाभ समंजन की आवश्यकता की सावधानीपूर्वक जांच करने की जरूरत है। वित्तीय स्थिरता एवं अचानक बंद होने (सडन स्टॉप रिस्क) के जोखिमों से प्रतिरक्षा के बारे में विचार करने के साथ ही निवेशकों के आधार को विस्तृत करने एवं उसमें विविधता लाने की अनिवार्यता को भी ध्यान में रखना होगा जो कर्ज संबंधी लिखतों की मांग में वृद्धि में परिणत होगा। इसके आगे, हमारा ध्यान हमारे कर्ज बाजार में दीर्घावधि निवेशकों की प्रतिभागिता को प्रोत्साहित करने और विदेशी निवेशकों के लिए अल्पावधिक कर्ज लिखतों की उपलब्धता में कमी लाने पर केंद्रित होगा, जो अक्सर, विशेषरूप से तनाव के समय ‘निवेशक यात्री’ के रूप में कार्य करते हैं।

V.II वित्तीय बेंचमार्क

30. वित्तीय बाजारों में बेंचमार्क दरें/सूचकांक ‘सार्वजनिक वस्तुओं’ के समान होती हैं। वे वित्तीय लिखतों की कीमत अंकन के लिए सामान्य संदर्भ बिंदु का कार्य करती हैं। बेंचमार्क के साथ छल-कपट का कोई भी प्रयास न केवल उसकी विश्वसनीयता को समाप्त कर देता है अपितु वित्तीय प्रणाली की स्थिरता के लिए भी गंभीर खतरा उत्पन्न कर देता है क्योंकि काफी बड़ी मात्रा में वित्तीय करारों को व्यापक रूप से प्रयुक्त बेंचमार्क के साथ संदर्भित किया जाता है। अतः, बेंचमार्क को निर्धारित करने की प्रक्रिया मजबूत प्रशासनिक मानदंडों के साथ निश्चित रूप से सुदृढ़ होनी चाहिए ताकि बेंचमार्क की साख और विश्वसनीयता को बनाए रखा जा सके। विश्व के प्रमुख बेंचमार्क के साथ की गई छेड़-छाड़ से जुड़े हाल ही के बुरे उदाहरणों नामतः लीबोर, यूरीबोर, टिबोर, लंदन 4 पीएम एफएक्स सांठगांठ आदि ने वित्तीय बेंचमार्कों के संबंध में अंतर-राष्ट्रीय समुदाय के विश्वास को गंभीर चोट पहुंचाई है। विभिन्न न्यायाधिकारक्षेत्रों में विनियामकों और सार्वजनिक प्राधिकारियों ने काफी बड़े पैमाने पर जांच प्रारंभ की है जिसमें प्रमुख बेंचमार्कों को शामिल किया गया है और उन्होंने कई बैंकों और ब्रोकर कंपनियों को उनके द्वारा किए कदाचार के लिए दंडित किया है। ये जांच अभी भी जारी हैं।

31. इस बीच, कई अंतर-राष्ट्रीय मानकीकरण नियंता निकायों, केंद्रीय बैंकों और बाजार विनियामकों ने बेंचमार्क निर्धारण की मौजूदा प्रक्रिया की गहन समीक्षा प्रारंभ कर दी है और वित्तीय बेंचमार्कों की साख को पुनः स्थापित करने के लिए विविध सुधारात्मक उपायों की सिफारिश की है। कई न्यायाधिकारक्षेत्रों में ये

सुधारात्मक उपाय लागू किए गए हैं/जा रहे हैं। इनमें से कुछ का उल्लेख किया जाए तो वे इस प्रकार हैं: 02 अप्रैल 2013 से लीबोर को एफएसएमए (वित्तीय सेवाएं और बाजार अधिनियम 2000) के तहत अधिसूचित किया गया है जिसमें बेंचमार्क के साथ छेड़-छाड़ करने के लिए आपराधिक प्रतिबंध लगाने संबंधी प्रावधान किए गए हैं। लीबोर के प्रशासन को हाल ही में इंटरकांटीनेन्टल एक्सचेंज ग्रुप (आईसीई) बेंचमार्क एडमिनिसट्रेशन लिमिटेड को अंतरित कर दिया गया है। यूरीबोर के प्रशासन नामतः यूरीबोर-यूरोपियन बैंकिंग फेडरेशन, ने प्रशासनिक ढांचे को मजबूत करने के लिए कई उपाय किए हैं जिसमें स्थायी समिति में पैनल बैंकों के प्रतिनिधित्व को कम करते हुए उन्हें अल्प संख्या में लाना शामिल है। टीबोर के प्रशासक दि जैपनीज बैंकिंग एसोसिएशन ने टीबोर की गणना और प्रकाशन के लिए एक नया निकाय बनाने की घोषणा की है। मॉनेटरी अथॉरिटी ऑफ सिंगापुर (एमएस) ने वित्तीय बेंचमार्कों के लिए कठोर प्रावधानों के साथ विनियमन प्रस्तावित किया है जैसे कि: प्रकाशकों और प्रस्तुतकर्ताओं को लाइसेंस जारी करना, प्रमुख बेंचमार्कों का उपाधिकरण, बेंचमार्क में छेड़-छाड़ के लिए आपराधिक और दीवानी प्रतिबंध लगाना आदि।

32. हमने भारत में भी ऐसी ही कार्रवाई शुरू की है। जैसा कि आप सभी जानते हैं, वित्तीय बेंचमार्कों संबंधी भारतीय रिजर्व बैंक की समिति (अध्यक्ष: श्री पी. विजय भास्कर)(विजय भास्कर समिति) ने हाल ही में अपनी अंतिम रिपोर्ट प्रस्तुत की है। इस समिति ने भारतीय रुपए की प्रमुख ब्याज दरों और विदेशी मुद्रा बेंचमार्कों के प्रशासनिक ढांचे और निर्धारण पद्धति को मजबूत बनाने के लिए कई उपायों की सिफारिश की है। यद्यपि, प्रमुख भारतीय बेंचमार्कों को निर्धारित करने के लिए प्रयुक्त पद्धति को समिति ने सामान्य तौर पर संतुष्टिपूर्ण पाया है, फिर भी अंतर-राष्ट्रीय गतिविधियों की तर्ज पर कुछेक सुधार करने के लिए इसने अपनी सिफारिशों की हैं। जहां तक संभव हो, बेंचमार्क की गणना नजर आने वाले लेन-देनों पर आधारित होनी चाहिए जो कि समुचित प्रारंभिक सीमा के अधीन होनी चाहिए। एक दिवसीय मीबोर का निर्धारण जिसे आजकल चयन पद्धति के आधार पर निर्धारित किया जाता है उसे व्यापार मांग की औसत भारित मात्रा से बदलना चाहिए। बेंचमार्कों के प्रशासन के विषय में समिति ने कई उपाय करने की सिफारिश की है ताकि बेंचमार्क प्रशासकों, गणना एजेंटों और साथ ही साथ प्रस्तुतकर्ताओं के साथ प्रशासनिक ढांचे को मजबूती प्रदान की जा सके। बेंचमार्क निर्धारण

के संदर्भ में फिमडा और एफईडीआई का प्रशासनिक ढांचा, जिसके बोर्ड में उनकी सदस्य संस्थाओं के निदेशक शामिल हैं, हितों की प्रतिद्वन्द्वता पैदा कर सकता है। अतः, समिति द्वारा की गई सिफारिश के अनुसार, फिमडा और एफईडीआई के लिए यह उचित होगा कि वे बेंचमार्क के प्रशासन के लिए आपस में मिलकर अथवा स्वतंत्र रूप से एक अलग और निष्पक्ष ढांचा बनाएं। इसके अलावा, मैं फिमडा और एफईडीआई से अनुरोध करूंगा कि वे समिति द्वारा सुझाई गई सिफारिशों की तुलना में, तीन माह की दी गई समय सीमा के भीतर, अपने प्रशासनिक ढांचे की वास्तविक रूप में स्वतः जांच करें और इसे आगे विचारार्थ भारतीय रिजर्व बैंक को भेजें। बेंचमार्क निर्धारित करने की पद्धतियों को और मजबूत करने के लिए उन्हें स्वयं आवश्यक कार्रवाई प्रारंभ करनी चाहिए। मैं यह भी उल्लेख करना चाहूंगा और जैसा कि समिति ने भी सिफारिश की है कि बेंचमार्क पर कुछ मायनों में पर्यवेक्षणीय अंकुश होना अत्यंत अपेक्षित है। इस समय रिजर्व बैंक समिति की सिफारिशों को लागू करने के लिए उनकी जांच कर रहा है।

V.III राज्य विकास ऋणों का मूल्यांकन

33. मूल्यांकन और बेंचमार्कों के विषय पर बात करते हुए मैं संक्षिप्त रूप में राज्य विकास ऋणों (एसडीएल) की कीमत और उनके मूल्यांकन के बारे में भी बात करना चाहूंगा। ऐतिहासिक रूप से भारत सरकार की समान अवधि की प्रतिभूति की तुलना में एसडीएल का मूल्यांकन 25 आधार अंक ज्यादा किया जाता है। यह अनुमानी मापदंड सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुरूप नहीं है और गांधी कार्यदल ने इस संबंध में सिफारिश की है कि एसडीएल के लिए मूल्यांकन पद्धति की समीक्षा की जाए। तत्पश्चात् विजय भास्कर समिति ने भी इन सुझावों को दोहराया है। जबकि इन सिफारिशों की जांच चल रही है और इस संबंध में अभी कोई नीतिगत निर्णय नहीं लिया गया है, मैं इस बात का उल्लेख करना चाहूंगा कि ऐसा प्रतीत नहीं हो रहा है कि बाजार प्रतिभागियों द्वारा एसडीएल की कीमत का निर्धारण, इस लिखत की प्रकृति के अनुरूप किया जा रहा है। कोई इस बात को स्पष्ट करे कि एसडीएल की कीमतों के स्प्रेड को उच्चतम रेटिंग वाले कारपोरेट बांडों से भी अधिक रखा जा रहा है जबकि राज्य सरकारें सम्प्रभु हैं और उनके चूक (डिफाल्ट) करने का कोई जोखिम नहीं है? बैंकों की एसएलआर अपेक्षाओं के लिए एसडीएल एक पात्र निवेश साधन हैं और उन पर शून्य जोखिम भार है। इसके

अलावा, संबंधित विनियामकों द्वारा जारी किए गए निवेश दिशानिर्देशों के अनुसार संस्थागत निवेशकों जैसे कि, बीमा कंपनियों और पेंशन फंड के लिए, एसडीएल एक पात्र निवेश का साधन हैं। राज्यों ने राजकोषीय सुधार लागू किए हैं और उन सभी ने राजकोषीय उत्तरदायित्व विधेयक लागू किया है। केंद्र सरकार की तुलना में उनका राजकोषीय स्वास्थ्य कहीं अधिक बेहतर है क्योंकि राज्यों ने समग्र स्तर पर राजस्व अधिशेष प्राप्त किया है। 2012-13 के दौरान तेईस राज्यों ने राजस्व अधिशेष रिकार्ड किया था। भारतीय रिजर्व बैंक इन राज्यों का बैंकर और ऋण प्रबंधक है। तिमाही सांकेतिक मात्रा की घोषणा करके, सीमित रूप में पुनः-निर्गम आदि के द्वारा यह एसडीएल में चलनिधि को बेहतर करने के लिए उपाय कर रहा है। एसडीएल को एल.ए.फ/बाजार रेपो के लिए पात्र बनाया बनाया गया है। उक्त के परिप्रेक्ष्य में यह अजीब लगता है कि एसडीएल का कीमत अंकन करते समय बाजार इसके लिए अधिक जोखिम प्रीमियम की मांग करे। मूल्यांकन की इस गड़बड़ी को गंभीरता से देखने की जरूरत है। बाजार की एकजुटता के लिए यह जरूरी है कीमत बांड का वास्तविक मूल्य दर्शाए और मूल्यांकन बाजार की वास्तविकता दर्शाए।

V.IV एक्सचेंज से इतर (ओटीसी) व्युत्पन्नी बाजार सुधार

34. सितंबर 2009 में पिट्सबर्ग में जी-20 के नेताओं ने घोषणा की थी कि सभी मानकीकृत ओटीसी व्युत्पन्नी करारों का व्यापार, जहां उचित हो, एक्सचेंजों पर या इलेक्ट्रॉनिक व्यापार प्लेटफार्मों पर किया जाए और अधिकतम 2012 के अंत तक उनका निपटान केंद्रीकृत प्रतिपक्षियों (सेंट्रल काउंटर पार्टीज) के जरिए किया जाए; ओटीसी व्युत्पन्नी करारों की रिपोर्टिंग व्यापार निक्षेपागारों को की जाए और गैर-केंद्रीकृत रूप से निपटाए गए करारों के लिए उच्चतर पूंजी अपेक्षाएं लागू की जाएं। 2011 में जी-20 के नेता इस बात पर सहमत हो गए कि गैर-केंद्रीकृत रूप से निपटाए गए व्युत्पन्नी करारों पर मार्जिन की अपेक्षा को जोड़ा जाए ताकि कार्यक्रम को सुधारा जा सके। इस विनियामकीय सुधार को पूरा करने की दिशा में कुछ सुधार हुआ है। वित्तीय स्थिरता बोर्ड ने यह अनुमान लगाया है कि अगस्त 2012 के अंत की स्थिति के अनुसार क्रेडिट डिफाल्ट स्वैप के लगभग 10 प्रतिशत बकाया और ब्याज दर व्युत्पन्नी के लगभग 40 प्रतिशत बकाया का निपटान केंद्रीकृत रूप से किया गया। यह भी अनुमान लगाया गया है कि ओटीसी

ब्याज दर और क्रेडिट व्युत्पन्नी के 90 प्रतिशत से अधिक करारों के बारे में व्यापार निक्षेपागारों को रिपोर्ट भेजी गई है जबकि विदेशी मुद्रा विनियम से संबंधित व्युत्पन्नी लेनदेनों के 50 प्रतिशत से अधिक मामले व्यापार निक्षेपागारों को रिपोर्ट किए गए हैं।

35. ओटीसी व्युत्पन्नी के बारे में भारत जी-20 की सुधार कार्यसूची पर अमल करने के लिए प्रतिबद्ध है। सुधार संबंधी प्रमुख उपायों को लागू करने की प्रक्रिया को दिशा प्रदान करने के लिए वित्तीय स्थिरता और विकास परिषद की उप समिति के दिशानिर्देशों के अनुसार ओटीसी व्युत्पन्नी के लिए एक कार्यान्वयन दल बनाया गया, जिसमें भारतीय रिजर्व बैंक और बाजार प्रतिभागियों के प्रतिनिधियों को शामिल किया गया और इसकी अध्यक्षता श्री आर. गांधी, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक ने की। इस कार्यकारी दल ने अपनी रिपोर्ट प्रस्तुत कर दी है और इसमें भारत में ओटीसी व्युत्पन्नी के संबंध में निश्चित समयावधि के भीतर सुधारात्मक उपायों को लागू करने के लिए रूपरेखा बनाई गई है। इस संबंध में जी-20 की सिफारिशों को लागू करने की दिशा में हमने उल्लेखनीय प्रगति की है और इस प्रक्रिया को हम और आगे बढ़ाएंगे। यहां, मैं कुछ और प्रमुख मुद्दों पर चर्चा करना चाहूंगा।

V.IV.I व्यापार सूचना

36. आईआरएस व्यापार में पारदर्शिता सुनिश्चित करने के लिए बैंकों और प्राथमिक डीलरों के लिए अगस्त 2007 से यह अनिवार्य किया गया है कि वे अंतर-बैंक/ पीडी आईआरएस डेटा की रिपोर्टिंग करें। जुलाई 2012 से क्रमिक रूप से प्रारंभ की गई व्यापार रिपोर्टिंग प्रणाली पर विदेशी मुद्रा वायदा, स्वैप और विकल्प संबंधी कारोबार की अनिवार्य रूप से रिपोर्टिंग की जा रही है। इसका अंतिम चरण हाल ही में 30 दिसंबर 2013 को प्रारंभ किया गया है जिसमें अंतर-बैंक और ग्राहक लेनदेनों द्वारा किए गए मुद्रा स्वैप कारोबार, अंतर-बैंक और ग्राहक लेनदेनों द्वारा किए गए एफसीवाई एफआरए/आईआरएस कारोबार और ग्राहक लेनदेनों द्वारा किए गए आईएनआर एफआरए/आईआरएस कारोबार की रिपोर्टिंग को अनिवार्य बना दिया गया है। भारतीय निपटान निगम लि. (सीसीआईएल) ने फिमडा और अन्य बाजार प्रतिभागी निकायों से परामर्श करके ग्राहक लेनदेनों की रिपोर्टिंग के लिए गोपनीयता प्रोटोकॉल बनाया है। सीडीएस की रिपोर्टिंग के लिए प्लेटफार्म इस लिखत को जारी किए जाने के दिन से ही लागू कर दिया गया था।

इस प्रकार, जी-20 के प्रति की गई प्रतिबद्धताओं का अनुपालन करने के संबंध में विभिन्न प्रकार की ओटीसी ब्याज दरों, विदेशी मुद्रा विनिमय और क्रेडिट व्युत्पन्नी के लिए व्यापार रिपोर्टिंग प्रबंध पूरे कर लिए गए हैं। विविध ओटीसी व्युत्पन्नी लिखतों के उपयोग की समीक्षा भारतीय रिजर्व बैंक आवधिक रूप से करेगा और जैसे-जैसे बाजार प्रतिभागी सक्रिय रूप से अन्य व्युत्पन्नी लिखतों का उपयोग करना प्रारंभ करेंगे उसी के अनुसार वह उनकी रिपोर्टिंग के लिए व्यवस्था करेगा। इसके आगे भारतीय रिजर्व बैंक रिपोर्ट किए गए व्युत्पन्नी लेनदेनों संबंधी डेटा का उपयोग ओटीसी व्युत्पन्नी बाजारों, वित्तीय स्थिरता अनुमानों, बैंकों और प्राथमिक डीलरों के सूक्ष्म-विवेकपूर्ण पर्यवेक्षण के लिए करेगा और इसके अलावा, भारतीय ओटीसी व्युत्पन्नी बाजारों में पारदर्शिता बढ़ाने के लिए कीमत और मात्रा संबंधी जानकारी (अनाम रूप में) का विस्तार करेगा ताकि ओटीसी व्युत्पन्नी बाजारों की निगरानी करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक को और सुदृढ़ बनाया जा सके।

V.IV.II मानकीकरण

37. गांधी कार्यदल ने सिफारिश की है कि आईआरएस करारों को मानकीकृत किया जाए और आईआरएस सौदों के लिए स्वैप निष्पादन सुविधा (एसईएफ) लागू की जाए। जी-20 की प्रतिबद्धताओं के परिप्रेक्ष्य में और आईआरएस करारों की सौदेबाजी में सुधार लाने के लिए और भविष्य में समाशोधन और निपटान हेतु उन्हें केंद्रीकृत प्लेटफार्म पर लाने के लिए यह निर्णय लिया गया है कि अंतर-बैंक आईआरएस करारों को मानकीकृत कर दिया जाए। आईआरएस करारों को न्यूनतम अनुमानित मूल राशि, अवधि (टेनर), व्यापार घंटे, निपटान गणना आदि के रूप में मानकीकृत किया जाएगा, जिन्हें बाजार प्रतिभागियों के साथ मिलकर फिमडा द्वारा निर्धारित किया जाएगा। शुरुआत में 01 अप्रैल 2013 से रूप में ओवरवेट इंडेक्स स्वैप करारों के लिए मानकीकरण को अनिवार्य बनाया गया है और इसे क्रमिक रूप से अन्य बेंचमार्कों के लिए भी लागू किया जाएगा। विदेशी मुद्रा विनिमय व्युत्पन्नी सौदे वर्तमान में मानकीकृत नहीं हैं क्योंकि इन्हें प्रमुख रूप से अधिकतर ग्राहकों की आवश्यकता के अनुसार बनाए जाता है। जहां तक सीडीएस का संबंध है, इस उत्पाद को प्रारंभ से ही मानकीकृत बना दिया गया था। यह निर्णय लिया गया है कि एक बार सीसीपी की मात्रा में सुधार आने और इसके द्वारा अच्छी-खासी पहुंच बनाने के बाद इसके निपटान के लिए विकल्प पर विचार किया जाएगा।

V.IV.III स्वैप निष्पादन सुविधा (एसईएफ)

38. एसईएफ को लागू करने के संबंध में ऐसी आशा है कि 2014 की दूसरी तिमाही में आईआरएस के लिए एक ट्रेडिंग प्लेटफार्म प्रारंभ हो जाएगा। इनसे संबंधित एक मुद्दा यह है कि क्या इन व्युत्पन्नी सौदों को एक्सचेंजों में ले जाया जा सकता है। एसईएफ की तुलना एक्सचेंजों से नहीं की जा सकती है क्योंकि इनका उपयोग मुख्यतः संस्थागत निवेशकों (डीलरों-ब्रोकर्स सहित) द्वारा विशिष्ट उत्पादों में सौदों के लिए और बड़ी राशियों के लिए किया जाता है। एक्सचेंजों और एसईएफ में अंतर बनाए रखना आवश्यक है क्योंकि एक्सचेंजों तक खुदरा निवेशकों की पहुंच होती है जबकि एसईएफ संस्थागत निवेशकों के लिए बनाए गए हैं जो बाजार में इसलिए पहुंच बनाते हैं ताकि उसमें चलनिधि मुहैया कराई जा सके और/या वे अपने तुलन पत्रों का प्रबंध कर सकें। एक्सचेंज पर होने वाले आईआरएस सौदों से संस्थागत व्यापारियों की आवश्यकताएं पूरी नहीं हो सकेंगी क्योंकि वे बड़ी खेप में सौदे करते हैं। लंबी अवधि (उदाहरण के लिए 5, 10, 20 वर्ष) के करारों और विस्तारित समयावधि के लिए नकदी-प्रवाह के प्रबंधन संबंधी सौदे सामान्य तौर पर एक्सचेंज आधारित सौदों में नहीं पाए जाते हैं, इस प्रकार के सौदे केवल एक्सचेंज से इतर (ओटीसी) ही संभव हो पाते हैं (उदाहरण के लिए भारतीय बाजार में 5 वर्ष की अवधि का ओआईएस बहुत अधिक सक्रिय है)। इस कारण से वैश्विक स्तर पर भी आईआरएस को एक्सचेंजों पर ट्रेड करने के प्रयास भी सफल नहीं हो सके हैं। उदाहरण के लिए शिकागो मर्केटाइल एक्सचेंज पर ब्याज दर स्वैप का एक्सचेंज पर सौदा प्रारंभ किया गया था परंतु इसमें नगण्य मात्रा में सौदे हुए। इसके अलावा, भारतीय कानून के तहत ओटीसी व्युत्पन्नी की वैधता के लिए यह आवश्यक है कि इस लेन-देन में से कम से कम एक पक्षकार भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा विनियमित निकाय होना चाहिए। एक्सचेंज आधारित वातावरण में इस प्रकार की शर्त को पूरा कर पाना निहायत दुष्कर है।

V.IV.IV केंद्रीकृत समाशोधन की ओर बढ़ना/ सीसीपी

39. वैश्विक रूप से विनियामकीय सुधारों के लिए व्यापक उद्देश्य यह है कि ओटीसी व्युत्पन्नी उत्पादों को केंद्रीकृत समाशोधन की ओर ले जाया जाए। केवल उन्हीं उत्पादों को केंद्रीकृत समाशोधन पर ले जाया जाएगा जो कुछ शर्तों को पूरा करते हों जैसे कि: मानकीकरण, करार संबंधों में दुरुहता संगत रूप से कम हो, पर्याप्त

बाजार चलनिधि हो, और कीमत संबंधी सूचना सुगम रूप से उपलब्ध हो। विनियामक केंद्रीकृत समाशोधन में अंतरण को अनिवार्य बनाने और/ या इसे प्रोत्साहित करने की संभावना तलाश रहे हैं। उदाहरण के लिए बासल-III पूंजी नियमावली में केंद्रीकृत समाशोधन में अंतरण के लिए प्रोत्साहन की बात करते हैं क्योंकि द्विपक्षीय एक्सपोजर की तुलना में सीसीपी के एक्सपोजर पर अपेक्षाकृत कम पूंजी प्रभार लगेगा।

40. काफी बड़ी संख्या में कानूनी/परिचालनगत मुद्दे जैसे कि विभिन्न सीसीपी के बीच अंतर-परिचालन, कानूनी पेचीदगियां, विनियामकीय अनिश्चितताएं, दिवालियापन के दौर में इनका लागू होना, सीसीपी की चूक प्रबंधन प्रक्रियाएं और संपाश्र्विक अपेक्षाओं में होने वाली संभावित वृद्धि विनियामकों का ध्यान अपनी ओर खींच रही है।

41. भारत में, यूएस डालर/भारतीय रुपए के वायदा कारोबार के लिए गारंटीशुदा समाशोधन मौजूद है। ब्याज दर व्युत्पन्नी लेन-देनों में रुपया-आईआरएस और वायदा दर समझौता (एफआरए) एक काफी बड़ा हिस्सा है जिन्हें केंद्रीकृत रूप से गारंटी-रहित तरीके से समाशोधित किया जा रहा है। भारतीय रुपए में आईआरएस और एफआरए लेनदेन को गारंटीशुदा निपटान की परिधि में लाने का 'सैद्धांतिक' रूप में निर्णय लिया जा चुका है। यद्यपि बाजार प्रतिभागियों के लिए यह आवश्यक नहीं है कि वे अपने सौदे सीसीआईएल के जरिए समाशोधित करें लेकिन फिर भी 90 प्रतिशत से अधिक आईआरएस सौदे सीसीआईएल की गारंटी रहित निपटान प्रणाली के तहत ही समाशोधित किए जा रहे हैं। अतः आशा की जाती है कि आईआरएस को केंद्रीकृत समाशोधन में ले जाना काफी सरल होगा।

42. हाल ही में, रिजर्व बैंक ने केंद्रीय प्रतिपक्षियों में बैंकों के एक्सपोजर के बारे में पूंजी अपेक्षाओं पर दिशानिर्देश जारी किए हैं। इन दिशानिर्देशों में पात्र सीसीपी और अपात्र सीसीपी में बैंकों के एक्सपोजरों के बारे में अपेक्षाएं दी गई हैं। इन दिशानिर्देशों का एक महत्वपूर्ण पहलू यह है कि इसमें सीसीआईएल में अंतर्निहित एक्सपोजरों को निवल आधार पर निरूपित करने का प्रस्ताव किया गया है। ऐसे मामलों में जहां सीसीआईएल निपटान गारंटी देता है, वहां बैंक अपनी कुल प्रतिस्थापन लागत (एमटीएम) की गणना निवल आधार पर कर सकते हैं अर्थात् सौदे में एक्सपोजर का निर्धारण करने के लिए निवल प्रतिस्थापन लागत। इससे बैंकों को काफी हद तक पूंजी राहत मिलेगी।

43. इस संबंध में, एक ऐसा मुद्दा है जो नीति निर्माताओं का काफी ध्यान खींच रहा है, वह है सीसीपी के संबंध में जोखिमों का संकेंद्रण होना। सीसीपी की जोखिम प्रबंधन प्रणाली के लिए यह अनिवार्य है कि वह बहुत ही सुदृढ़ और वैश्विक सर्वोत्तम मानकों पर खरी उतरती हो। हमारा यह प्रयास रहा है कि भारत में हम अपनी संस्थाओं और प्रथाओं को अंतर-राष्ट्रीय मानकों के अनुरूप बनाएं। इस उद्देश्य को पूरा करने के लिए, भारत में सीसीपी का मूल्यांकन अभिशासन और जोखिम प्रबंधन घरेलू और अंतर-राष्ट्रीय मूल्यांकनकर्ताओं द्वारा किया जाता है। इसके अलावा, वित्तीय क्षेत्र मूल्यांकन कार्यक्रम (एफएसएपी) ने भी सीसीपी का मूल्यांकन किया है और उनकी प्रणाली को सुदृढ़ पाया गया है। सीपीएसएस-आईओएससीओ द्वारा प्रकाशित 'वित्तीय बाजार इंफ्रास्ट्रक्चर के लिए सिद्धांत' के आधार पर सीसीपी ने अपना स्व-मूल्यांकन भी किया है। इस स्व-मूल्यांकन की हमारे द्वारा समीक्षा की जा रही है। प्रणालीगत स्थिरता के लिए इन संस्थाओं के महत्व को ध्यान में रखते हुए आवश्यक है कि इनका आवधिक रूप से मूल्यांकन किए जाएं।

V.IV.V मार्जिन

44. जी-20 के अग्रणियों ने एक सुधारात्मक उपाय के रूप में गैर-केंद्रीकृत समाशोधित व्युत्पन्नी सौदों के लिए मार्जिन अपेक्षाएं प्रारंभ कर दी हैं और बीसीबीएस तथा आईओएससीओ को सूचित किया है कि वे इन मार्जिन अपेक्षाओं के लिए एक समान वैश्विक मानक विकसित करें। इन मार्जिन अपेक्षाओं को अंतिम रूप दे दिया गया है और इन्हें लागू कर दिया जाएगा। तथापि, चिंताएं इस बारे में हैं कि लेन-देनों के बढ़ते हुए संपाश्र्वीकरण के चलते नए प्रकार के क्रेडिट और चलनिधि जोखिम सामने आ सकते हैं, जो प्रणाली को प्रभावित कर सकते हैं, जैसे कि, आस्तियों की भार-बाधाओं में बढ़ोतरी होना और सुरक्षित आस्तियों की संभाव्य कमी होना। विनियामक इन मुद्दों पर विचार विमर्श कर रहे हैं। भारतीय व्युत्पन्नी बाजार में आईआरएस के मामले में बाजार प्रचलन के अनुसार मार्जिन नहीं लगाया जाता है। इस प्रचलन से प्रतिपक्षी जोखिमों और प्रणालीगत जोखिमों के बढ़ने का अधिक खतरा होता है। रिजर्व बैंक शीघ्र ही आईआरएस के लिए मार्जिन अपेक्षाओं को अनिवार्य बनाने के लिए उपाय प्रारंभ करेगा। इससे आईआरएस विनियमन सीडीएस विनियमन के समतुल्य बन जाएगा जिसमें मार्जिन लगाना अनिवार्य है। तथापि, अनिवार्य अपेक्षाओं को बाजार प्रतिभागियों से विचार-विमर्श करने के बाद ही लगाया जाएगा और इन्हें चरणबद्ध रूप में क्रियान्वित किया जाएगा।

V.IV.VI द्विपक्षीय नेटिंग

45. व्युत्पन्नी सौदों के लिए मार्जिन लगाने से हमारे सामने द्विपक्षीय नेटिंग करने का मुद्दा सामने आता है जिसका संबंध व्युत्पन्नी सौदों के लिए लगाए गए मार्जिनों और पूंजी पर्याप्तता उद्देश्यों हेतु बाजार भाव (मार्क-टु-मार्केट)स्थितियों की नेटिंग करने से होता है। हालांकि यह सार्वभौमिक रूप से स्वीकार्य है कि बाजार कीमत पर (क्लोज-आउट) नेटिंग करने से वित्तीय बाजार की कुशलता में सुधार आता है लेकिन नेटिंग की व्यवस्था को लागू करने के संबंध में कानूनी प्रावधान विभिन्न न्यायाधिकार क्षेत्रों में अलग-अलग हैं। क्लोज-आउट नेटिंग करने के लिए यह आवश्यक है कि यह उस न्यायाधिकार क्षेत्र में कानूनी रूप से लागू हो जहां चूककर्ता पक्ष निगमित हुआ हो। रिजर्व बैंक इस मुद्दे की जांच कर रहा है और इसके लिए सभी संभव विकल्पों को तलाशेगा जिसमें कानूनी ढांचे में परिवर्तन लाकर मुद्दे को सुलझाना भी शामिल है।

V.V कानूनों को अपरदेशीय रूप में लागू कराना और वैश्विक विनियामकीय प्रयासों को सुसंगत बनाना

46. वित्तीय संकट के चलते डॉड फ्रैंक अधिनियम, ईएमआईआर आदि को प्रवर्तित किया गया था, जिनमें कुछ प्रावधान ऐसे थे जिनका प्रभाव अपरदेशीय रूप में विदेशी न्यायाधिकारक्षेत्रों में भी पड़ा है क्योंकि वे पंजीकरण/पहचान, रिपोर्टिंग अपेक्षाएं आदि लगाते हैं जिनमें यह क्षमता है कि वे वैश्विक ओटीसी व्युत्पन्नी बाजारों में दुरुहता बढ़ा सकते हैं, नियमों की अतिव्याप्ति और परस्पर-विरोध के जरिए अनिश्चितता पैदा कर सकते हैं और काफी बड़ी लागत लगा सकते हैं। इस प्रकार के प्रावधानों का प्रभाव विनियामकीय स्वतंत्रता और अन्य देशों के प्राधिकार पर पड़ता है और इसने अपने घरेलू विनियामकों की प्राथमिकता के संबंध में चिंताएं उत्पन्न कर दी हैं। यद्यपि स्थानापन्न अनुपालन को मान्यता प्राप्त है, फिर भी इस प्रकार की व्यवस्था को लागू करने के संबंध में स्पष्टता नहीं है। जी-20 द्वारा निर्धारित विनियामकीय मानकों और यूएस, यूरोप तथा अन्य उन्नत देशों द्वारा जारी मानकों का एक बिंदु में अभिसरण अपेक्षित है ताकि विनियामकीय मनमानी को सीमित किया जा सके और उसी के साथ ही बाजार प्रतिभागियों पर कमतर लागत लगाई जाएं। अपरदेशीय कानूनों के बनिस्बत वैश्विक रूप से सहमत स्थानापन्न अनुपालना तंत्र के जरिए विनियामकीय सुधारों के प्रयासों द्वारा विनियामकीय मनमानी की समस्या को

अधिक प्रभावी रूप से दूर किया जा सकता है। स्थानापन्न अनुपालना मूल्यांकन व्यक्तिगत न्यायाधिकार क्षेत्रों में किए जाने वाले अनुपालन पर आधारित होना चाहिए जो वैश्विक मानकों के आधार पर लागू होना चाहिए और इन वैश्विक मानकों का निर्धारण सीपीएसएस, आईओएससीओ और बीसीबीएस जैसी अंतर-राष्ट्रीय मानक-निर्माता निकायों द्वारा किया जाना चाहिए। पर्यवेक्षकों की समिति का एक जिम्मेदार सदस्य होने के नाते रिजर्व बैंक भारत सरकार और सेबी एवं भारतीय सीसीपी जैसे अन्य नियामकों के साथ विकसित देशों और उभरते हुए बाजारों के नियामकों के साथ इन मुद्दों को सुलझाने के लिए निरंतर प्रयासरत है।

V.VI विनियामक-बाजार निकायों के साथ संवाद और विमर्श

47. विनियामक और विनियामित बाजार प्रतिभागियों के बीच के संबंध बहुत महत्वपूर्ण होते हैं क्योंकि दोनों का उद्देश्य एक ही लक्ष्य की प्राप्ति करना होता है अर्थात् आर्थिक विकास के लिए सुरक्षित और ठोस वित्तीय बाजार बनाना। इसलिए दोनों के बीच प्रभावी संप्रेषण का होना अत्यंत आवश्यक होता है। इस प्रकार के संप्रेषण से विनियमन में मदद मिलती है क्योंकि विनियामकीय कार्रवाई के उद्देश्य और प्रोत्साहन से बाजार का व्यवहार प्रभावित होता है, संप्रेषण से बाजार द्वारा उसे स्पष्ट रूप से समझ लिया जाता है ताकि कार्रवाई में समुचित सुधार भी लाया जा सके। सामान्य रूप से आधिकारिक माध्यम से होने वाले संप्रेषणों के अलावा, रिजर्व बैंक अपना दृष्टिकोण स्पष्ट करने के लिए और बाजार प्रतिभागियों का प्रतिसाद पाने के लिए पूर्वनिर्धारित रूप में भी संबंध स्थापित करता है। उदाहरण के लिए मौद्रिक नीति से पूर्व बैठकें, फिमडा के साथ द्वि-मासिक बैठकें और पीडीआई के साथ मासिक बैठकें इस प्रकार का संवाद स्थापित करने का मौका देती हैं। इस तरह की बैठकों से हमें बहुत अधिक गूढ़ जानकारी प्राप्त हुई है। विभिन्न नीतिगत मुद्दों पर रिजर्व बैंक और फिमडा के बीच हुए विचार-विमर्श से न केवल हमें प्रतिभागियों के दृष्टिकोण को समझने का मौका मिला है अपितु एक बाजार निकाय के रूप में फिमडा को एक वृहत्तर जिम्मेदारी निभाने का भी अवसर प्राप्त हुआ है।

48. सरकारी प्रतिभूतियों और कारपोरेट बांडों जैसी गैर-सरकारी प्रतिभूतियों की कीमत का मूल्यांकन कार्य करने के अलावा, फिमडा को आज कई नई जिम्मेदारियों भी दी गई हैं जैसे

कि ओटीसी ब्याज दर व्युत्पन्नी बाजार में ब्रोकरों को मान्यता देना, खुली स्थितियों के मूल्यांकन के लिए दैनिक सीडीएस वक्र का प्रकाशन करना, निर्धारण समिति का गठन और कार्य करना आदि। फिमडा ने कई अन्य क्षेत्रों में भी महत्वपूर्ण भूमिका का निर्वाह किया है जैसे कि सीडीएस, रेपो, सीपी और सीडीज का दस्तावेजीकरण करना और “हैंड बुक ऑफ मार्केट प्रैक्टिसेज” के जरिए बाजार प्रथाओं को स्थापित (कोडीफाई) करना। फिमडा काफी अग्रिम रूप से सक्रिय रहा है और इसने लीबोर विवाद को ध्यान में रखते हुए मीबोर जैसे बेंचमार्क की प्रभावकारिता की समीक्षा करना प्रारंभ कर दिया है। इसी प्रकार सरकारी प्रतिभूतियों को और अधिक तरल बनाने के लिए पीडीआई भी महत्वपूर्ण भूमिका का निर्वाह कर रहा है और इसने प्रत्येक वर्ष सरकार के बाजार से उधार उठाने के कार्यक्रम को सफलता पूर्वक सम्पन्न किया है। फिमडा की गतिविधियां और अंतर्निहित बाजार में इसकी भूमिका स्पष्ट रूप से संबंधित बाजारों में इसकी महत्वपूर्ण स्वयं-विनियमित भूमिका उजागर करती है। वित्तीय बेंचमार्कों से संबंधित समिति की अभिशासन संबंधी सिफारिशों के अनुरूप मै फिमडा से गुजारिश करूंगा कि वे अपनी प्रौद्योगिकी संबंधी और प्रशासनिक क्षमताओं को मजबूत बनाएं ताकि वे चुनौतीपूर्ण जिम्मेदारियों को निभा सकें। मै फिमडा और पीडीआई से यह कहना चाहूंगा कि वे अति सक्रियता से विनियामक के साथ निरंतर संपर्क स्थापित करें, अपने सदस्यों, अन्य हितधारकों (यथा, आईबीए, कारपोरेट जगत, खुदरा निवेशकों) के साथ देश-भर में होने वाली गतिविधियों के संबंध में विचार-विमर्श करें और बाजारों के सुधार के लिए अपने सुझाव दें और अपने विनियामकों की चिंताओं को समझें और उसके बारे में वे अपने सदस्यों को समुचित रूप से समझाएं।

49. बाजार निकायों के साथ नियमित रूप से संबंध स्थापित करने के अलावा, रिजर्व बैंक दिशानिर्देशों को बनाते समय निरंतर परामर्शी प्रक्रिया का पालन करता है। जनता से टिप्पणियां आमंत्रित करने के लिए विनियमनों के मसौदे को रिजर्व बैंक की वेबसाइट पर डाला जाता है और बाजार प्रतिभागियों के कौशल का भी उपयोग किया जाता है, इसके लिए बाजार के विकास एवं विनियमन से जुड़े मुद्दों की जांच करने के लिए रिजर्व बैंक द्वारा नियुक्त की जानी वाली विभिन्न समितियों में उनको नामित किया जाता है। बाजार सक्रिय और विकास मूलक होते हैं और उनमें निरंतर प्रोन्नयन की गुंजाइश

होती है। यहां मै इस बात पर जोर देना चाहूंगा कि किसी सटीक उत्पाद के विकसित होने की राह नहीं देखी जा सकती है अन्यथा वह इंतजार अंत-हीन हो जाएगा। हालांकि, ये काफी हद तक तर्कपूर्ण है कि प्रतिभागियों के दृष्टिकोण उनकी अपनी ‘बहियों’(अर्थात् अपनी स्थितियों, अपने अनुभवों आदि) के आधार पर प्रस्फुटित होने चाहिए, ऐसी आशा की जाती है कि दिए जाने वाले सुझाव समष्टिगत रूप में दिए जाएं जो कि अनुभवजन्य हों। इसके अलावा, फ्रीडबैक/सुझाव केवल उन्हीं प्रतिभागियों से प्राप्त नहीं होने चाहिए जिनके सीधे हित उससे जुड़े हो अपितु भारतीय बैंक संघ जैसे अन्य प्रतिभागियों की ओर से भी आने चाहिए जिनके हित प्रणाली के प्रोन्नयन के साथ जुड़े हए हैं।

VI. समापन विचार

50. एक मजबूत और कुशल वित्तीय प्रणाली के लिए यह आवश्यक है कि कर्ज और व्युत्पन्नी बाजार गहरे हों और चलनिधि से युक्त हों। भारत में, सरकारी प्रतिभूतियों का एक बहुत बड़ा बाजार मौजूद है, जिसे कुशलतापूर्वक और प्रभावपूर्ण रूप से विनियमित करने की आवश्यकता है ताकि वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित की जा सके। वैश्विक वित्तीय संकट ने इस प्रकार के विनियमन की आवश्यकता को रेखांकित किया है। ऐसे समय में विनियमन समुचित नियमों द्वारा अथवा समुचित व्यवहार के लिए प्रोत्साहन देकर एक दिशा प्रदान कर सकता है। भारत में हम काफी हद तक वित्तीय संकट से अछूते रहे, परंतु फिर भी हमें चुनौतियों का सामना करना पड़ा। हमारी विनियामकीय कार्यप्रणाली सावधानीपूर्ण अंशशोधित रही है और इसका मुख्य उद्देश्य स्थिरता बनाए रखना, बाजार का विकास करना रहा है। सरकारी प्रतिभूति बाजार में 90 के दशक के प्रारंभ में किए गए सुधारों ने यह सुनिश्चित किया कि बाजार भली-प्रकार संगठित रहें और सौदों एवं निपटान के लिहाज से वे विश्व-स्तरीय इंफ्रास्ट्रक्चर द्वारा समुचित रूप से विनियमित रहें। हमारा प्रयास यह रहता है कि विवेकपूर्ण विनियमन द्वारा संस्थाओं की वित्तीय मजबूती और भली प्रकार बाजार गतिविधियों के माध्यम से बाजार पारदर्शिता को प्रोत्साहित किया जाए। इस प्रकार के प्रयासों में फिमडा और पीडीआई एक महत्वपूर्ण भूमिका का निर्वाह कर रहे हैं और इसके लिए वे हमें अपनी मूल्यवान मदद और इनपुट मुहैया करा रहे हैं। विनियमन के तौर तरीके के संबंध में विश्व भर में हमारी प्रशंसा

होती है और अपने व्युत्पन्नी बाजारों को विनियमित करने के तौर-तरीकों के लिए 2012 में रिजर्व बैंक को डफरीनॉय पुरस्कार से नवाजा गया था, इस प्रकार इसने जिम्मेदाराना तरीके से वित्तीय नवोन्मेष को बढ़ावा दिया है। वैश्विक वित्तीय सुधार संबंधी प्रयास और अधिक दुरुह होते जा रहे हैं। जी-20 सुधार एजेंडा, जिसे हम लागू करना चाहते हैं, का घरेलू बाजारों पर उल्लेखनीय प्रभाव पड़ेगा। ओटीसी व्युत्पन्नी को ट्रेड प्लेटफार्म पर अंतरित करना, ट्रेड (सौदे) निक्षेपागार का निर्माण करना, केंद्रीकृत समाधान में अंतरित होना और अनिवार्य मार्जिन प्रथाओं को लागू करने से व्यापार मॉडल और बाजार प्रथाओं में परिवर्तन आएगा। बाजार सत्यनिष्ठा (उदा. मीबोर जैसे बेंचमार्क का निर्धारण) और लेखाप्रणाली विधानों (उदा. एचटीएम की अपेक्षा) से संबंधित मुद्दों को शांतिपूर्ण तरीके से सुलझाने की आवश्यकता है।

51. अंत में मैं कहना चाहूंगा कि कोई भी देश एक 'द्वीप' नहीं है और विनियमन के संबंध में हमें अंतर-राष्ट्रीय सर्वोत्तम प्रथाओं का पालन करना आवश्यक है। घरेलू परिस्थितियों और बाजार सक्रियता को ध्यान में रखते हुए हम विनियमों को नियंत्रित रूप में अपनाएंगे। तथापि, बाजार को इस संक्राति के लिए तैयार रहना होगा। इससे न केवल वित्तीय क्षेत्र को मदद मिलेगी वरन् वास्तविक क्षेत्र भी लाभान्वित होगा। आईबीए सहित फिमडा और पीडीएआई जैसे निकायों को इस प्रक्रिया को आगे बढ़ाने के लिए विनियामकों के साथ मिलकर अधिक सक्रिय और सहयोगपूर्ण भूमिका का निर्वाह करना होगा। मैं इस सम्मेलन की सफलता के लिए आपको शुभकामनाएं देता हूँ। मैं इस सम्मेलन के प्रतिभागियों को भी शुभकामना देता हूँ कि वे गंभीरता युक्त आमोद-प्रमोद के साथ रोमांचक व्यापार अवसर का आनंद उठाए।