

## वित्तीय नवोन्मेष जो कभी हुए ही नहीं\*

वी.के.शर्मा

मुझे आप जैसे विशिष्ट एवं सम्मान्य श्रोताओं को संबोधित करते हुए बहुत गौरव का अनुभव हो रहा है। मैं आरंभ में ही अपने विद्वान और विवेकी श्रोताओं के समक्ष इस बात को रेखांकित करना चाहता हूँ कि उत्तरदायी वित्तीय नवोन्मेष अपने आप में अंतिम लक्ष्य नहीं है, अपितु यह वस्तु क्षेत्र को सहायता करने का एक साधन है और इस अर्थ में यह 'वित्तीय क्षेत्र-वस्तु क्षेत्र संतुलन' की सार्वजनिक नीति के अनुकूल है। जैसाकि आप सभी सुधी श्रोताओं को मालूम है कि अब सभी महत्त्वपूर्ण हितधारकों के बीच इस बात को लेकर मतैक्य है कि कुछ विशेष वित्तीय नवोन्मेषों के कारण पैदा हुआ अव्यवहार्य 'वित्तीय क्षेत्र-वस्तु क्षेत्र असंतुलन' पिछले वैश्विक वित्तीय संकट का वास्तविक कारण था।

2. व्यापक वित्तीय नवोन्मेष निर्विवाद रूप से तुलन-पत्र तथा तुलनपत्रेतर मदों के रूप में डेरिवेटिव लिखतों के रूप में विकसित हुआ है। संपार्श्विक ऋण दायित्व (सीडीओ), सीडीओ-स्क्वेयर्ड, सीडीओ-क्यूब्ड, क्रेडिट लिंकड नोट आदि तुलन-पत्र वाले वित्तीय नवोन्मेषों के विशिष्ट उदाहरण हैं, लेकिन मुद्रा स्वैप, ब्याजदर स्वैप, फ्यूचर्स, ऑप्शन्स, ऋण चूक स्वैप आदि तुलनपत्रेतर वित्तीय नवोन्मेषों के विशिष्ट उदाहरण हैं। दोनों ही प्रकार के नवोन्मेषों में निहित सिद्धांत तथा व्यवहार तथाकथित एक कीमत का सिद्धांत है, अथवा अंतरपणन के निषेध का तर्क है जिसमें नकदी बाजार में डेरिवेटिव से संबंधित नकदी के प्रवाह की प्रतिकृति है। दूसरे शब्दों में, अंतर्निहित नकदी बाजार परिसंपत्ति के डेरिवेटिव की कीमत इस प्रकार से निर्धारित होगी कि नकदी बाजार तथा डेरिवेटिव बाजार के बीच अंतरपणन कर पाना संभव नहीं होगा, बशर्ते संदर्भित डेरिवेटिव की उचित कीमत निर्धारित की गई हो, क्योंकि यदि किसी डेरिवेटिव की कीमत अंतर्निहित परिसंपत्ति की तुलना में अधिक निर्धारित की जाएगी तो अंतरपणनकर्ता अधिक कीमत वाले डेरिवेटिव को बेचकर नकदी बाजार में चालू रिपो दर पर परिसंपत्ति को वित्तपोषित कर उसको खरीदकर जोखिमरहित

अंतरपणन में लग जाएगा। इसकी विपरीत स्थिति में, जब तक नकदी बाजार में परिसंपत्ति की तुलना में किसी डेरिवेटिव का सही मूल्य निर्धारित नहीं किया जाएगा, तब तक अंतरपणनकर्ता नकदी बाजार में परिसंपत्ति को झटपट बेचकर, मंदड़िया बिक्री की राशि को चालू उच्चतर रिपो दर पर निवेश करके तथा अपेक्षाकृत सस्ते डेरिवेटिवों में निवेश करके जोखिमरहित अंतरपणन में लगा रहेगा। उपर्युक्त स्थिति को दूसरे शब्दों में इस प्रकार कहा जा सकता है कि नकदी बाजार में डेरिवेटिव के नकदी प्रवाह/भुगतान की पुनरावृत्ति की जा सकती है बशर्ते अबाध अंतरपणन होने दिया जाए। यहां पर यह बात उल्लेखनीय तथा रोचक है कि ऐसा अबाध अंतरपणन स्वयं डेरिवेटिव पर भी उतना ही लागू होता है! उदाहरण के रूप में वायदा के क्षेत्र में चालू वायदा कीमत पर नियत भाव के क्रय विकल्प पर खरीदकर तथा विक्रय विकल्प पर बेचकर लांग पोजीशन की पुनरावृत्ति की जा सकती है। यदि वायदा कीमत 'सिंथेटिक' वायदा (क्रय + विक्रय विकल्प) की तुलना में अधिक है, तो अंतरपणकर्ता महंगे वायदा को बेचकर तथा तुलनात्मक रूप से सस्ते 'सिंथेटिक' वायदा (क्रय + विक्रय विकल्प) को खरीदकर तथा इसके विपरीत की स्थिति उत्पन्न कर जोखिमरहित अंतरपणन में लग जाएगा! मैं इस बात पर इसलिए जोर दे रहा हूँ क्योंकि मेरे आज के उद्बोधन का मुख्य संदेश यही है।

3. आज यहां मैं अपने वक्तव्य में विशेष रूप से वित्तीय नवोन्मेषी तीन डेरिवेटिव लिखतों, अर्थात् ब्याज दर स्वैप (आईआरएस), ऋण चूक स्वैप (सीडीएस) और ब्याज दर फ्यूचर्स (आइआरएफ) का उल्लेख करना चाहूंगा, चाहे वे भारत में विकसित हुए हों अथवा नहीं।

### ब्याज दर स्वैप बाजार

4. वित्तीय क्षेत्र मूल्यांकन समिति (अध्यक्ष: डॉ. राकेश मोहन) की रिपोर्ट में उल्लेख किया गया है कि सभी वाणिज्यिक बैंकों के ब्याज दर स्वैप की कल्पित बकाया मूल राशि 31 मार्च 2005 के ₹10 ट्रिलियन से बढ़कर 31 मार्च 2008 की स्थिति के अनुसार ₹80 ट्रिलियन से

\* बैंकिंग फ्रंटियर्स, मुंबई द्वारा 8 नवंबर 2012 को आयोजित फिनोविटी 2012 में श्री वी. के. शर्मा, कार्यपालक निदेशक, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा दिया गया मुख्य भाषण। यहां व्यक्त किए गए विचार लेखक के हैं न कि भारतीय रिजर्व बैंक के।

अधिक हो गई। लेकिन समयपूर्व बहुपक्षीय संविदा समापनों सहित, भारतीय ऋण समाशोधन लिमिटेड द्वारा व्यापार की मात्रा में कमी कर दिए जाने से, वाणिज्यिक बैंकों के बकाया ब्याज दर स्वैपों की कल्पित बकाया मूल राशि 30 जून 2012 की स्थिति के अनुसार 50 ट्रिलियन रुपये से थोड़ी अधिक रह गई। इसका बारीकी से विश्लेषण करने पर पता चलता है कि ब्याज दर स्वैप का कारोबार करने वाले सभी वाणिज्यिक बैंकों में से, कुल बैंक आस्तियों के लगभग 74 प्रतिशत आस्तियों वाले सरकारी क्षेत्र के बैंकों के पास बकाया ब्याज दर स्वैप की कल्पित बकाया मूल राशि 2 प्रतिशत से कम थी तथा कुल बैंक आस्तियों के क्रमशः 19 प्रतिशत और 7 प्रतिशत आस्तियों वाले निजी बैंकों और विदेशी बैंकों के पास बकाया ब्याज दर स्वैप की कल्पित बकाया मूल राशि क्रमशः 18 प्रतिशत तथा 80 प्रतिशत थी। दूसरे शब्दों में कहें तो लगभग ₹6 ट्रिलियन की संयुक्त आस्तियों वाले विदेशी बैंकों के पास बकाया ब्याज दर स्वैप की कल्पित बकाया मूल राशि ₹6 ट्रिलियन थी।

5. यह चिन्ताजनक है कि दिन-ब-दिन ब्याजदर स्वैप से संबंधित आय समतुल्य परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूतियों की आय की तुलना में बहुत कम होती है। यह विशेष रूप से उल्लेखनीय है कि पांच वर्ष की अवधि वाले ब्याज दर स्वैप से होनेवाली आय पांच वर्ष की अवधि वाली सरकारी प्रतिभूतियों की तुलना में 120 आधार अंक कम है! इसके अलावा, जहां एक ओर सरकारी प्रतिभूतियों की आय का वक्र लगभग समतल है, ब्याजदर स्वैप से होनेवाली आय बहुत अधिक कम अर्थात् 120 आधार अंक की सीमा तक कम है जो अवधि, ऋण जोखिम, और चलनिधि जोखिम प्रीमियम की दृष्टि से बिलकुल विपरीत है क्योंकि यही तीन बातें किसी जोखिम आस्ति के सामान्य आय वक्र की विशिष्ट सूचक होती हैं! समझ से परे, विकृत, विचित्र और हास्यास्पद इस स्थिति के बारे में एक विशिष्ट, किन्तु भ्रान्त, तथा महत्वहीन औचित्य यह प्रस्तुत किया जाता है कि ब्याज दर स्वैप की आय भावी ब्याजदरों की संभावित गति से प्रभावित होती है किन्तु सरकारी प्रतिभूतियों की आय इन प्रतिभूतियों की आपूर्ति की स्थिति से प्रभावित होती है। उपर्युक्त बातें सच्चाई से बहुत दूर नहीं हो सकती हैं क्योंकि यह औचित्य तर्क और विवेक को ही धराशायी कर देता है। जैसा कि मैंने पहले कहा है, किसी निश्चित समय पर मुद्रा के वास्तविक मूल्य के निर्धारण हेतु, सरकारी प्रतिभूतियां उच्चतर राजकोषीय घाटे से पैदा होने वाली मुद्रास्फीति संबंधी प्रत्याशाओं से प्रभावित होती हैं तथा उनका मूल्य भी तदनुसार ही निर्धारित होता है जिनके परिणामस्वरूप सरकारी प्रतिभूतियों की अधिक आपूर्ति करनी पड़ती है। यह ध्यान देने योग्य है कि इसके विपरीत स्थिति

कभी नहीं पैदा होती। इस प्रकार हमारे ब्याज दर स्वैप बाजार पूरी तरह अस्तव्यस्त रहा करते हैं। यह स्थिति एक मूल्य के सिद्धान्त या अंतरपणन-विहीन बाजार संबंधी तर्क के बिलकुल विपरीत है। यदि यह सिद्धान्त क्रियाशील मान लिया जाए तो सरकारों को प्राप्त होने वाले ऋणात्मक लाभों को दृष्टिगत रखते हुए, नियत दर वाले प्राप्तकर्ता, जिनकी संख्या नियत दरवाले भुगतानकर्ताओं की तुलना में बहुत अधिक होती है, बिलकुल सरल अंतरपणन में लग जाते तथा नकदी बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों की खरीद करते, एक दिवसीय रिपो बाजार से वित्त की व्यवस्था कर लेते तथा ब्याज दर स्वैप बाजार में नियत दर पर भुगतान करके लाभ कमा लेते। इस बिलकुल साधारण और तर्कपूर्ण अंतरपणन से सभी तीनों हितधारकों को लाभ पहुंचता, उदाहरणार्थ (क) नियत दरवाले प्राप्तकर्ता विद्यमान दर से बहुत अधिक लाभ कमाते, (ख) भारत सरकार अपेक्षाकृत कम लागत पर उधार लेती, और (ग) सामान्यतः कारोबार और उद्योग क्षेत्र, तथा विशेषतः इन्फ्रास्ट्रक्चर क्षेत्र दीर्घावधिक नियत दर की कम लागत पर वित्त की व्यवस्था करने का समाधान पा लेते। दूसरे शब्दों में यह स्थिति सभी हितधारकों के लिए बड़ी ही लाभकर होती लेकिन वास्तविकता यह है कि ऐसा नहीं हो पा रहा है। इसकी व्याख्या भारतीय आईआरएस बाजार की विशेषताओं के जरिए की जा सकती है जो लगभग स्थायी, ढांचागत लेकिन विचित्र और अजीब, अप्रत्याशित, विकृत तथा असंगत है। परंतु समस्या यह है कि 'आधार जोखिम के चलते' नियत अवधि वाली सरकारी प्रतिभूति के बदले नियत अवधि वाले ब्याज दर स्वैप का अंतरपणन प्राप्त करना संभव नहीं है। साधारण तर्क से भी यह बात सही नहीं है क्योंकि 'आधार जोखिम' जिस प्रकार 'बचाव-व्यवस्था' के लिए लागू है उसी प्रकार यह 'अंतरपणन' के लिए भी लागू है। दूसरे शब्दों में 'आधार जोखिम' 'अंतरपणन-बचाव-व्यवस्था' की तरह ही संशयपूर्ण है, इसीलिए अनिवार्य और अविवादित रूप से यह निष्कर्ष निकलता है कि आईआरएस बाजार का उपयोग 'बचाव-व्यवस्था' के लिए भी नहीं किया जाता है। यदि ऐसा ही है, जो वस्तुतः है भी, तो विशेष उल्लेखनीय प्रश्न यह उठता है कि बकाया आईआरएस की आनुमानिक मूल राशि का केवल 2 प्रतिशत ही वास्तविक क्षेत्र अर्थात् व्यापारिक ग्राहकों द्वारा हिसाब में लिया जाता है तो ₹50 ट्रिलियन से अधिक के आईआरएस बाजार के 98 प्रतिशत का उपयोग किस कार्य में किया जाता है। दूसरे शब्दों में भारतीय आईआरएस बाजार के मामले में वस्तुतः 'दोहरे मूल्यन का सिद्धान्त और अंतरपणन नहीं का तर्क' ही सही प्रतीत होता है। इस पृष्ठभूमि में यह कहना अतशयोक्ति नहीं होगी कि सरकारी प्रतिभूति की तुलना में आईआरएस का अत्यधिक भारी नकारात्मक स्प्रेड उसी

प्रकार प्रतिबोधी, विचित्र, अव्यवस्थापूर्ण, विकृत और प्रतिकूल है जिस प्रकार किसी पिता की नकारात्मक उम्र के स्प्रेड का असर उसके पुत्र पर पड़ता है। निश्चय ही प्रणालीगत वित्तीय जोखिमों की पहचान करने के संबंध में सिंगापुर में दिए गए मेरे भाषण के तर्कपूर्ण ढांचे के तहत, निराशापूर्ण और बैठे-बैठे संज्ञान लेने और बोलने के स्थान पर, इस स्थिति की गंभीरतापूर्वक पर्याप्त व्याख्या की जा सकती है, और इसे एक वास्तविक 'सुपर-बुलबुला' के रूप में देखा जाना चाहिए जो यह दर्शाता है कि ब्याज दर/ऋण जोखिमों का 'अत्यधिक वृहदाकार' रूप में अवमूल्यन किया गया है। मैं यह बात विश्लेषणात्मक दृढ़ता के साथ कह रहा हूँ क्योंकि बबल समान्यतः जोखिमरहित सरकारी प्रतिभूतियों की तुलना में जोखिमपूर्ण अस्तियों के स्प्रेड संबंधी जोखिमों को धनात्मक लेकिन अत्यधिक कम स्तर पर आँके जाने के कारण पैदा होता है जबकि आईआरएस खंड में सरकारी प्रतिभूतियों में 5 वर्ष की परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूतियों पर स्प्रेड 100 से 150 आधार अंक तक ऋणात्मक बना हुआ है। इससे यह बात साबित होती है कि आईआरएस खंड में स्थिति वहाँ तक पहुँच गई है जिसमें आईआरएस बाजार, सभी अर्थों और प्रयोजनों में, वास्तविक क्षेत्र का हित साधन करने के बजाय वास्तविक क्षेत्र की आवश्यकताओं को पूरी तरह नकार कर सम्पूर्ण रूप से अपने लिये अस्तित्व में हैं जिससे एक व्यापक वित्तीय क्षेत्र-वास्तविक क्षेत्र असंतुलन पैदा हो रहा है। इस कसौटी पर भारत में आईआरएस एक डेरिवेटिव नहीं है, न ही यह कभी वित्तीय नवोन्मेष रहा था।

## ऋण चूक स्वैप (सीडीएस)

6. ब्याज दर स्वैप, या इसी परिपेक्ष्य में कोई अन्य डेरिवेटिव की तरह, डेरिवेटिव कीमत निर्धारण के रोकड़ बाजार प्रतिकृति सिद्धान्त का अपवाद नहीं है। विस्तृत गणितीय विश्लेषण में गए बिना, स्प्रेड की दृष्टि से सीडीएस की कीमत का काफी हद तक अनुमान एक संदर्भ बांड के स्प्रेड एवं संगत परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूति के प्रतिफल के अंतर और आईआरएस के स्प्रेड एवं समान परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूति के प्रतिफल के अंतर के आधार पर लगाया जा सकता है। इस प्रकार, यदि कारपोरेट बांड स्प्रेड एससी है और संगत परिपक्वता वाली जोखिममुक्त सरकारी प्रतिभूति के प्रतिफल की तुलना में ब्याज दर स्वैप का स्प्रेड एसएस है तो सीडीएस की उचित/सैद्धान्तिक/आदर्श मूल्य/कीमत लगभग वह होगी जो एससी से एसएस के घटाने पर होगी। अन्य शब्दों में, चूंकि सरकारी प्रतिभूति प्रतिफल दोनों स्प्रेड में है, सीडीएस कीमत का अनुमान लगाने का दूसरा सरल तरीका यह है कि इसके लिए संदर्भ बांड के प्रतिफल और समान परिपक्वता

के आईआरएस प्रतिफल के अंतर को लिया जाए। जैसा कि आप विद्वान श्रोतागण को विदित है, 7 दिसंबर 2011 को जब उत्पाद की शुरुआत की गई थी तब यह अपनी शैशवावस्था में था। वास्तव में इसका समाधिलेख संगत परिपक्वता वाली सरकारी प्रतिभूति के प्रतिफल की तुलना में भारी नकारात्मक आईआरएस प्रतिफल स्प्रेड के विकृत, अनियमित, विचित्र और अतर्कसंगत विशेषता में लिखा गया था। आप जैसे समझदार श्रोता उपयुक्त फार्मुले से सरलता से समझ सकते हैं कि भारी नकारात्मक आईआरएस स्प्रेड के कारण सीडीएस का उचित मूल्य इतना ऊँचा होगा कि एक संदर्भ बांड को खरीदने और सीडीएस के साथ इसका बचाव (हेज) करना अर्थहीन और अनुपयोगी हो जाएगा। दूसरे शब्दों में, यह ज्यादा ठीक रहेगा कि कोई संगत परिपक्वता वाली जोखिम मुक्त सरकारी प्रतिभूति ही खरीदे। महत्वपूर्ण बात यह है कि यदि वास्तविक सीडीएस प्रीमियम/मूल्य/स्प्रेड उपर्युक्त सैद्धांतिक/मॉडल मूल्य से अधिक हो जाता है तो अंतरपणनकर्ता सीडीएस को बेच देगा (जो संदर्भगत कम्पनी बांड को धारित करने के समान होगा) और इस वास्तविक स्प्रेड को प्राप्त करेगा तथा संदर्भगत बांड को कम करेगा और शॉर्ट सेल की आय को चालू कम्पनी बांड रिपो दर पर निवेश कर देगा और इस प्रकार वह निश्चित राशि प्राप्त करेगा तथा इसे आईआरएस में एक दिवस में चुका देगा तथा वह इसके विपरीत अंतरपणन तब तक करेगा जब तक वास्तविक सीडीएस, सैद्धांतिक/मॉडल स्प्रेड/मूल्य की तुलना में कम है और अंतरपणन का अवसर समाप्त नहीं हो जाता और सैद्धांतिक/मॉडल और वास्तविक बाजार मूल्य एक समान नहीं हो जाता। लेकिन दुःख की बात है कि क्लैशिकल कैच-22 की तरह यह अंतरपणन सम्भव नहीं है क्योंकि आईआरएस बाजार में, जैसा कि मैं पहले कह चुका हूँ, इसका नितांत अभाव है। इसलिये अफसोस की बात है कि जैसा कि हम सभी चाहते हैं अन्य बातों के साथ-साथ भारतीय अर्थव्यवस्था की आधारभूत संरचना के निधीयन की भारी जरूरत को पूरा करने के लिये आशानुरूप बांड बाजार नहीं बन पाएगा।

## ब्याज दर फ्यूचर्स (आईआरएफ)

7. सीडीएस यदि अपनी शुरुआती दौर में था तो आईआरएफ को भी 2003 में शुरू होने के बाद दूसरी बार अपनी शैशवावस्था में ही मृत्यु का शिकार होना पड़ा। अगस्त 2009 में दोबारा लांच किए जाने के बाद 10 वर्षीय नोशनल सरकारी बांड पर ब्याज दर फ्यूचर्स में दो बार निपटान किए गए, उदाहरणार्थ दिसंबर 2009 की संविदा तथा मार्च 2010 की संविदा। उल्लेखनीय है कि इन दो निपटानों के बाद व्यापार की मात्रा और ओपन इंटेरेस्ट दोनों ही में कमी आयी, यहां तक कि इनमें बहुत तेजी से नीचे गिरावट आई और ये शून्य के स्तर पर पहुँच गये।

विशेष रूप से दिसंबर 2009 की संविदा, जो 980 मिलियन रुपये की उच्चतम सीमा तक पहुंच गयी थी, घटकर निपटान-पूर्व के 610 मिलियन रुपये के ओपन इंटररेस्ट के स्तर तक पहुंच गयी और इसका निपटान पूर्णतः प्रत्यक्ष सुपुर्दगी के माध्यम से किया गया जो उच्चतम ओपन इंटररेस्ट का 62 प्रतिशत था। इसके विपरीत, मार्च 2010 का ₹570 मिलियन का उच्चतम ओपन इंटररेस्ट घटकर निपटान-पूर्व के ₹420 मिलियन के ओपन इंटररेस्ट तक आ गया और इसका निपटान भी पूर्णतः प्रत्यक्ष सुपुर्दगी के माध्यम से किया गया, जो 72 प्रतिशत का प्रत्यक्ष निपटान को दर्शाता है ! ये दोनों ही निपटान स्थापित मानकों और कसौटी से बहुत दूर थे और सुदृढ़, गतिरोध-विहीन, परस्पर सम्यक रूप से जुड़े हुए भौतिक निपटान वाले फ्यूचर्स बाजार, जिसके सभी अंग एक दूसरे से संबद्ध हो, की कसौटी पर खरे नहीं उतरते थे जबकि प्रत्यक्ष सुपुर्दगी उच्चतम ओपन इंटररेस्ट के 1 से 3 प्रतिशत से अधिक नहीं थी! ऐसी स्थिति केवल एकतरफा अंतरपणन के कारण आईआरएफ बाजार में आई अकुशल 'असंबद्धता' और 'अस्थायी अड़चन' के कारण हुई, उदाहरणार्थ वास्तविक रेपो दर पर वित्तपोषण करके सुपुर्दगी हेतु सबसे सस्ते की खरीद (सीटीडी) उच्चतम निहित रेपो दर पर करना और साथ ही फ्यूचर्स को बेचना। वास्तव में, जैसा कि बाजार के एक सहभागी ने बताया कि 600 मिलियन रुपये वाली दिसंबर 2009 की संविदा में उसकी लगभग शत-प्रतिशत भागीदारी थी, उक्त सीटीडी में 3.4 प्रतिशत की वास्तविक रिपो दर की तुलना में निहित रिपो दर 6.5 प्रतिशत थी जिससे 3.35 प्रतिशत का जोखिम-मुक्त अंतरपणन लाभ दिखायी देता है। इसके विपरीत, दूसरी तरफ तथाकथित बेंचमार्क और सुपुर्दगी में सर्वाधिक महंगी सरकारी प्रतिभूति के लिए आईआरएफ लगभग शून्य से ऋणात्मक तक आ गया था जिससे अंतरपणन के ऐसे अवसर का संकेत मिलता है जिसमें इस बांड की मंदड़िया बिक्री करके इससे होने वाले लाभ का निवेश अपेक्षाकृत ऊंची वास्तविक रेपो दर पर करने और फ्यूचर संविदाओं की खरीद में किया जा सकता है। परंतु फ्यूचर्स संविदा की अवधि के दौरान ही यदि मंदड़िया बिक्री में कमी आ रही हो तो इस प्रकार का अंतरपणन नहीं किया जा सकता। परस्पर विपरीत धाराओं में कार्य कर रहे इस द्विपक्षीय अंतरपणन के कारण यह संभव है कि भौतिक विज्ञान में ऊष्मा और विद्युत के सुचालन की भांति निर्बाध रूप से तरलता का प्रवाह अपेक्षाकृत अधिक तरल बेंचमार्क सरकारी बांड (सुपुर्दगी में सबसे महंगे) से सुपुर्दगी बास्केट में मौजूद तथाकथित अतरल बांड (सुपुर्दगी में सबसे सस्ते) की ओर करेगा। यहां मैं आपको इस बात के प्रति आगाह कर दूँ कि 'नकद निपटान वाले' आईआरएफ को जैसे भी और जिस कीमत पर भी संभव हो यथाशीघ्र

लागू/प्रारंभ करने के लोभ और अधीरता को कठोरता और दृढ़ता से रोकना होगा क्योंकि इस प्रकार की दवा बीमारी से कहीं अधिक खतरनाक होगी! कारण यह है कि इक्विटी, विदेशी मुद्रा, पण्य जैसी 'एक ही प्रकार' की आस्तियों के विपरीत, सरकारी बांड, जो ऋण जोखिम को छोड़कर कूपन व परिपक्वता की दृष्टि से 'भिन्न प्रकार' का है, इसलिए ऊपर दिए गए टोस तर्कों के अनुसार 'प्रत्यक्ष निपटान' संविदाओं से सर्वाधिक तरल बेंचमार्क बांड से वितरणीय समूह में अपेक्षाकृत कम तरल बांडों की ओर बाधारहित तरीके से चलनिधि का संचरण होगा और इस प्रकार ये संविदाएं सरकारी बांडों के संपूर्ण वितरणीय समूह को 'अति-आवश्यक' एकरूपता प्रदान करेगी। पर मैं एक बात और जोड़ना चाहता हूँ कि यहाँ मेरा मतलब दूर-दूर तक यह नहीं है कि इक्विटी, मुद्रा और पण्य जैसी एकसमान आस्तियों के मामले में 'नकद-निपटान' वाली डेरिवेटिव संविदाओं का होना बिल्कुल उचित है!! 'नकद-निपटान' वाला कोई भी डेरिवेटिव, जहाँ प्रत्यक्ष निपटान संभव है, अंतरपणन-मुक्त कीमत निर्धारण/मूल्यांकन के मूलभूत सिद्धांतों का हनन करते हुए नॉन-डेरिवेटिव हो जाता है, और इसलिए, जैसा कि मैंने पहले कहा है, इसका अस्तित्व पूरी तरह अपने लिए हो जाता है और वास्तविक क्षेत्र की हेजिंग की जरूरतों को पूरा करने का वृहत्तर लोक नीति आधारित उद्देश्य दरकिनार हो जाता है और ऐसी स्थिति एक भारी 'वित्तीय क्षेत्र व वास्तविक क्षेत्र में असंतुलन' को जन्म देती है जो जिम्मेदार वित्तीय नवोन्मेष के सर्वथा विपरीत है।

## बाजार विभाजन

8. भारत में बाजार विभाजन का बना रहना एक सक्षम, गहरे, तरल, अंतर-संबद्ध और निर्बाध रूप से जुड़े वित्तीय बाजार के लिए हानिकारक है जबकि ऐसा बाजार प्रभावी, सक्षम व त्वरित मौद्रिक संचरण के लिए एक अपरिहार्य शर्त भी है। बाजार के टुकड़ों में बँटे होने से कीमतों का सही स्वरूप सामने नहीं आ पाता और अक्षमता बढ़ती है। भारत में आईआरएस, आईआरएफ और सरकारी प्रतिभूति बाजार के बीच की खाई का सबसे ठोस व स्पष्ट उदाहरण आईआरएस (बैंक क्रेडिट रिस्क) प्रतिफल के जी-सेक प्रतिफल से 100 से 125 आधार अंक नीचे रहना और आईआरएफ प्रतिफल (पिछले अंतिम ट्रेड के अनुसार) के अपने समुचित मूल्य से लगभग 70 अंक अधिक होना है। यह स्थिति दर्शाती है कि अंतरपणन सिरे से गायब है और इस प्रकार यह 'कोई-अंतरपण नहीं' का या 'एक-कीमत-का-नियम वाला तर्क' का घातक उल्लंघन है जो कि 'उचित मूल्य डेरिवेटिव' का मूल आधार है जिससे आप सभी समझदार श्रोता अब तक भली भाँति

परिचित हो चुके हैं। ऐसा साफ़-साफ़ विलगाव निर्बाध रूप से जुड़े हुए वित्तीय बाजार के खिलाफ़ जाता है जिसमें उपर्युक्त तीनों के बीच कड़ा और स्वाभाविक जुड़ाव हो। तथापि, बाजार के इस विखंडन को विश्वसनीय, प्रभावी तथा निर्णायक रूप से तभी दूर किया जा सकता है जब आगे बताए जा रहे सर्वांगीण सुधार, जिससे आप भी सहमत होंगे, एक साथ और पूरी तरह से लागू किए जाएं :

- i. जैसा कि उपर्युक्त पैराग्राफ 7 में बताया गया है, नकद निपटान वाले आईआरएफ को शुरू करने का पूर्णतः अनुचित लोभ और बैचेनी का दृढ़ता से और निर्णयात्मक रूप से प्रतिरोध करना होगा। अन्यथा जे पी मॉर्गन के अध्यक्ष जैमी डिमॉन के शब्दों में कहें तो यह “आसान काम करने परंतु सही कदम से बचने” के बराबर होगा और इस प्रक्रिया में आईआरएफ/सीडीएस बाजारों में एक और आईआरएफ जिन पैदा करने जैसा होगा जो इतनी तेजी से बढ़ता है कि इसे पकड़कर फिर से विनियामक बोतल में बंद करना बहुत मुश्किल होगा।
- ii. जो काम बिल्कुल भी नहीं करना है वह यह है कि अनुमति देना तो दूर, सर्वाधिक-तरल-एकल बांड आईआरएफ के बारे में सोचना भी नहीं है और इसका सीधा सा कारण है कि यह बेंचमार्क प्रतिभूति वर्तमान के 10 वर्षीय आईआरएफ सुपुर्दगीयोग्य समूह (डिलीवरेबल बास्केट) के 10% से भी कम है। इस प्रकार, ऐसे समय में जब हम ‘समावेशन’ की बात कर रहे हैं, इसका अर्थ 90 प्रतिशत 10 वर्षीय सरकारी प्रतिभूतियों को हेजिंग के लाभ से लगभग बाहर ही कर देना होगा जो कि इस लोक नीति उद्देश्य के विरुद्ध होगा कि सरकारी प्रतिभूतियों के जितने अधिक के लिए संभव हो, उसके लिए आईआरएफ की हेजिंग प्रदान की जाए।
- iii. यदि 2007 के वैश्विक वित्तीय संकट के बाद आईएमएफ के निष्कर्षों की मानें तो मार्केट रिपो के तहत प्राप्त की गयी प्रतिभूतियों, जो कि ‘रिहाइपोथिकेशन’ का अन्य नाम है, को बेचने/ उनको फिर से शुरू करने की अनुमति देना तो दूर इसका खयाल भी दिमाग में नहीं लाना चाहिए। आईएमएफ का कहना था कि 2007 के पहले इस ‘रिहाइपोथिकेशन’ की बदौलत अमेरिका की शैडो बैंकिंग सिस्टम में 4 ट्रिलियन यूएस डॉलर की फंडिंग/ लिक्विडिटी पैदा हो गयी जबकि इससे संबंधित ‘मूल संपार्श्विक’ केवल एक मिलियन यूएस डॉलर था, मतलब यह कि 3 ट्रिलियन यूएस डॉलर का विशाल ‘ऋणात्मक’ मार्जिन / हेयर कट था।
- iv. एक और बात जिससे बच कर रहना ही होगा वह है मार्केट मेंकिंग के लिए विभिन्न प्राइमरी डीलरों को विशिष्ट सरकारी प्रतिभूतियों का आबंटन क्योंकि इससे तिहरी मार पड़ेगी, इस मायने में कि इससे बाजार सीधे-सीधे विभाजित हो जाएगा, जोखिम का संकेंद्रण होगा और यह संविभाग की विविधता के प्रतिकूल होगा।
- v. नकदी और डेरिवेटिव (आईआरएफ/आईआरएस/सीडीएस) दोनों प्रकार के बाजार के लिए सुसंगत तथा एकसमान लेखांकन प्रक्रिया।
- vi. 80% से 125% वाले ‘हेज इफेक्टिवनेस’ मानदंड को समाप्त करना जो कि हेजिंग के प्रयोजन से डेरिवेटिव्स के इस्तेमाल के विरुद्ध है क्योंकि कोई हेज न रखने से यह बेहतर है कि कुछ हेज रखना, भले ही वह अप्रभावी हो।
- vii. हेल्ड टु मेच्यूरिटी (एचटीएम) प्रोटेक्शन को वापस लाना अर्थात वर्तमान के ‘लेखांकन हेड्ज’ के स्थान पर ‘डेरिवेटिव्स हेड्ज’ का प्रतिस्थापन। यह इसलिए कि एचटीएम के साथ बाजार आधारित समाधान जैसे आईआरएस/आईआरएफ के प्रयोग में कोई प्रोत्साहन या बाध्यता नहीं है। इसकी निरंतर निगरानी और मूलभूत ढांचा तथा लेनदेन संबंधी लागत, जैसे दलाली और मार्जिन आदि भी अपेक्षित है। वास्तव में यह डर कि ऐसी वापसी हानिकारक या अस्तव्यस्त करनेवाली हो सकती है, पूरी तरह निराधार है। इस तथ्य पर विचार करें कि आईआरएफ बाजार जो आईआरएफ के प्रारंभ से ही प्रभावी आईआरएस बाजार के ₹50 ट्रिलियन से संबंधित ‘अपरिहार्य शुद्ध नियत दर’/ब्याज काफी अधिक था और यह 30 ट्रिलियन रुपये की दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों की कुल बकाया राशि ₹50 ट्रिलियन की आईआरएस की कुल बकाया राशि से काफी कम है।
- viii. नकद बाजारों में फ्यूचर्स संविदा की ही अवधि के दौरान सुपुर्दगी आधारित तेजड़िया बिक्री और नकद तथा सरकारी प्रतिभूतियों को ऋण लेने और उधार देने के लिए की गयी फ्यूचर्स संविदा के कार्यकाल की अवधि में ही रिपो व रिवर्स रिपो बाजार आरंभ करना।
- ix. आईआरएस और आईआरएफ दोनों के लिए वास्तविक/कल्पित/सांकेतिक राशि की अनुमति ड्यूरेन वेटेड बेसिस पर प्रदान की जाए न कि वर्तमान विनियमन के अनुसार जो

कि अधिकतम वास्तविक/कल्पित/सांकेतिक राशि को वर्तमान में की जा रही एक्सपोजर हेजिंग की कल्पित/मूल राशि तक सीमित करता है जिसका परिणाम जोखिम की अंडर-हेजिंग के रूप में आएगा।

9. रिज़र्व बैंक के विशिष्ट गवर्नर डॉ. डी. सुब्बाराव ने एक भाषण की प्रशंसा में अपनी अनूठी शैली में जो बात कही थी मैं उसे यहां उद्धृत करना चाहता हूँ - “यह भाषण इसलिए महत्वपूर्ण नहीं है कि यह सही समाधान देता है बल्कि इसलिए महत्वपूर्ण है कि यह सवाल पैदा करता

है”! मैं आशा करता हूँ कि मेरा आज का भाषण गवर्नर महोदय के भाषण की कसौटी और निष्पक्ष के अनुरूप होगा। मैं इस आयोजन से जुड़े सभी लोगों को शुभकामनाएं देता हूँ ताकि इसके अगले आयोजन में जो मुख्य भाषणकर्ता आएंगे उनके भाषण का शीर्षक होगा “वित्तीय नवोन्मेष जो अभी भी है”!

10. अंत में मैं फिनोविटी 2012 की सफलता की कामना करता हूँ।

11. आप सभी को अनेक धन्यवाद!