

भारतीय ऋण बाजार की हाल की प्रवृत्तियां और वर्तमान पहलें*

राकेश मोहन

भारतीय ऋण बाजार और विशेष रूप से सरकारी प्रतिभूति बाजार भारत में एक नया मोड़ ले रहा है जिसके कारण विभिन्न प्रस्तावित कानूनी परिवर्तनों के साथ-साथ घरेलू आर्थिक वातावरण में महत्वपूर्ण परिवर्तन हो रहे हैं। हम एक रोचक समय से गुजर रहे हैं, ऐसी मेरी मान्यता क्यों बनी इसके कारणों को संक्षेप में बयान करना चाहूंगा और यह भी कि ऋण बाजार के विकास पर और अधिक प्रकाश डालने के लिए यह क्यों एक सुअवसर है।

इस प्रकार का पहला उल्लेखनीय परिवर्तन है 1 अप्रैल 2006 से प्राथमिक बाजार में सरकारी प्रतिभूतियों में रिज़र्व बैंक के अभिदान पर प्रतिबंध जैसा कि राजकोषीय दायित्व और बजट प्रबंधन (एफआरबीएम) अधिनियम में अधिदेशित है। इससे सरकारी प्रतिभूतियों के पूर्णतः बाजार आधारित निर्गमन में संक्रमण की प्रक्रिया, जो कि नीलामियां प्रारंभ करके नब्बे के दशक के प्रारंभ में शुरू की गई थी, पूरी हो जाएगी।

दूसरी, बारहवें वित्त आयोग की सिफारिशों के परिणामस्वरूप राज्य सरकारों के लिए एक वित्तीय बिचौलिए के रूप में केंद्रीय सरकार की भूमिका प्रभावी रूप से समाप्त हो रही है, हालांकि अभी कुछ संक्रमणशील व्यवस्थाएं चलती रहेंगी। इसप्रकार, राज्य सरकारों के उधार अधिकाधिक रूप में बाजार निर्धारित होंगे। संभवतः, यह एक जोशीले उप-राष्ट्रीय ऋण बाजार के उदय के रूप में होगा हालांकि अभी इस संदर्भ में बहुत कुछ होना बाकी है।

तीसरे, इस वर्ष अर्थव्यवस्था के 8.1 प्रतिशत पर वृद्धिशील रहने का अनुमान है जिसमें मामूली मुद्रास्फीति पाई जा सकती है और यदि ऐसी स्थितियां रहती हैं तो हम अगले वर्ष भी वृद्धि और मुद्रास्फीति के इसी तरह बने रहने की उम्मीद कर सकते हैं। यदि इस वृद्धि को बनाए रखना है तथा इसमें मध्यावधि तथा दीर्घावधि में तेजी लानी हो तो वित्तीय मध्यस्थता में सुधार करना ही होगा और इस परिप्रेक्ष्य में ऋण बाजार और अधिक महत्वपूर्ण बन जाएगा।

चौथे, ऐसी वृद्धि को बनाए रखना बुनियादी संरचना और उद्योग दोनों ही में, निवेश में तेजी लाने पर ही संभव होगा। पुनः, इसके लिए पारंपरिक बैंक वित्तपोषण की अनुपूर्ति करने के लिए मध्यावधि से दीर्घावधि परिपक्वता के साथ ऋण वित्तपोषण की आवश्यकता रहेगी।

पांचवें, चूंकि सरकारी वित्त में केंद्रीय तथा राज्य सरकार दोनों के लिए केंद्रीय तथा राज्य एफआरबीएम अधिनियम के अनुरूप सुधार हो रहा है, अतः सरकारी क्षेत्र की पिछले पांच वर्षों में उभरी नकारात्मक बचत दर बदलकर सकारात्मक हो गई है। अतः हम निरंतर आधार पर सकल घरेलू बचत के सकल घरेलू उत्पाद के 30 प्रतिशत या अधिक के छूने की कामना कर सकते हैं। साथ ही, जैसे जैसे मिले-जुले राजकोषीय घाटे में कमी होती जाएगी वैसे वैसे निजी वित्तीय बचतों का बहुत बड़ा अंश निजी क्षेत्र में प्रयुक्त किए जाने के लिए उपलब्ध हो जाएगा। इसमें उच्चतर जोखिम निहित है, परंतु इससे उच्चतर प्रतिलाभों की संभाव्यता भी बनती जाती है। फिर, ऋण प्रतिभूतियों के लिए बढ़ती मांग की स्थिति हो जाएगी।

छठे, इन गतिविधियों को स्वीकार करते हुए बैंककारी विनियमन अधिनियम में एक संशोधन भी संसद में पेश किया गया है जिससे, 25 प्रतिशत के न्यूनतम सांविधिक चलनिधि अनुपात को जब भी व्यवहार्य हो, हटाना संभव होगा। साथ ही, जब कभी सरकारी प्रतिभूति विधेयक (जो कि लोक ऋण अधिनियम के स्थान पर होगा और मैं समझता हूँ कि इसे संसद की स्थायी समिति ने अनुमोदन दे दिया है) पारित किया जाएगा, स्ट्रीप्स जैसे नवीन लिखत शुरू करना भी संभव हो जाएगा।

सातवें, हालांकि 2004-05 में सकल घरेलू बचतें बढ़कर 29 प्रतिशत हो गई है, जो मुख्यतः सरकारी तथा कंपनी बचतों में सुधार द्वारा उल्लेखनीय रूप से प्रेरित थीं, फिर भी चालू खाता घाटा बढ़ गया है जो कि देश में उच्चतम निवेश गति को प्रतिबिंबित करता है, और इस कारण बड़े पैमाने पर पूंजी प्रवाह खपा लिए गए। औद्योगिक गतिविधि में भारी वृद्धि के परिणामस्वरूप सुदृढ़ ऋण वृद्धि हुई है, जिसने बदले

* यह मुंबई में चौथे भारत ऋण बाजार संमेलन (सिटी ग्रुप और फिच रेटिंग इंडिया द्वारा 31 जनवरी 2006 को आयोजित) तथा फिमंडा के वार्षिक संमेलन (भारतीय निर्धारित आय मुद्रा बाजार व्यापारी एसोसिएशन एवं भारतीय प्राथमिक व्यापारी एसोसिएशन द्वारा संयुक्त रूप से 14 मार्च 2006 को संयुक्त रूप से आयोजित) में उप गवर्नर डॉ. राकेश मोहन द्वारा दिए गए व्याख्यानों पर आधारित है। उषा थोरात, बी. महापात्र, जी. महालिंगम और अल्पना किल्लावाला द्वारा दिए गए अभिमतों तथा टी.रबिशंकर, एस. सुबैया, वाइ.जयकुमार, नवीन नंबियार और पार्थ रे द्वारा दी गई सहायता के प्रति आभार।

में उपलब्ध संसाधनों में अधिकाधिक प्रतिस्पर्धात्मकता लाई। इस गतिविधि ने इस तथ्य पर पुनः जोर दिया है कि बॉण्ड वित्तपोषण को परंपरागत बैंक वित्तपोषण का पूरक बनना होगा, जिससे अर्थव्यवस्था की बढ़ती ऋण जरूरतों को पूरा किया जा सके और जिससे संसाधन आबंटन और कार्यक्षम हो सके।

इन परिवर्तनों की शक्ति को पहचान कर, सरकार ने कंपनी ऋण बाजार को मजबूत करने के उपायों पर सिफारिश करने के लिए डॉ. आर.एच.पाटिल के नेतृत्व में विशेषज्ञ समूह का गठन किया था। यह रिपोर्ट अभी हाल में जारी की गई थी और जैसा कि वित्त मंत्री के हाल के बजट भाषण में घोषित किया गया है, सरकार ने इन सिफारिशों को मोटे तौर पर मान लिया है। एनएसई को बनाने और इक्विटी बाजार में क्रांति लाने के डॉ. पाटिल के पुराने रिकार्ड को देखते हुए, हम आशा कर सकते हैं कि ऋण बाजार में इसी तरह की गतिविधियां स्थान लेंगी।

I. पृष्ठभूमि

मैंने पहले ही सरकारी प्रतिभूति बाजार में इन गतिविधियों की समीक्षा की थी। इसलिए इस समय मेरा पूरी समीक्षा करने का इरादा नहीं है। सरकारी प्रतिभूति बाजार की गतिविधियों के पूरे दस्तावेज नवंबर और दिसंबर 2004 के भारतीय रिज़र्व बैंक बुलेटिन के दो लेखों में भी उपलब्ध हैं। मैं, लंबित मुद्दों और चिंताओं पर प्रकाश डालने से पहले, सरकारी प्रतिभूति बाजार में सुधारों के इतिहास के बारे में आपको बतलाना चाहूंगा।

1990 के पहले सरकारी प्रतिभूति बाजार की विशेषताएं थी : प्रशासित ब्याज दरें, उच्च एसएलआर अपेक्षाएं जिससे निष्क्रिय निवेशकों को बढ़ावा मिला और सरकारी प्रतिभूतियों के तरल और पारदर्शी द्वितीयक बाजार का अभाव। सरकारी उधारों की कीमतें कम रखने के लिए सरकारी प्रतिभूतियों को कम ब्याज दर पर बेचा गया जिससे आय की वास्तविक दरें 1980 के दशक के मध्य में कई वर्षों तक नकारात्मक बनी रहीं। 1980 के दशक के दौरान (रिज़र्व बैंक द्वारा तदर्थ खजाना बिलों की व्यवस्था के माध्यम से केंद्र सरकार को स्वचालित निभाव व्यवस्था उपलब्ध कराने के कारण) सरकारी ऋण की मात्रा में विशेष रूप से अल्पकालिक ऋण में काफी विस्तार हुआ। निष्क्रिय निवेशक आधार और कम ब्याज दरों के कारण, सरकारी बांडों का द्वितीयक बाजार सुप्त रहा। सरकारी प्रतिभूतियों पर बनावटी आय ने प्रणाली में वित्तीय आस्तियों की आय संरचना को प्रभावित किया और बाकी बाजार में समग्र उच्च ब्याज दर वातावरण को बढ़ावा दिया। इन विवशताओं के कारण, प्रशासित ब्याज दरों की व्यवस्था और नकदी प्रारक्षित अनुपात (सीआरआर) और एसएलआर के बढ़ते निर्धारण रिज़र्व बैंक के मौद्रिक प्रबंधन की विशेषताएं रही हैं। उच्च सीआरआर और एसएलआर ने मौद्रिक-युक्ति-चालन के लिए काफी कम गुंजाइश छोड़ी।

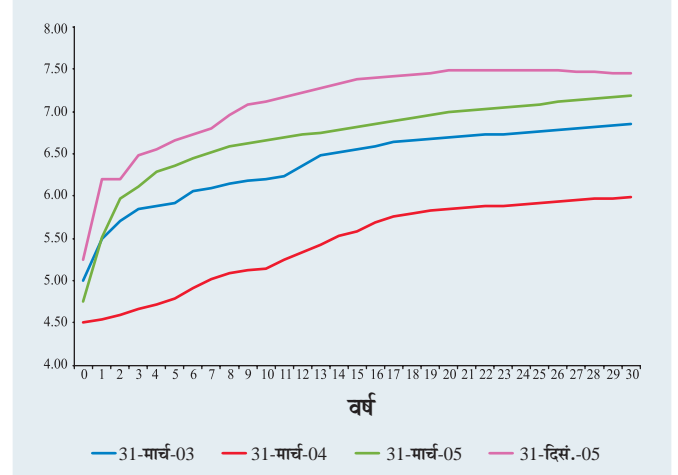
आगे, इस अवधि में वित्तीय बचतों का अधिक पूर्वानुमान लगाया गया। ऐसे उच्च पूर्वानुमानों और प्रशासित ब्याज दरों को देखते हुए जिन्हें कृत्रिम रूप से बाजार दर से कम रखा गया था, मूल्यों के पता लगाने की कोई संभावना नहीं थी। अन्य ब्याज दरें भी शायद उन बाजार दरों से जो अन्यथा क्या हुई होती, अधिक थीं।

भारतीय रिज़र्व बैंक को इस स्थिति से निकलने के लिए एक ऐसा लंबा और चरणबद्ध कार्यक्रम बनाना था जहाँ ब्याज दरें बाजार द्वारा निर्धारित होती, सरकारी उधार बाजार आधारित होते और बाजार लागत को दर्शाते। ये सुधार प्रभावी मौद्रिक नीति बनाने और मौद्रिक प्रेषण व्यवस्था के हेतु वातावरण विकसित करने के लिए भी महत्वपूर्ण थे।

सुधार प्रक्रिया में सक्रिय नीति निर्माण और संस्था निर्माण की महत्वपूर्ण गतिविधियों को शामिल किया गया है, जिसमें बाजार की सूक्ष्म संरचना विकसित करने समाशोधन और निपटान प्रणाली, ट्रेडिंग प्रणाली, सहभागियों और लिखतों का विविधीकरण, उत्तम नियामक प्रणाली, नई तकनीक की शुरुआत और उपयुक्त सक्षम विधायन को बनाने में विस्तार से ध्यान दिया जा रहा है।

वर्षों से धीरे-धीरे सुधार के लिए किए गए उपायों के परिणाम के रूप में, भारतीय सरकारी प्रतिभूति बाजार बेहतर के लिए परिवर्तन से गुजरा है जिसके कारण बाजार व्यापक आधारवाला होता जा रहा है, जिसमें प्रभावी नीलामी प्रक्रिया, एक सक्रिय द्वितीयक बाजार और 30 वर्षों तक तरल आय वक्र के लक्षण हैं (चार्ट 1)। बाजार को अब सक्रिय प्राथमिक व्यापारी (पीडी) प्रणाली और इलेक्ट्रॉनिक लेन-देन तथा निपटान प्रौद्योगिकी का समर्थन प्राप्त है जो स्ट्रेट थ्रू प्रोसेसिंग (एसटीपी) और केंद्रीय काउंटर पार्टी गारंटी के साथ सुरक्षित निपटान सुनिश्चित करती है। और अधिक समष्टि स्तर पर सुधारों ने घरेलू बाजार के विभिन्न अवयवों और कुछ हद तक वित्तीय बाजारों को अंतरराष्ट्रीय

चार्ट 1 : आय वक्र



बाजारों से जोड़ने में सहायता की। मैं सुधारों की कुछ विशिष्ट उपलब्धियों का उल्लेख करना चाहूँगा :

- यद्यपि भारत का (केंद्र और राज्यों का सम्मिलित) राजकोषीय घाटा संसार में सबसे अधिक रहा है, पर हमें द्विपक्षीय और बहुपक्षीय स्रोतों के अलावा, बाहरी उधारों का सहारा नहीं लेना पड़ा। इससे प्रणाली को स्थिरता मिली।
- वित्तीय संस्थाओं में सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता दीर्घकालिक प्रतिभूतियों में अधिक विविधीकृत रही है। विशेष रूप से बीमा और पेंशन निधियों के 'टिकाऊ', निवेशक वर्ग के रूप में उदय होने के कारण और यह आसान और मजबूत आय वक्र को विकसित करके सरकारी प्रतिभूतियों की परिपक्वता रूपरेखा को बढ़ाने के लिए किए गए निरंतर प्रयासों के कारण संभव हुआ।
- निष्क्रिय समेकन की प्रक्रिया ने बांडों की संख्या को 1998-99 के अंत के स्तर के आस-पास सीमित करने में मदद की है। यह एक महत्वपूर्ण कारक था जिसने सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार चलनिधि को बढ़ावा दिया।
- बाजार चलनिधि की आज न केवल उभरती अर्थव्यवस्थाओं से तुलना की जाती है बल्कि विकसित जगत से भी की जाती है, जिसमें बोली-प्रस्ताव कम से कम तरल प्रतिभूतियों में प्रसारित होते हैं जो 1-3 बीपीएस पर बहुत अच्छी होती है। चलनिधि प्रिमियम स्तर भी अंतरराष्ट्रीय बाजारों के अनुरूप रहे हैं।

यद्यपि सुधार उपायों से सक्रिय सरकारी प्रतिभूति बाजार का निर्माण हुआ है, फिर भी विनिमय में सुधार, नवीनतर प्रौद्योगिकी की शुरुआत तथा सशक्त विधायन बनाने का कार्य अभी शेष है।

II. हाल की गतिविधियाँ

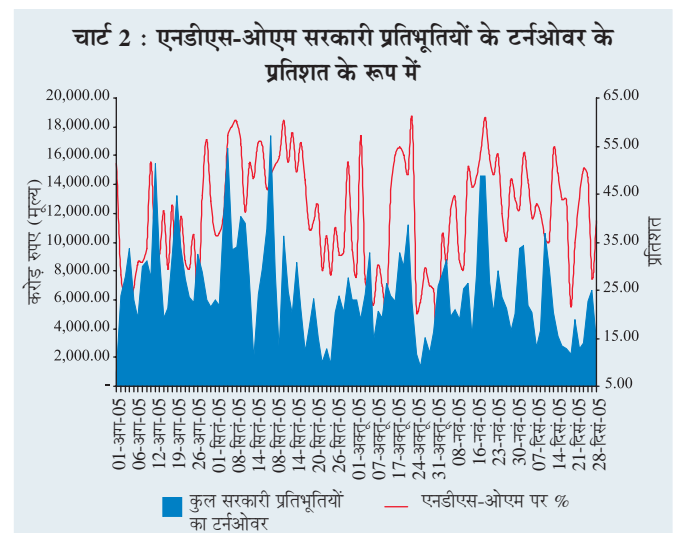
अब मैं हाल ही में सरकारी प्रतिभूति बाजार में हुई गतिविधियों के बारे में बतलाता हूँ। प्रथम, प्रतिभूतियों का निपटान सुपुर्दगी बनाम भुगतान III (डीवीपी) में अंतरित हो गया है जिससे प्रतिभूतियों और निधियों का निवल निपटान संभव हो सका है और जिसका परिणाम प्रभावी चलनिधि प्रबंधन में दिखा है। निवल निपटान ने उन प्रतिभूतियों की बिक्री को भी संभव बनाया है जिनके क्रय के लिए उसी निपटान चक्र में पहले ही संविदा हो चुकी है, इसने सहभागियों की कीमत जोखिम को काफी अधिक कम कर दिया है। दूसरे, रेपो को पुनर्निर्धारण के द्वारा मजबूत बनाया गया है जिसने निधियों का और दक्षतापूर्वक प्रबंध करने में सहभागियों की योग्यता को और बढ़ाया है। तीसरे, सरकारी प्रतिभूतियों के तत्काल लेनदेनों के निपटान के लिए एक समान टी+1 निपटान चक्र अपनाया गया है। इससे सहभागियों को लेन-देनों के लिए और अधिक प्रोसेसिंग समय मिलेगा; इस प्रकार इससे निधियों तथा जोखिम का बेहतर प्रबंधन हो सकेगा। चौथे, सरकारी

प्रतिभूतियों के रेपो बाजार को और व्यापक बनाने के लिए इसकी पहुँच को सूचीबद्ध कंपनियों तथा गैर अनुसूचित शहरी सहकारी बैंकों तक विस्तृत किया गया है। पांचवें, प्राथमिक नीलामियों में उसी दिन प्राप्त किए गए शेयरों को बेचने की सुविधा जो अब तक केवल एसजीएल के खाता धारकों को ही दे दी गई, सीएसजीएल खाता धारकों को भी दे दी गई है।

एनडीएस-ओएम

सरकारी प्रतिभूति बाजार में लेनदेन और निपटान संबंधी सुविधाओं को सुधारने के सतत प्रयास के रूप में, रिज़र्व बैंक ने अपनी तयशुदा लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) पर सरकारी प्रतिभूतियों के लिए एक इलेक्ट्रॉनिक आर्डर मैचिंग ट्रेडिंग मोड्यूल का 1 अगस्त 2005 को विधिवत उद्घाटन किया (संक्षेप में एनडीएस-ओएम)। यह प्रणाली एक अनाम आर्डर मैचिंग प्रणाली है जिसमें पक्षों (पार्टी) की पहचान का खुलासा नहीं किया जाता है, प्रणाली पर किए गए प्रत्येक लेनदेन के लिए सीसीआईएल केंद्रीय प्रतिपक्ष हो जाता है और प्रणाली स्ट्रेट-थ्रू-प्रोसेसिंग (एसटीपी) की अनुमति देता है। एनडीएस-ओएम सहभागियों को सुलभ एक अतिरिक्त सुविधा है जिसमें सहभागियों के पास वर्तमान रिपोर्टिंग और एनडीएस के लेन-देन प्लेटफार्म के विकल्प उपलब्ध हैं। लेकिन, लेन-देन के दोनों प्रकार के निपटान समन्वित हैं। एनडीएस-ओएम, जो शुरू में केवल भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा नियंत्रित कंपनियों के लिए खुला था, को दूसरे चरण में सभी बीमा कंपनियों के लिए भी खुला कर दिया गया है।

आर्डर मैचिंग प्रणाली को बाजार सहभागियों द्वारा भलीभांति स्वीकार कर लिया गया है। यद्यपि इसे केवल सात माह पूर्व शुरू किया गया, पर सरकारी प्रतिभूतियों की कुल लेन-देन मात्रा में इसका अब बड़ा हिस्सा है (चार्ट 2)।



III. सरकारी प्रतिभूति बाजार के वर्तमान मुद्दे

एफआरबीएम अधिनियम 2003 के अंतर्गत, भारतीय रिज़र्व बैंक 1 अप्रैल 2006 से सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गम में सहभागी नहीं होगा और न ही निष्क्रिय तरीके से भारतीय रिज़र्व बैंक पर प्रतिभूतियों का अंतरण किया जा सकेगा। इसके अलावा, राज्यों को भी बाजार पर और अधिक निर्भर रहना होगा। यह स्थिति ऋण प्रबंधन ढाँचे और ऋण निर्गम की व्यापक पुनर्संरचना में एक बड़े परिवर्तन की मांग यह सुनिश्चित करने के लिए करती है कि सरकार के उधार कार्यक्रम सफलतापूर्वक संपादित हों और उधार की लागत भी तर्कसंगत स्तर पर रखी जाए। इन उभरती आवश्यकताओं को पूरा करने और भारतीय रिज़र्व बैंक तथा बाजार सहभागियों को पर्याप्त रूप से तैयार करने के लिए, भारतीय रिज़र्व बैंक में केंद्रीय सरकार की प्रतिभूतियों के बाजार के लिए एक आंतरिक तकनीकी समूह बनाया गया था। इसके पहले, एक दूसरे समूह (अध्यक्ष : डॉ. आर.एच. पाटिल) ने सरकारी प्रतिभूति बाजार में प्राथमिक व्यापारियों की भूमिका की जांच की थी। इन तकनीकी समूहों ने अनेक महत्वपूर्ण मुद्दों की पहचान की है। मैं एक-एक-कर इन पर चर्चा करूंगा।

(i) नीलामियों में अधिदान सुनिश्चित करने के लिए प्राथमिक व्यापारियों की बड़ी भूमिका

जैसा कि एफआरबीएम अधिनियम में दिया गया है, अप्रैल 2006 से अपवादात्मक परिस्थितियों के अलावा भारतीय रिज़र्व बैंक के प्राथमिक नीलामियों में सहभागी न होने से कोई वैकल्पिक संस्थागत व्यवस्था यह सुनिश्चित करने के लिए करनी होगी कि -

- ऋण प्रबंधन के लक्ष्य पूरे किए जाएं; और
- बाजार की अस्थिरता बढ़ाए बिना बाजार की सभी दशाओं में सरकार उधार ले सके।

इससे वर्तमान संस्थागत प्रक्रियाओं की कुछ पुनर्संरचना आवश्यक हो जाएगी जिससे प्राथमिक बाजार में भारतीय रिज़र्व बैंक की अब तक की भूमिका का स्थान प्राथमिक व्यापारियों की अधिक सक्रिय और गतिशील सहभागिता द्वारा लिया जाएगा। चूँकि वार्षिक बोली प्रतिबद्धता की वर्तमान प्रणाली यह गारंटी नहीं देती कि प्रत्येक नीलामी में अधिसूचित राशि की बिक्री हो ही जाएगी, इसलिए यह मशविरा दिया गया कि प्राथमिक व्यापारियों द्वारा प्रत्येक नीलामी में 100 प्रतिशत हामीदारी की एक प्रणाली की शुरुआत यह सुनिश्चित करने के लिए की जाए कि प्रत्येक नीलामी में अधिसूचित राशि की बिक्री हो जाए। इस मशविरे पर विचार किया जा रहा है।

बढ़ी हुई जिम्मेदारी के साथ-साथ, प्राथमिक व्यापारियों को पर्याप्त वित्तीय सहारे की जरूरत होगी जिससे वे बाजार आय में प्रतिकूल स्थिति का निर्वाह कर सकें। परिणामस्वरूप वार्षिक नीति वक्तव्य 2005 में यह घोषणा की गई थी कि बैंकों, प्राथमिक व्यापारियों और सरकार के बीच इस

बात पर विचार-विमर्श किया जाए कि वे उन बैंकों को प्राथमिक व्यापारी (पीडी) कारोबार की संरचना में अनुमति देने के लिए विचार करेंगे जो पीडी के रूप में कार्य करने के लिए कतिपय न्यूनतम मानदंड पूरे करते हों। हाल ही में बाजार सहभागियों के साथ व्यापक विचार विमर्श करने के पश्चात बैंकों को पीडी कारोबार कर सकने के लिए दिशा निर्देश जारी किए गए हैं। अन्य अकेले कारोबार करनेवाले प्राथमिक व्यापारियों को अपनी गतिविधियों में विविधता लाने की अनुमति देने संबंधी एक प्रस्ताव भी विचाराधीन है और उसे शीघ्र ही प्रक्रिया में लाया जाएगा।

(ii) कमजोर निवेशक आधार

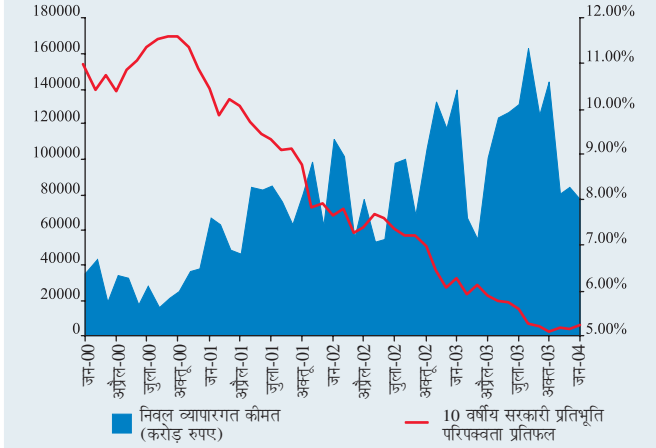
वर्तमान में सरकारी प्रतिभूतियों का एक बड़ा हिस्सा बैंकों के निवेश पोर्टफोलियो में रखा जाता है। बढ़ती ऋण वृद्धि से बैंकों के निवेश योग्य अधिशेष को प्रतिस्पर्धा का सामना करना पड़ा है (सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश की तुलना में ऋण में संभावित नियोजन के अर्थ में)। इसके अलावा, रिक्रैप बांडों के एसएलआर प्रतिभूतियों में परिवर्तन का तात्पर्य बैंकों से नई एसएलआर प्रतिभूतियों की घटी हुई मांग है। भविष्य को देखते हुए सरकार ने 25 प्रतिशत के सांविधिक न्यूनतम एसएलआर को हटाने के लिए संसद में एक विधेयक पहले ही रखा है। दूसरी तरफ, एफआइआइ सीमा में 1.75 बिलियन अमरीकी डॉलर से 2 बिलियन अमरीकी डॉलर की बढ़ोत्तरी, जैसा कि संघ के बजट में घोषित किया गया है, एफआइआइ द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों की मांग को बढ़ाएगी। जब भी एसएलआर को कम करना संभव हो जाता है, निवेशक आधार को बढ़ाना और भी महत्वपूर्ण होगा। प्राथमिक डीलरों की बाजार निर्माण करने वाली भूमिका और महत्वपूर्ण हो जाती है। उन्हें निवेशक आधार को व्यापक बनाने हेतु सहभागियों जैसे भविष्य निधि, पेंशन निधि, सहकारी बैंक, न्यास, गैर सरकारी संगठन और अन्य संस्थाओं को जोड़ने के लिए अतिरिक्त प्रयास करने होंगे।

(iii) मूल्यों का पता लगाना और जोखिम रक्षा (हेजिंग)

तीन वर्षों से ब्याज दरों में लगातार कमी हो रही थी जिससे अक्टूबर 2003 में 10 वर्षीय केंद्रीय सरकार की प्रतिभूतियों पर आय घटकर 4.95 प्रतिशत हो गई। तबसे, इस प्रवृत्ति में बदलाव हो रहा है और दरें अब बढ़कर 7.4 प्रतिशत के करीब पहुँच गई हैं।

ऐसी लिखतों के अभाव में जो सहभागियों को ब्याज दरों पर विचार करने की अनुमति देता है, यह पाया गया है कि जब बाजार सक्रिय और तरल होता है तो दरें गिरती हैं लेकिन जब ब्याज दरें बढ़ती हैं तो बाजार निस्तेज और अतरल हो जाता है (चार्ट 3 क और 3 ख)। कम मात्रा बाजार को मंद बना देती है और कीमतों की हेरा-फेरी होने लगती है। सहभागियों को अपनी ब्याज दर जोखिम का और कुशलतापूर्वक प्रबंध करने तथा बाजार को चलनिधि प्रदान करने के लिए भी चाहे यह बढ़ते ब्याज दर परिदृश्य में ही क्यों न हो, तकनीकी समूह ने समायोजित रूप से सरकारी प्रतिभूतियों में मंदड़िया बिक्री की अनुमति देने की सिफारिश की

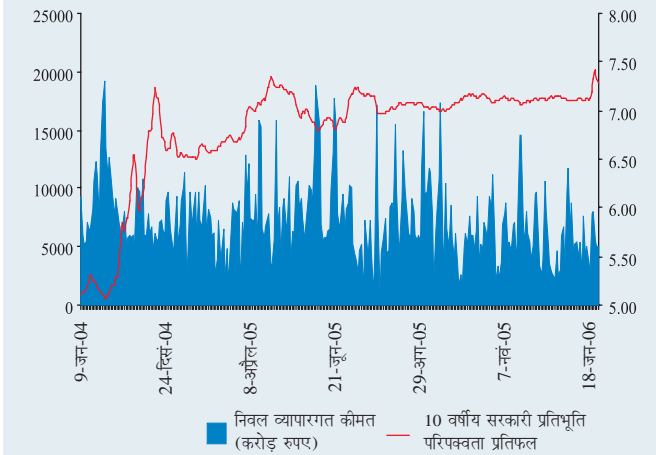
**चार्ट 3 क : बाजार की मात्रा और आय के बीच संबंध
(नीचे गिरते रुझान के दौरान)**



है। इससे बाजार सहभागी ब्याज दर प्रत्याशाओं पर अपने विचार व्यक्त कर सकेंगे। मध्यावधि नीति समीक्षा में सरकारी प्रतिभूतियों में 'आंतर-दिवस' मंदडिया बिक्री की घोषणा की गई थी और उनके दिशा-निर्देश हाल ही में जारी किए गए हैं।

सरकारी प्रतिभूतियों की मंदडिया बिक्री में क्या जोखिम हैं ? मंदडिया बिक्री में अंतर्निहित जोखिम यह है कि हो सकता है कि सहभागी अपनी खरीद से अधिक बिक्री की स्थिति को कवर न कर सकें। आंतर-दिवस में खरीद से अधिक बिक्री की स्थिति (शॉर्ट पोजीशन) को कवर करने की अधिक मांग के कारण, प्रतिभूति के मूल्य बढ़ सकते हैं जिससे हालात और खराब हो सकते हैं। ऐसे जोखिमों को कम करने के लिए, यह प्रस्ताव किया गया है कि हरेक सहभागी की शॉर्ट पोजीशन की सीमा कुल बकाया स्टॉक की 0.25% कर दी जाए। बकाया राशियों के ब्यौरे भारतीय रिज़र्व बैंक की वेबसाइट पर दिए गए हैं। सहभागियों की एक आंतरिक नीति होनी चाहिए

**चार्ट 3 ख : बाजार ही मात्रा और आय के बीच संबंध
(ऊपर उठते रुझान के दौरान)**



जो उनके बोर्डों द्वारा अनुमोदित हो और जिसमें शॉर्ट पोजीशन की जोखिम सीमा, कुल अल्प मंदडिया बिक्री की सीमा आदि संबंधी दिशा-निर्देश दिए गए हों। कुछ समय के पश्चात, जब सहभागी मंदडिया बिक्री के लिए अभ्यस्त हो जाएं तो बाजार, प्रणाली में दिन की समाप्ति पर अप्रत्याशित कमी को पूरा करने के लिए, तंत्र विकसित कर सकता है। रिज़र्व बैंक सक्रिय रूप से इन गतिविधियों की निगरानी करेगा। चूँकि हम मंदडिया बिक्री में अनुभव प्राप्त करते हैं, अतः हम मंदडिया बिक्री के अन्य चरणों के शुरू करने की सुगमता और वांछनीयता पर विचार करेंगे जैसाकि तकनीकी समूह की रिपोर्ट में अनुशांसा की गई है। जैसा कि बाजार सहभागियों और विशेषज्ञ समूहों द्वारा विभिन्न अवसरों पर अनुशांसाएं की गई हैं। हमें ब्याज दर के भावी सौदों को शुरू करने के लिए अपनाए जाने वाले तौर तरीकों और क्रिया विधियों पर और सोचने की आवश्यकता होगी।

(iv) 'व्हेन इश्यूड' बाजार की शुरुआत

तकनीकी समूह ने 'व्हेन इश्यूड' बाजार शुरू करने की भी अनुशांसा की है। मूल्यों का बेहतर रूप से पता लगाने के अलावा यह बाजार प्रत्येक निर्गम की वास्तविक निर्गम अवधि को बढ़ाकर सरकारी प्रतिभूतियों की कुशल वितरण प्रक्रिया को सुगम बनाएगा और बिना व्यवधान के बड़े-बड़े निर्गमों को अवशोषित करने के लिए बाजार को और समय देगा। सरकार ने इस प्रस्ताव पर सहमति दे दी है और दिशा-निर्देशों पर बाजार सहभागियों से चर्चा की जा चुकी है। इन्हें अंतिम रूप देने की प्रक्रिया जारी है। हम शीघ्र ही इनके जारी करने की आशा करते हैं।

(v) केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों का सक्रिय समेकन

रिज़र्व बैंक एक चेतन अभ्यास के रूप में, पुनर्निर्गमों के माध्यम से निष्क्रिय समेकन करता आ रहा है। कुल प्रतिशत के रूप में पुनर्निर्गमों की मात्रा 1998-99 के 33 प्रतिशत से तुलना करने पर 2004-05 में 82 प्रतिशत बढ़ी। फिर भी, बकाया प्रतिभूतियों की कुल संख्या से तुलना करने पर सक्रिय रूप से व्यापार की गई प्रतिभूतियों की संख्या बहुत कम है। दिसंबर 2005 के अंत में केंद्र सरकार की 111 प्रतिभूतियां थी जिसमें 44 प्रतिभूतियां, जिनका 100 बिलियन अथवा अधिक न्यूनतम बकाया निर्गम था, कुल बकाया राशि की 71 प्रतिशत थीं। दैनिक आधार पर मुश्किल से 10-12 प्रतिभूतियों का लेन-देन किया जाता है जिनमें से केवल चार या पांच प्रतिभूतियों का सक्रिय रूप से लेन-देन किया जाता है। बाजार में बिना सक्रिय लेन-देन के, लहरदार आय वक्र ने प्रतिभूतियों के मूल्य निर्धारण को कठिन बना दिया है। इससे ऐसी स्थिति उत्पन्न होती है जब समान परिपक्वता की प्रतिभूति का बहुत भिन्न-भिन्न प्रतिफल पर लेन-देन किया जाता है जिसमें तरलता प्रीमियम कभी कभी 50 आधार अंक की ऊँचाई तक चला जाता है।

केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों के बाजार पर तकनीकी समूह ने सरकारी प्रतिभूतियों के सक्रिय समेकन की अनुशांसा की है जिससे अधिक तरलता

और आसान आय वक्र को बढ़ावा दिया जा सके। इस प्रस्ताव को अब 'सिद्धांत रूप में' भारत सरकार का अनुमोदन प्राप्त हो गया है और योजना को कार्यान्वित करने के लिए सरकार से परामर्श करके उत्तम तौर तरीके खोजे जा रहे हैं।

(vi) निवेशक आधार को और बढ़ाना

एनडीएस-ओम को, जिसमें शुरू में केवल भारतीय रिज़र्व बैंक नियंत्रित कंपनियों की सहभागिता को अनुमति दी गई थी, बीमा कंपनियों के लिए भी खुला कर दिया गया है। इसमें अब अर्हता प्राप्त पारस्परिक निधियों, भविष्य निधियों तथा पेंशन निधियों को भी शामिल किया जा रहा है जैसा कि वित्त मंत्री के बजट भाषण में घोषित किया गया है। बढ़ता हुआ सहभागिता आधार चलनिधि में सुधार लाएगा जिससे सहभागी बेहतर मूल्य अनुसंधान से लाभ उठा सकेंगे।

सरकारी प्रतिभूतियों में स्क्रीन आधारित लेन-देन पर बनी पाटिल समिति के सुझावों के अनुसार, व्यापक रूप से अदोहित गैर-फुटकर मिड सेगमेंट जिसमें पेंशन निधियाँ, न्यास, सहकारी बैंक और लाभेतर संगठन शामिल हैं, को आक्रामक बाजार बनाने के साथ लक्षित किया जा सकता है जिससे निवेशक आधार को और व्यापक बनाया जा सके।

बारहवें वित्त आयोग की सिफारिशों को कार्यान्वित करने तथा केंद्र और राज्य सरकार द्वारा एफआरबीएम के लक्ष्य आशानुकूल प्राप्त करने के साथ राज्य सरकार के उधारों की मात्रा केंद्र सरकार की प्रतिभूतियों की मात्रा के समान हो जाएंगी।

(vii) राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में तरलता

वर्तमान में राज्य सरकार की प्रतिभूतियों में द्वितीयक बाजार तरलता बहुत कम पाई गई है जो कुल टर्नओवर के 3 प्रतिशत से कम है। इसलिए यह महत्वपूर्ण है कि हम इस बाजार में पर्याप्त मात्रा में चलनिधि बढ़ाने के लिए कदम उठाएं। पहले कदम के रूप में, राज्य सरकार की प्रतिभूतियों को रिपो दर्जा देने और राज्य सरकार की प्रतिभूतियों की प्राथमिक नीलामी में गैर-प्रतियोगी बोली की अनुमति देकर निवेशक आधार को बढ़ाने संबंधी उपायों पर भी विचार किया जा रहा है।

(viii) ओटीसी व्युत्पन्नों की वैधानिकता

ओवर दि काउंटर (ओटीसी) व्युत्पन्न कंपनियों, बैंकों और वित्तीय संस्थाओं के जोखिमों को पुनर्वितरित करने तथा कम करने में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करते हैं। इनकी विधिक वैधता की अस्पष्टता के संबंध में कहा जा रहा है कि इन उत्पादों के बाजार में वृद्धि और स्थायित्व में रुकावट आ रही है। ओटीसी व्युत्पन्नों की समाशोधन अस्पष्टता महत्वपूर्ण है इसलिए भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम में संशोधन के माध्यम में इसे दूर करने का प्रयास किया गया है जिस पर संसद के अनुमोदन की प्रतीक्षा है।

(ix) एशियाई बांड निधि

इस खंड की समाप्ति के पहले एशियाई बांड निधि संबंधी पहल पर कुछ शब्द कहना प्रासंगिक होगा। एशियाई क्षेत्र में बांड बाजारों को प्रोत्साहित करने के लिए एशियाई बांड निधि एक महत्वपूर्ण पहल है। एशिया के कुल व्यापार के आधे से भी अधिक हिस्सा क्षेत्र के भीतर ही होता है। यह अंश दिनों दिन बढ़ता ही जा रहा है और इसलिए इस क्षेत्र की अर्थव्यवस्थाएँ आपस में अधिक निर्भर होती जा रही हैं, खासकर इसलिए भी क्योंकि उनमें से हर एक यूरोप और अमरीका की विकसित अर्थव्यवस्थाओं पर कम निर्भर हैं। तुलनात्मक दृष्टि से एशिया में वित्तीय एकीकरण का स्तर काफी कम है। इस संबंध में आपके समक्ष कुछ आँकड़े रखना चाहूंगा।

अन्तरराष्ट्रीय मुद्राकोष के 'व्यापार सांख्यिकी की दिशा' (दिसम्बर 2005) के अनुसार 2004 में विश्व निर्यात में एशियाई निर्यात का अंश 21 प्रतिशत था। विश्व व्यापार (निर्यात) में एशियाई व्यापार (निर्यात आयात मिलाकर) का अंश लगभग 42.0 प्रतिशत था। एशिया के कुल निर्यात में क्षेत्र के भीतर किये गये व्यापार का अंश 42.8 प्रतिशत था। विकासशील देशों के कुल निर्यात में एशिया का अंश 53 प्रतिशत है। एशियाई क्षेत्र के भीतर चीन सबसे बड़ा व्यापारिक देश है। उसके बाद कोरिया, हांगकांग, सिंगापुर, मलेशिया, थाइलैंड, भारत, इंडोनेशिया, फिलिपिन्स और वियतनाम का स्थान है। एशिया के अन्तरक्षेत्रीय व्यापार में इन देशों का संयुक्त अंश 87.0 प्रतिशत है।

इस परिप्रेक्ष्य में, एशियाई बांड निधि की स्थापना की जो पहल की गयी है उससे आर्थिक और सामाजिक विकास के भिन्न भिन्न सोपानों पर अवस्थित भिन्न-भिन्न आकार और आर्थिक संरचना वाली एशियाई अर्थव्यवस्थाएँ एक जगह एकत्रित होंगी। इससे एशियाई क्षेत्र में क्षेत्रीय और देशी बांड बाजारों के विकास को बढ़ावा मिलेगा। जब क्षेत्र के भिन्न-भिन्न देश चालू लेखा घाटे और अधिशेष का भिन्न-भिन्न स्तर प्रदर्शित करते हैं, तब बांड बाजार के विकास से अन्तरक्षेत्रीय ऋण प्रवाह बढ़ेगा जिसका क्षेत्र के भीतर ही अच्छे परिणाम के साथ उपयोग हो सकेगा।

निष्कर्ष के रूप में, मैं कहना चाहूंगा कि अभी मैंने जो वर्णन किया वह इस तथ्य को दर्शाता है कि बाजार विकसित करना और यह सुनिश्चित करना कि वह कुशलतापूर्वक कार्य करे कितना कठिन है। सरकारी प्रतिभूति बाजार को आज की स्थिति तक पहुँचाने में हमने यह सीखा है कि इस प्रकार का परिवर्तन आसानी से नहीं होता। ऋण बाजार विकसित करने के लिए सक्रिय कदम उठाने पड़ते हैं। इसके लिए मुख्य प्रतिभागियों का सहयोग और उनके साथ समन्वय भी आवश्यक है। उदाहरण के लिए सरकारी प्रतिभूतियों का बाजार विकसित करने में सरकार के साथ निरन्तर समन्वय की प्रमुख भूमिका रही है। पिछले दस वर्षों की अनेक घटनाएँ भारतीय रिज़र्व बैंक और सरकार के बीच अत्यन्त घनिष्ठ सम्बन्ध को प्रदर्शित करती हैं।

हम अब राजकोषीय दायित्व और बजट प्रबंध तथा बारहवें वित्त आयोग के बाद के अज्ञात पथ से गुजर रहे हैं। हम ऋण बाजार के विकास के एक नये युग में प्रवेश कर रहे हैं, जिसमें उप-राष्ट्रीय ऋण और कापोरेट ऋण हमारा प्रमुख दायित्व होगा। सरकारी प्रतिभूति बाजार को विकसित करने के हमारे पूर्व अनुभव से हमें जो सीख मिली है वह हमारे अगले प्रयास में उपयोगी होगी। स्पष्ट है कि यह एक लम्बी प्रक्रिया होगी और इसके लिए कोई जादू की छड़ी भी नहीं है। मैंने पूर्व पैराग्राफों में उप-राष्ट्रीय ऋण बाजार को अधिक सक्रिय करने के लिए आवश्यक उपायों की संक्षिप्त चर्चा की है। अब मैं कापोरेट ऋण बाजार के संबंध में संक्षिप्त टिप्पणी करना चाहूंगा।

IV. कापोरेट ऋण

डा. आर.एच. पाटिल ने हाल में प्रकाशित अपनी रिपोर्ट में कापोरेट ऋण बाजार की स्थिति की समीक्षा की है तथा उसे और सक्रिय करने के लिए सुझाव दिए हैं। उन्होंने सदा की तरह अपेक्षा के अनुरूप बहुत अच्छा कार्य किया है।

मैं एक महत्वपूर्ण बिंदु पर जोर देना चाहूंगा कि सरकारी प्रतिभूति बाजार को विकसित करने के अनुभव से सीख लेते हुए कापोरेट ऋण बाजार को विकसित करने के लिए हमें समुचित क्रम निर्धारण के साथ सुविचारित रूप से आगे बढ़ना होगा। वित्तीय बाजार के विकास के लिए अनेक मोर्चों पर कदम उठाने पड़ते हैं और जाहिर है कि मुख्य उद्देश्य यह होता है कि संसाधनों का सर्वाधिक उत्पादक कार्यों के लिए सर्वाधिक कुशलता के साथ आबंटन हो तथा बचतकर्ता और निवेशक के बीच कुशल मध्यस्थता हो। दूसरे शब्दों में बैंकिंग विकास, इक्विटी बाजार विकास, ऋण बाजार विकास सब एक साथ होता है। ऋण बाजार के अंतर्गत मूल्य निर्धारण प्रक्रिया के लिए तथा कापोरेट बांडों को ऋण जोखिम मुक्त प्रतिफल वक्र से अलग मूल्य निश्चित करने के लिए विश्वसनीय बेंचमार्क प्रदान करने हेतु एक कुशल सरकारी प्रतिभूति बाजार होना आवश्यक है।

वर्तमान में हमारे वित्तीय बाजारों का विकास हो रहा है और निवेश की मांग बढ़ रही है। ऐसी स्थिति में कभी कभी मध्यस्थता भंग हो सकती है, क्योंकि सबसे अच्छी साख वाले उधारकर्ता न्यूनतम लागत वाले ऋण लेना चाहेंगे। कापोरेट ऋण बाजार विकसित करने की मांग पर इस परिप्रेक्ष्य में विचार होना चाहिए।

परंतु उत्सुकता की बात यह है कि कापोरेट बांड बाजार का हर जगह विकास कठिन रहा है। जैसा कि पाटिल समिति ने वर्णन किया है, विश्व के कापोरेट बांड बाजार का लगभग आधा हिस्सा अमेरिका में है और 15 प्रतिशत जापान में। अन्य देशों में ब्रिटेन में पुराना बांड बाजार है, लेकिन यूरोप में अभी बाजार विकसित ही हो रहा है और अनेक यूरोपीय देशों में वित्तपोषण के कार्य में अभी भी बैंकों की प्रमुखता है। विकासशील देशों में

सम्भवतः केवल दक्षिण कोरिया ही ऐसा देश है जिसका बांड बाजार सुविकसित कहा जा सकता है।

मुख्य समस्या यह है कि कापोरेट बांड बाजार सुचारु रूप से कार्य तभी कर सकता है जब बांड जारी करनेवाले और बांड में निवेश करनेवाले बड़ी संख्या में हों और बांड के निर्गम का आकार बड़ा हो।

हमारे पास संभावित बांड निर्गमकर्ताओं की बड़ी संख्या है। एक संक्षिप्त विश्लेषण नीचे प्रस्तुत है।

निर्गमकर्ता

- (i) इन्फ्रास्ट्रक्चर परियोजनाएँ - यदि देश में समुचित जोखिम प्रबंध ढाँचा विकसित किया जाए तो हवाई अड्डे, सड़कें, बन्दरगाह और रेलवे जैसी परियोजनाओं को बनाने के लिए जो एसपीवी बने हैं वे संसाधन जुटाने के लिए बांड बाजार में आने पर गम्भीरता से विचार कर सकते हैं। यदि आरम्भिक जोखिम दूर कर लिए जाए और ऋण प्रवाह अबाधित हो तो सिद्धान्ततः ऐसी परियोजनाएँ आकर्षक होंगी।
- (ii) गृहनिर्माण : गृहनिर्माण उद्योग में हम भारी तेजी देख रहे हैं। इसके साथ गृहनिर्माण वित्त में भी हम भारी वृद्धि देख रहे हैं। वस्तुतः गृहनिर्माण वित्त में इतनी विशाल वृद्धि हुई है कि रिज़र्व बैंक को बैंकों और उधारकर्ताओं, दोनों का ध्यान ऋण की गुणवत्ता की ओर आकृष्ट करना पड़ा। हमने गृहनिर्माण वित्त पर जोखिम भार में भी वृद्धि कर दी है। बढ़ते शहरीकरण, आर्थिक जनसांख्यिकी में परिवर्तन, एकल परिवारों का बढ़ता चलन और बढ़ती आय के कारण हम आशा कर सकते हैं कि आवास की मांग और गृहनिर्माण वित्त में वृद्धि भविष्य में बहुत दिनों तक जारी रहेगी। अतः हम यह आशा कर सकते हैं कि बंधक आधारित प्रतिभूतीकरण में तेजी आएगी। इसके लिए महत्वपूर्ण संस्थागत विकास आवश्यक होगा। यह संभव है कि यह कापोरेट ऋण बाजार का एक बड़ा हिस्सा बन जाए, जैसा कि अन्य देशों में हुआ है। कापोरेट ऋण और प्रतिभूतीकरण पर गठित उच्चस्तरीय विशेषज्ञ समिति ने अन्य बातों के साथ-साथ यह सुझाव दिया है कि भारतीय संदर्भ में बंधक आधारित प्रतिभूतीकरण को बढ़ावा देने के लिए कराधान और स्टाम्प शुल्क से संबंधित मसले सुलझाए जाने चाहिए। समिति ने एक उपयुक्त संस्थागत प्रक्रिया की स्थापना की भी सिफारिश की है जो ऋण आबंटन, पास थ्रू सर्टिफिकेट और प्रतिभूति रसीदों पर स्टॉप शुल्क की संभव दर और स्तर पर राज्यों के बीच सहमति विकसित करे।
- (iii) म्यूनिसिपल बांड : बढ़ते शहरीकरण के लिए विशाल शहरी इन्फ्रास्ट्रक्चर निवेश की आवश्यकता होगी और तत्संबंधी निधि के लिए बांड निर्गम किया जा सकता है। अमरीका में शहरी इन्फ्रास्ट्रक्चर वित्तपोषण के लिए म्यूनिसिपल बांड एक जाँची-परखी विधि है और अमरीकी बांड बाजार में इसका अंश लगभग 10 प्रतिशत है। भारत

में लगभग 35 शहरों की आबादी 10 लाख से अधिक है और लगभग 400 शहरों की आबादी 1,00,000 से अधिक है - इसलिए म्यूनिसिपल बांडों के लिए अपरिमित संभावना है। लेकिन बाजार के इस अंग के विकास के लिए काफी संस्थागत कार्य करना पड़ेगा।

- (iv) *कार्पोरेट* : भारतीय उद्योग में अब अंतरराष्ट्रीय प्रतिस्पर्धा देखी जा सकती है। देशी मांग और निर्यात में वृद्धि के साथ निस्संदेह रूप से औद्योगिक निवेश की वृद्धि में तेजी आएगी और सावधि ऋण देनेवाली संस्थाओं के अभाव में बांड वित्तपोषण की मांग बढ़ेगी। अमरीकी बाजार में इस बाजार का अंश लगभग 20 प्रतिशत है।

निवेशक

इस बाजार में आमतौर पर संस्थागत निवेशक निवेश करते हैं। यह एक पहली है कि भारत में कार्पोरेट जमाराशियाँ खुदरा निवेशकों के लिए निवेश का एक लोकप्रिय माध्यम रही हैं, लेकिन उन्हीं खुदरा निवेशकों को कार्पोरेट बांडों में कोई खास रुचि नहीं है। ऐसा लगता है जैसे खुदरा निवेशकों को ऋण जोखिम के बजाय ब्याज दर जोखिम से अधिक डर लगता है। यह मुझे तर्कसंगत नहीं लगता। कोई भी यह सोच सकता है कि साख दर निर्धारित (रेटेड) बांड कार्पोरेट जमाराशियों से अधिक सुरक्षित होते हैं, क्योंकि कार्पोरेट जमाराशियाँ साख दर निर्धारित नहीं होती हैं। या ऐसा तो नहीं है कि वित्तीय मध्यस्थकों ने खुदरा निवेशकों को बांड बेचने की उतनी कोशिश नहीं की जितनी कार्पोरेट जमाराशि बेचने की ? अतः मेरे विचार में यह एक ऐसा क्षेत्र है जहाँ कुछ कार्य किया जा सकता है।

कार्पोरेट बांडों में कौन निवेशक होंगे ? बीमा कंपनियाँ म्युचुअल फंड, भविष्य निधियाँ, पेंशन निधियाँ, बैंक, अलाभ अर्जक संस्थाएँ, गैर सरकारी संगठन और खुदरा विक्रेता सभी निवेशक हो सकते हैं, बशर्ते उन्हें ऐसी लिखत दी जाए जो उनके जोखिम और लाभ संबंधी पसंद के अनुरूप हो। अमरीका में म्युचुअल फंडों की 50 प्रतिशत आस्तियाँ ऋण प्रतिभूतियों में हैं। अतः, विभिन्न स्तर के जोखिम लेने वाले भिन्न-भिन्न प्रकार के निवेशकों के बीच बांड की मार्केटिंग करने के लिए काफी कार्य करना होगा।

जोखिम लेने की क्षमता में अत्यधिक विषमता को देखते हुए जोखिम कम करने की तकनीकों, मार्केटिंग नेटवर्क और लिक्विडिटी की आवश्यकता पर जितना भी जोर दिया जाए कम होगा। अतः इस क्षेत्र में संभावनाएँ तो हैं, परंतु उनका दोहन कैसे किया जाए ? इस संबंध में प्रमुख मुद्दे क्या हैं ?

व्यापार : विश्व में हर जगह यह देखा जा सकता है कि अधिकांश बांड व्यापार ओवर-दी-काउंटर होते हैं और अधिकांश बांड सूचीबद्ध नहीं होते। अमेरिका में लगभग 92 प्रतिशत बांड असूचीबद्ध हैं और केवल 1 प्रतिशत का व्यापार एक्सचेंजों में होता है। इन संरचनात्मक बाधाओं के कारण ही कार्पोरेट बांड बाजार मुख्यतः संस्थागत निवेशकों तक ही सीमित रह गया

है। हमें यह समझना चाहिए कि विकसित देशों का बाजार इस प्रकार क्यों विकसित हुआ है। लेकिन ऐसा कोई कारण नहीं है कि हम कुछ नया न करें। हम व्यापक पहुँच के लिए इलेक्ट्रॉनिक आधारित, अनाम आर्डर मैचड ट्रेडिंग अपना सकते हैं और इस प्रकार बांड बाजार में लिक्विडिटी में वृद्धि कर सकते हैं। इस परिप्रेक्ष्य में केंद्रीय बजट में कार्पोरेट बांडों के लिए एकीकृत विनियम व्यापार प्रणाली की स्थापना का प्रस्ताव किया गया है। इसके अलावा हमें यह भी ध्यान में रखना चाहिए कि जैसे-जैसे विश्व में नई प्रणाली सामने आती है, हमें मूल्य निर्धारण के कुशल तरीके बनाने होंगे।

निर्गमों का आकार : कार्पोरेट बांड बाजार के विकास से जुड़ा एक अन्य मुद्दा निर्गम का आकार है। व्यापार और लिक्विडिटी के लिए निर्गम का आकार बड़ा होना चाहिए। निर्गम की लागत निर्गम के आकार से जुड़ी नहीं होती है, अतः बड़े निर्गम के द्वारा बचत करने की भी अच्छी संभावना है। बांड निर्गमों में अधिक अनुशासन लाकर और पुनःनिर्गम के माध्यम से इस प्रक्रिया को और सुदृढ़ कर इस पहलू पर ध्यान दिया जाना चाहिए।

निर्गम की लागत : बांड के साख दर निर्धारण, सूचीबद्ध करने, प्रकटीकरण और मार्केटिंग की आवश्यकताओं के कारण बांडों का सार्वजनिक निर्गम काफी खर्चीला हो जाता है। इसके फलस्वरूप अधिकांश निर्गमकर्ता प्राइवेट प्लेसमेंट का विकल्प ही अपनाते हैं। यदि कार्पोरेट बांड बाजार विकसित करना है तो निर्गम लागत को कम करने और सार्वजनिक निर्गम के समय को कम करने के लिए बहुत ध्यान देना होगा। इसके साथ बाजार बनाने वाली संस्थाएँ, मार्केटिंग नेटवर्क आदि विकसित करना होगा। प्रकटीकरण में किफायत और समुचित प्रणालियों के विकास के लिए विनियामकों को ध्यान देना चाहिए। चूँकि इक्विटी की तुलना में ऋण निर्गम बार-बार होता है अतः पुनिर्निर्गम को काफी सस्ता बनाना होगा।

निकासी और निपटान प्रणाली : जैसा कि पहले ही बताया गया है, कार्पोरेट बांडों में कुशल मूल्य निर्धारण के लिए तथा इस बाजार में गहराई और सक्रियता लाने लिए एक मजबूत ट्रेडिंग प्लेटफार्म अत्यंत सहायक होगा। एक कुशल निकासी और निपटान प्रणाली प्रतिपक्षी जोखिम और निपटान जोखिम कम करके कार्पोरेट बांड बाजार के विकास को प्रोत्साहित करेगी।

कार्पोरेट बांड बाजार के विकास और विस्तार के साथ निवेशक हित में विविधता और विस्तार लाने के लिए ऋण उन्नयन हेतु संस्थागत उपाय आवश्यक होंगे। हमारा सौभाग्य है कि भारत में प्रथम श्रेणी की साख दर निर्धारण करनेवाली संस्थाएँ हैं। अतः ऋण उन्नयन का पहला कदम उठाया जा चुका है। बांड बीमा संस्थाएँ विकसित कर ऋण जोखिम का प्रश्न भी हल किया जा सकता है। ऐसे संस्थागत निवेशक जिनके पास उन्नत जोखिम मूल्यांकन क्षमता और निवेश क्षमता है, ऋण उन्नयनकर्ता के रूप में भी कार्य कर सकते हैं। यह सब करने में समय लगता है और बिना प्रयास के नहीं होता।

इसे ध्यान में रखना चाहिए कि कार्पोरेट बांड के संबंध में जिन समस्याओं की चर्चा की गई है, उन सब का सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास के परिप्रेक्ष्य में हल ढूंढा गया है। इससे यही निष्कर्ष निकलता है समस्याओं का समाधान असंभव नहीं है, इसमें समय अवश्य लगता है। हमने तो अभी शुरुआत ही की है। पाटिल समिति ने इन समस्याओं के समाधान की दिशा में अत्यंत मूल्यवान सिफारिशें की हैं। यह सच है कि सरकारी प्रतिभूति बाजार के विकास में काफी समय लगा, जबकि वह बाजार अपेक्षाकृत

सरल था। कार्पोरेट बांड बाजार अधिक जटिल है और इसे आगे बढ़ाने के लिए कुछ अतिरिक्त प्रयास करना होगा। संक्षेप में यह कहा जा सकता है कि अभी हमें लम्बी दूरी तय करनी है।

अंत में मुझे आशा है कि इस सम्मेलन में इनमें से कुछ मुद्दों पर विचार विमर्श किया जाएगा और कुछ व्यावहारिक समाधान खोजा जाएगा। मैं यह भी आशा करता हूँ कि अगले 12 महीने महत्वपूर्ण होंगे और विशेष रूप से कार्पोरेट ऋण बाजार के विकास की दिशा में अनेक परिवर्तन होंगे।