

व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव्स) गत्यात्मकता विगत पर नज़र और भावी सोच*

हारुन आर. खान

प्रो. सेशा आर.अय्यर, प्रो. सुरेश जी. लालवानी, प्रो. रणजीत पटनायक और पैनल के विद्वतगण और आमंत्रितजन! मुझे प्रसन्नता है कि आज एसपी जैन इंस्टीट्यूट ऑफ मैनेजमेंट एंड रिसर्च द्वारा 'भारतीय व्युत्पन्नी बाजार - जोखिम संरक्षण और चलनिधि के बीच संतुलन बनाना' विषय पर आयोजित वित्त सभा 2015 में मुझे आने तथा भारतीय संदर्भ में व्युत्पन्नी डायनामिक्स के बारे में अपने विचारों को साझा करने का अवसर प्राप्त हुआ है।

2. पिछले कुछ समय में 'व्युत्पन्नी' उन सभी लोगों के लिए विशेषज्ञता का विषय समझा जाता था जो वित्त कार्यों से जुड़े हुए थे, चाहे वह बाजार में प्रैक्टिस करने वाला हो या फिर वित्तीय अर्थशास्त्री या एक वित्तीय क्षेत्र का रेगुलेटर। इस विषय में दिलचस्पी की निःसंदेह थोड़ी वजह व्युत्पन्नी की उपयोगिता रही है, लेकिन इसमें रुचि की ज़्यादा वजह इसकी अनुमान न लगा पाने का वास्तविक आश्चर्य रहा है जो उसके मूल्यांकन, डिजाइन और जोखिम प्रभाव की जटिलताओं के कारण है। जो भी हो, व्युत्पन्नी के बारे में विभिन्न कालों में उस क्षेत्र के चिंतक लीडरों ने अत्यधिक चरम प्रकार की प्रतिक्रियाएं व्यक्त की हैं। वारेन बुफेट ने व्युत्पन्नी की व्याख्या इस प्रकार की है; "यह बड़े पैमाने पर तबाही का वित्तीय अस्त्र है, जिसमें इस बात का खतरा होता है कि उसमें जब *आग दिखाई जाए* तो वे अत्यधिक विस्फोटक होता है।" इसी प्रकार की भावना जॉर्ज सोरोज ने प्रकट की है। उन्होंने लोगों को व्युत्पन्नी से दूर रहने की नसीहत देते हुए कहा है कि "----- क्योंकि हम वास्तव में नहीं जानते कि यह किस प्रकार कार्य करता है।" इसके विपरीत दूसरी ओर व्युत्पन्नी के चरम हिमायती, फेडरल रिजर्व के चेयरमैन अलन ग्रीनस्पैन, सेनेट समिति की सुनवाई में यह कहा था कि - बाजार में एक सुदीर्घ समय

* श्री हारुन आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा 17 जनवरी 2015 को एसपी जैन इंस्टीट्यूट ऑफ मैनेजमेंट एंड रिसर्च, मुंबई द्वारा 'भारतीय व्युत्पन्नी बाजार - जोखिम से बचाव और चलनिधि के बीच संतुलन बनाना' विषय पर आयोजित वित्त सभा 2015 में दिए गए व्याख्यान के मुख्य अंश। वक्ता ने श्री हिमांशु मोहंती, भारतीय रिजर्व बैंक के सहयोग के प्रति आभार प्रकट किया है। वक्ता द्वारा श्री सुदर्शन साहू, भारतीय रिजर्व बैंक के इनपुट सहयोग के प्रति भी आभार।

में हमने यदि कुछ पाया है तो वह है व्युत्पन्नी जो एक असाधारण रूप से एक ऐसा उपयोगी साधन जिसके द्वारा जोखिम को उन लोगों के पास से जो उसे नहीं उठा सकते, उन लोगों को अंतरित किया जा सकता है जो जोखिम उठाने के इच्छुक हैं और वे जोखिम उठा सकने में सक्षम हैं।" विश्व के वित्तीय संकट ने भारी मात्रा में ऐसे साहित्य दिए हैं जिनमें से ज़्यादातर संकट की दोषी व्युत्पन्नी के अविवेकी उपयोग को मानते हैं, उसमें निहित खतरे की ओर इशारा करते हैं और बाजार को और अधिक रेगुलेट करने की ज़रूरत को कम आंकते हैं। संकट के तुरंत बाद सही समय नहीं था कि इसके बारे में एक संतुलित विचार लिए जाएं, और अब जबकि उसकी सारी धूल बैठ चुकी है, हम इस समस्या पर गैर-जुनूनी तरीके से विचार कर सकते हैं।

वित्तीय क्षेत्र और व्युत्पन्नी

3. व्युत्पन्नी संकल्पना के बारे में बात करने से पहले यह ज़रूरी है कि हम वित्तीय क्षेत्र के बारे में संक्षेप में चर्चा कर लें ताकि इसकी पृष्ठभूमि का पता लग सके। यह आम तौर पर माना जाता है कि आर्थिक संवृद्धि और विकास के लिए वित्तीय क्षेत्र का होना आवश्यक रूप से पहली शर्त है। अर्थशास्त्री जैसे - जॉन हिक्स, वाल्टर बोगोहाट और जोसफ शुंपिटर के अनुसार वित्तीय क्षेत्र के विकास ने 'प्रचुर मात्रा में कार्य' के लिए ज़रूरी संसाधनों को जुटाने में मदद की है जिसकी वजह से औद्योगिक क्रांति हुई थी। लेकिन, अर्थशास्त्र में अन्य बातों की तरह इसके विपरीत भी विचार प्रकट किए गए हैं। अर्थशास्त्री जोन राबिन्सन और राबर्ट ल्यूकस ने वित्तीय क्षेत्र पर जोर देने को संदेहवाद बताया है। हाल के वर्षों में किए गए गहन अनुसंधानों से पता चलता है कि अच्छी तरह से विकसित वित्तीय क्षेत्र, आर्थिक विकास के लिए न तो आवश्यक है और न ही पर्याप्त शर्त है किंतु कुशल वित्तीय क्षेत्र की अनुपस्थिति विकास को निश्चित रूप से बाधित कर सकती है।

4. वित्तीय क्षेत्र की सहायता से आय का अंतर-अस्थायी अंतरण सुलभ होता है और व्यक्ति के लिए जीवन भर उपभोग को सहज बना देता है। दूसरी ओर यह क्षेत्र अधिशेष रकम को खींच लेता है और उसे सामाजिक रूप से उत्पादक ऐसी विभिन्न परियोजनाओं में लगा देता है जिनके लिए तुरंत बड़े परिव्यय की ज़रूरत होती है जिनमें उत्पादन चक्र में अंत में अधिशेष के सृजन की क्षमता होती है। इसमें धन बंट जाता है, उन लोगों से धन आता है जिनके पास सरप्लस है और उन लोगों को जाता है जिन्हें ज़रूरत है। लेकिन

यह एक खतरनाक स्थिति हो सकती है। शैक्सपियर के हैमलेट में पोलोनियम अपने पुत्र लायर्डर्स को यह परामर्श देता है कि “ न तो कभी उधारकर्ता बनना न ही उधारदाता”। शताब्दियों में कानूनी-वित्तीय प्रणाली विकसित हुई है उसने एक स्पष्ट संरचना बनाई जो यह सुनिश्चित करती है कि वित्तीय प्रणाली में लोगों का भरोसा बना रहे और अपने जरूरत का पैसा वित्तीय प्रणाली से बे-रोकटोक और सुरक्षित तरीके से ले सकें और दे सकें। वित्तीय क्षेत्र की अमूमन दो प्रकार की समस्याएं हैं। पहली समस्या सूचनाओं की असमानता है जिसमें कम से कम लेनदेन की एक पार्टी, उधारकर्ता या निवेशिती हमेशा अन्य पार्टी अर्थात् उधारदाता या निवेशक से अधिक जानकारी रखता है। यह एक बहुत बड़ा विषय है जिसके बारे में मैं यहां बात नहीं करना चाहता, केवल इस बात के जो वित्तीय लेनदेन की दूसरी समस्या का आधार है, अर्थात् चूक होने का जोखिम या सामान्य शब्दों में कहें तो आस्तियों के मूल्यों में कमी आने की समस्या। वित्तीय प्रणाली के सहज कार्य करते रहने के लिए यह आवश्यक है कि इस समस्या का पर्याप्त समाधान किया जाए।

5. वित्तीय लेनदेन में निहित जोखिम को दूर करने में व्युत्पन्नी महत्वपूर्ण भूमिका निभाती है। परंपरागत रूप से व्युत्पन्नी को एक संविदा के रूप में परिभाषित किया जाता रहा है जिसका मूल्य (वैल्यू) निहित आस्ति से प्राप्त किया जाता है और उसके मूल्य पर निर्भर होता है जैसे - पण्य, करेंसी या प्रतिभूति। विभिन्न प्रकार की व्युत्पन्नी की संकल्पना प्राचीनकाल से ज्ञात है - छठी शताब्दी बीसी में प्रायः यह दंत कथा मशहूर बताई जाती है कि दार्शनिक थेल्स, ओलिव प्रेसिंग मिल से आप्शंस खरीदता था जिसका उल्लेख यहां किया जा सकता है। व्युत्पन्नी के कई प्रकार हैं - जिनमें से अधिकांश वायदा (फारवर्ड) और फ्यूचर्स हैं - जिनका व्यापार हुआ करता था, तथा सत्रहवीं और अठारहवीं शताब्दी में भी होता था, उदाहरण के लिए जापान में ट्यूलिप में वायदा तथा योदोया चावल बाजार के लिए फ्यूचर्स का इस्तेमाल होता था। व्युत्पन्नी के इतिहास में शिकागो बोर्ड आफ ट्रेड (सीबीओटी) (1848), शिकागो प्रोड्यूस एक्सचेंज (1874) की स्थापना मील का पत्थर साबित हुई है जो बाद में क्रमशः शिकागो मर्केटाइल एक्सचेंज (सीएमई) (1919) तथा फ्यूचर्स क्लियरिंग हाउस (1925) के नाम से परिवर्तित हो गई। इन बातों से गुजरते हुए अन्य बातों के होते हुए मैं यह उल्लेख करना चाहूंगा कि पण्य व्युत्पन्नी बाजार की बढ़ती गतिविधियों को देखते हुए हमेशा व्युत्पन्नी कारोबार का नकदी बाजार पर पड़ने

वाले प्रभाव के बारे में अंदाजा लगाया जाता रहा है जिसकी वजह से पण्य व्युत्पन्नी पर बार-बार प्रतिबंध लगाया गया है।

6. वित्तीय प्रतिभूति से संबंधित व्युत्पन्नी का इतिहास अपेक्षाकृत छोटा है। ब्रेटनवुड के असफल हो जाने के फलस्वरूप परिवर्तनीय विनिमय दर अस्तित्व में आई, और सीएमई ने 1972 में प्रथम करेंसी फ्यूचर्स की शुरुआत की। 1975 में सीबीओटी ने प्रथम ब्याज दर फ्यूचर्स संविदा बनाई जिसको सीएमई ने 1975 में ही तिजोरी बिल फ्यूचर्स संविदा के साथ रिस्पांड किया। 1977 में सीबीओटी से प्रथम तिजोरी बॉण्ड फ्यूचर्स संविदा बनाई। 1982 में कनास सिटी बोर्ड ऑफ ट्रेड ने प्रथम स्टॉक इंडेक्स फ्यूचर्स प्रारंभ किए जिसके बाद सीजीओटी ने उसी वर्ष एसएंडपी 500 पर फ्यूचर्स संविदा शुरू की। 1983 में शिकागो बोर्ड ऑफ एक्सचेंज (सीबीओई) ने स्टॉक के इंडेक्स पर एक ऑप्शन का प्रारंभ किया।

7. 1990 के दशक के दौरान, बाजार के सहभागियों के साथ किए गए व्युत्पन्नी कारोबार के एक के बाद एक विध्वंस से काफी हो - हल्ला पैदा हुआ जिसमें भारी नुकसान बताया गया। प्राक्टर एंड गैम्बल (स्वैप्स), शोवाशेल (फारवर्ड्स), मेटलगेसेलशाफ्ट (फ्यूचर्स), अलाइड आइरिश बैंक, बैरिंग्स बैंक (आप्शंस) एंड आरेन्ज कंट्री (स्वैप्स) अकादमी क्षेत्र में अध्ययन के स्तरीय मामले बन गए। इस संबंध में होने वाले विचार-विमर्श ने कभी-कभी उसके उत्पादों तथा प्रायः उन संस्थाओं को दोषी ठहराया है जो इनका कारोबार करती हैं। इसका बाजार कमोबेश उसी अवस्था में बना हुआ है किंतु बाजार सहभागियों में जोखिम प्रबंधन प्रोटोकॉल को सख्त बना दिया गया है।

8. जीएफसी ने व्युत्पन्नी कारोबार पर पुनः फोकस करना प्रारंभ कर दिया है। इस संबंध में वस्तुतः निम्नलिखित बातें घटित हुई हैं। व्युत्पन्नी लिखतों को नवोन्मेषी बनाए जाने से सब-प्राइम ऋणों के माध्यम से आवास क्षेत्र को भारी मात्रा में धन का प्रवाह मिलना आसान हो गया है, जिससे आवास क्षेत्र में तेजी पैदा हो रही है और जब आवास के मूल्यों में सुधार होना शुरू हो गया है तो व्युत्पन्नी लिखतों का भी मूल्य घटने लगा है। दोनों शक्तियां आपस में एक-दूसरे को प्रभावित कर रही हैं और तेजी से फैलाव ने बाजार में मंदी ला दी है। यह तर्क दिया जाता रहा है कि संकट घटित का पूरा दोष व्युत्पन्नी उत्पादों पर डाल देना बिल्कुल वैसा ही है जैसे एक अनाड़ी कारीगर यह कहे कि औजार ही ठीक नहीं हैं। शायद समस्या व्युत्पन्नी लिखतों को लेकर उतनी नहीं है, जितनी इन उत्पादों की अपारदर्शिता

और जटिलता के साथ बाजार की बुनियादी सुविधा की अपर्याप्तता रही है और उन वित्तीय संस्थाओं के बीच उपयुक्त जोखिम प्रबंधन प्रोटोकॉल की कमी थी जिन्होंने इन उत्पादों में कारोबार किया था और पोजीशन ली थी। मैं यहां केनेथ एरो का हवाला देना चाहूंगा जिन्होंने अपने लेख गार्डियन में इस स्थिति को अपेक्षाकृत संक्षेप में इस प्रकार लिखा है 'पिछले 60 वर्षों में अनिश्चितता के आर्थिक सिद्धांत में दो प्रकार की प्रगति हुई है जिसने वित्तीय प्रणाली होने वाले भारी परिवर्तनों पर प्रतिकूल प्रभाव डाला था। एक प्रगति ने यह स्पष्ट कर दिया है जो समझने योग्य है, वह यह कि बहुत से संवाहकों के बीच जोखिम फैलने की जो लंबी परंपरा रही थी उससे अर्थव्यवस्था की कार्य-प्रणाली में सुधार आया है। दूसरी प्रगति यह थी कि बाजार सहभागियों के बीच सूचनाओं की उपलब्धता में भारी अंतर था और इस अंतर को बाजार की शक्तियों द्वारा अच्छी तरह से दूर नहीं किया गया। इसमें बहस का पहला मुद्दा यह है कि बाजार का विस्तार किया जाना' दूसरा मुद्दा यह कि इस बात को मानना कि यदि वे अस्तित्व में आते हैं तो उनका अस्तित्व समाप्त हो सकता है, और वे सामान्य आर्थिक स्थिति के फायदे के लिए कार्य करने में असफल हो सकते हैं।' और यह बात भी कि 'अभी भी वर्तमान वित्तीय संकट के बारे में बहुत कुछ ऐसा है जिसे पूरी तरह समझना बाकी है, किंतु मूल अंतर्विरोध इस बात का है कि इसके अनेकों बढ़ते प्रकार का वास्तव में सामाजिक मूल्य कितना है और जोखिम-वहन करने की जमानतें कितनी व्यापक हैं तथा इसमें बढ़ती हुई जटिलताओं के कारण निहित जोखिमों को समझ पाने की बढ़ती हुई कठिनाई ने इसको सीमित बना दिया है।'

व्युत्पन्नी बाजार की गत्यात्मकता

9. भारतीय व्युत्पन्नी बाजार के बारे में बात करने से पहले मैं व्युत्पन्नी बाजार के संबंध में सामान्य रूप से उसकी कुछ खास विशेषताओं के बारे में चर्चा करना चाहूंगा। वित्तीय व्युत्पन्नी का बाजार अन्य किसी भी वित्तीय आस्ति बाजार जैसा ही होता है जिसमें तीन प्रकार के सहभागी होते हैं : हेजर्स (जोखिम उठाने वाले), आरबिटरजर्स और सटोरियो। हेजर्स पहले की तरह ही अंतिम उपभोक्ता होते हैं। आरबिटरजर्स संपूर्ण बाजार खंडों में समान मूल्य का कानून स्थापित करते हैं ताकि विभिन्न बाजार में किसी भी समय एक ही प्रकार के उत्पाद से होने वाले जोखिम-प्रोफाइल की लागत एक जैसी हो। सटोरियो, जैसाकि इस शब्द से ही नकारात्मकता प्रकट होती है, अनिवार्यतया परस्पर अस्थायी

रूप से आरबिटरजिंग का कार्य करते हैं और मूल्य-निर्धारण के मामले में अत्यधिक उपयोगी आर्थिक भूमिका निभाते हैं, खासतौर से वित्तीय बाजार में। जहां तक समस्त वित्तीय आस्तियों का मूल्य भविष्य की स्थितियों पर निर्भर करता है, वहीं सट्टेबाजी का कार्य आस्तियों के कम-मूल्य या अधिक-मूल्य की स्थिति को दुरुस्त करता है। लेकिन, सावधानी बरतना इसलिए जरूरी है क्योंकि भविष्य अनिश्चित होता है और बहुत अधिक अतार्किक आधार पर ज्यादा सट्टेबाजी से परिणाम काफी खतरनाक हो सकते हैं जैसाकि कई संकटों के अवसर पर हुआ है।

10. बाजार सहभागियों के लिए चलनिधि का महत्व तावीज की तरह है। चलनिधि से आपका क्या अर्थ है? क्या यह कारोबार की मात्रा है? लगाई गई बोलियों का अंतर (स्प्रेड) है? ये सब केवल चलनिधि के सकेतक हैं। आर्थिक दृष्टि से, चलनिधि का अर्थ होता है कि ऐसी सुलभता जिसकी सहायता से किसी प्रतिभूति या आस्ति को चालू मूल्य पर 'धन' (बैंक और अंततः केंद्रीय बैंक देयता) में परिवर्तित किया जा सके। यह बाजार की बुनियादी जरूरत होती है क्योंकि एक निवेशक आस्ति को तब तक धारित रखेगा जब तक वह आश्वस्त रहेगी कि वह चालू मूल्य पर वह आस्ति बेच सकेगी और उसके बेचने से मूल्यों पर कोई असर नहीं पड़ेगा। इसी प्रकार, कोई भी अपनी देयताएं तभी जारी कर सकेगा, जब वह इस बात से आश्वस्त हो कि निवेशक उसे बिना बटाई (डिस्काउंट) के खरीद लेगा। इस प्रकार से, वित्तीय बाजार के सहज परिचालन के लिए चलनिधि की आवश्यकता होती है। लेकिन वहीं पर यह समझना आवश्यक है कि केवल चलनिधि ही पर्याप्त नहीं है और बाजार की क्षमता, चलनिधि बढ़ाने के साथ बढ़ जाएगी और उसकी कोई सीमा नहीं होगी। यहां मैं बॉब सोलो के कथन को उद्धृत करना चाहूंगा। उसका कहना है कि "अहम तथ्य यह है कि वित्तीय गतिविधियों में थोक वृद्धि कारोबार (ट्रेडिंग) में हुई है, और कारोबार में, जहां यह बाजार के अभिमत के बारे में थोड़ी उपयोगी सूचना उपलब्ध कराता है, वहीं यह बड़े पैमाने पर एक ऐसा तरीका है जिसके माध्यम से संपदा का उन लोगों के पास से जिनके पास सूचना अल्प होती है और जिनकी गणना कमजोर होती है, अंतरण उन लोगों को किया जाता है जिनके पास सूचना अधिक होती है और जो गणना में अच्छे होते हैं। इससे आर्थिक क्षमता में वृद्धि होने जैसा कुछ नहीं है।" अतः यह जरूरी है कि जब भी बाजार की क्षमता के बारे में बात की जाए तो आर्थिक क्षमता के संदर्भ को ध्यान में रखा जाए।

भारतीय इक्विटी बाज़ार और व्युत्पन्नी

11. भारत में वित्तीय बाज़ार का इतिहास आधुनिकता के संदर्भ में अभी बहुत छोटा है और अभी अपने शैशवावस्था में है। आपको याद होगा कि स्वतंत्रता के बाद, योजनाबद्ध - अर्थव्यवस्था के काल में, वह दौर वित्तीय दमन के नाम से जाना जाता था और प्रमुख आर्थिक चरों का निर्धारण बाज़ार प्रक्रिया के बजाय आदेश द्वारा होता था। आज वित्तीय बाज़ार का जो स्वरूप उभरा है वह नब्बे के दशक के प्रारंभ से शुरू की गई उदारीकरण प्रक्रिया की देन है। विनिमय-दर की परिवर्तनशीलता और ब्याज दरों के अविनियमन ने एक सक्रिय विदेशी मुद्रा बाज़ार तथा नियत आय प्रतिभूति बाज़ार के विकास को सहज बनाया। यह सच है, कि भारत में संभवतः एशिया का सबसे पुराना स्टॉक बाज़ार जिसे बाम्बे स्टॉक एक्सचेंज कहते हैं, 1855 से है। लेकिन, 1991 में हुए घोटाले के फलस्वरूप एक्सचेंज में भारी परिवर्तन किए गए। भारतीय प्रतिभूति और विनिमय बोर्ड (सेबी) की स्थापना 1992 में की गई, और राष्ट्रीय स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई)की 1992 में स्थापना हुई (इसने 1994 से कार्य करना प्रारंभ किया था)। मैं केवल दो महत्वपूर्ण घटनाओं का उल्लेख करना चाहूंगा: 1998 में एनएसई में निफ्टी फ्यूचर्स का प्रारंभ किया गया था और वर्ष 2000 में बीएसई में सेंसेक्स फ्यूचर्स की शुरूआत की गई थी।

12. बाज़ार अर्थव्यवस्था की कार्य प्रणाली में इक्विटी बाज़ार का प्रतिनिधित्व अनिवार्य होता है। कुछ बातों के लिए उनका अति महत्व होता है जैसे कॉर्पोरेट गवर्नेंस, निवेशक की सुरक्षा, बाज़ार अनुशासन आदि, और एक सफल एवं तीव्र कॉर्पोरेट क्षेत्र का अस्तित्व काफी हद तक इक्विटी बाज़ार की कार्यप्रणाली पर निर्भर होता है। 'कारोबार करने में आसानी' को लेकर विश्व बैंक की सूची में भारत का नाम नीचे रहने के बावजूद हममें से कोई भी यह गर्व के साथ कह सकता है कि 'अल्पसंख्यक निवेशकों की सुरक्षा' में हमारा सातवां स्थान है। भारत का इक्विटी बाज़ार आज विश्व का सबसे अच्छा बाज़ार है, जिसमें आधुनिकतम प्रौद्योगिकी है, संस्थागत प्रणाली है, और उत्पाद हैं। प्रतिदिन भारी संख्या में कारोबार के अलावा, अन्य उत्पाद भी हैं जैसे - इक्विटी व्युत्पन्नी, प्रतिभूति उधार और उधारी, एलगरिथम ट्रेडिंग आदि।

13. इक्विटी बाज़ार में चिंता का मुख्य विषय निवेशक का संरक्षण और कारोबार की निष्ठा बनाए रखना है। इक्विटी व्युत्पन्नी का

अन्य सभी व्युत्पन्नी की तरह इस्तेमाल या तो वर्तमान पोजीशन को हेज (बचाव) करने के लिए या फिर इक्विटी मूल्य या सूचकांक पर अभिमत व्यक्त करने के लिए किया जा सकता है। चूंकि व्युत्पन्नी की संरचना लीवरेज्ड स्वरूप की होती है इसलिए उसमें आस्ति से होने वाले नुकसान या फायदे को बढ़ाने की क्षमता होती है। इसी वजह से वह अस्थिरता को भी बढ़ावा दे सकती है।

14. सुचारु वित्तीय स्थिरता के परिप्रेक्ष्य में, इक्विटी में किए जाने वाले निवेश का वित्त पोषण करने से इक्विटी बाज़ार के संबंध में चिंताएं पनपती हैं। यह गंभीर चिंता का विषय है, यदि बैंक से लिए गए ऋणों द्वारा इक्विटी बाज़ार के उछाल का अथवा उस उद्देश्य के लिए किसी आस्ति की कीमत में उछाल का वित्त पोषण किया जाता है। 1929 की दुर्घटना का यह अविस्मरणीय सबक है, जिसे वैश्विक वित्तीय संकट (जीएफसी) द्वारा भी चिन्हित किया गया है। इसे देखते हुए बैंकिंग विनियमनों ने इक्विटी बाजारों में बैंकों के एक्सपोजर को सीमित रखा।

15. जब हम विदेशी मुद्रा और ब्याज दर डेरिवेटिव्स की बात करते हैं तो इस परिप्रेक्ष्य में काफी अंतर आ जाता है। इसे समझना होगा कि ब्याज दर और विनिमय दरें महत्वपूर्ण समष्टि-आर्थिक (मैक्रो इकोनॉमिक) चर हैं जिनका संपूर्ण आर्थिक स्थिति पर प्रभाव पड़ता है। दोनों दरों के संबंध में उत्तरदायित्व भारतीय रिजर्व बैंक का है और ये बाज़ार भली प्रकार से कार्य करें इस संबंध में इसे सांविधिक रूप से अधिकृत भी किया गया है। अतः, इन बाजारों के नकदी भाग और डेरिवेटिव भागों को विकसित करने के इसके तरीके को, क्रमिक सतर्कतापूर्ण कहा जा सकता है। मैं इन बाजारों से संबंधित मुद्दों को विस्तार से बताऊंगा।

विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव

16. विदेशी मुद्रा बाज़ार की पृष्ठभूमि में कई घटक हैं जिसमें 1991 में हमने जिस भुगतान संतुलन संकट का सामना किया गया वह भी निहित है। 1994 से पूर्ण चालू खाता परिवर्तनीयता, पूंजी खाते के संबंध में अधिक खुलापन, लगातार मौजूद और कभी-कभी तेजी से बढ़ता हुआ चालू खाता घाटा, स्वतंत्र पूंजी प्रवाह में अस्थिरता, बढ़ती हुई अर्थव्यवस्था की निवेश जरूरतें और भारतीय कारपोरेट की वैश्विक आकांक्षाएं इनमें से कुछ हैं। हमें विदेशी मुद्रा बाज़ार में सुव्यवस्था बनाए रखने के उद्देश्य से अधिकृत किया गया है, उसमें

भी विनिमय दर बाजार द्वारा निर्धारित हो जिसका कोई लक्ष्य अथवा सीमा न हो। एक और घटक भी है जिसकी ओर ध्यान दिया जाना चाहिए, जिसे असंभव तिकड़ी कहा जाता है, जहां एक स्वतंत्र मौद्रिक नीति, एक निर्धारित विनिमय दर और खुले पूंजी खाते को एक साथ प्राप्त करना असंभव है। चूंकि भारत जैसे आकार की और विषम, कोई भी अर्थव्यवस्था मौद्रिक नीति के संबंध में कोई समझौता नहीं कर सकती, तो इसका अपरिहार्य परिणाम यह है कि पूंजी खाते का कुछ खुलापन और विनिमय दर में कुछ लचीलेपन के चुनिंदा मिश्रण का चुनाव किया जाए।

17. विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव बाजार के विकास को ये सब कैसे प्रभावित करता है? विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव बाजार का विकास करने के लिए हमारा तरीका मोटे तौर पर ऐसे व्यक्तियों और वास्तविक क्षेत्र की कंपनियों, जिनका विदेशी मुद्रा विनिमय में पहले से ही जोखिम मौजूद है, के लिए हेजिंग हेतु लिखतों के रूप में इन उत्पादों का उपयोग करने पर आधारित है। एक निर्यातक का उदाहरण लीजिए, जिसकी भविष्य की तारीख में विदेशी मुद्रा की प्राप्ति का बकाया है और किसी प्रकार का प्रतिकूल संचरण, रूप में प्राप्त होने वाले संभावित राजस्व पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकता है और जिससे उसका तुलन-पत्र प्रभावित होगा। फारवर्ड बिक्री या पुट ऑप्शन जैसे डेरिवेटिव उत्पाद को ऐसा बनाया जा सकता है ताकि वह निर्यातक के संभावित राजस्व की सभी या कुछ अनिश्चितताओं को दूर कर सकता है और इस प्रकार, उसके तुलन-पत्र में स्थिरता ला सकेगा।

18. परंतु कोई डेरिवेटिव उत्पाद अंतर्निहित आस्ति की भविष्य में होने वाली कीमत पर राय प्रदर्शित करने वाली एक लिखत भी होती है। अतः यदि आप आशा करते हैं कि भविष्य में किसी तारीख को रुपए की कीमत में गिरावट होगी, तो आप उसे फारवर्ड या वायदा बाजार में बेच सकते हैं या पुट ऑप्शन खरीद सकते हैं। रुपए की स्पॉट विनिमय दर में इसका प्रभाव अस्फीतिकारी हो सकता है। क्या स्पॉट विनिमय दर में इसे न्यायपूर्ण संशोधन कहा जा सकता है? यह इस बात पर निर्भर करेगा कि सर्वप्रथम की गई संभावना कितनी न्यायसंगत थी। संभावनाएं अक्सर तात्कालिक भूत का यांत्रिकी विस्तार होती हैं। यदि कुछ कारणों से रुपए में गिरावट आना शुरू होती है तो आगे और गिरावट होने की संभावना बन जाती है, डेरिवेटिव, इस प्रकार की संभावना को व्यक्त करने का एक माध्यम है तथा संभावनाएं अक्सर स्वतः-पूर्ण होती हैं। रुपए में किसी प्रकार

की तीखी गिरावट से आगे और भययुक्त प्रतिक्रिया बन सकती है: निर्यातक द्वारा पहले ही बुक किए हुए फारवर्ड बिक्री करारों को रद्द करना और आयातकों द्वारा अपनी भविष्य की प्रतिबद्धताओं को पूरा करने के लिए फारवर्ड्स को खरीदना इसका उदाहरण है।

19. जैसा कि मैंने उल्लेख किया है, विनिमय दर एक महत्वपूर्ण समष्टि चर है और चूंकि विविध कारक हमारे बाह्य क्षेत्र को प्रभावित करते हैं, अतः अधिक उतार-चढ़ाव या तीव्र संचरणों के प्रति हमारी वहन क्षमता काफी सीमित है। इस पृष्ठभूमि में, भारत में विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव के लिए विनियामकीय ढांचे को समझा जा सकता है। सर्वप्रथम तो, इस पर ओटीसी खंड का दबदबा कायम रहा है और डेरिवेटिव का उपयोग हेजिंग करने के रूप में होता रहा है। अर्थात्, कोई निकाय डेरिवेटिव करार तभी कर सकता है जबकि उसके पास विदेशी मुद्रा का एक्सपोजर हो। करार का एक पक्ष अनिवार्यतः प्राधिकृत डीलर होना चाहिए, जिसके लिए यह अपेक्षित है कि वो मार्केट मेकर हो। अतः, डेरिवेटिव लेनदेनों को सरल बनाने के लिए, हम परिचालनगत छूट देते रहे हैं, जैसे कि, पिछले निष्पादन के आधार पर फारवर्ड और ऑप्शन की खरीद और बिक्री करना जो कि वर्तमान और भावी एक्सपोजर के संकेतक के रूप में कार्य करता है न कि प्रत्येक बार अंतर्निहित आस्ति का साक्ष्य प्रस्तुत करना पड़ता है। परंतु फिर भी, अंतर्निहित एक्सपोजर इसका मुख्य चालक होता है।

20. 2008 में, डेरिवेटिव उत्पादों में होने वाले विस्तार को देखते हुए मुद्रा फ्यूचर की एक्सचेजों में खरीद-फरोख्त होने लगी, इससे पारदर्शिता और मूल्य खोज में सुधार आया एवं विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव बाजार में आसानी से पहुंच बनाई जा सकी। विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव बाजार में इससे एक प्रकार की द्विभाजकता आ गई। कोई फ्यूचर बाजार सामान्य तौर पर अंतर्निहित एक्सपोजर के आधार पर कार्य नहीं करता है। इसके अलावा, इसमें प्रवेश और निकास दोनों मुक्त हैं और नकदी में इसका निपटान होता है। मुद्रा के संबंध में अपना विचार व्यक्त करने के लिए यह एकदम सटीक स्थिति है और यह ओटीसी बाजार के लिए लागू रीति के एकदम विपरीत है। विनिमय दर में तीव्र संचरणों के लिए यह एक सामान्य प्रत्युत्तर है ताकि ओटीसी बाजार में रुपए के उतार-चढ़ाव से फायदा उठाने के उद्देश्य से मुक्त रूप से किए जाने वाली करारों की बुकिंग और उन्हें रद्द करने की प्रथा को हतोत्साहित करते हुए विनियामकीय रीति को

व्यवस्थित किया जा सके। परंतु क्या इस तरह की व्यवस्था फ्यूचर बाजार में संभव है? इसी कारण से जुलाई 2013 में उतार-चढ़ाव के दौरान फ्यूचर बाजार पर प्रतिबंध लगाए गए थे। इन्हें काफी हद तक समाप्त कर दिया गया है और विदेशी मुद्रा विनिमय डेरीवेटिव खंड में ओटीसी और एक्सचेंज में किए जाने वाले सौदों के बीच कुछ सीमा तक एकरूपता लाई गई है। इस संबंध में एक महत्वपूर्ण कदम यह रहा है कि विदेशी पोर्टफोलियों निवेशकों को फ्यूचर बाजार में निवेश करने की अनुमति प्रदान की गई है ताकि उन्हें विदेशी एनडीएफ बाजार के एक विकल्प के रूप में इसकी पेशकश की जा सके। मुद्रा फ्यूचर को प्रोत्साहित करने के उद्देश्य से, एक्सपोजर सीमाओं को वहां तक बढ़ाना जहां तक कि अन्तर्निहित एक्सपोजर के लिए साक्ष्य की आवश्यकता न पड़े और दस्तावेजों से संबंधित प्रक्रियाओं को सरल बनाने की जांच की जा रही है।

21. जुलाई 2013 में रिजर्व बैंक द्वारा किए गए प्रशासनिक उपायों के कारण मुद्रा फ्यूचर की मात्रा में जो गिरावट दर्ज की गई थी, प्रतिबंधों को हटाने के बाद उसमें रिकवरी आई है। हालांकि, व्यापार मात्रा जुलाई-2013 के पूर्व के स्तरों (जनवरी 2015 में अब तक 3.2 बिलियन यूएस डालर बनाम जून 2013 में 7 बिलियन यूएस डालर) से कम रही है, फिर भी दैनिक खुली हित स्थिति में सुधार हुआ है और यह जुलाई 2013 के पूर्व के स्तर 4 बिलियन यूएस डालर के निकट पहुंच गई है। तथापि, मुद्रा फ्यूचर बाजार में गैर-बैंक व्यापार सदस्यों (स्वामित्व) और दलाली करने वाली कंपनियों (ग्राहक के रूप में) का दबदबा बना रहा। इक्का-दुक्का कारपोरेट ही ऐसे हैं जिनका मुद्रा फ्यूचर में नगण्य खुला हित शामिल है। यद्यपि विभिन्न कारणों से हेजिंग लिखित के रूप में मुद्रा फ्यूचर की प्रभावकारिता कम ही बनी रही, लेकिन विकसित बाजारों में यह उत्पाद ओटीसी उत्पादों के साथ संपूरक बना रहा क्योंकि ओटीसी लेनदेनों के प्रतिपक्षी अपने एक्सपोजर का समायोजन करते हैं और उन्हें एक्सचेंज आधारित व्यापार द्वारा कवर (हब एंड स्पोक मॉडल) करते हैं, जिनकी सीमित क्रय-विक्रय दर अंतर पर बोली लगाई जाती है। ऐसी आशा है कि मुद्रा फ्यूचर्स में बैंकों की सक्रिय भागीदारी से हाने वाली संपूरकता ओटीसी और एक्सचेंज पर होने वाले मुद्रा डेरीवेटिव्स के बीच एक उपयोगी शृंखला स्थापित करेगी।

22. हम इस विचार के लिए प्रतिबद्ध हैं कि डेरीवेटिव उत्पादों का विस्तार इतना वृहद होना चाहिए कि बाजार प्रतिभागी अपनी जोखिम प्रबंधन रणनीति के अनुसार वहनीय लागत पर उसमें से चुनाव कर

सकें। यद्यपि विकल्पों, अधिकतर एकदम सादे, की अनुमति दी गई है, तथापि, उनका उपयोग अभी तक बढ़ा नहीं है। विदेशी मुद्रा के दैनिक औसत व्यापार मात्रा की लगभग 300 मिलियन यूएस डालर है। हम उपलब्ध उत्पादों का विस्तार करने की दिशा में विचार कर रहे हैं और विकल्प व्यापारिक रणनीतियों की अनुमति देने का विचार कर रहे हैं। इस परिप्रेक्ष्य में, यह उल्लेखनीय है कि जीएफसी के लागू होने के पूर्व की अवधि के दौरान बाजार प्रतिभागियों द्वारा विभिन्न विकल्प ढांचों का प्रयोग किया जाता था। जीएफसी के परिणामस्वरूप मुद्रा बाजार में उतार-चढ़ाव और तीव्र संचरणों के कारण इनमें से बहुत से निकायों को भारी हानि उठानी पड़ी, जिसके चलते शिकायतों और मुकदमों बाजी की बाढ़ सी आ गई। इसके कारण, रुपया जिसमें 2007-08 के दौरान बढ़त की रुझान था, लेहमैन संकट के बाद इसके रुझान में अचानक बदलाव आ गया और बहुत से निर्यातकों ने साधारण वायदा करारों पर भी भारी मार्क-टु-मार्केट हानियां उठाईं। यह बात उस ओर ले जाती है जिसका मैंने पहले उल्लेख किया था कि इस का दोष विदेशी मुद्रा या अन्य प्रकार से संबद्ध डेरीवेटिव उत्पादों का सूझ-बूझ अपनाए बिना उपयोग करना था, जिसमें स्वयं अन्तर्निहित उत्पाद के स्थान पर अन्य अन्तर्निहित सामग्री का उपयोग किया गया। डेरीवेटिव उत्पादों का प्रयोग करने वाली कंपनियों के पास निश्चित रूप से पर्याप्त जोखिम प्रबंधन ढांचा होना चाहिए जिसके साथ जोखिम की भी समझ होनी चाहिए कि और ये मालूम होना चाहिए कि डेरीवेटिव का उपयोग जोखिम को कम करने के लिए किया जाता है, बैंकों की भी ये जिम्मेदारी है कि वे अपने ग्राहक की जोखित प्रोफाइल और जोखिम प्रबंधन ढांचे को ध्यान में रखते हुए योग्य और समुचित उत्पादों की पेशकश करें। इस चिंता को दूर करने के लिए बैंकों के लिए यह अनिवार्य बनाना होगा कि वे यह सुनिश्चित करें कि अपने ग्राहकों को जो डेरीवेटिव उत्पाद बेच रहे हैं वे उनके लिए योग्य और उचित हैं।

23. यहां संक्षिप्त रूप में यह उल्लेख करना मुनासिब होगा कि जिस पर आजकल चर्चा चल रही है, बांड-मुद्रा-डेरीवेटिव (बीसीडी) संबंध। खुली आर्थिक वित्तीय प्रणाली में यह एक आदर्श उद्देश्य है। इसका अर्थ यह है कि: कोई भी विदेशी निवेशक, किसी भी अंतरराष्ट्रीय मुद्रा का उपयोग करते हुए, भारत की सरकारी या कारपोरेट देयता जो रूप में अथवा अन्य मुद्रा में अंकित हो, को खरीद सकता है और सभी जोखिमों, अनुवर्ती ऋण, ब्याज दर एवं मुद्रा जोखिमों को, देश के अंदर (ऑनशोर) या देश के बाहर (ऑफशोर) हेज कर सकता है। मुक्त अंतरराष्ट्रीय पूंजी संचरण और भारत के दृष्टिकोण से यह

एक प्राकृतिक पूर्वापेक्षा है ताकि अत्यावश्यक संसाधनों को जुटाया जा सके। तथापि, इस विचार के मूल में ही समस्या मौजूद है। इसमें पहले से ही मान लिया गया है कि पूर्ण पूंजीगत राशि के संबंध में खुलापन मौजूद है, विशेष रूप से वित्तीय संस्थानों और लेन देनों के लिए। पूंजीगत खाते का पूर्ण खुलेपन की अपनी अच्छाइयां और बुराइयां हैं और यह एक विवाद का विषय है और किसी भी तरह, इस समय हम इसके लिए तैयार नहीं हैं। इस प्रकार संपूर्ण बीसीडी संबंध को पूंजीगत खाते में लचीलापन आने तक प्रगति करने के लिए इंतजार करना होगा। इस बीच, मैं यह भी उल्लेख करना चाहूंगा कि आर्थिक संवृद्धि की मदद करने हेतु संसाधन जुटाने के लिए बीसीडी संबंध न तो पूर्णतया जरूरी हैं और न ही पर्याप्त हैं। इस बात को मजबूती प्रदान करने के लिए मैं विश्व युद्ध के बाद जापान की संवृद्धि की, पिछले दो दशकों में चीन की और यहां तक कि संकट के पूर्व भारत की संवृद्धि का उल्लेख करना चाहूंगा।

ब्याज दर डेरीवेटिव

24. किसी अर्थव्यवस्था में जिसमें वित्तीय क्षेत्र का विस्तार हो रहा हो, उसमें ब्याज दर एक प्रमुख चर होता है जो कंपनियों और व्यक्तियों दोनों को एक समान रूप से प्रभावित करती है। उदारीकरण के पूर्व के युग में ब्याज दरें मुख्यतः प्रशासित होती थीं और ब्याज दर जोखिम को हेज करने की कोई आवश्यकता नहीं थी। यह मानना होगा कि ब्याज दर डेरीवेटिव बाजार एक खुदरा बाजार नहीं है। परंतु व्यक्ति और कंपनियों को ब्याज दर डेरीवेटिव बाजार से वहां तक लाभ मिलता है जबकि वित्तीय संस्थान बाजार निर्माता (मार्केट मेकर) अपने ब्याज दर जोखिम को हेज कर सकें और इसके परिणाम स्वरूप अपने ग्राहकों को बेहतर ब्याज दरों की पेशकश कर सकें। वैश्विक स्तर पर ब्याज दर डेरीवेटिव डेरीवेटिव बाजार का सबसे बड़ा हिस्सा होता है।

25. 1999 के पूर्वार्द्ध में ब्याज दर डेरीवेटिव की आवश्यकता की पहचान की गई, ओटीसी के क्षेत्र में दो मुख्य उत्पादों के लिए दिशा निर्देश जारी किए गए: ये वायदा दर करार (एफआरए) और ब्याज दर स्वैप(आईआरएस) थे। सावधि मुद्रा बाजार की अनुपलब्धता के चलते ब्याज दर डेरीवेटिव बाजारों में कोई अर्थपूर्ण प्रगति नहीं हो सकी केवल एक उत्पाद को छोड़कर नामतः एकदिनी सूचकांक स्वैप(ओआईएस), इसमें काफी मात्रा में व्यापार हुआ। सावधि मुद्रा बाजार की कमी के प्रति हम हमेशा चिंतित रहे हैं और इस दिशा में कुछ उपाय किए हैं (उदा. भारतीय रिजर्व बैंक की चलनिधि समायोजन

सुविधा के तहत सावधि रेपो (टर्म रेपो) प्रारंभ करना, सूचना देने के पक्ष के दौरान बैंक की टर्म रेपो की आवृत्ति में बढ़ोतरी कर इसे चार बार कर देना, सरकारी प्रतिभूतियों की री-रेपो की अनुमति देने संबंधी हाल की घोषणा आदि) ताकि बाजार प्रतिभागियों को सही दिशा में दिखाई जा सके। आशा है कि, सावधि मुद्रा बाजार और एक सक्रिय ब्याज दर स्वैप बाजार अग्रानुक्रम में विकसित हो सकेंगे।

26. एक्सचेंज पर सौदा कर सकने योग्य ब्याज दर डेरीवेटिव बाजार की आवश्यकता भी काफी पहले महसूस की गई थी। एक्सचेंज पर सौदा में सक्षम बाजार, पारदर्शिता, मूल्य खोज, लागत प्रभावकारिता और बेहतर जोखिम प्रबंधन के अलावा ऐसा बाजार उपलब्ध कराता है जहां बाजार निर्माता अपने जोखिमों को हेज कर सकते हैं। एक सक्रिय ब्याज दर फ्यूचर बाजार का विकास अभी तक हमसे दूर ही रहा है और यह प्रक्रिया एक मनोरंजक मामला अध्ययन प्रदान कर सकने में सक्षम है। उत्पादों को सर्वप्रथम 2003 में लाया गया था जिनका निपटान नकद आधार पर किया जाता था और वे शून्य कूपन प्रतिफल वक्र पर आधारित थे। आरंभ में कुछ रुचि दिखाने के बाद बाजार की चलनिधि पूरी तरह समाप्त हो गई। 2008 में मुद्रा फ्यूचर को लागू करने के बाद, ब्याज दर फ्यूचर (आईआरएफ) में पुनः रुचि जागी और काफी विचार-विमर्श के बाद 10 वर्षीय सरकारी बांडों में भौतिक रूप से निपटान किए जाने वाले फ्यूचर करारों को प्रारंभ किया गया। यह एक उत्कृष्ट उत्पाद है और आशा थी कि यह बाजार की रुचि को आकर्षित करेगा। ये उत्पाद भी अपनी प्रारंभिक अवस्था से बाहर नहीं आ सका। काफी खामोशी के बाद जनवरी 2014 में नकद निपटान आधारित एकल बांड फ्यूचर प्रारंभ किया गया और यह यथोचित चलनिधि के साथ व्यापार कर रहा है। प्रस्ताव है कि इस प्रकार के करारों को अन्य अवधियों के लिए बढ़ाया जाए। संबंधित बांडों की कुल बकाया राशि के द्वारा पता चलता है कि इस प्रकार के करारों की मात्रा और खुली अभिरुचि सीमित है। हाल के समय में, इसकी मात्रा में उल्लेखनीय वृद्धि हुई है। 2014 में एकल बांड फ्यूचर के लागू होने के बाद इसपर औसत दैनिक मात्रा रु. 13.97 बिलियन रुपए से बढ़कर अभी तक जनवरी 2015 में लगभग 25.50 बिलियन रुपए हो गई है। इसके अलावा यह भी उल्लेखनीय है कि हाल की अवधि में खुले ब्याज में नियमित वृद्धि दर्ज की गई, जो इस माह के दौरान अब तक औसत दैनिक रूप में 63.60 बिलियन रु. तक पहुंच गई है। ऐसी आशा है कि यह उत्पाद भौगोलिक स्थिति से बाजार की जान-पहचान करा देगा और यह भविष्य के और अधिक वर्गीय उत्पादों को तैयार करेगा।

27. ब्याज दर उत्पाद में हल्के प्रतिसाद का कारण हमारे ऋण बाजार ढांचे में निहित है। सरकारी बांड की धारिता बैंकों, बीमा कंपनियों, भविष्य निधि/पेंशन निधियों और भारतीय रिजर्व बैंक के पास संकेंद्रित है। ये ही कारपोरेट बांड की भी खरीदी करते हैं। इनमें से अधिकतर निवेशक परिपक्वता तक धारिता रखते हैं, जो अपनी धारिता के मूल्य के संबंध में उतार-चढ़ाव महसूस नहीं करते हैं और परिणामस्वरूप उन्हें अपने उत्पाद की हेजिंग की आवश्यकता नहीं पड़ती है। दूसरी ओर, बाजार प्रतिभागियों के बीच संभवतः परिदृश्य की वैवध्यता की कमी है। बाजार का ढांचा तेजी से परिवर्तित नहीं होता है और शायद बैंकों और वित्तीय संस्थानों पर ऐसी लेखा प्राधान्यता लागू करना ईष्टतम नहीं होगा कि केवल वे बाजार के विकास के लिए हेजिंग करना प्रारंभ करें। अतः बाजार के विकास के लिए रणनीति में उत्पादों की कई श्रेणियों को लाना, एक्सचेंज के अनुसार उत्पाद का निर्माण करने में लचीलापन लाना, प्रतिभागिता के लिए लगे अवरोधों को हटाना आदि शामिल होना चाहिए। अब रिजर्व सेबी के साथ विचार-विमर्श करके अन्य परिपक्वताओं में बांड फ्यूचर को लागू करने पर विचार कर रहा है।

क्रेडिट डेरिवेटिव

28. भारतीय वित्तीय प्रणाली पारंपरिक रूप से बैंक आधारित प्रणाली रही है जहां कंपनियों की बाह्य वित्तीय आवश्यकताओं की पूर्ति अधिकतर बैंकों द्वारा की जाती रही है। उदाहरण के पूर्व के युग में विशिष्ट सावधि ऋण प्रदाता संस्थाएं थी जो दीर्घ कालीन पूंजीगत जरूरतों को पूरा किया करती थीं। लेकिन अब यह मामला नहीं है। एक जोशपूर्ण और चलनिधि से पूर्ण बांड बाजार की आवश्यकता कई अपेक्षाओं पर आधारित है। सर्वप्रथम, यह कारपोरेट क्षेत्र की दीर्घावधि निधि आवश्यकताओं को पूरा करेगा और बैंकों को अपनी आस्ति देयता अनुपात के असंतुलन को अधिक बेहतर तरीके से प्रबंधित करने में मदद प्रदान करेगा। दूसरे यह कि, एक बढ़ती हुई अर्थव्यवस्था में जिसमें मौजूदा और नई कंपनियों की जितनी वित्तीय आवश्यकताएं हैं, कारपोरेट बांड बाजार बेहतर और लागत प्रभावी रूप से निधियां मुहैया करा पाएगा। बाजार में चलनिधि लाने के लिए किए गए उपायों में से एक है क्रेडिट डेरिवेटिव को लागू करना जो बांड धारकों को चूक के जोखिम के प्रति अपने को सुरक्षित रखने में मदद प्रदान करेगा। जैसा कि कुछ विश्लेषक बता रहे हैं, जीएफसी को लागू करने की अफरा-तफरी के बाद, इस उत्पाद को कड़े सुरक्षा

उपायों के साथ आरंभ किया गया है, और इसे इसकी सीमित चलनधि के लिए जाना जाएगा। सीडीएस बाजार के विकास में बाधा पहुंचाने वाले मुद्दों पर फिर से विचार किया जाना आवश्यक है, जैसे कि मार्क-टु-मार्केट (एमटुएम) के नेटिंग लाभों की अनुपलब्धता के चलते बाजार के खिलाड़ियों के लिए उच्चतर पूंजी प्रभारों का लगना, उच्च साख प्राप्त बांड, जिन्हें क्रेडिट जोखिम सुरक्षा की आवश्यकता नहीं है, का आधिपत्य होना, प्रक्रियागत मामलों के कारण कुछ विदेशी बैंकों द्वारा क्रेडिट सहायता अनुबंध (सीएसए) अपनाने में रुचि न दिखाना आदि। रिजर्व बैंक कुछ विवेकपूर्ण शर्तों की जांच कर रहा है ताकि प्रणाली की स्थिरता के साथ समझौता किए बिना उनमें से कुछ में छूट प्रदान की जा सके।

वित्तीय बाजार इंफ्रास्ट्रक्चर

29. जैसा कि मैंने पहले उल्लेख किया है, जीएफसी के संबंध में सुविचारित दृष्टिकोण यह है कि डेरिवेटिव उत्पादों का उतना दोष नहीं है जितना कि व्यापार इंफ्रास्ट्रक्चर और जोखिम प्रबंधन तथा संस्थाओं का विनियमन जिम्मेदार है। इस प्रकार के संकट की पुनरावृत्ति को रोकने के लिए किए गए उपचारात्मक उपायों ने पारदर्शिता में सुधार लाने और बाजार इंफ्रास्ट्रक्चर को मजबूत बनाने पर जोर दिया है। मैं जी-20 शिखर सम्मेलन की पिट्सबर्ग घोषणा में से कुछ उद्धरण देना चाहूंगा। इसमें कहा गया, “ सभी मानकीकृत ओटीसी डेरिवेटिव करारों के सौदे एक्सचेंज पर या सौदों के लिए बने इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म पर होने चाहिए, जहां उपयुक्त हो, और विलंबतः 2012 के अंत तक इनका निपटान केंद्रीय प्रतिपक्षियों द्वारा किया जाना चाहिए। ओटीसी डेरिवेटिव करारों की सूचना व्यापार निक्षेपागारों को दी जानी चाहिए। जिन करारों का निपटान केंद्रीय रूप से नहीं किया जा रहा है उनके लिए उच्चतर पूंजी अपेक्षित होनी चाहिए। हम एफएसबी और इसके संगत सदस्यों से अनुरोध करेंगे कि वे विनियामकीय कार्यान्वयन का मूल्यांकन करें और यह पता लगाएं कि डेरिवेटिव बाजारों में पारदर्शिता लाने, प्रणालीगत जोखिम को समाप्त करने और बाजार कदाचार के प्रति सुरक्षा देने के लिए क्या यह पर्याप्त हैं।” ओटीसी डेरिवेटिव बाजार में सुधारों के संबंध में जी20 द्वारा दिए जा रहे जोर को देखते हुए रिजर्व बैंक ने व्यापार निक्षेपागारों (उदा. सभी विदेशी मुद्रा और ब्याज दर डेरिवेटिव की रिपोर्ट भारतीय निपटान निगम लिमि.(सीसीआईएल) को दी जाती है) को रिपोर्टिंग, केंद्रीकृत निपटान (उदा. वर्तमान में आईआरएस के

90 प्रतिशत का निपटान केंद्रीय प्रतिपक्षी अर्थात् सीसीआईएल द्वारा किया जाता है) और एक्सचेंज अथवा इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म (उदा. के लिए आईआरएस के लिए इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफार्म प्रारंभ करने के लिए सीसीआईएल को अनुमति प्रदान करना) आधारित सौदों के मानकीकरण (उदा. ओआईएस को मानकीकृत कर दिया गया है) पर ध्यान केंद्रित करते हुए एक रोडमैप बनाया है और उसका क्रियान्वयन कर रहा है।

30. भारत में बहुत पहले ही एक तीव्र बाजार की बुनियादी सुविधाओं की जरूरत का अंदाजा लगा लिया गया था। वित्तीय संविदाओं के सेंट्रल प्रतिपक्षी (सीसीपी) के माध्यम से निपटान किया जाना जोखिम को कम करने का प्रमुख उपाय है। हमने विशिष्ट संस्था जैसे (सीसीआईएल) द्वारा सरकारी ऋण में सीसीपी समाशोधन तथा विदेशी मुद्रा हाजिर लेन-देन की शुरुआत क्रमशः वर्ष 2001 तथा 2006 में कर दी थी। सीसीआईएल को ब्याज-दर-स्वैप के लिए सीसीपी के रूप में भी कार्य करने की अनुमति दे दी गई है और यह सेवा शीघ्र ही प्रारंभ कर दी जाएगी। वायदा विदेशी मुद्रा लेन-देन की अनिवार्य केंद्रीय समाशोधन सेवा भी लागू कर दी गई है।

31. ओटीसी डेरिवेटिव्स लेन-देन हेतु कारोबार-निक्षेपागार की महत्वपूर्ण भूमिका को मान्यता दी गई है ताकि ओटीसी लेन-देन में निहित अस्पष्टता को समाप्त किया जा सके। यह जानना जरूरी है कि जीएफसी द्वारा कारोबार-निक्षेपागारों के महत्व को सामने लाए जाने से पूर्व ही हमने सीसीआईएल में यह सुविधा मुहैया करा दी थी कि वह रेगुलेटरी अधिदेश के तहत उसे सूचित किए गए रुपए ब्याज-दर-स्वैप के संबंध में किए गए लेन-देन के आंकड़े एकत्रित करे और भंडारित रखे। निक्षेपागार के कार्य-क्षेत्र को अब और बढ़ा दिया गया है ताकि उसमें ओटीसी डेरिवेटिव्स उत्पाद के समस्त कार्य आ जाएं जो रेगुलेटरी निगरानी तथा पर्यवेक्षण में मददगार साबित हो रहा है।

32. एक्सचेंज में कारोबारी खंड सुरक्षा और पारदर्शिता के लिए चाहे जितनी सुविधा उपलब्ध करा ले, ओटीसी बाजार की भूमिका को नजरअंदाज नहीं किया जा सकता है। इसका सबसे बड़ा फायदा यह है कि इस बाजार का स्वरूप स्वयं संकेत देता हुआ बाजार है। आधुनिक वित्त में, आवश्यकता, नकदी का प्रवाह, जोखिम उठाने की भूख, कंपनी दर कंपनी तथा वित्तीय संस्था दर वित्तीय संस्था भिन्न

होती है। एक्सचेंज पर जिन उत्पादों का कारोबार किया जाता है वो अनिवार्य रूप से मानक स्वरूप के होते हैं और उनमें वित्तीय नवोन्मेष नहीं लाया जा सकता। ओटीसी उत्पादों से पूरी तरह हट जाना बिलकुल वैसा होगा जैसे किसी बच्चे को स्नान-जल के साथ फेंक दिया जाए। निःसंदेह, बाजार की मूलभूत सुविधा को बेहतर बनाने तथा ओटीसी उत्पादों में वित्तीय संस्थाओं द्वारा ट्रेडिंग करने और पोजीशन लेने से संबंधित विनियामकीय ढांचे को सुदृढ़ बनाने की आवश्यकता है। यही वे सुधार हैं जो हम विदेशी मुद्रा और ब्याज-दर तथा क्रेडिट डेरिवेटिव हेतु ओटीसी डेरिवेटिव के लिए करते रहे हैं।

33. इसी के समानांतर, वित्तीय बाजार मूलभूत सुविधा (एफएमआई) में कारगर जोखिम प्रबंधन हेतु हाल के जीएफसी से सबक लेते हुए भुगतान और निपटान प्रणाली से संबंधित समिति (सीपीएसएस) जिसे अब भुगतान और बाजार मूलभूत सुविधा समिति (सीपीएमआई) कहा जाता है और प्रतिभूति उपयोग को अंतरराष्ट्रीय संगठन (आइओएससीओ) के 24 सिद्धांत जो एफएमआई (पीएफएमआई) के लिए हैं, के माध्यम से वर्तमान संरचना को सुदृढ़ बनाया गया है और समेकित किया गया है। कुछ सिद्धांत जिन्हें अधिक महत्वपूर्ण माना जाता है वे सामान्य कारोबारी जोखिम के संबंध में हैं जिनमें एफएमआई की रिकवरी तथा समाधान, निपटान को अंतिम रूप देना, परिचालनगत जोखिम, टियर व्यवस्था तथा टीआर द्वारा बाजार संबंधी आंकड़ों का प्रकटीकरण है, इसके अलावा केंद्रीय बैंक और अन्य रेगुलेटरी अपेक्षाएं भी हैं कि वे इन सिद्धांतों के संबंध में एफएमआई पर प्रभावी निगरानी रखें। भारतीय रिजर्व बैंक और प्रतिभूति बाजार रेगुलेटर सेबी अपनी जिम्मेदारियों को पूरा करने के प्रति प्रतिबद्ध हैं और सीसीपी द्वारा पीएफएमआई के साथ अनुपालन सुनिश्चित करते हैं। उदाहरण के लिए सीसीआईएल द्वारा किए जा रहे अनुपालन स्तर का नियमित रूप से मूल्यांकन किया जा रहा है और उससे पता चलता है कि इन सिद्धांतों का अनुपालन में बहुत अधिक समावेश है। निःसंदेह, वर्तमान एवं बनाए जा रहे मानकों का लगातार मूल्यांकन करना हमारी प्राथमिकता रहेगी। इस समय हम यूरोपियन मार्केट इन्फ्रास्ट्रक्चर रेगुलेटर (ईएमआईआर), ईएसएमए और यूएस अथॉरिटीज जैसे कमोडिटी फ्यूचर्स ट्रेडिंग कमीशन (सीएफटीसी) के साथ बातचीत कर रहे हैं जो काफी आगे बढ़ चुकी है, कि वे सीसीआईएल जैसी हमारी एफएमआई को प्रतिभूतियों का निपटान, फारेक्स एवं डेरिवेटिव्स के लिए उनके

द्वारा निर्धारित मानकों को अपनाने की मान्यता प्रदान करें, ताकि उन देशों/क्षेत्रों के बाजार सहभागी अपनी कारोबारी गतिविधियों को प्रभावित किए बिना तथा लेन-देन की लागत बढ़े बिना हमारे बाजार में सहभागिता कर सकें, जिससे हमारा बाजार प्रभावित होगा और हमारे बाजार की लेन-देन मात्रा तथा चलनिधि बढ़ेगी।

निष्कर्ष

34. मैंने ऊपर जो बातें बताई हैं उसी के आधार पर मैं अपनी बात समाप्त करना चाहूँगा :

- ए. आधुनिक अर्थव्यवस्था को सहजतम बनाने के लिए वित्तीय क्षेत्र के महत्व को बहुत बढ़ाचढ़ा कर दिखाने की आवश्यकता नहीं है।
- बी. वित्तीय लेनदेन में सूचना संबंधी समस्याएं निहित होती हैं इसलिए उनकी वजह से बाजार बैठ सकता है। इसके लिए रेगुलेशन की आवश्यकता है और रेगुलेशन इस प्रकार का हो जो बाजार की असफलता की संभावना को रोक

सके, किंतु साथ ही उससे क्षेत्र का न तो विकास रुके और न ही अच्छे नवोन्मेष में रुकावट पैदा हो।

- सी. डेरिवेटिव्स, वित्तीय प्रणाली के कुशल संचालन में सहयोग प्रदान करते हैं तथा जोखिम के प्रबंधन में सहायक होते हैं। सामाजिकता की दृष्टि से भी यह आवश्यक है किंतु जोखिमपूर्ण परियोजनाओं का पता लगाया जाना चाहिए। लेकिन, यदि उनके जोखिम-प्रभाव को समझना मुश्किल है तो वे बाजार को नाकाम बना सकते हैं और बाजार की असफलता को बढ़ावा दे सकते हैं।
- डी. भारत में डेरिवेटिव्स बाजार तथा आधुनिक वित्तीय बाजार को दो दशक से थोड़ा ही अधिक समय हुआ है। ये बाजार अभी भी उभरने की प्रक्रिया में हैं। हमारे लिए यह बुद्धिमानी होगी कि हम दूसरों की गलतियों से सीखें और सावधानीपूर्वक धीरे-धीरे आगे बढ़ने की रणनीति अपनाएं, साथ ही यह बात ध्यान में रखें कि किसी चश्मे को दो छलांग में पार नहीं किया जा सकता है।