

संपूर्ण बाजारों की तलाश - नजर से परे के संदर्भ *

श्यामलाल गोपीनाथ

1. इस सुन्दर देश में आयोजित फेडाई सम्मेलन में यह मुख्य अभिभाषण देना मेरे लिए हर्ष की बाद है। भारत और केन्या के बीच ऐतिहासिक संबंध रहे हैं और मैं प्रसन्न हूँ कि मुझे इस देश में आने का अवसर मिला।

2. सेन्ट्रल बैंक ऑफ केन्या द्वारा हाल ही में जो रोचक पहलें की गईं, मैं उनका अनुसरण करती रही हूँ और भुगतान प्रणाली, क्रेडिट सूचना के आदान-प्रदान, मुद्रा प्रबंधन, वित्तीय समावेशन और सरकारी प्रतिभूतियों के कारोबार जैसे क्षेत्रों की गतिविधियों से मैं वास्तव में प्रभावित हुई हूँ। ये सब उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं के कुछ वास्तविक मुद्दे हैं, और केन्या का अनुभव भी भारत में विगत दो दशकों में वित्तीय क्षेत्र में सुधारों की दिशा में क्रमिक प्रक्रिया का प्रतिबिंब है - किस प्रकार से टुकड़े-टुकड़े जोड़ते हुए और कई बार घटनाओं से प्रभावित होकर वित्तीय प्रणाली के विशाल भवन और बाजार के ढांचे को खड़ा किया गया।

3. भारतीय वित्तीय क्षेत्र में सुधार का मार्ग, अन्य उदीयमान अर्थव्यवस्थाओं सहित अधिकांश अर्थव्यवस्थाओं से अलग रहा है। यह एक नपी-तुली, क्रमिक, सावधानीपूर्ण और सतत प्रक्रिया रही है जो कि अन्य देशों में हुई समृद्धि से वंचित भी है। प्रारंभ से ही भारत में अंतरराष्ट्रीय सर्वोत्तम व्यवहारों के मानक प्राप्त करने का संकल्प किया गया, लेकिन अंतर्निहित संरचनागत, संस्थागत और परिचालनगत परिलाभों को ध्यान में रखते हुए प्रक्रिया को सुचारु बनाने का प्रयास किया गया।

4. यदि वित्तीय बाजारों के संदर्भ में व्यापक लेखा-जोखा लेने के संदर्भ में देखें तो आज हमारे पास गहन और नकदी सहित इक्विटी स्पॉट और डेरिवेटिव बाजार है, बहुत बड़ा फोरेक्स ओटीसी स्पॉट और डेरिवेटिव बाजार है, हाल ही में शुरू किया गया एक्सचेंज ट्रेडेड करेंसी फ्यूचर्स है, बहुत बड़ा सरकारी प्रतिभूति बाजार और ब्याज दर स्वैप बाजार है, एक सुदृढ़ प्रतिभूतिकरण

* फेडाई(FEDA1) के वार्षिक सम्मेलन में 28 फरवरी 2010 को केन्या में अनुपस्थिति में दिया गया श्रीमती श्यामला गोपीनाथ का उद्घाटन भाषण।

बाजार है, कारपोरेट बांड और मुद्रा बाजार लिखतों का एक बड़ा प्राथमिक बाजार है, सरकारी प्रतिभूतियों के रेपो बाजार के साथ-साथ कंपनी बांडों का बाजार है। इनमें से प्रत्येक बाजार के लिए क्रियात्मक नियामक फ्रेमवर्क है।

5. हालांकि आज के इस अभिभाषण में, कुछ अलग चलते हुए मैं उन बातों पर ध्यान दूँगी जो इस समय हमारे पास नहीं है: बाजार खंड की दृष्टि से हमारे पास कारपोरेट बांड का सक्रिय द्वितीयक बाजार नहीं है, क्रेडिट डेरिवेटिव बाजार नहीं है, ब्याज दर फ्यूचर्स का सक्रिय बाजार नहीं है (बावजूद इसके कि कुछ ही माह पहले एक्सचेंजों में यह प्रोडक्ट फिर से शुरू किया गया था), संरचनाबद्ध डेरिवेटिव का सक्रिय बाजार नहीं है। सहभागिता की दृष्टि से देखें तो विभिन्न बाजारों और लिखतों में विदेशी निवेशकों को अप्रतिबंधित प्रवेश हमारे यहाँ नहीं है।

6. ऊपर बताए गए अप्राप्त तत्वों में से प्रत्येक पर चर्चा करने से पहले मैं 'सम्पूर्ण बाजार' की संकल्पना पर कुछ चर्चा करूँगी, और कुछ बात करूँगी संकट के बाद वित्तीय बाजारों से सम्बंधित कुछ स्वीकृत संकल्पनाओं पर जिन पर कई प्रश्न उठाए गए। विगत सम्मेलन में मैंने बताया था कि हम सीखना जारी रखेंगे क्योंकि संकट अभी भी बरकरार है। हम संकट से उबरते हुए सुधार की ओर बढ़ रहे हैं, तो इस प्रक्रिया में कुछ मूलभूत मुद्दे भी स्पष्ट हो गए हैं।

7. संकट से पहले की स्थिति देखें तो संपूर्ण बाजारों की तलाश के बारे में स्वतः मान लिया गया था कि यह शुद्ध व्यवस्था है और नीतिगत तथा नियामक संरचनाओं से अपेक्षित था कि वे इसे अपना सुस्पष्ट उद्देश्य बनाकर चलें। बाजार नियंत्रण का यह परम पवित्र सूत्र बन गया था और प्रत्येक बात इसी आधारभूत सत्य को अंगीकार कर रही थी। यह ब्रह्मवाक्य एक सहज आधार बन गया था कि पूँजी को अपने देश की सीमाओं के बाहर भी

आने-जाने दिया जाए, और यह तर्कपूर्ण निष्कर्ष भी स्थापित कर दिया गया कि वित्तीय बाजारों में पूँजी का मुक्त प्रवाह अधिकाधिक नकदी प्रदान करेगा जो कि संसाधनों को दक्षतापूर्ण बांटने के लिए और बजारों को पूर्णता प्रदान करने के लिए जरूरी है।

8. तकनीकी तौर पर कहा जाए तो संपूर्ण बाजार वह है जिसमें विश्व की आगामी स्थिति की संपूर्ण संभावनाओं के सेट का निर्माण विद्यमान परिसंपत्तियों के आधार पर किया जा सकता है¹। दूसरे शब्दों में कहें तो ऐसे वित्तीय बाजार को संपूर्ण कहा जाता है, जहाँ विश्व की प्रत्येक संभावित स्थिति के लिए प्रत्येक परिसम्पत्ति की समतुल्य कीमत मौजूद हो। समझा जाता है कि डेरिवेटिव यह काम बड़ी कुशलता से करते हैं, यद्यपि बहुत सी सरलीकृत धारणाएँ इस पर प्रभाव डालती हैं। 'संपूर्ण बाजार' की संकल्पना में अनिवार्य रूप से प्रत्येक परिसम्पत्ति वर्ग में नकद और डेरिवेटिव बाजारों में संचलन की आजादी हुण्डी बनाने वालों को दी जाती है, ताकि वे समतुल्य कीमत को प्रवर्तित कर सकें।

9. यहाँ तक सब ठीक रहा। हालांकि, नियामक और प्रणालीगत स्थिरता के परिप्रेक्ष्य में महत्वपूर्ण यह है कि बाजारों की संपूर्णता का अनुसरण करने में कुछ प्रकार के नकदी बाजारों की जरूरत पड़ सकती है, जो कि दक्ष डेरिवेटिव बाजार के लिए अपेक्षित सैद्धान्तिक आधार हैं। इस प्रकार, नकदी बाजारों की नियामक संरचना अंतर्निहित जरूरतों और प्रणालीगत जोखिम आकलन से कम और दक्ष डेरिवेटिव बाजार की माँग से ज्यादा संचालित होती है। चलिए मान लें कि तुच्छ चीजें भी बड़ों-बड़ों को नियंत्रित कर रही हैं तो बाजार की संपूर्णता की व्यापक तलाश और दक्ष डेरिवेटिव बाजार नकदी बाजारों को चलाते हैं इसकी उलट स्थिति। इस प्रक्रिया द्वारा पश्चगामी पुनः इंजीनियरिंग की जो प्रक्रिया शुरू

¹ <http://economics.about.com>

होगी वह गंभीर जोखिम को जन्म दे सकती है, विशेषकर महत्वपूर्ण समष्टि आर्थिक बाजार के ब्याज दर और विनिमय दर जैसे परिवर्तकों के मामले में।

10. इसमें संदेह नहीं कि बाजार के उक्त फलसफे के बारे में इस संकट ने गंभीर मुद्दे उठाये हैं, जैसाकि सभी नियामकों के लिए औपचारिक रूप से अनिवार्य बताई जा रही वित्तीय स्थिरता के लिए खासतौर पर दिये जा रहे फोकस में स्पष्ट रूप में परिलक्षित है, जो कि यूएस और यूके जैसे देशों में की जा रही पुनर्गठित नियामक व्यवस्था से स्पष्ट है। यद्यपि इस संकट ने बाजारों के नवशास्त्रीय सिद्धांत के पुख्ता विश्वास में अनधिकार पैठ करने का प्रयास नहीं किया है, तथापि, कतिपय स्वयंसिद्ध प्राचीन विचारधाराएं टूटी हैं। हमारे संदर्भ में मैं कुछ मुद्दों पर चर्चा करूँगी।

- **वित्तीय बाजार स्वतः संतुलनकारी होते हैं और इसलिए स्वतः निर्धारण करते हैं**

11. संकटपूर्व के प्रतिमान ने बाजार के स्वतः निर्धारणकारी प्रकृति के प्रति प्रशंसित विश्वास को आगे रखा था, जिसके द्वारा स्वतः नियंत्रण, आंतरिक जोखिम प्रबंधन, क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों द्वारा आकलन या उद्योग के सहभागियों द्वारा मानकों के निर्धारण से कीमत और मात्रा की दृष्टि से परिणामों का दक्ष विन्यास सुनिश्चित करने के लिए पर्याप्त समझा गया। इस प्रतिमान में परिकल्पित नियामक भूमिका दक्ष परिणामों के लिए बाजारों में अदक्षताओं के निर्धारण और प्रकटीकरण व पारदर्शिता अपेक्षाओं में सुधार तक ही सीमित रही। इस दक्ष विन्यास से किसी भी विचलन को अस्थायी और स्वतः निर्धारणकारी समझा गया और इसे अज्ञात प्रतिस्पर्धी शक्तियों और सूचना के प्रचार-प्रसार का अनुगामी समझा गया।

12. हालांकि वर्तमान संकट ने दिखा दिया है कि यह जरूरी नहीं है कि वित्तीय बाजार आधारभूत तथ्यों के

समतुलन से ही चलें, कई बार ऐसा भी होता है कि बाजार विभेदीकृत असमतुलन, सनक, भय और गिरावट का रुख कर लेते हैं। वित्तीय उद्योग द्वारा अपने लिए तैयार की गई आचार-संहिता भी स्वतः निर्धारण की प्रक्रिया को पर्याप्त रूप से सक्रिय बनाने में विफल हुई। इसी प्रकार की दशा वैश्विक वित्तीय संस्थानों में आंतरिक जोखिम प्रबंधन की हुई, जिसके लिए माना गया था कि यह वरिष्ठ प्रबंधन तंत्र को संवेदनशील बनाएगा, परंतु इसने उच्च प्रतिलाभ और तत्त्वतः कम जोखिम वाले परिवेश में जोखिम उठाने वालों आगे आने का मौका दिया। बाजारों के अत्यधिक गहरे अंतर-संबंध और बाहरी अंतरों को देखते हुए ज्यादातर यह माना गया कि 'कोई बाजार नहीं, कोई इलाका नहीं और कोई संस्था नहीं तो फिर पर्यवेक्षण ही क्यों रहे। (एम बार्नियर, सदस्य, ईसी. फरवरी 16, 2010)।

- **सभी वित्तीय नवोन्मेष उपयोगी और वांछनीय हैं**

13. अस्फीतिकारी सतत विस्तार की लंबी शांति की अवधि के पीछे संकटपूर्व की अवस्था में वित्तीय क्षेत्र की सभी कमजोरियों की दूर करने वाला अमोघ अस्त्र मान लिया गया था और वित्तीय नवीनताओं को अनिवार्य रूप से दक्षतावर्धक माना जा रहा था। शुद्ध और सैद्धान्तिक दृष्टि से वित्तीय डेरिवेटिव को जिगसा पहेली के टुकड़े मानते हुए कहा जा रहा था कि इन्हें नकदी प्रवाह को अनुरूप बनाने के लिए हेजिंग या जोखिम प्रबंधन के लिए कई तरीकों से जोड़ा / व्यवस्थित किया जा सकता है। हालांकि, श्री सत्यजित दास ने हाल ही में एफटी लेख में लिखा है, डेरिवेटिव का ज्यादातर उपयोग *निवेश प्रतिबन्धों, लेखांकन नियमों, प्रतिभूति और कर विधियों से बचने* के लिए किया गया। इसका सबसे सीधा-सादा उदाहरण है क्रेडिट डेरिवेटिव का उपयोग फैक्ट्री उत्पाद के तौर पर किया जाना, और भी साफ-साफ कहें तो कचरे को स्वर्ण में बदलने के लिए किया गया। ग्रीक

स्वैप का मामला इसका दूसरा उदाहरण है। इन सौदों में कानूनी पक्ष पर ध्यान नहीं दिया गया, साफ तो यही लगता है कि डेरिवेटिव को इस प्रकार से बदला/ निर्मित किया गया कि क्रॉस-टेम्पोरल नकदी प्रवाह की प्रोफाइलों को अपारदर्शी रूप से प्रस्तुत किया गया।

• बाजार की दक्षता के मुख्य मानदंड हैं - प्रतिलाभ और नकदी

14. इस संकट ने इतना तो सिखा दिया है कि बाजारों को अव्यवस्था से बचाने के लिए बाजारों का आकार और नकदी पर्याप्त नहीं होते हैं। यद्यपि, बाजार के कार्यानिष्पादन के लिए अब तक उचित समझी गई मैट्रिक्स-बड़ी मात्रा टर्नओवर, भरपूर नकदी -लाभदायक है, फिर भी प्रणालीगत जोखिमों को बढ़ाने में इनकी भूमिका की दृष्टि से बाजार के आकलन, बढ़ते जोखिम संक्रमण, अत्यधिक परिवर्तनशीलता में योगदान और अत्यधिक सट्टेबाजी की ओर अनुगमन से इन्हें सुदृढ़ किया जाना चाहिए।

15. लार्ड टर्नर, अध्यक्ष, एफएसए, यूके ने मुंबई में अपने भाषण में कहा था कि “*बाजार की बढ़ती हुई नकदी के लाभ तो बस श्रद्धा की बात है, जिन्हें हम सख्त विनियमों के विरुद्ध उठाते रहते हैं।*” हालांकि, उन्होंने तर्क दिया था कि एक चरण के बाद बढ़ी हुई नकदी के लाभ मामूली ही होते हैं और इसकी गतिशीलता का प्रभाव विनाशकारी होता है जो उस मामूली लाभ का भी सफाया कर देता है।

• वित्तीय जोखिमों की सटीक माप और प्रबंधन हो सकता है

16. एलएसई² के जॉन डेनिएलसन ने एक बात कही है - “रिस्कोमीटर का मिथक, ” - यह कुछ नहीं बल्कि जोखिम प्रदर्श और आकलन तकनीकों द्वारा बताई गई झूठी

² www.voxeu.org

यथार्थता का तुरत-फुरत दिया गया ब्यौरा है, जो ‘जोखिम आधारित’ प्रतिमानों को विभिन्न क्षेत्रों में विधिसम्मत बनाते हैं, जैसे कि नियामक पूँजी, कार्यानिष्पादन मूल्यांकन, प्रतिपूर्ति इत्यादि। नोबल विजेता पॉल क्रुगमैन की बात कहूँ तो, हम ‘*प्रभावित करने वाली गणितीय इकाइयों को सामूहिक रूप से सौन्दर्य मानने की गलती करते हुए सत्य को नकार देते हैं।*’ यद्यपि ये सभी विधियाँ निश्चित तौर पर सांकेतिक मूल्यवत्ता की हो सकती हैं, लेकिन संकट तो तब होता है जब इन्हीं उपायों को मौद्रिक आवरण में ढाल देते हैं। गलतियों और चालाकी दोनों ही के लिए बहुत गुंजाइश रह जाती है।

• गहरे, नकदी वाले वित्तीय बाजारों के लिए मुक्त पूँजी खाते अनिवार्य हैं

17. संकट से पहले मुक्त पूँजी के आवागमन के लिए दिए जाने वाले अधिकांश तर्क अन्य बातों के साथ-साथ इस तथ्य पर भी आधारित थे कि स्वदेशी स्तर पर दक्ष और पूर्ण बाजारों के विकास का लाभ पाने के लिए मुक्त-पूँजी जरूरी है। यह मान लिया गया था कि घरेलू बाजारों में विदेशी सहभागिता वित्तीय प्रणाली के लिए आंतरिक रूप से लाभदायक है। विदेशी सहभागिता पर प्रतिबन्धों को सामान्यतया यही माना जाता था कि ये मुक्त बाजार व्यवस्था के लिए अकल्याणकारी और विरोधी तत्व हैं। तथापि, अब ज्यादा जरूरत इस बात को प्रोत्साहित करने की है कि सभी बाजारों में मजबूत स्वदेशी खिलाड़ी रहें और स्वदेशी बाजार के किसी भी खंड में विदेशी प्रभुत्व के कारण होने वाली जोखिम पर गौर किया जा रहा है।

18. यद्यपि समूचे संसार में विदेशी स्वामित्व वाले बैंकों ने संकट के दौरान डीलीवरेजिंग के संदर्भ में नकदी संकट में सामान्यतया योगदान किया है लेकिन उदीयमान यूरोप विदेशी बैंकिंग समूहों पर बहुत ज्यादा निर्भर था। और वे विशेष रूप से नाजुक स्थिति में थे। मूल बैंक अपनी अनुषंगी इकाइयों पर सारा जोखिम डालते हैं, और इसकी परिणति हुई - इनीशियेटिव फॉर को आर्डिनेशन ऑफ

यूरोपियन बैंक के रूप में। बीआइएस वार्षिक रिपोर्ट, 2009 के अनुसार हंगरी, इंडोनेशिया, मैक्सिको और तुर्की जैसे देशों ने बहुत ज्यादा कठिनाइयां झेलीं जब स्थानीय बांड बाजार से विदेशी निवेश वापस जाने लगा। ऐसे एकाएक प्रवाह से विश्वास चैनल के माध्यम से स्थिति और अधिक बिगड़ सकती है। समयसिद्ध सिद्धांत यह है कि विदेशी निवेश के प्रति ऋण बाजारों को खोलने का आधार ये होने चाहिए-सतत आधार पर वास्तविक और सांकेतिक ब्याज दरों में समरूपता, कम लोक ऋण/जीडीपी अनुपात और निरंतर आधार पर जीडीपी की तुलना में राजकोषीय घाटे का कम होना। बड़े सार्वभौमिक ऋण के संदर्भ में देशी निदेशकों द्वारा बड़ी मात्रा में खरीदे गए सार्वभौमिक ऋण वाले देश सटोरियों द्वारा कम प्रभावित माने जाते हैं।

19. सामान्य तौर पर पूंजी नियंत्रण के मुद्दे पर, अर्थव्यवस्था की जज्ब कर लेने की क्षमता के बाहर बहुत कम समय के भीतर बड़ी मात्रा में पूंजीगत प्रवाहों पर समष्टि अर्थव्यवस्थागत नीति बनाने की चुनौती को महसूस किया जा रहा है। ऋण देने के क्षेत्र में मुद्रा असंतुलन, आस्तिके मूल्य में अस्थिरता और घरेलू वित्तीय संस्थाओं को ऋण की उपलब्धता से वंचित किए जाने के वित्तीय स्थिरता संबंधी निहितार्थ हैं जिनसे आय की तलाश में उनमें जोखिम लेने की प्रवृत्ति बढ़ जाती है। इन सभी से लागतों पर समायोजन होता है और मौद्रिक और विनिमय दर प्रबंधन में बहुत ज्यादा जटिलता आती है। विश्व आर्थिक आउटलुक पर आइएमएफ के हाल के अपडेट में कहा गया है कि “यह मानते हुए कि बड़ी मात्रा में निधियों का आगमन हो सकता है और जो आंशिक रूप से अस्थायी हो सकती है। परिस्थितियों के अनुसार और आस्तियों के मूल्य में अवास्तविक बढ़ोतरी को रोकने के लिए समष्टि विवेकपूर्ण नीतियों के लिए कुल आरक्षितों का निर्माण और निधियों के प्रवाह पर कुछ पूंजी नियंत्रण उचित प्रतिक्रिया का हिस्सा हो सकते हैं।”

भारत में बाजारों को संपूर्ण बनाना

I. कंपनी बांड बाजार

20. सामान्यतः सक्रिय कंपनी बांड बाजार की अनुपस्थिति को एक मुख्य बाजार का न होना माना जाता है जिससे बुनियादी ढांचागत परियोजनाओं के लिए गैर-बैंकिंग निधीयन में भी रुकावट आती है। हालांकि, इसका कारण अर्थव्यवस्था के ढांचागत मुद्दे से ज्यादा जुड़ा हुआ है। पारंपरिक रूप से, कंपनी बांड के माध्यम से वित्त जुटाना भारतीय कंपनियों के बीच ज्यादा लोकप्रिय नहीं है। सरकारी वित्तीय संस्थान और वित्तीय मध्यवर्ती संस्थाएं हाल के समय में प्रभावी जारीकर्ता रही हैं और विदेशी बाजार में कम पहुंच के कारण गैर वित्तीय क्षेत्र भी इस बाजार से निधियां जुटा रहे हैं।

21. ये मुद्दे ऐसे नहीं हैं जो केवल भारत के संदर्भ में ही सही हों। अमरीका और जापान जैसे कुछ बाजारों को छोड़कर अंतरराष्ट्रीय स्तर पर कुछ ही अर्थसुलभ द्वितीयक बांड बाजार हैं। अधिकांश कंपनी बांड बाजार का उपयोग बड़े और उच्चतम कोटि के जारीकर्ता करते हैं और भारत सहित अन्य निवेशक सामान्यतः इन्हें खरीदकर अधिक समय तक अपने पास रखते हैं। ऋण जोखिम के प्रति विमुखता के चलते और इक्विटी की तुलना में प्रतिलाभ की दर कम होने के कारण इनमें खुदरा निवेशकों की रुचि सामान्यतः बहुत कम होती है।

22. कंपनी बांड और प्रतिभूतिकरण पर उच्च स्तरीय विशेषज्ञ समिति (अध्यक्ष: डॉ आर.एच. पाटिल) की संस्तुतियों के आधार पर कंपनी बांड के प्राथमिक निगमन के साथ-साथ द्वितीयक बाजार की ट्रेडिंग प्रक्रिया को सुचारु बनाने के लिए अनेक कदम उठाये गए हैं। आगे, एकसमान स्टाम्प शुल्क, उत्पाद मानकीकरण, केंद्रीकृत डेटाबेस और मुख्य तौर पर बीमा कंपनियों और पेंशन फंड जैसे दीर्घाविधि निवेशकों पर से नियंत्रण हटाए जाने की आवश्यकता है। दिवालियेपन के प्रावधानों में सुधार के लिए कार्रवाई करने की आवश्यकता है।

23. कंपनी बांड बाजार में 15 बिलियन अमरीकी डालर तक के विदेशी निवेश की सीमा है जिसका उपयोग कम ही किया जा रहा है। इसके अलावा एक्चेंजों के समाशोधन गृह को डीवीपी आधार पर कंपनी बांड में ओटीसी कारोबार के निपटान के लिए आरटीजीएस तक पहुंच की सुविधा दी गई है।

24. यह तर्क दिया जाता है कि यदि बैंकों को कंपनी बांड की गारंटी देने की अनुमति दी जाए तो बाजार में दिलचस्पी बढ़ सकती है। हालांकि ऐसे कदम से वास्तविक कंपनी बांड बाजार का विकास नहीं होगा और परिणामस्वरूप बैंकिंग प्रणाली में जोखिम रह जाएगा जो बाजार आधारित मध्यस्थता रहित प्रक्रिया का उद्देश्य नहीं है।

25. हाल ही में कंपनी बांड में रेपो की अनुमति दी गई। रेटिंग एजेंसी द्वारा 'एए' या उसके ऊपर श्रेणीकृत किए गए केवल सूचीबद्ध कंपनी ऋण प्रतिभूतियों को रेपो के लिए पात्र बनाया गया है। लीवरेज को रोकने के लिए न्यूनतम 25 प्रतिशत का हेयरकट रखा गया है और रेपो की अवधि में रेपो के अधीन उधार ली की प्रतिभूतियों की बिक्री की अनुमति नहीं है।

26. कंपनी बांड में रेपो को लागू करने की रिजर्व बैंक की पहल को हाल के वित्तीय संकट में रेपो की भूमिका के संदर्भ में देखे जाने की आवश्यकता है। अच्छे समय में लीवरेज स्थिति बनाने के लिए तब रेपो सुविधाजनक माध्यम है जब हेयरकट कम होता है और चलनिधि प्रचुर मात्रा में होती है। अच्छी ऋण साख रखने वाले निवेश बैंक (बीयर स्टर्न, लेहमन ब्रदर्स) जैसी संस्थाएं रेपो बाजार से बहुत कम दरों पर ऋण प्राप्त कर सकीं जिसके कारण उन्होंने बड़ी मात्रा में लीवरेज किया। सामान्य दौर में, रेपो ऋण सस्ता होता है और इसका रोलओवर आसान है, जबकि वित्तीय कठिनाई के समय रोलओवर कठिन हो जाता है जिससे चलनिधि का संकट उत्पन्न होता है। वित्तीय संकट के दौरान आधार परिसंपत्ति की तरलता

समाप्त हो जाने की जोखिम के बढ़ जाने से रेपो बाजार में चलनिधि समाप्त हो जाती है।

27. आगे, सरकारी प्रतिभूति में रेपो लेन-देन की तुलना में, आधारभूत परिसंपत्ति (सार्वभौतिक बांड) की प्रकृति और सीपीपी गारंटी के साथ मजबूत समाशोधन और निपटान प्रणाली की उपस्थिति के कारण व्याप्त जोखिम कम होता है, कंपनी बांड में रेपो लेन-देन बांड के विविध प्रकृति के कारण डीवीपी-III प्रणाली में वे ऋण प्रदान नहीं करते हैं। अतः कंपनी बांड में रेपो में बड़ी मात्रा में जोखिम होती है जो कंपनी बांड में आधारभूत नकद बाजार की परिस्थिति के कारण यह और बढ़ जाती है।

28. एक रोचक पेपर में, गैरी गॉर्टन और एन्ड्रयू मेट्रिक ने अपने पेपर "सेक्युरिटाइज्ड बैंकिंग एंड द रन ऑन रेपो"³ में हाल के वित्तीय संकट में रेपो बाजार की भूमिका का अध्ययन किया। उन्होंने बताया कि संकट का जन्म "रेपो" बाजार से पैसे निकालने की आपाधापी के कारण हुआ। यह बाजार गैर-जमानती बाजार की तरह अति संवेदनशील है। यह विशेषकर तब होता है जब संपार्श्विक निम्न कोटि का हो और बाजार में तरलता का अभाव हो।

29. अतः रिजर्व बैंक ने कंपनी बांड में रेपो के अपने विनियमन में सावधानीयुक्त दृष्टिकोण अपनाया। आगे, रिजर्व बैंक कंपनी बांडों के परिचालन शुरू होने पर रेपो बाजार के कामकाज पर गहराई से नजर रखेगा और उचित समय पर निदेशों की समीक्षा करेगा।

II. क्रेडिट डेरिवेटिव

30. क्रेडिट डेरिवेटिव अपने आप में जोखिम प्रबंधन का एक अच्छा साधन हो सकता है जो निवेशकों को अपने ऋण जोखिमों को अंतरित/हेज करने में सहायता

³ [एनबीईआर वर्किंग पेपर 15223 (2009)]

करता है। अवांछित ऋण जोखिम को टालने की ऐसी क्षमता निवेशकों को ऐसे बांड में बने रहने के लिए प्रोत्साहित करती है जिन्हें अन्यथा वे नहीं रखते और इससे बाजार में नकदी बढ़ती है। क्रेडिट डेरिवेटिव प्रतिभागियों को किसी संस्था की ऋण जोखिम पर अपनी धारणा बनाने में सहायता देते हैं और ऋण जोखिम को स्वयं ही 'उचित' स्तर पर पहुंचाने में मदद करते हैं। हालांकि समस्या तब आती है जब उत्पाद का स्वरूप उस तरह का नहीं रहा जाता है जिसके लिए वास्तव में वह नियत किया गया था। यदि ये उत्पाद रियल सेक्टर से अलग हो जाते हैं और अलग उत्पाद की तरह व्यवहार करने लगते हैं तो वे विकृत प्रोत्साहन के लिए उचित आधार बना सकते हैं जैसा कि हम हाल के समय में देख रहे हैं।

31. इसमें वियोजन हो सकता है क्योंकि सीडीएस में बीमा-योग्य हित जुड़ा नहीं होता है। प्रचलित समझ के विरुद्ध सीडीएस न तो पूर्णरूपेण बीमा संविदा है और न ही ब्याज दर स्वैप की तरह स्वैप संविदा है। हालांकि सामान्य बीमा संविदा में बीमा हित का होना जरूरी है जबकि सीडीएस के मामले में ऐसा नहीं है। आगे, आइआरएस संविदा के विपरीत, प्रोटेक्सन सेलर के लिए सीडीएस में पे-ऑफ आकस्मिक देयताओं के उत्तरदायित्व का 'शुल्क' है और यह वास्तव में आय नहीं है। आकस्मिक देयताओं को 'बिलो द लाइन' रखकर शुल्क को आय के तौर पर लेखांकन करने से प्रतिभागी सीडीएस को शुद्ध आय अर्जित करने वाला लिखत मानने के लिए प्रेरित हो सकता है जिससे निहित जोखिम पर ध्यान नहीं जाता है।

32. बीमाकृत हित न होने के बावजूद सुरक्षा खरीदने की सुविधा से सुरक्षा चाहने वाले ग्राहकों की संख्या बढ़ेगी जिससे बाजार नकदी में बढ़ोतरी होगी और इसका प्रतिकूल प्रोत्साहन हो सकता है। यदि ऋणदाता को सीडीएस के माध्यम से सुरक्षा मिलती है तो कंपनी के

सफल होने की तुलना असफल होने पर वे ज्यादा आय प्राप्त कर सकते हैं। यदि मामला यह है तो सीडीएस सुरक्षा वाले ऋणदाता को संकटयुक्त कंपनी को दिवालिया कंपनी की ओर ले जाने में ज्यादा लाभ है न कि उसके ऋण को खत्म करने में। ग्रीस ऋण संकट पर सीडीएस के संदर्भ में यह रिपोर्ट किया गया कि अमरीकी विनियामक न केवल कंपनी बल्कि देश को अस्थिर करने में सीडीएस ट्रेडर की भूमिका की जांच करेगा।

33. सीडीएस संविदा में प्रतिपक्षीय जोखिम का एक जटिल शृंखला शामिल होती है और किसी भी समय पर हुई चूक ग्लिडलॉक बाजार में प्रणालीगत मुद्दा बन जाती है। यह प्रायः माना जाता है कि सुरक्षा की खरीद द्वारा जब क्रेडिट जोखिम खत्म हो जाता है और जोखिम बही से निकल जाती है। यह भूल जाते हैं कि सीडीएस ऋण जोखिम को जारीकर्ता से सुरक्षा विक्रेता की तरफ अंतरित कर देता है और सुरक्षा उतनी ही होती है जितनी विक्रेता की ऋण-पात्रता होती है। जैसा कि एआइजी के मामले में देखा गया, एआइजी(सुरक्षा विक्रेता) की 'एएए' स्थिति को बड़े ही सहज ढंग से लिया गया जिसमें ऋण घटनाओं की संभावनाओं पर ध्यान नहीं दिया गया। आगे, बीमा कारोबार के विपरीत सीडीएस लेन-देनों में ऋण घटनाक्रम एक-दूसरे से ज्यादा जुड़े होते हैं और ऋण घटना की स्थिति में सुरक्षा विक्रेता पर भुगतान का तीव्र दबाव बनाते हैं। ये घटनाक्रम सीडीएस लेनदेनों के विभिन्न आयामों को पूर्ण रूप से समझने के साथ-साथ सामान्य बीमा कारोबार से इसके अलग होने के बारे में और सीडीएस लेनदेनों को करने के पहले मजबूत ऋण जोखिम प्रबंधन के महत्व को बताते हैं।

34. सीडीएस बाजार की परिकल्पना प्रतिभागियों को ऋण जोखिम से संबंधित जानकारी उपलब्ध कराकर बाजार को पूर्णता प्रदान करने के रूप में की गई है। आशा की जाती है कि सीडीएस स्प्रेड गतिशीलता के साथ और रियल टाइम में जारीकर्ता के सही ऋण गुणवत्ता

को दर्शाएंगे। यह नोट करना दिलचस्प है कि प्रमुख अंतरराष्ट्रीय वित्तीय समूहों के सीडीएस स्प्रेड ने आनेवाले संकट का अग्रिम संकेत नहीं दिया और 2007 की गर्मियों की शुरुआत में यह ऐतिहासिक रूप से सबसे निचले स्तरों पर चला गया और 1930 के बाद के सबसे बड़े वित्तीय संकट की शुरुआत हुई। पीछे मुड़कर देखने पर यह ऋण जोखिमों का अत्यन्त कम मूल्यांकन करने का मामला था जिसका रियल सेक्टर पर बहुत ज्यादा प्रभाव पड़ा। डेरिवेटिव बाजारों से स्पॉट की मौलिक स्थिति का पता लगाने के निहित खतरे हैं, विशेषकर सतही और गैर-नकदी खंडों में। केवल ऋण की धारणा या तरलता की धारणा पर सीडीएस स्प्रेड में घट-बढ़ हो सकती है और ये घटनाएं प्रतिभागियों को जारीकर्ता की ऋण गुणवत्ता पर अपने दृष्टिकोण की समीक्षा करने के लिए प्रेरित करती हैं जो गलत भी हो सकती है, पर कभी-कभी ये स्वयंपूर्ण भी होती है। 'दुम का कुत्ते पर नियंत्रण' की ऐसी प्रवृत्ति से कारपोरेट और बैंक जैसे जारीकर्ताओं के लिए उधार लागत में बढ़ोतरी हो सकती है जबकि मूलभूत स्थितियों में कोई परिवर्तन नहीं हुआ होता है।

35. आपको याद होगा कि रिजर्व बैंक ने 2007 में सीडीएस पर ड्राफ्ट दिशा-निर्देश जारी किए थे और संकट के कारण इन दिशा-निर्देशों को जारी नहीं किया गया। इन दिशा-निर्देशों के अनुसार निवासी इकाइयों के लिए निवासी संदर्भ बाध्यता पर एकल नाम प्लेन वनिला सीडीएस की अनुमति देने का प्रस्ताव था। यह निर्धारित किया गया था कि आधारभूत आस्ति/दायित्व, संदर्भित आस्ति/दायित्व, सुपुर्दगीयोग्य आस्ति/दायित्व निवासी के प्रति हो और यह भारतीय रूप में मूल्यवर्गित होना चाहिए। आगे, यह जरूरी था कि ऋण डेरिवेटिव संविदा रूपये में मूल्यवर्गित हो और इसका निपटारा भारतीय रूप में हो।

36. वैश्विक संकट से प्राप्त सबक का लाभ उठाते हुए, भारतीय बाजारों में सीडीएस की शुरुआत करने संबंधी

मुद्दों पर रिजर्व बैंक का आंतरिक समूह पुनः गौर कर रहा है। इस संदर्भ में उपर्युक्त सामान्य मुद्दों के अलावा कुछ प्रासंगिक मुद्दे निम्नलिखित हैं:

- **अंडरलाइंग के लिए रेटिंग आवश्यकता :** सीडीएस की आधारभूत आस्ति की रेटिंग की आवश्यकता के संबंध में मिश्रित विचार है। अंतरराष्ट्रीय तौर पर यह पाया गया है कि जनता के बीच ट्रेड किए जा रहे ऋण में तरलता ज्यादा है और रेटिंग की आवश्यकता नहीं है। यह भी तर्क दिया जा सकता है कि सीडीएस के मामले में रेटिंग की आवश्यकता नहीं है क्योंकि यह स्वयं रेटिंग की प्रोक्सी के रूप में कार्य करेगा और यह अधिक गतिशील है तथा अन्य रेटिंग एजेंसी द्वारा दी गई रेटिंग की तुलना में क्रेडिट की रेटिंग ज्यादा करीब है। दूसरी तरफ अन्य रेटिंग की आवश्यकता को आधारभूत आस्ति के बारे में अधिक जानकारी और पारदर्शिता का साधन मान सकते हैं जो अन्यथा प्रतिभागियों को उपलब्ध नहीं होता। विशेषतः भारतीय बाजार के संदर्भ में जहां द्वितीयक बाजार नगण्य हैं, शुरुआत में आधारभूत आस्तियों की रेटिंग सीडीएस को खरीदने / बने रहने / सीडीएस की स्थिति की अनवाइनडिंग करने के लिए महत्वपूर्ण हो सकती है।
- **बीमायोग्य हित :** संकट ने खरीदार की क्रेडिट सुरक्षा के लिए बीमायोग्य हित की उपस्थिति को सुनिश्चित करने की आवश्यकता के स्पष्ट रूप से सामने लाया है। मुद्दा यह है कि क्या बाजार निर्माता बैंकों को शर्तों के अधीन आधारभूत परिसंपत्ति के बिना सीडीएस के कारोबार की अनुमति दी जानी चाहिए। यह हां, तो हमें यह तय करना होगा कि ऐसी सीमा कैसे निकाली जाए।
- **केंद्रीकृत रिपोर्टिंग :** ओटीसी बाजारों की अपारदर्शिता, विशेषकर डेरिवेटिव को वैश्विक संकट

का एक अहम कारण माना जाता है। केंद्रीकृत रिपोर्टिंग की आवश्यकता को अनेक ने स्वीकार किया है और कुछ प्रणालियां स्थापित की गई हैं जिनसे विनियामक स्थितियों पर नजर रखी जा सके और प्रतिभागी बाजार पर अपनी नजर रख सकें। सीडीएस को लागू करते समय भारतीय संदर्भ में केंद्रीकृत रिपोर्टिंग प्रणाली पर विचार किया जा रहा है।

- **केंद्रीकृत समाशोधन और निपटान:** अंतरराष्ट्रीय तौर पर ओटीसी डेरिवेटिव के जोखिम प्रबंधन के मुद्दे को सुलझाने के लिए केंद्रीकृत समाशोधन और निपटान भी प्रस्तावित है। एकल नाम वाला सीडीएस के लिए केंद्रीकृत समाशोधन और निपटान ढांचे का निर्माण एक चुनौतीपूर्ण कार्य होगा।

37. संशोधित ड्राफ्ट दिशा-निर्देश यथासमय सार्वजनिक किया जाएगा। इस बीच, इस चरण पर भी उपर्युक्त मुद्दे पर किसी भी प्रकार की प्रतिसूचना का हम स्वागत करेंगे।

III. ब्याज दर फ्यूचर्स

38. 10 वर्षीय कल्पित कूपन बांड पर ब्याज दर फ्यूचर्स (आइआरएफ) संविदा 31 अगस्त 2009 को एनएसई पर शुरूकिया गया। भारत के निवासी और विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफएफआइ) को बाजार में प्रतिभागिता की अनुमति दी गई है। बाजार में एफआइआइ की प्रतिभागिता को इन शर्तों से साथ दी गई है कि नकद और फ्यूचर्स बाजार में कुल सकल दीर्घावधि स्थिति सरकारी और कंपनी बांड में उनकी सीमा से अधिक नहीं होनी चाहिए। प्रारंभ में उत्पाद में कारोबार देखा गया और इसकी मात्रा में बढ़ोतरी हुई परंतु धीरे-धीरे चलनिधि में कमी होती गई। आइआरएफ के संबंध में चर्चा इसी वृद्धि को रोकने वाले कारकों पर है। इस संबंध में उठाए गए कुछ मुद्दों पर मैं चर्चा करना चाहूंगा।

39. कुछ तबकों से सुझाव आया है कि आइआरएफ बाजार की चलनिधि के लिए बड़ी बाधा प्रत्यक्ष निपटान की

आवश्यकता है और नकदी निपटान से इसका समाधान हो सकता है। अब, वैश्विक वित्तीय बाजार की आइआरएफ संविदा का निपटारा नकदी के साथ-साथ प्रत्यक्ष डिलीवरी से भी होता है। यूएस, यूके, यूरोजोन और जापान के अच्छी तरह से स्थापित आइआरएफ बाजारों में संविदा प्रत्यक्ष डिलीवरी के आधार पर होती है। कुछ नए आइआरएफ बाजार, जैसे ऑस्ट्रेलिया, ब्राजील और सिंगापुर नकदी-निपटान आधारित बाजार हैं। नकदी निपटान को लागू करने वाले कोरिया ने 10 वर्षीय फ्यूचर्स के लिए प्रत्यक्ष निपटान का विकल्प रखा है। इसपर गौर किया जाना चाहिए कि इन बाजारों में अनेकों की राजकोषीय स्थिति मजबूत है और आपूर्ति में कमी के कारण शार्ट स्क्वीज का डर पैदा हो सकता है।

40. नकदी निपटान विकल्प के प्रस्तावकों का विचार है कि गैर-नकदी बाजार में, 'लांग' अनंत: गैर-नकदी प्रतिभूतियों में बदल जाएगा। दूसरी तरफ, नकदी निपटान विकल्प के विरोधियों का तर्क है कि इससे अर्बिट्रेज-मुक्त नकदी फ्यूचर्स मूल्य लिंकेज सुनिश्चित नहीं होगा। अतः प्रत्यक्ष निपटान और नकदी निपटान आइआरएफ दोनों के पक्ष में समर्थनकारी तर्क हैं।

41. नकदी निपटान विकल्प के पक्ष और विपक्ष में तर्क के बावजूद, प्रत्यक्ष निपटान विकल्प से बाजार प्रतिभागियों को बहुत ज्यादा कठिनाई नहीं आनी चाहिए क्योंकि अंतरराष्ट्रीय स्तर पर अंतिम तिथि तक जाने वाले आइआरएफ संविदाओं का प्रतिशत बहुत कम है और पहले चक्र में घरेलू बाजार में भी ऐसा देखा गया है। जहां सटोरिये लाभ अर्जित करने के लिए अवधि समाप्ति के पहले अपने पोजीशन खत्म कर सकते हैं वहीं हेज करने वाले हेजिंग की अवधि के अनुसार पोजीशन या तो खत्म कर सकते हैं या आगे बढ़ा सकते हैं। अंतरपणन कार्यकलाप करने वाले अंतरपणन लाभ के लिए अपने पोजीशन को आर्डर के खत्म होने तक जारी रख सकते हैं।

42. एक अन्य मत है कि प्रतिभागियों को प्रत्यक्ष या नकदी तौर पर निपटान करने का विकल्प होना चाहिए। यह उचित समाधान नहीं होगा क्योंकि इससे 'लांग' रखने वालों को अपनी रणनीति बनाने में कठिनाई आएगी, क्योंकि उसे निपटान की तिथि तक स्पष्ट नहीं होता है कि वह नकदी प्राप्त करेगा या प्रत्यक्ष प्रतिभूति प्राप्त करेगा।

43. एक मत यह भी है कि 'लांग' को प्रतिभूति को चुनने का विकल्प दिया जा सकता है जो उसे गैर-नकदी सीटीडी बांड की सुपुर्दगी के लेने से बचने में मदद करेगा। ऐसे मामलों में खरीदार चाहेगा कि महंगी प्रतिभूति की सुपुर्दगी उन्हें की जाए। इससे आइआरएफ बाजार की वृद्धि में रुकावट आएगी। इस प्रथा से आइआरएफ बाजार के विकास के पथ में और रुकावट आएगी क्योंकि व्यापारी, विशेष रूप से अंतरपणन कर्ता 'शार्ट' फ्यूचर्स पोजीशन लेने से कतराएगा क्योंकि उसे सबसे कीमती प्रतिभूति की सुपुर्दगी करनी पड़ सकती है।

44. यह भी तर्क दिया जाता है कि फ्यूचर्स संविदाओं के स्वरूप के साथ समकालिक बनाने के लिए शार्ट सेलिंग की अवधि को बढ़ाने से प्रभावी अंतरपणन को सुविधाजनक बनाने के द्वारा फ्यूचर्स बाजार में नकदी डाली जा सकती है। हालांकि, इस बात को नजरअंदाज नहीं किया जा सकता कि यह शार्ट सेलिंग प्रत्यक्ष या अप्रत्यक्ष रूप से संभावित जोखिम उत्पन्न कर सकती है और बाजार को अस्थिर कर सकती है। भारत में, सार्वजनिक क्षेत्र के व्यय ही आर्थिक विकास के प्रमुख कारक होने और बड़ी मात्रा में सरकारी ऋण कार्यक्रम तथा बाजार के पूर्णतः विकसित न होने को देखते हुए सरकारी प्रतिभूति बाजार में मुक्त शार्ट सेलिंग की अनुमति देने के पहले सावधानीपूर्वक विचार करना होगा।

IV. मुद्रा फ्यूचर्स बाजार

45. हाल ही में, मान्यता प्राप्त स्टॉक एक्सचेंजों को अमेरिकी डालर-रुपया संविदा के अतिरिक्त यूरो-रुपया,

जापानी येन-रुपया और पाउंड स्टर्लिंग (जीबीआर)-रुपया के मुद्रा जोड़ियों में मुद्रा फ्यूचर्स संविदा की अनुमति दी गई। दो एक्सचेंजों ने पहले ही अन्य मुद्रा जोड़ियों में फ्यूचर्स संविदा की शुरुआत कर दी है जिसके कारण मात्रा में बहुत बढ़ोतरी हुई है।

46. हालांकि मुद्रा फ्यूचर्स में कारोबार की मात्रा में तेजी से बढ़ोतरी हुई है, पर ओपन इंटररेस्ट कम और स्थिर बनी हुई है और इसका प्रतिशत शेष ओटीसी संविदाओं की तुलना में बहुत कम है। उपर्युक्त प्रवृत्ति दर्शाती है कि विभिन्न प्रतिभागियों द्वारा हेजिंग के उद्देश्य से एक्सचेंज ट्रेडेड बाजारों का उपयोग अभी भी नहीं किया जा रहा है। इसका उपयोग मुख्यतः डे-ट्रेडर द्वारा इंटर-डे पोजीशन लेने के लिए किया जा रहा है जिसे दिन की समाप्ति तक निपटा दिया जाता है और यही बाजार में बड़ी मात्रा में हो रहा है।

47. यहां यह उल्लेख करना प्रासंगिक होगा कि मुद्रा फ्यूचर्स के लिए नकदी समाधान विकल्प को स्वीकार किया गया था क्योंकि पूंजी खाते पर रुपया पूर्णतः परिवर्तनीय न होने के कारण प्रत्यक्ष निपटान व्यवहार्य विकल्प नहीं था। ओटीसी बाजार में डेरिवेटिव सहित विदेशी मुद्रा में लेन-देनों को विनियमित करने के लिए विस्तृत ढांचा और आधारभूत आस्तियों के एक्सपोजर का होना पहली आवश्यकता है। इस आवश्यकता को एक्सचेंज ट्रेडेड बाजार में लागू करना संभव नहीं था। इस बाजार में एफआइआइ को कारोबार की अनुमति देने में हमारी अनिच्छा का कारण यही था। ओटीसी बाजार में आधारभूत आस्ति के वाणिज्यिक लेन-देनों की आवश्यकता को खत्म करना उपयुक्त नहीं माना गया।

V. संरचित डेरिवेटिव

48. भारत में संरचित डेरिवेटिव बाजार विकास के प्रारंभिक दौर में है और अधिकांश संरचना इक्विटी से जुड़ी हुई हैं। रिजर्व बैंक के दिशा-निर्देश किसी भी ऐसे

संरचित डेरिवेटिव उत्पाद को स्पष्टतः अस्वीकार करते हैं जिनकी आधारभूत परिसंपत्ति कोई दूसरा डेरिवेटिव हो। तथापि, अनेक आकर्षक मुद्रा डेरिवेटिव लोकप्रिय हैं, जिसमें मुख्य रूप से शून्य लागत रणनीति शामिल है। नीति को युक्तिसंगत बनाने के उपाय के रूप में विदेशी मुद्रा पर ड्राफ्ट दिशा-निर्देशों में कवर किए गए ऑप्शन को बेचने की अनुमति दी गई जबकि शून्य-लागत संरचनाओं की मनाही की गई।

49. कंपनियों ने वर्ष 1996 में शुरू की गई लागत कटौती वाली संरचनाओं का उपयोग अपने मुद्रा एक्सपोजरों की हेजिंग के लिए किया। इस उत्पाद में एक ओर हेजिंग की लागत में कमी लाने और दूसरी ओर जोखिम में होने वाली तदनु रूप वृद्धि के बीच का सामंजस्य बनाए रखने की धारणा शामिल है। उचित मूल्यांकन, ऐसे उत्पादों की गलत-बिक्री और अन्य अनियमितताओं से संबंधित चिंताओं ने रिज़र्व बैंक को भारत में ऐसे उत्पादों की अनुमति प्रदान करने के औचित्य पर पुनर्विचार करने के लिए बाध्य किया।

50. ड्राफ्ट दिशा-निर्देशों के जवाब में अनेक कंपनियों और उद्योग संघों, फेडरल और फिम्डा ने लिखा कि लागत कटौती वाली संरचना को निषेध करने से कंपनियों के सक्रिय विदेशी मुद्रा प्रबंधन परिचालनों और वैश्विक बाजार में प्रतिस्पर्धा करने की उनकी क्षमता पर गंभीर अड़चन आएगी क्योंकि अंतरराष्ट्रीय तौर पर उनके प्रतिस्पर्धी के पास ऐसे उत्पादों के प्रयोग की छूट है। इसके अतिरिक्त, यदि ऐसी संरचनाएं निषिद्ध को जाती हैं, तो हो सकता है कि कुछ कंपनियां लागत के कारण अपने एक्सपोजरों को हेज न करें और परिणामस्वरूप प्रणाली में खुली मुद्रा जोखिम आ सकती है जो किसी सीमा तक हेजिंग की अनुमति देने से ज्यादा जोखिमयुक्त है। यह सुझाव दिया गया कि संरचनाओं को सुरक्षा उपायों के साथ अनुमति दी जाए, जैसे कि ऐसी रणनीति में किए जाने वाले पे-ऑफ हेज न किए गए एक्सपोजर और फारवर्ड संविदा के बीच हो,

उत्पादों को केवल आधारभूत आस्ति एक्सपोजरों के साथ अनुमति दी जाए, लीवरेज वाली संरचनाओं की अनुमति न दी जाए, और इसे उन कंपनियों तक सीमित रखा जाए जिनका टर्नओवर और निवल मालियत एक न्यूनतम निश्चित स्तर का हो, इत्यादि।

51. हम सुझावों पर विचार कर रहे हैं और फेडरल सम्मेलन ऐसे उत्पादों से जुड़ी चिंताओं और संभावित सुरक्षा उपायों पर चर्चा करने का उचित फोरम होगा।

- **उपयुक्तता और औचित्य**-जटिल उत्पाद ऐसे होने चाहिए जो उपयोगकर्ता के कारोबार, वित्तीय परिचालन, कुशलता और आधुनिकीकरण, आंतरिक नीतियों के साथ-साथ उनकी जोखिम अभिरुचि के साथ सामंजस्य रखता हो। संविदा के अधीन जोखिमों और भविष्य की देयताओं के संबंध में अपर्याप्त समझ से अनेक कानूनी विवाद सामने आते हैं। कुछ उपयोगकर्ता उत्पादों के संबंध में अनभिज्ञता का बहाना बनाते हैं और केवल हानि के वक्त इसे अनुपयुक्त बताते हैं। इन गतिविधियों के कारण बैंकों और उपयोगकर्ताओं की तरफ से और अधिक दायित्वशीलता दिखाने और सावधानी बरतने की आवश्यकता है। उसको ध्यान में रखते हुए इस पर चर्चा करना आवश्यक हो जाता है कि यदि ऐसे उत्पादों की अनुमति दी जाती है तो उन्हें केवल उन उपयोगकर्ताओं तक सीमित रखना होगा जिसके पास सक्रिय जोखिम प्रबंधन प्रणाली, कंपनी अभिशासन, लेखा-प्रणाली और प्रकटीकरण प्रथाएं हैं। इस संबंध में संभावित सुरक्षा उपायों में अंतरराष्ट्रीय लेखा प्रणाली मानकों, न्यूनतम निवल संपत्ति, सूचीबद्धता इत्यादि को अपनाया जा सकता है।
- **जोखिम में तदनु रूप बढ़ोतरी की सीमा और प्रीमियम की निवल प्राप्ति**- विद्यमान दिशा-निर्देश लागत कटौती संरचना की अनुमति इन शर्तों के साथ देते हैं कि प्रीमियम की निवल प्राप्ति न हो

क्योंकि यह उपयोगकर्ता को एक निवल ऑप्शन राइटर बना देता है। तथापि, यह देखा गया है कि कुछ ऐसी संरचनाएं बेची गई हैं जहां प्रीमियम की राशि उपयोगकर्ता को अंतरित कर दी गई जिससे वे असीमित डाउनसाइड के प्रभाव में आ गए। फीडबैक यह है कि इस शर्त में अतिरिक्त सुरक्षा उपाय केवल उन्हीं कम लागत वाली संरचनाओं को अनुमति देने से हो सकता है जो स्पष्ट तौर पर दर्शाते हैं कि ऐसी रणनीति की अंतिम राशि हेज न किए गए एक्सपोजर और फारवर्ड संविदा के माध्यम से हेज किए गए एक्सपोजर के बीच हो।

- **आधारभूत परिसंपत्ति का अस्तित्व:** फेडरल विनियमन 25 का आधारभूत परिसंपत्ति सिद्धांत यह है कि डेरिवेटिव उत्पादों को केवल हेजिंग उद्देश्यों के लिए इस्तेमाल किया जाना चाहिए परंतु पिछले कार्य-निष्पादन मार्ग के अधीन कुछ परिचालन लचीलापन प्रदान किया गया है। संबंधित आधारभूत परिसंपत्ति के बिना अत्यधिक लीवरेज से जोखिम बहुत बढ़ जाती है। ऐसी संरचनाओं से संबंधित जोखिम को देखते हुए यह महसूस किया गया कि ऐसे उत्पादों के प्रयोग पर विचार किया जाता है तो उसे ऐसे एक्सपोजर के साथ जोड़ देना चाहिए जिनका निर्धारण हो चुका हो। इसके अलावा, ऐसी संरचनाओं में किसी भी प्रकार का लीवरेज नहीं होना चाहिए।

52. जब हम लागत कटौती संरचना के मुद्दे पर बहस करते हैं तो हम स्वयं-पूर्ण ऑप्शन राइटिंग के संबंध में भी चर्चा करते हैं। बाजार परिस्थितियों और उपयुक्तता और औचित्य से संबंधित मुद्दे को देखते हुए क्या यह स्वयं-पूर्ण कवर ऑप्शन राइटिंग की अनुमति देने का उचित समय होगा? विकल्पतः, स्वयं-पूर्ण कवर्ड ऑप्शन राइटिंग की अनुमति देने के बदले क्या हमें सुरक्षा उपायों के साथ लागत प्रभावी संरचनाओं की अनुमति देने पर

विचार करना चाहिए? सुरक्षा उपायों से गलत बिक्री की जोखिम में कमी आती है। सुरक्षा उपाय किस सीमा तक होने चाहिए इसका फीडबैक प्राप्त करने की आवश्यकता है।

ओटीसी बाजारों की निगरानी

53. भारत में, कई अन्य अधिकार क्षेत्रों के विपरीत ओटीसी बाजार अच्छी तरह विनियमित है। भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम के तहत, विनियमित इकाई होने के कारण किसी ओटीसी डेरिवेटिव संविदा की वैधता लेन-देन की पार्टियों में से किसी एक के सापेक्ष है। विनियामक ढांचे की मुख्य विशेषताएं निम्न हैं :

- क) मार्केट मेकर और सभी ओटीसी डेरिवेटिव के उपयोगकर्ताओं की भूमिका में स्पष्ट अंतर है और कुछ ब्याज दर डेरिवेटिव के मामले में मुख्यतः बैंक और प्राथमिक डीलर हैं जिन्हें मार्केट मेकर के तौर पर कार्य करने की अनुमति है।
- ख) उपयोगकर्ताओं को आधारभूत परिसंपत्ति एक्सपोजर को मूलतः हेज करने के लिए डेरिवेटिव में लेनदेन की अनुमति है। ब्याज दर डेरिवेटिव के लिए, रिजर्व बैंक द्वारा विशेष रूप से दी गई अनुमति से, जोखिम एक्सपोजरों के रूपांतरण के लिए डेरिवेटिव लेनदेनों के लिए अतिरिक्त गुंजाइश है।
- ग) संरचित डेरिवेटिव उत्पादों की केवल तब तक अनुमति है जब तक वे भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा अनुमति दिए गए दो या उससे ज्यादा मौलिक लिखतों का मिश्रण हों और ऐसा कोई डेरिवेटिव उसमें शामिल न हो जिसकी अनुमति रिजर्व बैंक द्वारा स्वयं-पूर्ण आधार पर न दी गई हो।
- घ) यदि उत्पाद में नकदी बाजार मौजूद है तो सभी डेरिवेटिव लिखतों का मूल्यांकन बाजार दरों पर

- या मॉडल के आधार पर किया जाना चाहिए बशर्ते कि सभी मॉडल इन्पुट सुस्पष्ट बाजार परिवर्ती हों और परिणात्मक एल्गोरिथम के दस्तावेज सहित मॉडल का पूर्ण विवरण हो।
- ड) ग्राहक की उपयुक्तता और औचित्य के मूल्यांकन की जिम्मेदारी मार्केट मेकर पर है और किसी उपयोगकर्ता को किसी उत्पाद की बिक्री करते समय उसे आवश्यकताओं के विस्तृत सेट की जरूरतों का पालन करना होता है।
- च) सभी डेरिवेटिव लेन-देन बोर्ड द्वारा अनुमोदित जोखिम सीमा के भीतर करने होंगे। सीमा के लिए जो प्रणाली है उसमें रिपोर्टिंग की प्रक्रियाएं और सीमाओं के व्यतिक्रमों का अनुमोदन शामिल होना चाहिए।
54. ओटीसी बाजार की कार्यक्षमता और विश्वसनीयता में सुधार के लिए अनेक उपाय किए गए हैं:
- पहला, बैंक ने कारोबार के लेन-देनों की अनिवार्यता की शुरुआत करके ओटीसी डेरिवेटिव लेन-देनों की निगरानी को मजबूत किया। भारत में ओटीसी रुपया डेरिवेटिव में ब्याज दर स्वैप, फारवर्ड दर करार, विदेशी मुद्रा फारवर्ड, मुद्रा स्वैप, मुद्रा ऑप्शन होता है। अगस्त 2007 से बैंकों को अंतर-बैंक आइआरएस कारोबार आंकड़ों को ऑन-लाइन सीसीआइएल को रिपोर्ट करना आवश्यक है। ग्राहक स्तर के कारोबारी डेटा भी बैंकों से इकट्ठे किए जाते हैं। जब यह प्रणाली स्थायी हो जाएगी, बाजार को सूचनाएं दी जा सकती हैं। विदेशी मुद्रा डेरिवेटिव के संबंध में, एडी श्रेणी-1 बैंक फारवर्ड संविदा, मुद्रा स्वैप और मुद्रा ऑप्शन के कारोबारी विवरण की रिपोर्ट नियत अवधि में बैंक को प्रदान करते हैं। रिपोर्ट किए गए आंकड़े बैंक को बाजार-वार कुल एक्सपोजर स्तर के साथ-साथ हरेक बैंक के एक्सपोजर स्तर और विशेष परिसंयोजित वर्ग में एक्सपोजर के संकेन्द्रण की निगरानी रखने का आधार प्रदान करते हैं।
 - दूसरा, बैंक ने समाशोधन पहलों को बढ़ावा देते हुए और पूंजी राहत प्रदान करके केंद्रीय समाशोधन काउंटरपार्टी (सीसीपी) के अत्यधिक उपयोग को बढ़ावा दिया है। वर्तमान में, सरकारी प्रतिभूतियों, बाजार रेपो, सीबीएलओ, विदेशी मुद्रा स्पॉट और फारवर्ड को गारंटी आधार पर सीसीआइएल के माध्यम से निपटाया जाता है।
 - तीसरा, बैंक ने बाजार पारदर्शिता और दक्षता में सुधार के लिए पूर्ण रूप से निजी द्विपक्षीय समझौते माध्यम के स्थान पर इलेक्ट्रॉनिक ट्रेड प्लेटफार्म के उपयोग को बढ़ावा दिया है। इलेक्ट्रॉनिक कारोबारी प्लेटफार्म बाजार सहभागियों के मूल्य के रेंज, जिस पर वे व्यापार को संपन्न कर सकते हैं, का पता लगाकर खोज करने की लागत को कम करता है और आकर्षक शर्त ऑफर करने वाले प्रतिपक्ष की पहचान शीघ्रता और आसानी से करता है। एनडीएस-ओएम, एनडीएस-कॉल, सीआरओएमएस ओटीसी नियत आय और मुद्रा बाजार में किए गए कुछ ऐसे नवोन्मेष हैं जो ऐतिहासिक हैं।
 - चौथे, बैंक ने ओटीसी कारोबार के मूल्य और मात्रा को जानकारी के बेहतर प्रसार के माध्यम से पारदर्शिता के स्तर में भारी सुधार किया है। मूल्य और मात्रा के आंकड़ों की जानकारी प्रतिपक्ष और अन्य संभावित ऋणदाता के अपने एक्सपोजर जोखिम प्रबंधन के सामर्थ्य को बढ़ाएगी। इसके अलावा, जनता को दी जाने वाली सूचना में बढ़ोतरी होने से मूल्य की खोज की प्रणाली में मजबूती आएगी, हेज करने वालों के लिए उपलब्ध विकल्पों में सुधार होगा और आम निवेशकों और अधिक सुरक्षा प्राप्त होगी।

55. वर्तमान विनियमन के अनुसार, केवल सीपी और सीडी के प्राथमिक निर्गमों की रिपोर्टिंग तयशुदा लेनदेन प्रणाली(एनडीएस) के माध्यम से रिजर्व बैंक को होती है। सीपी के मामले में, जारीकर्ता और भुगतानकर्ता एजेंट (आइपीए) को एनडीएस पर निर्गम का विवरण निर्गम की तारीख से तीन दिनों के भीतर देना पड़ता है। बैंकों द्वारा सीडी के निर्गम की रिपोर्टिंग पाक्षिक आधार पर की जाती है। परंतु, सीपी और सीडी के द्वितीयक बाजार कारोबार की औपचारिक रिपोर्टिंग नहीं नहीं होती है जिसके परिणामस्वरूप बाजार में पारदर्शिता नहीं होती है। इसके अलावा, सीपी और सीडी के कारोबार का निपटान सुपुर्दगी बनाम भुगतान प्रणाली के बिना द्विपक्षीय तरीके से किया जाता है। इससे प्रतिभागी निपटान जोखिम के दायरे में आ जाते हैं।

56. सीपी और सीडी बाजार में पारदर्शिता लाने और निपटान जोखिम को कम करने की दृष्टि से हम सभी सीपी, सीडी कारोबार और गैर-गारंटी सुपुर्दगी बनाम भुगतान आधारित निपटानों को विनियामक रिपोर्टिंग के तहत लाने पर विचार कर रहे हैं जो कंपनी बांड में ओटीसी की तरह होगा। सभी हितधारकों के परामर्श से इसके ढांचे को अमली जामा पहनाया जाएगा।

निष्कर्ष

57. संकट के दौरान यह स्पष्ट रूप से सामने आया कि वित्तीय क्षेत्र का विकास ही एकेला उद्देश्य नहीं हो सकता। इसे वित्तीय स्थिरता के बृहद संदर्भ में आगे बढ़ाना होगा और इसे वित्तीय प्रणाली की परिपक्वता के स्तर है और वास्तविक अर्थव्यवस्था की आवश्यकताओं के अनुरूप भी होना होगा। इस संबंध में विनियामक संतुष्टि और मूल्यांकन एक महत्वपूर्ण कारक होगा।

58. कंपनी बांड में ब्याज दर फ्यूचर्स, मुद्रा फ्यूचर्स, रेपो जैसे नए उत्पादों की अनुमति करने के संदर्भ में हाल ही में अनेक कदम उठाए गए और क्रेडिट डिफॉल्ट स्वैप जैसे अन्य उत्पादों को लागू करने पर कार्य किया जा रहा है। ऐसे उत्पाद भारतीय बाजार के लिए नए हैं और अन्य बाजारों पर इनके निहितार्थ का आकलन, संस्थागत व्यवहार और संपूर्ण प्रणाली का मूल्यांकन महत्वपूर्ण होगा। आगे, तत्काल किए जाने वाले प्रयासों में इन नए बाजारों के लिए विवेकपूर्ण दिशा-निर्देशों, सुदृढ़ बाजार बुनियादी ढांचे की अभिकल्पना करना और प्रणालीगत निगरानी ढांचे को मजबूत करना शामिल हैं।

59. मैं सम्मेलन की सफलता की कामना करती हूँ।