

व्यवहार्य वित्तीय बाजारों का विकास- भारतीय अनुभव*

विरल वी. आचार्य

प्रस्तावना

1.1 किसी भी देश के आर्थिक विकास में वित्तीय बाजार एक महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं। वे अर्थव्यवस्था के दीर्घकालिक सतत विकास के लिए आवश्यक वित्तीय संसाधन प्रदान करते हैं। इसलिए व्यवहार्य पूंजी बाजारों का विकास समष्टि वित्तीय नीतिगत उपायों में एक महत्वपूर्ण तत्व माना जाता है, जिसमें वित्तीय स्थिरता और मौद्रिक नीति के प्रसारण जैसे उद्देश्य शामिल हैं।

1.2 कमिटी ऑन ग्लोबल फाइनेंशियल सिस्टम (सीजीएफएस)) जिसकी बैठक अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक (बीआईएस) में होती है, ने पूंजी बाजार के विकास में वैश्विक रुझानों की जांच करने, विभिन्न कारकों (कानूनी, संस्थागत, संरचनात्मक और संयोजन्य), जो सुदृढ़ वित्तीय बाजार के विकास को प्रोत्साहित करते हैं की पहचान करने और विवेकपूर्ण उपायों सहित नीति की भूमिका पर विचार करने के लिए 2018-19 में एक कार्य दल का गठन किया। पीपुल्स बैंक ऑफ चाइना (पीबीओसी, डॉ. ली बो) और भारतीय रिजर्व बैंक (आरबीआई, डॉ. विरल वी. आचार्य) की सह-अध्यक्षता वाले कार्य समूह ने मुख्य रूप से बांड और इक्विटी प्रतिभूति में बाजारों के विकास से संबंधित मुद्दों पर ध्यान केंद्रित किया¹। बेशक, ये मुद्दे उभरती बाजार अर्थव्यवस्थाओं के लिए अधिक प्रासंगिक हैं, लेकिन उन्नत अर्थव्यवस्थाओं के लिए भी ये काफी उपयोगी पाए गए।

* डॉ. विरल वी. आचार्य, उप-गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक ऑफ इण्डिया, इण्डियन स्कूल ऑफ बिजनेस, हैदराबाद में 29 जून, 2019 को. इन टिप्पणियों को उनके द्वारा पूर्व में दिए गए विभिन्न प्रस्तुतिकरणों जैसे व्यवहार्य कैपिटल मार्केट स्थापित करने पर दिनांक 29 मई 2019 को आयोजित आरबीआई संगोष्ठी; भारतीय आर्थिक अध्ययन संस्थान (IIES), टोक्यो, जापान, 10 जून 2019; विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों के साथ बैठक, टोक्यो, जापान 11 जून 2019; नेशनल यूनिवर्सिटी ऑफ सिंगापुर (NUS) एशियन लीडर्स इन फाइनेंशियल इंस्टीट्यूशंस (ALFI) प्रोग्राम, बेंगलुरु, 20 जून 2019, और फायरसाइड चैट पेट इंडियन स्कूल ऑफ बिजनेस, हैदराबाद, 29 जून 2019 के सारांश रूप में समेकित किया गया है।

¹ यह रिपोर्ट 23 जनवरी 2019 को बीआईएस की बैठक में सीजीएफएस को दी गई थी और <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf> पर उपलब्ध है।

1.3 सीजीएफएस रिपोर्ट में पूंजी बाजार विकास के संचालकों की पहचान की गई है और उन्हें दो श्रेणियों में वर्गीकृत किया गया है :

- संचालक जो वित्तीय विकास के लिए एक सक्षम वातावरण बनाते हैं, और
- संचालक जो विशेषतः कैपिटल मार्केट से अधिक जुड़े हैं।

1.4 संचालक जो सक्षम वातावरण का निर्माण करते हैं जैसा कि सीजीएफएस रिपोर्ट में चिन्हित किया गया है, उनमें शामिल हैं:

- समष्टि आर्थिक स्थायित्व,
- बाजार स्वायत्तता के लिए व्यापक सम्मान,
- निष्पक्ष व कुशल कानूनी और न्यायिक प्रणाली, और
- एक कुशल नियामक शासन जो वित्तीय अनुबंधों के लिए अनुकूल परिस्थितियां बनाता है।

1.5 संचालक जो विशेषतः कैपिटल मार्केट से जुड़े हैं जैसा कि सीजीएफएस रिपोर्ट में चिन्हित किया गया है:

- उच्च गुणवत्ता वाली महत्वपूर्ण जानकारी की आसान उपलब्धता,
- निवेशक आधार में विविधता,
- व्यापार और मजबूत बाजार बुनियादी ढांचे के लिए कुशल बाजार पारिस्थितिकी तंत्र,
- समष्टि आर्थिक स्थिरता बनाए रखते हुए अंतरराष्ट्रीय निवेशकों के प्रति खुलापन, और
- हेजिंग और फंडिंग प्रतिभूतियों के वित्तपोषण के लिए बाजार.

1.6 सीजीएफएस रिपोर्ट ने छह व्यापक नीतिगत सिफारिशों की हैं :

- अधिक से अधिक बाजार स्वायत्तता को बढ़ावा देना;
- निवेशकों की सुरक्षा के लिए कानूनी और न्यायिक प्रणाली को मजबूत करना;
- नियामक स्वतंत्रता और प्रभावशीलता को बढ़ाना;
- घरेलू संस्थागत निवेशक आधार की पहुंच और विविधता में वृद्धि;
- द्वि-दिशात्मक तरीके से अंतरराष्ट्रीय स्तर पर पूंजी बाजार खोलना; तथा
- डेरिवेटिव, रेपो लेनदेन और प्रतिभूति उधार के लिए पूरक बाजार विकसित करना।

1.7 भारत में नीतिगत पहल काफी हद तक सीजीएफएस रिपोर्ट के निष्कर्षों और सिफारिशों के समरूप हैं। मैं भारतीय पूंजी बाजारों का संक्षिप्त विवरण प्रदान करने के बाद इन पर और भविष्य के नीति निर्देशों पर चर्चा करूंगा। हालांकि सीजीएफएस रिपोर्ट का दायरा संपूर्ण पूंजी बाजार है, मैं इस भाषण को मुख्यतः रिज़र्व बैंक, द्वारा विनियमित बाजारों यथा ब्याज दर बाजारों और (अपेक्षाकृत कम) विदेशी मुद्रा बाजारों तक सीमित रखूंगा।

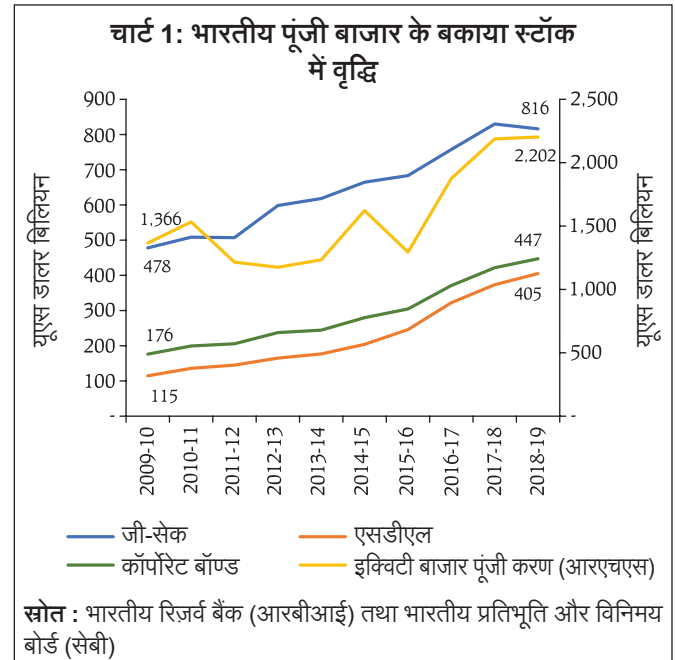
2. भारतीय पूंजी बाजारों का विहगावलोकन

2.1 भारतीय पूंजी बाजारों का एक सदी से अधिक का इतिहास रहा है। हालांकि, वे 1970 तक ज्यादातर निष्क्रिय रहे। 1980 के दशक के दौरान अर्थव्यवस्था के आंशिक उदारीकरण और पूंजी बाजार समर्थक नीतियों ने बाजार में कुछ सक्रियता का संचार किया, लेकिन 1990 के दशक के आर्थिक उदारीकरण के बाद ही इसे वास्तविक गति मिली। आज, भारत के पूंजी बाजारों के विभिन्न वर्ग दक्षता (मूल्य खोज), व्यापार योग्यता (कम प्रभाव लागत), सुदृढ़ता (सभी उत्पाद वर्गों और आय वक्र में दरों की सहगति), और स्थिरता के संदर्भ में उन्नत अर्थव्यवस्थाओं में से कई में समकक्षों के साथ तुलनीय हैं। विशेष रूप से, कई बार दबाव का सामना करने की क्षमता उनकी बढ़ती परिपक्वता का संकेत है, जिसमें 1997-98 में एशियाई वित्तीय संकट, 2007-09 में वैश्विक वित्तीय संकट और 2013 में टेंपर टैंट्रम 'प्रकरण उल्लेखनीय हैं।

2.2 आकार के संदर्भ में, पूंजी बाजार के सभी प्रमुख खंड, अर्थात्, केंद्र सरकार की प्रतिभूतियां (जी-सेक) बाजार, राज्य विकास ऋण के लिए बाजार (एसडीएल), कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार और इक्विटी बाजार - तथाकथित 'नकदी बाजार' - ने प्राइमरी इश्यूअन्स, बाजार पूंजीकरण (इक्विटी बाजार के लिए) और द्वितीयक बाजार में व्यापार मात्रा के संदर्भ में पिछले कुछ दशकों के दौरान लगातार वृद्धि की है। यद्यपि जी-सेक, एसडीएल और कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार में तेजी से वृद्धि हुई है, इक्विटी बाजार सबसे बड़ा वर्ग बना हुआ है (चार्ट 1)।

2.3 सरकारी प्रतिभूति बाजार का विकास:

एक सुव्यवस्थित, पारदर्शी और बाजार-आधारित प्राइमरी इश्यूअन्स प्रक्रिया से सरकारी प्रतिभूति बाजारों, केंद्र सरकार

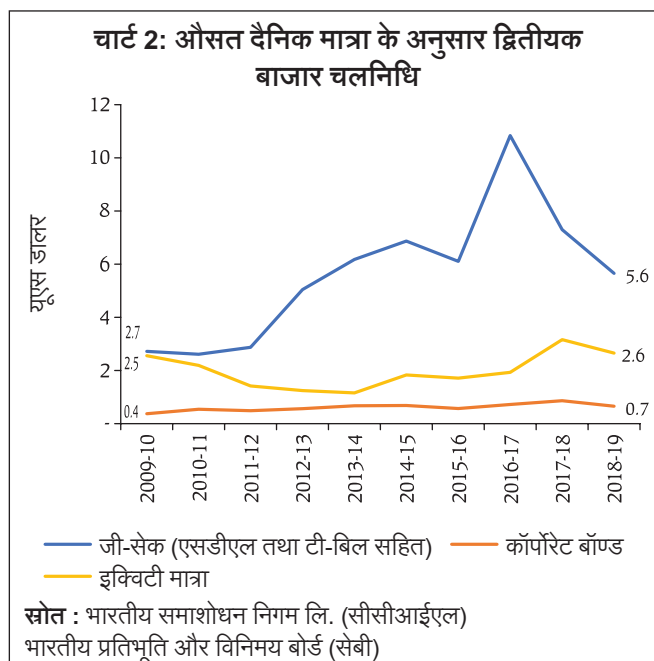


प्रतिभूतियों (जी-सेक) और राज्य सरकार प्रतिभूतियों (एसडीएल) दोनों के विकास को सहायता पहुँचाई है। प्राथमिक जी-सेक बाजार में निर्गम (इश्यूअन्स) अर्ध-वार्षिक पूर्व घोषित कैलेंडर के अनुसार किए जाते हैं। कैलेंडर में राशि, परिपक्वता काल और जारी करने की तारीख निर्दिष्ट होती है। जी-सेक का परिपक्वता काल 40 साल तक होता है। जी-सेक ज्यादातर फिक्स्ड-कूपन बॉन्ड होते हैं, हालांकि मुद्रास्फीति से जुड़े बॉन्ड, कैपिटल-इंडेक्स बॉन्ड, फ्लोटिंग-रेट बॉन्ड और एम्बेडेड विकल्प वाले बॉन्ड भी जारी किए जाते हैं। वर्तमान में, सभी निर्गम (इश्यूअन्स) साप्ताहिक नीलामी के माध्यम से किए जाते हैं। निर्गम प्राथमिक व्यापारियों (पीडी) द्वारा समर्थित होते हैं जो इस इश्यूअन्स को पूरी तरह से हामीदारी देते हैं। बाजार-समाशोधन मूल्य निर्धारित करने वाली प्रतिस्पर्धी बोली (सभी निवासियों, विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) और गैर-निवासी भारतीयों (एनआरआई) के लिए) और आबंटित प्रतिभूतियां बाजार-समाशोधन मूल्य पर प्राप्त करने वाली गैर-प्रतिस्पर्धी बोली (ज्यादातर खुदरा निवेशकों के लिए) दोनों के माध्यम से नीलामी आयोजित की जाती है। 90 प्रतिशत से अधिक निर्गम मौजूदा प्रतिभूतियों को पुनः प्रारम्भ करके किया जाता है जिसने बड़ी संख्या में निवेशकों के स्वामित्व को विस्तार देकर बाजार की तरलता में महत्वपूर्ण योगदान दिया है। रिज़र्व

बैंक ने 2006 से जी-सेक बाजार के लिए 'जब-जारी' खंड भी शुरू किया है।²

स्टॉक और फ्लो विशेषताओं के संदर्भ में जी-सेक और एसडीएल दोनों का स्वरूप सारणी 1 और 2 में दिखाया गया है। जी-सेक पर भारित औसत कूपन सभी ब्याज दर चक्रों में स्थिर बना हुआ है, जो औसत परिपक्वता के रूप में डेट स्वरूप को स्थिरता प्रदान करता है क्योंकि निर्गमन (10 वर्ष से अधिक) वैश्विक रूप से सबसे लंबे निर्गमनों में से एक है, जो केंद्र सरकार के लिए रोलओवर जोखिम को सीमित करने में मदद करता है। एसडीएल निर्गमन बढ़ते-बढ़ते जी-सेक के सापेक्ष निर्गमन का एक बड़ा हिस्सा बन गया है, जो 2013-14 में निर्गमन के लगभग 25 प्रतिशत से बढ़कर 2017-18 में लगभग 45 प्रतिशत हो गया है।

2.4 जी-सेक बाजार में चलनिधि (तरलता/लिक्विडिटी) : सरकारी प्रतिभूतियों के लिए द्वितीयक बाजार में तरलता में पिछले एक दशक में उल्लेखनीय सुधार हुआ है (चार्ट 2)। जी-सेक और एसडीएल बाजारों में औसत दैनिक मात्रा कॉर्पोरेट बॉन्ड और इक्विटी नकदी बाजारों की तुलना में अधिक रही है। हालांकि, जी-सेक की तरलता, मुख्य रूप से कुछ बेंचमार्क प्रतिभूतियों में केंद्रित है, विशेषतः 10-वर्षीय बेंचमार्क, और एसडीएल जी-सेक की तुलना में अपेक्षाकृत कम तरल हैं, जो 10-वर्ष की परिपक्वता अवधि पर जी-सेक की तुलना में आमतौर पर 50-75 आधार



अंक अधिक प्रतिफल प्रदान करता है। जी-सेक बाजार में तरल प्रतिभूतियों के लिए बोली-प्रस्तावित दर के दायरे का औसत पिछले कुछ वर्षों के दौरान एक आधार अंक से कम रह गया है (चार्ट 3)। आश्चर्यजनक रूप से, बोली-प्रस्तावित दर का दायरा और इसके साथ-साथ 10 साल के भारतीय जी-सेक बेंचमार्क का व्यापार का मूल्य प्रभाव अमेरिका, ब्रिटेन, फ्रांस और जर्मनी सहित

सारणी 1: केंद्र सरकार के उधार (जी-सेक) का स्वरूप

वर्ष	वर्ष के दौरान जारी		लंबित स्टॉक	
	प्रतिफल का भारित औसत (प्रतिशत)	परिपक्वता का भारित औसत (वर्ष)	ब्याज का भारित औसत (प्रतिशत)	परिपक्वता का भारित औसत (वर्ष)
2013-14	8.4	14.2	8.0	10.0
2014-15	8.5	14.7	8.1	10.2
2015-16	7.9	16.0	8.1	10.5
2016-17	7.2	14.8	8.0	10.7
2017-18	7.0	15.0	8.0	10.7
2018-19	7.8	14.7	7.8	10.4

स्रोत : भारतीय रिजर्व बैंक की वार्षिक रिपोर्ट (2017-18) और भारतीय अर्थव्यवस्था का डेटाबेस (डीबीआईई), भारतीय रिजर्व बैंक।

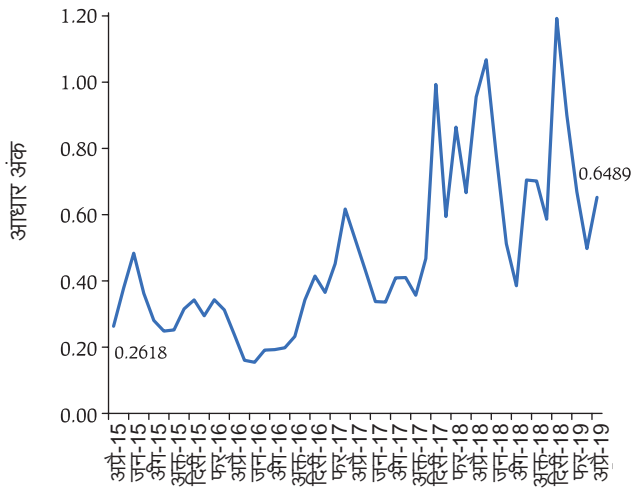
सारणी 2: सरकारी उधारियों (यूएस डॉलर बिलियन में) के निर्गम का स्वरूप

वर्ष	केंद्र सरकार (जी-सेक)		राज्य सरकार (एसडीएल)	
	सकल निर्गमन	लंबित स्टॉक (मार्च के अंत तक)	सकल निर्गमन	लंबित स्टॉक (मार्च के अंत तक)
2013-14	90	609	31	174
2014-15	91	648	36	199
2015-16	85	674	41	243
2016-17	80	754	56	321
2017-18	91	795	63	346
2018-19	83	837	70	404

स्रोत : भारतीय अर्थव्यवस्था का डेटाबेस (डीबीआईई), भारतीय रिजर्व बैंक।

² 'हेन, एज एंड इफ़ ईश्यूड' का एक संक्षिप्त रूप 'हेन इश्यूड' किसी प्रतिभूति (सिक्यूरिटी) में सशर्त लेन-देन को सूचित करता है जो जारी होने (इश्यूंस) को प्राधिकृत है पर अभी तक वास्तविक रूप में हुई नहीं है। सभी 'हेन इश्यूड' लेन-देन 'यदि' (इफ़) आधार पर होते हैं जो तभी सेटल होंगे यदि व जब (इफ़ एंड हेन) वास्तविक प्रतिभूति जारी होगी। प्रत्येक ईश्यू के लिए वितरण अवधि को बढ़ाकर और बाजार को बिना हलचल, बड़े निर्गमों (ईश्यूस) को पचाने के लिए अधिक समय देकर लिए ऐसी ट्रेडिंग वितरण को सुगम बनाती है।

चार्ट 3: तरल सरकारी प्रतिभूतियों के लिए औसत बोली-प्रस्तावित दर दायरा (बिड-आस्क स्प्रेड)



स्रोत : भारतीय समाशोधन निगम लि. (सीसीआईएल)

दुनिया की अधिकांश उन्नत अर्थव्यवस्थाओं से तुलनीय हैं या कम हैं (चार्ट 4)।

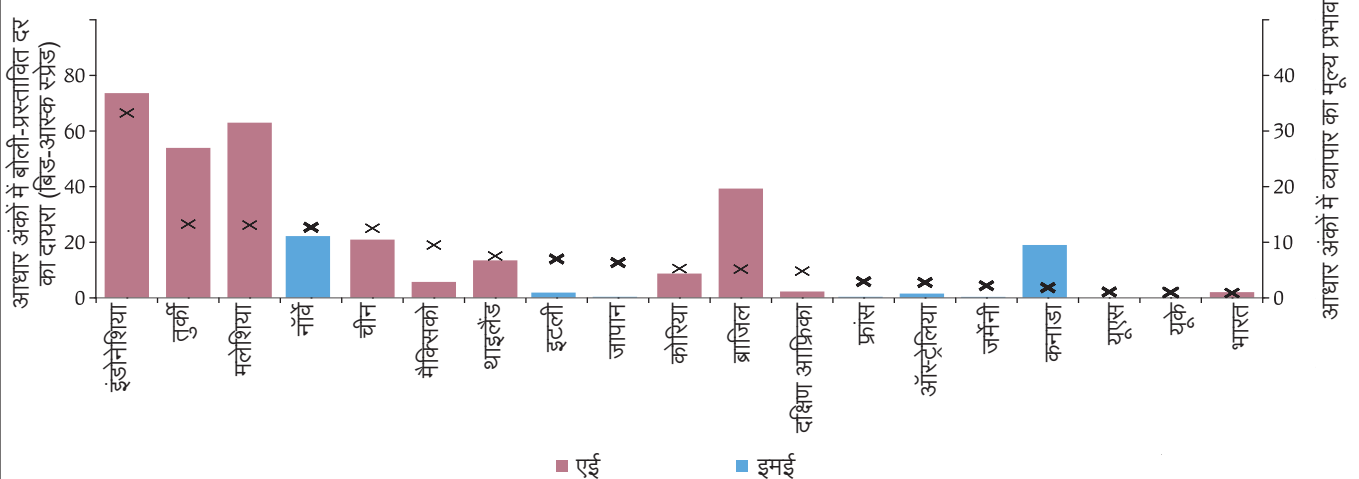
इस भारतीय सरकारी प्रतिभूति बाजार (जी सेक) की चलनिधि में कई निकटस्थ संचालक हैं :

- 10 वर्षीय बेंचमार्क के नियमित निर्गम ने प्रतिफल वक्र के इस खंड में ट्रेडिंग रुचि (इंटरेस्ट) को केंद्रित

कर दिया है। अब लघुतर परिपक्वता (2 और 5 वर्ष) की बेंचमार्क प्रतिभूतियों के निर्गम को नियमित करने के प्रयास किए जा रहे हैं।

- द्वितीयक बाजार के लेनदेनों को मुख्यतः (लगभग 80%) अनाम इलेक्ट्रॉनिक ऑर्डर मैचिंग प्रणाली (एनडीएस-ओएम) के माध्यम से संचालित किया जाता है जो ऋण ट्रेडिंग में विश्व में अद्वितीय है। जबकि शेष लेनदेन एनडीएस-ओएम³ से बाहर काउंटर पर किए जाते हैं, तथापि, उनको एनडीएस-ओएम प्लेटफॉर्म पर भी रिपोर्ट किया जाता है।
- भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) की वेबसाइट पर सार्वजनिक रूप से उपलब्ध ट्रेड सूचना के लगभग वास्तविक समय में प्रसार से पारदर्शिता सुनिश्चित होती है।
- भुगतान सीसीआईएल द्वारा गारंटीड होता है और डिलीवरी बनाम भुगतान (डीवीपी) प्रणाली के माध्यम से टी+1 आधार पर होता है। गारंटी वाले निपटान का अर्थ है कि निवेशकों को एक दूसरे से सुपर्दगी के विफल होने का जोखिम नहीं है।

चार्ट 4: विभिन्न देशों में 10 वर्षीय बेंचमार्क जी-सेक चलनिधि

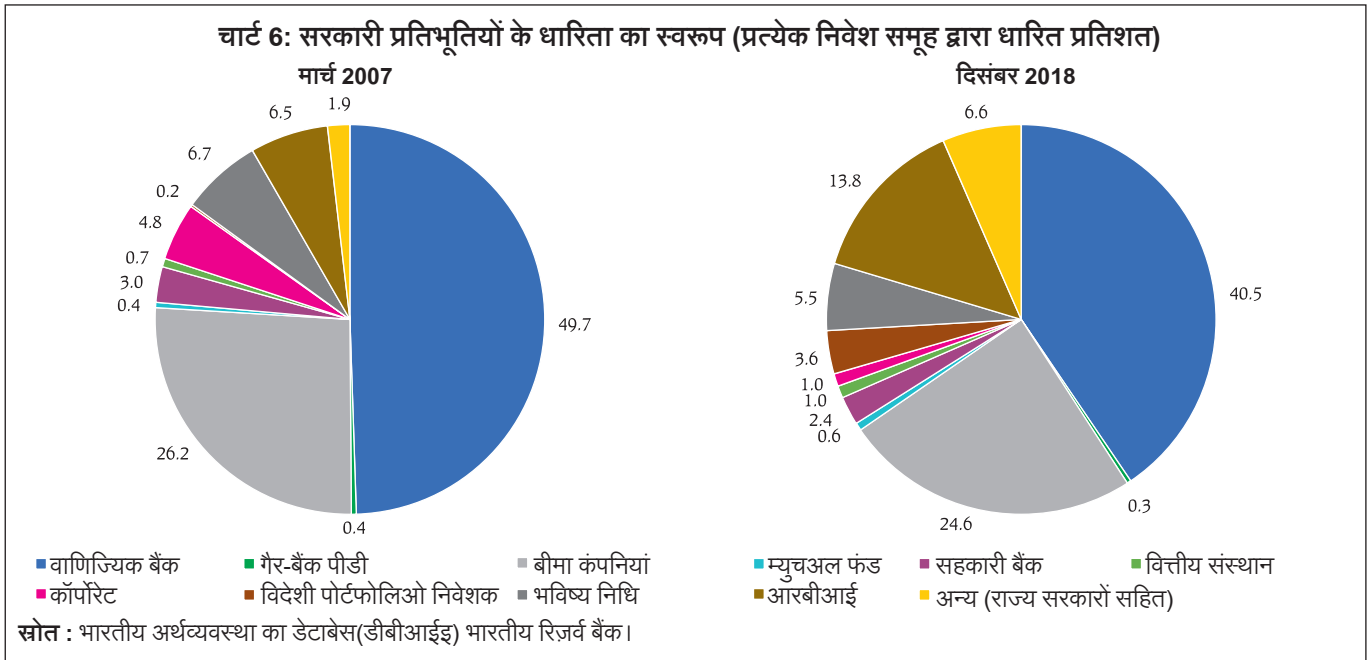


¹ मई 2018 में दैनिक बोली-प्रस्तावित दर दायरे (बिड-आस्क स्प्रेड) का औसत, ((आस्क प्राइस-बिड प्राइस)/ बिड प्राइस) X 100 के रूप में परिभाषित अर्थात् बॉण्ड में राउंड ट्रीप लेन देन के लिए रिटर्न लागत।

² ब्लूमबर्ग लिक्विडिटी एसेसमेंट(एलक्यूए) फंक्शन के आकलन का उपयोग करते हुए यूएस डालर 10 मिलियन लेनदेन राशि के आधार पर। जून 2018।

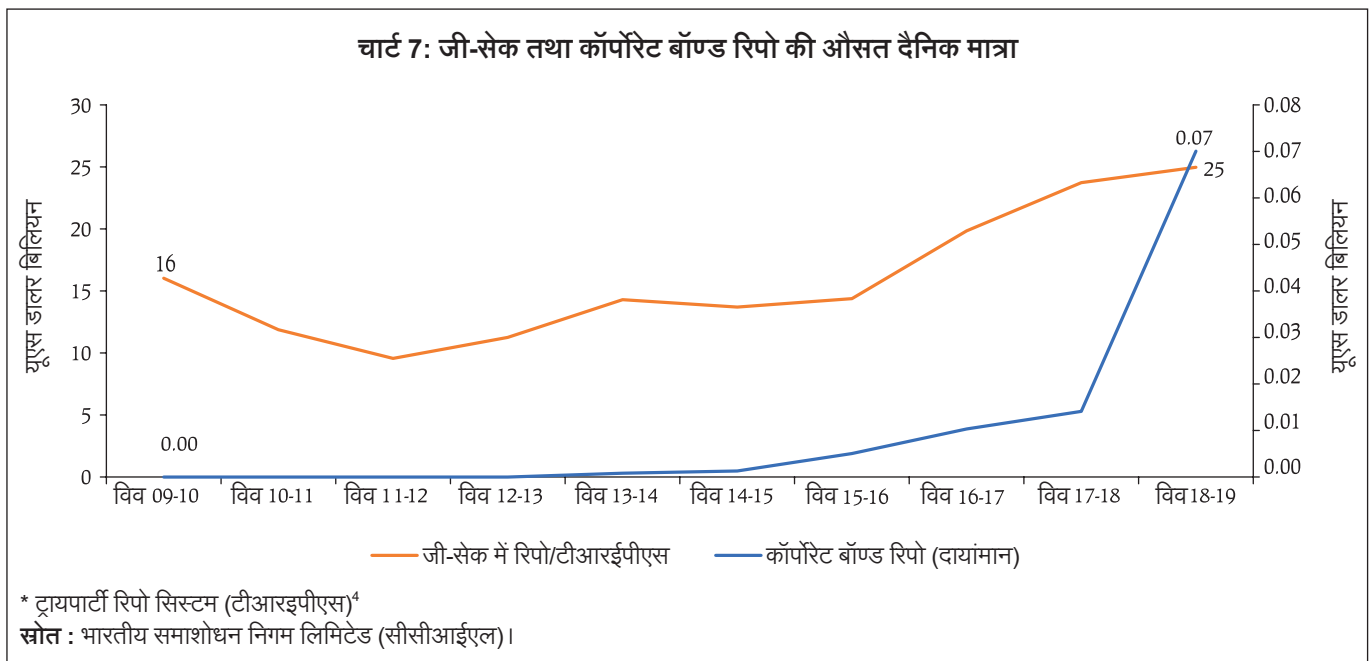
स्रोत : एस्टेबलिशिंग वायेबल कैपिटल मार्केट. सीजीएफएस पेपर नं 62।

³ तयशुदा लेनदेन प्रणाली-ऑर्डर मिलान (एनडीएसओएम)।



2.8 फंडिंग (निधियन) एवं डेरिवेटिव बाजार : पूंजी बाजार के विकास के लिए निधियन और प्रतिभूति उधार बाजारों के साथ-साथ जोखिम अंतरण के लिए डेरिवेटिव बाजार का होना एक अनिवार्य शर्त है। भारतीय सरकारी प्रतिभूति बाजार में रेपो

फंडिंग में अच्छी गहराई जिसकी दैनिक औसत मात्रा अमेरिकी डॉलर \$20 बिलियन है। ब्याज दर डेरिवेटिव के मामले में, ब्याज दर फ्यूचर्स (आईआरएफ) और ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप (ओआईएस) बाजारों⁵ में भी समुचित तरलता है। गतिविधियों में



⁴ सरकारी प्रतिभूतियों (जी-सेक) में त्रिपक्षीय रिपो की शुरुआत 05 नवंबर 2018 से हुई। त्रिपक्षीय रिपो में किसी रिपो लेन-देन के दो मूल पक्षों के बीच कोई तीसरा पक्ष केंद्रीय प्रतिपक्षकार का काम करता है। वर्तमान में जी-सेक के लिए भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) और कॉर्पोरेट बॉण्डों के लिए बॉम्बे स्टॉक एक्सचेंज (बीएसई) व नेशनल स्टॉक एक्सचेंज (एनएसई) 'त्रिपक्षीय' (ट्राइपार्टी) एजेंट का काम करते हैं।

⁵ ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप (ओआईएस) एक ब्याज दर अदला-बदली करार है जहाँ एक नियत दर को सहमति से तय अवधि के लिए दैनिक एकदिवसीय संदर्भ दर के एक पूर्व-निर्धारित प्रकाशित सूचकांक से स्वैप किया जाता है।

हालिया वृद्धि मुख्यतः भारतीय रिज़र्व बैंक द्वारा गैर निवासियों को ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार में बचाव व्यवस्था और ट्रेडिंग दोनों उद्देश्यों से भाग लेने की अनुमति प्रदान करने के कारण है।

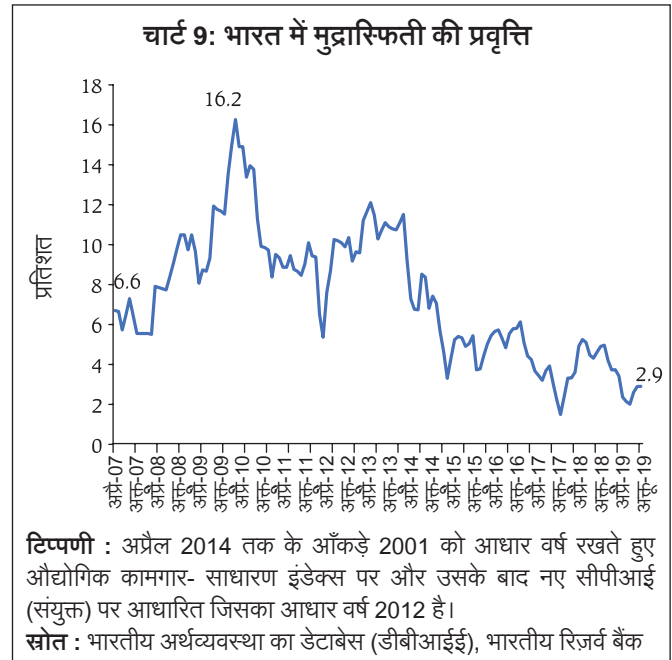
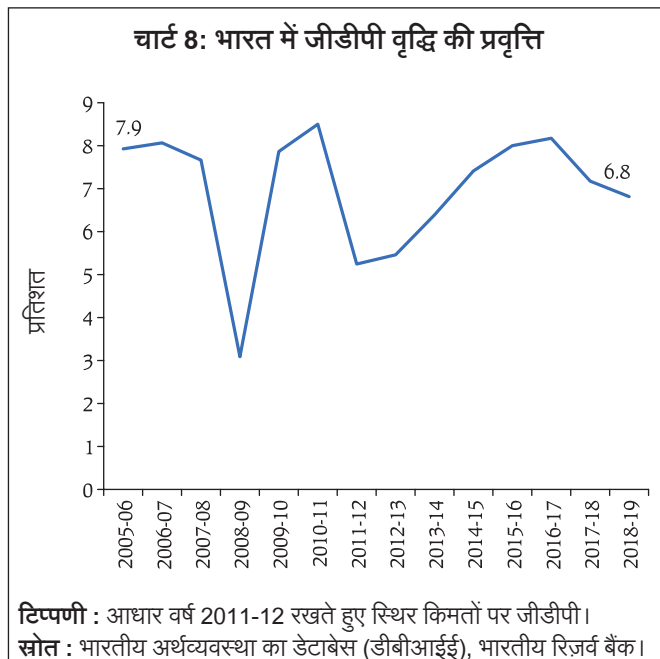
3 भारत में नीतिगत पहल :

भारतीय पूंजी बाजार वृद्धि के इस स्तर तक पहुंचने में कैसे सक्षम हुआ? इस प्रश्न का उत्तर देने के लिए मैं भारत में किए गए नीतिगत उपायों के साथ-साथ सीजीएफएस रिपोर्ट के निष्कर्ष और सिफारिशों पर भी चर्चा करूंगा।

3.1 अनुकूल माहौल

3.1.1 समष्टि-आर्थिक स्थिरता

पिछले डेढ़ दशक में भारत की सकल घरेलू उत्पाद वृद्धि बड़ी अर्थव्यवस्थाओं में सबसे अधिक में से एक रही है (चार्ट 8)। 'टैपर-टर्म' से पहले के कुछ वर्षों में दोहरे अंकों वाली मुद्रा-स्फीति के दौर को नियंत्रित किया गया जिसमें वर्ष 2016 में रिज़र्व बैंक द्वारा मौद्रिक नीति समिति (एमपीसी) के लिए 4 प्रतिशत (+/-2 प्रतिशत) के हेडलाइन लक्ष्य के साथ लचीले मुद्रा-स्फीति लक्ष्य प्रति शिफ्ट से सहायता मिली। मुद्रा-स्फीति दर का उच्च स्तर वित्तीय आस्तियों की होल्डिंग को गैर वित्तीय आस्तियों जैसे कि हाउसिंग और सोने की तुलना में आर्थिक रूप से अनाकर्षक बनाता है। कम तेल मूल्य और खाद्य आपूर्ति प्रबंधन की सहायता से लचीले मुद्रा-स्फीति लक्ष्य



संबंधी महत्वपूर्ण सुधार ने पिछले पांच वर्षों में एमपीसी को दिए गए लक्ष्य की तुलना में हेडलाइन मुद्रा-स्फीति को नियंत्रणाधीन रखा है (चार्ट 9)। इस प्रकार समष्टि-आर्थिक स्थिरता के लिए आवश्यक दो पूर्व-निर्धारित शर्तों – सुस्थिर वृद्धि और कम मुद्रा-स्फीति – से बचत का वित्तीयकरण और पूंजी बाजार का विकास भारत में उपलब्ध है।

3.1.2 बाजार की स्वायत्तता को बढ़ावा देना

ए. विनियामकीय दिशानिर्देशों और प्रक्रियाओं को युक्तिसंगत बनाना

सरकार और अन्य वित्तीय बाजार विनियामकों के साथ सक्रिय समन्वय करके, रिज़र्व बैंक ने मौजूदा नीतियों में सुधार करने और उसके युक्तिकरण के लिए कई कदम उठाए हैं। इन उपायों के माध्यम से वित्तीय स्थिरता सुनिश्चित करने और हितधारकों के बीच विश्वास बढ़ाने की कोशिश भी की गई है। कुछ महत्वपूर्ण उदाहरण इस प्रकार हैं:

- नए उत्पादों की नवाचार प्रक्रिया को उदार बनाना;
- निर्देशात्मक दृष्टिकोण से हटकर सिद्धांत-आधारित विनियामकीय दृष्टिकोण को अपनाना;
- तदर्थ 'अनुमोदन' से बचकर बाजार प्रक्रिया में हस्तक्षेप को कम करना; तथा,

- iv. कमियों को दूर करके, विशेष रूप से बाजार के दुरुपयोग संबंधी विनियमों और बेंचमार्क विनियमों को जारी करने के साथ-साथ व्यापारिक प्लेटफॉर्मों को विनियमित करके, व्यापक बाजार विनियमों को हासिल करने का प्रयास करना।

बी. वित्तीय बाजार संस्थाओं और इन्फ्रास्ट्रक्चर का विकास

सुविकसित और विश्वसनीय इन्फ्रास्ट्रक्चर वित्तीय बाजारों के सुरक्षित और कुशल कामकाज के लिए पहली आवश्यकता है। इस सिद्धांत को स्वीकार करते हुए, रिजर्व बैंक ने उन बाजारों में एक प्रभावी इन्फ्रास्ट्रक्चर की व्यवस्था करने के लिए कई कदम उठाए हैं जिसे वो नियंत्रित करता है। प्रमुख कदम इस प्रकार हैं:

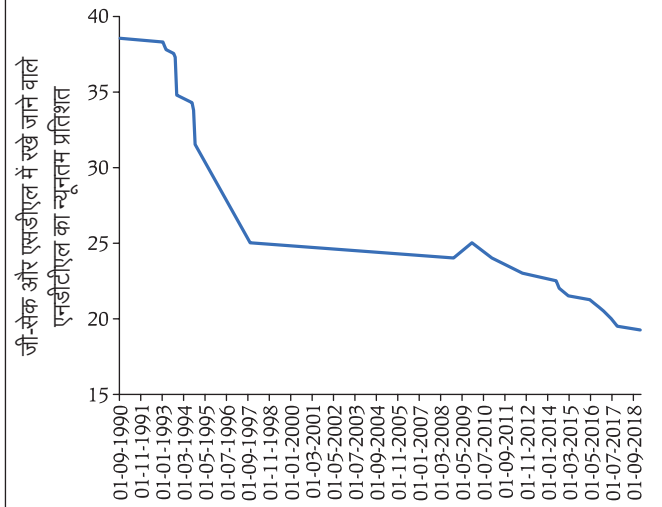
- जी-सेक के लिए एक अनाम ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म की शुरुआत जिसे नेगोशिएटेड डीलिंग सिस्टम-ऑर्डर मैचिंग (एनडीएस-ओएम) कहा जाता है;
- ओटीसी व्युत्पन्नी बाजारों के साथ-साथ गैर-व्युत्पन्नी बाजारों के लिए विधिक संस्था पहचानकर्ता कोड(एलईआई) की शुरुआत;
- खुदरा उपयोगकर्ताओं के लिए लेन-देन की लागत को कम करने के उद्देश्य से एक विदेशी मुद्रा व्यापार प्लेटफॉर्म (एफएक्स-रिटेल) का विकास (अगस्त 2019); तथा,
- एक स्वतंत्र वित्तीय बेंचमार्क एडमिनिस्ट्रेटर, अर्थात् भारतीय वित्तीय बेंचमार्क प्राइवेट लिमिटेड (एफबीआईएल) का गठन।

सी. घरेलू और विदेशी निवेशकों के लिए निवेश प्रतिबंधों का समष्टि-विवेकपूर्ण प्रबंधन

रिजर्व बैंक का यह लगातार प्रयास रहा है कि बाजार सहभागियों पर लगाए गए निवेश सीमा के रूप में प्रतिबंधों को युक्तिसंगत बनाया जाए, तथा जहां कहीं समष्टि-विवेकपूर्ण उद्देश्यों के अनुरूप हो, उसे शिथिल किया जाए:

- रिजर्व बैंक ने जी-सेक और एसडीएल में बैंकों द्वारा नपे-तुले तरीके से (चार्ट 10) 1990 में करीब 40 प्रतिशत से वर्तमान में 20 प्रतिशत से नीचे धारित

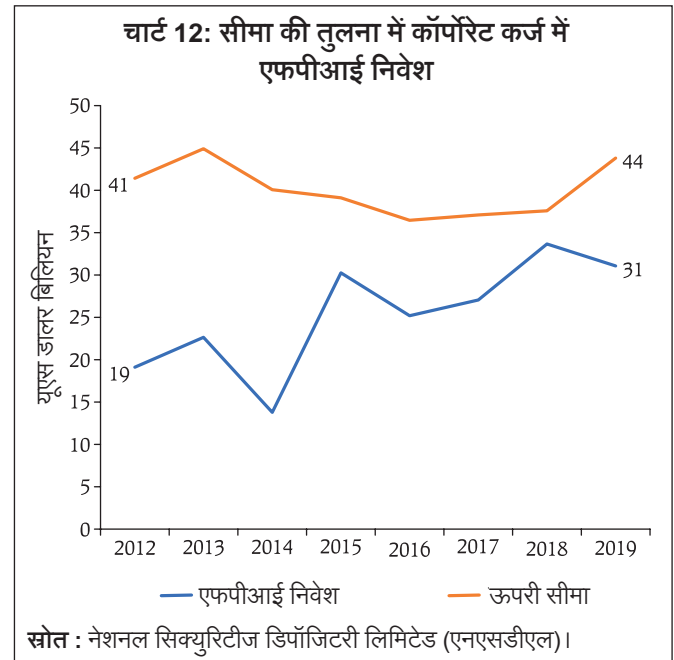
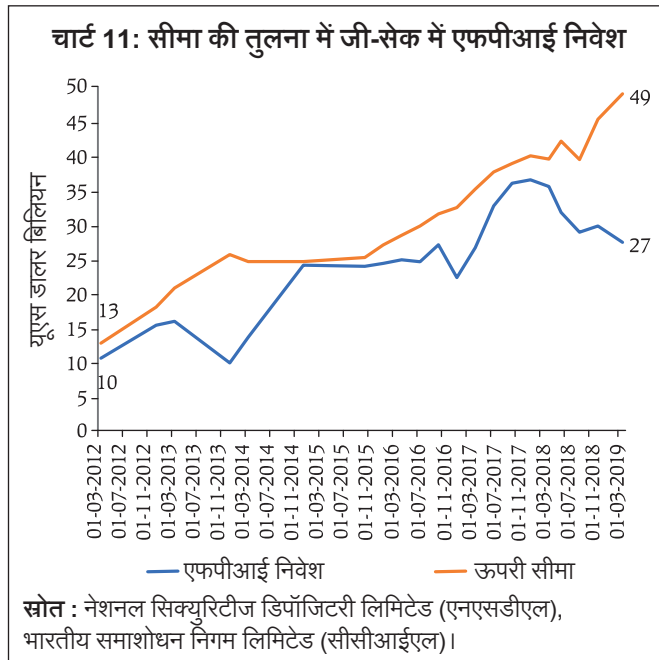
चार्ट 10: बैंकों के लिए सांविधिक चलनिधि अनुपात (एसएलआर) निवेश में छूट



स्रोत : भारतीय अर्थव्यवस्था का डेटाबेस (डीबीआईई), भारतीय रिजर्व बैंक

की जाने वाली निवल मांग और मियादी देयताएँ (एनडीटीएल) के न्यूनतम प्रतिशत पर सांविधिक चलनिधि अपेक्षा (एसएलआर) की शर्त को कम कर दिया है। इस महत्वपूर्ण छूट से बैंकों के लिए उनके निवेश निर्णयों में अधिक लचीलापन आया है और जी-सेक और एसडीएल में निवेशक आधार की विविधता को जोड़ा गया है (चार्ट 6) - जिससे बदले में, इन बॉण्ड्स के कुशल मूल्य निर्धारण में मदद मिली है।

- एफपीआई की निवेश सीमा (चार्ट 11 और 12) के साथ-साथ एफपीआई निवेश के लिखतों और परिपक्वता अवधि की पात्रता को विस्तार देकर पोर्टफोलियो प्रबंधन में उनको अधिक स्वतंत्रता देते हुए रिजर्व बैंक ने विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) के लिए कर्ज बाजार को नपे-तुले तरीके से उपलब्ध कराया है।
- हाल ही में, रिजर्व बैंक ने एफपीआई के लिए समष्टि-विवेकपूर्ण प्रतिबंधों में ढील देने के लिए स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग (वीआरआर) योजना शुरू की है, जो देश में अपने निवेश के एक महत्वपूर्ण हिस्से को न्यूनतम प्रतिधारण अवधि (वर्तमान में तीन साल) के लिए बनाए रखने के लिए तैयार हैं।



3.1.3 निवेशक संरक्षा के लिए विधिक और विनियामकीय ढांचे को मजबूत करना

बाजार के बुनियादी ढांचे के सबसे महत्वपूर्ण मूलभूत अंगों में से एक उचित विधिक फ्रेमवर्क है जो बाजार के दुरुपयोग और गलत तौर-तरीकों के लिए एक निवारक के रूप में कार्य करके निवेशकों की संरक्षा सुनिश्चित करता है। भारत में, लोक ऋण अधिनियम (1944), प्रतिभूति संविदा विनियमन अधिनियम (1956) और सरकारी प्रतिभूति अधिनियम (2006) प्रतिभूतियों के निर्गमन और हस्तांतरण की औपचारिकता को नियंत्रित करते हैं। समानांतर में, भारतीय रिज़र्व बैंक अधिनियम (1934) मुद्रा, व्युत्पन्नी, रेपो और सरकारी प्रतिभूति बाजारों को विनियमित करने के लिए रिज़र्व बैंक को अधिकार प्रदान करता है। ऋण शोधन अक्षमता एवं दिवाला संहिता (आईबीसी) (दिसंबर 2016) के आने से, गैर-वित्तीय कॉर्पोरेट उधारकर्ताओं के संदर्भ में भी वित्तीय विनियमन का विधिक फ्रेमवर्क व्यापक और प्रभावी होने की ओर अग्रसर है। तथापि, गैर-बैंक वित्तीय संस्थाओं के लिए समाधान फ्रेमवर्क की कमी एक गंभीर ख़ाई है जिस पर प्राधिकारियों को शीघ्र ध्यान देने की जरूरत है।

3.2 पूँजी बाजार से जुड़े वाहक

अब मैं भारत में बाजार विकास के कुछ अन्य महत्वपूर्ण वाहकों की ओर मुड़ता हूँ और इसमें सुधार के कुछ जरूरी क्षेत्रों के बारे में भी बताता हूँ।

3.2.1 प्रकटीकरण व्यवस्था

सीजीएसएफ रिपोर्ट की विभिन्न देशों के सर्वेक्षण के निष्कर्षों के अनुसार, कॉर्पोरेट बॉण्ड मार्केट में समुचित और समय से प्रकटीकरण निवेशकों का विश्वास पाने के लिए आवश्यक है। दूसरी ओर, पर्याप्त प्रकटीकरण का अभाव कॉर्पोरेटों की वित्तपोषण लागत बढ़ा देता है, विशेषतः निवेश के बारे में जिनकी रेटिंग अच्छी नहीं है, और पूँजी बाजार के दायरे को छोटा कर देता है। इसे देखते हुए, भारत में विनियामकों ने जारीकर्ताओं द्वारा उच्च गुणवत्ता और समय से प्रकटीकरण पर बल दिया और इसे आवश्यक बनाया है। तथापि, वाणिज्य पत्र व कॉर्पोरेट बॉण्ड मार्केटों में हाल में हुई चूक की कुछ घटनाओं से प्रकटीकरण की गुणवत्ता को लेकर चिंता हुई है, निवेश – ग्रेड (जिनकी रेटिंग अच्छी है) फर्मों के लिए भी। यह अपेक्षित है कि इन चिंताओं पर ध्यान दिया जाए और सर्वोत्तम अंतर्राष्ट्रीय प्रथाओं के आलोक में इनका आकलन हो ताकि कॉर्पोरेटों द्वारा चूक संबंधी सूचना के समय से प्रकटीकरण संबंधी मानकों को चुस्त-दुरुस्त करने में मदद मिल सके।

3.2.2 घरेलू संस्थागत आधार का गहनीकरण

निवेशक आधार के विस्तार से बाजार में विविधता बढ़ती है (देखें खंड 2.7)। घरेलू संस्थागत निवेशक आधार पर विशेष जोर के साथ इस दिशा में कोशिशें बनाए रखनी हैं। घरेलू इकाइयों के लिए पेंशन और इंश्योरेंस कवरेज का विस्तार एक प्राथमिकता

हो सकती है क्योंकि यह न केवल सामाजिक कल्याण, बल्कि पूँजी बाजारों के लिए एक दृढ़तर व अधिक स्थिर आधार की ओर भी ले जाता है। घरेलू बचत का बेहतर वित्तीयकरण बाजारों में खुदरा भागीदारी का उत्प्रेरक हो सकता है जहाँ से सामूहिक निवेश वाहनों जैसे म्यूचुअल फंडों और वैकल्पिक निवेश फंडों (एआईएफ) को बढ़ावा मिलेगा।

3.2.3 अंतरराष्ट्रीय सहभागिता के लिए दोनों ओर से बाजारों को खोलना

सीजीएफएस रिपोर्ट में बाजार विकास को लेकर जिन प्रमुख उत्प्रेरकों को मान्यता मिली है उनमें से एक है विदेशी सहभागियों के लिए बाजार खोलना, हालांकि इसमें वैश्विक घटनाओं के प्रभाव के जोखिम को नियंत्रण में करना शामिल है। रिजर्व बैंक ने, पहले की गई चर्चानुसार, विदेशी सहभागियों के लिए अपने विनियमित बाजारों को खोलने के लिए सोच विचार कर कदम उठाया है और साथ ही घरेलू सहभागियों को विदेशी बाजारों में भाग लेने की अनुमति दी है :

- सरकार के परामर्श से, रिजर्व बैंक ने उन अनिवासियों के लिए, अंतरराष्ट्रीय केंद्रीय प्रतिभूति निक्षेपागार (आईसीएसडी) के माध्यम से जी-सेक की अपतटीय ट्रेडिंग और निपटान की अनुमति देने का निर्णय लिया है, जो घरेलू एफपीआई पंजीकरण प्रक्रिया से गुजरना नहीं चाहते हैं।
- मुद्रा जोखिम को हेज करने संबंधी विनियमों को लेकर हाल में जारी किए गए ड्राफ्ट में सीजीएफएस रिपोर्ट द्वारा पहचाने गए कई वाहक शामिल हैं – उत्पाद नवोन्मेषण, अनिवासियों के लिए बाजार खोलना और उपयोगकर्ताओं को अधिक लचीलापन प्रदान करने वाले सरल हेजिंग दिशानिर्देश।
- इसी तरह, मार्च 2018 में, रिजर्व बैंक ने विदेशों में पण्य मूल्य जोखिम और माल ढुलाई जोखिम की हेजिंग से निवासियों को मुक्त कर दिया। निवासियों को निर्दिष्ट साधनों के माध्यम से प्रत्यक्ष और अप्रत्यक्ष पण्य जोखिम दोनों को हेज करने की अनुमति दी गई थी। प्रत्यक्ष जोखिम के लिए, सभी वस्तुओं पर सभी मूल्य जोखिम को अब विदेशों में हेज करने की अनुमति है, जबकि अप्रत्यक्ष जोखिम के लिए, निवासी केवल औद्योगिक धातुओं पर मूल्य जोखिम

को विदेशों में हेज कर सकते हैं। इसके अलावा, संशोधित निर्देशों में घरेलू और सीमा पार लेन-देन से होने वाले जोखिमों को बराबर माना गया है।

इस तरह के सुधार से उत्पन्न होने वाले वैश्विक प्रभावों के जोखिम नियंत्रण के लिए, इनमें से अधिकांश सुधारों के साथ-साथ विवेकसम्मत सीमाएं लागू की जा चुकी हैं ताकि भारत के लिए पूँजी खाता उदारीकरण की समग्र स्थिति में सुसंगति सुनिश्चित की जा सके और समष्टि-विवेकपूर्ण जोखिमों को संभालने योग्य स्तर पर रखा जा सके।

3.2.4 पूरक बाजारों का विकास

रेपो और डेरिवेटिव जैसे गहरे और तरल पूरक बाजार नकदी बाजारों की वृद्धि में महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं क्योंकि वे निवेशकों को धन उपलब्ध कराने और हेजिंग में मदद करते हैं। पिछले कुछ वर्षों में, रिजर्व बैंक ने सरकारी प्रतिभूतियों और कॉर्पोरेट बॉन्ड दोनों के लिए रेपो बाजारों को विकसित करने के लिए उपाय किए हैं। त्रि-पक्षीय रिपो (अगस्त 2017) का प्रारंभ जी-सेक बाजार के लिए एक सफलता है; हालांकि, कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार में त्रि-पक्षीय रेपो ने अभी जोर नहीं पकड़ा है। इसी तरह, प्रतिभूति उधार ('बाजार रेपो') जी-सेक के लिए अच्छी तरह से काम करता है, हालांकि उधार लेने की लागत में अत्यधिक अस्थिरता की सामयिक वारदातों से बचने के लिए व्यापक भागीदारी (विशेष रूप से जी-सेक के बड़े धारकों द्वारा, जैसे म्यूचुअल फंड, बीमा कंपनियों और पेंशन फंड) जरूरी है। इन सभी विनियामकीय उपायों के परिणामस्वरूप रेपो बाजारों में चलनिधि में लगातार वृद्धि हुई है।

डेरिवेटिव बाजारों को बढ़ावा देने के लिए घरेलू संस्थाओं, विशेष रूप से बैंकों द्वारा बेहतर जोखिम प्रबंधन को प्रोत्साहित करने के लिहाज से प्रयास किए जाने की जरूरत है। बैंकों और गैर-बैंकों की जोखिम प्रबंधन गतिविधि में ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार के जोर पकड़ने के साथ ही, जिनका अभी तक दोहन नहीं किया गया है, आने वाले वर्षों में पूरक बाजारों की भूमिका मजबूत होगी।

3.3 हाल में की गई अन्य पहल

मैं, भारतीय पूँजी बाजारों को और विकसित करने के लिए चल रही चार महत्वपूर्ण पहलों का जिक्र करके अपनी बात को विराम दूंगा :

ए. अपतटीय रुपया बाजार पर कार्य बल

रिज़र्व बैंक ने फरवरी 2019 में अपतटीय रुपया बाजारों से संबंधित मुद्दों की बारीकी से जाँच करने और अनिवासियों के लिए प्रोत्साहन में अनुरूपता लाने के लिए उचित नीतिगत उपायों की सिफारिश करने, ताकि वे अपनी हेजिंग आवश्यकताओं के लिए धीरे-धीरे घरेलू बाजार की ओर बढ़ें और साथ ही रुपये के बाह्य मूल्य की स्थिरता सुनिश्चित करने के उद्देश्य से एक कार्य बल का गठन किया है। कार्य बल की रिपोर्ट जुलाई 2019 के मध्य तक तैयार हो जाएगी।

बी. बाजार के समय निर्धारण (टाइमिंग) पर आंतरिक कार्य दल

रिज़र्व बैंक ने बाजार के समय निर्धारण (टाइमिंग) को लेकर एक आंतरिक कार्य दल की स्थापना की है जो रिज़र्व बैंक के दायरे में आने वाले विभिन्न बाजारों के टाइमिंग की व्यापक समीक्षा करेगा, और आवश्यक भुगतान और निपटान इन्फ्रास्ट्रक्चर का आकलन करेगा, जो इन बाजारों में समन्वित समय में सहयोग कर सकता है। कार्य दल की रिपोर्ट, प्रस्तुत करने के बाद, सार्वजनिक प्रतिक्रिया के लिए जारी की जाएगी।

सी. कॉर्पोरेट ऋणों के लिए द्वितीयक बाजार के विकास पर कार्य बल

रिज़र्व बैंक ने कॉर्पोरेट ऋणों के लिए द्वितीयक बाजार के विकास पर एक कार्यबल का गठन किया है। यह कॉर्पोरेट ऋणों में द्वितीयक बाजार के विकास में सहायक आवश्यक नीतियां सुझाएगा, जिसमें दबावग्रस्त आस्तियों के लिए ऋण लेनदेन हेतु एक प्लैटफॉर्म, ऋण अनुबंध (कॉन्ट्रैक्ट) रजिस्ट्री का निर्माण, इसकी स्वामित्व संरचना और संबंधित प्रोटोकॉल जैसे ऋण सूचना का मानकीकरण,

स्वतंत्र सत्यापन और डेटा एक्सेस शामिल हैं। कार्य बल की रिपोर्ट अगस्त 2019 के अंत तक तैयार हो जाएगी।

डी. आवास वित्त प्रतिभूतिकरण बाजार विकास समिति

रिज़र्व बैंक ने भारत में आवास वित्त प्रतिभूतिकरण बाजारों के आकलन; सर्वोत्तम अंतर्राष्ट्रीय प्रथाओं व वैश्विक वित्तीय संकट के सबकों के अध्ययन के लिए भी तथा अन्य बातों के साथ-साथ निर्धारित मानकों के अनुरूप बंधकों की परिभाषा, बंधक दस्तावेजीकरण मानकों, समुचित सावधानी व निवेशकों द्वारा सत्यापन में सुगमता के लिए डिजिटल रजिस्ट्री, प्रतिभूतिकृत आस्तियों में ट्रेडिंग के अवसर आदि जैसे अपेक्षित अहम कदमों की पहचान करने के लिए यह समिति गठित की। समिति की रिपोर्ट अगस्त 2019 में आने वाली है।

सारांश यह कि, यह स्पष्ट हो कि भारतीय पूँजी बाजार जहाँ लगातार बढ़ते हुए दीर्घावधि व्यवहार्यता की अवस्था तक पहुँचे हैं, आगे और अधिक विकास व सुदृढीकरण की उनकी संभावना अनंत है...

‘तो फिर आइए कोशिशों में लग जाएं,
किसी भी परिणाम के लिए हों तैयार;
श्रम व धैर्य का पाठ पढ़ते हुए;
हासिल करते चलें मुकाम
और बढ़ते चलें मंजिलों की ओर’
(‘लेट अस, देन बी अप एंड डूइंग,
विद ए हर्ट फॉर एनी फेट;
स्टिल एचिविंग, स्टिल पर्स्यूइंग
लर्न टू लेबर एंड डू वेट।’)

- ए सैल्म ऑफ़ लाइफ
हेनरी वर्ड्सवर्थ लॉन्गफैलो
(1807 – 1882)