

भारत में वित्तीय बाजार विनियमन - अतीत एवं भावी दृष्टि*

हारून आर. खान

श्री जीरी रुसनॉक, भूतपूर्व प्रधानमंत्री तथा सेज राष्ट्रीय बैंक बोर्ड के सदस्य; डॉ.एम.वेंकटाचलम, चार्ज दि'अफेर्स भारतीय एंबेसी, प्राग्यू; श्री एन.एस. वेंकटेश, अध्यक्ष एफआईएमएमडीए; श्री प्रदीप माधव, पीडीएआई; प्रतिष्ठित पैनल सदस्य एवं सभी प्रतिनिधियों। मुझे प्रसन्नता है कि मैं इस सांस्कृतिक रूप से समृद्ध, ऐतिहासिक रूप से जीवंत, नैसर्गिक रूप से धन्य प्राग्यू शहर जो अपनी पुरातन - विश्व आकर्षण बनाए हुए है में एफआईएमएमडीए - पीडीएआई वार्षिक सम्मेलन के लिए मुख्य संबोधन प्रस्तुत कर रहा हूँ।

2. इस वर्ष के सम्मेलन की विषय-वस्तु विकासशील बाजार-संस्थानों एवं विनियमों, बाजार विकास को प्रभावित करने में दोनों विनियमों और साथही संस्थागत प्रथाओं की भूमिका को उचित रूप से रेखांकित करता है। तथापि, संकट के बाद वैश्विक वित्तीय नियामक व्यवस्था की जांच ने इन दोनों के बीच का संतुलन बदल दिया है क्योंकि कतिपय क्षेत्राधिकारों में बहुत ही मौलिक तरीके से नए विनियमों स्वयं संस्थागत प्रथाओं को परिवर्तित कर रहे हैं। आगे बढ़ने वाले बाजार के विकास पर इन परिवर्तनों के प्रभाव के बारे में कोई ठोस निष्कर्ष पर पहुँचना शायद जल्दबाजी होगी। सीसीपी की ओर शिफ्ट करना तथा ओटीसी लेन-देनों की बढ़ती कीमतें, व्यापारिक गतिविधियों के लिए पूंजी की आवश्यकताएं, नया लिवरेज और चलनिधि व्यवस्था आदि सभी का वैश्विक रूप से वित्तीय बाजार परिदृश्य को पुनःआकार देने में योगदान दे रहे हैं। जबकि विभिन्न देशों में वित्तीय बाजारों की स्थिति गुणात्मक रूप से विविध हो सकती है, सुधार कार्यक्रम का सुसंगत कार्यान्वयन एक अनिवार्य आवश्यकता हो गई है जिसका सामना सभी देश कर रहे हैं।

* 17 अगस्त 2015 को प्राग्यू में एफआईएमएमडीए - पीडीएआई के 16वां वार्षिक सम्मेलन में हारून आर. खान, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक का मुख्य संबोधन। वक्ता भारतीय रिजर्व बैंक के श्री वैभव चतुर्वेदी और श्री विवेक सिंह के सहयोग के लिए आभार प्रकट करते हैं।

3. उक्त पृष्ठभूमि में, इस अवसर पर मुझे यह उचित लग रहा है कि हमारे स्वयं की वित्तीय बाजारों के विकास और उन मामलों जिससे हम जूझ रहे हैं का व्यापक रूप से मूल्यांकन किया जाए। सही मॉडेल पर चर्चा करते समय यह महत्वपूर्ण होगा कि हम अन्य देशों द्वारा उनके नियामक ढाँचे को पुनः आकार देने के अनुभवों के हम सही पाठ सीखें। इस संबंध में भिन्न-भिन्न दृष्टिकोण और संभावनाएं हो सकती हैं लेकिन यह जरूरी है कि कतिपय मूल सिद्धांतों पर सहमति प्राप्त की जाए।

प्रस्तावना

4. वैश्विक स्तर पर वित्तीय क्षेत्र का विनियमन व्यापक रूप से दो उद्देश्यों से निर्देशित है : मितव्ययी अधिनियम तथा कारोबार प्रणाली अधिनियम जिसमें उपभोक्ता संरक्षण शामिल है। वैश्विक स्तर पर वित्तीय क्षेत्र के विनियमन हेतु चार सूत्री संस्थागत ढाँचा - संस्थागत दृष्टिकोण (संस्थागत आधारित विनियमन), व्यावहारिक दृष्टिकोण (गतिविधि आधारित विनियमन), एकीकृत दृष्टिकोण (सर्वव्यापी नियामक मॉडेल) तथा ट्विन पीक्स दृष्टिकोण (मितव्ययी विनियमन और कारोबार प्रणाली विनियमन को अलग-अलग करना) - सभी उपर्युक्त उद्देश्यों को विभिन्न औपचारिक ढंग के माध्यम से पूरा करने का प्रयत्न करते हैं। संकट के बाद की अवधि, 'सर्वांगी स्थिरता' का एक नया पहलू ढूंढा गया है जो वित्तीय क्षेत्र विनियमन का एक और उद्देश्य के रूप में जोड़ा जा रहा है लेकिन इस संबंध में सटीक रूप-रेखा तैयार की जा रही है।

5. भारत में वित्तीय बाजार ऐतिहासिक रूप से एक प्रधानतः बैंक-प्रभावित वित्तीय प्रणाली के परिप्रेक्ष्य में विकसित हुई और साथ ही उनका नियामक ढाँचा भी। नब्बे के दशक के शुरुआत में वित्तीय सुधार प्रक्रिया की शुरुआत के बाद तथा जब बैंकों के विनियमन को अंतरराष्ट्रीय बेहतरीन कार्यप्रणाली के साथ जोड़ा गया, उसके बाद ही विभिन्न बाजार तत्वों को धीरे-धीरे बाजार विकास कार्य-सूची के एक भाग के रूप में शामिल किया गया। इस कार्य-सूची ने सर्व प्रथम संस्थानों, प्रौद्योगिकी, बाजार भागीदारों और उचित विनियमनों के अनुसार अपेक्षित बाजार सूक्ष्म संरचना तैयार करने पर ध्यान केंद्रित किया।

6. भारत में वित्तीय बाजारों के विकास का अध्ययन, वित्तीय बाजारों के विनियमन के कार्यशील मॉडेल जो बहुत ही महत्वपूर्ण

हैं तथा साथ ही एक दूसरा पर्याय का विश्लेषण करने का अवसर प्रदान करता है। यह पारंपरिक कारणों और प्रासंगिक विचारों के कारण उत्पन्न हुआ होगा लेकिन विनियामक अनुकूलन के संदर्भ में इस दृष्टिकोण में 'प्रणालीगत केंद्र बिंदु' के कई तत्व शामिल थे जिन्हें संकट के बाद के परिप्रेक्ष्य में वैश्विक स्तर पर शामिल करने के प्रयास किए जा रहे हैं। प्रणालीगत आवश्यकताओं के चलते लिखतों और उद्देश्यों का अपरिहार्य संतुलन बनाया जाना अपेक्षित है ताकि गैर-बाधाकारी रूप में परिवर्तन लाए जा सकें। विभिन्न बाजार खंडों के विनियमन में निहित प्रमुख तत्वों में निम्नलिखित शामिल हैं :

- बाजार में भागीदारों का स्वरूप;
- उन उत्पादों का व्यापक ब्यौरा जिन्हें मंजूरी दी जानेवाली है;
- प्रणालीगत जानकारी अभिग्रहण करने के लिए प्रभावी रिपोर्टिंग प्रणाली; तथा
- बाजार मूलभूत सुविधाएं

7. एक प्रभावशाली 'बांड-करेंसी-व्युत्पन्नी' निर्माण मानों बीसीडी नेक्सस के अभाव में कभी-कभी यह संपूर्ण बाजार विकास प्रक्रिया के विरुद्ध हो जाता है। तथापि, एक सहक्रियाशील, सुसंगत बीसीडी नेक्सस का तात्पर्य है एक निपुण, अखंड बाजार जिनमें कतिपय मूल लिखतों का इस्तेमाल करते हुए जोखिम अदायगी जुटावों की बहुत अधिक संभावनाएं हों। अप्रत्यक्ष रूप से इसके पीछे प्रभावशाली बाजार अटकलें हैं जिनका ही पुनः अर्थ लगाया जा रहा है। हालांकि यह महसूस हो रहा होगा कि प्रभावशाली बाजार अटकलें वित्त का एक प्रमुख, अटल तत्व होगा, इस मामले पर प्रमुख विद्वानों के बीच विभाजित राय का लंबा इतिहास रहा है, जिसे वाक्पुटता से जस्टिन फॉक्स की पुस्तक 'दि मिथ ऑफ रेशनल मार्केट्स' में दर्ज किया गया है। वर्ष 1984 में रोबर्ट शिलर ने अपने किसी मौलिक पेपर्स में यह टिप्पणी की थी कि प्रभावशाली बाजार अटकले 'आर्थिक विचारण के इतिहास में अत्यंत विशिष्ट त्रुटि' थी। बीसीडी निर्माण प्रमुखतः किसी प्रकार के बाजार घर्षण के पूर्ण अभाव तथा नीतिगत व्यवधानों पर आधारित है। स्पष्ट रूप से ऐसी पहली आवश्यकता निरपेक्ष अर्थ

में समझी नहीं जा सकती। इसे विभिन्न घटकों पर आधारित होना चाहिए जिसमें बाजारों के विकास की स्थिति और व्यापक समष्टि-अर्थव्यवस्था शामिल हो जो स्थानीय और वैश्विक दोनों कारकों से प्रभावित हो। कतिपय समष्टि आर्थिक नीति उद्देश्य हैं विशेषकर पूंजी संबंधी खाता प्रबंधन ढांचा जिसे स्वयं अनुसरण की आवश्यकता है न कि बाजार विकास की आवश्यकता को अकेले पता लगाने की। सबसे विकसित बाजारों में भी इस 'नक्सेस' को विस्तृत स्थिरता उद्देश्यों की तुलना में गौण महत्व दिया जा रहा है, उदाहरण के लिए संकट के चलते कई रेगुलेटर्स द्वारा किए गए अल्प विक्रय पर लगाई गई रोक। वास्तव में, अंतरराष्ट्रीय मानक शुरू करने वाली निकायों द्वारा किए जा रहे कार्य की प्रमुख आलोचना यह है कि उनके निर्देश 'रेगुलेटरी ओवररीच, हो जाते हैं जो बाजार के कार्य को बेहद प्रभावित करते हैं।

बाजारों का विकास और भारत में बाजार विनियमन

8. विनियामक परिप्रेक्ष्य में सबसे बड़ी चुनौती है अंतर्निहित बाजार त्रुटियों को पहचानना और गहरी, तरल बाजारों के अच्छी तरह से कार्य करने के फायदे का लाभ उठाने के लिए उसके इर्द-गिर्द एक ढांचा निर्मित करना। एक दशक से अधिक समय के दौरान रिजर्व बैंक वित्तीय क्षेत्र संबंधी सुधारों के प्रति दृढ़ता से प्रतिबद्ध है। विनियामकों, सरकार, बाजार निकायों जैसे एफआईएमएमडीए, पीडीएआई तथा बाजार सहभागियों की सक्रिय सहभागिता से पहले ही बहुत कुछ उपार्जित किया जा चुका है। विशेष रूप से ऋण बाजार के क्षेत्र में इन उपलब्धियों में एनडीएस-ओएम प्लेटफॉर्म की शुरुआत, सीसीआईएल जैसे सीसीपी की स्थापना, मंदाडिया बिक्री/जब-जारी' बाजार (डब्ल्यूआई), जी-सेक/कॉर्प बांडों में रिपो, ओटीसी व्युत्पन्नी हेतु व्यापार रिपोजिटरी (टी आर), ऋण चूक स्वैप (सीडीएस), आदि तथा हाल ही में शुरू किए गए आईआरएस के लिए इलेक्ट्रॉनिक व्यापार प्लैटफॉर्म और छह वर्षीय तथा 13 वर्षीय आईआरएफ शामिल हैं। लेकिन अब भी बहुत कुछ करना शेष है। मौजूदा उत्पादों में कई मुद्दे हैं जिनपर ध्यान देना आवश्यक है। मैं इस अवसर पर उन मामलों तथा उपायों जो रिफार्म के दूसरे चरण के प्रति रिजर्व बैंक के भीतर विचाराधीन है और बाजार को मजबूत, सक्षम और तरल बनाने में बाजार निकायों जैसे एफआईएमएमडीए, पीडीएआई और बाजार सहभागियों की भूमिका पर प्रकाश डालना चाहूंगा।

¹ जोसफ जे. नार्टन, वैश्विक वित्तीय क्षेत्र सुधार : यूके एफएसए के अनुभव पर आधारित एकल वित्तीय रेगुलेटर मॉडल - एक महत्वपूर्ण पुनर्मूल्यांकन 39 अंतरराष्ट्रीय विधि, 15, 19 (2005)।

ब्याज दर व्युत्पन्नी

9. आईआरएस बाजार भारत में 1999 से है और इस लंबी समयावधि में यह विकसित हुआ है जो कि नीचे प्रस्तुत सारणी में दिए गए डाटा से देखा जा सकता है। इस लंबी समयावधि के दौरान दैनिक व्यापार मात्रा में उल्लेखनीय सुधार हुआ है। हालाँकि भारतीय रिजर्व बैंक ने आईआरएस के लिए कोई बेंच मार्क निर्धारित नहीं किया है, बाजार ने स्वयं ही शुरुआत में तीन बेंचमार्क अर्थात् एमआईबीओआर, एसआईएफओआर, आईएनबीएमके का इस्तेमाल किया है। बाजार में फिलहाल इन तीन बेंचमार्कों में से एमआईबीओआर का इस्तेमाल हो रहा है जो आईआरएस में सबसे तरल बेंचमार्क है जिसका कुल व्यापार में लगभग 92 प्रतिशत का चालू हिस्सा है। अन्य दो बेंचमार्कों में व्यापार लगभग नगण्य है (सारणी 1)। यह ऐसा क्षेत्र है जहाँ अन्य बेंचमार्कों में व्यापार को प्रोत्साहित करने के लिए प्रयासों की जरूरत पड़ती है।

10. आईआरएस बाजार के साथ एक और मुद्दा है कि कतिपय विषय मद्दों पर अधिकांशतः 5 वर्ष तक ही गतिविधियाँ केंद्रित की जा रही है (चार्ट 1)। संरचनात्मक क्षेत्र के लिए दीर्घावधि निधियन आवश्यकताओं के मद्देनजर, दीर्घावधि आईआरएस विकसित

करने की आवश्यकता है। एफआईएमएमडीए अथवा फाइनेंशल बेंचमार्क्स इंडिया प्रा.लि. (एफबीआईएल) लंबी अवधि के विषयों के लिए उचित बेंचमार्क विकसित करने पर विचार कर सकते हैं जिसे बाजार सहभागी द्वारा आईआरएस में लंबे समय तक बने रहने के लिए इस्तेमाल किया जा सकता है। यह भारत में मीयादी मुद्रा बाजार के विकास में मददगार साबित होगा।

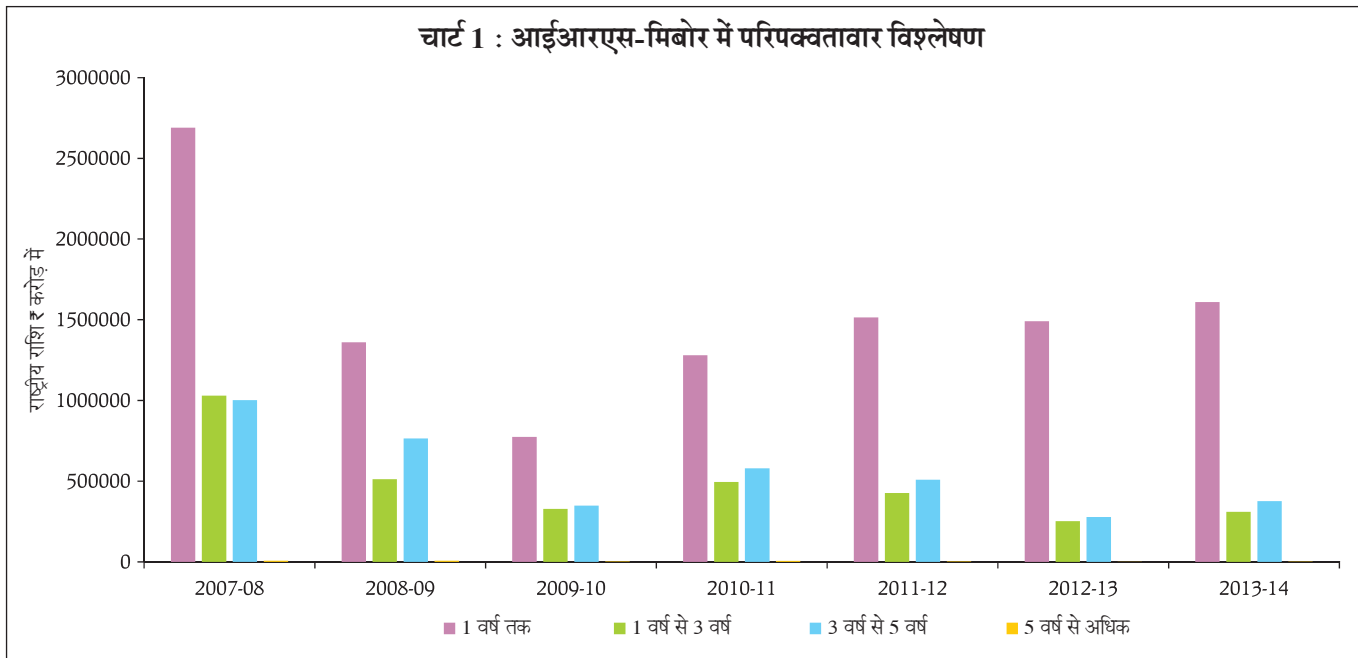
11. साथही, आईआरएस बाजार प्रायः अंतर-बैंक होता है तथा ग्राहक संबंधी लेन-देन कुल मात्रा के 1 प्रतिशत से कम होता है। यह भी पाया गया है कि आईआरएस बाजार में विदेशी बैंकों (कुल व्यापार का लगभग 70-80 प्रतिशत) का प्रभुत्व है उसके बाद निजी बैंक आते हैं जिनका हिस्सा लगभग 12-15 प्रतिशत होता है (चार्ट 2)। आईआरएस में सहभागिता आधार में विविधता उत्पन्न करने की आवश्यकता है। व्यापक सहभागिता को प्रोत्साहित करने के लिए रिजर्व बैंक ने सीसीआईएल को एक बेनाम इलेक्ट्रॉनिक व्यापार प्लैटफार्म शुरू करने की अनुमति प्रदान की है। प्रतिपक्षी ऋण जोखिम को ध्यान में रखते हुए रिजर्व बैंक ने सीसीआईएल को आईआरएस संविदाओं का गारंटीकृत केंद्रीय समाशोधन उपलब्ध करवाने की भी अनुमति प्रदान की है। इन उपायों के साथ बाजार के विभिन्न क्षेत्रों से सक्रिय सहभागिता की अपेक्षा करते हैं। हालही में सीसीपी

सारणी 1: आईआरएस व्यापार का संक्षिप्त विवरण

(₹ बिलियन में)

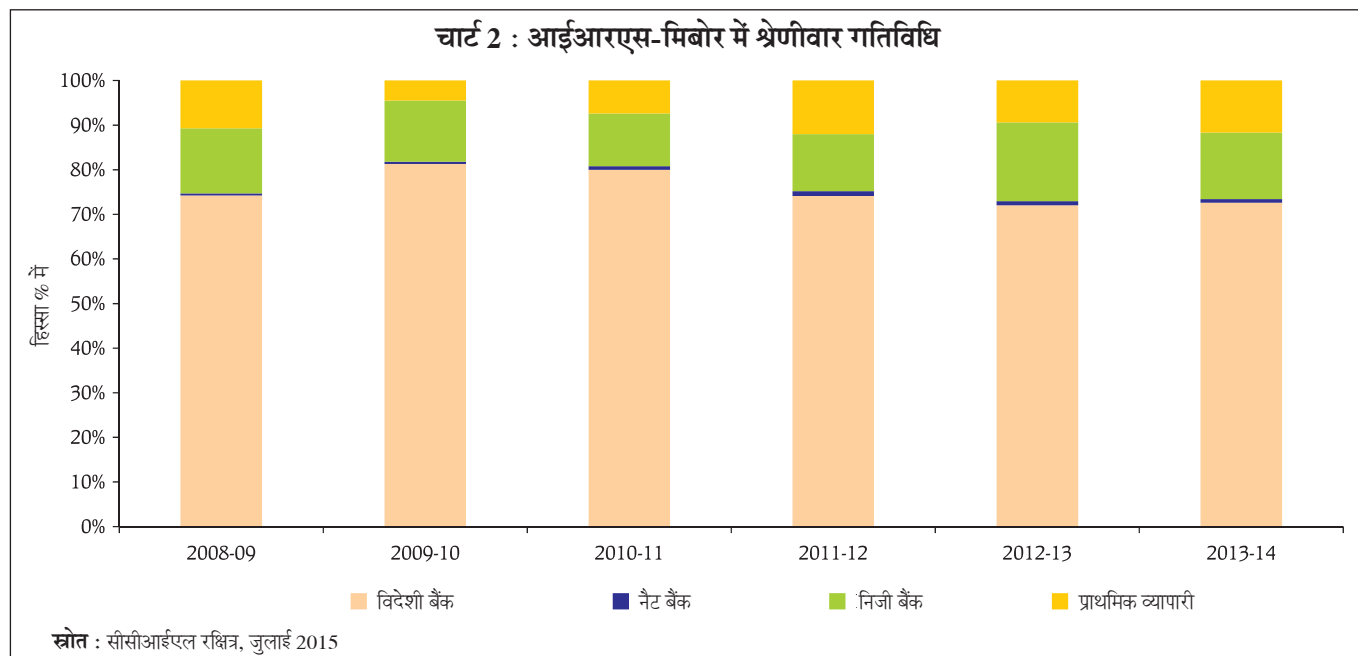
अवधि	एमआईबीओआर		एमआईएफओआर		आईएनबीएमके		कुल	
	व्यापार	कल्पित आय	व्यापार	कल्पित आय	व्यापार	कल्पित आय	व्यापार	कल्पित आय
2007-08	79495 81.10%	47,281 87.72%	18139 18.51%	6,476 12.01%	385 0.39%	144 0.27%	98019	53,901
2008-09	40912 89.24%	26,448 91.99%	4,799 10.47%	2,237 7.78%	132 0.29%	66 0.23%	45843	28,751
2009-10	20,352 94.75%	14,521 96.10%	1,050 4.89%	539 3.56%	77 0.36%	51 0.34%	21479	15,111
2010-11	33,057 95.82%	23,597 96.58%	1,291 3.74%	749 3.07%	150 0.43%	88 0.36%	34498	24,434
2011-12	33,642 94.09%	24,510 95.67%	2,101 5.88%	1,100 4.29%	14 0.04%	9 0.03%	35757	25,619
2012-13	22,713 94.73%	20,216 96.37%	1,252 5.22%	754 3.60%	11 0.05%	6 0.03%	23976	20,977
2013-14	25514 94.67%	22967 96.63%	1437 5.33%	798 3.36%	1 0.00%	4 0.01%	26952	23769
2014-15	21153 91.61%	20292 94.42%	1932 8.37%	1198 5.57%	5 0.02%	3 0.01%	23090	21493

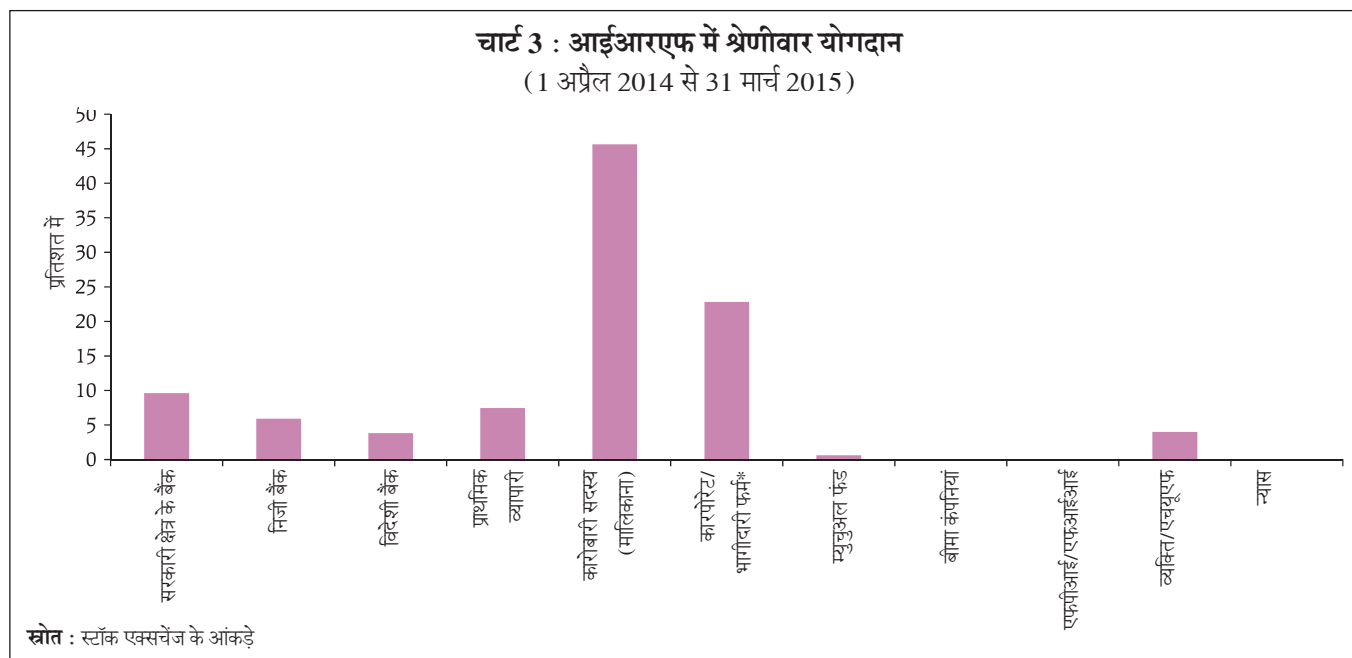
स्रोत: सीसीआईएल रिकॉर्ड, जुलाई 2015



सुविधा के साथ शुरू किए गए बेनाम व्यापार प्लैटफार्म के कई लाभ हैं जैसे पारदर्शी भाव की उपलब्धता, कम दस्तावेजी आवश्यकता, घटी ऋण जोखिम, पूंजी की बचत, उच्चतर ऋण आदि। मैं बैंकों से अनुरोध करूंगा वे अपने पोर्टफोलियो में ब्याज दर जोखिम को संचालित करने के लिए आईआरएस और आईआरएफ जैसे ब्याज दर व्युत्पन्नी उत्पादों का इस्तेमाल करें ताकि संकट की अवधियों के दौरान विनियामक राहत लेना टाला जा सके।

12. जब तक ब्याज दर फ्यूचर्स की बात करते हैं, आईआरएस के जैसेही यह अनुभव उत्साहजनक नहीं था जब तक जनवरी 2014 में एकल बांड नकद निपटाए गए आईआरएफ लांच नहीं हुआ। पूर्व के आईआरएफ संविदा अवतारों ने पर्याप्त बाजार ब्याज को आकर्षित नहीं किया प्रमुखतः आईआरएफ संविदाओं के पूर्व अवतारों ने बाजार की दिलचस्पी को कुछ ज्यादा आकर्षित नहीं किया जिसका मुख्य कारण यह था कि निहित बास्केट में अचलनिधीय प्रतिभूतियों





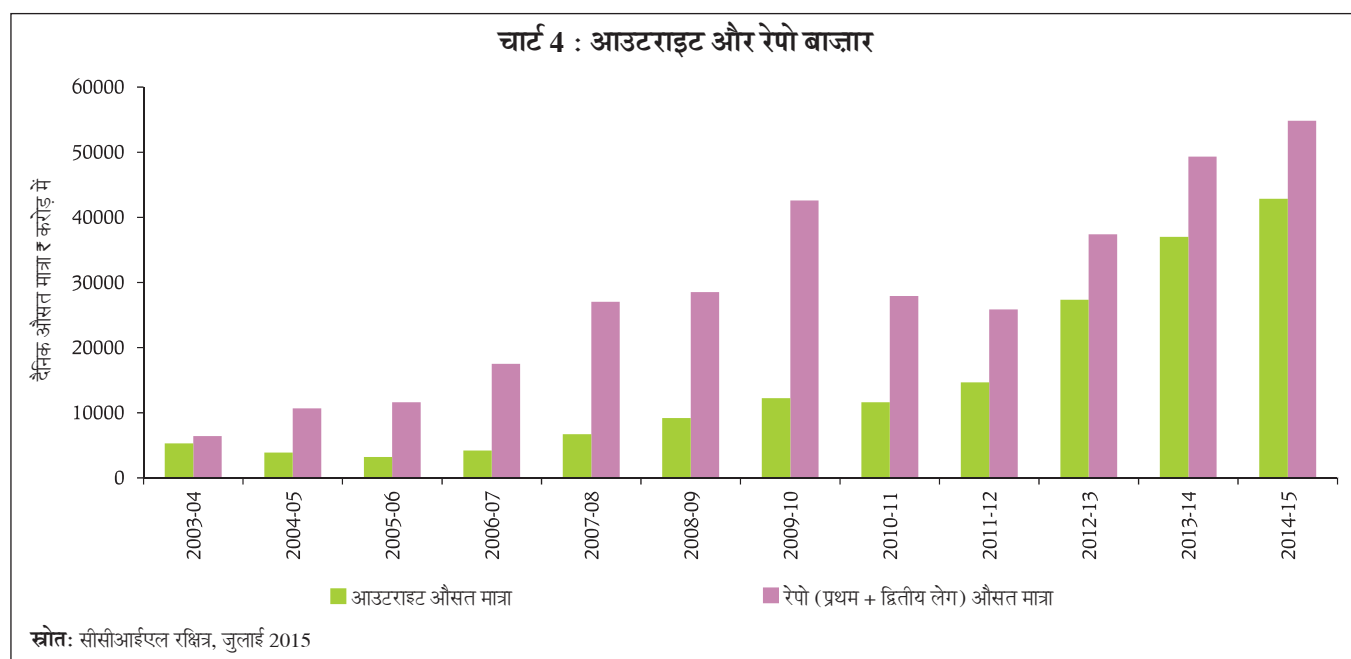
की उपलब्धता से भय यह था कि डेलिवरी आधारित निपटान में अचलनिधीय प्रतिभूतियां प्राप्त होंगी और नकदी में निपटान की जाने वाली संविदाओं के लिए उनकी सैद्धांतिक गणना बड़ी जटिल होगी। बाजार सहभागियों के फीडबैक को ध्यान में रखते हुए यह निर्णय किया गया कि निहित प्रतिभूति के लिए एकल बांड आईआरएफ प्रारंभ किया जाए जो नकदी निपटान आधारित हो जिसकी अवशेष परिपक्वता 9-10 वर्ष हो। 10 वर्षीय एकल बाण्ड आईआरएफ को बाजार ने अच्छी तरह अपनाया क्योंकि यह उत्पाद साधारण था और समझने में आसान एवं नकदी में निपटान वाला था। 10 वर्षीय एकल बाण्ड आईआरएफ की नकदी निपटान सफलता को ध्यान में रखते हुए तथा बाजार के सहभागियों के अनुरोध पर एक्सचेंजों को 4-8 वर्षीय बकेट तथा 12-15 वर्षीय बकेट के एकल बाण्ड फ्यूचर्स जारी करने की अनुमति दी गई है। यद्यपि जनवरी 2014 में प्रारंभ करने के बाद से आईआरएफ की दैनिक कारोबार मात्रा में लगातार वृद्धि हुई है फिर भी इसमें सहभागिता को अभी और व्यापकता प्राप्त होने की आवश्यकता है (चार्ट 3)।

13. हमें यह भी उम्मीद है कि एकल बाण्ड नकदी निपटान फ्यूचर्स को बाजार से उत्साहपरक रिस्पांस मिला है, इसलिए एक्सचेंज बास्केट पर आधारित फ्यूचर्स को पुनः प्रारंभ करने पर विचार करेंगे, जो हेजिंग की दृष्टि से कहीं ज्यादा अच्छे लिखत होंगे। इससे कुछ अचलनिधीय बांडों में चलनिधि संबंधी सुधार भी आएगा।

तत्काल वायदा सुविधा

14. आप सभी जानते हैं कि भारतीय रिजर्व बैंक 1992 से अपनी मौद्रिक और चलनिधि प्रबंधन नीति के रूप में बाजार सहभागियों के साथ रेपो/रिवर्स रेपो का संव्यवहार करता रहा है। सरकारी प्रतिभूतियों में अंतर-बैंक रेपो सुविधा 2003 में प्रारंभ की गई थी। पिछले 10 वर्षों में सरकारी प्रतिभूति में रेपो बाजार को अत्यधिक बढ़ावा मिला है (चार्ट 4)। प्रौद्योगिकी की ओर झुकाव रखने तथा तीव्र समाशोधन एवं निपटान प्रणाली ने रेपो बाजार को पूर्णतः ओटीसी बाजार से इलेक्ट्रॉनिक बाजार के वातावरण की ओर ले जाने में सक्रिय भूमिका अदा की है। भारत उन कुछ देशों में से एक है जिसके पास रेपो बाजार के लिए सीसीपी सुविधा सहित अनाम इलेक्ट्रॉनिक आर्डर मैचिंग प्लेटफार्म है। रेपो बाजार के बढ़ने का सुबूत इस तथ्य से है कि दैनिक औसत कारोबार की मात्रा 2004-05 में 106.72 बिलियन रुपए से बढ़कर 2014-15 में 548.28 बिलियन रुपए हो गई है।

15. हालांकि पिछले वर्षों में रेपो बाजार में यथोचित वृद्धि हुई है, लेकिन यह काफी हद तक 'ओवरनाइट' बाजार रहा है। ओवरनाइट से होकर 3 दिन की अवधि की बकेट में रेपो कारोबार का कुल कारोबार में हिस्सा 95 प्रतिशत था (सारणी 2)। ऐसे उपाय किए जा रहे हैं जिससे बाजार के सहभागी दीर्घकालिक रेपो संविदा लेने के लिए प्रोत्साहित हो। पहले कदम के रूप में रिजर्व बैंक ने अक्टूबर 2013 में 7 और 14 दिवसीय मीयादी रेपो प्रारंभ किया था। लेकिन वित्तीय बाजार के विकास के नजरिये से यह महत्वपूर्ण हो गया है कि केंद्रीय बैंक की विंडो



के बाहर मीयादी रेपो विकसित की जाए। तदनुसार, फरवरी 2015 में बाजार रेपो के अंतर्गत प्राप्त प्रतिभूतियों की प्रति-पुनर्खरीद की अनुमति प्रदान की गई। चलनिधीय ओवरनाइट दरों की उपलब्धता से विभिन्न अवधि की भारतीय रिजर्व बैंक मीयादी रेपो तथा 91 एवं 128 दिवसीय तिजोरी बिलों की नीलामी, मीयादी रेपो की आवश्यक अवधियों की कई रेपो बाजार में मौजूद है जिनका इस्तेमाल मीयादी अर्जन वक्र को विकसित करने के लिए किया जा सकता है।

स्ट्रिप्स (पंजीकृत ब्याज और प्रतिभूतियों के मूलधन का पृथक कारोबार)।

16. स्ट्रिप्स को भारत में 2010 में बाजार द्वारा निर्धारित शून्य कूपन अर्जन वक्र (जेडसीवायसी) विकसित करने तथा संस्थागत निवेशकों को आस्ति-देयता प्रबंधन में सहायता प्रदान के लिए प्रारंभ किया गया

था। इसके अलावा, चूंकि स्ट्रिप्स में पुनःनिवेश पर जोखिम शून्य होता है, इसलिए यह सोचा गया कि वे खुदरा/गैर-संस्थागत निवेशकों के लिए आकर्षक होंगे। लेकिन, 2010 में इसमें कुछ ही कारोबार हो सका (आज की तारीख तक 13 बिलियन रुपए की प्रतिभूतियां ही स्ट्रिप्स की जा सकी है), उसके बाद स्ट्रिप्स बाजार में कोई गतिविधि नहीं है। रिजर्व बैंक इस दृष्टि से वर्तमान दिशानिर्देशों की समीक्षा करेगा कि स्ट्रिपिंग के लिए अधिक संख्या में पात्र प्रतिभूतियों को शामिल किया जाए, प्राथमिक व्यापारियों के साथ-साथ बैंकों को भी अनुमति दी जाए कि वे स्ट्रिपिंग की एवं पुनर्गठन की प्रक्रिया प्रारंभ करें। फिमडा और पीडीएआई समानांतर रूप से खुदरा निवेशकों, बीमा कंपनियों तथा म्युचुअल फंड के लिए जागरूकता कार्यक्रम संचालित करेंगे ताकि स्ट्रिप्स में उनकी सहभागिता बढ़े।

सारणी 2 : रेपो मीयादी विश्लेषण

निपटान अवधि	ओवरनाइट		2-3 दिन		4-7 दिन		7 दिन से अधिक	
	कुल कारोबार के प्रति %	कुल मूल्य के प्रति %	कुल कारोबार के प्रति %	कुल मूल्य के प्रति %	कुल कारोबार के प्रति %	कुल मूल्य के प्रति %	कुल कारोबार के प्रति %	कुल मूल्य के प्रति %
2010-11	68.51	65.99	27.94	31.12	2.96	2.68	0.59	0.21
2011-12	67.46	65.94	26.27	28.53	5.17	5.24	1.1	0.29
2012-13	69.06	67.82	27.13	27.75	3.49	4.16	0.32	0.26
2013-14	66.29	65.24	27.73	28.34	5.6	6.17	0.39	0.25
2014-15	67.08	65.76	27.56	28.22	5.08	5.63	0.28	0.39

स्रोत : सीसीआईएल रक्षित्र, जुलाई 2015

कारपोरेट बाण्ड में रेपो

17. कारपोरेट बाण्ड बाजार में चलनिधि की स्थिति को बेहतर बनाने के लिए तथा निधि प्रदान करने के विकल्प के रूप में रेपो को कारपोरेट ऋण के लिए जनवरी 2010 में प्रारंभ किया गया था। उसके बाद दिशानिर्देशों को न्यूनतम हेयरकट/मार्जिन की अपेक्षा को ध्यान में रखकर नरम बनाया गया पात्र बाण्डों की सूची को बड़ा किया गया उसमें सीपी और सीडी जैसे अल्पकालिक लिखतों को पात्र निहित लिखत के रूप में शामिल किया गया तथा अधिक संस्थाओं जैसे बहुपक्षीय संस्थाओं, सरकारी स्वामित्व की एनबीएफसी आदि को रेपो बाजार में भाग लेने की अनुमति प्रदान की गई। अंतरराष्ट्रीय स्तर पर जीएमआरए को रेपो लेनदेन के मानक दस्तावेज के रूप में प्रयोग किया जाता है और यही दस्तावेज उपयुक्त संशोधनों के साथ भारत में भी प्रयोग के लिए निर्धारित किया गया है। लेखांकन मानदंडों को संशोधित किया गया है ताकि उसे विश्व के स्वीकार्य मानदंडों के अनुरूप बनाया जा सके। रेगुलेटरी रिपोर्टिंग और डीवीपी-1 निपटान का निर्धारण पारदर्शिता बढ़ाने तथा निपटान-जोखिम को कम करने के लिए किया गया है। उसके बावजूद रेपो बाजार में अभी भी सहभागिता शून्य है। यद्यपि रिजर्व बैंक कारपोरेट ऋण रेपो बाजार के संरचनागत मुद्दों से परिचित है और रेपो बाजार में गतिविधियों को बढ़ाने के लिए विभिन्न विकल्पों का परीक्षण कर रहा है, वहीं फिन्डा और पीडीएआई अपने सदस्यों से इस मामले के बारे में चर्चा कर सकते हैं और कारपोरेट ऋण रेपो बाजार को सक्रिय बनाने के लिए उपाय सुझा सकते हैं।

ऋण चूक अदला-बदली

18. सहभागियों को ऋण संबंधी जोखिम को कम करने का अवसर देने तथा प्रणाली के भीतर ऋण संबंधी जोखिम को प्रभावी रूप से पुनःवितरित करने के उद्देश्य से रिजर्व बैंक ने दिसंबर 2011 में भारतीय बाजार में सीडी की शुरुआत की। बाजार में बड़े पैमाने पर परामर्श के बाद सीडी से संबंधित दिशानिर्देश तैयार किए गए। लेकिन, फिर भी इस उत्पाद में बाजार की कोई दिलचस्पी नहीं थी। बाद में दिशानिर्देशों में और भी परिवर्तन किए गए जैसे- गैर-सूचीबद्ध किंतु रेटिंग वाले बाण्डों पर सीडी की अनुमति देते हुए रेफरेंस/डिलीवरी योग्य दायित्व में वृद्धि भले ही वे बाण्ड इन्फ्रास्ट्रक्चर कंपनियों से इतर कंपनियों के निर्गम हों और ऐसी प्रतिभूतियों पर सीडी की अनुमति देना जिनकी मूल परिपक्वता एक वर्ष तक हो जैसे - सीपी, सीडी और एनसीडी को रेफरेंस/डिलीवरी योग्य दायित्व के रूप में। लेकिन

निवेशक का हित अभी भी भ्रांतिजनक है। सीडी में कारोबार करने में रुचि न लेने का मुख्य कारण यह बताया गया है कि पूंजी पर्याप्तता तथा एक्सपोजर मानदंड के लिए मार्क टू मार्केट (एमटीएम) पोजिशन की नेटिंग करने पर पाबंदी है। ओटीसी डेरिवेटिव्स संविदा में एक्सपोजर की गणना के संबंध में रिजर्व बैंक के वर्तमान अनुदेश एक्सपोजर की द्विपक्षीय नेटिंग की अनुमति नहीं देते हैं क्योंकि सांविधिक निगमों के परिसमापन की स्थिति में क्लोज-आउट नेटिंग के बारे में कानूनी कार्रवाई करना अनिश्चित होता है।

19. मेरे विचार से, इस मसले का समाधान कानून में संशोधन करके किया जा सकता है जिसके दो तरीके हैं : उन अधिनियमों/संविधियों में संशोधन करके जिनके द्वारा सांविधिक निगम और राज्य के स्वामित्व वाले/राष्ट्रीयकृत बैंक नियंत्रित होते हैं, जहां भी लागू हो। लेकिन बड़े पैमाने पर संशोधन करना, विशेष रूप से समरूप तरीके से करना व्यावहारिक रूप से कठिन कार्य है। तदनुसार, विकल्प के रूप में मात्र एक सौहार्दपूर्ण समरूप कानून लाया जा सकता है जो क्लोज-आउट नेटिंग के लिए होगा जिसे अन्य सभी प्रकार के बैंकों एवं अन्य संस्थाओं के लिए लागू समस्त अन्य अधिनियमों/संविधियों से ऊपर रहने की शक्ति प्राप्त होगी। इससे पारदर्शिता आएगी, व्यापकता तथा स्पष्टता पैदा होगी और इससे रिजर्व बैंक को विनियमन तथा पर्यवेक्षण में आसानी होगी। यह कानून एक मात्र कानून हो सकता है या वर्तमान कानून का हिस्सा हो सकता है - भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 या भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम, 2007 का हिस्सा। लंबित कानूनी परिवर्तन, संभाव्य विकल्पों का सरकार के विवेक के साथ पता लगाया जा सकता है।

20. उभरते बाजारों में ऐसे कई उदाहरण हैं जिन्होंने नेटिंग मसले को सुलझाने का प्रयास किया है, जैसे हाल का मलेशिया का उदाहरण। मलेशिया ने सभी प्रकार की वित्तीय सेवाओं के लिए एक समान कानून लागू किया है (वित्तीय सेवा अधिनियम, 2013) जो 'अर्हक वित्तीय करार को सुरक्षित आश्रय' प्रदान करता है।

बाजार विनियमन के प्रति दृष्टिकोण

21. बाजार की विश्वसनीयता तथा स्थायित्व सुनिश्चित करने के लिए निगरानी प्रणाली सहित बाजार के विकास एवं विनियमन हेतु अत्यधिक केंद्रित दृष्टिकोण अपनाने के उद्देश्य से भारतीय रिजर्व बैंक में वित्तीय बाजार विनियमन विभाग (एफएमआरडी) के नाम से एक नए विभाग की स्थापना की गई है। हाल ही में वित्तीय बाजार के

संबंध में तकनीकी परामर्शदात्री समिति (टीएसी) का पुनर्गठन किया गया है जो हमारी भविष्य की कार्यसूची में मार्गदर्शन प्रदान करेगी। इसके अलावा, मुद्रा, ब्याज-दर तथा करेंसी बाजार के विनियमन के लिए भारत में प्रचलित स्पष्ट संस्था-असंबद्ध कानूनी ढांचे को और लीवरेज प्रदान किया जाएगा ताकि एक संरचित प्रक्रिया लागू हो सके जो इन बातों पर फोकस करेगी (i) सभी सहभागियों के लिए बाजार में पहुंच का रास्ता सुगम बनाएगी, (ii) सभी क्षेत्रों में उत्पादों की सूची (मेनू) तथा सहभागियों में वृद्धि पर (iii) विश्व मानक के अनुसार बाजार की बुनियादी सुविधाओं को सुदृढ़ बनाएगी तथा (iv) नीतिगत इनपुट के लिए बाजार एवं चौकसी प्रणाली की लीवरेजिंग पर फोकस।

ब्याज-दर आपांश

22. उपर्युक्त दृष्टिकोण के अनुरूप भारतीय बाजार में ब्याज-दर आपांश उतारना इसकी कार्यसूची का अहम हिस्सा होगा। इस संबंध में टीएसी के अधीन एक कार्यदल का गठन किया जा चुका है जो इस समस्त संगत मुद्दों पर व्यापक रूप से विचार करेगा और उत्पाद की डिजाइन के बारे में अपनी सिफारिशें देगा।

23. समिति इन आपांश की हेजिंग संबंधी आवश्यकता के बारे में विचार-विमर्श कर रही है। खुदरा सहभागियों के लिए एक छोटी सीमा के बारे में विचार किया जा रहा है जिसके लिए कोई स्पष्ट निहित अपेक्षा नहीं होगी। इससे खुदरा सहभागियों एवं छोटे उद्यमों को अपने जोखिम को बिना किसी दस्तावेजी बोझ के हेज करने में मदद मिलेगी। बड़े कारपोरेट्स के लिए अंतरनिहित एक्सपोजर की अपेक्षा जरूरी होगी, किंतु फारेक्स हेजिंग के समान 'प्रत्याशित ब्याज दर एक्सपोजर्स' की संकल्पना की संभावना तलाशनी होगी।

एफपीआई सीमा की समीक्षा

24. भारत में सरकारी प्रतिभूतियों में एफपीआई निवेश के लिए सीमा पूंजी खाता प्रबंधन की बृहत संरचना का हिस्सा रही है। विदेशी करेंसी में सरकारी उधार से जुड़े जोखिमों के संबंध में पिछले वर्षों में 'प्रारंभिक गलती' के बारे में व्यापक विश्लेषण किया जा चुका है, खास तौर से नब्बे के दशक में एशियाई संकट के बाद। लेकिन एफपीआई के अचानक रुक जाने को लेकर जो चिंताएं हैं वे विदेशी करेंसी मूल्यवर्ग के ऋण के लिए जितनी प्रासंगिक हैं, उतनी ही घरेलू करेंसी मूल्यवर्ग के ऋण के लिए भी हैं। अतः यह अनिवार्य है कि सामान्य समय में होने वाली कम आय (यील्ड) के लाभ तथा बढ़ी हुई

अस्थिरता के समय में लगने वाली लागतों एवं संकट के समय आय (यील्ड) पर पड़ने वाले प्रभाव को संतुलित किया जाना चाहिए।

25. गवर्नर ने हाल ही में इस संबंध में मध्यावधि संरचना की घोषणा की है जिसमें निम्नलिखित बातें शामिल हैं :

- मध्यावधि में एफपीआई द्वारा सरकारी बाण्ड बाजार का कितना हिस्सा लक्ष्य किया जाए।
- प्रत्येक छह महीने में सीमाओं में थोड़ी-थोड़ी वृद्धि की घोषणा और इन्हें मासिक/तिमाही आधार पर घोषित किया जाना।
- सीमाओं का निर्धारण रूप में किया जाए ताकि विनियम-दर के उतार-चढ़ाव का उस पर प्रभाव न पड़े।

इस संरचना से विभिन्न प्रकार की सहभागिता के लिए गुंजाइश पैदा होगी, दीर्घकालिक निवेशक जैसे - पेंशन फंड और सरकारी वेल्थ फंड एवं मध्यावधि निवेशक तथा ऐसे निवेशक जो अंतरराष्ट्रीय सेंट्रल सिक्यूरिटी डिपाजिटरी जैसे - यूरोक्लियर तथा क्लियरस्ट्रीम के माध्यम से आते हैं।

26. हम इस संबंध में सरकार के साथ बातचीत कर रहे हैं। एक बार संरचना तय हो जाए उसके बाद हम बाजार की उपयुक्त स्थिति तक इंतजार करेंगे, साथही सार्वजनिक घोषणा करने से पूर्व इस बात के लिए अधिक आश्वस्त होना चाहेंगे कि फेडरल रिजर्व की क्या कार्रवाई है तथा घरेलू बाजार में चलनिधि की स्थिति कितनी उपयुक्त है।

ओटीसी डेरिवेटिव्स एवं रेपो में अन्य विनियमित संस्थाओं को अनुमति प्रदान करना

27. जैसाकि मैंने ऊपर उल्लेख किया है कि ओटीसी बाजार का स्पष्ट विनियमन करना भारत में वित्तीय क्षेत्र रेगुलेटरी ढांचे का एक महत्वपूर्ण कार्य है। जैसे-जैसे बाजार का इन्फ्रास्ट्रक्चर मजबूत होता जाएगा, वैसे-वैसे रिजर्व बैंक द्वारा रेगुलेटेड संस्थाओं के अलावा अन्य विभिन्न संस्थाओं की ओटीसी डेरिवेटिव्स बाजार में सहभागिता पर विचार किया जा सकता है। यह प्रस्ताव है कि सरकार एवं अन्य रेगुलेटर्स के साथ परामर्श करके विभिन्न विकल्पों की संभावना का पता लगाया जाए ताकि ज्यादा से ज्यादा रेगुलेटेड संस्थाओं को अनुमति दी जा सके, उनकी ओटीसी डेरिवेटिव्स बाजार तक बेहतर पहुंच हो और वे निर्धारित रिपोर्टिंग अपेक्षा का पालन करें।

कारपोरेट बाण्ड में रेपो के लिए इलेक्ट्रॉनिक डीलिंग प्लेटफार्म

28. कारपोरेट ऋण में रेपो के संबंध में जनवरी 2010 में दिशानिर्देश जारी किए गए थे। उसके बाद से न्यूनतम हेयरकट/मार्जिन अपेक्षा की शर्तों में और भी छूट प्रदान की गई तथा अधिक संस्थाओं जैसे - बहुपक्षीय संस्थाओं, सरकार की स्वामित्व वाली एनबीएफसी आदि को रेपो बाजार में भाग लेने की अनुमति प्रदान की गई। लेकिन, इसके बावजूद कारपोरेट ऋण रेपो बाजार में कारोबार की मात्रा बहुत ही सीमित है। रेपो बाजार को विकसित करने के लिए यह प्रस्ताव किया गया है कि कारपोरेट में रेपो के लिए इलेक्ट्रॉनिक डीलिंग प्लेटफार्म प्रारंभ किया जाए। प्रारंभ में इसके लिए एक कोट-प्रणाली अनुरोध पर विचार किया जा सकता है और बाजार में इस संबंध में प्रतिक्रिया के आधार पर उसे धीरे-धीरे एक पूर्ण-रूपेण आर्डर-मैचिंग प्रणाली पर ले जाया जा सकता है।

सरकारी प्रतिभूति और कारपोरेट बाण्ड से संबंधित दिशानिर्देशों की समीक्षा - सहभागिता आधार विस्तृत करना तथा कतिपय शर्तों से छूट प्रदान करना

29. वर्तमान रेपो दिशानिर्देशों में रेपो बाजार में सीजीएल मार्ग के माध्यम से पहुंचने वाली संस्थाओं पर विभिन्न प्रकार के प्रतिबंध लगाए गए हैं जैसे - प्राथमिक सदस्य और उसके ग्राहक के बीच तथा एक ही अभिरक्षक के दो ग्राहकों के बीच रेपो लेनदेन पर रोक आदि। हम इन दिशानिर्देशों की समीक्षा कर रहे हैं ताकि सहभागिता को अधिक विस्तार दिया जा सके। चूंकि इस सम्मेलन की उप-थीम 'मीयादी दर संरचना और दरों का संचारण' भी है इसलिए में पैनल के सदस्यों से आग्रह करूंगा कि वे रेपो बाजार के अधिक विकास के लिए इन प्रासंगिक मुद्दों पर चर्चा करें तथा अपने अभिमत भारतीय रिजर्व बैंक को अग्रेषित करें।

तीन पक्षीय रेपो

30. अंतरराष्ट्रीय स्तर पर विभिन्न क्षेत्रों में तृपक्षीय रेपो किया जाने लगा है ताकि रेपो बाजार की परिचालनगत क्षमता को बेहतर बनाया जा सके। भारत में सीबीएलओ कुछ हद तक तृपक्षीय-रेपो से मिलता जुलता है। हालांकि हमारे पास तृपक्षीय रेपो प्रणाली वास्तव में नहीं है। भारत में रेपो लेनदेन में प्रतिभूतियों के स्थानापन्न की अनुमति नहीं है। इस व्यवस्था ने उधारकर्ताओं को रेपो लेनदेन में लंबी अवधि के लिए प्रवेश करने को हतोत्साहित किया है। हालांकि प्रति-रेपो के प्रारंभ

करने से धन उधार देने वालों के लिए वातावरण को सहज बना दिया है ताकि वे दीर्घकाल के लिए धन दे सकें, जिसमें धन उधार लेने वालों के लिए यह समस्या बनी रहेगी कि प्रतिभूतियां लंबे समय के लिए फंस जाएंगी। यह तर्क दिया जाता है कि सरकारी-प्रतिभूति में तृपक्षीय रेपो के प्रारंभ से प्रतिभूतियों का स्थानापन्न होगा जिससे बाजार के सहभागी लंबी अवधि के लिए रेपो संविदा करने के लिए प्रोत्साहित होंगे। सरकारी प्रतिभूतियों तथा ब्याज दर व्युत्पन्नी (डेरिवेटिव्स) बाजार में चलनिधि विस्तार से संबंधित कार्यदल (अध्यक्ष : श्री आर. गांधी) ने भी सिफारिशों की है जिनका रिजर्व बैंक परीक्षण कर रहा है।

सरकारी प्रतिभूतियों के लिए बाजार का निर्माण

31. सरकारी प्रतिभूति बाजार में द्वितीयक बाजार की चलनिधि में पिछले एक दशक में अत्यधिक वृद्धि हुई है। लेकिन यह पाया गया है कि द्वितीयक बाजार का कारोबार कुल 86 प्रतिभूतियों में से आठ-दस प्रतिभूतियों तक ही सीमित है। सच तो यह है कि बाण्ड बाजार में चलनिधि की समस्या अनेक देशों में कई कारणों से उठ रही है। बेहतर मौद्रिक प्रसार के लिए जरूरी है कि संपूर्ण आय-वक्र में चलनिधि में सुधार किया जाए। गांधी समिति द्वारा इन मुद्दों का विस्तार से परीक्षण किया गया है और समिति द्वारा की गई सिफारिशों को चरणबद्ध रूप से कार्यान्वित किया जा रहा है।

32. सिफारिशों में से एक सिफारिश जो बहुत महत्वपूर्ण है वह है समस्त परिपक्वता अवधि में चलनिधि को बढ़ाने के लिए प्राथमिक व्यापारियों हेतु बाजार-निर्माण की योजना प्रारंभ करना। पिछले कुछ महीनों में प्राथमिक व्यापारियों से कई विकल्पों के बारे में चर्चा की गई है और बाजार के फीडबैक पर आधारित मॉडल के संबंध में सरकार से बातचीत की जा रही है। मेरा यह भी सुझाव है कि प्राथमिक व्यापारी बेतरतीब लॉट खंड में विभिन्न अवधि की चलनिधि प्रतिभूति हेतु दुतरफा दरें प्रदान करें। ऐसी प्रतिभूतियों की सूची बनाई जा सकती है और उसे पीडीआई द्वारा तिमाही आधार पर प्रकाशित किया जा सकता है। इससे न केवल सरकारी प्रतिभूति बाजार में खुदरा एवं छोटे निवेशकों की सहभागिता प्रोत्साहित होगी बल्कि अंतर-बैंक बाजार में बाजार-निर्माण की दिशा में अग्रगामी कदम होगा। भारतीय रिजर्व बैंक अपनी ओर से ऐसी प्रतिभूतियों के लिए उच्च शार्टिंग सीमा की अनुमति देने के प्रस्ताव का मूल्यांकन करेगा ताकि प्राथमिक व्यापारी दुतरफा दरें आसानी से दे सकें।

एलएएफ लेखांकन से संबंधित दिशानिर्देशों की समीक्षा

33. सरकारी प्रतिभूतियों और कारपोरेट ऋण में बाजार रेपो लेन-देन के लिए संशोधित दिशानिर्देश 23 मार्च, 2010 को जारी किए गए थे। इन दिशानिर्देशों में रेपो लेनदेन के आर्थिक महत्व को मान्यता दी गई है जो एक संपार्श्विक एवं उधारी लेनदेन है, जिसमें उसे पुनः क्रय करने का करार सहमत शर्तों पर होता है। किंतु ये शर्त भारतीय रिजर्व बैंक के साथ चलनिधि समायोजन सुविधा (एलएएफ) के अंतर्गत किए गए रेपो/रिवर्स रेपो लेनदेन पर लागू नहीं होती है। हम एलएएफ लेखांकन मानदंडों को भी बाजार रेपो मानदंड में बदलने की प्रक्रिया में हैं। बाजार रेपो दिशानिर्देश के अनुरूप, संस्थाओं द्वारा एलएएफ रिवर्स रेपो के अंतर्गत प्राप्त की गई प्रतिभूतियां एसएलआर के लिए पात्र होंगी। इसके अलावा, इन्हें पुनः-रेपो के लिए पात्र बनाने की संभावना की जांच की जा रही है। इससे निश्चित ही मीयादी मुद्रा बाजार के विकास में महत्वपूर्ण योगदान मिलेगा।

ओटीसी डेरिवेटिव्स के लिए इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफार्म

34. इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग और समस्त ओटीसी डेरिवेटिव्स के लिए केंद्रीकृत समाशोधन की व्यवस्था वित्तीय बाजारों के सुधार का एक मूलभूत सिद्धांत है। विश्व स्तर पर (अमरीका, यूके, युरोपियन युनियन) ओटीसी डेरिवेटिव्स की ट्रेडिंग को केंद्रीकृत समाशोधन सहित इलेक्ट्रॉनिक प्लेटफार्म पर लाने के लिए अनेक मॉडल्स लागू किए गए हैं। भारत में ओटीसी बाजार के बड़े खण्ड के प्रमुख सीसीपी के रूप में सीसीआईएल उभर कर आया है जो सेबी के अंतर्गत तीन सीसीपी के अलावा एक मान्यताप्राप्त क्यूसीसीपी है। सीसीआईएल, सतत आधार पर उन नियमों और विनियमों के अधीन कार्य करेगी जो वित्तीय बाजार इन्फ्रास्ट्रक्चर (पीएफएमआई) के सिद्धांतों के अनुरूप होंगे तथा जो भुगतान और बाजार इन्फ्रास्ट्रक्चर समिति (सीपीएमआई) एवं अंतरराष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन द्वारा जारी किए गए हों।

35. उत्तम स्थिति यह है कि किसी भी प्लेटफार्म पर किए गए समस्त ट्रेडिंग-पूल के इस प्रकार की सीसीपी व्यवस्था में एक्सेस होनी चाहिए। हम विभिन्न श्रेणी की आस्तियों तथा सीसीपी सुविधाओं तक उनके एक्सेस हेतु इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफार्म को प्राधिकृत करने के बारे में समस्त हितधारकों से परामर्श करके एक व्यापक नीतिगत ढांचा तैयार कर रहे हैं।

विदेश में रुपए बाण्ड जारी करने का मुद्दा

36. रिजर्व बैंक ने विदेश में रुपए बाण्ड जारी करने के संबंध में सार्वजनिक फीडबैक के लिए दिशानिर्देश का प्रारूप जारी किया है। अनेक अभिमत अब तक प्राप्त हुए हैं और अंतिम दिशानिर्देश शीघ्र ही जारी किए जाएंगे जिसमें ईसीबी दिशानिर्देश की व्यापक समीक्षा भी की जाएगी। यह पाया गया है कि जहां रुपए बाण्ड जारी करना काफी हद तक ईसीबी मानदंडों के अंतर्गत हो, लेकिन इस प्रकार के निर्गमों के लिए अलग से भिन्न मानदंडों की जरूरत होगी। इसका उद्देश्य यह है कि एक आसान व्यवस्था दी जाए जिसमें प्रतिक्रिया देने वालों द्वारा उठाए गए अनेक मुद्दों का समाधान रहेगा। यह सच है कि बाहर से ऋण लेने पर करेंसी संबंधी जोखिम निवेशक को ही वहन करना पड़ेगा, इसलिए रुपए बाण्ड निर्गम के माध्यम से धन जुटाने की वरीयता समस्त बाह्य ऋण संरचना के अंतर्गत सबसे अधिक रहना चाहिए।

ओटीसी बाजार का सुधार-सीमा-पार के मुद्दे

37. ओटीसी बाजार को सुदृढ़ बनाने की दिशा में अंतरराष्ट्रीय स्तर पर किए जा रहे सतत प्रयास दो स्तरों पर हो रहे हैं :

- विश्व स्तर के मानक निर्धारक इस संबंध में संरचना तथा सिद्धांतों को अत्यधिक कसकर बना रहे हैं ताकि यह सुनिश्चित हो सके कि परिवर्तनों को अंतरराष्ट्रीय एवं निष्पक्ष तरीके से कार्यान्वित किया जा रहा है।
- राष्ट्रीय प्राधिकारी उचित कानून तथा विनियम लागू कर रहे हैं।

38. लेकिन, अभी भी विभिन्न अधिकार क्षेत्रों में समानता एवं स्थानापन्न संबंधी अनुपालन के बारे में काफी कार्य किए जाने की आवश्यकता है। इस प्रकार की अपेक्षाओं को बिना राष्ट्र-विशेष की जरूरतों को ध्यान में रखे बिना शर्त लागू किए जाने से बाजार के विकास के गैर-इरादी परिणाम निकालेंगे। मैं तीन विशेष क्षेत्रों में पाई जा रही चुनौतियों पर प्रकाश डालना चाहूंगा जिनका सामना हम कर रहे हैं :

केंद्रीय प्रति-पक्षी (काउंटर पार्टीज)

39. प्रमुख अंतरराष्ट्रीय स्तरों पर सीसीपी अपेक्षाओं के संबंध में जो दृष्टिकोण अपनाए जा रहे हैं उसने अतिरिक्त इलाकाई रेगुलेटरी

अधिकारक्षेत्र की संभावनाओं के प्रति चिंताएं पैदा कर दी हैं जिससे रेगुलेटरी विवाद पैदा कर दिया है और बाजार की गतिविधियों में रुकावट बन गई है। उदाहरण के लिए, डॉड-फ्रैंक अधिनियम द्वारा आशोधित यूरोपियन मार्केट इन्फ्रास्ट्रक्चर रेगुलेशन (ईएमआईआर) और कमोडिटी एक्सचेंज एक्ट (सीईए) में ऐसे नियम दिए गए हैं जिनसे यूरोपियन/अमरीकी बैंकों को तीसरे-देश के समाशोधन गृहों में भाग लेने से रोका जा सकता है जिसका इस्तेमाल यूरोपियन प्रतिभूति और बाजार प्राधिकरण (ईएसएमए) द्वारा नहीं किया गया है अथवा सीएफटीसी विनियमों के अनुसार उसे व्युत्पन्नी समाशोधन संगठन (डीसीओ) के रूप में पंजीकृत नहीं किया गया है। जहां इस संबंध में चर्चाएं जारी हैं, वही ईयू तथा अमरीकी नियमों के बीच असमानता की अनिश्चितता, समान मूल्यांकन की प्रक्रिया और समय की पाबंदी अंतरराष्ट्रीय वित्तीय बाजार के कार्यों के प्रति भरोसे को प्रभावित कर सकती है जो जी-20 की सुधार कार्यसूची की कार्यान्वयन में हुई प्रगति पर असर डाल सकती है।

कारोबारी रिपाजिटरीज

40. एफएसबी की वचनबद्धता के अनुसार, बाजार सहभागियों द्वारा एक कार्यक्षेत्र से दूसरे कार्यक्षेत्र में कारोबार की रिपोर्टिंग संबंधी बाधा को समाप्त किया जाना चाहिए, खासतौर से काउंटर पार्टी से संबंधित सूचनाओं की रिपोर्टिंग तथा प्राधिकरणों द्वारा सूचनाएं ले सकने की बाधा को दूर किया जाए। लेकिन यहां यह जानना जरूरी है कि घरेलू टी आर तथा विदेशी टीआर की रिपोर्टिंग में क्या अंतर है। जहां तक किसी भी कार्यक्षेत्र में एक चरण के लेन-देन की रिपोर्टिंग किसी एक मान्यताप्राप्त टी आर को किए जाने की स्थिति में उसे किसी एकल संस्था के साथ साझा करने की आवश्यकता नहीं होनी चाहिए। यह प्रयास होना चाहिए कि विश्व के टी आर एक-दूसरे से बात करें, क्योंकि एलईआई व्यवस्था के पूरी तरह से लागू हो जाने के बाद इसके अच्छे नतीजे निकल सकेंगे। इससे बाजार सहभागियों की अनुपालन लागत कम होगी और रेगुलेटरी प्रभाव से भी समझौता नहीं करना पड़ेगा।

41. भारत में भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम (जिसके अंतर्गत अब टी आर नियंत्रित होता है) भारतीय रिजर्व बैंक को यह अधिकार प्रदान किया है कि वह इस प्रकार के दस्तावेज/जानकारी को किसी भी व्यक्ति को दिखा सकें, बशर्ते कि वह ऐसा करना व्यापक लोकहित में आवश्यक समझे। संस्था के स्तर पर ग्राहक/प्रतिपक्ष

के डाटा को तीसरे पक्ष के साथ साझा करना, जिसमें गैर-घरेलू टी आर भी शामिल है, संविदागत संबंध द्वारा नियंत्रित होता है और ऐसा ग्राहक की सहमति लेने के बाद ही किया जाता है। संस्थाओं से अपेक्षित होता है कि वे बैंकर्स द्वारा ग्राहक की सूचना को गोपनीय रखने तथा गोपनीयता-दायित्व के निर्वाह के कर्तव्य के प्रति विभिन्न संविधि, नियम और वादगत-कानून के अंतर्गत किए गए प्रावधानों का ध्यान रखें।

बेंचमार्क

42. यूरोपियन कमीशन ने 'वित्तीय लिखतों एवं वित्तीय संविदाओं में बेंचमार्क के रूप में प्रयुक्त सूचकांक' से संबंधित प्रस्तावित रेगुलेशन जारी किया है। इस बेंचमार्क के ऐसे 'उपयोगकर्ता' जो यूरोपियन यूनियन द्वारा नियंत्रित संस्थाएं हैं, शायद वे गैर-ईयू बेंचमार्क प्रशासक द्वारा उपलब्ध कराए गए बेंचमार्क का इस्तेमाल न करें क्योंकि वे समरूपता के अपेक्षा को उस क्षेत्र से पूरा नहीं करेंगे। इस बात की तत्काल आवश्यकता है कि समस्त क्षेत्र समरूपता मानदंड के बारे में एकमत हों ताकि किसी भी प्रकार के अप्रत्याशित परिणाम से बचा जा सके।

समापन

43. इतने विस्तार से इस विषय की पृष्ठभूमि के कैनवास तथा निरंतर किए जा रहे प्रयासों का खाका खींचने का मेरा छोटा सा उद्देश्य यह है कि मैं अपने देश में वित्तीय बाजार के विकास के बारे में यह बता सकूँ कि यह एक जटिल प्रकार का वेब है जिसमें अनेक कारक एवं प्रक्रियाएं निहित हैं जिसके लिए जरूरी है कि सहयोग की भावना के साथ समस्त कार्यक्षेत्र एकजुट हों। जहां यह कार्य रेगुलेटरी आदेश से बिल्कुल संभव नहीं है वहीं इसके लिए रेगुलेटरी समर्थन जरूरी है। यह एक बढ़ते क्रम की प्रक्रिया है जो अनुकूल बनाने के सबक पर आधारित होती है। जहां केंद्रीय बैंक जो विस्तारित वित्तीय रेगुलेटर्स के रूप में है, उन पर संकट के बाद और अधिक जिम्मेदारी आ गई है और वे भी इस बात के लिए आलोचना के घेरे में हैं कि उन्हें संतुलित अधिकार नहीं मिल रहा है। यह एक निर्णयगत मामला है और नीति-निर्माताओं से यह उम्मीद की जाती है कि वे इस जिम्मेदारी का वहन एक बड़े सिद्धांत के अंतर्गत करेंगे और विभिन्न अनुकूलन लर्निंग प्रक्रियाओं द्वारा परस्पर समझ आकार लेगी। इसे मात्र नियमों/कानून के रूप में कूटांकित करना कठिन है। इस दिशा में भारतीय वित्तीय कोड (आईएफसी) का प्रारूप यद्यपि बहुत महत्वाकांक्षी प्रयास है किंतु इसमें बहुत सी खामियां हैं जिनका समाधान नहीं दिया गया है।

44. वित्तीय क्षेत्र के कानूनी ढांचे को पुनः आकार देने की कोई भी प्रक्रिया सुव्यवस्थित तरीके से उभरनी चाहिए, जिसमें प्रारंभ में ही पुनर्मूल्यांकन का उद्देश्य यह पता लगाना हो कि मौजूदा प्रणाली कहां पर असफल है। इस संदर्भ में जोसफ जे. नार्टन का अभिमत उल्लेखनीय है कि 'प्रत्येक राष्ट्र की स्थिति अद्वितीय है, यदि उसके निर्णय भली प्रकार से सूचित किए जाएं जो स्थायी ऐतिहासिक, सामाजिक, आर्थिक, वित्तीय बाजार, रेगुलेटरी एवं राजनैतिक कारकों एवं स्थितियों पर आधारित हों एवं उन्हें संज्ञान में लेते हों'²। यह विशेष रूप से तब और भी महत्वपूर्ण हो जाता है जब कई निरंतर स्वरूप की नीतियों से संबंधित मुद्दे हों जिनपर अंतरराष्ट्रीय स्तर पर बहस की जा रही हो। संकट के बाद अंतरराष्ट्रीय स्तर पर वित्तीय रेगुलेशन के उन दृष्टिकोणों का व्यापक पुनर्मूल्यांकन किया जा रहा है जिसके अंतर्गत राष्ट्र अपनी-अपनी पसंद के हिसाब से मॉडल्स की ओर स्पष्ट रूप से शिफ्ट हो गए हैं। विवेकपूर्ण रेगुलेशन को यूके में रिअलाइन करने के साथ बैंक ऑफ इंग्लैंड में जो वापसी हुई है वह संकट पूर्व के रेगुलेटरी दर्शन के विरुद्ध जबरदस्त वक्तव्य है जो वर्तमान प्रस्तावों में से एक महत्वपूर्ण प्रस्ताव है।

45. यह हमारा सौभाग्य है कि हमें हमारी प्रणाली में ऐसी गंभीर विफलता का सामना नहीं करना पड़ा है, जबकि अन्य राष्ट्रों के मामले में उनकी संरचना की ओवरहॉलिंग का यही प्रमुख कारण रहा है। इसलिए फिलहाल जल्दबाजी में कोई बहुत बड़ा परिवर्तन करने का

कोई कारण नहीं है। यह ध्यान में रखना होगा कि लोकनीति की दृष्टि से जब प्रणालीगत लागत और लाभ के जोखिम गलत होने लगे तब यह बहुत गंभीर बात हो जाती है जैसाकि कई एशियाई और लैटिन अमरीकी अर्थव्यवस्थाओं में पिछले कुछ दशकों से अनुभव किया गया है। पिछले संकट से प्राप्त सबक अब स्पष्ट हो चुके हैं और विभिन्न अंतरराष्ट्रीय निकायों जैसे एफएसबी, बीएसबीसी, आईओएससीओ आदि द्वारा किए गए कार्यों से उनका समाधान हो चुका है जिसमें भारत एक प्रमुख सदस्य रहा है। इस प्रक्रिया के माध्यम से उन्हीं उद्देश्यों को प्राप्त करने हेतु महत्वपूर्ण परिवर्तन किए जा सकते हैं और किए जा रहे हैं।

46. आगे की दिशा विभिन्न हितधारकों, सरकार एवं रेगुलेटर्स तथा बाजार सहभागियों के बीच बृहत नीतिगत करार तथा साझा वचनबद्धता के रूप में उभरना चाहिए ताकि इस प्रक्रिया की दिशा तय हो सके एवं परिणाम हासिल किए जा सकें। विशिष्ट मुद्दों पर स्वस्थ, सूचित एवं तीव्र बहस होनी चाहिए। जहां अनेक विशेषज्ञ समितियां अपनी-अपनी सिफारिशें प्रस्तुत करेंगी वहीं प्रमुख नीति हितधारकों द्वारा बहस की शर्तों को निर्धारित करके उनपर एक-एक करके विस्तृत चर्चा की जानी चाहिए। औद्योगिक निकाय जैसे फिन्डा और पीडीएआई को इस बहस में सक्रिय रूप से योगदान देना चाहिए और नीति-निर्माताओं को सार्थक फीडबैक प्रदान करना चाहिए।

² जोसफ जे. नार्टन, वैश्विक वित्तीय क्षेत्र सुधार : यूके एफएसए के अनुभव पर आधारित एकल वित्तीय रेगुलेटर मॉडल - एक महत्वपूर्ण पुनर्मूल्यांकन 39 अंतरराष्ट्रीय विधि, 15, 19 (2005)