

## भारत में वित्तीय बाजारों का क्रमिक विकास: भविष्य का परिदृश्य\*

शक्तिकान्त दास

फिमडा-पीडीएआई वार्षिक सम्मेलन में उपस्थित होना मेरे लिए प्रसन्नता की बात है। यह वर्ष (2024-25) रिजर्व बैंक के लिए विशेष है। रिजर्व बैंक ने 1 अप्रैल 2024 को अपने 90वें वर्ष में प्रवेश किया। इसलिए मैंने रिजर्व बैंक की यात्रा पर बात करना उचित समझा, विशेष रूप से हाल की अवधि में भारत में वित्तीय बाजारों के विकास में उसकी भूमिका के संदर्भ में। मैं आगे की राह पर भी अपने कुछ विचार साझा करना चाहूंगा।

संक्षेप में पृष्ठभूमि यह है कि हिल्टन यंग कमीशन की सिफारिशों पर 1935 में रिजर्व बैंक की स्थापना बैंक नोटों के निर्गम को विनियमित करने, मौद्रिक स्थिरता हासिल करने और देश की मुद्रा और ऋण प्रणाली के संचालन के उद्देश्य से की गई थी। इसके कामकाज के लिए सांविधिक आधार भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934<sup>1</sup> में दिया गया था। रिजर्व बैंक की शुरुआत एक संयुक्त स्टॉक कंपनी के रूप में हुई थी, जिसका 1949 में राष्ट्रीयकरण हुआ।

इतने वर्षों में रिजर्व बैंक ने भारतीय अर्थव्यवस्था को सुदृढ़ करने के लिए कई प्रकार के कार्य किए हैं। इसकी विकासात्मक भूमिका पर योजना अवधि के दौरान ध्यान गया जब अर्थव्यवस्था के जरूरतमंद क्षेत्रों को ऋण देने में इसकी प्रमुख भूमिका रही थी। 1990 के दशक में उदारीकरण की प्रक्रिया की शुरुआत के साथ रिजर्व बैंक ने मौद्रिक नीति, वित्तीय क्षेत्र के विनियमन और पर्यवेक्षण, वित्तीय बाजारों और भुगतान प्रणालियों के विकास जैसे केंद्रीय बैंकिंग के मुख्य कार्यों पर अधिक ध्यान केंद्रित किया। आज रिजर्व बैंक एक पूर्ण सेवा प्रदाता केंद्रीय बैंक है और बाजार अर्थव्यवस्था का एक प्रवर्तक है।

\* श्री शक्तिकान्त दास, गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा 8 अप्रैल 2024 को फिमडा-पीडीएआई वार्षिक सम्मेलन, बार्सिलोना में दिया गया मुख्य भाषण।

<sup>1</sup> भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934।

रिजर्व बैंक की यात्रा और उभरते क्षेत्रों पर इसका ध्यान भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 और अन्य कानूनों, जिनमें रिजर्व बैंक के कर्तव्यों का उल्लेख है, में किए गए संशोधनों में परिलक्षित होता है। पिछले कुछ दशकों में हुए उल्लेखनीय परिवर्तनों में से जिन बातों के लिए सांविधिक संशोधन हुए वे इस प्रकार हैं: (i) गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) की निगरानी के लिए कानूनी ढांचे को मजबूत करना, (1997)<sup>2</sup>; (ii) सरकारी प्रतिभूतियों से संबंधित कानूनों को सरकारी प्रतिभूति अधिनियम में समेकित करना (2006)<sup>3</sup>; (iii) प्रमुख वित्तीय बाजारों के विनियमन के लिए कानूनी ढांचा उपलब्ध कराना (2006)<sup>4</sup>; (iv) भारत में भुगतान प्रणालियों को विनियमित करने और पर्यवेक्षण करने के लिए भारतीय रिजर्व बैंक को प्राधिकार देने हेतु भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम लागू करना (2007)<sup>5</sup> (v) लचीले मुद्रास्फीति लक्ष्य ढांचे का स्थापन (2016)<sup>6</sup>; (vi) राष्ट्रीय आवास बैंक अधिनियम, 1987 के संशोधन के माध्यम से आवास वित्त कंपनियों को विनियमित करने का प्राधिकार रिजर्व बैंक को देना (2019)<sup>7</sup>; (vii) बैंककारी विनियमन अधिनियम, 1949 (सहकारी समितियों पर यथा लागू) में संशोधन द्वारा सहकारी बैंकों के लिए विनियामक ढांचे को सुदृढ़ करना (2020); और (viii) सेंट्रल बैंक डिजिटल करेंसी जारी करने का प्राधिकार देना (2022)<sup>8</sup>। ये बदलती प्राथमिकताएं और प्रौद्योगिकीय परिवर्तनों सहित विकास के साथ तालमेल बनाए रखने की आवश्यकता, रिजर्व बैंक की संगठनात्मक संरचना में

<sup>2</sup> एनबीएफसी क्षेत्र के बेहतर विनियमन की आवश्यकता महसूस किए जाने पर भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम, 1934 को 1997 में संशोधित किया गया जिसमें एनबीएफसी के लिए एक व्यापक विनियामक ढांचे का प्रावधान किया गया। भारतीय रिजर्व बैंक (संशोधन) अधिनियम, 1997 के तहत भारतीय रिजर्व बैंक को कंपनियों और उनके लेखापरीक्षकों को निदेश जारी करने, कंपनियों द्वारा जमाराशियां स्वीकार करने और आस्तियों के हस्तांतरण पर रोक लगाने और कंपनियों को बंद करने के लिए कार्रवाई शुरू करने की शक्तियां प्रदान की गई हैं।

<sup>3</sup> सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, 2006।

<sup>4</sup> भारतीय रिजर्व बैंक अधिनियम को अध्याय III डी (धारा 45यू, वी, डब्ल्यू और एक्स) को सम्मिलित करने के लिए संशोधित किया गया, जिससे रिजर्व बैंक को मुद्रा बाजार, सरकारी प्रतिभूति बाजार और विदेशी मुद्रा, रुपया ब्याज दर और ऋण डेरिवेटिव बाजारों में लेनदेन को विनियमित करने की शक्ति प्रदान की गई थी।

<sup>5</sup> भुगतान और निपटान प्रणाली अधिनियम, 2007।

<sup>6</sup> संवृद्धि के उद्देश्य को ध्यान में रखते हुए मूल्य स्थिरता बनाए रखने के लिए मौद्रिक नीति समिति के लिए एक सांविधिक और स्थापित ढांचा प्रदान करने के लिए 2016 में अधिनियम में संशोधन किया गया।

<sup>7</sup> राष्ट्रीय आवास बैंक अधिनियम, 1987।

<sup>8</sup> केंद्रीय बैंक डिजिटल मुद्रा जारी किए जाने के लिए 2022 में अधिनियम में संशोधन किया गया।

परिलक्षित होती है, जिसमें भुगतान और निपटान प्रणाली विभाग (2005); वित्तीय स्थिरता इकाई, जिसे अब वित्तीय स्थिरता विभाग कहा जाता है (2010); वित्तीय बाजार विनियमन विभाग (2014); वित्तीय बाजार संचालन विभाग (2014); और फिनटेक विभाग (2022) की स्थापना शामिल है।

### वित्तीय बाजार: विश्वास, स्थिरता और नवाचार को बढ़ावा

अब मैं हमारे वित्तीय बाजारों की यात्रा के बारे में बताना चाहूंगा। इस यात्रा में रिजर्व बैंक ने फिमडा (एफआईएमएमडीए) और पीडीएआई सहित कई हितधारकों के साथ सहयोग स्थापित किया है और वे बाजारों, संस्थानों और प्रथाओं को विकसित करने के रिजर्व बैंक के प्रयास में मूल्यवान भागीदार रहे हैं।

वैश्विक वित्तीय संकट (2008) के उत्पन्न होने से दुनिया का वित्तीय बाजारों की ओर देखने का तरीका बदल गया। उस समय हमारे वित्तीय बाजारों का विकास होना शुरू ही हुआ था, जिस पर बढ़ती हुई अर्थव्यवस्था की जरूरतों का प्रभाव था और पृष्ठभूमि में बाजार निर्धारित ब्याज और विनियम दरों की ओर अंतरित होना, चालू खाते में परिवर्तनीयता और पूंजी खाते के क्रमिक उदारीकरण का दौर था। महत्वपूर्ण संस्थागत और बाजार बुनियादी ढांचों का भी विकास हुआ। इनमें क्लियरिंग कॉरपोरेशन ऑफ इंडिया लिमिटेड (सीसीआईएल) की स्थापना और आरटीजीएस, एनडीएस-ओएम प्लेटफॉर्म और डेरिवेटिव के लिए एक ट्रेड रिपॉजिटरी का संचालन शामिल था। तथापि, बाजारों का विकास शुरुआती दौर में ही बना रहा। निधि के लिए बैंक वित्त को ही प्राथमिकता प्राप्त थी। वित्तीय उत्पादों और प्रतिभागियों में विविधता सीमित थी। घरेलू बाजारों में विदेशी भागीदारी का दृष्टिकोण बचावात्मक था। इधर अर्थव्यवस्था की बढ़ती जरूरतें वित्तीय बाजारों में मांग बढ़ा रही थीं, वहीं लगातार वैश्विक संकटों ने विवेकपूर्ण जोखिम प्रबंधन को जरूरी बना दिया था। इस बीच, भारतीय रुपये और ऑफ-शोर रुपया बाजारों में वैश्विक रुचि बढ़ती रही। ऑन-शोर और ऑफ-शोर रुपया बाजार खंडित रहे।

इस पृष्ठभूमि में, हाल के वर्षों में रिजर्व बैंक द्वारा वित्तीय बाजारों के विकास के लिए किए गए प्रयास अधिक विश्वासपूर्ण और महत्वाकांक्षी अर्थव्यवस्था की आवश्यकताओं को पूरा करने पर केंद्रित हैं। हमारे सुधार प्रयासों ने (i) पूंजी जुटाने को अधिक कुशल बनाते हुए; (ii) ऑन-शोर और ऑफ-शोर बाजारों के बीच विभाजन को हटाते हुए; (iii) हैजिंग के लिए बाजारों तक पहुंच को आसान बनाकर तथा बाजार की गतिविधियों पर विचार व्यक्त करके भागीदारी आधार का विस्तार करते हुए; (iv) उत्पादों के वृहत्तर समूह के माध्यम से नवाचार को बढ़ावा देते हुए; (v) बाजारों और बाजार अवसंरचना की अखंडता और समुत्थानशीलता को सुनिश्चित करते हुए; और (vi) बाजार सहभागियों द्वारा निष्पक्ष आचरण सुनिश्चित करते हुए विश्वास, स्थिरता और नवोन्मेष को बढ़ावा दिया है।

मैं हाल के वर्षों में किए गए प्रमुख सुधारों पर चर्चा करूंगा।

### निधि प्राप्त करने के लिए बाजार

सरकारी प्रतिभूति बाजार

रिजर्व बैंक का एक प्रमुख उद्देश्य एक मजबूत जी-सेक बाजार और प्रतिफल वक्र को बढ़ावा देना रहा है, जिसका मैंने अक्सर सार्वजनिक वस्तु के रूप में उल्लेख किया है। महत्वपूर्ण अवधि बिंदुओं पर चलनिधि उपलब्ध करा कर प्रतिफल वक्र के विकास के लिए 2020 में एक बेंचमार्क प्रतिभूति निर्गम रणनीति<sup>9</sup> (बेंचमार्क सिक्क्यूरिटी इश्युअंस स्ट्रेटेजी) बनाई की गई थी। पिछले साल, चुनिंदा जी-सेक का मासिक (पाक्षिक के बजाय) निर्गम शुरू किया गया ताकि दो नीलामियों के बीच अंतर बढ़ाया जा सके और चलनिधि को बढ़ाया जा सके।

नीलामी जोखिम और मूल्य खोज का प्रबंधन बेहतर ढंग से करने के लिए 'जब जारी' (व्हेन इश्यूड) बाजार<sup>10</sup> और जी-सेक में शॉर्ट सेलिंग<sup>11</sup> के लिए विनियामक ढांचे को उदार बनाया गया

<sup>9</sup> वित्तीय वर्ष 2020-21 से प्राथमिक बाजार निर्गम रणनीति को छह "प्रमुख" अवधियों, अर्थात् 2-वर्ष, 5-वर्ष, 10-वर्ष, 14-वर्ष, 30-वर्ष और 40-वर्ष की प्रत्येक प्रतिभूति को एक पखवाड़े में एक बार जारी/पुनः जारी करने के लिए संशोधित किया गया है। इस रणनीति का उद्देश्य द्वितीयक बाजार में व्यापार के लिए पर्याप्त फ्लोट के शुरुआती निर्माण को सुविधाजनक बनाना और प्रतिभूति जारी करने के सटीक कार्यकाल के बारे में निश्चितता प्रदान करना था। इसके बाद 3, 7 और 50 वर्ष की अवधि वाली प्रतिभूतियां भी शुरू की गईं।

<sup>10</sup> व्हेन इश्यूड ट्रांजेक्शन्स (रिजर्व बैंक) निदेश, 2018, दिनांक 24 जुलाई 2018।

<sup>11</sup> शॉर्ट सेल (रिजर्व बैंक) निदेश, 2018, दिनांक 25 जुलाई 2018।

(2018)। एनडीएस-ओएम पर रिक्वेस्ट फॉर कोट (आरएफक्यू) डीलिंग माध्यम उपलब्ध कराया गया ताकि बाजार सहभागियों को इलेक्ट्रॉनिक रूप से व्यापार सौदे करना सुलभ हो सके (2020)। जनवरी 2023 में सॉवरेन ग्रीन बॉण्ड जारी किए गए। प्रतिभूति ऋणदाता बाजार<sup>12</sup> में निवेशकों के विभिन्न वर्गों को शामिल करते हुए इस क्षेत्र में सहभागिता को व्यापक बनाने के लिए प्रतिभूति उधार लेनदेन की भी अनुमति दी गई।

रिज़र्व बैंक, सरकार के परामर्श से, सरकारी प्रतिभूतियों (जी-सेक) में विदेशी निवेश के लिए विनियमों को उत्तरोत्तर उदार बना रहा है। विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) को प्रतिबंधों के बिना निरिदिष्ट सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश को संभव बनाने के लिए 'पूर्णतः सुलभ मार्ग' (एफएआर) शुरू किया गया (2020)<sup>13</sup>। एफएआर के तहत निरिदिष्ट प्रतिभूतियों की संख्या को बढ़ाया गया (2022 और 2023)<sup>14</sup>। एफपीआई के लिए 'कारोबार सुगमता' वातावरण बनाने के लिए भी उपाय किए गए। उदाहरण के लिए लेनदेनों की रिपोर्टिंग<sup>15</sup> के लिए समय बढ़ा कर दिया गया और एफपीआई की जी-सेक खरीद-बिक्री<sup>16</sup> मार्जिन के लिए निधि उपलब्ध कराने की अनुमति दी गई। इन उपायों ने हाल ही में कुछ वैश्विक बॉण्ड सूचकांकों में भारतीय जी-सेक को शामिल करने में योगदान दिया, जो भारतीय वित्तीय बाजारों और अर्थव्यवस्था में वैश्विक निवेशकों के बढ़ते विश्वास को परिलक्षित करता है।

सरकारी प्रतिभूतियों में खुदरा भागीदारी बढ़ाने के लिए उपाय किए गए हैं। वर्ष 2021 में शुरू की गई 'आरबीआई रिटेल डायरेक्ट' योजना के माध्यम से व्यक्तियों को प्राथमिक और द्वितीयक जी-सेक बाजारों तक सीधी पहुँच दी गई है, जिसमें सॉवरेन गोल्ड बॉण्ड और फ्लोटिंग रेट सेविंग बॉण्ड शामिल हैं। प्राथमिक डीलरों के माध्यम से बाजार निर्माण की व्यवस्था की गई है। नेशनल ऑटोमेटेड क्लियरिंग हाउस (एनएसीएच) सुविधा शुरू की गई,

<sup>12</sup> भारतीय रिज़र्व बैंक (सरकारी प्रतिभूति ऋण) निदेश, 2023 दिनांक 27 दिसंबर 2023।

<sup>13</sup> सरकारी प्रतिभूतियों में अनिवासियों द्वारा निवेश के लिए 'पूरी तरह से सुलभ मार्ग', दिनांक 30 मार्च 2020।

<sup>14</sup> सरकारी प्रतिभूतियों में अनिवासियों द्वारा निवेश के लिए 'पूरी तरह से सुलभ मार्ग' - अतिरिक्त निरिदिष्ट प्रतिभूतियाँ, 07 जुलाई 2022 को और सरकारी प्रतिभूतियों में गैर-निवासियों द्वारा निवेश के लिए 'पूरी तरह से सुलभ मार्ग' - सॉवरेन ग्रीन बॉण्ड का समावेश, 23 जनवरी 2023 और 08 नवंबर 2023।

<sup>15</sup> विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेन: रिपोर्टिंग, 7 जून 2021।

<sup>16</sup> विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों द्वारा सरकारी प्रतिभूतियों में लेनदेन के लिए मार्जिन का भुगतान, दिनांक 4 जून 2021।

जिससे निवेशक एक बारगी अनुमति का एकाधिक भुगतान करने के लिए उसका उपयोग कर सकते हैं (दिसंबर 2023)। जैसा कि हाल ही में, अर्थात् 5 अप्रैल 2024 को मौद्रिक नीति वक्तव्य में घोषणा की गई थी, रिटेल डायरेक्ट पोर्टल के उपयोग के लिए एक मोबाइल ऐप जल्द ही बनाया जाएगा।

#### कॉरपोरेट बॉण्ड बाजार

रिज़र्व बैंक अन्य हितधारकों के सहयोग से एक सक्रिय कॉरपोरेट बॉण्ड बाजार विकसित करने का प्रयास कर रहा है जिससे दीर्घकालिक वित्तपोषण के लिए एक महत्वपूर्ण माध्यम उपलब्ध हो सकेगा। कॉरपोरेट बॉण्ड में अधिक अनिवासी भागीदारी को आकर्षित करने के लिए 'मध्यम अवधि ढांचे' के तहत कॉरपोरेट ऋण में एफपीआई निवेश की सीमा बकाया कॉरपोरेट बॉण्ड के 9% से बढ़ाकर 15% कर दी गई (2020)<sup>17</sup>। 'स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग' (वीआरआर) 2019<sup>18</sup> में शुरू किया गया। कॉरपोरेट बॉण्ड में रेपो के लिए विनियामकीय ढांचे को 2018<sup>19</sup> में युक्तिसंगत बनाया गया। अर्हक वित्तीय संविदाओं की द्विपक्षीय नेटिंग अधिनियम, 2020 के तहत अपेक्षित अधिसूचनाओं के माध्यम से कॉरपोरेट बॉण्ड और क्रेडिट डेरिवेटिव कॉन्ट्रैक्ट्स में रेपो के द्विपक्षीय नेटिंग के लिए कानूनी मान्यता प्रदान की गई। क्रेडिट डेरिवेटिव के लिए विनियामक ढांचे को 2022<sup>20</sup> में संशोधित किया गया। 2023 में एएमसी रेपो क्लियरिंग लिमिटेड को कॉरपोरेट बॉण्ड में त्रि-पक्षीय रेपो उपलब्ध कराने के लिए प्राधिकृत किया गया। कोविड-19 महामारी के दौरान रिज़र्व बैंक द्वारा किए गए उपाय, विशेष रूप से दीर्घावधि रेपो परिचालन (एलटीआरओ), लक्षित दीर्घावधि रेपो परिचालन (टीएलटीआरओ) और टीएलटीआरओ 2.0 जैसे चलनिधि उपाय भी बाजार का सुचारु संचालन सुनिश्चित करने में महत्वपूर्ण थे।

#### मुद्रा बाजार

कॉल, नोटिस और टर्म मनी; जमा प्रमाण पत्र (सीडी); एक वर्ष तक की मूल परिपक्वता वाले वाणिज्यिक पत्र (सीपी) और

<sup>17</sup> विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) द्वारा निवेश: निवेश सीमाएं, 30 मार्च 2020।

<sup>18</sup> ऋण में विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) के निवेश के लिए 'स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग' (वीआरआर), दिनांक 24 मई, 2019।

<sup>19</sup> पुनर्खरीद लेनदेन (रेपो) (रिज़र्व बैंक) निदेश, 2018, 24 जून 2018।

<sup>20</sup> भारतीय रिज़र्व बैंक (क्रेडिट डेरिवेटिव्स) निदेश, 2022, 10 फरवरी 2022।

गैर-परिवर्तनीय डिबेंचर (एनसीडी) के विनियामक ढांचों को क्रमशः अप्रैल 2021, जून 2021 और जनवरी 2024 में व्यापक रूप से तर्कसंगत बनाया गया। भुगतान बैंकों, लघु वित्त बैंकों<sup>21</sup> और क्षेत्रीय ग्रामीण बैंकों (आरआरबी)<sup>22</sup> को कॉल, नोटिस और टर्म मनी मार्केट में सहभागी होने की अनुमति देते हुए प्रतिभागी आधार को बढ़ाया गया। आरआरबी को सीडी<sup>23</sup> जारी करने की भी अनुमति दी गई। दक्षता को बढ़ाने के लिए कॉल मनी मार्केट सहभागियों को एनडीएस-कॉल प्लेटफॉर्म<sup>24</sup> की सदस्यता प्राप्त करने के लिए अनिवार्य किया गया। बैंकों को अंतर-बैंक देयताओं<sup>25</sup> के लिए विवेकपूर्ण सीमाओं के भीतर कॉल और नोटिस उधारों के लिए अपनी सीमा निर्धारित करने और सीडी को वापस खरीदने का विकल्प दिया गया। एक वर्ष तक की मूल परिपक्वता वाले सीपी और एनसीडी के लिए परिचालन आवश्यकताओं को आसान बनाया गया, और अनुपालन और प्रकटीकरण आवश्यकताओं को मजबूत किया गया<sup>26</sup>।

### ओटीसी डेरिवेटिव बाजार का विकास

ब्याज दर, विदेशी मुद्रा और क्रेडिट डेरिवेटिव में ओटीसी लेनदेन का विनियामकीय ढांचा पिछले कुछ वर्षों में बदल गया है<sup>27</sup>। संशोधित ढांचा विस्तृत प्रक्रियात्मक आवश्यकताओं को कम करते हुए पहुंच और प्रचालनों को आसान बनाने, लचीलापन

लाने और निष्पक्ष बाजार आचरण, ग्राहक संरक्षण, पारदर्शिता और जोखिम प्रबंधन सुनिश्चित करने के सिद्धांतों पर आधारित है।

वित्तीय बाजारों तक पहुंच आसान कर दी गई है। अनिवासी अब निवासियों की तरह घरेलू बाजारों में लेनदेन कर सकते हैं। बड़े प्रतिभागी (गैर-खुदरा उपयोगकर्ता) अपने जोखिमों को हेज करने के लिए डेरिवेटिव बाजारों का उपयोग कर सकते हैं और विचार<sup>28</sup> भी व्यक्त कर सकते हैं। स्टैंडअलोन प्राथमिक डीलरों को प्राधिकृत व्यक्ति लाइसेंस देकर बाजार निर्माता आधार का विस्तार किया गया है। बाजार निर्माताओं को आवश्यक जोखिम प्रबंधन क्षमताओं के अधीन, हेजिंग में दक्षता और लचीलेपन को सक्षम करने के लिए विशिष्ट या मांग आधार पर निर्मित उत्पादों की पेशकश करने की अनुमति दी गई है। खुदरा ग्राहकों को केवल कुछ सरल उत्पाद उपलब्ध कराए जा सकते हैं। ब्याज दर ऑप्शन, स्वैपशन और एफएक्स स्वैपशन जैसे नए उत्पादों की अनुमति दी गई है। गैर-वितरण योग्य एफएक्स डेरिवेटिव हेजिंग<sup>29</sup> के लिए निवासियों को पेश किए जा सकते हैं। बाजार निर्माता और बैंकों से यह उम्मीद की जाती है कि ग्राहकों के प्रोफाइल को ध्यान में रखते हुए वे ऐसे उत्पादों को डिजाइन करते समय और ग्राहकों को पेश करते समय सावधानी और सतर्कता बरतें।

बैंकों को (i) एक ऑपरेटिंग आईएफएससी बैंकिंग यूनिट (आईबीयू) की अनिवार्यता के साथ फॉरेक्स डेरिवेटिव (2020)<sup>30</sup> के लिए; और (ii) मूल्य खोज की दक्षता में सुधार करने और घरेलू प्रतिभागियों को अधिक अवसर प्रदान करने के उद्देश्य से ब्याज दर डेरिवेटिव के लिए (2022 में)<sup>31</sup> ऑफ-शोर आईएनआर बाजारों में सहभागी होने की अनुमति देने के लिए एक महत्वपूर्ण नीतिगत पहल की गई है। बाजार निर्माताओं को घरेलू बाजारों की परिचालन अवधि के बाद ऐसे उत्पादों में सौदा करने की अनुमति

<sup>21</sup> भुगतान बैंक और लघु वित्त बैंक – 29 अक्टूबर, 2018 को कॉल / नोटिस / टर्म मनी मार्केट तक पहुंच।

<sup>22</sup> क्षेत्रीय ग्रामीण बैंक- कॉल/नोटिस/टर्म मनी मार्केट में भाग लेने की अनुमति, 04 दिसंबर 2020।

<sup>23</sup> भारतीय रिज़र्व बैंक (जमा प्रमाणपत्र) निदेश, 2021, 4 जून 2021।

<sup>24</sup> भारतीय रिज़र्व बैंक (कॉल/नोटिस/टर्म मनी मार्केट) निदेश, 2021, 01 अप्रैल 2021।

<sup>25</sup> भारतीय रिज़र्व बैंक (कॉल/नोटिस/टर्म मनी मार्केट) निदेश – समीक्षा, 2021, दिनांक 08 जून 2023।

<sup>26</sup> भारतीय रिज़र्व बैंक (एक वर्ष तक मूल या प्रारंभिक परिपक्वता के वाणिज्यिक पत्र और गैर-परिवर्तनीय डिबेंचर) निदेश, 2024, 03 जनवरी 2024।

<sup>27</sup> ब्याज दर डेरिवेटिव्स (2019) - रुपया ब्याज दर डेरिवेटिव्स (रिज़र्व बैंक) निदेश, 2019, दिनांक 26 जून 2019, एफएक्स डेरिवेटिव्स (2020) - जोखिम प्रबंधन और अंतर-बैंक व्यवहार - विदेशी मुद्रा जोखिम की हेजिंग, 7 अप्रैल 2020, एफएक्स डेरिवेटिव (2024) - जोखिम प्रबंधन और अंतर-बैंक व्यवहार - विदेशी मुद्रा जोखिम की हेजिंग, 5 जनवरी 2024, क्रेडिट डेरिवेटिव (2022) – भारतीय रिज़र्व बैंक (क्रेडिट डेरिवेटिव) निदेश, 2022, 10 फरवरी 2022।

<sup>28</sup> प्राधिकृत डीलर प्रयोजनों को विचार में लेते हुए प्रतिबंधों के बिना गैर-निवासियों को उनके जोखिमों की हेजिंग के लिए एफएक्स वितरण योग्य डेरिवेटिव और गैर-निवासियों को गैर-वितरण योग्य एफएक्स डेरिवेटिव पर उत्पादों की पेशकश कर सकते हैं। बाजार निर्माता जोखिम सीमा के अधीन, प्रयोजनों को विचार में लेते हुए, प्रतिबंध के बिना गैर-निवासियों को रुपया और विदेशी मुद्रा में निपटाए जाने वाले एमआईबीओआर-आधारित ओआईएस की पेशकश कर सकते हैं।

<sup>29</sup> जोखिम प्रबंधन और अंतर-बैंक व्यवहार - गैर-वितरण योग्य डेरिवेटिव अनुबंध (एनडीडीसी), दिनांक 6 जून 2023।

<sup>30</sup> जोखिम प्रबंधन और अंतर-बैंक व्यवहार – ऑफ-शोर गैर-वितरण योग्य रुपया डेरिवेटिव बाजारों में बैंकों की भागीदारी।

<sup>31</sup> रुपया ब्याज दर डेरिवेटिव्स (रिज़र्व बैंक) निदेश – समीक्षा, दिनांक 10 फरवरी 2022।

दी गई है। 'गिफ्ट' सिटी में ओटीसी बाजारों और एक्सचेंजों, दोनों के माध्यम से विदेशी मुद्रा में निपटान किए जाने वाले रुपया डेरिवेटिव्स की भी अनुमति दी गई है।

### बाजार और बाजार अवसंरचना की अखंडता

वित्तीय बाजारों और बाजार अवसंरचना की अखंडता सुनिश्चित करने के लिए रिजर्व बैंक ने कई उपाय किए हैं।

2018 में इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म के प्राधिकृतीकरण<sup>32</sup> के लिए एक ढांचा तैयार किया गया था ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि आरबीआई-विनियमित वित्तीय बाजारों में निर्धारित किए गए मजबूत शर्तों का पालन करने वाली संस्थाएं ही कार्य करें। प्रौद्योगिकी क्षेत्र में हाल में हुए घटनाक्रमों के चलते वित्तीय बाजारों के तेजी से हुए इलेक्ट्रॉनिकीकरण को ध्यान में रखते हुए इस ढांचे को अद्यतन किया जा रहा है। अनधिकृत ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म द्वारा कपट और धोखाधड़ी की शिकायतों को ध्यान में रखते हुए, ऐसे प्लेटफॉर्मों पर विदेशी मुद्रा लेनदेन करने के खिलाफ आवश्यक चेतावनी सलाह जारी की गई है<sup>33</sup>। अनधिकृत विदेशी मुद्रा व्यापार सुविधाओं की पेशकश या प्रचार करने वाली संस्थाओं की एक 'चेतावनी सूची' भी जारी की गई है<sup>34</sup>।

बेंचमार्क प्रबंधकों (बेंचमार्क एडमिनिस्ट्रेटर्स) के लिए एक जोखिम-आधारित विनियामक ढांचा 2019<sup>35</sup> में जारी किया गया था और आरबीआई-विनियमित बाजारों में बेंचमार्क प्रबंधन में मजबूत अभिशासन सुनिश्चित करने के लिए 2023<sup>36</sup> में उसमें और भी सुधार किए गए। बाजार के दुरुपयोग संबंधी नियम 2019<sup>37</sup> में बनाए गए। इसी तरह के ढांचे (i) ओटीसी डेरिवेटिव के अभिशासन, जोखिम प्रबंधन और संचालन के साथ-साथ बाजार निर्माताओं द्वारा ग्राहक योग्यता और उपयुक्तता मूल्यांकन (2021)<sup>38</sup>; और (ii) गैर-केंद्रीय रूप से समाशोधित डेरिवेटिव मार्जिन के लिए

लागू किए गए। 2022<sup>39</sup> में भिन्नता मार्जिन (वेरिेशन मार्जिन) का आदान-प्रदान अनिवार्य किया गया। आरंभिक मार्जिन (इनीशियल मार्जिन) के लिए आदान-प्रदान का ढांचा शीघ्र ही जारी किया जाएगा।

खुदरा निवेशकों के लिए ओटीसी डेरिवेटिव उत्पादों के मूल्य निर्धारण में पारदर्शिता संबंधी आवश्यकताएं भी निर्धारित की गईं। बाजार आधारित एक बुनियादी ढांचा बनाने के लिए 2019 में एफएक्स रिटेल प्लेटफॉर्म बनाया गया जिससे उचित और पारदर्शी मूल्य निर्धारण<sup>40</sup> सुनिश्चित हो सके।

### आगे की राह

रिजर्व बैंक द्वारा हाल ही में किए गए वित्तीय बाजार सुधारों का उद्देश्य अर्थव्यवस्था में निधि की बढ़ती आवश्यकताओं को पूरा करने, लागत प्रभावी हेजिंग विकल्प प्रदान करने और वैश्विक बाजारों में प्रभावी रूप से प्रतिस्पर्धा करने के लिए बाजारों को भावी पथ पर ले जाने के लिए एक मजबूत आधार प्रदान करना है।

विनियामकीय उपायों पर प्रतिक्रिया उत्साहजनक रही है। भागीदारी का आधार व्यापक हो रहा है। 'खुदरा प्रत्यक्ष योजना' के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों में खुदरा भागीदारी बढ़ रही है। वीआरआर योजना ने एफपीआई की, विशेष रूप से कॉरपोरेट बॉण्ड के लिए, रुचि बढ़ाई है। हाल के महीनों में जी-सेक में मजबूत विदेशी अंतर्वाह देखा गया। ओटीसी डेरिवेटिव बाजारों में अनिवासी भागीदारी बढ़ी है, जिससे चलनिधि और विविधता बढ़ी है। आप में से कई लोगों ने भारतीय रुपए के ऑफ-शोर डेरिवेटिव बाजार में भाग लेना शुरू कर दिया है। घरेलू और विदेशी बाजारों में कीमतें और स्प्रेड काफी हद तक पास आ गई हैं।

इस सब के बावजूद कुछ ऐसे क्षेत्र हैं जिन पर ध्यान देने की आवश्यकता है। हालांकि बैंकों और बाजार सहभागियों ने काफी प्रगति की है, मैं छह विशिष्ट क्षेत्रों का उल्लेख करना चाहता हूँ जहां और अधिक किया जा सकता है। पहला, डेरिवेटिव बाजारों में घरेलू बैंकों की भागीदारी सीमित है और सक्रिय बाजार निर्माताओं का एक छोटा समूह ही इसमें भाग ले रहा है। वैश्विक बाजारों में भारतीय बैंकों की भागीदारी बढ़ रही है लेकिन यह काफी कम

<sup>32</sup> इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (रिजर्व बैंक) निदेश, 2018, दिनांक 05 अक्टूबर 2018।

<sup>33</sup> अनधिकृत फॉरेक्स ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म के खिलाफ आरबीआई की चेतावनी, दिनांक 03 फरवरी 2022।

<sup>34</sup> अलर्ट लिस्ट 24 नवंबर 2023 तक अद्यतन की गई।

<sup>35</sup> वित्तीय बेंचमार्क प्रशासक (रिजर्व बैंक) निदेश, 2019, दिनांक 26 जून 2019।

<sup>36</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (वित्तीय बेंचमार्क प्रशासक) निदेश, 2023, दिनांक 28 दिसंबर 2023।

<sup>37</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (बाजार दुरुपयोग रोकथाम) निदेश, 2019, दिनांक 15 मार्च 2019।

<sup>38</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (ओटीसी डेरिवेटिव्स में बाजार निर्माता) निदेश, 2021, दिनांक 16 सितंबर 2021।

<sup>39</sup> भारतीय रिजर्व बैंक (वेरिेशन मार्जिन) निदेश, 2022, दिनांक 01 जून 2022।

<sup>40</sup> खुदरा प्रतिभागियों के लिए विदेशी मुद्रा ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म की शुरुआत- एफएक्स-रिटेल, दिनांक 20 जून 2019।

है। घरेलू बैंक अंतिम ग्राहकों के बजाय वैश्विक बाजारों में बाजार निर्माताओं के साथ काम कर रहे हैं किंतु वैश्विक स्तर पर प्रमुख बाजार निर्माताओं के रूप में उभरना अभी बाकी है। इसमें कोई संदेह नहीं कि बैंकों को अपनी आवश्यक तैयारी करने, जोखिम क्षमता का आकलन करने और फिर इस दिशा में सावधानी से आगे बढ़ने की आवश्यकता है। भविष्य के लिए देखें तो हमें सतर्क रहते हुए घरेलू और ऑफ-शोर, दोनों तरह के रूपया डेरिवेटिव के लिए बाजारों में भारतीय सहभागियों की भागीदारी को बढ़ाने और व्यापक बनाने पर ध्यान देना होगा।

दूसरा, ओटीसी डेरिवेटिव बाजारों, विशेष रूप से ब्याज दर डेरिवेटिव में चलनिधि कुछ उत्पादों तक ही सीमित है, जो बड़ी अर्थव्यवस्था के लिए कुशल हेजिंग में बाधक है। क्रेडिट डेरिवेटिव बाजार, जो कम रेटिंग वाले कॉर्पोरेट बॉण्ड के लिए एक महत्वपूर्ण माध्यम है, अभी तक उतना बढ़ा नहीं है। तथापि, मुझे यह बताते हुए खुशी हो रही है कि मई 2022 में संशोधित दिशानिर्देश जारी होने के बाद पहला क्रेडिट डिफॉल्ट स्वैप (सीडीएस) लेनदेन पिछले सप्ताह किया गया। कई मायनों में सभी घरेलू बाजार सहभागियों को अभी भी नए विनियामक ढांचे को पूरी तरह से अपनाना और इसके द्वारा प्राप्त होने वाले अवसरों का फायदा उठाना बाकी है।

तीसरा, मूल्य निर्धारण में पारदर्शिता का काम प्रगति पर है और इसमें कुछ अधिक किया जा सकता है। खुदरा ग्राहक को अभी तक बड़े ग्राहकों के बराबर मूल्य नहीं मिला है। एनडीएस-ओएम पर छोटे सौदों के लिए प्रभावी बाजार निर्माण और बेहतर मूल्य निर्धारण की आवश्यकता है। एफएक्स बाजारों में छोटे और बड़े ग्राहकों के लिए मूल्य निर्धारण में अंतर उचित परिचालनिक गणना की तुलना में अधिक है। एफएक्स रिटेल प्लेटफॉर्म के उपयोग को सुविधाजनक बनाने के लिए बैंकों को और अधिक करने की आवश्यकता है। अनधिकृत एफएक्स ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म पर गतिविधियों को निधि देने के लिए कुछ व्यक्तियों या संस्थाओं द्वारा बैंकिंग चैनलों का उपयोग अभी जी जारी है। इसके लिए बैंकों द्वारा सतर्कता बढ़ाए जाने की आवश्यकता है।

चौथा, कार्यक्षमता बढ़ाने के साथ-साथ बाजार में सुधार लाने के उद्देश्य से प्रौद्योगिकी का लाभ उठाने के प्रयास किए जा रहे हैं। उदाहरण के लिए, हम वित्तीय बाजारों, विशेष रूप से आरबीआई रिटेल डायरेक्ट और एफएक्स रिटेल में सहभागिता

बढ़ाने के लिए तकनीकी प्लेटफॉर्मों के उपयोग के उपाय खोज कर रहे हैं। डेरिवेटिव बाजारों में बड़ी संख्या में डेरिवेटिव उत्पादों के लिए इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म शुरू करने और उत्पादों के केंद्रीय समाशोधन का विस्तार करने के प्रयास किए जा रहे हैं। अधिक दक्षता लाने की दृष्टि से एनडीएस-ओएम को सौदों की रिपोर्टिंग करने और आरएफक्यू डीलिंग मोड एक्सेस करने के लिए एप्लीकेशन प्रोग्रामिंग इंटरफेस (एपीआई) पर विचार किया जा रहा है। दीर्घकालिक निवेशक अपने ब्याज दर जोखिमों को कुशलतापूर्वक प्रबंधित कर सकें इसके लिए बॉण्ड फॉरवर्ड शुरू किए जाने पर विचार किया जा रहा है - इस संबंध में मसौदा दिशानिर्देश दिसंबर 2023<sup>41</sup> में जारी किए गए थे। रिजर्व बैंक बाजार के हो रहे विकास के आधार पर नए उत्पादों और बुनियादी ढांचे की शुरुआत की आवश्यकता का आकलन करने के लिए हितधारकों के साथ जुड़ा हुआ है।

पांचवां, बैंक ट्रेजरी को हाल के विनियामक सुधारों से प्राप्त होने वाले अवसरों का उपयोग करने के लिए अपनी गतिशीलता को बढ़ाने की आवश्यकता है। बाजार में कुशलतापूर्वक पैठ जमाने, वित्तीय जोखिमों के प्रभावी प्रबंधन और विभिन्न क्षेत्रों तथा बाजारों के विभिन्न स्वरूपों के साथ मेल स्थापित करने के लिए यह बहुत महत्वपूर्ण है। इस वित्तीय वर्ष (2024-25) से बैंकों द्वारा निवेश के लिए नया विवेकपूर्ण ढांचा लागू हो गया है। नए विनियम बैंकों को अपने ट्रेजरी प्रबंधन में अधिक लचीलापन प्रदान करते हैं और दक्षता बढ़ाने की गुंजाइश पैदा करते हैं, बशर्ते बैंक अपने ट्रेजरी कार्य को सक्रिय रूप से प्रबंधित करें। बैंक के ट्रेजरी मूल्यांकन ढांचे में कार्रवाई से उत्पन्न जोखिमों और निष्क्रियता, अर्थात् छूटे हुए अवसर, से उत्पन्न जोखिमों को ध्यान में रखा जाना चाहिए।

छठा, नए उत्पादों, भागीदारों और बाजारों द्वारा उत्पन्न नई चुनौतियों का सामना करने के लिए उचित सुरक्षा उपाय किए जाने चाहिए। उदाहरण के लिए, चूंकि जटिल ओटीसी डेरिवेटिव उत्पाद पेश किए जा रहे हैं, इसलिए बाजार निर्माताओं और साथ ही ग्राहकों द्वारा उनके लिए कुछ सुरक्षा उपायों को अपनाने की भी आवश्यकता है। जैसे-जैसे हमारे बाजार वैश्विक बाजारों के साथ जुड़ेंगे और अनिवासी भागीदारी बढ़ेगी, वैश्विक गतिविधियों

<sup>41</sup> मसौदा भारतीय रिजर्व बैंक (बॉण्ड फॉरवर्ड) निदेश, 2023 – दिनांक 28 दिसंबर 2023।

से प्रसारण माध्यम मजबूत और तेज होते जाएंगे। इसके लिए बाजार सहभागियों को इन अवसरों का लाभ उठाते समय संबंधित जोखिमों के प्रति अधिक सतर्कता बरतने और सक्रिय प्रबंधन की आवश्यकता होगी।

#### निष्कर्ष:

निष्कर्षतः, हाल के वर्षों में रिज़र्व बैंक का प्रयास वित्तीय बाजारों को इस तरह से विकसित करना रहा है जो विश्वास, स्थिरता और नवाचार को बढ़ावा देते हुए बढ़ती और वैश्विक रूप से जुड़ी अर्थव्यवस्था की जरूरतों को पूरा करना जारी रख सके। बाजार सुधारों के माध्यम से वित्तीय बाजारों में विश्वास को बढ़ावा देने पर जोर दिया गया है, जिसमें बाजार के दुरुपयोग को रोककर निष्पक्ष बाजार आचरण सुनिश्चित करने; मजबूत बाजार-अनुकूल विनियमों के माध्यम से उचित ग्राहक आचरण तथा मूल्य पारदर्शिता सुनिश्चित करने; और बाजार सहभागियों द्वारा अधिक प्रकटीकरण पर ध्यान केंद्रित किया गया है। वित्तीय बाजारों और वित्तीय बाजार के बुनियादी ढांचे<sup>42</sup> के व्यवस्थित कामकाज को

सुनिश्चित करके वित्तीय बाजारों में स्थिरता संभव बनाई गई है। सिद्धांत आधारित विनियमन, प्रतिभागी आधार को विस्तारित करने, नए उत्पादों और प्लेटफॉर्मों की शुरुआत के साथ-साथ ऑफ-शोर बाजारों तक पहुंच को सक्षम करने की दिशा में पहल करते हुए नवाचार को बढ़ावा देने पर जोर दिया गया है।

वांछित परिणामों की प्राप्ति वित्तीय संस्थानों और बाजार सहभागियों पर निर्भर करेगी जो इन सुधारों को अपनाते हैं। इससे हमारे पास सक्रिय और अंतरराष्ट्रीय स्तर पर प्रतिस्पर्धी वित्तीय बाजार होंगे। फिमडा और पीडीएआई सहित बाजार सहभागियों और उनके संघों को इसमें महत्वपूर्ण भूमिका निभानी होगी।

जैसा कि हम RBI@100 के साथ अगले दशक में प्रवेश करेंगे, हमें एक साथ मिलकर काम करना होगा और अगली पीढ़ी के सुधारों की शुरुआत करनी होगी ताकि भारत को उस स्थान पर पहुंचाया जा सके जिसका वह हकदार है।

धन्यवाद।

<sup>42</sup> इनमें व्यापार रिपोर्टिंग, केंद्रीय समाशोधन, ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म और बेंचमार्क प्रशासक शामिल हैं।