

खंड

6

वायदा, विकल्प व अन्य व्युत्पन्नोँ का मूल्य निर्धारण

इकाई 13

अग्रिम और वायदा व्युत्पन्न

इकाई 14

विकल्प, निक्षेप-विनिमय व अन्य व्युत्पन्न

ignou
THE PEOPLE'S
UNIVERSITY

खंड 6 वायदा, विकल्प व अन्य व्युत्पन्नोँ का मूल्य निर्धारण

विषय प्रवेश

प्रस्तुत खंड में दो इकाइयाँ हैं, जो कि व्युत्पन्नोँ के रूप में ज्ञात परिसंपत्तियों के मूल्य निर्धारण से संबंधित हैं। ये इकाइयाँ हैं – इकाई 13, जिसका शीर्षक है **अग्रिम और वायदा व्युत्पन्न**, तथा इकाई 14, जिसका शीर्षक है **विकल्प, निक्षेप–विनिमय व अन्य व्युत्पन्न**।

इकाई 13 व्युत्पन्न और उनके प्रकारों के साथ–साथ व्युत्पन्न बाजार के प्रकारों पर भी चर्चा प्रस्तुत करती है, जिसमें विनिमय–व्यापार व्युत्पन्न बाजार और असूचीबद्ध (OTC) व्युत्पन्न बाजार शामिल होते हैं। इकाई अग्रिम वचन या प्रतिबद्धताओं पर भी चर्चा करती है, जिनमें अग्रिम अनुबंध और वायदा व्युत्पन्न शामिल होते हैं।

इकाई 14 में निक्षेप विनिमय और विकल्प जैसे आकस्मिक–दावा व्युत्पन्नोँ पर चर्चा की गई है। ये विकल्प दो प्रकार के होते हैं, यथा क्रय विकल्प और विक्रय विकल्प। इकाई में दोनों पर विस्तृत चर्चा की गई है। इकाई ऋण व्युत्पन्नोँ के विषय में भी चर्चा करती है। आगे इकाई आस्ति–समर्थित प्रतिभूतियाँ और संकर लेखपत्रों पर चर्चा करती है। यहाँ इक्विटी, नियत–आय लेखपत्र, मुद्रा, जिंस आदि जैसे व्युत्पन्नोँ में अंतर्निहित लेखपत्रों पर भी विस्तार से चर्चा की गई है।

इकाई 13 अग्रिम और वायदा व्युत्पन्न *

संरचना

- 13.0 उद्देश्य
- 13.1 विषय प्रवेश
- 13.2 व्युत्पन्न और उनके प्रकार भेद
- 13.3 व्युत्पन्नो के बाजारों के प्रकार
 - 13.3.1 एक्सचेंज विनिमयित व्युत्पन्न बाजार
 - 13.3.2 सीधे पटल पर (OTC) व्युत्पन्न बाजार
- 13.4 अग्रिम प्रतिबद्धता
 - 13.4.1 अग्रिम सौदे
 - 13.4.2 वायदा सौदे
- 13.5 सार संक्षेप
- 13.6 बोध प्रश्नों के उत्तर/संकेत

13.0 उद्देश्य

प्रस्तुत इकाई को पढ़ने के बाद आप इस योग्य होंगे कि –

- व्युत्पन्नो के अभिलक्षणों एवं महत्व का वर्णन;
- वित्तीय बाजारों में व्युत्पन्नो के अस्तित्व के उद्देश्य का कथन;
- अग्रिम और वायदा सौदों में अन्तरों और समानताओं का स्पष्टीकरण; और
- उन सिद्धांतों पर चर्चा जिनके अंतर्गत व्युत्पन्न बाजार चलते हैं।

13.1 विषय प्रवेश

जोखिम के पूर्वोपाय तथा अंतर्पणन का लाभ उठाने के लिए नए-नए बाजार उपस्करों के प्रवेश से व्यापारिक बाजारों में परिसंपदाओं का स्वरूप बहुत बदल चुका है। शेयर पूंजी, स्थिर आय, विदेशी विनिमय (मुद्रा) तथा वस्तु (जिन्स) बाजारों में महत्वपूर्ण संवृद्धि और विकास हुए हैं और ये अर्थव्यवस्था की समग्र संवृद्धि में बड़ा योगदान दे रहे हैं। हम जानते हैं कि शेयर और स्थिर आय उपस्कर उन्हें जारी करने वाली कंपनियों की परिसंपदाओं पर स्वामित्व के दावे हैं। मुद्रा सरकार या किसी केन्द्रीय बैंक द्वारा जारी नामिक मौद्रिक इकाइयां हैं। हां तेल और स्वर्ण जैसे प्राकृतिक संसाधनों को वस्तु या जिन्स कहा जाता

* डॉ. करण सभरवाल, सहायक प्रोफेसर, दिल्ली तकनीकी परिसर, ग्रेटर नोएडा कृत

है। व्युत्पन्नो के बाजार में लेन देन हाजिर तुरन्त या फिर अग्रिम बाजार में हाजिर या अग्रिम बाजार में हाजिर या अग्रिम कीमतों पर होता है। यह इस बात पर निर्भर रहता है कि किस प्रकार की परिसंपदा व्यापार के लिए प्रस्तुत की जा रही है। यही इन बाजारों में आधारभूत संपदाएं मानी जाती हैं – पर इनका प्रत्यक्ष लेन देन नहीं होता। किसी प्रतिभूति का मूल्य मान उसकी आधारभूत परिसंपदा पर निर्भर करता है। इन मूल्य मानों को ही स्टॉक कीमतें, बॉड कीमतें, विनिमय दरें तथा जिन्स कीमतें कहा जाता है जो क्रमशः शेयरों, बॉडों, मुद्रा तथा वस्तुओं से संदर्भित होती हैं। इस इकाई में हम व्युत्पन्नो के बाजारों पर चर्चा कर रहे हैं और ये जानने का प्रयास कर रहे हैं कि बाजार में किसी अनुबंध के भागीदार उनकी कीमतें किस प्रकार आंकलित करते हैं।

13.2 व्युत्पन्न और उनके प्रकार भेद

व्युत्पन्न के वित्तीय उपस्कर हैं जिनका निष्पादन उनकी आधार भूत परिसंपदाओं के निष्पादन से ही निर्धारित होता है। किसी व्युत्पन्न के निष्पादन का आधार एक या अधिक आधारभूत परिसंपदा हो सकती है। व्युत्पन्न लेन देन के समय वे प्रायः आधारभूत परिसंपदा के निष्पादन को व्युत्पन्न इकाइयों में परावर्तित कर लेते हैं। ये व्युत्पन्नो को म्युचुअल निधियों तथा एक्सचेन्ज विनियमित निधियों से भिन्न रूप प्रदान कर देता है (जबकि इनका मूल्यमान भी आधारीक परिसंपदाओं पर ही निर्भर होता है। ये दोनों निधियां इसलिए भी व्युत्पन्नो से पृथक मानी जाती हैं कि इनकी आधारभूत प्रतिभूतियों का विनिमय तो खर्चे घटाने के बाद ही होता है। अतः व्युत्पन्न अपनी आधारभूत परिसंपदाओं से कुछ ही लक्षण ग्रहण करते हैं। बीमे की भांति व्युत्पन्न भी जोखिम का एक पक्ष से दूसरे को अन्तरण करने की अनुमति देते हैं।

हम जानते हैं कि बीमा एक ऐसा वित्तीय अनुबंध है जो हानि के प्रति सुरक्षा देता है। हानि की जोखिम को देखते हुए एक बीमा पॉलीसी खरीदने वाला बीमित कहलाता है और वह पॉलीसी खरीदते समय जोखिम को बीमाकर्ता को अन्तरित कर देता है। यह पॉलीसी जोखिम उठाने वाले पक्ष को बदल देती है, और सभी बातें पूर्ववत् ही रहती हैं। जोखिम के अन्तरण के लिए वसूली गई राशि को बीमा शुल्क/अधिभार/प्रीमियम कहा जाता है। इसी प्रकार व्युत्पन्न भी अपने विक्रेता को जोखिम का अन्तरण कर देता है। दोनों में उभय पक्षों को यह स्पष्ट करना होता है कि कौनसी जोखिम उस अनुबंध द्वारा अन्तरित हो रही है – संपत्ति, स्वास्थ्य या जीवन।

आधारभूत परिसंपदाएं शेयर, स्थिर आय प्रतिभूतियां, (आधिकारिक रूप से निर्गमित) मुद्राएं या फिर वस्तुएं हो सकती हैं। इन्हीं का प्रायः प्रयोग होता है। अन्य आधारभूतों का भी प्रयोग होता है, जैसेकि ब्याज की दरें, साख, ऊर्जा, मौसम तथा वे प्रतिभूतियां भी जिन्हें प्रायः परिसंपदा नहीं माना जाता। अधिकतर मामलों में व्युत्पन्न के भुगतान का आधार जोखिम के स्रोत को मानते हैं और व्युत्पन्न अनुबंध के प्रारंभ होने के समय ही उनकी कालावधि तथा समापन विधिक या कानूनी अनुबंध होते हैं – क्रेता और विक्रेता दूसरे पक्ष के प्रति देयता पूरी करने का वचन देते हैं, चाहे तुरन्त या फिर पारस्परिक सहमति से तय की गई भावी तिथि तक। क्रेता वह धारक है जिसने व्युत्पन्न खरीदा है – इसे long या दीर्घ कहा जाता है। इसने एक दीर्घ प्रावस्था का धारण किया है। दूसरी ओर विक्रेता को ह्रस्व या short कहा जाता है – उसकी प्रावस्था ह्रस्व है – उसे अनुबंध समापन पर

व्युत्पन्न क्रेता को सौंपना होता है। ऐसे अनुबंध करने वाले पक्षों को एक-दूसरे के अधिकार और दायित्व परिभाषित करने होते हैं क्योंकि विधि व्यवस्था को इनका संज्ञान लेना होता है। इन अनुबंधों के कारण पैदा हुए विवादों के निपटान के लिए वकीलों, निर्णायकों या समितियों की जरूरत पड़ सकती है।

व्युत्पन्नों के दो वर्ग हो सकते हैं: अग्रिम प्रतिबद्धताएं एवं अनुशांगिक दावे तथा दूसरे विकल्प (options)। पहला प्रकार आधारिक की क्रय विक्रय कीमतें तय कर देता है तथा दोनों पक्ष किसी तय भावी तिथि पर उस तय कीमत पर लेन देन को प्रतिबद्ध हो जाते हैं। इन अग्रिम प्रतिबद्धताओं को हम आगे अग्रिम अनुबंधों और 'बदला' वर्गों में बांट सकते हैं। दूसरे वर्ग के व्युत्पन्न आधारिक संपदा के लेन या देन का अधिकार तो देते हैं पर दायित्व लागू नहीं करते – क्योंकि विनिमयकर्ता को कुछ करने या नहीं करने का चुनाव किसी अनिश्चित परिणाम के अनुसार करना होता है।

व्युत्पन्न बाजार ऐसे लाभप्रद अवसरों का सृजन करते हैं जो उन बाजारों के अभाव में संभव नहीं थे। उदाहरण के लिए वे आधारिक संपदाओं के प्रयोग की ऐसी युक्तियां बनाने में सहायक होते हैं जिनको स्वयं आधारिकों से लागू कर पाना संभव नहीं होता। साथ ही व्युत्पन्नों में सापेक्षतः उच्च कोटि की उद्यमता होती है। अर्थात् निवेशक व्युत्पन्नों के लेन देन में आधारिक के मूल्य की अपेक्षा अपनी पूंजी के बहुत कम अंश का ही उपयोग करते हैं। किन्तु आधारिक में छोटे से परिवर्तन भी व्युत्पन्न से भारी लाभ या हानि का कारण बन सकते हैं। व्युत्पन्नों का एक अन्य लाभ यह है कि इनकी विनिमय लागत बहुत कम होती है और तरलता आधारिक प्रतिभूतियों से कहीं अधिक रहती है। अतः व्युत्पन्न जोखिम के अन्तर्ण की एक सरल, प्रभावी तथा निम्न लागत विधि सुलभ करा देते हैं। यदि कुछ समंजन करने की जरूरत पड़े तो व्युत्पन्न उन्हें भी तुरन्त करने की अनुमति सहज ही प्रदान कर देते हैं।

वित्त विशेषज्ञ जोखिम के प्रभावी प्रबंधन के लिए व्युत्पन्नों से निष्पादन प्रत्यावर्तन के कई प्रकारों का प्रयोग करते हैं। बाजार भागीदारों को यह समझ लेना चाहिए कि व्युत्पन्नों का सही तरीके से प्रयोग कैसे करें। तभी वे वित्तीय जोखिम का सफल प्रबंधन कर सकते हैं। जोखिम प्रबंधन की प्रक्रिया की परिभाषा में कहा जाता है ये उन विधियों का समुच्चय है जिनका प्रयोग करते हुए कोई संगठन या व्यक्ति यह समझ लेता है कि वह किस स्तर तक का जोखिम उठाने की योजना बना रहा है, उसका मापन कैसे होता है और उसमें समंजन कैसे किया जा सकता है ताकि जोखिम के स्तर की समझ तथा मापन में तालमेल रहे। किन्तु जोखिम प्रबंधन कभी भी बहुत भारी हानि या पूर्ण विफलता की आशंका का निवारण नहीं कर पाता। जोखिम तो हमारी सभी आर्थिक गतिविधियों में निहित रहती है। अतः इसकी आशंकाओं को पूरी तरह समाप्त तो नहीं किया जा सकता किन्तु दक्षतापूर्ण जोखिम प्रबंधन कार्य उन आशंकाओं को कम अवश्य कर सकते हैं। हम यह भी जानते हैं कि जोखिम का मापन इसलिए भी कठिन हो जाता है कि ये जोखिम निरंतर परिवर्तनशील होता है। इसी ने जोखिम प्रबंधन को एक गत्यात्मक एवं निरंतर कार्य बना दिया है – चाहे यह व्यक्ति स्तर की बात हो या संगठन के स्तर की।

13.3 व्युत्पन्नो के बाजारो के प्रकार

हम शेयरो के संगठित एक्सचेन्जो तथा सीधे पटल पर लेनदेन से परिचित हौ। एक्सचेज व्यापार के बम्बई स्टोक एक्सचेज तथा नेशनल स्टोक एक्सचेज की सुगठित संरचनाएं हौ जो अपने व्यापारियो के संजाल के माध्यम से क्रेताओ और विक्रेताओ के बीच लेन देन की सुविधाएं प्रदान करती हौ। इन एक्सचेज आधारित शेयर बाजारो के औपचारिक नियम हौ जिन्हें कानूनी रूपरेखाओ का पालन करना होता है। दूसरी ओर सीधे पटल पर लेन देन वाले प्रतिभूति बाजारो में भी इसी प्रकार के नियम-विनियम एवं संगठनात्मक रचनाएं विद्यमान हौ। कई संगठित प्रतिभूति एक्सचेज तो अब इलैक्ट्रोनिक तंत्र बन गई हौ जहां कोई भी व्यक्ति कहीं भी रहते हुए ऑनलाइन लेन देन कर सकता है। व्युत्पन्नो का व्यापार औपचारिक एक्सचेजो तथा सीधे पटल पर दोनो व्यवस्थाओ में होता है। आगामी भागो में हम इन दो प्रकार के एक्सचेज बाजारो के बीच और भेदो पर भी चर्चा करेगे।

13.3.1 एक्सचेज विनियमित व्युत्पन्न बाजार

एक्सचेज में खरीदे-बेचे गए व्युत्पन्न मानकीकृत होते हौ – अर्थात उनकी सभी शर्तो आदि को एक्सचेज ने तय किया होता है तथा उनमें फेरबदल की संभावना बहुत कम होती है। उदाहरण के लिए कुछ विशेष प्रकार के व्युत्पन्न महीने के किसी दिन विशेष को ही समाप्त या निरस्त हो जाते हौ – यह दिन एक्सचेज द्वारा निर्धारित किया होता है। यदि दो पक्ष किसी और दिन पर अनुबंध को पूरा करना चाहें तो वह उस व्युत्पन्न में उस एक्सचेज में लेन देन नहीं कर पाएंगे। एक अन्य मामला देखें: किसी अनुबंध का एक पक्ष किसी इकाई विशेष पर एक व्युत्पन्न का व्यापार करना चाहता है। ऐसा व्यापार तभी संभव होगा जब एक्सचेज ने विशेष रूप से ऐसे व्युत्पन्न के व्यापार की अनुमति दी हो। इनके साथ ही एक्सचेज यह भी निर्धारित कर देती है कि अनुबंध के आकार या नाभिक मूल्य क्या होंगे तथा उनके कितने गुणको का व्यापार हो सकता है। उदाहरण के लिए यदि एक पक्ष एक व्युत्पन्न का रूपये 150,000/- व्यापार करने आया है किन्तु एक्सचेज केवल रूपये 100,000/- के व्युत्पन्न के व्यापार की अनुमति देती हो तो यह लेन देन उस एक्सचेज में नहीं हो पाएगा।

अनुबंध की शर्तो के मानकीकरण से व्युत्पन्नो की तरलता में वृद्धि होती है। यह एक ही बाजार में एक ही समय पर स्पर्धा में भी वृद्धि कर देता है क्योंकि सभी जानते हौ कि एक विशेष व्युत्पन्न किन दिनों पर समापन पा जाएगा तथा उनके किस आकार के गुच्छो के लेन देन किए जा सकते हौ। अतः ठीक से नियत एक्सचेज बाजारों में व्युत्पन्न के लेन देन की उन एक्सचेजो द्वारा गारंटी हो जाती है। एक्सचेज विनियमित व्युत्पन्न बाजारो के मुख्य चालक तो उन एक्सचेजो के सदस्या धारक होते हौ। ये व्यापारी या बाजार निर्माता तथा सट्टेबाज कम कीमत पर खरीदकर उच्च कीमत पर बेचते हौ। हम जानते हौ कि एक्सचेज विनियमित बाजार मानकीकृत होते है और व्युत्पन्नो के लिए सक्रिय बाजार होता है। यह बाजार निर्माताओ को अलग-अलग कीमतो पर खरीद-बेच करके अल्पकालिक लाभ कमाने का अवसर भी देता है। इस व्यापार प्रक्रिया को *scalping* या चमड़ी उतारना भी कहते हौ। जहां ये व्यापार नहीं हो पाता वहां सट्टेबाज फंसे रह जाते हौ और उन्हें शीघ्र ही कोई ग्राहक तलाश करना पड़ता है ताकि वे जोखिम से पीछा छुड़ा सकें। यद्यपि सट्टेबाज जोखिम उठाने को तैयार रहते हौ और कभी-कभी उन्हें भारी घाटा भी उठाना पड़ जाता है

किन्तु अच्छे सट्टेबाज अपनी व्युत्पन्न धारिता का ध्यान रखते हुए संपूर्ण बाजार जानकारी का प्रयोग करते हैं और व्यापार की दिशाओं पर निरंतर पैनी नजर रखते हुए ही उसमें बने रहते हैं तथा लाभ कमाते हैं। ये सट्टेबाज प्रायः जोखिम के पूर्वापाय कर जोखिम भार को अन्तरित भी करते हैं।

सट्टेबाजी और छिलाई के साथ-साथ एक्सचेंज समाशोधन और सौदों की संपूर्ति कराने का दायित्व भी निभाती है। एक्सचेंज सभी भागीदारों की पहचान का रिकार्ड रखती है तथा एक्सचेंज बाजार में लेनदेन होने का सत्यापन करती है। दूसरे, एक्सचेंज ही दोनों पक्षों के व्यापार खातों का समीकरण करती है अर्थात् एक भागीदार (खरीदार) के खाते से दूसरे भागीदार (विक्रेता) के खाते में आवश्यक धनराशियों का अन्तरण करती है। यह एक्सचेंज विनियमित बाजार में व्युत्पन्नों के व्यापार का एक विशेष अभिलक्षण है। प्रायः इन बाजारों में किसी सौदे का समाशोधन और सभी अनुबंधों की संपूर्ति रातभर में कर दी जाती है। किन्हीं विशेष मामलों में अनुबंधों की पूर्ति के लिए दो कार्य दिवसों की भी जरूरत पड़ जाती है।

एक्सचेंज में व्युत्पन्न व्यापार के समाशोधन और समापन प्रक्रिया भागीदारों को एक प्रकार की साख की गारंटी प्रदान कर देती है। एक्सचेंज बाजार में व्युत्पन्न अनुबंध एक 'शून्यक' या 'शून्य योग' छूट की भांति होता है। अर्थात् एक पक्ष कमाता है तो दूसरा गंवाता है। अतः व्युत्पन्न एक्सचेंज एक समाशोधन गृह की भांति कमाने वाले पक्ष को भुगतान की गारंटी देता है। भले ही गंवाने वाले से भुगतान नहीं मिला हो। यह गारंटी देने की प्रक्रिया इस प्रकार चलती है:

क) भागीदारों को एक नकद राशि जमा करनी होती है जिसे अनुबंध के लिए 'मार्जिन' का नाम दिया जाता है।

ख) यदि उनके लेन देन प्रारंभिक मार्जिन की सीमा का अतिक्रमण कर जाए तो भागीदारों को एक्सचेंज और मार्जिन राशि जमा कराने का फोन किया जाता है।

प्रत्येक लेनदेन को केन्द्रिय स्तर पर रिपोर्ट किया जाता है तथा एक्सचेंज के समाशोधक एवं विनियामक अधिकारी बाजार की कार्यप्रणाली की निगरानी करते रहते हैं। लेन देनों से सत्यापन और एक्सचेंज को और विनियामकों को उनकी सूचना सारे तंत्र की पारदर्शिता को बढ़ाने का काम करती है। राष्ट्रीय विनियामक व्युत्पन्न बाजार की क्रियाओं पर निगरानी करते हैं। अतः इस प्रकार किसी सीमा तक गोपनीयता की हानि होती है। अतः मानकीकरण और नियमन के कारण भागीदारों की गोपनीयता तथा लचीलापन दोनों की हानि होती है।

13.3.2 सीधे पटल पर (OTC) व्युत्पन्न बाजार

एक्सचेंज विनियमित व्युत्पन्न बाजारों के विकल्प के रूप में बाजार भागीदारों का एक अनौपचारिक संजाल अपनी ही शर्तों पर विधिक अनुबंध कर ऐसे किसी भी प्रकार के व्युत्पन्नों का व्यापार कर लेता है जिनका बाजार कानूनी रूप से अस्तित्व में हो। ऐसे बाजारों के मुख्य आधार बैंक हैं जो OTC अनुबंधों के लिए व्यापारी की तरह से काम करते हैं। ये ग्राहक की सुविधानुसार काम करने वाले अनौपचारिक लेन देन करते हैं क्योंकि व्यापारी यहां अपनी शर्तों पर काम करते हैं और किसी से खरीदने या बेचने की

उन पर कोई बाध्यता नहीं होती। भागीदार बाजार में कीमतों में अन्तर के आधार पर लाभ कमाते हैं। OTC के उपस्करों में मानकीकरण नहीं होता, अतः किसी व्युत्पन्न की एक ही समय में खरीदारी और बिक्री नहीं हो पाती। OTC व्युत्पन्नो में जोखिम प्रबंधन के लिए व्यापारी प्रायः वैकल्पिक किन्तु उसी प्रकार के लेन देन कर जोखिम को अन्य पक्षों पर अंतरित करने का प्रयास करते रहते हैं। यह निवेश किसी व्युत्पन्न के आधारिक के किसी अन्य व्युत्पन्न या उस आधारिक के ही किसी लेन देन का रूप ले सकता है। दूसरों शब्दों में व्यापारी एक व्युत्पन्न की जोखिम के पूर्वोपाय के रूप में उसी के आधारिक के अन्य व्युत्पन्न का सौदा कर लेते हैं जो मिलता जुलता तो होता है पर समरूप नहीं। जटिल प्रतिमानों के विशेष ज्ञान तथा पर्याप्त संसाधन संपन्न व्यापारी इस प्रकार से जोखिम किसी अन्य को अन्तरित करने में सफल हो जाते हैं।

मानकीकरण के अभाव तथा अपनी अनौपचारिक रचना के कारण OTC व्युत्पन्नो का बाजार एक्सचेंज की अपेक्षा कम तरल माना जाता है, किन्तु ऐसा है नहीं। भागीदारों की व्यापार में अधिक रुचि ही बाजार को तरल बनाए रखती है। वस्तुतः तरलता दोनों ही बाजारों में कम या अधिक हो सकती है। OTC व्युत्पन्न बाजार में विनियमकों का हस्तक्षेप कम रहता है। वर्ष 2007-09 के आर्थिक संकट के बाद से नए नियमन OTC बाजार के अभिलक्षणों को भी बदल रहे हैं। OTC बाजार के लेन देनों में निजता या गोपनीयता कुछ अधिक होती है पर पारदर्शिता कम रहती है, नम्यता अधिक है तो साख की कोई गारंटी नहीं होती। ये सब बातें एक्सचेंज बाजारों से भिन्न हैं।

अब हम अग्रिम प्रतिबद्धता के दो मुख्य वर्गों पर चर्चा की ओर बढ़ रहे हैं – ये हैं अग्रिम अनुबंध तथा वायदा अनुबंध। पहले हम अग्रिम प्रतिबद्धताओं पर चर्चा करेंगे और इसके प्रकार भेदों को जानेंगे। इकाई 14 में अनुवांशिक दावों पर चर्चा होगी। इस इकाई में तो हम अपनी चर्चा को अग्रिम और वायदा अनुबंधों तक ही सीमित रखेंगे।

अपनी प्रगति की जाँच कीजिए 1

नोट: i) अपने उत्तरों के लिए नीचे दिए गए स्थान का प्रयोग करें।

ii) इकाई के अंत में दिए गए उत्तरों से अपनी प्रगति की जाँच करें।

1) किसी परिसंपदा और किसी व्युत्पन्न की खरीदारी में अन्तर स्पष्ट करें।

.....
.....

2) एक्सचेंज विनियमित व्युत्पन्न बाजार और सीधे पटल पर (OTC) व्युत्पन्न बाजार के बीच अन्तरों पर चर्चा करें।

.....
.....
.....

13.4 अग्रिम प्रतिबद्धताएं

समय $t=0$ पर किसी अनुबंध के प्रारंभ पर दो पक्ष किसी भावी तिथि पर, $t=T$ पर तय की गई शर्तों पर कोई लेन देन करने के दायित्व को स्वीकार करती है। इसी प्रारंभ के समय दोनों पक्ष आधारिक के परिमाण और प्रकार को भी निर्दिष्ट कर देती हैं। एक समय बिन्दु पर ही अनुबंध समापन के समय उसे पूरा करने की विधि भी तय हो जाती है। जिस नियत कीमत पर अग्रिम दायित्व का आदान प्रदान होगा उसे अग्रिम कीमत कहते हैं। मान लें कि श्री चोपड़ा और श्री गुप्ता एक अनुबंध करते हैं कि श्री चोपड़ा (विक्रेता) अपनी और श्री गुप्ता को आज से 3 महीने या 90 दिन के बाद रुपये 300,000/- का बैंक ड्राफ्ट सौंप देंगे। यह उदाहरण एक अग्रिम अनुबंध के आवश्यक तत्व स्पष्ट कर रहा है। आइए अब दो प्रकार की अग्रिम प्रतिबद्धताओं पर ध्यान दें।

13.4.1 अग्रिम अनुबंध

एक अग्रिम अनुबंध को सीधे पटल पर व्युत्पन्न अनुबंध के रूप में परिभाषित किया जाता है जिसमें अनुबंध के उभय पक्ष परस्पर सहमति से तय शर्तों पर हस्ताक्षर करते हैं। क्रेता और विक्रेता परस्पर सहमत होते हैं कि क्रेता किसी निश्चित भावी तिथि पर नियत कीमत पर विक्रेता से तय की गई आधारिक संपदा खरीद लेगा। इस अनुबंध को करते समय तीन और बातों पर सहमति बन रही है: उसके आधारिक का विशिष्ट प्रकार, आधारिक की मात्रा और भावी सुपुर्दगी की विधि। यह ध्यान रखना आवश्यक है कि यह अनुबंध एक प्रतिबद्धता दर्शाता है और दोनों पक्षों को उस तय की गई भावी तिथि पर अपना-अपना दायित्व पूरा करना होता है। सुपुर्दगी नहीं होने या भुगतान नहीं होने पर दूसरा (चूक नहीं करने वाला) पक्ष कानूनी प्रक्रिया द्वारा उस अनुबंध को लागू कराने की कारवाई कर सकता है। अग्रिम अनुबंध में दर्ज धनराशि निवल राशि होती है जो क्रेता को देनी है। अतः जिस पक्ष को आधारिक के मूल्य से अधिक धनराशि चुकानी है। वह तो चूक कर सकता है किन्तु जिसे कम राशि चुकानी हो वह चूक नहीं करेगा। यह संभव है कि एक पक्ष दूसरे के प्रति चूक करे किन्तु दोनों पक्ष एक साथ तो चूक नहीं कर सकते।

प्रत्येक पक्ष को किसी अग्रिम अनुबंध से हानि या लाभ का निर्धारण करने के लिए उस आधारिक संपदा के निष्पादन से उन्हें हो रही प्राप्तियों पर ध्यान देना आवश्यक है। आइए इस प्राप्तियों के आंकलन के स्पष्ट करने के लिए कुछ मान्यताएं भी निर्धारित कर लें:

- क) अग्रिम अनुबंध का आरंभ समय बिन्दु $t=0$ है और इसका समापन बाद की तिथि पर होता है जहां $t=T$
- ख) समय $t=0$ पर आधारिक की हाजिर (spot) कीमत S_0 है तथा अनुबंध के समापन के समय T पर यह कीमत S_T होगी।
- ग) दो पक्ष, क्रेता तथा विक्रेता क्रमशः इस व्युत्पन्न अनुबंध में दीर्घ और ह्रस्व बन रहे हैं।
- घ) अनुबंध प्रारंभ करते समय तो आधारिक की T समय पर कीमत अज्ञात होती है, $F_0(T)$ उस व्युत्पन्न की $t=0$ पर नियत की गई कीमत है जो समय बिन्दु T पर देय होगी।
- च) समय $t=0$ शून्य पर दीर्घ (क्रेता) तथा ह्रस्व (विक्रेता) सहमत होते हैं कि ह्रस्व उस परिसंपदा को T पर $F_0(T)$ कीमत लेकर दीर्घ को सौंप देगा।

समय T पर दीर्घ का दायित्व है कि वह बाजार में S_T मूल्य वाली परिसंपदा लेकर पूर्व सहमत कीमत $F_0(T)$ ह्रस्व को देगा। उनकी प्रतिप्राप्तियां इस प्रकार हो सकती हैं:

- 1) यदि $S_T > F_0(T)$ तो दीर्घ को अनुबंध से लाभ होगा – वह $F_0(T)$ कीमत चुकाएगा और आधारिक को अधिक ऊंची बाजार कीमत S_T पर बेच सकेगा। अतः दीर्घ की प्रतिप्राप्ति समय T पर कीमत तथा अनुबंध की अग्रिम कीमत का अन्तर है – यानि $S_T - F_0(T)$ ।
- 2) ह्रस्व की प्रतिप्राप्ति पूरी तरह से दीर्घ के विपरीत होगी। उसे बाजार कीमत वाली आधारिक संपदा पूर्व निर्धारित कीमत $F_0(T)$ पर देनी होगी। अर्थात् उस बाजार कीमत से कम प्राप्ति होगी। उसे तो अग्रिम कीमत तथा बाजार कीमत के समान हानि होगी अर्थात् $F_0(T) - S_T$ के समान। अनुबंध की ह्रस्व के लिए प्रतिप्राप्ति ऋणात्मक है। द्यूत सिद्धांत के अनुसार दीर्घ और ह्रस्व ने एक शून्यक द्यूत खेला है जिसमें एक पक्ष का लाभ दूसरे की हानि के समान है।

ये प्रतिप्राप्तियां विपरीत रूप ले लेती यदि इस मामले में $S_T < F_0(T)$ रहा होता। ऐसी देशा में ह्रस्व को अनुबंध से लाभ होता और दीर्घ का हानि। सारांश के रूप में, दीर्घ लाभ कमाने की आशा में अनुबंध करता है। उसे आशा होती है कि समय T पर हाजिर कीमत अग्रिम कीमत $F_0(T)$ से अधिक होगी जबकि ह्रस्व की अपेक्षा होती है कि उसे उक्त अनुबंध से लाभ होगा और समय T पर हाजिर कीमत अग्रिम कीमत से कम होगी। बहुत कम ऐसा होता है कि वह हाजिर कीमत अग्रिम कीमत के समान होती है। आमतौर पर किसी भी अग्रिम अनुबंध में एक पक्ष को लाभ और दूसरे को हानि होती है।

अग्रिम अनुबंध की एक और महत्वपूर्ण बात है: अनुबंध का प्रारंभ करते समय कोई मौद्रिक लेन देन नहीं होता। बाजार में किसी परिसंपदा के क्रय विक्रय के विपरीत यहां अनुबंध के प्रारंभ के समय दोनों पक्षों के बीच किसी मूल्यवान वस्तु का आदान-प्रदान नहीं होता। अतः अग्रिम अनुबंध का प्रारंभ के समय मूल्य शून्य होता है, दूसरी ओर समापन के समय ऐसे अनुबंध का मूल्य सदैव शून्य से अधिक होता है – अर्थात् $F_0(T) \geq 0$ (प्रतीत होता है कि कुछ पक्षों के लिए अग्रिम अनुबंध सदा ही बड़े महत्वपूर्ण होते हैं जो आधारिक संपदा की भविष्य की कीमत तय कर लेना चाहते हैं। इसके लिए वे दीर्घ का ह्रस्व, किसी भी प्रावस्था को अपना सकते हैं। अतः अग्रिम अनुबंधों को एक आश्वासन के रूप में संपूर्ण रूपेण पूर्वोपाय की भांति विन्यासित किया जा सकता है कि कोई आधारिक परिसंपदा अनुबंध प्रारंभ करते समय तय की गई कीमत पर खरीदी या बेची जाएगी। इसी प्रकार सट्टेबाज कोई निवेश किए बिना पूर्वोपायी द्वारा त्यागे गई जोखिम को धारण करते हुए आधारिक के परिवर्तन की दिशा को लेकर दांव लगा लेते हैं।

अग्रिम अनुबंध में सुपुर्दगी की विधि को समझ लेना भी महत्वपूर्ण है। ये आवश्यक नहीं कि ऐसे अनुबंध का समापन वास्तविक सुपुर्दगी के साथ ही हो। अधिकांश ऐसे अनुबंध तो दोनों पक्षों के बीच कुछ नकद लेन देन से ही पूरे हो जाते हैं। इन्हें अ-सुपुर्दनीय अग्रिम (NDFs) या नकद निपटान अग्रिम कहा जाता है। इनके आर्थिक प्रभाव सुपुर्दनीय अनुबंध जैसे ही होते हैं।

13.4.2 वायदा सौदे

अग्रिम प्रतिबद्धता का एक ओर स्वरूप वायदा सौदे कहे जाने वाले एक्सचेंज विपणीय सौदे होते हैं। ये अग्रिम अनुबंधों के मानकीकृत तथा विशिष्टीकृत स्वरूप होते हैं जिनका अग्रिम एक्सचेंज में लेन देन होता है। हम जानते ही हैं कि मानकीकृत का अर्थ किसी विशिष्ट नियमों के अनुसार कार्य करने वाले औपचारिक या संगठित बाजार में लेन देन हो जिसमें कोई केंद्रीय अधिकरण समाशोधन की सुविधा प्रदान करता हो। वायदा सौदों के बाजार का सबसे विशेष अभिलक्षण चूक के कारण संभव हानि से बचाव तथा तरलता है। दूसरे शब्दों में एक वायदा अनुबंध एक मानकीकृत व्युत्पन्न अनुबंध है जिसमें क्रेता दूसरे पक्ष यानि विक्रेता से एक भावी तिथि पर भावी समय के लिए स्वीकृत कीमत पर कोई आधारिक संपदा खरीद लेगा – यह अनुबंध किसी वायदा एक्सचेंज में प्रारंभ, विरचित और विनिमयित होता है। वायदा एक्सचेंज दैनिक आधार पर लाभ-हानि के निपटान और अपने समाशोधन गृह के माध्यम से साख की गारंटी देती है।

अग्रिम अनुबंधों में दो पक्ष विशेष रूप से बनाए गए अनुबंध करते समय आधारिक नियत करते हैं, समापन तिथि तय करते हैं, सुपुर्दगी और निपटान की विधि तय करते हैं और यह तय करते हैं कि आधारिक की कितनी इकाइयां किन शर्तों पर अनुबंध के अधीन रहेगी। हम ये भी जानते हैं कि इन सौदों का एक्सचेंज पर व्यापार नहीं होता। इन अग्रिम अनुबंधों के विपरीत वायदा सौदों का किसी वायदा एक्सचेंज से अस्तित्व होना चाहिए। यह कानून द्वारा मान्य इकाइयां इस प्रकार के व्यापार के लिए एक पटल उपलब्ध कराती हैं। वायदा एक्सचेंज पर अनुबंध भली प्रकार विनियमनाधीन होते हैं। ऐसा सभी देशों में केन्द्रीय स्तर पर किया जाता है। वायदा एक्सचेंजों पर व्यापार अधिकृत करने के लिए ऐसे अनुबंधों को विनिर्दिष्ट किया जाता है – इससे नियमन को और अधिक बल मिलता है। वायदा सौदों के विवरण अर्थात् उनके आधारिकों के प्रकार, समापन अवधि, सुपुर्दगी और निपटान की विधि और शर्तें तथा आधारिक की मात्राएं वायदा एक्सचेंज द्वारा स्पष्टतः बताए जाते हैं। एक्सचेंज के अधिकृत बाजार निर्माता एक भौतिक स्थान तथा/या इलैक्ट्रॉनिक व्यवस्था के साथ-साथ आधारिक की तरलता की सुविधा भी अनुबंध के भागीदारों को प्रदान करते हैं।

अब हम वायदा सौदों के सबसे महत्वपूर्ण अभिलक्षण पर आते हैं। यह है लाभ हानि का दैनिक निपटान और एक्सचेंज द्वारा अपने केन्द्रीय अधिकरण समाशोधन गृह के माध्यम से पदन्त साख की गारंटी। अनुबंध प्रारंभ करते समय उभय पक्ष जिस कीमत पर सहमत होते हैं उसे वायदा कीमत कहते हैं। समय गुजरने और बाजार में नई जानकारी आने पर उन्हीं के समान अनुबंधों के बाजार में निरंतर अलग-अलग कीमतों पर लेन देन होने लगते हैं। वायदा बाजार का समाशोधन गृह एक विशेष कार्य करता है जिसे दैनिक निपटान या सौदों का बाजार से अनुरूपण कहा जाता है। यह वायदा कीमतों में बदलाव को दिखाता है। जैसे-जैसे वायदा कीमतों में बदलाव होते हैं कुछ पक्ष लाभ में और कुछ हानि में रहते हैं। दिनभर में हुए वायदा सौदों की औसत कीमत के अनुसार समाशोधन गृह उस निपटान कीमत की घोषणा करता है जिसके अनुसार सभी व्यापार खातों में समंजन कर दिया जाता है। निपटान कीमत पर सभी अनुबंध बाजार के अनुरूप बनाने काम प्रत्येक दिवस के अन्त पर कर दिया जाता है। एक उदाहरण लें: किसी वायदा अनुबंध की कीमत रुपये 500 है

तथा दिन समाप्त होने पर समापन कीमत रूपये 535 होती है। ऐसी दशा में दीर्घ पक्ष को रूपये 35 का लाभ दर्ज हो जाएगी ये लाभ और हानियां उनके खातों में जमा और नाम कर दी जाएगी। अतः सामान्यतः ह्रस्व के खाते से रकम घटा कर दीर्घ के खाते में जमा कर दी जाती है।

अब प्रश्न उठता है कि समाशोधन गृह व्यापारिक पक्षों के खातों में संतुलन किस प्रकार बनाए रखता है? अनुबंध के पक्षों के खातों में जमा राशियों का **मार्जिन** राशि कहा जाता है। वायदा एक्सचेंज के पास सौदे करने वाले एक न्यूनतम या **आवश्यक मार्जिन** राशि जमा कराते है। इसे ही **प्रारंभिक मार्जिन** भी कहा जाता है। यह मार्जिन सभी पक्ष अपने-अपने मार्जिन खातों में जमा करते हैं और इसी से व्यापार को समर्थन या सहारा मिलता है तथा साख की गारंटी मिलती है। प्रारंभिक मार्जिन भावी हानियों के अनुमान के अनुसार तय किया जाता है। प्रत्येक पक्ष को व्यापार प्रारंभ होने पर एक **साधारण मार्जिन** भी जमा रखना पड़ता है –किन्तु यह प्रारंभिक मार्जिन से कम होता है। उदाहरण के लिए मान लें कि एक्सचेंज ने प्रारंभिक मार्जिन रूपये 15 तथा संधारण मार्जिन रूपये 10 तय किया है। यदि किसी पक्ष को किसी दिन अनुबंध पर लाभ होता है तो उसके खाते को बाजार एक लाभ प्रदान कर देता है – मान लें कि यह रूपये 8 है तो उसके मार्जिन जमा धन को रूपये $10+8=18$ रूपये दिखा दिया जाता है। दूसरे पक्ष को रूपये 8 का घाटा दिखाया जाएगा और उसका मार्जिन जमाधन केवल रूपये 2 रह जाएगा। ऐसी दशा में इस पक्ष के पास मार्जिन फोन कॉल पहुंचेगी और उसे और राशि जमा करने का निर्देश दिया जाएगा ताकि उसके संधारण मार्जिन को बनाए रखा जा सके। फिर समाशोधन गृह प्रत्येक पक्ष के जमा धन की तुलना संधारण मार्जिन से करता है। इस समय सभी पक्ष संधारण अनिवार्यता से अधिक जमा दिखाते हैं। संधारण मार्जिन जमा रखने का उद्देश्य सुरक्षा बनाए रखना तथा सभी पक्षों को भुगतान की गारंटी सुलभ कराना है ताकि कोई चूक नहीं कर पाएं। यदि कोई पक्ष अपने मार्जिन खाते में कहने के बाद भी अतिरिक्त धनराशि जमा नहीं कराता तो उसे उस अनुबंध को शीघ्रता से समाप्त करने को कह दिया जाता है तथा उसके वर्तमान प्रावस्था के समापन तक अतिरिक्त हानि भी चुकानी पड़ती है। फिर भी किसी न किसी पक्ष द्वारा चूक की आशंका बनी रहती है। यदि संभव है बहुत बड़ी हानि इतनी तेजी से हो जाए कि मार्जिन खाते की सारी राशि ही समाप्त हो जाए और उक्त पक्ष द्वारा एक्सचेंज को अतिरिक्त धन धेय हो जाए। ऐसे मामले में पक्षधर द्वारा भुगतान नहीं होने पर भी समाशोधन गृह एक गारंटी देता है जो हानि की भरपाई कर देती है। यह गारंटी समाशोधन गृह द्वारा कराए गए बीमे से परिपोषित होती है।

बाजार में व्यापार के परिमाण और सामान्य बाजार दशाओं के कारण बाजार में कीमतों में उतार-चढ़ाव बहुत बड़े से लेकर बहुत कम तक रह सकते हैं। कुछ वायदा सौदों में आधारिक की कीमतों के परिवर्तनों पर सीमाएं भी तय होती हैं। ये सीमाएं पिछले दिन की समापन कीमत को लेकर एक कीमत सीमा बन्ध की रचना कर लेती हैं। यदि कोई बाजार भागीदार उस सीमाबंध का अतिक्रमण करने का प्रयास करता है तो संबद्ध वायादा सौदे का व्यापार थम जाता है। यह ठहराव तब तक बना रहता है जब तक कि सभी भागीदार सीमाबंध में ही लेन देन को तैयार नहीं हो जाते। उदाहरण के लिए यदि कोई निचले बंध से भी नीचे की कीमत पर सौदा करना चाहे तो **निम्न सीमा बंध** लागू हो जाता है और तब तक व्यापार रूका रहता है जब तक कि उस बन्ध से ऊपर की कीमतों पर सहमति नहीं

बन जाती। इसी प्रकार की बात ऊपरी सीमा को लेकर भी लागू रहती है उसे **उच्च सीमा बंध** कहा जाता है। जब भी बाजार का लेन देन कीमत सीमाओं को छूने से प्रभावित होता है तो उसे व्यापार **बन्दी सीमा** कहा जाता है।

वायदा बाजार के अधिकतर भागीदार वायदा सौदों के क्रय विक्रय से लाभ कमाने के ही इच्छुक होते हैं। इनकी किसी आधार्िक परिसंपदा को वास्तव में पाने की कोई ईच्छा नहीं होती। उदाहरण के लिए एक अनुबंध का दीर्घ पक्ष अन्ततः अपनी प्रावस्था किसी अन्य अनुबंध पक्ष को पुराने सौदे के समापन से पहले बेच भी सकता है। एक प्रकार से किसी एक सौदे का दीर्घ पक्ष किसी अन्य सौदे में ह्रस्व प्रावस्था धारण कर लेता है और इस प्रकार अपना पुराना अनुबंध बेच देता है। ऐसे लेन देन को एक **बदला** सौदा कहा जाता है। बाजार के प्रचलित कीमत के अनुसार समाशोधन गृह उस सौदे को चिन्हित कर संबद्ध भागीदार की बाजार प्रावस्था को बन्द कर देता है।

किसी भी समय पर खुले या लेन देन के लिए उपलब्ध सौदों को **खुली रूचि** का नाम दिया जाता है। खुली रूचि के प्रत्येक सौदे में दीर्घ और ह्रस्व होते हैं। इसी लिए इन खुले या उपलब्ध सौदों की संख्या दिन दैनिक आधार पर बदलती रहती है। कुछ पक्ष नई प्रावस्थाएं प्रारंभ कर देते हैं तो कुछ अपनी पुरानी प्रावस्था का समापन कर देते हैं। यदि सभी दीर्घ एवं ह्रस्व अपनी प्रावस्थाओं का समंजन कर लें तो सिद्धांत रूप से कोई सौदा उपलब्ध नहीं रहता। ऐसा ही किसी सौदे के समापन पर भी हो सकता है। किन्तु व्यावहारिक स्तर पर समापन के समय कुछ न कुछ सौदे खुले या उपलब्ध की श्रेणी में ही रहते हैं।

पिछले भाग में हमने देखा था कि अग्रिम सौदे के भागीदार समापन के समय या तो भौतिक सुपुर्दगी ले लेते हैं या नकद समंजन कर लेते हैं। वायदा बाजार में किसी सौदे में भौतिक सुपुर्दगी होगी या नकदी का लेन देन होगा ये निर्णय एक्सचेंज द्वारा किया जाता है। वह आधार्िक परिसंपदा के स्वरूप के अनुसार फैसला करती है जो सौदे भौतिक सुपुर्दगी के लिए निर्दिष्ट होते हैं उनके समापन के लिए ह्रस्व को निर्दिष्ट स्थान और समय पर आधार्िक दीर्घ को सौंपने पड़ते हैं तथा दीर्घ को उनका भुगतान करना होता है। इस सुपुर्दगी के अन्तिम दिन कोई बाजार के नाम की लिखत नहीं होती क्योंकि दीर्घ आधार्िक की हाजिर कीमत चुका देता है। यह भी रौचक है कि अनुबंध समापन के निकट आधार्िक परिसंपदा की कीमत उसकी हाजिर कीमत के पास ही पहुंच जाती है। कीमतों की इस अभिसृति का कारण यही है कि ह्रस्व आधार्िक को भौतिक रूप में हस्तांतरित करता है तथा दीर्घ उसकी हाजिर कीमत चुकाता है। नकद समंजन परिसंपदाओं में बाजार के नाम लिखत का नियम ही प्रयोग किया जाता है और वायदा कीमत को हाजिर कीमत के समान रखने से अभिसृति पूर्ण हो जाती है। इन कार्यों को करने की विधि का अंतर केवल समंजन की प्रक्रिया का अंतर है क्योंकि दोनों ही दशाओं में वायदा कीमत तो हाजिर कीमत पर ही पहुंच जाती है।

वायदा और अग्रिम सौदों में एक अन्य अन्तर लाभ प्राप्ति के समय को लेकर है। अग्रिम सौदे में पूरा लाभ तो समापन के समय उसकी अग्रिम कीमत और हाजिर कीमत द्वारा मापा जाता है। किन्तु वायदा सौदों में दैनिक समंजन में प्रतिदिन कुछ न कुछ लाभ या हानि भागीदारों के मार्जिन खातों में दर्ज करने का कार्य चलता रहता है। यही कारण है कि

अग्रिम बाजारों में चूक की आशंकाएं वायदा बाजार की अपेक्षा बहुत अधिक होती हैं। एक अग्रिम अनुबंध में दोनों पक्ष अपने पूरे हिसाब का समंजन अनुबंध के समापन के समय करते हैं। अतः यदि हानि बहुत अधिक हो तो यह पक्ष चूक कर सकता है। अतः अग्रिम सौदे चूक की आशंका भरे होते हैं और इन्हें करने से पूर्व दूसरे पक्ष की साख या शोधन क्षमता की ठीक से जांच कर लेनी चाहिए। किन्तु यदि वायदा सौदे में चूक होती है तो एक तो चूक की हानि बहुत कम होगी दूसरे समाशोधन गृह के पास ऐसी हानि सहन करने तथा साख जोखिम का प्रबंधन करने के लिए यह स्वयं उस आधारिक को एक्सचेंज से बेच सकता है। बाजार के नाम लिखत के नियम के कारण हानि की राशि बहुत कम रह जाती है।

हम जानते हैं कि राष्ट्रीय स्तर पर वायदा बाजार को देश के विनियामक अच्छी तरह से नियमाधीन रखते हैं। नई वायदा एक्सचेंज तथा नए सौदों की अनुमति या पुराने सौदों में संशोधन की अनुमति भी राष्ट्रीय स्तर के विनियामक ही दे सकते हैं। इनके साथ ही मार्जिन आवश्यकताओं, कीमत सीमाओं और व्यापार प्रक्रिया या नियमों में परिवर्तन भी देश के शीर्ष नियामक करते हैं। देश के स्थानीय कानूनों के अंतर्गत वायदा बाजार नियमों के उल्लंघन पर अदालत में कानूनी कार्यवाही की जाती है। यह वायदा बाजार में अग्रिम बाजार की अपेक्षा अधिक पारदर्शिता का संचार कर देता है। वायदा कीमतों को विकेंद्रीकृत बाजारों में समर्थन कीमतों के निर्धारण के लिए भी प्रयोग किया जाता है। वायदा कीमतों, परिमाण तथा खुली रूचि या उपलब्ध सौदों की जानकारी प्रकाशित होती है और सहज सुलभ रहती है।

भले ही वायदा बाजार में सुदृढ़ नियमन, पारदर्शिता और भुगतान की गारंटी हो कुछ मामलों में अग्रिम बाजार उसके बेहतर या अधिक लाभप्रद हो जाते हैं। अग्रिम बाजार में गोपनीयता अधिक रहती है और विनियामकों का हस्तक्षेप कम होता है – साथ ही अधिक पारदर्शिता सदैव अच्छी होना भी निश्चित नहीं है। साथ ही अग्रिम सौदे भागीदारों की जरूरतों के हिसाब से किए जाते हैं और इसी कारण अनुबंध कर्ताओं को अधिक लचीलापन उपलब्ध रहता है। आवश्यकतानुसार अनुबंध लिखने की सुविधा पक्षों की अपनी जरूरतों के हिसाब से उनकी रचना करा सकती है। वायदा अनुबंधों की शर्तें अधिक कठिन होती हैं और भागीदार उन्हें स्वीकार करने को विवश होते हैं, भले ही उन्हें अपने वांछित के स्थान पर किसी निकट स्थानापन्न पर ही संतोष करना पड़े। बाजार के भागीदारों द्वारा पूर्वापाय तथा सट्टा भी जोखिम प्रबंध के लिए अपनाए गए महत्वपूर्ण उपाय हैं। अग्रिम एवं वायदा, दोनों ही बाजारों में इनकी संभावनाएं सुलझ रहती हैं। अतः ऐसा कोई तर्क नहीं मिलता जो अग्रिम या वायदा को दूसरे से बेहतर सिद्ध कर सके। बाजार भागीदार अपनी जरूरतों के हिसाब से बाजार का चुनाव करते हैं और फायदों एवं नुकसानों के बीच सम प्रत्ययन करते रहते हैं।

अपनी प्रगति की जाँच कीजिए 2

नोट: i) अपने उत्तरों के लिए नीचे दिए गए स्थान का प्रयोग करें।

ii) इकाई के अंत में दिए गए उत्तरों से अपनी प्रगति की जाँच करें।

1) अग्रिम और वायदा बाजारों में भेद स्पष्ट करें।

2) एक वायदा अनुबंध की विशेषताओं की व्याख्या करें।

13.5 सार संक्षेप

इस इकाई में हमने जाना है कि एक व्युत्पन्न ऐसा वित्तीय उपस्कर है जिसका निष्पादन उसकी आधारिक परिसंपदा के निष्पादन पर निर्भर रहता है। यह आधारिक नकद या हाजिर बाजारों में नकद या हाजिर कीमतों पर खरीदे बेचे जा सकते हैं। व्युत्पन्न मुख्यतः अग्रिम प्रतिबद्धता और उन से जुड़े अनुवांशिक दावों के रूप में वर्गीकृत किए जाते हैं। व्युत्पन्न एक्सचेंज विनियमित बाजारों में मानकीकृत उपस्करों या आवश्यकतानुसार बनाए गए और OTC में व्यापार से आधारिकों के निष्पादन को प्रभावित कर सकते हैं। व्युत्पन्न की आधारिक परिसंपदाएं शेयर, स्थिर आय प्रतिभूतियां, ब्याज दरें, मुद्राएं, वस्तुएं तथा मौसम, विद्युत और आपदा दावों जैसी अनेक परिसंपदाएं हो सकती हैं। लाभ जोखिम अन्तरण, निरूपण युक्तियों तथा प्रतिप्राप्तियों के व्युत्पन्न होते हैं। ये हाजिर बाजार में तभी संभव हैं जब उनके विषय में पूर्ण जानकारी निम्न लागत व्यापार वहां पूंजी लागतों में पर्याप्त कमी कर दें क्योंकि अनुबंध समापन पर पूरा भुगतान करना होता है। साथ ही हाजिर बाजार की दक्षता में भी पर्याप्त सुधारों की जरूरत है। एक्सचेंज में बिकने वाले वायदा सौदे मानकीकृत, बहुत विनियमित और पारदर्शी होने के साथ-साथ समाशोधन गृह के माध्यम से चूक के विरुद्ध गारंटी भी देते हैं जबकि सीधे पटल पर बिक्री वाले अग्रिम आवश्यकतानुसार रचित, लचीले, गोपनीयतापूर्ण एवं कम नियमों के अधीन होते हैं – पर इसी कारण उनमें चूक की आशंका या जोखिम भी अधिक है। खरीदार की अनुबंध में दीर्घ प्रावस्था होती है। वह विक्रेता या ह्रस्व प्रावस्था वाले पक्ष से किसी भावी तिथि पर अभी से तय कीमत पर आधारिक को खरीद लेगा। साथ विक्रेता की प्रावस्था ह्रस्व है, वह आधारिक को किसी पूर्व निश्चित तिथि पर अनुबंध प्रारंभ करने की स्थिति में स्वीकार की गई कीमत पर बेच देगा। साथ ही एक्सचेंज में व्यापार वाले वायदा सौदों में मार्जिन खातों में दैनिक आधार पर लाभ-हानि का लेखा होता रहता है और समाशोधन गृह साख की गारंटी देता है। इन दोनों प्रकार के व्युत्पन्नों को मिलाकर अन्य आधारिक सहित नए मिश्रित व्युत्पन्नों की रचना भी की जा सकती है। व्युत्पन्नों के आलोचक इन्हें कानूनी जुए का खेल कहते हैं तथा अस्थिरताकारी सट्टेबाजी कहते हैं। किन्तु उनके तर्कों के समर्थन में को साक्ष्य अभी सुलभ नहीं हैं।

13.6 बोध प्रश्नों के उत्तर/संकेत

बोध प्रश्न 1

- 1) पाठांश 8.2 देखें और उत्तर दें।
- 2) पाठांश 8.2 देखें और उत्तर दें।

बोध प्रश्न 2

- 1) पाठांश 8.2.2 व 8.3.2 देखें और उत्तर दें।
- 2) पाठांश 8.3 देखें और उत्तर दें।

बोध प्रश्न 3

- 1) पाठांश 8.5.1 देखें और उत्तर दें।
- 2) पाठांश 8.5.4 देखें और उत्तर दें।
- 3) पाठांश 8.5 देखें और उत्तर दें।



ignou
THE PEOPLE'S
UNIVERSITY

इकाई 14 विकल्प, निक्षेप—विनिमय व अन्य व्युत्पन्न*

संरचना

- 14.0 उद्देश्य
- 14.1 प्रस्तावना
- 14.2 निक्षेप—विनिमय
- 14.3 आकस्मिक दावे
 - 14.3.1 विकल्प
 - 14.3.1.1 क्रय विकल्प
 - 14.3.1.2 विक्रय विकल्प
- 14.4 ऋण व्युत्पन्न
- 14.5 आस्ति—समर्थित प्रतिभूतियाँ और संकर लेखपत्र
- 14.6 व्युत्पन्नोँ में अंतर्निहित लेखपत्र
 - 14.6.1 इक्विटी
 - 14.6.2 नियत—आय लेखपत्र
 - 14.6.3 मुद्राएँ
 - 14.6.4 जिंस
 - 14.6.5 ऋण
 - 14.6.6 अन्य व्युत्पन्न
- 14.7 व्युत्पन्नोँ के लाभ
 - 14.7.1 जोखिम प्रबंधन
 - 14.7.2 मूल्य अन्वेषण
 - 14.7.3 परिचालन लाभ
 - 14.7.4 प्रभावी बाजार
- 14.8 व्युत्पन्नोँ की समालोचना
 - 14.8.1 सट्टेबाजी और द्यूतक्रीड़ा
 - 14.8.2 अस्थिर बाजार
- 14.9 सारांश
- 14.10 बोध प्रश्नों के उत्तर अथवा संकेत

* डॉ. करण सभरवाल, सहायक प्रोफेसर, दिल्ली तकनीकी परिसर, ग्रेटर नोएडा कृत

14.0 उद्देश्य

प्रस्तुत इकाई को पढ़ने के बाद आप इस योग्य होंगे कि –

- व्युत्पन्न को परिभाषित कर सकें;
- निक्षेप–विनिमय, विकल्प और आकस्मिक दावे जैसे विभिन्न प्रकार के व्युत्पन्नो की व्याख्या कर सकें;
- व्युत्पन्न अभिकल्प करने के लिए प्रयुक्त विभिन्न अंतर्निहित लेखपत्रों पर चर्चा कर सकें; तथा
- व्युत्पन्नो के उद्देश्य एवं उपयोग का वर्णन और उनके दुरुपयोग का आलोचनात्मक विश्लेषण कर सकें।

14.1 प्रस्तावना

पिछली इकाई में हमने व्युत्पन्नो का परिचय प्राप्त किया था और जाना था कि बाजार में विभिन्न प्रकार के व्युत्पन्न (derivatives) देखे जाते हैं। हमने उस इकाई में अग्रिम अनुबंध और वायदा अनुबंध के विषय में विस्तार से चर्चा की थी। अब हम निक्षेप–विनिमय और विकल्प जैसे अन्य प्रकार के व्युत्पन्नो पर ध्यान केंद्रित करेंगे।

विकल्प विभिन्न प्रकार के होते हैं, यथा क्रय विकल्प एवं विक्रय विकल्प, तथा यह समझना आवश्यक है कि वे अग्रिम सौदों, भावी सौदों और निक्षेप–विनिमय से किस प्रकार भिन्न होते हैं। साथ ही, इस इकाई में हम ऋण व्युत्पन्न और उसके विभिन्न रूपों पर भी चर्चा करेंगे।

हमने देखा है कि ऐसे अनेक मूलाधार होते हैं जिन पर व्युत्पन्न तैयार किए जाते हैं। इस इकाई में उन पर भी चर्चा की जाएगी। व्युत्पन्नो के लाभ और उनकी कुछ आलोचनाओं से हमें उन अवसरों एवं चुनौतियों को समझने में मदद मिलेगी जो व्युत्पन्न प्रस्तुत करते हैं।

14.2 निक्षेप–विनिमय

निक्षेप–विनिमय (swap) अनुबंधों में दो पक्ष नकदी प्राप्तियों के किसी प्रक्रम का विनिमय करने के लिए आपस में एक समझौता करते हैं। नकदी प्राप्तियों का एक रूप वह है जिसमें एक पक्ष परिवर्ती राशि या अनिविष्ट धन का भुगतान करता है, जहाँ पक्षों के बीच लेन–देन किसी मौलिक परिसंपत्ति के गमागम अथवा विशिष्ट दर, माना ब्याज दर, से निर्धारित होता है।

नकदी प्राप्तियों का दूसरा रूप रोकड़ प्रवाह का विनिमय है, जिसमें दूसरा पक्ष परिवर्ती या नियत राशि भुगतान करता है और दोनों पक्षों के बीच विनिमय राशि किसी भिन्न अंतर्निहित परिसंपत्ति अथवा दर से निर्धारित की जाती है। दूसरे शब्दों में, निक्षेप–विनिमय को एक असूचीबद्ध (OTC) व्युत्पन्न अनुबंध के रूप में परिभाषित किया जाता है, जिसमें दोनों पक्ष नकदी प्रवाह की किसी शृंखला का आदान–प्रदान करने के लिए सहमत होते हैं, यथा एक पक्ष नकदी प्रवाह की किसी परिवर्ती शृंखला का भुगतान करने के लिए सहमत होता है तो दूसरा पक्ष किसी भिन्न अंतर्निहित परिसंपत्ति या दर से निर्धारित किसी परिवर्ती अथवा नियत शृंखला का भुगतान करने के लिए सहमत होता है।

किसी भी अन्य व्युत्पन्न अनुबंध के रूप में, निक्षेप-विनिमय अनुबंधों में अनुबंध की विभिन्न शर्तें भी शामिल होती हैं, यथा अंतर्निहित का प्रकार, भुगतान तिथियाँ, तथा भुगतान और समाधान की प्रणाली, जो कि दो पक्षों के बीच तय होती हैं और अनुबंध में उल्लिखित होती हैं।

निक्षेप-विनिमय किसी वायदा अनुबंध (forward contract) के समान ही होता है क्योंकि यह एक असूचीबद्ध अनुबंध होता है, जिस पर निजी तौर पर मोल-भाव किया जाता है और इसमें बाकीदारी जोखिम होता है। बाकीदारी जोखिम (default risk) का अर्थ है कि दोनों में से कोई भी पक्ष बाद में स्पर्शा चुकाने से मुकर सकता है, परंतु किसी समय विशेष पर केवल एक पक्ष ही भुगतान करने में विफल हो सकता है।

याद करें कि बकाया राशि सदा एक पक्ष द्वारा दूसरे पक्ष पर बकाया निवल राशि पर आधारित होती है। अतः अधिक राशि का देनदार पक्ष ही अपनी राशि पर चूक कर सकता है। कम राशि का देनदार पक्ष बिल्कुल भी चूक नहीं कर सकता है।

निक्षेप-विनिमय सन 1980 के दशक के आरंभ में ही अस्तित्व में आए थे और इसलिए ये अन्य दस्तावेजों की तुलना में काफी नये हैं। यह ध्यान देना काफी रोचक होगा कि कॉर्पोरेट जगत में अपनी सादगी और लोकप्रियता के कारण ही निक्षेप-विनिमय सर्वाधिक व्यापक रूप से प्रयोग किए जाने वाले व्युत्पन्न हैं। सर्वाधिक सामान्य निक्षेप-विनिमय अल्पकालिक-हेतु-नियत ब्याज दर निक्षेप-विनिमय (fixed-for-floating interest rate swap) अथवा 'प्लेन वनीला स्वैप' या मात्र 'वनीला स्वैप' कहलाता है।

आइए, एक उदाहरण की सहायता से प्लेन वनीला स्वैप को समझते हैं।

मान लीजिए कि कोई फर्म अल्पकालिक दर पर बैंक से कुछ राशि उधार लेती है। अपने नकदी प्रवाह का अनुमान लगाने तथा अपने ऋण दायित्व निभाने के लिए नियमित और समयबद्ध ब्याज चुकाने के लिए फर्म एक नियत दर चुन लेती है। फर्म अपने अल्पकालिक-दर ऋण को निक्षेप-विनिमय अनुबंध से जोड़कर व उसे नियत-दर ऋण में परिवर्तित करके अपने उद्देश्यों की पूर्ति कर सकती है।

ऋण पर ब्याज चुकौतियाँ किसी विशिष्ट अल्पकालिक दर पर आधारित होती हैं, यथा लिबोर (London Interbank Offered Rate)। अधिकांशतः चुकौतियाँ लंदन इंटरबैंक प्रस्तावित दर (LIBOR) पर ही आधारित होती हैं, जो कि वर्ष के निर्दिष्ट समय पर पुनर्निधारित की जाती है।

वह दर जो निक्षेप-विनिमय अवधि के अनुरूप होती है, भुगतान के आधार हेतु प्रयोग कर ली जाती है। भुगतान राशि की गणना लिबोर बाजार दर, ऋण शेष और दिवस संख्या हेतु किसी गुणक को गुणा करके की जाती है। अनुबंध का वास्तविक भुगतान किसी बाद की तिथि पर किया जाता है।

उदाहरण के लिए, मासिक चुकौतियों वाले किसी ऋण शेष के लिए दर माह के अंतिम कार्यदिवस पर लिबोर-आधारित हो सकती है, जिसमें ब्याज अगले माह के अंतिम कार्यदिवस पर देय होगा। यहाँ परवर्ती ही अगली पुनर्निधारित तिथि है। समय गुणक में 30/360 अभिसमय का प्रयोग यह मानकर किया जाता है कि यह अर्थ जगत में गणना के

लिए एक माह में 30 दिन और एक वर्ष में 360 दिन मानकर चलने वाला एक सर्वमान्य समय है।

निक्षेप-विनिमय की शर्तें ऋण की शर्तों के अनुरूप निर्धारित की जाती हैं। यदि किसी फर्म द्वारा 30/360 अवधारणा के आधार पर मासिक भुगतान के साथ लिबोर-आधारित ऋण लिया जाता है तो यह उसी लिबोर दर, उसी समय अवधारणा, उन्हीं पुनर्निर्धारित तिथियों और भुगतान तिथियों के आधार पर मासिक भुगतान वाले निक्षेप-विनिमय के अनुरूप होना चाहिए।

ऋण को अपनी पूर्ण चुकौती के लिए मूलधन और ब्याज के भुगतान की आवश्यकता होती है। तथापि, निक्षेप-विनिमय में एक पक्ष द्वारा दूसरे पक्ष को मूलधन का भुगतान किया जाना शामिल नहीं होता है। तदनुसार, इसका कोई मूलधन नहीं होता है, बल्कि दोनों पक्षों के पास भुगतान करने के लिए एक प्रकार का शेष होता है, जिसे काल्पनिक मूलधन (notional principal) कहा जाता है।

जैसा कि वायदा और अग्रिम अनुबंध की भाँति अन्य व्युत्पन्न अनुबंधों में होता है, अनुबंध के आरंभ में पैसे का कोई आदान-प्रदान नहीं होता है। तदनुसार, आरंभ में निक्षेप-विनिमय का मान शून्य ही होना चाहिए। बाजार की दशाओं में परिवर्तन के चलते निक्षेप-विनिमय का मूल्य भी बदल जाएगा और शून्य से संख्या की ओर चलेगा। ये बदलाव एक पक्ष के लिए धनात्मक परिवर्तन लाएँगे तो दूसरे पक्ष के लिए ऋणात्मक परिवर्तन।

हमने ऊपर देखा कि निक्षेप-विनिमय बाकीदारी के अधीन होता है, लेकिन निक्षेप-विनिमय का ऋण (credit) जोखिम किसी भी परिदाय (loan) जोखिम की तुलना में बहुत कम होता है। इस तथ्य के पीछे कारण यह है कि निक्षेप-विनिमय अनुबंध में कोई भी पक्ष काल्पनिक राशि का आदान-प्रदान या बकाया नहीं करता है। नियत और अल्पकालिक ब्याज चुकौतियों के बीच का निवल अंतर एक पक्ष से दूसरे पक्ष में हस्तांतरित कर दिया जाता है।

वस्तुतः अधिक बकाया राशि घटा कम बकाया राशि ही वह निवल राशि होती है जिसका एक पक्ष दूसरे को पक्ष को भुगतान करता है। तदनुसार प्रत्येक पक्ष भुगतान नहीं करता है। कभी-कभी निक्षेप-विनिमय संभावित रूप से व्यापक ऋण जोखिम के अधीन होता है।

ऐसा तब होता है जब एक पक्ष पर सभी शेष चुकौतियों का मूल्य बकाया हो, जो कि उस मूल्य से बहुत अधिक हो सकता है जो दूसरे पक्ष पर बकायादार पक्ष के प्रति बकाया हो। इस प्रकार, किसी निर्धारित समयबिंदु पर निक्षेप-विनिमय में ऋण जोखिम विद्यमान हो सकता है।

सावधानीपूर्वक विश्लेषण और जोखिम-शमन उपाय अपनाकर किसी भी लेन-देन में संभावित जोखिम को प्रभावी ढंग से नियंत्रित करने में मदद मिल सकती है।

एक अन्य प्रकार का निक्षेप-विनिमय अल्पकालिक-से-अल्पकालिक निक्षेप-विनिमय (float-to-float swap) है, जिसमें एक पक्ष किसी एक ब्याज दर के आधार पर भुगतान करता है तो दूसरा पक्ष किसी अन्य ब्याज दर के आधार पर भुगतान करता है।

उदाहरण के लिए, एक पक्ष अमेरिकी ट्रेजरी बिल (T-bill) दर पर भुगतान कर सकता है, जबकि दूसरा पक्ष लिबोर के आधार पर भुगतान कर सकता है।

अन्य प्रकार के निक्षेप-विनिमय वे हैं जिनमें भुगतान उस अल्पकालिक दर के आधार पर किया जाता है जो अवधि के दौरान ही औसत दर के रूप में निर्धारित की जाती है।

अमेरिकी फेड कोष (Fed funds) दर पर आधारित कुछ अन्य प्रकार के निक्षेप-विनिमय रातोंरात अनुक्रमित निक्षेप-विनिमय (overnight indexed swaps) कहलाते हैं क्योंकि फेड कोष उस दर को दर्शाता है जिस पर बैंक रातोंरात उधार लेते हैं।

14.3 आकस्मिक दावे

वित्तीयन में आकस्मिक दावा (contingent claim) एक अन्य प्रकार का व्युत्पन्न होता है, जिसमें प्रतिफल किसी अंतर्निहित परिसंपत्ति के प्रतिकर पर निर्भर होता है। ऐसे दावों के मामले में उन्हें समाप्ति तिथि पर लिया अथवा नहीं लिया जा सकता है। तदनुसार, आकस्मिक दावा एक दायित्व की बजाय किसी अंतर्निहित के कार्यनिष्पादन के आधार पर उसको क्रय अथवा विक्रय करने का अधिकार है।

विकल्प धारक के पास विकल्प का प्रयोग करने अथवा न करने का वरणाधिकार होता है, जो कि अंतर्निहित परिसंपत्ति के कार्यनिष्पादन पर निर्भर करेगा। अग्रिम अनुबंध, वायदा अनुबंध अथवा निक्षेप-विनिमय की भाँति विकल्प भी प्रतिकर को किसी भिन्न तरीके से रूपांतरित करते हैं।

अन्य व्युत्पन्नो से भिन्न, विकल्प इस अर्थ में रैखिक प्रतिकर प्रदान नहीं करते हैं कि जब अंतर्निहित का मूल्य बढ़ता है तो व्युत्पन्न से लाभ भी बढ़ता है और विपरीत क्रम से, जब व्युत्पन्न से लाभ बढ़ता है तो अंतर्निहित का मूल्य भी बढ़ता है।

इसके अलावा, अंतर्निहित के मूल्य में किसी अन्य वृद्धि से भी व्युत्पन्न से लाभ में और वृद्धि होती है। विकल्प एक प्रकार के आकस्मिक दावे होते हैं, जो कि हानि को एक दिशा में सीमित कर देते हैं। विकल्पों में पक्ष द्वारा भुगतान शामिल होता है, भले ही अंतर्निहित का मूल्य नीचे चला जाए।

आगे हम विस्तार से समझेंगे कि विकल्प कैसे काम करते हैं और आकस्मिकताओं के आधार पर चुकौतियों की गणना कैसे की जाती है।

14.3.1 विकल्प

एक विकल्प एक आकस्मिक दावा है, जो कि विकल्प धारक को समाप्ति तिथि पर और आरंभ में ही दोनों पक्षों द्वारा सहमत मूल्य पर किसी परिसंपत्ति को धारण करने का अधिकार तो देता है किंतु खरीदने का दायित्व नहीं देता है। विकल्प खरीदे भी जा सकते हैं, जो कि समाप्ति पर अंतर्निहित को बेचने का अधिकार देता है। वस्तुतः संबद्ध पक्ष अंतर्निहित को समाप्ति से पहले भी क्रय या विक्रय का अधिकार दे सकता है।

दूसरे शब्दों में, वह व्युत्पन्न अनुबंध जिसमें एक पक्ष, क्रेता, दूसरे पक्ष, विक्रेता या मुंशी, को समाप्ति तिथि से पहले किसी भी समय अथवा उनके अनुबंध की शर्तों के अनुसार समाप्ति

तिथि पर किसी सहमत मूल्य पर कोई अंतर्निहित खरीदने या बेचने का अधिकार प्राप्त करने का अधिकार प्राप्त करने के लिए भुगतान करता है, विकल्प (option) कहलाता है।

याद रखें कि विकल्प विकल्प के क्रेता को अंतर्निहित खरीदने या बेचने का दायित्व नहीं बल्कि अधिकार प्रदान करते हैं।

इस पाठांश में हम देखेंगे कि दोनों पक्ष अपने-अपने अधिकारों का प्रयोग कैसे करते हैं।

विकल्पों के कुछ अनुपम आयाम ऐसे हैं जिन्हें आसानी से रूपरेखा की स्पष्टता में शामिल किया जा सकता है। हमने इकाई 13 में पढ़ा कि असूचीबद्ध (OTC) बाजार में अनुबंध प्रत्येक पक्ष की शर्तों के अनुसार अनुकूलित होते हैं, जो कि विनिमय-व्यापार व्युत्पन्नो की तुलना में कम नियंत्रित व कम पारदर्शी बाकीदारी के अधीन होते हैं।

विनिमय-व्यापार व्युत्पन्न विनिमय के समाशोधन गृह द्वारा बाकीदारी के प्रति सुरक्षित होते हैं और राष्ट्रीय स्तर पर अपेक्षाकृत अधिक पारदर्शी एवं विनियमित होते हैं। इसी प्रकार विकल्प भी असूचीबद्ध बाजार में अथवा किसी विनिमय-व्यापार बाजार में तैयार किए जा सकते हैं।

जैसा कि स्पष्ट किया गया है, विकल्पों को उनकी समाप्ति से पूर्व अथवा समाप्ति पर किसी भी समय समाप्त किया जा सकता है। किसी विकल्प की समाप्ति के समय विकल्प धारक अपने इस अधिकार का प्रयोग करता है कि वह विकल्प का प्रयोग करे अथवा न करे।

जब वह विकल्प का प्रयोग करता है तो वह अनुबंध में अपनी स्थिति के आधार पर अंतर्निहित परिसंपत्ति को खरीदता अथवा बेचता है। तथापि, किसी भी विकल्प में दोनों अधिकारों का प्रयोग नहीं किया जा सकता है। विकल्प दो प्रकार के होते हैं – कॉल या क्रय विकल्प और पुट या विक्रय विकल्प।

खरीदने के अधिकार को क्रय विकल्प (call option) के रूप में दर्शाया जाता है, जबकि बेचने के अधिकार को विक्रय विकल्प (put option) के रूप में इंगित किया जाता है। अनुबंध के आरंभ में ही विकल्प का प्रकार स्पष्ट कर दिया जाना चाहिए।

विकल्पों की प्रयोगशीलता के आधार पर किसी भी विकल्प को तीन वर्गों में विभाजित किया जा सकता है – अमेरिकी-शैली विकल्प, यूरोपीय-शैली विकल्प और बरमूडा-शैली विकल्प।

किसी भी अमेरिकी शैली के विकल्प (American-style option) में समाप्ति से पूर्व विकल्पों का प्रयोग किया जा सकता है, जबकि यूरोपीय शैली के विकल्प (European-style option) में विकल्प केवल समाप्ति तिथि पर ही प्रयोग किए जा सकते हैं।

इन दोनों के बीच में बरमूडा-शैली के विकल्प (Bermuda-style option) का प्रयोग किसी तिथि विशेष के बाद या तो समाप्ति से पूर्व या फिर समाप्ति तिथि पर किया जा सकता है।

यदि विकल्प का प्रयोग किया जाता है तो वह कीमत जिस पर अंतर्निहित को खरीदा अथवा बेचा जाएगा, स्ट्राइक मूल्य (strike price/exercise price) कहलाती है। विकल्प का स्ट्राइक मूल्य अनुबंध के पक्षों द्वारा ही चुना जाता है।

अनुबंध की शर्तों के अनुसार, किसी भी विकल्प का कार्यनिष्पादन भौतिक वितरण अथवा नकद निपटान के माध्यम से किया जा सकता है।

हम जानते ही हैं कि अंतर्निहित के भौतिक वितरण की स्थिति में विक्रेता को सुपुर्दगी के समय भुगतान किया जाता है। किसी भी **क्रय विकल्प** के लिए कॉल विक्रेता कॉल क्रेता को परिसंपत्ति प्रदान करता है और अनुबंध की शर्तों के अनुसार स्ट्राइक मूल्य प्राप्त कर लेता है।

किसी भी **विक्रय विकल्प** के लिए पुट क्रेता अंतर्निहित परिसंपत्ति पुट विक्रेता को प्रदान करता है और स्ट्राइक मूल्य प्राप्त कर लेता है।

दूसरी ओर, **नकद निपटान विकल्प** के लिए विक्रेता क्रेता को अंतर्निहित के मूल्य का भुगतान यह मानते हुए करता है कि वह परिसंपत्ति जिसके लिए भुगतान किया गया है, प्रदान कर दी गई है।

याद करें कि विकल्प हानि को एक दिशा में सीमित कर देता है। विकल्प अनुबंध में, क्रेता विक्रेता या अनुदाता को एक राशि का भुगतान करता है, जिसे **विकल्प अधिदेय** (option premium) कहा जाता है।

इसे एक भली भाँति काम करने वाले बाजार में विकल्प का उचित मूल्य या 'विकल्प का मान' माना जाता है। क्रेता द्वारा भुगतान किए जाने वाले इस विकल्प अधिदेय के कारण ही उसको (धारक को) विकल्प का प्रयोग नहीं करना पड़ता है।

क्रेता के पास अधिदेय के प्रारंभिक भुगतान के अलावा अनुदाता को भुगतान करने का कोई और दायित्व नहीं होता है। अतः व्युत्पन्न अनुबंध के अंतर्निहित का प्रयोग करने के संबंध में धारक (long) का पूर्व-धारक (short) के प्रति कोई दायित्व नहीं होता है।

विकल्प अनुबंध में बाकीदारी केवल पूर्व-धारक की धारक के प्रति ही संभव है क्योंकि यदि धारक विकल्प का प्रयोग करता है तो केवल पूर्व-धारक ही अनुबंध प्रदान करने में चूक कर सकता है।

तदनुसार, अग्रिम अनुबंध और निक्षेप-विनिमय के विपरीत, यहाँ केवल पूर्व-धारक ही धारक के प्रति बाकीदारी कर सकता है।

14.3.1.1 क्रय विकल्प

आइए, अब स्पष्ट करें कि विकल्प अनुबंध की समाप्ति पर क्या होता है। यहाँ हम इकाई 13 में प्रयोग की गई संकेत पद्धति ही दोहराएँगे।

माना S_T समाप्ति तिथि पर, $t = T$ के अनुसार, अंतर्निहित का हाजिर मूल्य है, और X विकल्प का स्ट्राइक मूल्य है। साथ ही, माना V_T समाप्ति पर विकल्प का मूल्य है। समाप्ति से पूर्व या समाप्ति पर क्रय विकल्प धारक X का भुगतान करता है और अंतर्निहित की सुपुर्दगी प्राप्त कर लेता है। धारक (long) विकल्प का प्रयोग तब करेगा जब समाप्ति पर पद S_T का मान X से अधिक हो।

दूसरे शब्दों में, जब समाप्ति तिथि पर अंतर्निहित का हाजिर मूल्य अंतर्निहित के स्ट्राइक मूल्य से अधिक हो तभी अंतर्निहित का क्रय विकल्प क्रय विकल्प धारक या क्रेता को धनात्मक प्रतिकर दिलाएगा।

दूसरे प्रकार से, वह विकल्प को समाप्त होने देगा और केवल विकल्प अधिदेय का भुगतान करेगा। तदनुसार, जब विकल्प का प्रयोग किया जाता है तो धारक या क्रय विकल्प धारक को $Max(0, S_T - X)$ का प्रतिकर देना पड़ता है। इस प्रकार, क्रेता के लिए समाप्ति पर विकल्प का मूल्य $V_T = Max(0, S_T - X)$ शून्य अथवा $S_T - X$ का अधिकतम होगा।

याद रखें कि क्रेता को विकल्प अधिदेय का भुगतान करना ही है, भले ही वह अपने विकल्प का प्रयोग करे या न करे। ऊपर परिकल्पित प्रतिकर मूल्य और भुगतान की गई कीमत अथवा विकल्प अधिदेय, माना P_0 का प्रयोग करके विकल्प से क्रेता को लाभ का निर्धारण करना आवश्यक होता है। धारक के लाभ को Π_L से दर्शाया जाता है। तदनुसार, धारक को लाभ निम्नवत् होगा –

$$\Pi_L = Max(0, S_T - X) - P_0 \quad \dots (14.1)$$

कॉल विक्रेता के लिए यह लाभ उसके ठीक विपरीत होगा जो क्रेता को मिलता है। विक्रेता के लिए विकल्प का प्रतिकर $-Max(0, S_T - X)$ है, जो कि उसके लिए ऋणात्मक है क्योंकि विक्रेता के लिए $S_T > X$ का मान और प्रतिकर शून्य है। दूसरे प्रकार से, ऐसा इसलिए है कि यदि विकल्प $S_T \leq X$ होगा तो क्रेता विकल्प का प्रयोग नहीं करेगा।

कॉल विक्रेता को अनुबंध के आरंभ में विकल्प अधिदेय प्राप्त हुआ है, इसलिए समाप्ति पर अनुबंध का मूल्य $-V_T = -Max(0, S_T - X)$ होगा। तदनुसार, कॉल विक्रेता का लाभ निम्नवत् होगा –

$$\Pi_S = -Max(0, S_T - X) + P_0 \quad \dots (14.2)$$

समाप्ति पर अंतर्निहित के हाजिर मूल्य और विकल्प का स्ट्राइक मूल्य X होने पर परस्पर तुलना करें तो समाप्ति के समय हमारे समक्ष तीन परिस्थितियाँ हो सकती हैं, यथा –

यदि अंतर्निहित का हाजिर मूल्य स्ट्राइक मूल्य से अधिक हो, यथा $S_T > X$ तो धारक के लिए विकल्प मूल्य धनात्मक होगा। इसी कारण क्रय विकल्प को **फलने-फूलने वाला** (in the money) कहा जाता है।

यदि अंतर्निहित का हाजिर मूल्य स्ट्राइक मूल्य से कम हो, यथा $S_T < X$, तो धारक के लिए $S_T - X$ का मान नकारात्मक होगा और वह अपने विकल्प का प्रयोग नहीं करेगा। तदनुसार, विकल्प के लिए प्रतिकर शून्य होगा। अतएव, कॉल विकल्प को **शून्य आंतरिक मूल्य वाला** (out of the money) कहा जाता है।

यदि अंतर्निहित मूल्य का हाजिर मूल्य स्ट्राइक मूल्य के बराबर हो, यथा $S_T = X$, तो कॉल विकल्प को **यथार्थ मूल्य वाला** (at the money) कहा जाता है। इस स्थिति में विकल्प का प्रयोग करने अथवा न करने के प्रति धारक उदासीन होता है। साथ ही, ऐसे मामले में धारक का भुगतान शून्य होता है।

14.3.1.2 विक्रय विकल्प

विक्रय विकल्प (put options) अपने धारक को अंतर्निहित परिसंपत्ति को स्ट्राइक मूल्य पर बेचने की अनुमति देते हैं। धारक अनुबंध में विकल्प अनुदाता (option writer) का पद धारण करना चाहता है। विकल्प अनुबंध से लाभ प्राप्त करने के लिए, विक्रय विकल्प धारक को समाप्ति पर पुट का प्रयोग तभी करना चाहिए जब अंतर्निहित परिसंपत्ति का हाजिर मूल्य स्ट्राइक मूल्य से कम, यथा $S_T < X$ हो।

पुट को फलने-फूलने वाला (in the money) कहा जाता है क्योंकि इस विकल्प का प्रयोग करने से धारक का प्रतिकर धनात्मक होगा, जो कि अनुबंध का प्रयोग करने पर उसे बाजार मूल्य से अधिक कीमत दिलाएगा। तदनुसार, विक्रेता को प्रतिकर का मूल्य $V_T = \text{Max}(0, X - S_T)$ होगा।

विक्रय विकल्प के क्रेता को लाभ $\Pi_S = \text{Max}(0, X - S_T) + P_0$ होगा। अपने अधिकतम पर यदि अंतर्निहित परिसंपत्ति का हाजिर मूल्य स्ट्राइक मूल्य से अधिक हो, यथा $S_T > X$ तो उसके लिए अपने विकल्प का प्रयोग न करना और उसे शून्य मूल्य पर समाप्त होने देना उसके लिए बेहतर होगा।

चूँकि पुट शून्य आंतरिक मूल्य वाला (out of the money) होता है, विक्रय विकल्प का प्रयोग करने से कोई लाभ नहीं होता है। इसी प्रकार की स्थिति में, जब $S_T = X$ हो तो विक्रय विकल्प उचित मूल्य वाला (at the money) होता है और उसका प्रतिकर शून्य होता है। विक्रय विकल्प के विक्रेता को इस विकल्प के क्रेता को मिलने वाले प्रतिकर के मूल्य के विपरीत लाभ या हानि होती है।

जैसा कि क्रय विकल्प की स्थिति में होता है, पुट क्रेता की हानि सीमित ही होती है और वह शून्य से परिबद्ध होती है। पुट क्रेता स्ट्राइक मूल्य और अंतर्निहित के हाजिर मूल्य के बीच अंतर को अधिक लाभ प्राप्त नहीं कर सकता है। यह स्पष्ट है कि जब बाजार में तेजी होती है तो क्रय विकल्प लाभकारी हो सकता है, जबकि मंदी के बाजार में विक्रय विकल्प अधिक लाभ दे सकता है।

अपनी प्रगति की जाँच कीजिए 1

नोट: i) अपने उत्तरों के लिए नीचे दिए गए स्थान का प्रयोग करें।

ii) इकाई के अंत में दिए गए उत्तरों से अपनी प्रगति की जाँच करें।

- मान लीजिए कि जब स्टॉक 50 पर कारोबार कर रहा है तो आप 55 के स्ट्राइक मूल्य और 1.50 के अधिदेय हेतु चार माह की समाप्ति के साथ एक क्रय विकल्प खरीदते हैं। समाप्ति पर जब स्टॉक की कीमत 45, 50 या 55 हो जाती है, इसके परिणामों पर विचार करें। किन दशाओं में क्रेता अपने क्रय विकल्प का प्रयोग करेगा और प्रत्येक मामले में उसका प्रतिकर क्या होगा? प्रत्येक स्थिति में विक्रेता के प्रतिकर की गणना भी करें।

.....
.....

2) उपर्युक्त परिदृश्य में ही, प्रत्येक स्थिति में क्रेता और विक्रेता के लाभ की गणना करें।

.....
.....
.....

3) स्टॉक मूल्य (ST) या तो 23.00 है या फिर 30.00 है। विक्रय विकल्प क्रेता के प्रतिकर और लाभ की गणना करें।

.....
.....
.....

4) उपर्युक्त स्थिति में विक्रय विकल्प विक्रेता के लिए विकल्प का मूल्य और लाभ क्या होगा?

.....
.....
.....

14.4 ऋण व्युत्पन्न

निक्षेप-विनिमय बाजार के विस्तार ने ऐसे व्युत्पन्न (derivatives) तैयार किए जाने की ओर प्रवृत्त किया जो ऋण जोखिम को कम कर सकें। सन 1990 के दशक के आरंभ में ऋण जोखिम से सुरक्षा पाने के लिए जो लेखपत्र अस्तित्व में आए, उन्हें ऋण व्युत्पन्न (credit derivatives) के रूप में जाना गया।

दूसरे शब्दों में, वह अनुबंध जिसमें दो पक्ष, एक ऋण सुरक्षा क्रेता और एक ऋण सुरक्षा विक्रेता किसी विशिष्ट ऋण हानि के प्रति क्रेता को सुरक्षा प्रदान करने के लिए सहमत होते हैं, उन्हें ऋण व्युत्पन्न कहा जाता है। इन दिनों विभिन्न प्रकार के ऋण व्युत्पन्न अस्तित्व में हैं, यथा कुल प्रतिफल निक्षेप-विनिमय, ऋण कीमत-लागत अंतर विकल्प, ऋण-संबंधी स्वीकृति (CLN) और ऋण बकाया निक्षेप-विनिमय (CDS)।

ऋण व्युत्पन्न अनुबंध का अंतर्निहित कुल प्रतिफल निक्षेप-विनिमय (total return swap) एक ऐसा ऋणपत्र या ऋण है जिसके लिए ऋण सुरक्षा क्रेता अंतर्निहित उस ऋणपत्र पर कुल प्रतिफल का भुगतान करने के आश्वासन के रूप में ऋण सुरक्षा विक्रेता को ऋण सुरक्षा देने का प्रस्ताव करता है जिससे वह ऋणग्राही द्वारा चूक किए जाने की स्थिति में वंचित रह सकता है।

ऋण सुरक्षा क्रेता द्वारा भुगतान किया गया कुल प्रतिफल ऋणग्राही द्वारा भुगतान किए गए समस्त ब्याज एवं मूलधन और ऋणपत्र के बाजार मूल्य में किसी भी बदलाव का योगफल होता है। हानि के प्रति सुरक्षा के बदले में ऋण सुरक्षा क्रेता को ऋण सुरक्षा विक्रेता से कोई नियत अथवा अस्थायी ब्याज दर प्राप्त होती है।

दूसरे शब्दों में, यदि ऋणपत्र भुगतान करने में विफल रहता है तो ऋण सुरक्षा विक्रेता को तब अपना वादा किया हुआ भुगतान करना जारी रखना चाहिए जब ऋण सुरक्षा क्रेता उस अवधि के दौरान कोई प्रतिलाभ न दे रहा हो। तथापि, यदि ऋणपत्र इस कारण चूक करता है कि प्रतिभू अपने दायित्व को पूरा करने में विफल रहा है, तब ऋण सुरक्षा विक्रेता कार्यसाधक रूप में ऋण सुरक्षा क्रेता को देय कुल राशि का भुगतान करता है।

ऋण व्युत्पन्न का दूसरा प्रकार ऋण **कीमत-लागत अंतर विकल्प** (credit spread option) है, जिसमें किसी ऋणपत्र पर विस्तीर्ण ऋण (प्राप्ति) ही अंतर्निहित होता है। किसी ऋणपत्र पर कीमत-लागत अंतर ऋण (प्राप्ति) उस ऋणपत्र के लाभ और बाकीदारी-मुक्त ऋणपत्र, यथा सरकारी ऋणपत्र, पर लाभ के बीच का अंतर होता है।

सरकारी ऋणपत्र का लाभ बाकीदारी-मुक्त ऋणपत्र पर लाभ के लिए न्यूनतम मानदंड होता है। चूँकि व्युत्पन्न को अंतर्निहित के रूप में किसी ऋण कीमत-लागत अंतर (credit spread) की आवश्यकता होती है, ऐसे अनुबंध केवल बाजार में लेन-देन किए गए उस ऋणपत्र के साथ ही किए जा सकते हैं जिसमें कोई उद्धृत मूल्य हो।

ऋण सुरक्षा क्रेता क्रेडिट सुरक्षा विक्रेता को विकल्प अधिदेय का भुगतान करता है और विकल्प के प्रतिकर की गणना के लिए स्ट्राइक कीमत-लागत अंतर (strike spread) के प्रति सहमत होता है।

ऋण-संबंधी स्वीकृति (credit-linked note) एक अन्य प्रकार का ऋण व्युत्पन्न है जिसमें ऋण सुरक्षा क्रेता किसी ऐसे ऋणपत्र या ऋण का धारक होता है जो बाकीदारी जोखिम के अधीन होता है तथा एक ऐसी ऋण-संबंधी स्वीकृति (CLN) जारी करता है जो अपनी सुरक्षा के रूप में कार्य करती है।

यदि उसका ऋणपत्र या ऋण कोई चूक करता है तो ऋण-संबंधी स्वीकृति पर मूलधन का प्रतिकर तदनुसार कम हो जाता है। इस प्रकार ऋण-संबंधी स्वीकृति का क्रेता ऋण या ऋणपत्र के ऋण जोखिम का कार्यसाधक रूप में बीमा कर देता है।

सभी प्रकार के ऋण व्युत्पन्नों में सबसे लोकप्रिय और सफल **ऋण बकाया निक्षेप-विनिमय** (credit default swap) है। इस निक्षेप-विनिमय (CDS) में ऋण सुरक्षा क्रेता उस तीसरे पक्ष के प्रति ऋण सुरक्षा चाहता है जिसके लिए वह ऋण सुरक्षा विक्रेता को नियमित रूप से निर्धारित चुनौतियों की कोई शृंखला तय करता है।

ऋण सुरक्षा विक्रेता तब तक कोई भुगतान नहीं करता है जब तक कि दिवालियापन की घोषणा, किसी निर्धारित भुगतान को करने में विफलता अथवा किसी अनैच्छिक नवीनीकरण जैसी कोई ऋण-संबंधी वारदात (credit event) नहीं हो जाती।

इस अनुबंध (CDS) को अपनी ऋण-संबंधी वारदात, ऋण-संबंधी वारदात घोषित करने के लिए उद्योग प्रक्रिया, भुगतान का आधार आदि परिभाषित करने होते हैं। ऋण सुरक्षा विक्रेता को निर्धारित भुगतान किसी तीसरे पक्ष की बाकीदारी के परिणामस्वरूप होने वाली ऋण हानि की क्षतिपूर्ति कहलाता है।

14.5 आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियाँ और संकर लेखपत्र

आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियाँ (asset-backed securities) चुकौतियों को वित्तांश (tranches) नामक टुकड़ों में विभाजित करके भुगतान प्रवाह में बदलाव ला देती हैं, जहाँ दावों की वरीयता वित्तांशों के बीच भिन्न-भिन्न होती है। इन वित्तांशों के अंतर्गत उक्त प्रतिभूतियों (ABS) में कुछ ऐसे निवेशकों के दावे भी होंगे जो अन्य निवेशकों का स्थान ले लेंगे। इसका पूर्व-भुगतान अथवा बाकीदारी होने की स्थिति में वित्तांशों पर सार्थक प्रभाव पड़ता है।

रेहन या बंधक (mortgages) मुख्यतः पूर्व-भुगतान से ही प्रभावित होते हैं। जब बंधकों की निवेश सूची को आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियों में शामिल किया जाता है तो लेखपत्र को **संपार्श्विक बंधक दायित्व** (collateralized mortgage obligation) के रूप में इंगित किया जाता है।

उदाहरण के लिए, ऐसा तब होता है जब गृह ऋण के मामले में पूर्व-भुगतान किया जाता है क्योंकि गृहस्वामी कम दरों पर पुनर्वितीयन के कारण अपने बंधकों का भुगतान पहले ही कर देते हैं।

इस प्रकार का पूर्व-भुगतान बंधक धारकों को भारी हानि पहुँचाता है। उन्होंने आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियों में निवेश इसलिए किया था कि उन्हें निरंतर लाभ प्राप्त होता रहे, किंतु अब वह संभावना पूर्व-भुगतान के कारण समाप्त हो जाती है।

संपार्श्विक बंधक दायित्व (CMO) के दावों को A, B और C नामक तीन वित्तांशों या वर्गों में विभाजित किया जाता है। पूर्व-भुगतान की पहली लहर वर्ग C द्वारा तब तक वहन की जाती है जब तक कि वित्तांश धारक को अपने पूर्ण मूल निवेश का पूरी तरह से भुगतान न कर दिया जाए।

इस पूर्व-भुगतान को समाहित कर लिए जाने के बाद वर्ग B वित्तांश धारक अगले पूर्व-भुगतान तब तक सहन करते हैं जब तक कि उन्हें पूरी तरह से चुका नहीं दिया जाता। फिर वर्ग A वित्तांश धारक पूर्व-भुगतान की अगली लहर वहन करते हैं। इस प्रकार, विभिन्न वित्तांश धारकों द्वारा वहन किए जाने वाले जोखिम भिन्न-भिन्न होते हैं और वित्तांश धारकों द्वारा भिन्न-भिन्न प्रतिफल प्राप्त किए जाते हैं।

दूसरे शब्दों में, संपार्श्विक बंधक दायित्व वित्तांशों के अपेक्षित प्रतिफल भिन्न-भिन्न होते हैं और उनके द्वारा ग्रहण किए गए वित्तांश के आधार पर उन्हें हानि उठाने के लिए क्षतिपूर्ति दी जाती है।

ऋण जोखिम से निपटने के लिए अभिकल्पित आस्ति-समर्थित प्रतिभूतियों को **संपार्श्विक ऋणपत्र दायित्व** (collateralized bond obligations) या **संपार्श्विक परिदाय दायित्व** (collateralized loan obligations) या **संपार्श्विक ऋण दायित्व** (collateralized debt obligation) कहा जाता है।

संपार्श्विक ऋण दायित्व (CDO) तीन चरणों में संरचित है, यथा प्रवर वित्तांश, मध्यम वित्तांश और अवर वित्तांश या इक्विटी वित्तांश। बाकीदारी के मामले में जोखिम उठाने वाले सर्वप्रथम अवर या इक्विटी वित्तांश (junior or equity tranches) होते हैं। इसके बाद

मध्यम वित्तांश (mezzanine tranches) और अंत में प्रवर वित्तांश (senior tranches) आते हैं।

प्रत्येक वित्तांश का कथित ऋण जोखिम वित्तांशों के अपेक्षित प्रतिलाभ को तय करता है, जो कि वित्तांशों की ऋण गुणवत्ता के आधार पर भी भिन्न-भिन्न होता है। प्रवर वित्तांशों में उच्चतम ऋण गुणवत्ता और अवर वित्तांशों में सबसे कम निम्नतम ऋण गुणवत्ता होती है।

तदनुसार, अवर वित्तांशों की तुलना में प्रवर वित्तांशों में सबसे कम अपेक्षित लाभ होता है, जो कि उच्चतम अपेक्षित लाभ प्राप्त करते हैं।

संकर लेखपत्र (hybrid instruments) ऐसे निमित्त हैं जो व्युत्पन्नो, नियत-आय प्रतिभूतियों, मुद्राओं, इक्विटीज और जिंसों को संयुक्त कर देते हैं।

उदाहरण के लिए, विकल्पों को ऋणपत्रों के साथ जोड़कर प्रतिदेय बंधपत्र (callable bonds) अथवा संपरिवर्तनीय बंधपत्र (convertible bonds) बनाने के लिए अभिकल्पित किया जा सकता है।

निक्षेप-विनिमय और विकल्पों को संयुक्त रूप से निक्षेप-विनिमय संदाय बनाने के लिए जोड़ा जा सकता है, जिनकी ऊपरी और निचली सीमाएँ निर्धारित होती हैं।

इसी प्रकार, विकल्प और वायदा अनुबंधों को वायदा अनुबंधों पर विकल्प प्राप्त करने के लिए जोड़ा जा सकता है। विकल्पों और निक्षेप-विनिमय का एक अन्य संयोजन स्वैप्शन (swaption) नामक निक्षेप-विनिमय विकल्प तैयार कर सकता है।

14.6 व्युत्पन्नो में अंतर्निहित लेखपत्र

कुछ अन्य ऐसे अंतर्निहित भी प्रचलन में हैं जिनके आधार पर व्युत्पन्न अनुबंध तैयार किए जा सकते हैं। ये अंतर्निहित लेखपत्र निम्नवत् हैं -

14.6.1 इक्विटी

व्युत्पन्न अनुबंध हेतु अंतर्निहित प्रतिभूति के रूप में प्रयोग किए जाने वाले लेखपत्रों में इक्विटी (equities) बहुत लोकप्रिय लेखपत्र हैं। व्यक्तिगत शेयर (stocks) और शेयर सूचकांक (stock indexes) इक्विटी के ऐसे ही प्रकार हैं जिन पर व्युत्पन्न अभिकल्प किए जाते हैं।

अग्रिम अनुबंध, वायदा अनुबंध और निक्षेप-विनिमय व्यक्तिगत शेयरों का व्यापक रूप से प्रयोग नहीं करते हैं, जबकि विकल्प मुख्य रूप से व्युत्पन्न लेखपत्र अभिकल्प करने के लिए व्यक्तिगत शेयरों का ही उपयोग करते हैं। सूचकांक निक्षेप-विनिमय या इक्विटी निक्षेप-विनिमय भी लोकप्रिय हैं क्योंकि निवेशकों को प्रतिलाभ का भुगतान शेयर सूचकांक या किसी नियत दर के आधार पर ही किया जाता है, जबकि निवेशकों को किसी अन्य सूचकांक पर लाभ का भुगतान करने की अनुमति होती है।

14.6.2 नियत-आय लेखपत्र

वित्तीयन में विभिन्न ऋण गुणवत्ता, लाभांश दर, परिवर्ती अवधियों आदि वाले ऋणपत्र के अनेक जारीकर्ता होते हैं, जो कि नियत-आय प्रतिभूतियों से व्युत्पन्न बनाना कठिन बना देता है। इन बाधाओं के बावजूद बड़ी संख्या में ऋणपत्रों पर विकल्प, अग्रिम अनुबंध,

वायदा अनुबंध और निक्षेप-विनिमय तैयार किए जाते हैं तथा व्यापक रूप से प्रयोग किए जाते हैं।

एक जारीकर्ता ऋणपत्रों के एकाधिक निर्गम बनाता है, जिससे निष्पादन का पता लगाना कठिन हो जाता है। इस समस्या को हल करने के लिए एक ही वायदा अनुबंध पर अनेक निर्गम वितरित होने देना बेहतर होता है। किसी व्युत्पन्न अनुबंध का अंतर्निहित कोई ब्याज दर हो सकती है। ब्याज दर का प्रयोग किसी परिसंपत्ति की बजाय एक व्युत्पन्न के रूप में किया जा सकता है। ब्याज-दर व्युत्पन्न (interest-rate derivatives) सबसे व्यापक रूप से प्रयोग किए जाने वाले व्युत्पन्न हैं।

14.6.3 मुद्राएँ

मुद्रा व्युत्पन्न बाजार बहुत बड़ा है क्योंकि वैश्विक वित्तीय बाजारों में सभी सहभागी मुद्रा जोखिम को कम करना चाहते हैं। तदनुसार, मुद्रा जोखिम से बचाव करने के लिए विकल्प, अग्रिम अनुबंध, वायदा अनुबंध और निक्षेप-विनिमय का व्यापक रूप से उपयोग किया जाता है। एक मुद्रा (currency) को किसी अन्य अंतर्निहित के साथ जोड़ने से मुद्रा व्युत्पन्न जटिल बन सकते हैं। उदाहरण के लिए, मुद्रा निक्षेप-विनिमय में जोखिम के दो स्रोत होते हैं – ब्याज-दर जोखिम और मुद्रा जोखिम।

14.6.4 जिंस

खाद्य, तेल व धातुओं जैसे संसाधनों पर आधारित जिंस व्युत्पन्नो (commodity derivatives) का व्यापक प्रयोग जिंस मूल्य उतार-चढ़ाव से संबंधित जोखिम के अनुमानन और प्रबंधन में किया जाता है। सर्वाधिक प्रयोग किए जाने वाले जिंस व्युत्पन्न वायदा अनुबंध हैं, किंतु अग्रिम अनुबंध, निक्षेप-विनिमय और विकल्पों का भी प्रयोग किया जाता है।

जिंस अर्थात् पण्य वस्तुएँ एक महत्वपूर्ण परिसंपत्ति वर्ग बनती जा रही हैं, जिन्हें निवेश सूचियों को विविधीकरण का लाभ प्रदान करने की अपनी क्षमता के कारण निवेश रणनीतियों में शामिल किया ही जाना चाहिए।

14.6.5 ऋण

ऋण बाकीदारी निक्षेप-विनिमय (CDS) और संपार्श्विक ऋण दायित्व (CDO) ऐसे लेखपत्र हैं जो एक अंतर्निहित के रूप में ऋण पर आधारित होते हैं। नियत-आय प्रतिभूतियों की भाँति ऋण व्युत्पन्न भी एकाधिक इकाइयों पर बनाए जाते हैं।

संपार्श्विक ऋण दायित्व के बढ़ते प्रयोग को देखते हुए इनके सूचकांक (CDO indexes) बनाए गए हैं और इन सूचकांकों पर आधारित लेखपत्रों का व्यापक रूप से लेन-देन किया जाता है।

14.6.6 अन्य व्युत्पन्न

अनेक असामान्य अंतर्निहित परिसंपत्तियों में एक ऋतु या मौसम को माना जाता रहा है। उदाहरण के लिए, किसानों को पर्याप्त वर्षा की आवश्यकता होती है, न कि अत्यधिक वर्षा की। अब अन्य असामान्य अंतर्निहित परिसंपत्तियों के लिए भी व्युत्पन्न उपलब्ध हैं, जिनमें प्रतिफल हिमपात, वर्षा और तापमान के रूप में मापा जाता है।

मूल्य निर्धारण में जटिलता के कारण ये व्युत्पन्न अधिक लोकप्रिय नहीं हैं। बीमा दावों के रूप में बिजली, आपदाओं आदि पर व्युत्पन्न ऐसे अन्य अंतर्निहित हैं जिन पर लेखपत्रों को अभिकल्प किया जा सकता है।

14.7 व्युत्पन्नो के लाभ

उस समय जब व्यापारियों ने अनाज की कीमतों में उतार-चढ़ाव की अटकलें लगाते हुए अनुबंधों का लेन-देन करना शुरू कर दिया, वित्तीय बाजारों का विकास हुआ। व्यापक वित्तीय हानि से बचाव हेतु वायदा (hedging) और सट्टा ब्याज के परिणामस्वरूप बाजार में वृद्धि हुई, तथा कई वर्षों बाद बाजार को विकसित करने और उसके कामकाज में सुधार के लिए उसमें समाशोधन गृह एवं निष्पादन गारंटी का समावेश किया गया। ऐसे अनेक कारण हैं जिनकी वजह से व्युत्पन्न बाजार अर्थ जगत में एक महत्वपूर्ण और सार्थक उद्देश्य की पूर्ति करते हैं।

14.7.1 जोखिम प्रबंधन

व्युत्पन्न बाजारों के आगमन से जोखिम प्रबंधन आसान हो गया है। अब दो पक्ष अंतर्निहित में जोखिम के वास्तविक स्तर को जोखिम के वांछित स्तर पर तय करके ही लेन-देन में संलग्न होते हैं। ये व्युत्पन्न बाजार में लेखपत्र के लेन-देन को शामिल किए बिना ही जोखिम का लेन-देन कर लेने देते हैं।

दूसरे, व्युत्पन्न जोखिम लेने के लिए तैयार पक्षों को जोखिम को हस्तांतरित करने का एक प्रभावी तरीका प्रदान करते हैं। इस प्रकार, बाजारों के भीतर जोखिम आवंटन में सुधार हुआ है और बाजार की कुशलता में वृद्धि हुई है। व्युत्पन्न का समग्र उद्देश्य कंपनी इकाइयों और संपूर्ण अर्थव्यवस्था के भीतर प्रभावी जोखिम प्रबंधन को अपनाना है।

14.7.2 मूल्य अन्वेषण

भविष्य के विषय में किसी जानकारी के प्रकटीकरण हेतु मूल्य का अन्वेषण बहुत आवश्यक होता है।

इस कारण से वायदा कीमतें स्वभावतः भविष्यसूचक ही होती हैं और भावी हाजिर कीमतों के पूर्वानुमान में संभवतः सही न हों।

वैसे वे हाजिर कीमतों की तुलना में बस थोड़ी अधिक जानकारी प्रदान करती हैं, मगर कुशलता से।

वायदा अनुबंध, अग्रिम अनुबंध और निक्षेप-विनिमय जैसे व्युत्पन्न की कीमतें दोनों पक्षों को वह कीमत प्रकट करने में मदद करती हैं जो कोई परिसंपत्ति धारक ले सकता है और जोखिम से बच सकता है।

यह आपको लेन-देन रणनीतियाँ तैयार कर लेने देता है, जो कि अंतर्निहित का प्रयोग करके नहीं किया जा सकता है।

14.7.3 परिचालन लाभ

व्युत्पन्नो में अंतर्निहित की तुलना में कम लेन-देन लागत होती है। व्युत्पन्न बाजार अंतर्निहित हाजिर बाजार की तुलना में अधिक तरलता प्रदान करते हैं। परिणामतः व्युत्पन्न

का लेन-देन करने के लिए कम मात्रा में पूँजी की आवश्यकता होती है। इसमें वायदा अनुबंध लाभ अपेक्षाएँ और विकल्प अधिदेय अंतर्निहित की लागत की तुलना में काफी कम होते हैं।

विनिमय बाजार में किसी निवेशक द्वारा उधार ली गई परिसंपत्ति या वित्तीय लेखपत्र की कीमत में गिरावट से लाभ उठाने के लिए प्रयोग किया जाने वाला कोई भी लेन-देन (going short) बेहद आसान होता है। तथापि, अनेक पण्य वस्तुओं के लिए उक्त प्रकार का लेन-देन (short selling) लगभग असंभव होता है।

14.7.4 प्रभावी बाजार

बाजार की कार्य-कुशलता तब देखी जाती है जब एक भी निवेशक अन्ततोगत्वा लिए गए जोखिम से अधिक प्रतिलाभ अर्जित न कर पाता हो। इसके अलावा, अधिकांश मुक्त और प्रतिस्पर्धी वित्तीय बाजारों को यथोचित रूप से कुशल माना जाता हो। व्युत्पन्न प्रतिस्पर्धा, सूचना के अपेक्षाकृत मुक्त प्रवाह और लेन-देन में आसानी के माध्यम से बाजारों को प्रभावी बना सकते हैं। ये अभिलक्षण कीमतों को उनके मौलिक मूल्यों पर वापस लाने वाले होते हैं।

14.8 व्युत्पन्नो की समालोचना

व्युत्पन्नो के विरुद्ध दो तर्क प्रमुखता से दिए जाते हैं – एक, उन्होंने असल में वैध द्यूतक्रीड़ा की अनुमति दे दी है और दूसरे, वे वित्तीय प्रणाली को अस्थिर करते हैं।

14.8.1 सट्टेबाजी और द्यूतक्रीड़ा

हमने देखा है कि व्युत्पन्न का प्रयोग प्रायः जोखिम प्रबंधन के लिए किया जाता है। दूसरे शब्दों में, उनमें हेजिंग (hedging) अथवा जोखिम को कम करना शामिल होता है। हम जानते हैं कि बाजार में सटोरिए या सट्टेबाज (speculators) ही वहाँ उक्त हेजिंग गतिविधियों का संचालन करते हैं। सटोरियों के लिए व्युत्पन्न बाजार बहुत आकर्षक होते हैं। बाजार में सहभागी बड़ी संख्या में सटोरियों, हेजर्स (hedgers) के लिए जोखिम हटाना सस्ता पड़ेगा।

दुर्भाग्यवश सटोरियों की छवि अच्छी नहीं है क्योंकि उन्हें ऐसे अल्पकालिक व्यापारियों के रूप में लिया जाता है जो अस्थायी अक्षमताओं का लाभ उठाते हैं और दीर्घकालिक मौलिक मूल्यों के विषय में बहुत कम ध्यान देते हैं। सटोरियों को कीमतों में हेर-फेर करने और बहुत ऊँची कीमतों पर लेन-देन करने वालों के रूप में भी जाना जाता है।

इस प्रकार के लेन-देन को द्यूतक्रीड़ा का ही एक रूप माना जाता है। व्युत्पन्नो के विरुद्ध तर्क यह है कि वे वैध द्यूतक्रीड़ा का रूप होते हैं, परंतु यह तर्क पूरी तरह से निराधार है।

14.8.2 अस्थिर बाजार

सट्टा (speculation) और द्यूतक्रीड़ा (gambling) को महत्व देकर बाजार को अस्थिर करने के प्रति व्युत्पन्नो को हतोत्साहित किया गया है। इस दावे के पीछे विरोधियों द्वारा दिए गए कारण कम लागत, कम पूँजी आवश्यकता, 'गोइंग शॉर्ट' (going short) लेन-देन में आसानी जैसे व्युत्पन्नो के लाभ हैं।

इन लाभों के फलस्वरूप बहुत अधिक मात्रा में सट्टा व्यापार होता है, जो कि बाजार में अस्थिरता लाता है। व्युत्पन्नों का दुरुपयोग बाजार सहभागियों और बाजारों की कार्य-कुशलता के प्रति बहुत खतरनाक हो सकता है। कई व्युत्पन्न बेहद जटिल होते हैं और आपसे गणित में विशेषज्ञता की अपेक्षा रखते हैं।

अपनी प्रगति की जाँच कीजिए 2

नोट: i) अपने उत्तरों के लिए नीचे दिए गए स्थान का प्रयोग करें।

ii) इकाई के अंत में दिए गए उत्तरों से अपनी प्रगति की जाँच करें।

1) वे विभिन्न प्रकार के अंतर्निहित कौन-से हैं जिनका व्युत्पन्न बाजार में लेन-देन किया जा सकता है? संक्षेप में व्याख्या करें।

.....

.....

.....

2) वित्तीय बाजार में व्युत्पन्न की प्रासंगिकता का आलोचनात्मक मूल्यांकन करें।

.....

.....

.....

3) वित्तीय बाजार में विभिन्न प्रकार के आकस्मिक दावों और बाजार की कार्य-कुशलता पर उनके प्रभाव का वर्णन करें।

.....

.....

.....

14.9 सारांश

इस इकाई ने आकस्मिक दावों और उनके स्वरूपों पर विस्तृत जानकारी प्रस्तुत की। निक्षेप-विनिमय अनुबंध एक असूचीबद्ध (OTC) व्युत्पन्न अनुबंध है, जिसमें दो पक्ष अंतर्निहित परिसंपत्ति या दर द्वारा निर्धारित नकदी प्रवाह की किसी शृंखला का आदान-प्रदान करते हैं।

एक पक्ष नकदी प्रवाह की किसी परिवर्ती शृंखला का भुगतान करता है और दूसरा पक्ष अनुबंध की शर्तों के अनुसार किसी परिवर्ती अथवा नियत शृंखला का भुगतान करता है। यह परिवर्ती शृंखला दोनों पक्षों द्वारा सहमति प्राप्त किसी भिन्न अंतर्निहित परिसंपत्ति अथवा मानक दर द्वारा निर्धारित की जाती है।

दूसरी ओर, विकल्प अनुबंध एक ऐसा व्युत्पन्न अनुबंध होता है जिसमें एक पक्ष, क्रेता, दूसरे पक्ष, विक्रेता या अनुदाता, को अनुबंध की समाप्ति पर अनुदाता से अंतर्निहित खरीदने के अधिकार के लिए किसी विकल्प अधिदेय का भुगतान करता है।

किसी नियत समय-सीमा पर अथवा समाप्ति तिथि से पूर्व किसी भी समय एक नियत मूल्य पर किसी अंतर्निहित परिसंपत्ति को खरीदने या बेचने का अधिकार इस बात पर निर्भर करता है कि अनुबंध अमेरिकी शैली का विकल्प है या फिर यूरोपीय शैली का विकल्प।

विकल्पों को दो प्रमुख श्रेणियों में विभाजित किया गया है, क्रय विकल्प और विक्रय विकल्प। इनमें क्रय विकल्प अंतर्निहित खरीदने का अधिकार प्रदान करता है और विक्रय विकल्प अंतर्निहित को बेचने का अधिकार प्रदान करता है तथा क्रेता धारक (long) और विक्रेता पूर्व-धारक (short) कहलाता है।

व्युत्पन्नो का एक अन्य वर्ग जो ऋण जोखिम की बचाव-व्यवस्था करने के लिए बहुत लोकप्रिय है, ऋण व्युत्पन्न कहलाता है। ये व्युत्पन्न दो पक्षों – ऋण प्रतिभूति क्रेता और ऋण प्रतिभूति विक्रेता – के बीच एक अनुबंध करता है, जिसमें ऋण प्रतिभूति विक्रेता ऋण प्रतिभूति क्रेता को किसी विशिष्ट ऋण हानि की घटना के प्रति सुरक्षा प्रदान करता है।

लोकप्रिय लेखपत्रों में एक अन्य लेखपत्रों ऋण बाकीदारी निक्षेप-विनिमय है। यह ऋण व्युत्पन्नो का सबसे व्यापक रूप से प्रयोग किया जाने वाला रूप है। इस प्रकार का निक्षेप-विनिमय समझौता दो पक्षों के बीच एक व्युत्पन्न अनुबंध होता है, जिसमें किसी तीसरे पक्ष की बाकीदारी के परिणामस्वरूप ऋण हानि की भरपाई करने का वायदा होता है।

ऋण व्युत्पन्नो के समान ही एक ऋण प्रतिभूति क्रेता और एक ऋण प्रतिभूति विक्रेता इस समझौते में प्रवेश करते हैं, जिसमें क्रेता विक्रेता के लिए भुगतान की एक शृंखला बना देता है और ऋण हानि की प्रतिपूर्ति का वायदा प्राप्त कर लेता है, जो कि किसी अन्य पक्ष की बाकीदारी रूप से हो सकती है।

निवेश सूची में विविधता लाने और ऋण प्रतिभूतियों के धारकों के बीच दावों को वितरित करने के लिए अब उद्यमों के ऋण को एक आस्ति-समर्थित प्रतिभूति में बदल दिया गया है।

आस्ति-समर्थित प्रतिभूति एक व्युत्पन्न अनुबंध होती है, जिसमें एक लेखपत्र बनाने के लिए बड़ी संख्या में अनेक ऋण लेखपत्र एकत्र किए जाते हैं। इसके अलावा, इनके दावे वित्तांशों के रूप में जारी किए जाते हैं, जो कि ऋण प्रतिभूतियों द्वारा की गई चुकौतियों पर दावों के विभिन्न अधिमानों को दर्शाते हैं। पूर्व-भुगतान या ऋण हानियों से जोखिम पहले अवर वित्तांशों को आवंटित किए जाते हैं और फिर अंत में पदानुक्रमानुसार सबसे प्रवर वित्तांशों तक ले जाते हैं।

व्युत्पन्नो के पक्ष में अनेक तर्क दिए गए हैं तो उनके विरुद्ध भी तर्क कम नहीं हैं। इस आलोचना के बावजूद वित्तीय बाजार में व्युत्पन्नो के योगदान को अनदेखा नहीं किया जा सकता है।

वित्तीय बाजार में एक अन्य महत्वपूर्ण गतिविधि अंतरपणन की होती है। यह एक ऐसी स्थिति है जिसमें विभिन्न बाजारों में अलग-अलग कीमतों पर बिकने वाली परिसंपत्तियों और व्युत्पन्नों के संयोजन को कम कीमत पर खरीदने और उच्च कीमत पर बेचने का अवसर दिया जाता है।

अंतरपणनकर्ता बिना कोई पूँजी निवेश किए जोखिम-मुक्त लाभ अर्जित करते हैं। बड़ी संख्या में अंतरपणनकर्ताओं की भागीदारी प्रतिभूतियों के बाजार कीमतों का अभिसरण करती है।

14.7 बोध प्रश्नों के उत्तर/संकेत

बोध प्रश्न 1

- 1) ~~पाठ्यांश 8.2 देखें और उत्तर दें।~~
- 2) ~~पाठ्यांश 8.2 देखें और उत्तर दें।~~

बोध प्रश्न 2

- 1) ~~पाठ्यांश 8.2.2 व 8.3.2 देखें और उत्तर दें।~~
- 2) ~~पाठ्यांश 8.3 देखें और उत्तर दें।~~

बोध प्रश्न 3

- 1) ~~पाठ्यांश 8.5.1 देखें और उत्तर दें।~~
- 2) ~~पाठ्यांश 8.5.4 देखें और उत्तर दें।~~
- 3) ~~पाठ्यांश 8.5 देखें और उत्तर दें।~~

ignou
THE PEOPLE'S
UNIVERSITY

वायदा, विकल्प व
अन्य व्युत्पन्नो का
मूल्य निर्धारण



ignou
THE PEOPLE'S
UNIVERSITY