

---

## 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 एक्सचेंजो तथा सीधे पटल पर लेनदेन से परिचित हैं। एक्सचेंज व्यापार के बम्बई स्टॉक एक्सचेंज तथा नेशनल स्टॉक एक्सचेंज की सुगठित संरचनाएं हैं जो अपने व्यापारियो के संजाल के माध्यम से क्रेताओ और विक्रेताओ के बीच लेन देन की सुविधाएं प्रदान करती हैं। इन एक्सचेंज आधारित शेयर बाजारो के औपचारिक नियम हैं 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 हैं। कई संगठित प्रतिभूति एक्सचेंज तो अब इलैक्ट्रॉनिक तंत्र बन गई हैं जहां कोई भी व्यक्ति कहीं भी रहते हुए ऑनलाइन लेन देन कर सकता है। व्युत्पन्नो का व्यापार औपचारिक एक्सचेंजो तथा सीधे पटल पर दोनों व्यवस्थाओ में होता है। आगामी भागो में हम इन दो प्रकार के एक्सचेंज बाजारो के बीच और भेदो पर भी चर्चा करेगे।

#### 13.3.1 एक्सचेंज विनियमित व्युत्पन्न बाजार

एक्सचेंज में खरीदे-बेचे गए व्युत्पन्न मानकीकृत होते हैं – अर्थात उनकी सभी शर्तो आदि को एक्सचेंज 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 हैं – यह दिन एक्सचेंज द्वारा निर्धारित किया होता है। यदि दो पक्ष किसी और दिन पर अनुबंध को पूरा करना चाहें तो वह उस व्युत्पन्न में उस एक्सचेंज 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 एक्सचेंज ने विशेष रूप से ऐसे व्युत्पन्न के व्यापार की अनुमति दी हो। इनके साथ ही एक्सचेंज 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 एक्सचेंज केवल रूपये 100,000/- के व्युत्पन्न के व्यापार की अनुमति देती हो तो यह लेन देन उस एक्सचेंज 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 हैं कि एक विशेष व्युत्पन्न किन दिनों पर समापन पा जाएगा तथा उनके किस आकार के गुच्छो के लेन देन किए जा सकते हैं। अतः ठीक से नियत एक्सचेंज बाजारों में व्युत्पन्न के लेन देन की उन एक्सचेंजो द्वारा गारंटी हो जाती है। एक्सचेंज विनियमित व्युत्पन्न बाजारो के मुख्य चालक तो उन एक्सचेंजो के सदस्या धारक होते हैं। ये व्यापारी या बाजार निर्माता तथा सट्टेबाज कम कीमत पर खरीदकर उच्च कीमत पर बेचते हैं। हम जानते हैं कि एक्सचेंज विनियमित बाजार मानकीकृत होते हैं 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 हैं। जहां ये व्यापार नहीं हो पाता वहां सट्टेबाज फंसे रह जाते हैं और उन्हें शीघ्र ही कोई ग्राहक तलाश करना पड़ता है ताकि वे जोखिम से पीछा छुड़ा सकें। यद्यपि सट्टेबाज जोखिम उठाने को तैयार रहते हैं 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 पूर्वोपाय 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  $F_0(T)$  की मत 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 वायदा 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 आधारीक परिसंपदा के निष्पादन पर निर्भर रहता है। यह आधारीक 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 आधारीकों के निष्पादन को प्रभावित कर सकते हैं। व्युत्पन्न की आधारीक परिसंपदाएं शेयर, स्थिर आय प्रतिभूतियां, ब्याज दरें, मुद्राएं, वस्तुएं तथा मौसम, विद्युत और आपदा दावों जैसी अनेक परिसंपदाएं हो सकती है। 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 आधारीक को खरीद लेगा। साथ विक्रेता की प्रावस्था ह्रस्व है, वह आधारीक 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 व्युत्पन्न को मिलाकर अन्य आधारीक सहित नए मिश्रित व्युत्पन्न की रचना भी की जा सकती है। व्युत्पन्न 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।