

1 بانڈ منڈی کی تشکیل میں حکومت کا کردار

1.1 تعارف

مالی وساطت کی بخوبی انجام دہی کے لیے ایک مستحکم اور متنوع مالی شعبہ جس اہمیت کا حامل ہے وہ ظاہر و باہر ہے تاہم پاکستان اور دوسری ایشیائی معیشتوں میں یہ عمومی رجحان دیکھا گیا ہے کہ معیشت کی مالکاری ضروریات کی تکمیل کے لیے بینکاری نظام پر حد سے زیادہ انحصار کیا جاتا ہے اور سرمایہ منڈیاں متبادل سست رفتاری سے ترقی پاتی ہیں۔

ایشیا میں غیر متوازن مالی شعبے کے سنگین مضمرات کی ایک نمایاں مثال مشرقی ایشیا کا بحران ہے جہاں بینکوں کو بیرونی مالکاری کا اہم ترین فراہم کنندہ سمجھا جاتا تھا۔ بحران کے بعد واقعات پر غور و خوض کیا گیا تو یہ آگاہی پیدا ہوئی کہ قرضہ منڈیاں خصوصاً بانڈ منڈیاں مالکاری کے متبادل وسیلے کے طور پر اہم کردار ادا کر سکتی ہیں۔ مزید برآں مالی بازاروں کا مسلسل باہم مربوط ہونا اور ان میں گہرائی پیدا ہونا پالیسی سازوں کے لیے اہم مسئلہ ہے خصوصاً مرکزی بینکوں کے لیے جو زری پالیسی کی تشکیل و عملدرآمد کے ذمہ دار ہوتے ہیں کیونکہ معیشت کو زری اشاروں کی ہموار تر سیل کو یقینی بنانے میں مربوط و مؤثر مالی منڈیاں اہم ہیں۔

واضح رہے کہ قرضہ منڈی کی تشکیل و ترقی میں حکومت کا کردار تکمیلی نوعیت کا ہوتا ہے۔¹ مختلف میعادوں کے ریاستی بانڈ کے اجرا کنندہ کی حیثیت سے حکومت نجی شعبے کے قرضہ آلات کے تعین قیمت کا عملاً نشانہ تشکیل دیتی ہے (بکس 1.1)۔ ایسا کر کے وہ مالی نظام کی تشکیل میں عمل انگیزی کرتی ہے۔

جدول 1.1: ایشیائی ممالک میں سرمایہ منڈیاں								
فیصد فی ڈی پی								
ملکی کرنسی بانڈ منڈی کا حجم (واجب الادا)				ایکویٹی منڈی کی سرمایہ				
2009ء	2007ء	2004ء	1997ء	2009ء	2007ء	2004ء	1997ء	
52	46	32	12.9	66.2	126.5	23.2	11.2	چین
17	20	25	2.1	35.8	48.7	29.5	36.4	انڈونیشیا
111	99	82	45	89.6	105.9	51.9	14.5	کوریہ
94	85	78	56.9	143.7	167.1	147.8	93	ملائیشیا
21	23	30	5.4	18.0	41.6	17.3	16.8	پاکستان*
38	36	42	30.5	51.2	63.2	32.9	51.4	فلپائن
65	55	40	7.1	64.1	84.1	67.1	15.1	تھائی لینڈ
68	47	47	26.4	1097.1	1281.2	505.2	238	ہانگ کانگ
80	66	70	24.8	243.9	278.4	185.4	111.5	سنگاپور
ماخذ: بلومبرگ، ایس ڈی پی، ایشیائی بانڈ زان لائن اور اسٹیٹ بینک کے حسابات								
* اس میں حکومتی بانڈز شامل ہیں (مالی سال کی بنیاد پر)								

علاقائی تناظر سے دیکھا جائے تو ترقی یافتہ ملکوں کی مالی منڈیوں کی نسبت ایشیا کے مختلف ملکوں کی منڈیوں میں ارتباط نہیں۔ ایشیائی بازار سرمایہ جدا جدا ملکی اکائیوں کا مجموعہ ہے جہاں کسی قدر جدید معیشتیں زیادہ ترقی یافتہ معیشتوں سے مربوط ہونے لگی ہیں۔ ایشیائی ملکوں کے مالی شعبے کو تحریک دینے والے اہم ترین عناصر بینکوں کی امانتیں اور سرکاری قرضہ تمسکات ہیں۔ بحیثیت مجموعی بازار سرمایہ میں ایکویٹی منڈیاں زیادہ نمایاں طور پر نمودار ہوئی ہیں جو جدول 1.1 سے ظاہر ہے۔

پاکستان کی طرح اکثر ایشیائی ملکوں میں بانڈ منڈی، بالخصوص تشکیل کے ابتدائی مرحلے میں، سرکاری بانڈز کی بالادستی ہے (جدول 1.2)۔ بانڈ منڈی کی تشکیل کے لپچر² سے ابھرتی ہوئی معیشتوں کے مخصوص ارتقائی عمل کی کئی وجوہات پیش چلتی ہیں۔ کئی عمومی رجحانات دیکھے گئے جن سے ظاہر ہوتا ہے کہ ان ملکوں میں افراد سیال قلیل مدتی امانتوں کو زیادہ ترجیح دیتے ہیں، ادارہ جاتی سرمایہ کار خال خال ہیں، بہت کم کمپنیاں اتنی بڑی اور معروف ہیں کہ بانڈ جاری کر سکیں اور ضروری معلوماتی، قانونی اور عدالتی انفراسٹرکچر موجود نہیں۔

¹ نیپل (2004ء)

² شرانی (2001ء) اور یوٹی ٹومی اور شرانی (2001ء)

بکس 1.1: سنگاپور میں بائڈ منڈی کی ترقی - حکومت کا کردار

1997ء کے ایبیشیائی بحران سے یہ حقیقت اجاگر ہوئی کہ معاشی نمو استحکام کے لیے گہرے اور مؤثر بازار سرمایہ کی بے حد اہمیت ہے۔ بینکوں کی مالکاری پر ضرورت سے زیادہ انحصار کرنے سے مالی نظام کی کھلت پندیری بڑھتی ہے۔ خوب تنوع رکھنے والا مالی نظام خطرے کے انتظام کو بہتر بناتا ہے اور وسائل کا استعمال زیادہ اچھی طرح ہو پاتا ہے۔

1998ء سے پہلے سنگاپور میں بائڈ منڈی چھوٹی اور کم ترقی یافتہ تھی۔ سنگاپور حکومت کے پاس فاضل بجٹ ہوتا تھا اور اسے بازار سرمایہ سے رقم حاصل کرنے کی کوئی ضرورت نہیں تھی۔ سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز کے اجراء کا بنیادی مقصد قانونی تقاضے پورے کرنے کے لیے سیال اثاثوں کی بینکوں کی طلب کو پورا کرنا تھا۔ اس وقت طویل ترین میعاد کی سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز سات سال کی تھیں۔ چنانچہ سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز کی منڈی کسی قدر چھوٹی تھی اور اس کا ثانوی بازار غیر فعال تھا۔ کوئی سیال نشانہ خط یافتہ نہ ہونے کی بنا پر نجی شعبہ قرضہ منڈی کو استعمال کرنے سے گریزاں تھا اور زیادہ تر کارپوریٹ مالکاری کی ضروریات پوری کرنے کے لیے بینکوں کے قرضوں اور ایکویٹی پر انحصار کرتی تھیں۔

سنگاپور بانڈ منڈی کی ترقی کے لیے اقدامات

فروری 1998ء میں سنگاپور زری اتھارٹی نے بائڈ منڈی کو ترقی دینے کے لیے یکے بعد دیگرے کئی اقدامات کیے۔ بعض مقاصد یہ تھے:

- (الف) نجی شعبے کی اجرائیوں کی حوصلہ افزائی کے لیے ایک معتبر حکومتی نشانہ خط یافتہ وجود میں لانا،
- (ب) ملکی اور بین الاقوامی اجراء کنندگان کی اولین وثائق بازاریادوں میں رسائی میں مدد دینا، اور
- (ج) سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز اور کارپوریٹ بانڈز کی کلیئرنگ اور چھٹائی کے لیے بیجی انفراسٹرکچر قائم کرنا۔

جو اقدامات کیے گئے ان میں سے کچھ یہ ہیں:

- ☆ اجرائی کا حجم بڑھا کر پرائمری ڈیلرز کی تعداد بڑھا کر اور بے خطر خط یافتہ کو طویل مدتی (15 سال تک) کی باقاعدہ ٹیلایوں کی مدد سے توسیع دے کر سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز کی گہرائی اور وسعت میں اضافہ کرنا۔
- ☆ ریپوبلیکن بین پر سے حجم کی پابندیاں اٹھانا اور پرائمری ڈیلرز کے لیے سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز ریپوبلیٹ چلانا تاکہ ان کی مارکیٹ میکلنگ سرگرمیوں سے پیدا ہونے والی نشانہ اجرائیوں میں شارٹ پوزیشنوں کا احاطہ ہو سکے۔
- ☆ ضوابطی بورڈ کو بانڈ جاری کرنے کی ترغیب دے کر نیم حکومتی بائڈ منڈی کے شعبے کو توسیع دینا۔
- ☆ مرکزی پازری کے کلیئرنگ اور چھٹائی کے نظام کو بہتر بنانا۔

سنگاپور بانڈ منڈی کی نمو

سنگاپور گورنمنٹ سیکورٹیز کی منڈی کو ترقی دینے کے اقدامات زیادہ سیال نشانہ خط یافتہ کو قائم کرنے میں کامیاب رہے ہیں۔

- ☆ اس کے نتیجے میں حکومتی بائڈ منڈی کے حجم، گہرائی اور سیالیت میں خاصا اضافہ ہوا ہے۔
- ☆ کارپوریٹ قرضہ منڈی نے حکومتی بائڈ منڈی کے شانہ بشانہ ترقی کی ہے۔
- ☆ سنگاپور ڈالرو کو بین الاقوامی نہ بنانے کی پالیسی کی آزاد کاری کے اقدامات سے بیرونی اجرائیاں ممکن ہوئیں جو مجموعی کارپوریٹ قرضہ جاتی اجرائیوں کے 11 فیصد سے زیادہ کی تھیں۔
- ☆ سنگاپور بانڈ منڈی میں اجراء کنندگان کا تنوع بھی بڑھا ہے۔ 1998ء سے پہلے سنگاپور ڈالر کی کارپوریٹ بانڈ منڈی پر پراپرٹی کی کمپنیاں چھائی ہوئی تھیں اور مجموعی اجرائیوں کا 70 فیصد انہی کی بنا پر تھا۔ اب اجراء کنندگان کی ہیئت ترکیبی زیادہ متوازن ہو گئی ہے۔ اجراء کنندگان کا تعلق مختلف شعبوں سے ہے جیسے مینوفیکچرنگ، غذائیں، نقل و حمل اور ٹرانسپورٹ۔
- ☆ ایک اہم رجحان یہ رہا ہے کہ ساختی قرضہ مصنوعات کی نمو دیکھنے میں آئی۔ پبلین ولائمیں سکات میں تاریخی لحاظ سے کم یافتوں کے تحت پبلین ولا اور اجرائیوں کے مقابلے میں ساختی اجرائیوں کا تناسب بڑھتا رہا ہے۔ مالکاری کی متبادل شکل کے طور پر ساختی مصنوعات کو ترقی دینے کے لیے قرضہ ماخوذیات کے لیے رہنما خطوط 2000ء میں اور بینکوں کے لیے اثاثہ جاتی تمسکات کے رہنما خطوط 2002ء میں متعارف کرائے گئے۔ سرمایہ کاروں کی تعداد بڑھانے کے لیے بیہ کمپنیوں کی سرمایہ کاری کے رہنما خطوط بھی متعارف کرائے گئے جن کے تحت انہیں پیش بندی اور جزو دانی انتظام کے مقاصد کے لیے قرضہ ماخوذیات میں سرمایہ کاری کی اجازت دی گئی۔

- ☆ ساختی قرضہ 2004ء میں مجموعی سنگاپور ڈالر کی قرضہ اجرائیوں کا تقریباً 60 فیصد تھا۔
- ☆ اس میں متنوع قسم کی مصنوعات شامل تھیں جیسے اثاثہ جاتی حفاظتی قرضہ، کریڈٹ سے منسلک قرضہ، ایکویٹی سے منسلک قرضہ، تبدیل پذیر قرضہ اور دیگر سہائیں۔
- ☆ اس سے جدید کاری میں بہتری اور مقامی سرمایہ کاروں میں خطرے کی قبولیت کا پتہ چلتا ہے جو قرضہ منڈی میں وسعت لانے کے لیے ضروری چیز ہے۔
- ☆ اثاثہ جاتی حفاظتی قرضہ 2004ء میں ساختی سنگاپور ڈالر قرضہ جاتی اجرائیوں کے نصف سے زیادہ پر مشتمل تھا۔
- ☆ منڈی میں پرنسپل پریکٹس ڈیٹ پر مبنی مخلوط مصنوعات بھی متعارف کرائی گئی ہیں جن میں قرضے اور ایکویٹی کا امتزاج ہے۔
- ☆ ایک اختراعی تمسکاتی ڈیل میں حکومت نے ایس ایم ای ایکسیس لون اسکیم شروع کرائی جس سے چھوٹے اور درمیانے درجے کے کاروباری اداروں کو اثاثہ جاتی تمسک کاری کے ذریعے بازار سرمایہ سے فائدہ اٹھانے کا موقع ملے گا۔ اسکیم میں ایس ایم ای کریڈٹس کا بہت متنوع جزو دان یکجا کیا گیا ہے اور توقع ہے کہ اس سے تمسک کاری کے لیے 30 کروڑ سنگاپور ڈالر حاصل ہوں گے۔ جاپانی اور کوریائی منڈیوں میں بھی اسی طرح ایس ایم ای قرضے کی تمسک کاری بہت کامیابی سے ممکن ہوئی ہے۔

اس باب میں پاکستان میں بائڈ منڈی کی تشکیل پر بحث کی گئی ہے۔ سیکشن 1.2 میں پاکستان میں بائڈ منڈی کا جائزہ ہے، سیکشن 1.3 کارپوریٹ قرضہ منڈی کی تشکیل میں حائل چند اہم رکاوٹوں پر روشنی ڈالتا ہے، سیکشن 1.4 میں اسٹیٹ بینک کی جانب سے الیکٹرانک بانڈ ٹریڈنگ پلیٹ فارم کے آغاز پر بحث کی گئی ہے جبکہ آخری سیکشن میں پاکستان میں بائڈ منڈی کی تشکیل و ترقی کے لیے نقشہ تجویز کیا گیا ہے۔

1.2 پاکستان میں قرضہ منڈی کی کیفیت

بیشتر ایشیائی ممالک کی طرح پاکستان میں بھی مالی اثاثوں کو تحریک دینے والے اہم ترین عناصر امانتیں اور حکومتی بانڈ ہیں۔ کارپوریٹ بانڈ کی اجرائیاں برائے نام ہیں³

³ مالی شعبے کی اصلاحات کے تحت کمپنیوں کو 1995ء سے میعاد کی مالکاری سرٹیفیکیشن (ٹی ایف بیئر) جاری کرنے کی اجازت دی گئی۔

فصل 1.2: ابھرتے ہوئے مشرقی ایشیائی ملکوں میں ملکی کرنسی بانڈ منڈی کی نمو						
فیصد						
	2005ء	2006ء	2007ء	2008ء	2009ء	2010ء*
اٹارویشیا						
مجموعہ	-10.6	41.8	11.7	-19.7	42.7	13.9
سرکاری	-11	44.9	10.6	-19.3	42.5	12.8
کارپوریٹ	-7.3	16.5	23.1	-23.4	44.7	24
ملائیشیا						
مجموعہ	10.5	16.5	32.2	1	11	26.6
سرکاری	6.7	15.7	33.9	-4.9	11.6	35.5
کارپوریٹ	16.2	17.6	29.9	9.2	10.2	15.9
سنگاپور						
مجموعہ	4	19.6	22.6	4.2	18.2	17.8
سرکاری	6.1	19.2	22	6.8	20.9	10.5
کارپوریٹ	1.4	20	23.3	1	14.6	28.2
تھائی لینڈ						
مجموعہ	18.5	38.6	27.2	1.2	25.4	22.7
سرکاری	19.3	31.6	30.5	0.5	25.8	25
کارپوریٹ	15	71.2	15.2	4	23.6	13.5
* ستمبر 2010ء تک						
www.asianbondonline.com						

اور م 10 ء کے اختتام پر مجموعی واجب الادا (فہرستی) اجرائیاں 69.7 ارب روپے (جی ڈی پی کا 0.5 فیصد) کی ہوئیں (جدول 1.3)۔ پاکستان انوسٹمنٹ بانڈ ٹریڈنگ بورڈ کے تین میعاد کے ریاستی بانڈ ہیں جو نجی اجرائیوں کے لیے نشانہ خط یافت فراہم کرتے ہیں۔⁴ دوسری جانب قومی بچت اسکیمیں جن کی میعاد 10 سال تک ہے، خوردہ اور ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کو خطرے سے پاک سرمایہ کاری کے مواقع مہیا کرتی ہیں۔⁵

پاکستان میں متحرک قرضہ منڈی کی تشکیل کی اہمیت کے حوالے سے دو اہم اسباب ہیں جن پر ذیل میں بحث کی گئی ہے۔ پہلے کا تعلق مالی نظام کی کارکردگی اور استحکام سے اور دوسرے کا زری پالیسی کی اثر انگیزی سے ہے۔

مالی نظام کی کارکردگی اور استحکام

مؤثر قرضہ منڈی فرموں کو بیرونی مالکاری کا متبادل ذریعہ فراہم کرتی ہے اور پاکستان جیسی ابھرتی ہوئی معیشتوں میں اس شعبے پر بینک چھائے ہوئے ہیں۔ حقیقت یہ ہے کہ بینکاری شعبے کی اجارہ داری بہترین مسابقت کے بنیادی اصول کے خلاف ہے۔ اس سے قرضہ منڈی کی کارکردگی خراب ہوتی ہے، بہترین نتائج حاصل نہیں ہو پاتے اور پورے مالی نظام کا استحکام متاثر ہو جاتا ہے۔

جب شعبہ بینکاری کو ترقی یافتہ مقامی کرنسی بانڈ منڈی سے مسابقت کا سامنا ہوتا ہے تو اس کو اپنی کارکردگی بہتر بنانا ہی پڑتی ہے۔ پاکستان میں منظر نامہ یہ ہے کہ شعبہ بینکاری کا غلبہ ہے اور اسے کارپوریٹ قرضہ منڈی سے کسی مسابقت کا سامنا نہیں۔

بینکوں کے قرضوں کی قلیل میعاد جو خود بینکوں کی امانتوں کی مخصوص نوعیت کا نتیجہ ہے خصوصاً پاکستان میں،⁶ بینکوں کے اثاثوں اور واجبات کے جزدانوں میں عرصیت کی عدم مطابقت کی طرف لے جاتی ہے۔ اس کا لازمی مطلب ہے کہ مالکاری کی طویل مدتی ضروریات قلیل مدتی قرضوں کے مسلسل رول اور سے پوری کی جاتی ہیں اور جب

⁴ ابتدا میں 3، اور 10 سال کی عرصیتوں کے پی آئی بی 2000ء میں جاری کیے گئے تھے۔ 2004ء میں نشانہ خط یافت کو مزید وسعت دی گئی اور 15 سال اور 20 سال کے پی آئی بیز کا اجرائی کیا گیا تاکہ مارکیٹ کی صنعت کو ترقی دینے کے لیے ایک ریاستی نشانہ خط یافت وجود میں لایا جاسکے۔ 2006ء میں خط یافت کو مزید توسیع دے دی گئی اور دسمبر میں 30 سال کے پی آئی بیز جاری کیے گئے۔

⁵ تفصیلات کے لیے اسی اشاعت کا باب 3 ملاحظہ کیجئے۔

⁶ اس موضوع پر مالی استحکام کا جائزہ 2006ء کے مقالے ”مالی وساطت کی کارگزاری: بینکاری تفاوت کا تجربہ“ میں سیر حاصل بحث کی گئی ہے۔

جدول 1.3: فہرستی کارپوریٹ شعبے کا واجب الادا قرضہ				
ملین روپے				
سال	اجرائی کی تعداد	عرصیت	اجرائی کا حجم	واجب الادا ٹیلیسی
میں 95ء	1	فروری 2000ء	232.4	232
میں 96ء	2	جنوری 99ء تا اکتوبر 2000ء	750	982
میں 97ء	1	دسمبر 02ء تا جون 03ء	1,000	1,982
میں 98ء	2	دسمبر 03ء تا مئی 04ء	974.3	2,957
میں 99ء	3	جنوری 03ء تا مئی 04ء	1,439.3	4,146
میں 2000ء	3	جنوری 03ء تا جنوری 05ء	897.5	4,811
میں 01ء	11	مارچ 04ء تا جون 06ء	5,735.2	10,046
میں 02ء	17	دسمبر 04ء تا جون 07ء	10,110.5	18,814
میں 03ء	22	جولائی 06ء تا دسمبر 08ء	10,660.8	28,141
میں 04ء	6	نومبر 06ء تا دسمبر 10ء	3,370	29,737
میں 05ء	13	14-15 مارچ 13ء	15,825	38,259
میں 06ء	8	نومبر 10ء تا مئی 14ء	9,975	44,394
میں 07ء	8	جولائی 11ء تا دسمبر 14ء	11,200	47,170
میں 08ء	7	فروری 13ء تا فروری 18ء	22,500	62,200
میں 09ء	2	اکتوبر 13ء	6,100	66,350
میں 10ء	2	اگست 19ء	5,500	69,775
میں 11ء	-	-	-	68,900
ماخذ: شعبہ شماریات				

سیالیت کا مسئلہ شدید ہوتا ہے تو قرض دار اپنی عرصیت کی ذمہ داریوں کو رول اور کرانے سے قاصر رہنے کے باعث قرضے کے بحران کا شکار ہو جاتے ہیں۔ اس صورت میں بانڈ منڈی تک رسائی مالکاری کے متبادل نہیں، تنگی ذریعے کا کردار ادا کرتی ہے، جیسا کہ لازمی ”اسپیئر ٹائز“ کی مشہور مثال سے ظاہر ہوتا ہے۔⁷ یہ بات خاص طور پر اس وقت درست ہوتی ہے جب پاکستان جیسی بڑھتی ہوئی معیشت کو انفراسٹرکچر کے طویل مدتی منصوبوں کے لیے کافی رقم کی ضرورت پڑتی ہے۔

جب فرمیں بانڈ کے اجرا کے ذریعے خود رقم جمع کر سکیں تو بینکوں پر ان کا انحصار کم ہو جاتا ہے اور وہ ان مشکلات سے محفوظ ہو جاتی ہیں جو بینکوں کو درپیش ہو سکتی ہیں۔ اس سے بینکوں پر باؤ پڑتا ہے کہ وہ اپنی کارکردگی بہتر بنائیں کیونکہ ان کے پاس اب مستقل کلائنٹس نہیں رہتے۔ نتیجتاً بینک معیشت کے ان شعبوں پر زیادہ توجہ دے سکتے ہیں جنہیں اپنے چھوٹے حجم، ارتقاء کے ابتدائی دور یا محض ناکافی معلومات کی بنا پر قرضے کے حصول میں مسائل کا سامنا ہوتا ہے۔

بانڈ اور تسکات کی مالکاری کی ایک اور داخلی خاصیت بینکوں کے مقابلے میں خطرے کی بہتر تقسیم ہے۔ تسکات کے افراد کی بڑی تعداد میں پھیلے ہونے کی وجہ سے خطرہ زیادہ متنوع ہو جاتا ہے۔ خطرے کی بہتر تقسیم سے قرض دہندگان کو طویل میعاد قرضے دینے کی ترغیب ملتی ہے جس سے قرض دار اپنی طویل مدتی ضروریات پوری کر سکتے ہیں۔ حقیقت یہ ہے کہ یہ پوری صورتحال مالی نظام کے استحکام میں اضافہ کرتی ہے۔

زری پالیسی کی تریلی میکانیت

زری پالیسی کی اثر انگیزی کا طویل مدتی شرح سود پر بہت زیادہ انحصار ہے جو قلیل مدتی شرح سود سے بے حد متاثر ہوتی ہے۔ قلیل مدتی شرح سود اور اس کی بنا پر زری پالیسی کی تریلی میکانیت کی ’اثر انگیزی‘ کا تعین کرنے میں ترقی یافتہ قرضہ منڈی کا کردار بہت اہم ہے۔

دنیا بھر میں مرکزی بینک عموماً قلیل مدتی شرح سود پر براہ راست کنٹرول رکھتے ہیں اور یہی ان کے اہم پالیسی وثیقہ جات ہوتے ہیں۔ جب کوئی مرکزی بینک یہ شرحیں بڑھاتا یا گھٹاتا ہے تو منڈی پر منحصر طویل مدتی شرح سود بھی اسی طرح تبدیل ہوتی ہے۔

تاہم یہ میکانیت اسی وقت مؤثر طور پر کام کرتی ہے جب ترقی یافتہ قرضہ منڈی بشمول طویل مدتی حکومتی اور کارپوریٹ بانڈز موجود ہو جو طویل مدتی قرض گاری کے لیے وساطت کو یقینی بنائے۔ ایسی منڈی کی عدم موجودگی میں مرکزی بینک کے لیے اپنا مطلوبہ ہدف یا اہداف حاصل کرنا مشکل ہوتا ہے۔

⁷ 1999ء میں مشرقی ایشیا کے مالی بحران پر ایٹن گریٹسٹن کا تبصرہ۔

1.3 کارپوریٹ قرضہ منڈی کی تشکیل میں رکاوٹیں⁸

اگرچہ بازار سرمایہ کی اصلاحات کے نفاذ کے بعد سے کارپوریٹ قرضہ منڈی میں کچھ پیش رفت ہوئی ہے تاہم ابھی تک اس میں گہرائی کی کمی ہے۔ اس کی ترقی کی راہ میں حائل بعض رکاوٹیں یہ ہیں:

قومی بچت اسکیموں کے وثیقہ جات پر یافت

تاریخی اعتبار سے کارپوریٹ قرضہ منڈی کی تشکیل کی راہ میں سب سے بڑی رکاوٹ قومی بچت اسکیموں کے طویل مدتی سرمایہ کاری متبادلات سے مسابقت ہے جو کارپوریٹ بانڈز سے کہیں زیادہ منافع کی حامل یا فتنیں صفر خطرے کے ساتھ پیش کرتی ہیں۔ قومی بچت اسکیموں کی شرحوں کو ملتی جلتی مدت کے منڈی کے وثیقہ جات سے ہم آہنگ کرنے کے لیے پہلے قومی بچت اسکیموں پر یافتیں کم کی گئیں⁹ اور پھر انہیں حکومت کے منڈی پر ملتی طویل مدت بانڈز کی یافتوں سے منسلک کیا گیا۔ مارچ 2000ء میں ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کو قومی بچت اسکیموں میں سرمایہ کاری سے روک دیا گیا تھا تاہم حکومت نے پالیسی تبدیل کی¹⁰ اور قومی بچت اسکیموں میں سرمایہ کاری کی اجازت دے دی گئی جس سے ٹی ایف سیز کی طلب گھٹ گئی ہے اور قومی بچت اسکیموں کی شرحوں کو معیشت میں شرح سود کے مجموعی ڈھانچے سے مربوط رکھنا ضروری ہو گیا ہے۔

کوائف ظاہر کرنے کی شرائط سے متعلق منڈی کی نفسیات

پاکستان میں کاروباری اداروں کی بڑی تعداد خاندانوں کی ملکیت میں ہے اور وہی اسے چلاتے ہیں۔ چنانچہ وہ معلومات منکشف کرنے میں تامل کرتے ہیں۔ دیگر عوامل کے علاوہ فہرستی کمپنیوں کی تعداد 2000ء میں 762 سے کم ہو کر 2010ء میں 651 رہ گئی۔ وقت گزرنے کے ساتھ ساتھ متعدد فہرستی کمپنیوں نے ڈی لسٹنگ کرا لی ہے جبکہ نئی فہرستی کمپنیاں زیادہ تر نجکاری شدہ سرکاری ادارے ہیں۔

ان کاروباری اداروں کی بڑی تعداد مالکاری سہولتیں حاصل کرتی ہے تاہم اختیارات چھنے، معلومات کی فراہمی، کوائف کے اظہار کی شرائط اور کارپوریٹ نظم و نسق سے متعلق شرائط وغیرہ کے خدشات کی بنا پر وہ ایک پیچیدہ پر خود کو لٹ کرانے میں پس و پیش کرتے ہیں۔ یہ حقیقت ای سی آئی بی کے ڈیٹا بیس میں کارپوریٹ قرض داروں (شراکت دار یوں سمیت) کی تعداد سے بھی عیاں ہے جو آخر ستمبر 2010ء تک 21,072 تھی جبکہ ایس ای سی پی میں پرائیویٹ لمیٹڈ کمپنیوں کی تعداد 56,774 تھی¹¹ جس سے ظاہر ہوتا ہے کہ وہ اپنی مالکاری کی ضروریات داخلی وسائل سے پوری کرنے کو ترجیح دیتی ہیں۔

یہ ذہنیت نہ صرف کارپوریٹ قرضہ منڈی کی ترقی پر منفی اثر ڈالتی ہے بلکہ کارپوریٹ شعبے کے مالی ڈھانچے کو بھی متاثر کرتی ہے کیونکہ رقوم کے حصول کے لیے بینکاری شعبے سے قرض لینے کا راستہ سب سے زیادہ اختیار کیا جاتا ہے (جدول 1.4)۔ بہترین صورت یہ ہے کہ کارپوریٹ ادارہ بینکوں سے قرض لینے سے پہلے دیگر راہوں کا جائزہ لے اور انہیں جانچے جیسے ایکویٹی دستاویزات کا نیا اجراء، نیم ایکویٹی وثیقہ جات جیسے ترجیحی حصص، طویل مدت قرضہ جاتی وثیقہ جات جیسے ٹی ایف سیز یا قلیل مدت قرضہ جاتی وثیقہ جیسے کمرشل پیپر۔ سرمائے اور قرض کے ذرائع کو متنوع بنانے سے پہلو تہی بھی کارپوریٹ شعبے کی نمو کے امکانات کے لیے سدا راہ بنی ہوئی ہے۔

لین دین کی بھاری لاگت

لین دین کی بھاری لاگت بڑی رکاوٹ بنی رہی ہے خصوصاً ابتدائی دور میں جب اجراء، لسٹنگ اور ٹیکسیشن کی بھاری لاگت کی بنا پر ٹی ایف سی کے اجراء کی حوصلہ شکنی ہوئی۔ ایس ای سی پی اور کے ایس ای کی مشترکہ کوششوں کے نتیجے میں لسٹنگ کی لاگت بہتر بنائی جا رہی ہے اور ان وثیقہ جات پر وہ ہولڈنگ ٹیکس اور اسٹیمپ ڈیوٹی میں بھی تبدیلیاں لائی جا رہی ہیں۔ اس کے علاوہ دستاویزی لوازمات اور ایس ای سی پی سے منظوری کے معاملات بھی دیکھے جا رہے ہیں۔¹²

غیر سیال ثانوی بازار

ٹی ایف سیز کے اولین بازار نے تو کچھ ترقی کی ہے تاہم ثانوی بازار ابھی تک خاصا غیر سیال ہے۔ اس کی کمی وجوہ ہیں جن میں چھوٹے حجم کے اجراء، حاملین وثیقہ جات

⁸ جیسا کہ ”مالی استحکام کا جائزہ 2006ء“ کے باب 3 میں اس پر بحث کی گئی ہے۔

⁹ انہیں 14 مئی 1999ء سے کم کیا گیا اور اس کے بعد یکم جنوری 2000ء اور یکم جولائی 2000ء کو قومی بچت اسکیموں میں منافع کی شرحیں مزید گھٹائی گئیں جس سے 10 سال ڈیفنس سیونگ سرٹیفکیٹس پر اوسط شرح منافع 15 فیصد سے گھٹ کر 14 فیصد ہو گئی۔

¹⁰ اکتوبر 2006ء سے۔

¹¹ آخر ستمبر 2010ء کے اعداد و شمار۔

¹² یہ پاکستان کی قرضہ سرمایہ منڈی میں مجوزہ اصلاحات ہیں جو ایس ای سی پی کو قرضہ سرمایہ منڈی کی کمیٹی نے اپریل 2007ء میں پیش کیں۔

جدول 1.4: کارپوریٹ مالکاری کے ذرائع			
رقم ارب روپے میں			
سال	بینک	ابتدائی عوامی بولیاں*	میعادی مالکاری وثیقہ جات*
2002ء	525	0.1	4.7
2003ء	607	2.5	19.5
2004ء	873	21.7	0
2005ء	1076	9.8	6.6
2006ء	1270	3	3
2007ء	1520	4.9	4
2008ء	2016	6.9	12.6
2009ء	2065	1.1	0
ماخذ: اسٹیٹ بینک اور کے ایس ای			
* مالی اداروں کی جاری کردہ ابتدائی عوامی بولیاں اور میعادی مالکاری وثیقہ جات اس میں شامل نہیں۔			

میں کسی قدر ہچکچاہٹ (قرضہ جاتی وثیقہ جات کی خرید و فروخت کا تجربہ نہ ہونے کی بنا پر)، مسابقت کا فقدان اور نئے ریاستی وثیقہ جات فراہم نہ ہونا شامل ہیں۔

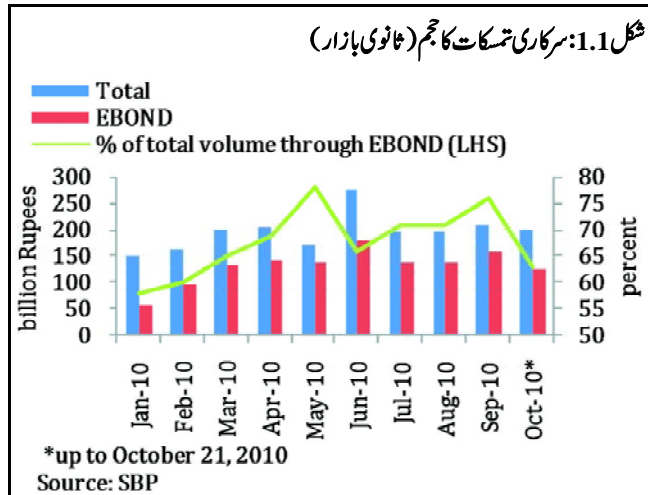
حالیہ برسوں میں ایس ای سی پی نے متحرک قرضہ منڈی کو ترقی دینے کے لیے کئی اقدامات کیے ہیں۔ مثال کے طور پر ایس ای سی پی نے قرضہ منڈی کی نمو کی راہ میں حائل مسائل کا جائزہ لینے اور سازگار فضا پیدا کرنے کے لیے 2006ء میں ماہرین کی کمیٹی بنائی۔ ایس ای سی پی کا خیال ہے کہ اس کمیٹی کی سفارشات پر مکمل عملدرآمد سے ملک میں متحرک قرضہ سرمایہ منڈی کی تشکیل و ترقی ممکن ہوگی۔ اس سے ایس ای سی پی، بینک دولت پاکستان اور حکومت اور کارپوریٹ شعبے کے اندر دیگر متعلقہ فریقوں کے درمیان روابط بھی مضبوط ہوں گے۔

1.4 الیکٹرانک بانڈ ٹریڈنگ پلیٹ فارم کی ابتدا

اسٹیٹ بینک نے بالخصوص سرکاری تمسکات کی ابتدائی اور ثانوی دونوں منڈیوں کی کارگزاری اور گہرائی بڑھانے کے ساتھ ساتھ قرضہ آلات کی ثانوی منڈی تشکیل دینے کے لیے 11 جنوری 2010ء کو معین آمدن تمسکات کے لیے الیکٹرانک بانڈ ٹریڈنگ پلیٹ فارم کا آغاز کیا۔ قبل ازیں تمام تمسکات کی خرید و فروخت بین الینک منڈی میں انفرادی ڈیلنگ ٹرمینلز یا ٹیلی فون کے ذریعے انجام پاتی تھی اور بروقت معلومات کی فراہمی کا کوئی ذریعہ نہ تھا۔ اس کے نتیجے میں ڈیل کی انجام دہی میں تاخیر ہوتی تھی، تعین نرخ کا طریقہ خام تھا، قرضہ سیالیت کا خطرہ بڑھ جاتا تھا اور بازار میں دستیاب سیالیت کا غیر پیداواری استعمال ہوتا تھا۔

اب یافت اور خرید و فروخت کی تازہ بہ تازہ اور بروقت معلومات کی بنا پر اجرا کنندہ کے لیے اپنے وثیقے کی طلب معلوم کرنا اور بہتر فیصلہ کرنا آسان ہوگا۔ مزید سرمایہ کار بھی منڈی کا رخ کریں گے کیونکہ نرخوں کے تعین کا طریقہ زیادہ آسان ہو چکا ہے چنانچہ سیالیت بڑھے گی اور سیالیت پر اضافت کم ہو جائے گی۔ اس سے منڈی کے مختلف حصوں کے لیے سیالیت کا کھپا یافت بھی تشکیل پائے گا۔ چونکہ بلوم برگ کے صارفین کے لیے اس پلیٹ فارم کا کوئی اضافی خرچ نہیں اس لیے پلیٹ فارم کے بار بار استعمال پر بروکریشن بھی بچے گا اور تفاوت بھی کم سے کم ہوگا بشرطیکہ دیگر شرائط یکساں رہیں۔

سرمایہ کاروں کی تعداد بڑھنے سے بینک سرکاری قرضہ اپنے حسابات سے منتقل کر سکیں گے اور نجی شعبے کے قرضے کے لیے گنجائش پیدا ہوگی۔ معین آمدن والے وثیقہ جات پر سرمایہ کاروں کے اطمینان کے نتیجے میں بینکوں کی قرض گاری کی استعداد بڑھنے سے وقت کے ساتھ ساتھ پاکستان میں اثاثوں پر مبنی تمسکات کی منڈی بھی تیار ہو سکے گی۔



چونکہ بذریعہ بلوم برگ اس کی خدمات دنیا کی تمام بڑی مالی منڈیوں میں پیش ہو رہی ہیں اس لیے اس نظام کا اضافی فائدہ یہ ہے کہ بین الاقوامی سرمایہ کاروں کو پاکستانی معیشت میں شمولیت کا اضافی راستہ فراہم ہوگا۔

دستیاب اعداد و شمار سے پتہ چلتا ہے کہ اس پلیٹ فارم کے ذریعے سرکاری تمسکات کی جو خرید و فروخت جنوری م 10ء میں مجموعی لین دین کا 58 فیصد تھی وہ چھ ماہ بعد م 10ء کے اختتام تک 66 فیصد تک جا پہنچی (شکل 1.1)۔ موجودہ اولین مرحلے میں ای بانڈ پلیٹ فارم حکومتی تمسکات (مثلاً ٹی بلز، پی آئی بیز اور اجارہ

سکوک) کی صرف کامل لین دین میں مدد دیتا ہے۔ تاہم دوسرے اور تیسرے مراحل میں دیگر قسموں کی تسکات کی لین دین اور سودے (مثلاً ریپو، ایف آر اے اور تبدل) بھی اس سسٹم میں ممکن ہوں گے۔ توقع ہے کہ ای بانڈ سسٹم جب پورے طور پر فعال ہوگا تو بازار کی اثر انگیزی میں اضافہ ہوگا۔

1.5 مستقبل کا نقشہ

مذکورہ بالا بحث کی روشنی میں اس سیکشن میں چند عوامل کا تذکرہ کیا گیا ہے جو پاکستان میں قرضہ منڈی کی ترقی میں مدد دے سکتے ہیں۔

بینکوں کا کردار

شعبہ بینکاری، جو معیشت کے تمام شعبوں کو مالکاری کی فراہمی کے حوالے سے عملاً اجارہ داری رکھتا ہے، قرضہ منڈی کی تشکیل میں کردار ادا کر سکتا ہے۔ بینک عموماً بازار میں اہم ترین جاری کنندہ، حاملین، ڈیلر، مشیر، ذمہ نویس اور ضامن ہوتے ہیں۔¹³ چونکہ ان کی بیلنس شیٹس غیر متوازن ہیں جن میں عرصیت کی عدم مطابقت کے مسائل ہیں اس لیے بینک اثاثہ جات و واجبات کے انتظام کے لیے طویل مدتی بانڈز جاری کر سکتے ہیں۔ یہ امر بالخصوص طویل مدتی منصوبوں کی مالکاری کے تناظر میں اہم ہے۔ تغیر پذیر شرح سود کے ماحول میں خاکہ خطر کو مزید بہتر بنانے کے لیے اب نظم خطہ کے بہت اچھے ٹولز جیسے تبدل شرح سود انہیں میسر ہیں۔ سب آرڈینیٹڈ بانڈ کا اجرا بھی ان کے طبقہ دوم کے سرمائے کے طور پر عمل کرتا ہے جس سے انہیں کفایت سرمایہ کی شرائط کی تکمیل میں مدد ملتی ہے۔

ٹانوی بازار کے لین دین کے فروغ میں اسٹیٹ بینک کا کردار

قرضہ تسکات کی ٹانوی بازار میں لین دین کے فروغ میں مرکزی بینک کا اہم کردار ہے کیونکہ وہ زری پالیسی کی اثر انگیزی کو بہتر بنا سکتا ہے۔ پالیسی موقف کے معتبر اشاروں کے ہمراہ قلیل مدتی شرح سود کی تغیر پذیری کو کم کرنے کی کوششیں سرمایہ کاروں کے اعتماد کو بڑھانے کے حوالے سے بہت اہم ہوتی ہیں اور ان سے مالی وساطتی اداروں کے جزا دنوں کی عرصیت میں بہتری آتی ہے۔ مزید برآں مستحکم بازار زر کی شرحیں ریپو کی سرگرمیوں کو فروغ دیتی ہیں اور خط یافت کو سہارا دیتی ہیں کیونکہ طویل عرصیتوں میں لین دین کا سلسلہ شروع ہو جاتا ہے۔

شرح سود کے میعاد و ڈھانچے کی ترقی

شرح سود کے میعاد و ڈھانچے کی ترقی کا انحصار اولین بازار میں باقاعدگی سے اجرائیوں، ٹانوی بازار میں لین دین کی سرگرمیوں میں اضافے اور اجرا کنندہ اور سرمایہ کاروں کو دونوں کو داخلے اور رخصت کی سہولت کی دستیابی پر ہے۔ مئی 2006ء سے پاکستان انٹرنیشنل بانڈز کی باقاعدگی سے نیلامیاں اس سمت میں ایک قدم ہے۔

بانڈ منڈیوں کو ترقی دینا اور سرکاری و نجی شعبے کے قرض دہندگان کی طویل مدتی، ملکی کرنسی کے قرضہ تسکات جاری کرنے کی استعداد میں اضافہ کرنا ملکی ایجنڈے میں ترجیحی پالیسی ہے۔ یہی صورتحال مشرقی ایشیا اور لاطینی امریکہ میں ہے۔¹⁴ قومی بچت اسکیموں پر ادارہ جاتی سرمایہ کاری کے حوالے سے پالیسی میں تبدیلی کی بنا پر بانڈ منڈی کو دھچکا پہنچاتا، ہم حال ہی میں جاری کردہ پی آئی بی نیلامیوں سے حکومت کے ارادے کی نشاندہی ہوتی ہے کہ وہ طویل مدتی خط یافت تشکیل دینا چاہتی ہے اور اس طرح بانڈ منڈی کو ترقی دینے کی خواہاں ہے، جیسا کہ دیگر ایشیائی معیشتوں میں دیکھنے میں آیا ہے۔ یہ بات اس وجہ سے اور بھی اہم ہے کہ مقامی بانڈ پیشکش کی تاریخ میں پہلی بار دسمبر 2006ء میں 30 سالہ پی آئی بی اجرا کیا گیا۔ مناسب مالیت کی باقاعدہ پی آئی بی نیلامیاں حکومت پاکستان کے اوسط قرضہ جاتی عرصیت کو بڑھائیں گی جو قلیل مدتی قرض گیری کی بنا پر خاصی کم ہو گئی ہے اور ٹانوی بازار میں ضروری سیالیت پیدا کریں گی۔

سرمایہ کار اساس میں اضافہ

قرضہ تسکات کے اولین اور ٹانوی بازار کی ترقی کے لیے دیگر عوامل کے علاوہ سرمایہ کاروں کی مناسب تعداد ہونا بھی ضروری ہے۔ ضوابطی ماحول ایسا ہونا چاہیے کہ انفرادی اور ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کو سرمایہ کاری کرنے اور قرض وثیقہ جات کی خرید و فروخت کرنے کی ترغیبات ملیں۔ بینک دولت پاکستان کا پرانہ ڈیلر کا نظام جس میں کمرشل بینک، ترقیاتی مالی ادارے اور بروکر تاج باؤسز شامل ہیں، حکومتی تسکات میں سرمایہ کاری کرنے والوں کی تعداد بڑھانے میں مدد دیتا ہے اور اس میں کارپوریشن، پنشن فنڈز اور خرد سرمایہ کاروں کو شامل کرتا ہے۔ اگر سرمایہ کاروں کی بڑی تعداد موجود ہو جس میں خطرات کی متنوع ترجیحات ہوں، مختلف عرصیتیں اور

13 اس پر پی آئی ایس مقالہ نمبر 11 میں بحث کی گئی۔

14 اس پر پیمین گرین وغیرہ، 2006ء میں بحث کی گئی۔

خرید و فروخت کے محرکات ہوں تو فعال لین دین اور سیالیت کی موجودگی یقینی ہو جائے گی۔ مزید یہ کہ معروف کریڈٹ ریٹنگ ایجنسی کا کردار اس پہلو سے بہت اہمیت کا حامل ہے تاکہ قرضے کے خطرات کو سمجھنے کے حوالے سے سرمایہ کاروں میں اعتماد پیدا ہو سکے۔

آخر میں ابھرتی ہوئی منڈیوں کے لیے بنیادی سفارشات یہ ہیں: معاشی پالیسیاں مضبوط بنانا تاکہ قرض گاری اور قرض گیری دونوں کے لیے مستحکم فضا ہموار ہو سکے، کارپوریٹ نظم و نسق میں بہتری لانا تاکہ فرمیں محتاط قرض گیری کریں، ممکنہ حاملین بانڈ کی محتاط سرمایہ کاری فیصلے کرنے کی صلاحیت بڑھانے کے لیے مالی کوائف کے اظہار کو بہتر بنانا، متنوع مواقع بڑھانے اور لین دین کی لاگت گھٹانے کے لیے ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کی نمو کی حوصلہ افزائی کرنا اور بانڈ منڈی کے عمومی ڈھانچے کو مضبوط بنانا تاکہ مؤثر کلیئرنگ اور چکلتائی، قرضے میں بہتری اور تحویل کی سہولتیں مہیا ہو سکیں۔¹⁵

¹⁵ اس پر پیری انیشیٹو گرین و غیر ہم، 2006ء میں بحث کی گئی۔

حوالہ جات

- 1۔ بی آئی ایس (2006ء)، "Developing Corporate Bond Markets in Asia"، چین کے شہر کن مینگ میں 17 تا 18 نومبر 2005ء منعقدہ بی آئی ایس/ بی بی سی سیمینار کی روداد، شعبہ زراعت و اقتصادیات، بی آئی ایس، فروری 2006ء۔
- 2۔ آنکیشن گرین، بی (2006ء)، "The Developments of Asian Bond Markets"، بی آئی ایس مقالہ نمبر 30، ایشیائی بانڈ منڈیاں: مسائل اور امکانات، شعبہ زراعت و اقتصادیات، بی آئی ایس، نومبر 2006ء۔
- 3۔ آنکیشن گرین، بی (2006ء)، "A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America"، مارچ 2006ء۔
- 4۔ ہاکنز، جے (2002ء)، "Bond Markets and Banks in Emerging Economies"، بی آئی ایس مقالہ نمبر 11، ابھرتے ہوئے ملکوں میں بانڈ منڈیوں کی تشکیل، جون 2002ء۔
- 5۔ ٹیل، یو آر (2004ء)، "Role of State-Owned Financial Institutions in India: Should the Government "do" or "lead"؟"، انفراسٹرکچر ڈیولپمنٹ فنانس کمپنی لمیٹڈ، ممبئی، بھارت، اپریل 2004ء۔
- 6۔ سیکورٹیز اینڈ ایکسچینج کمیشن آف پاکستان (2007ء)، "Proposed Reforms to Pakistan's Debt Capital Market"، کمیٹی برائے قرضہ سرمایہ منڈی، اپریل 2007ء۔
- 7۔ شرابی، ایس (2001ء)، "Searching for New Regulatory Frameworks for the Intermediate Financial Market Structure in Post-crisis Asia"، ایشیائی ترقیاتی بینک انسٹی ٹیوٹ ورکنگ پیپر 24، ستمبر 2001ء۔
- 8۔ بینک دولت پاکستان، مالی استحکام کا جائزہ 2006ء۔
- 9۔ یوشی تومی، ایم اور شرابی، ایس (2001ء)، "Designing a Financial Market Structure in Post-crisis Asia - How to Develop Corporate Bond Markets"، ایشیائی ترقیاتی بینک انسٹی ٹیوٹ ورکنگ پیپر 15، مارچ 2001ء۔