

### 3 مالی تنوع کی ضرورت: پاکستان میں قرضہ منڈی کی تشکیل

معیشت کی مالی ضروریات پوری کرنے کے لیے بینکاری کے شعبے پر بہت زیادہ انحصار کیا جاتا ہے اس لیے ایک فعال قرضہ منڈی کی صورت میں مالی تنوع کی ضرورت جتنی آج ہے کبھی نہ تھی۔ زیر نظر باب میں کارپوریٹ قرضہ منڈی کی سست نمو کی وجوہات کا جائزہ لیا گیا ہے اور اس کی ترقی کے لیے طویل مدتی ریاستی بانڈز کی باقاعدگی سے فراہمی کی ضرورت کی نشاندہی کی گئی ہے۔ مرکزی بینک زری پالیسی کی ترسیل کو مضبوط بنانے اور ثانوی بازار کی سرگرمیوں کو بہتر بنانے میں اہم کردار ادا کرتا ہے، تاہم مارکیٹ میں سرگرم عمل نفسیات بھی خط یافتہ کے ابتدائی سرے کی بجائے انتہائی سرے میں بہتری کی طرف توجہ مرکوز کرنے میں کردار ادا کر سکتی ہے۔ شرح سود کے میعادوں کو مؤثر طور پر تشکیل دیا جائے تو جاری کنندہ اور سرمایہ کار دونوں کی جانب سے قرضہ مارکیٹ میں شرکت یقینی بنائی جاسکے گی جو اس کی تشکیل کے لیے بھی ایک اہم شرط ہے۔ مزید یہ کہ بہتر سیالیت، نرخوں کے تعین کے اچھے طریقہ کار اور سرمایہ کاروں کی وسیع بنیاد سے نئی کمپنیوں کے لیے سرمایہ منڈی سے طویل مدتی سرمایہ خطر اکٹھا کرنا آسان ہوگا اور بینکوں جیسے روایتی قرض دہندگان پر ان کا انحصار کم ہو جائے گا۔ نظم و نسق کے بہتر طور طریقے، جیسے زیادہ کھلا پن پیدا کر کے، فہرستی کمپنیاں غیر فہرستی کمپنیوں کے مقابلے میں بہتر شرائط حاصل کر سکیں گی۔

#### 3.1 تعارف

گذشتہ تقریباً ایک دہائی میں عالمی سرمایہ منڈیاں پہلے سے کہیں زیادہ بڑی متحرک اور متنوع قوت بن چکی ہیں۔ ارتقا کے اس عمل کے اثرات ابھرتی ہوئی منڈیوں میں براہ راست پالیسی سازوں، ضابطہ کاروں، سرمایہ کاروں، مالی اداروں اور کارپوریٹوں پر پڑ رہے ہیں۔ عالمی مالی اثاثوں<sup>1</sup> کے ایک حالیہ سروے<sup>2</sup> میں ان میں سے کچھ رجحانات کا احاطہ کیا گیا ہے جیسا کہ باکس 3.1 میں دکھایا گیا ہے۔

پاکستان اور دیگر ایشیائی معیشتوں میں ایک عام رجحان کا مشاہدہ کیا گیا ہے جو یہ ہے کہ معیشت کی مالی ضروریات پوری کرنے کے لیے بینکاری کے شعبے پر ضرورت سے زیادہ انحصار کیا جاتا ہے اور سرمایہ منڈیاں مقابلتاً سست رفتاری سے ترقی پاتی ہیں۔ بیشتر معیشتوں میں مختلف شعبوں کی مالی ضروریات بینکاری نظام کا حصہ بن گئی ہیں تاہم بڑے پیمانے کی کارکردگی جو بانڈ مارکیٹ میں طویل مدتی اور متبادل مالی آپشنز کی دستیابی کے ساتھ آتی ہے، ابھی تک مفقود رہی ہے۔ جدول 3.1 میں ایشیائی معیشتوں میں مختلف مالی نظاموں کا موازنہ کیا گیا ہے اور صورتحال کو صحیح تناظر میں دیکھنے کے لیے شکل 3.1 میں جاری کنندہ کی قسم کے لحاظ سے واجب الادا بانڈز کی مزید تقسیم دی گئی ہے، جس میں یہ دکھایا گیا ہے کہ واجب الادا بانڈز میں عموماً حکومتی قرضہ کا خاصا حصہ ہوتا ہے۔

جدول 3.1: ایشیائی ممالک میں مالی نظام کی ساخت

جی ڈی پی کی شرح فیصد

واجب الادا بانڈز			ایکویٹی مارکیٹ میں سرمایت			بینکوں کے اثاثہ جات		
1997ء	2004ء	2005ء	1997ء	2004ء	2005ء	1997ء	2004ء	2005ء
12.9	29.3	28.6	11.2	27.1	20.9	124.4	207.4	191.6
2.1	22.4	27.0	36.4	36.8	39.8	34.3	14.4	68.4
45.0	75.6	74.9	14.5	51.8	89.6	67.7	118.0	91.9
56.9	90.5	89.7	93.0	154.2	140.6	100.6	170.0	162.5
5.4	7.1	15.4	16.8	25.2	46.1	49.1	50.1	52.5
30.5	29.7	35.6	51.4	34.0	39.3	76.5	68.4	61.3
7.1	40.7	40.2	15.1	70.6	69.7	79.7	127.4	102.1
26.4	47.1	46.5	238.0	528.5	591.9	208.2	343.3	443.3
24.8	73.6	68.2	111.5	203.7	220.3	122.7	178.0	185.3

ماخذ: آئی ایف ایس، بی آئی ایس، اے ڈی بی ایشیائی بانڈ آئن لائن اور اسٹیٹ بینک کے اسٹاف کے اعداد و شمار

\* پاکستان کے اعداد و شمار 2007ء تک کے ہیں، واجب الادا بانڈز میں ٹی بلز شامل نہیں

<sup>1</sup> مالی وساطت کے لیے دستیاب مالی سرمایہ، یعنی ایکویٹی تسکات، نجی اور حکومتی قرضہ وثیقہ جات اور بینک اثاثیں۔

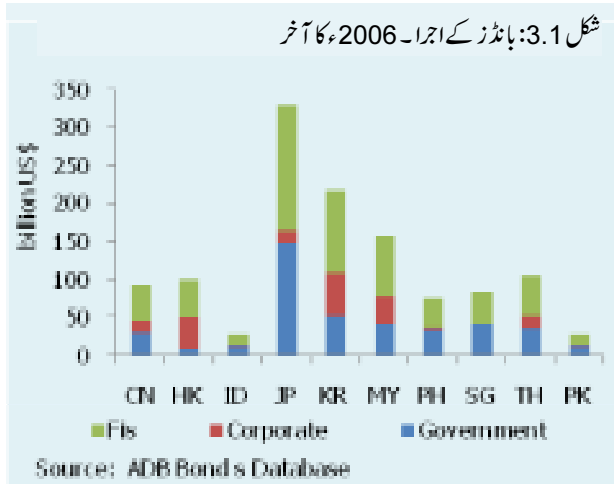
<sup>2</sup> یہ سروے جنوری 2007ء میں ملکی گلوبل انٹی ٹیٹ نے کیا۔ اس میں 1980ء اور اس کے بعد 100 ممالک کا احاطہ کیا گیا۔

### باس 3.1: عالمی مالی اثاثے

- دنیا بھر میں مالی منڈیاں زیادہ عموماً اور عموماً جاری ہیں۔ عالمی مالی اثاثہ عالمی جی ڈی پی سے زیادہ رفتار سے بڑھا ہے اور 2010ء تک 2000 کھرب ڈالر سے تجاوز کر جائے گا۔ اس سے اندازہ کیا جاسکتا ہے کہ یہ منڈیاں کس پیمانے پر ترقی کر رہی ہیں۔ اس نمونہ کا بڑا حصہ قرضوں میں تیزی سے توسیع کی بنا پر آیا ہے۔
- مختلف ممالک اور خطوں کا روایتی کردار بھی تبدیلی کی زد میں ہے۔ عالمی مالی اثاثہ میں امریکہ بدستور غالب حیثیت رکھتا ہے، یورپی یونین بھی تیزی سے اس کے قریب آرہی ہے، جاپان کے حصے میں کمی آرہی ہے جبکہ چین کا حصہ برق رفتاری سے بڑھ رہا ہے۔ بھارت، سنگا پور، لاطینی امریکہ اور مشرقی یورپ کے مالی نظام ابھی بہتر ہو رہے ہیں اور ان میں مزید گہرائی کی گنجائش ہے تاہم فی الوقت عالمی تناظر میں وہ بہت چھوٹے ہیں۔
- سرحد پار سامنے کا بہاؤ تیزی سے جاری ہے جس کی بنا پر عالمی مالی نظام پہلے سے کہیں زیادہ مربوط ہو گیا ہے۔ اس میں امریکی ڈالر اور امریکی مارکیٹ کا مرکزی کردار ہے۔
- ساز میں بڑھنے کے علاوہ عالمی مالی اثاثہ کا نمایاں پہلو یہ ہے کہ بینکاری امانتوں کی گنجائی قرضہ دستاویزات کا رجحان بڑھ رہا ہے جو عالمی مالی اثاثوں کا سب سے بڑا (اور بڑھتا ہوا) جز ہیں۔ مزید یہ کہ گنجائی قرضے کے بین الاقوامی اجراء میں، جو اگرچہ ابھی تک کم مالیت کے ہیں، ملکی اجراء کے مقابلے میں تین گنی نمو ہو چکی ہے جس سے سرمائے کے بہاؤ کی بڑھتی ہوئی عالمگیریت ظاہر ہوتی ہے۔ گنجائی قرضہ منڈیوں کی نمو مالی امکانات تلاش کرنے والی بڑی کارپوریشنز کے لیے مثبت پیش رفت ہے۔
- قرضوں کا مجموعی حصہ بڑھانے میں حکومتی اور گنجائی قرضہ دستاویزات کا کردار مختلف خطوں میں مختلف ہے۔ جاپان، اٹلی اور فرانس میں قرضوں کی نمو تقریباً تمام کی تمام حکومتی وثیقہ جات کی وجہ سے ہے جبکہ برطانیہ میں نمو میں اصل کردار گنجائی قرضہ دستاویزات کا ہے۔ امریکہ اور جرمنی جیسے ملکوں میں قرضوں کے تین شعبوں میں ایک جھسی سطح کی سرگرمی دیکھنے میں آئی ہے، حکومتی، گنجائی اور اثاثوں کی بنیاد پر تسکات کا اجراء، جو زیادہ تر رہن جزدان کی بنا پر ہوتا ہے۔ بہر حال امریکہ کی رہن منڈی میں سیالیت کی کمی کا اثاثوں کی بنیاد پر جاری ہونے والی تسکات کی آئندہ نمو پر برا اثر پڑا ہے۔

ماخذ: Mapping the Global Financial Markets، دوسری سالانہ رپورٹ، ملکنزی گلوبل انسٹی ٹیوٹ، جنوری 2006ء۔

ناہموار مالی شعبے کے سنگین مضمرات کی ایک نمایاں مثال مشرقی ایشیا کا بحران ہے جہاں بینک بیرونی قرضہ جات فراہم کرنے والے اہم ترین ادارے تھے۔ بحران کے بعد واقعات پر غور کرنے سے اندازہ ہوتا ہے کہ مالکاری کے ایک اہم ذریعے کی حیثیت سے قرضہ منڈیوں خصوصاً بانڈ مارکیٹس کی بہت اہمیت ہے۔ مزید یہ کہ مالی منڈیوں کا مسلسل ارتباط اور ان میں آنے والی گہرائی پالیسی سازوں کے لیے اہم مسئلہ ہے، خصوصاً مرکزی بینکوں کے لیے جو زری پالیسی کی تشکیل اور نفاذ کے ذمے دار ہوتے ہیں کیونکہ بہت مربوط اور مؤثر مالی منڈیاں معیشت کو زری سنگل درست طور پر پہنچانے میں بہت معاون ہو سکتی ہیں۔



ترقی یافتہ منڈیوں کے مقابلے میں ایشیا کے مختلف ملکوں میں باہمی ربط کے کوئی شواہد نہیں۔ ایشیائی سرمایہ مارکیٹ مختلف قومی اکائیوں کا ایک مجموعہ ہے جہاں نسبتاً زیادہ ترقی یافتہ معیشتیں زیادہ ترقی یافتہ معیشتوں کے ساتھ مربوط ہونا شروع ہو گئی ہیں لیکن ابھی تک آپس میں اسی سطح کا ربط ضبط قائم کرنے میں پس و پیش سے کام لے رہی ہیں۔ جیسا کہ اوپر ذکر ہوا ایشیائی مالی اثاثہ میں بینک امانتیں اور حکومتی قرضہ دستاویزات نمو کو تحریک دینے والے اہم عناصر ہیں۔

بانڈ مارکیٹ کی تشکیل پر لٹریچر<sup>3</sup> سے پتہ چلتا ہے کہ ابھرتی ہوئی معیشتوں میں ارتقا کے کئی اسباب ہیں۔ مشاہدے میں آنے والے کئی عمومی رجحانات سے پتہ چلتا ہے کہ ان ممالک میں لوگ سیال قلیل مدتی بینک امانتوں پر زیادہ انحصار کرتے ہیں۔ ادارہ جاتی سرمایہ کار یا تو بہت خام صورت میں ہیں یا موجود ہی نہیں

<sup>3</sup> شرانی (2001ء) اور یوشی تومی اور شرانی (2001ء)

رکھتے۔ چند کمپنیاں جو بڑی اور مشہور ہیں وہی بانڈز جاری کر سکتی ہیں اور اس کے لیے ضروری معلوماتی، قانونی اور عدالتی ڈھانچہ موجود نہیں۔

### 3.2 پاکستان میں قرضہ منڈی کی حالت

پیشتر ایشیائی ملکوں کے رجحانات کی طرح پاکستان میں مالی اثاثوں کو متحرک کرنے والے اہم ترین عوامل امانتیں اور حکومتی بانڈ ہیں اور کارپوریٹ بانڈ کا اجرا بہت چھوٹے پیمانے پر ہوتا ہے<sup>4</sup> جس کے کل واجب الادا (فہرستی) اجرا مالی سال 2007ء کے خاتمے پر 45.1 ارب روپے (جی ڈی پی کا 0.7 فیصد) جبکہ کارپوریٹ بانڈز 28.3 ارب ملائیشیا میں 32.5 فیصد ہے۔ پاکستان انونٹسٹ بانڈز جو 2000ء میں جاری کیے گئے<sup>5</sup> طویل ترین میعاد کے ریاستی بانڈ ہیں اور نجی اجرا یوں کے لیے خط یافت کا ایک پیمانہ فراہم کرتے ہیں<sup>6</sup>۔ دوسری جانب قومی چھت اسکیمیں خردہ اور ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کو خطرے سے پاک سرمایہ کاری کا موقع دیتی ہیں۔

پاکستان میں ایک متحرک قرضہ منڈی کی تشکیل کی اہمیت دو وجوہ سے ظاہر ہوتی ہے جو ذیل میں بیان کی گئی ہیں۔ پہلی وجہ کا تعلق مالی نظام کی کارکردگی اور استحکام سے اور دوسری کا زری پالیسی کی تاثیر سے ہے۔

### 3.2.1 مالی نظام کی کارکردگی اور استحکام

ایک مستحکم قرضہ منڈی فرموں کو بیرونی مالکاری کا ایک متبادل ذریعہ فراہم کرتی ہے جس پر عموماً پاکستان جیسی ابھرتی ہوئی معیشتوں میں بینکاری کا شعبہ چھایا ہوا ہے۔ حقیقت یہ ہے کہ بینکاری کے شعبے کی اجارہ داری کامل مسابقت کے بنیادی اصول کی راہ میں رکاوٹ ہے۔ اس سے کارکردگی متاثر ہوتی ہے، قرضہ منڈی میں خرابیاں جنم لیتی ہیں اور مالی نظام کا استحکام خطرے میں پڑ جاتا ہے۔ مندرجہ ذیل پر غور کیجئے:

- جب بینکاری کے شعبے کو ایک ترقی یافتہ مقامی کرنسی بانڈ مارکیٹ میں مسابقت کا سامنا کرنا پڑتا ہے تو اسے اپنی کارروائیوں کو بہتر بنانا پڑتا ہے۔ پاکستان میں صورتحال یہ ہے کہ بینکاری کا شعبہ چھایا ہوا ہے جسے کارپوریٹ قرضہ منڈی سے کسی مسابقت کا سامنا نہیں ہے۔ غیر معمولی بینکاری تفاوت جو حال ہی میں پاکستان میں دیکھنے میں آئے ہیں، ملک کی مالی منڈیوں میں مسابقت اور کارکردگی کے فقدان کی علامت ہیں۔

- بینکیوں کے قرضوں کی مختصر میعاد، جو خود بینکیوں کی امانتوں کی نوعیت کا نتیجہ ہے خصوصاً پاکستان میں،<sup>7</sup> بینکیوں کے اثاثوں اور واجبات کے پورٹ فولیو میں عرصیت کی عدم مطابقت کے مسائل پیدا کرتی ہے۔ اس کا لازمی مطلب یہ ہے کہ طویل مدتی مالی ضروریات قلیل مدتی قرضوں کی مسلسل نوماکاری سے پوری کی جاتی ہیں اور سخت سیالیت کے زمانے میں جو قرض دار اپنی میعاد ذمہ داریوں کو نوماکاری سے پورا کرنے سے قاصر ہوتے ہیں، وہ قرضوں سے محروم ہو سکتے ہیں۔ اس طرح بانڈ مارکیٹ تک رسائی مالکاری کا ایک متبادل نہیں، اضافی ذریعہ بن جاتی ہے جیسا کہ ”فالٹو ٹائر“ کی مثال سے ظاہر ہوتا ہے<sup>8</sup>۔ یہ بات اس صورت میں اور بھی درست ہوتی ہے جب پاکستان جیسی نمو پاتی ہوئی معیشت کو انفراسٹرکچر کے طویل مدتی منصوبوں کے لیے خاصی رقم کی ضرورت ہوتی ہے۔

- جب فرمیں بانڈ کے اجرا کے ذریعے اپنی رقوم خود اکٹھا کر سکتی ہیں تو وہ بینکیوں پر کم انحصار کرتی ہیں اور ان مشکلات سے محفوظ رہتی ہیں جو بینکیوں کو درپیش ہوتی ہیں۔ اس سے بینکیوں پر بھی دباؤ بڑھ جاتا ہے کہ وہ اپنی کارکردگی کو بہتر بنائیں کیونکہ اب ان کے پاس مجبوراً ہلکے نہیں ہوتے۔ نتیجتاً بینک معیشت کے ان شعبوں کی جانب زیادہ توجہ دے سکتے ہیں جو اپنے چھوٹے سائز، قیام کی ابتدا میں درپیش مشکلات یا محض غیر متشکل معلومات کی بنا پر قرضوں کے حصول میں پریشانی کا شکار ہوتے ہیں۔

4 مالی شعبے کی اصلاحات میں کمپنیوں کو 1995ء سے میعاد کی مالکاری وثیقہ جات جاری کرنے کی اجازت دینا شامل تھا۔

5 1992ء میں متعارف کرائے جانے والے فیڈرل انونٹسٹ بانڈز (ایف آئی بی) کی جگہ پی آئی بی لائے گئے۔ ایف آئی بی کی باقاعدہ بنیادیں 1998ء تک رہی تھیں۔

6 ابتدا میں 3، 5 اور 10 سال کے پی آئی بی جاری کیے گئے۔ 2004ء میں 15 اور 20 سال کے پی آئی بی بھی متعارف کرا کے نشانہ یہ خط یافت میں توسیع کی گئی تاکہ رہن کی صنعت کی تشکیل کے لیے ایک

ساورن نشانہ یہ خط یافت وجود میں آئے۔ 2006ء میں 30 برس میعاد کے پی آئی بی جاری کر کے خط یافت کو مزید توسیع دی گئی۔

7 اس مسئلے پر اس رپورٹ کے باب ”مالی وساطت کی کارگزاری: بینکاری تفاوت کا تجزیہ“ میں تفصیل سے روشنی ڈالی گئی ہے۔

8 یہ وہ الفاظ ہیں جو مشرقی ایشیا کے مالی بحران کے بارے میں ایٹن گرینسپان نے 1999ء میں استعمال کیے۔

- بانڈ اور تمسکات کی مالکاری کی ایک اہم داخلی خاصیت بینکوں کے مقابلے میں خطرات سے نمٹنے کی بہتر صلاحیت ہے۔ جب تمسکات متعدد افراد میں تقسیم ہوں تو خطرہ بھی احسن طریقے سے بٹ جاتا ہے۔ چنانچہ خطرے کا تقسیم ہونا قرض دہندگان کے لیے ترغیب کا باعث ہوتا ہے اور وہ طویل عرصے تک کے لیے قرضے فراہم کر سکتے ہیں، یوں قرض داروں کو اپنی مالکاری کی طویل مدتی ضروریات پوری کرنے میں آسانی ہوتی ہے۔ یہ تمام پہلو مالی نظام کے استحکام میں اضافہ کرتے ہیں۔

### 3.2.2 زری پالیسی کے سگنل کی تزییل

زری پالیسی کا مؤثر ہونا طویل مدتی شرح سود پر منحصر ہے جو قلیل مدتی شرح سود سے بہت متاثر ہوتی ہے۔ ایک ترقی یافتہ قرضہ منڈی قلیل مدتی شرحوں کی تاثیر کا تعین کرنے اور زری پالیسی کے سگنل کی تزییل کے لیے بہت ضروری ہے۔ مندرجہ ذیل پر غور کیجئے:

- دنیا بھر میں مرکزی بینکوں کا عموماً قلیل مدتی شرح سود پر براہ راست کنٹرول ہوتا ہے اور اسی لیے یہ ان کا اہم ترین پالیسی اقدام ہوتا ہے۔ جب مرکزی بینک ان شرحوں کو بڑھاتا یا گھٹاتا ہے تو مارکیٹ میں طویل مدتی شرح سود بھی اسی حساب سے بڑھتی یا گھٹتی ہے۔
- جب کوئی مرکزی بینک گرائی کم کرنا چاہتا ہے تو قلیل مدتی شرح سود بڑھا دیتا ہے۔ اس موقع پر مارکیٹ طویل مدتی بانڈز میں سرمایہ کاری کرنے کی کارروائیاں روک دیتی ہے (تاکہ مستقبل میں سرمایہ کاری کر سکے)۔ اس سے مجموعی طلب گھٹ جاتی ہے اور گرائی کم ہو جاتی ہے۔
- لیکن اس طریقہ کار کے مؤثر طور پر کام کرنے کے لیے ایک ترقی یافتہ قرضہ منڈی بشمول طویل مدتی حکومتی اور کارپوریٹ بانڈز لازمی ہے جو طویل مدتی قرض گاری کے لیے وساطت کو یقینی بنائے۔ ایسی منڈی کی عدم موجودگی میں مرکزی بینک کے لیے اپنے مقاصد کی تکمیل کرنا بہت مشکل ہے۔

### 3.3 کارپوریٹ قرضہ منڈی کی ترقی میں حائل رکاوٹیں

بازار سرمایہ کی اصلاحات کے نفاذ کے بعد سے کارپوریٹ قرضہ منڈی میں کچھ پیش رفت ہوئی ہے مگر اب بھی اس میں گہرائی کی کمی ہے۔ اس کی تشکیل میں حائل چند رکاوٹیں یہ ہیں:

#### 3.3.1 قومی بچت کی اسکیموں پر یافت

تاریخی اعتبار سے کارپوریٹ قرضہ منڈی کی ترقی کی راہ میں سب سے بڑی رکاوٹ قومی بچت کی اسکیموں کی جانب سے مسابقت ہے جو طویل مدتی سرمایہ کاری کے لیے متبادل راستے فراہم کرتی ہیں۔ ان اسکیموں میں خطرے کا عنصر نہ ہونے کے باوجود کارپوریٹ بانڈز سے کہیں زیادہ یافت کی پیشکش کی جاتی رہی ہے۔ قومی بچت کی اسکیموں کی شرحوں کو اسی میعاد کی مارکیٹ میں موجود دیگر یافتوں کے مطابق بنانے کے لیے پہلے ان اسکیموں پر یافت کم کی گئی<sup>9</sup> اور پھر اسے حکومت کے مارکیٹ میں موجود طویل مدتی بانڈز کی یافت سے منسلک کر دیا گیا۔ مارچ 2000ء سے ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کے قومی بچت اسکیموں میں حصہ لینے پر پابندی لگا دی گئی۔ تاہم حال میں یہ پابندی ختم کرنے کے حکومتی فیصلے<sup>10</sup> سے ٹی ایف سی کی طلب کم ہو گئی ہے اور قومی بچت کی اسکیموں کو معیشت کے مجموعی شرح سود کے ڈھانچے کے مطابق رکھنا ضروری ہو گیا ہے۔

#### 3.3.2 آگاہی کے حوالے سے منڈی کی نفسیات

پاکستان میں کاروباری اداروں کی بڑی تعداد مختلف خاندانوں کی ملکیت ہے اور وہی اس کا انتظام چلاتے ہیں چنانچہ وہ اپنے اداروں کے بارے میں معلومات افشا کرنے سے گریزاں ہوتے ہیں۔ دیگر وجوہات کے علاوہ ایک یہ بھی سبب ہے کہ فہرستی کمپنیوں کی تعداد جو 2000ء میں 762 تھی 2006ء

<sup>9</sup> قومی بچت اسکیموں پر یافت 14 مئی 1999ء سے کم کی گئی، پھر یکم جنوری 2000ء اور یکم جولائی 2000ء کو مزید دو مرتبہ شرحوں میں کمی کی گئی جس سے 10 سالہ ڈیفنس سیونگ سرٹیفکیٹس پر اوسط شرح 15 سے گھٹ کر 14 فیصد ہو گئی۔

<sup>10</sup> 10 اکتوبر 2006ء سے مؤثر۔

میں کم ہو کر 658 رہ گئی۔ متعدد فہرستی کمپنیوں نے فہرست میں اندراج سے نکلنے کا راستہ اختیار کیا ہے جبکہ نئی فہرستی کمپنیاں زیادہ تر حکومت کے نجکاری شدہ ادارے ہیں۔ ان کمپنیوں کی بڑی اکثریت مالکاری کی سہولتیں حاصل کرتی ہے لیکن وہ اسٹاک ایکسچینج پر اپنا اندراج کروانے سے اجتناب کرتی ہیں کیونکہ انہیں اندیشہ ہوتا ہے کہ اس صورت میں کنٹرول ان کے ہاتھ سے نکل جائے گا، معلومات افشا کرنے پڑیں گی اور نظم و نسق کے حوالے سے دشواریوں کا سامنا کرنا پڑے گا۔ یہ بات الیکٹرانک سی آئی بی ڈیٹا بیس میں موجود متعدد کارپوریٹ قرض داروں (بشمول شراکت داریوں) کی تعداد سے ظاہر ہے جو مالی سال 2007ء کے جون کے آخر میں 29,502 تھی جبکہ سیکورٹیز اینڈ ایکسچینج کمیشن آف پاکستان (ایس ای سی پی) میں رجسٹرڈ نجی لمیٹڈ کمپنیوں کی تعداد 50,000 ہے جس سے ظاہر ہوتا ہے کہ کمپنیاں اپنی مالکاری ضروریات خود اپنے وسائل سے پورا کرنے کو ترجیح دیتی ہیں۔

یہ ذہنیت ناصرف کارپوریٹ قرضہ منڈی کی تشکیل پر منفی اثر مرتب کرتی ہے بلکہ کارپوریٹ شعبے کے مالی ڈھانچے کو بھی متاثر کرتی ہے کیونکہ رقوم کے حصول کے لیے زیادہ تر بینکاری کے شعبے سے قرض لینے پر انحصار کیا جاتا ہے۔ بہترین صورت یہ ہے کہ جب کوئی کارپوریٹ ادارہ بینکاری کے شعبے سے قرض لینا چاہے تو پہلے رقم حاصل کرنے کے مختلف طریقوں کا جائزہ لے جن میں ایکویٹی دستاویزات کا نیا اجراء، نیم ایکویٹی دستاویزات جیسے ترجیحی حصص، طویل مدتی قرضہ دستاویزات جیسے ٹی ایف سی یا قلیل مدتی دستاویزات جیسے کمرشل پیپر شامل ہیں۔ سرمائے کے ذرائع میں تنوع لانے میں پس و پیش سے بھی کارپوریٹ شعبے کی نمو کے امکانات مجروح ہوتے ہیں۔

### 3.3.3 لین دین کے بلند اخراجات

لین دین کے بلند اخراجات بڑی رکاوٹ رہے ہیں خاص طور پر ابتدائی دور میں جب اجراء، اندراج اور ٹیکس کے زیادہ اخراجات کی بنا پر ٹی ایف سی اجراء کی حوصلہ شکنی ہوئی تھی۔ اندراج کے اخراجات کو بہتر بنایا جا رہا ہے جس میں ایس ای سی پی اور کے ایس ای کی مشترکہ کوششیں شامل ہیں۔ اس کے علاوہ ان دستاویزات پر وہ ہولڈنگ ٹیکس اور اسٹیپ ڈیوٹی کی شرحیں بھی بہتر بنائی جا رہی ہیں۔ اس کے علاوہ دستاویزی کارروائیوں اور ایس ای سی پی سے درکار منظوری کے عمل میں حائل رکاوٹوں کو دور کرنے کے لیے بھی اقدامات کیے جا رہے ہیں<sup>11</sup>۔

### 3.3.4 غیر سیال ثانوی بازار

ٹی ایف سی کے اولین بازار نے تو کچھ پیش رفت کی ہے تاہم ثانوی بازار ابھی تک غیر سیال ہے۔ اس کے کئی اسباب ہیں جن میں اجراء کا حجم کم ہونا، (قرضہ دستاویزات کی خرید و فروخت کا تجربہ نہ ہونے کے باعث) حاملین دستاویزات میں کسی حد تک ہچکچاہٹ کی کیفیت، مسابقت کا فقدان اور نئی ریاستی دستاویزات کی آمد جاری نہ رہنا شامل ہیں۔

ایک متحرک قرضہ منڈی کو فروغ دینے کے لیے ایس ای سی پی نے حالیہ برسوں میں کئی اقدامات کیے ہیں۔ مثال کے طور پر 2006ء میں ایس ای سی پی نے قرضہ منڈی کی نمو میں رکاوٹ پیدا کرنے والے عوامل کا جائزہ لینے اور موزوں سفارشات دینے کے لیے ماہرین کی ایک کمیٹی بنائی۔ ایس ای سی پی کا خیال ہے کہ اس کمیٹی کی سفارشات کے نفاذ کے بعد ملک میں ایک متحرک قرضہ منڈی تشکیل پائے گی اور ترقی کرے گی۔ اس سے کمیشن، اسٹیٹ بینک اور حکومت اور کارپوریٹ شعبے کے اندر دیگر متعلقہ فریقوں کے مابین روابط بھی مضبوط ہوں گے۔

### 3.4 پاکستان کے لیے مستقبل کی راہ

مندرجہ بالا صورتحال کے پیش نظر اس سیکشن میں ان چند عوامل پر بحث کی گئی ہے جو پاکستان میں قرضہ منڈی کی تشکیل کو سہل بنا سکتے ہیں۔

#### 3.4.1 بینکوں کا کردار

بینکاری کا شعبہ جو معیشت کے تمام حصوں کے لیے مالکاری کی فراہمی کے حوالے سے تقریباً اپنی اجارہ داری رکھتا ہے، قرضہ منڈی کی تشکیل میں اہم کردار ادا کر سکتا ہے۔ عام طور پر بینک مارکیٹ کے اہم ترین اجراء کنندگان، ہولڈرز، ڈیلرز، مشیر، ذمہ نویس (انڈر رائٹر) اور ضمانت دہندہ ہوتے ہیں<sup>12</sup>۔ جہاں تک

<sup>11</sup> اپریل 2007ء میں ڈیٹ کمیٹی مارکیٹ کمیٹی کی ایس ای سی پی کو پیش کردہ قرضہ منڈی میں اصلاحات کی تجاویز۔

<sup>12</sup> ملاحظہ کیجئے: "Bond markets and banks in emerging economies", BIS Paper No. 11

عرصیت میں عدم مطابقت کے مسائل کا تعلق ہے ان کی بیلنس شیٹ غیر متوازن ہوتی ہے اس لیے بینک اثاثوں اور واجبات کی مناظمت کے لیے طویل مدتی بانڈ جاری کر سکتے ہیں۔ ماکاری کے طویل مدتی منصوبوں کے نقطہ نظر سے یہ بات خاص طور پر اہمیت رکھتی ہے۔ سود کی بدلتی ہوئی شرح کے ماحول میں اپنے خطرات سے نمٹنے کے انتظام کو مزید بہتر بنانے کے لیے اب کچھ جدید طریقے موجود ہیں جیسے انٹریسٹ ریٹ سواپ ( Interest Rate Swap, IRS)۔ تختی بانڈ کا اجرا بھی بینکوں کے لیے مفید ہو سکتا ہے جو ان کی سرمائے کی ضروریات پوری کرنے میں مدد دے سکتا ہے۔

### 3.4.2 ثانوی بازار میں خرید و فروخت کو فروغ دینے میں اسٹیٹ بینک کا کردار

قرضہ دستاویزات کے ثانوی بازار میں خرید و فروخت کو فروغ دینے میں اسٹیٹ بینک کا اہم کردار ہے: وہ زرعی پالیسی کے نفاذ کو بہتر بنا سکتا ہے۔ قلیل مدتی شرح سود کی تغیر پذیری میں کمی پالیسی موقف کے سگنل کو موزوں طور پر منتقل کرنے کے علاوہ سرمایہ کاروں کے اعتماد کو بڑھاتی ہے اور مالی وساطت کاروں کے پورٹ فولیو میں پختگی لاتی ہے۔ مزید برآں مستحکم بازار زر کی شرحیں ریپو کی سرگرمیوں کو تیز کرتی ہیں اور خط یافت کو بہتر بناتی ہیں کیونکہ طویل تر عرصیت والے تسکات میں خرید و فروخت شروع ہو جاتی ہے۔ گذشتہ برس کی طرح مالی سال 2007ء میں بھی اسٹیٹ بینک نے پالیسی ریٹ کی منتقلی کو بہتر بنانے پر توجہ دی۔ اس مقصد کے لیے بین الہینک مارکیٹ سے اضافی سیالیت نکالی گئی اور شبیہ ریپو ریٹ کو ڈسکاؤنٹ ریٹ کے قریب رکھا گیا۔ یہ طرز عمل بہت مؤثر ثابت ہوا چنانچہ اسٹیٹ بینک زرعی پالیسی کے نفاذ کے طریقوں کو بہتر بنانے کا عمل جاری رکھے گا۔

### 3.4.3 شرح سود کے میعاد ڈھانچے کی تشکیل

شرح سود کے میعاد ڈھانچے کا انحصار اولین بازار میں باقاعدگی سے ہونے والی اجرائیوں، ثانوی بازار میں خرید و فروخت کی سرگرمیوں میں تیزی اور اجرا کنندگان اور سرمایہ کاروں دونوں کے لیے مارکیٹ میں آمد و رفت کی آسانی سے ہے۔ پاکستان انوسٹمنٹ بانڈز کی مئی 2006ء سے باقاعدہ نیلامیاں اس سمت میں ایک قدم ہے۔

مشرقی ایشیا اور لاطینی امریکہ کی طرح<sup>13</sup> پاکستان کے پالیسی ایجنڈے میں اس نکتے کو اہمیت حاصل ہے کہ بانڈ مارکیٹ کو ترقی دی جائے اور ملکی کرنسی میں طویل مدتی قرضہ دستاویزات جاری کرنے کی سرکاری و نجی شعبے کے قرض داروں کی اہلیت کو بڑھا یا جائے۔ قومی بچت اسکیموں پر اداروں کی سرمایہ کاری کے حوالے سے پالیسی میں تبدیلی کے باعث بانڈ مارکیٹ کو جو دھچکا پہنچا اس کے باوجود حال ہی میں پی آئی بی کی نیلامیوں سے اندازہ ہوتا ہے کہ حکومت طویل مدتی خط یافت کو، لہذا بانڈ مارکیٹ کو، بہتر بنانا چاہتی ہے۔ یہ بات اس لیے اور بھی درست ہے کہ مقامی بانڈز کے اجرا کی تاریخ میں پہلی مرتبہ دسمبر 2006ء میں ایک 30 سالہ پی آئی بی کا اجرا کیا گیا۔ خاصی زیادہ مالیت کی باقاعدگی سے ہونے والی پی آئی بی کی نیلامیوں سے حکومت پاکستان کو قرضوں کی اوسط عرصیت کی کیفیت بہتر ہوگی جو قلیل مدتی قرض داری پر انحصار کی وجہ سے بہت کم ہو گئی ہے۔ ان نیلامیوں سے خط یافت طویل تر ہوگا اور ثانوی بازار میں ضروری سیالیت پیدا ہوگی۔

### 3.4.4 سرمایہ کاروں کی بنیاد کی تشکیل

قرضہ دستاویزات میں اولین اور ثانوی بازار دونوں کی تشکیل کے لیے سرمایہ کاروں کی موجودگی بھی ضروری ہے۔ قواعد و ضوابط ایسے ہونے چاہئیں کہ افراد اور اداروں کو سرمایہ کاری کرنے اور قرضہ دستاویزات کی خرید و فروخت کرنے کے لیے ایک ترغیباتی فریم ورک مہیا ہو سکے۔ اسٹیٹ بینک کا پرائمری ڈیلر کا نظام جس میں کمرشل بینک، ترقیاتی مالیاتی ادارے اور بروکر تاج ہاؤسز شامل ہیں، حکومتی سیکورٹیز سے لے کر کارپوریٹس، پنشن فنڈز اور ریٹیل انویسٹرز تک سرمایہ کاروں کی بنیاد وسیع کرنے میں مدد دیتا ہے۔ خطرات، میعاد اور تجارتی مقاصد کے حوالے سے مختلف ترجیحات کے حامل سرمایہ کاروں کی متنوع اقسام موجود ہوں تو بھرپور لین دین اور سیالیت کا ماحول پیدا ہو سکتا ہے۔ مزید یہ کہ ایک مؤثر کریڈٹ ایجنسی اس سلسلے میں بہت مفید ہو سکتی ہے جو قرضہ جات کے خطرات کی تفہیم کے بارے میں سرمایہ کاروں میں اعتماد پیدا کر سکتی ہے۔

پس ابھرتی ہوئی منڈیوں کے لیے ضروری ہے کہ کلی معاشی پالیسیوں کو مضبوط بنایا جائے تاکہ قرض گیری اور قرض گاری کے لیے مستحکم ماحول پیدا ہو، کارپوریٹ نظم و نسق میں بہتری لائی جائے تاکہ فرمیں محتاط انداز میں قرضے لے سکیں، آگاہی و انکشاف کے طور طریقوں کو درست کیا جائے تاکہ ممکنہ

حالیہ بائڈ کی صحیح سرمایہ کارانہ فیصلے کرنے کی صلاحیت میں اضافہ ہو، ادارہ جاتی سرمایہ کاروں کی نمو کی حوصلہ افزائی کی جائے تاکہ تنوع کے مواقع بڑھیں اور لین دین کی لاگت کم ہو اور مؤثر کلیئرنگ اور چلتائی، قرضوں میں اضافے اور کسٹومڈیل سہولتوں میں بہتری لاکر بائڈ مارکیٹ کے عمومی ڈھانچے کو طاقتور بنایا جائے۔<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> ملاحظہ کیجئے: "A Tale of Two Markets : Bond Market Development in East Asia and Latin America", Barry Eichengreen et al,

