

निवेश वातावरण: अवरूद्ध परियोजनाएं, बकाया ऋण और इक्विटी समस्याएं

04

अध्याय

4.1 परिचय

पिछले कुछ वर्षों में भारत का निवेश क्षमता से कम रहा है। वित्त वर्ष 2009-10 की आखिरी तिमाही में यह 24% से सकल नियत पूंजी निर्माण की दर शून्य पर आ पहुंची है (चित्र 4.1)। अवसंरचना, विनिर्माण, खनन, विद्युत आदि में भारी आर्थिक उपक्रमों के संदर्भ में परियोजनाओं में बाधा इस गिरावट का अहम कारण है। दिसम्बर, 2014 के अंत में बाधा ग्रस्त परियोजनाओं की संख्या 8.8 लाख करोड़ अथवा जीडीपी का 7% रही थी।

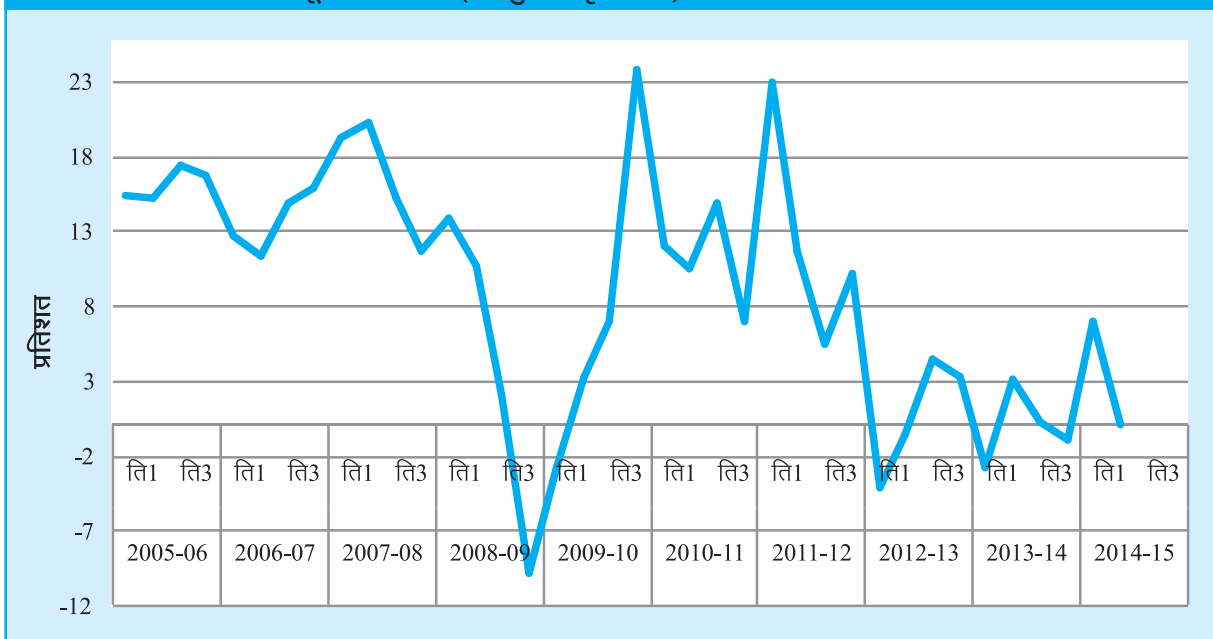
रूकी हुई परियोजनाओं के विश्लेषण, उन्हें कुछ आंतरिक और नीति संबंधी सुझाव देने के लिए इन विश्लेषणों में भारतीय अर्थव्यवस्था निगरानी केंद्र (सीएमआईई) में कैपेक्स डाटाबेस प्रयुक्त किया गया है। उसमें फार्म स्तर के निजी तथा सार्वजनिक निवेश ऑकड़े, तुलनपत्र रिपोर्टें और परियोजनाओं की टाइमलाइन शामिल है। इस मिश्रण से देश में निवेश

माहौल की एक यथार्थ तस्वीर बनती है। साथ ही चेतावनी मिलती है कि यह तस्वीर एक नमूना भर है।

यह अध्याय पांच अहम और आधारभूत नीतिगत परामर्श प्रस्तुत करता है। मुख्य संदेश निम्नलिखित है।

- (i) पिछले 5 सालों में परियोजनाओं के बन्द होने की दर चेतावनी के स्तर पर सबसे ज्यादा रही है और यह दर निजी क्षेत्र से बहुत ज्यादा है।
- (ii) अच्छी खबर यह है कि पिछली 3 तिमाहियों में बंद होने की दर थम गई है उसके अलावा गत वर्ष 8.3 प्रतिशत से घटकर 2014-15 की तीसरी तिमाही में रूकी हुई परियोजनाओं का स्टॉक सकल घरेलू उत्पाद के 7 प्रतिशत तक हो गया था।
- (iii) आंकड़े दर्शाते हैं कि निजी क्षेत्र में विनिर्माण और अवसंरचना क्षेत्र हावी है तथा अवसंरचना में रूकी

चित्र 4.1: सकल नियत पूंजी निर्माण, (वर्षानुवर्ष, वृद्धि दर)



हुई परियोजनाओं के कुल मूल्य में विनिर्माण हावी है। अवसंरचना क्षेत्र में सरकार की रूकी हुई परियोजनाएं पहले से ही हाबी हैं। प्रतिकूल बाजार स्थितियों से (और सांविधिक निकासियों के न होने) निजी क्षेत्र में परियोजनाओं की भारी संख्या रूक रही है। और इसके उलट सांविधिक कारण निजी क्षेत्र में रूके होने की व्याख्या करते रहे हैं। शीर्षस्थ 100 रूकी हुई परियोजनाओं की क्लियरिंग से मूल्यगत स्तर पर 83% रूकी परियोजनाएं स्वीकार हो जाएगी।

- (iv) परियोजनाओं के रूकने से कारपोरेट क्षेत्र की सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों की वैलेंसशीट भी बुरी तरह प्रभावित होती है जो कि आगे चलकर निजी क्षेत्र के भावी निवेश को बाधित करती है और ऐसा चक्र बनाती है जिससे कमजोर निवेश के कारण अपेक्षा से कम वित्तपोषण होता है और कुल मिलाकर निवेश में मंदी आती है।
- (v) अवरूद्ध होने की उच्च दर, और कमजोर वैलेंसशीट के अलावा इक्विटी मार्केट को भी सुव्यवस्थित रूप से काम करना चाहिए एक सुस्पष्ट अवधारणा है कि प्रभावित कंपनियों के इक्विटी मूल्यांकन पर्याप्त रूप से लाभदायक नहीं हो रही हैं। एक अध्ययन में दर्शाया है कि परियोजनाओं के बंद होने से सुदृढ़ इक्विटी में कोई खास प्रभाव नहीं है। शुद्ध राजनीतिक, आर्थिक कारण से इस बात की संभावना हो सकती है कि बाजार बेल आउट के अपवादों का आंतरिकीकरण कर रहा है।

दो और नीतिगत सुझाव भी इस प्रकार हैं।

- (i) भारतीय सार्वजनिक क्षेत्र के बैंकों और निगम क्षेत्र की बैलेंस शीटों के तालमेल से यह प्रत्याशा बनती है कि निजी क्षेत्र निवेश जरूरतों की संतुलित रूप से जारी रखने की जरूरत है इस परिप्रेक्ष्य में पूंजी निर्माण के लिए नयी रूपरेखा के साथ सार्वजनिक निवेश को बढ़ाए जाने की जरूरत है और अल्पावधिक संदर्भ में निजी क्षेत्रीय निवेश के लिए बहुलता का वातावरण बनाए जाने की जरूरत है।
- (ii) निवेश के लिए सार्वजनिक-निजी सहभागिता (पीपीपी)। मॉडल को नए सिरे से बहाल किया

जाना जरूरी है। (इस संबंध में विशिष्ट ब्यौरे बॉक्स 4.1) में दिए गए हैं। इसके अतिरिक्त एक स्वायत्त रिनेगोसिएशन कमेटी बनाने के लिए गंभीर रूप से विचार विमर्श किए जाने का सुझाव दिया गया है। दिवालियापन और एक्सिट के लिए अपेक्षा कमजोर तंत्र की मौजूदगी से हमारा मानना है कि इससे सभी संबद्ध पक्षों में व्यवधानकारी पीड़ा बढ़ेगी क्योंकि यह अपेक्षा कामयाब नहीं है।

4.2 अवरूद्ध परियोजनाओं का स्टॉक और उनके अवरूद्ध होने की दर

4.2.1 निजी क्षेत्र द्वारा अभिभावी उच्च चेतावनी

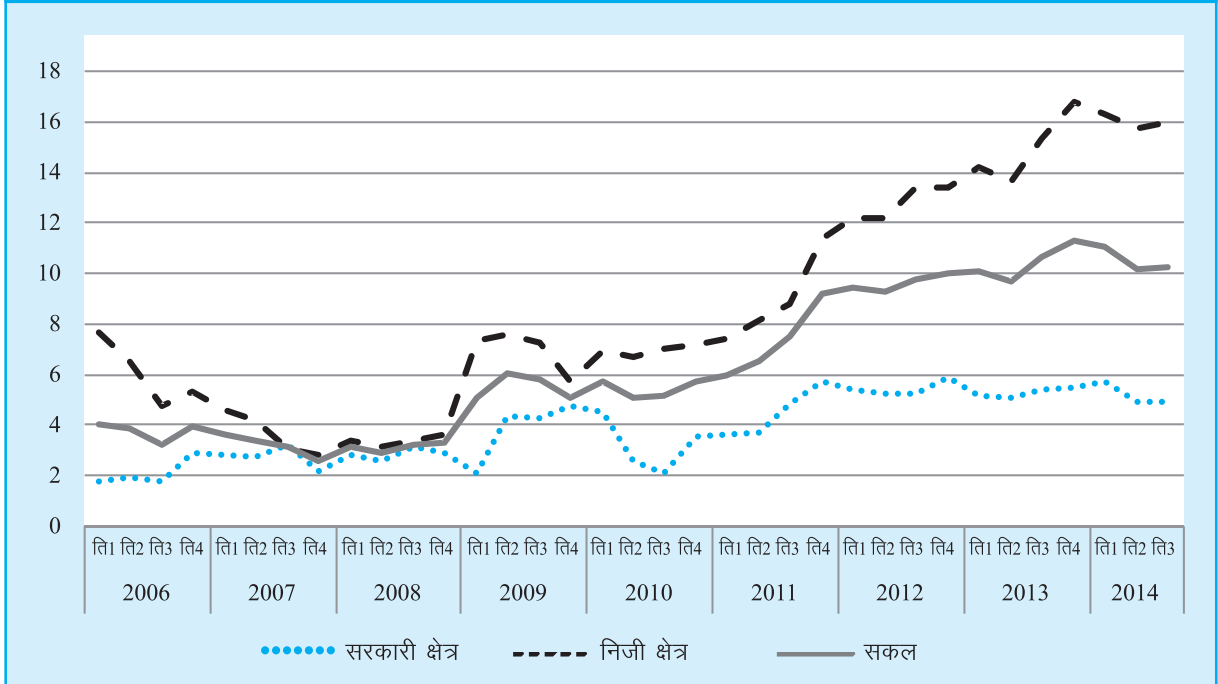
चित्र 4.2 अवरूद्ध दर पर आकड़े प्रस्तुत करता है। जोकि परियोजनाओं के मूल के संदर्भ में क्रियान्वयनवाधीन रूकी हुई परियोजनाओं के स्टॉक के रूप में परिभाषित किया गया है। इस बात के पर्याप्त साक्ष्य है कि रूकी हुई परियोजनाओं का स्टॉक खतरे के स्तर तक बढ़ गया है। इसमें ज्यादातर संख्या निजी क्षेत्र की है और इसमें भी विशेष तौर पर पिछले 5 वर्षों के दौरान ही हुई है। चालू वित्त वर्ष की तीसरी तिमाही के अंत में क्रियान्वयन के अधीन ऐसे 100 रुपए की परियोजनाओं में 10.3 रुपए के मूल्य की परियोजनाएं ही रूकी हुई थी और निजी क्षेत्र के लिए यह संख्या 16 है।

4.2.2 पिछली तीन तिमाहियों का आकलन

अवरूद्ध परियोजनाओं का स्टॉक दो वजहों, अवरूद्ध होने की दर और बहाल होने की दर से चालित होता है। चित्र 4.3 में अवरूद्ध परियोजनाओं के सकल मूल्य और पिछली तीन तिमाहियों में बहाल की गई परियोजनाओं को दर्शाया गया है। और देखा जा सकता है दोनों ही समस्या में योगदान कर रही है। परियोजनाओं की एक अच्छी खासी संख्या रूकी हुई थी और काफी संख्या में पुनर्बहाल नहीं किया जा रहा है। तथापि, विगत कुछ तिमाहियों में दोनों मोर्चों पर कुछ सुधार हुआ है।

सारणी 4.1 सघट के अंश के रूप में रूकी हुई परियोजनाओं की सूचना देती है। पिछले तीन वित्तीय वर्षों से सघट के 8-9 प्रतिशत की दर पर रूका हुआ निवेश पहले चित्र 4.1 में देखे गए सकल नियत पूंजी निर्माण में गिरावट के प्रमुख कारण रहे हैं। तथापि, 2014-15 की तीसरी तिमाही के अंत में यह संख्या घटकर सघट के 7% पर आ गई है जो धीरे-धीरे सुधार दर्शाता है।

चित्र 4.2: मूल्य के अनुसार रुकी हुई दर (कार्यान्वयन के अधीन परियोजनाओं के प्रतिशत के रूप में रुकी परियोजनाओं का स्टॉक)



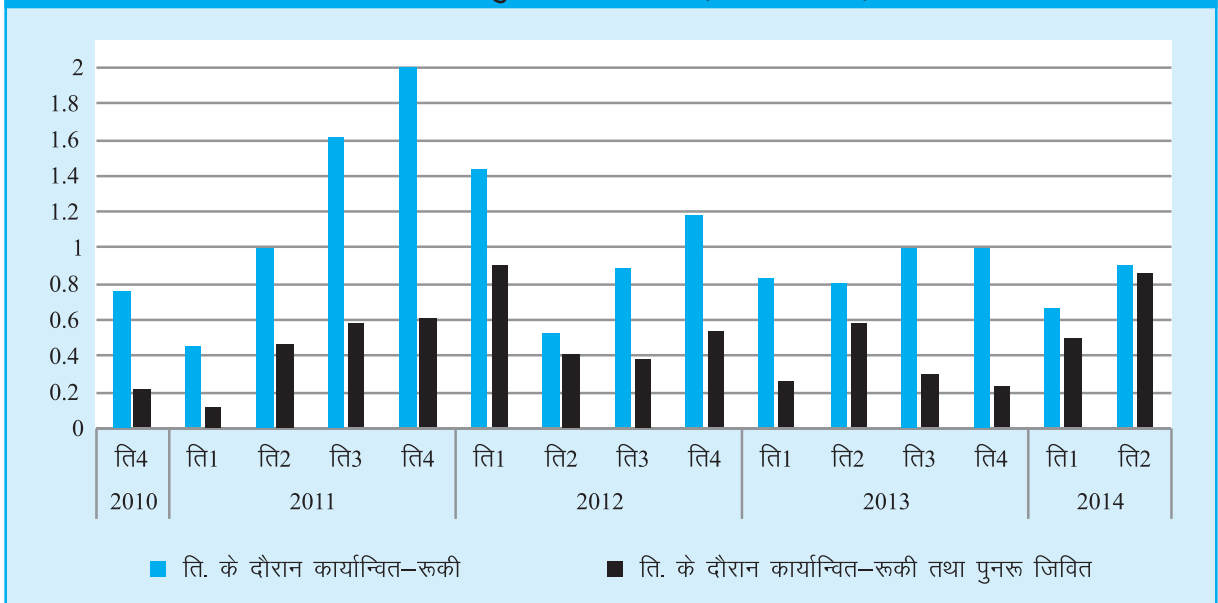
स्रोत : सीएमआई

4.3 रुकी परियोजनाओं का विश्लेषण

कैपेक्स आंकड़ाधार में उपलब्ध सभी सूचनाओं का उपयोग करते हुए हम पांच आयामों के साथ रुकी परियोजनाओं का विश्लेषण करते हैं: मूल्य, क्षेत्र, भूगोल और रोकने के कारण (सारणी 4.2 में और अधिक अलग-अलग ब्यौरा दिया गया है)।

चित्र 4.4 और 4.5 क्रमशः सरकारी और निजी क्षेत्र के फार्मों के लिए 8.8 लाख करोड़ रुपए के मूल्य की रुकी हुई परियोजनाओं के क्षेत्रीय विखंडन दर्शाते हैं। नोट करने की पहली बात है कि रुकी हुई परियोजनाओं के कुल मूल्य में से सरकारी और निजी क्षेत्र का हिस्सा क्रमशः 1.8 और 7 लाख करोड़ रुपए है। कुल में हिस्सों के अर्थ में सरकारी और

चित्र 4.3: परियोजनाओं का रुकना और पुनः प्रवर्तित होना (लाख रुपये में)



स्रोत : सी एमआई

सारणी 4.1 सघट के भाग के रूप में रूकी परियोजनाएं (मूल्य-अनुसार)

वर्ष	सरकारी	निजी	कुल
2011-12	2.0%	5.7%	7.7%
2012-13	1.9%	6.1%	8.9%
2013-14	1.8%	6.5%	8.3%
2014-15 तीसरी तिमाही तक	1.4%	5.5%	6.9%

स्रोत : सीएमआई और केन्द्रीय सांख्यिकी कार्यालय

निजी दोनों क्षेत्रों में बिजली और सेवाओं का वचस्व हैं, जबकि निजी क्षेत्र में विनिर्माण रूकी परियोजनाओं का प्रमुख संघटक है।

सरकारी और निजी दोनों क्षेत्रों में जिस क्षेत्र की अधिक संख्या में रूकी परियोजनाएं हैं, वह है बिजली क्षेत्र। इस वित्त वर्ष की तीसरी तिमाही के आंकड़े बिजली क्षेत्र की 80 परियोजना को रूकी गई जिसमें से 75 उत्पादन क्षेत्र के और 5 वितरण क्षेत्र की है तथा 80 में से 54 वस्तुतः निजी क्षेत्र की है। उल्लेखनीय है कि निजी श्रेणी के अंतर्गत बिजली में लगभग सभी परियोजनाएं ही सरकारी निजी भागीदारी की है, जिनसे सरकारी क्षेत्र सीधे प्रभावित होता है।

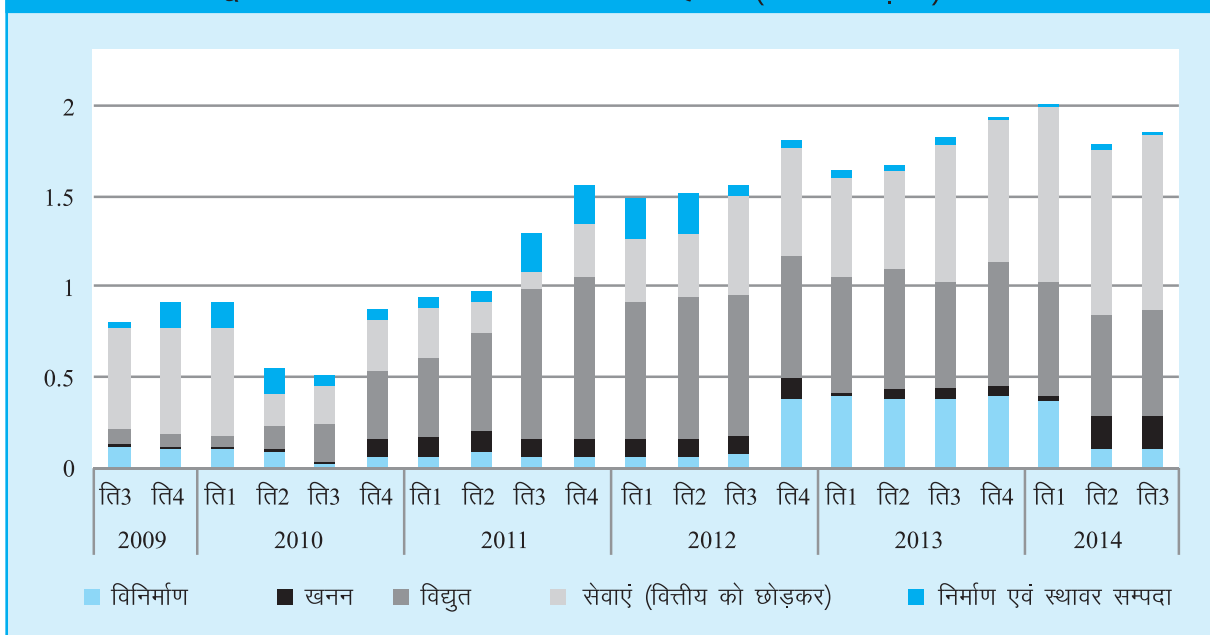
सारणी 4.2 : रूकी परियोजनाओं का चरित्र चित्रण

आयाम	संघटक
स्वामित्व क्षेत्र	सरकारी, निजी (भारत) निजी (विदेशी) अवसंरचना: बिजली राजमार्ग, हवाई अड्डा, निर्माण, खनन: कोयला, लोहा विनिर्माण: इस्ताप, सीमेन्ट औषध, गारमेन्ट, प्रसंस्कृत खाद्य
भूगोल	राज्य
मूल्य	रुपए में
रोकने के कारण	मंजूरी: पर्यावरणीय, भूमि इंधन: अन्य कच्ची सामग्री बाजार: मांग, निधियों की कमी

स्रोत : सीएमआई

अधिक सूक्ष्म विश्लेषण करने पर पता चलता है कि विनिर्माण, खनन और बिजली की उस क्रम में सभी क्षेत्रों में पिछली कुछ तिमाहियों में सबसे अधिक रूकने की दर रही है। हवाई परिवहन, सड़क और पोत परिवहन अवसंरचना में दूसरे सबसे बड़े योगदानकर्ता हैं और इस्ताप, सिमेन्ट, गारमेन्ट्स तथा खाद्य प्रसंस्करण विनिर्माण क्षेत्र के भीतर सबसे बड़े योगदानकर्ता हैं।

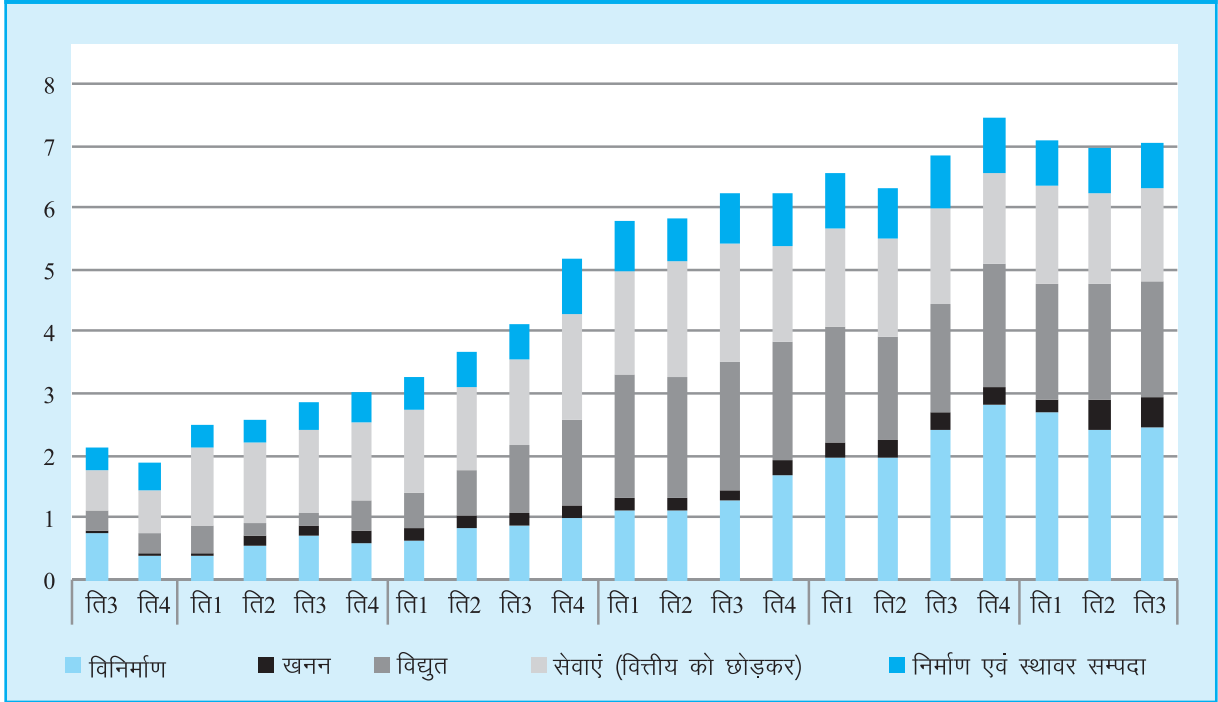
चित्र 4.4: अवरूद्ध सरकारी परियोजनाओं में क्षेत्र का हिस्सा (लाख करोड़ में)



स्रोत : सीएमआई

¹ सेवाओं में होटल और पर्यटन, थोक एवं खुदरा व्यापार, परिवहन सेवाएं, संचार सेवाएं, आईटी और अन्य विविध गैर-वित्तीय सेवाएं शामिल हैं।

चित्र 4.5: अवरूद्ध निजी परियोजनाओं में क्षेत्रक का हिस्सा



स्रोत : सीएमआईई

अगली तालिका 4.3 में, हम सार्वजनिक और निजी क्षेत्रों में रोके जाने के प्राथमिक कारणों का विश्लेषण करते हैं। यह स्पष्ट है कि निजी परियोजनाएं अत्यधिक रूप से बाजार परिस्थितियों और गैर विनियामक कारकों के कारण रूकती हैं जबकि सरकारी परियोजनाएं आवश्यक अनापत्ति न मिलने के कारण रूकती है।

संभवतया सामान्य प्रचलित विश्वास के विपरीत, परियोजनाओं को रोकने के लिए प्राथमिक कारणों के रूप में (विनियामक अनापत्तियों के अभाव के बजाय) बहुत आधिक्य और एक क्रेडिट बॉबल की ओर साक्ष्य में संकेत किया गया है। उछाल

की दृष्टि से विनियामक अनापत्तियों के संबंध में “निजी गतिहीनता” के कारण सरकारी क्षेत्र की परियोजनाएं सबसे बुरी तरह प्रभावित हुई। वास्तव में अंतर्निर्भरताएं हैं, परंतु एक निजी क्षेत्र “परियोजना बॉबल” इस डाटा के साथ बेमेल नहीं है।

तालिका 4.4 में क्षेत्रों में रोकने के शीर्ष कारण दर्शाए गए हैं, यहां दो निष्कर्ष महत्वपूर्ण हैं। पहला, वृहत् आर्थिक पर्यावरण में विनिर्माण क्षेत्र एक सामान्य विकृति से दबावग्रस्त हो रहा है। दूसरा, बिजली के क्षेत्र में रूकी हुई परियोजनाएं, कोयले (या कोयले से संयोजन) के अभाव के कारण हैं।

तालिका 4.3 : स्वामित्व में रोके जाने के शीर्ष कारण		
स्वामित्व	परियोजनाओं की संख्या	रोकने के शीर्ष कारण
निजी (भारतीय)	585	प्रतिकूल बाजार दशाएं प्रवृत्ति के हित का अभाव, गैर पर्यावरणीय समाशोधनों का अभाव
सरकारी	161	भूमि अधिग्रहण समस्या गैर-पर्यावरणीय समाशोधनों का अभाव निधियों का अभाव

स्रोत : सीएमआईई

तालिका 4.5 में ऐसे सभी राज्य दिए गए हैं जहां रोके जाने की दर 10 प्रतिशत से अधिक है। जबकि यह सत्य है कि कुछ राज्यों में, आरंभ में कार्यान्वयन हेतु बड़ी संख्या में परियोजनाएं हैं। (इस प्रकार बड़ी संख्या में रूकी परियोजनाएं, राज्य में समग्र संख्या में परियोजनाओं के कारण हो सकती हैं) रूकी हुई परियोजनाओं के मूल्य के रूप में रूकी दर की हमारी परिभाषा कार्यान्वयन के अधीन परियोजना के प्रतिशत, और उपयुक्त रूप से संख्याओं के पैमाने से है। इस आधार पर ऐसा प्रतीत होता है कि कुछ अपवादों को छोड़कर अपेक्षाकृत कमजोर संस्थागत माहौल वाले राज्यों में रूकी हुई परियोजनाओं की संख्या अधिक है।

तालिका 4.4 : उद्योगों में रोके जाने के शीर्ष कारण		
उद्योग की संख्या	परियोजनाओं की संख्या	शीर्ष कारण
विनिर्माण	212	प्रतिकूल बाजार दशाएं
खदान	40	गैर-पर्यावरणीय अनापत्तियों का अभाव
बिजली	80	फ्यूल/फीडस्टॉक/कच्ची सामग्री की आपूर्ति समस्या
सेवाएं	283	प्रमोटर की रूचि का अभाव
निर्माण एवं रियल इस्टेट	143	गैर पर्यावरणीय अनापत्तियों का अभाव

स्रोत : सीएमआईई

अंततः रूकी हुई परियोजनाओं के मूल्य का वितरण क्या है? वे इस अर्थ में काफी उच्च स्तर पर हैं कि रूकी हुई परियोजनाओं के कुल मूल्य की एकल राशि में काफी कम हिस्सेदारी है। सारणी 4-6 में दर्शाया गया है कि मूल्य के आधार पर शीर्षस्थ 100 परियोजनाओं को क्लियरेंस प्रदान करने से सभी परियोजनाओं में रूके हुए कुल निवेश का 83% निश्चित तौर पर पूरा हो जाएगा। इससे रूकी हुई परियोजनाओं की समस्या अपेक्षाकृत नियंत्रणाधीन प्रतीत होती है।

4.4 भारतीय अभिलक्षणों से युक्त तुलन पत्र सिंड्रोम

जैसाकि मध्य वार्षिक आर्थिक विश्लेषण (2014-15) में सूचित किया गया है, भारत में कारपोरेट क्षेत्र का तुलन पत्र अति विस्तृत बना हुआ है। यहां हम उसका एक सघन अनुभवाश्रित विश्लेषण प्रस्तुत कर रहे हैं और बैंक के तुलन पत्रों को शामिल कर रहे हैं।

सारणी 4.5 : 10% से अधिक रूकी हुई परियोजनाओं वाले राज्य

राज्य	2013 (चौथी तिमाही)	2014 (तीसरी तिमाही)
पश्चिम बंगाल	34.4	28.9
हिमाचल प्रदेश	20.2	22.7
ओडिशा	11.4	19.9
झारखंड	32.0	17.3
उत्तर प्रदेश	26.2	16.6
छत्तीसगढ़	20.2	15.4
आंध्र प्रदेश	12.3	14.9
महाराष्ट्र	7.5	12.4
तेलंगाना	9.0	10.0

स्रोत : सीएमआईई

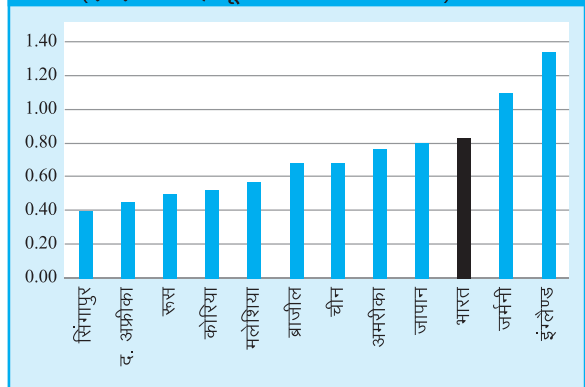
सारणी 4.6 : रूकी हुई परियोजनाओं के कुल मूल्य में शीर्षस्थ रूकी हुई परियोजनाओं की हिस्सेदारी।

पर्सेन्टाइल	कुल का प्रतिशत
शीर्षस्थ 10	28.67%
शीर्षस्थ 20	43.91%
शीर्षस्थ 50	65.73%
शीर्षस्थ 100	82.55%

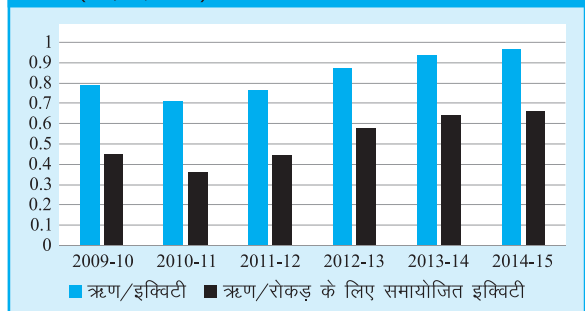
स्रोत : सीएमआईई

चित्र 4.6 में समय के अनुसार बीएसई 500 में और अन्य देशों की तुलना में भारतीय गैर-वित्तीय कारपोरेट क्षेत्र का ऋण और इक्विटी अनुपात वित्तीय लाभ का एक उपाय है जिसे कंपनी द्वारा अपनी आस्तियों को वित्तपोषित करने के लिए प्रयुक्त ऋण और इक्विटी अनुपात को सूचित करता है। इस आंकड़े से एक असंदिग्ध तथ्य यह प्राप्त होता है कि भारतीय गैर-वित्तीय कारपोरेट के लिए ऋण और इक्विटी अनुपात समय के अनुसार एक उचित चेतावनी दर पर बढ़ता

चित्र 4.6क: गैर वित्तीय कारपोरेटों के इक्विटी अनुपात का ऋण (एमएससीआई सूचकांक दिसम्बर 2014)



चित्र 4.6ख: भारतीय कारपोरेटों के इक्विटी अनुपात में ऋण (बीएसई 500)



स्रोत : ब्लूमबर्ग तथा जजेपी मॉर्गन

रहा है और जिन अन्य देशों से तुलना की जाती है उनके मुकाबले पर्याप्त उच्च रही है।

यदि किसी कंपनी की आय इतनी अधिक हो कि उसे बकाया ऋण के ब्याज घटक का भुगतान करने में कोई कठिनाई न हो तो कुछ हद तक ऋण के उच्च स्तर को युक्तियुक्त ठहराया जा सकता है। कंपनी की अपने बकाया ऋण पर ब्याज के भुगतान की यह क्षमता की माप ब्याज कवरेज अनुपात (आईसीआर) का प्रयोग करके की जाती है। तकनीकी रूप से आईसीआर की परिभाषा किसी एक अवधि के दौरान ब्याज और कर के भुगतान से पूर्व कंपनी की आय (ईबीआई) और उसी अवधि के दौरान उसके ब्याज व्यय के अनुपात के रूप में दी जाती है। अतः यदि आईसीआर का मान 1 से कम हो तो यह ब्याज व्यय की तुलना में कम ईबीआईटी को सूचित करेगा और कंपनी के तुलन पत्र में गंभीर कमी को सूचित करेगा।

चित्र 4.7 में भारत में 3700 सूचीबद्ध कंपनियों के एक बड़े प्रतिदर्श में 1 से अधिक आईसीआर मान वाली कंपनियों का प्रतिशत दर्शाया गया है। इनमें से ऐसी कंपनियों का एक बड़ा हिस्सा है जिन्होंने जिन अंतिम चार तिमाहियों के संबंध में आंकड़े उपलब्ध थे, उनमें ब्याज का भुगतान नहीं कर पाए। वास्तव में क्रेडिट सुइस की रिपोर्ट के अनुसार, प्रतिदर्श में शामिल कुल 450 बिलियन अमरीकी डालर के ऋण में से 140 बिलियन अमरीकी डालर का ऋण (लगभग 33%)

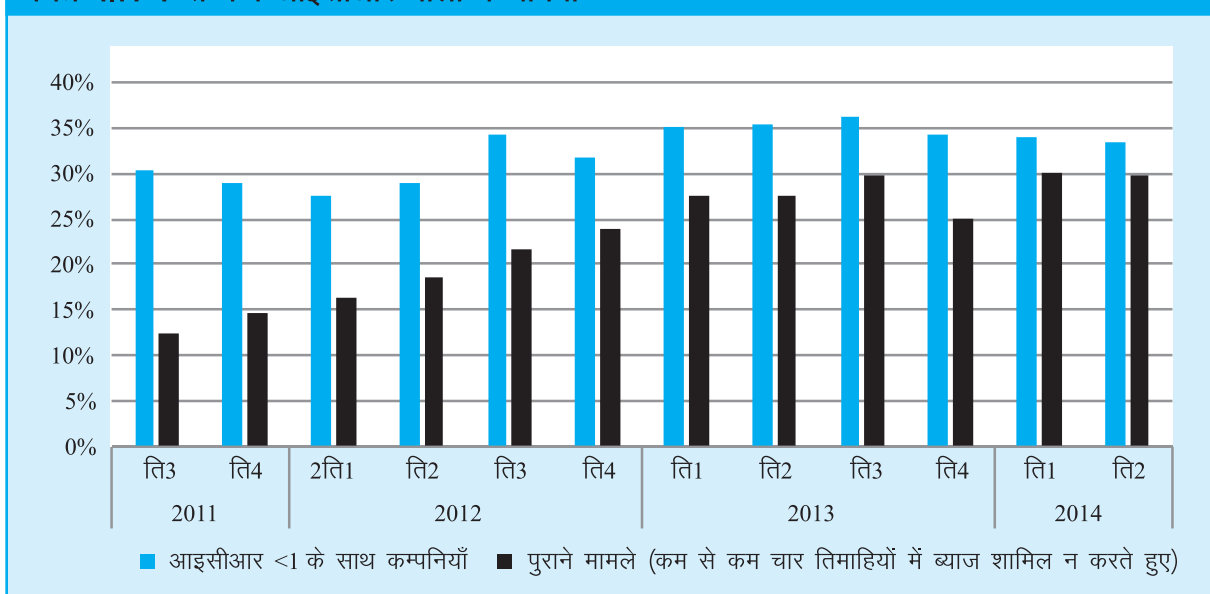
ऐसी कंपनियों पर है जिनका आईसीआर मान 1 से अधिक है। चार वर्ष पहले ऐसी कंपनियों के पास केवल 17% ऋण था।

पहले भी जापान सहित अनेक देशों का 1980 के दशक के अंतिम वर्षों के रियलएस्टेट और इक्विटी क्षेत्र में आई उछाल के बाद अति विस्तृत कारपोरेट तुलन पत्र रहा है तथापि, इस परिघटना के संदर्भ में कुछ बातें मूल रूप से भारतीय संदर्भ की प्रतीत होती है।

पहला, कारपोरेट सेक्टर का पिछले ऋण में लगभग 6 प्रतिशत की अपेक्षाकृत उच्च वृद्धि हुई है। दूसरा, इसके साथ उच्च मुद्रास्फीति (जापान उदाहरण में मूल्य अपस्फीति के बजाय) भी हुई है, देखें अध्याय 1 का चित्र 1.1क। तीसरे सरकारी क्षेत्र के बैंकों द्वारा लिए गए उधार तथा सरकारी निजी भागीदारी के रूप में उठाए गए कारपोरेट जोखिम से सरकारी क्षेत्र का पर्दाफाश किया जाता है। चौथे, वर्तमान में उच्च ऋण से इक्विटी अनुपातों के साथ, अन्य कई देशों की तरह भारत का ऋण अधिकांशतः सिर्फ सरकारी क्षेत्र के बैंकों द्वारा वित्तपोषित किया गया था। इन बैंकों के लिए यह उच्च तथा बढ़ते अनर्जक आस्तियों को रूपान्तरित हो गया है। चित्र 4.8 देखें।

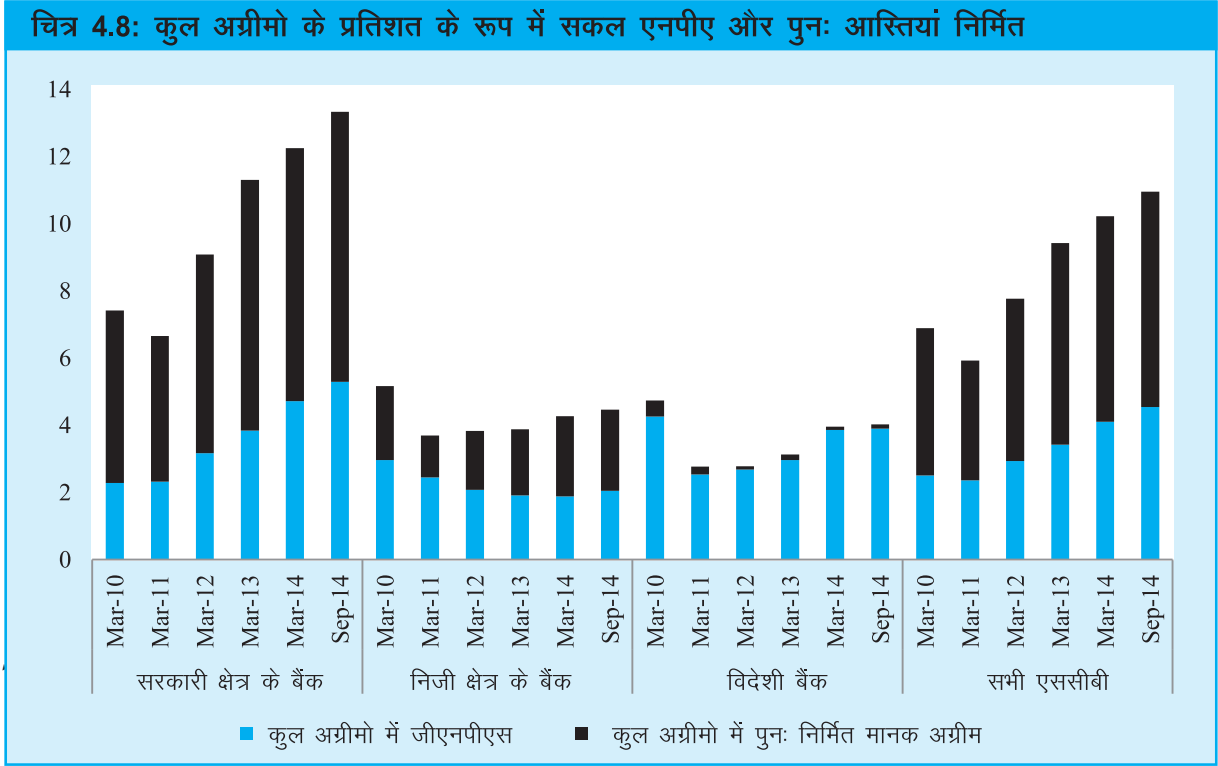
चीजों को एक साथ जोड़ते हुए, सकल पूंजी निर्माण में तीव्र गिरावट, आस्थगित अवस्था में बड़ी संख्या में परियोजनाएं,

चित्र 4.7: 1 से कम आईसीआर वाली कंपनियाँ



स्रोत : क्रेडिट सुइस (3700 सूचीबद्ध कंपनियों का प्रतिदर्श)

चित्र 4.8: कुल अग्रिमो के प्रतिशत के रूप में सकल एनपीए और पुनः आस्तियां निर्मित



स्रोत : आरबीआई

बैंकों में दबाव में पड़ी अधिक संख्या में आस्तियों की चिन्ता करते हुए, तुलन-पत्र तथा अधिक लेवरेज्ड कारपोरेट क्षेत्रों का सुझाव है कि भारतीय फर्मों भारतीय विशिष्टताओं वाली तुलन-पत्र सिन्ड्रोम में रूपान्तरित, ऋण बढ़ाने वाले निवेश के परिणामस्वरूप ऋण लंबित रहने की समस्या का सामना करती है।

4.5 फर्म इक्विटी पर तुलन-पत्र सिन्ड्रोम का क्या प्रभाव पड़ता है?

चित्र 4.9क जनवरी, 2011 से निफ्टी सूचकांक को दर्शाता है। विगत वर्षों में भारतीय फर्मों के इक्विटी मूल्य में स्पष्ट तेजी आई है। हालांकि उलझन यह है कि बड़ी परियोजनाओं की रूकी दरों (चित्र 4.2 देखें) कमजोर तुलन-पत्र (चित्र 4.6 तथा 4.7 देखें) निजी क्षेत्र में नए निवेशों में आई कमी (चित्र 4.9 ख देखें) तथा बैंकों के तुलनपत्र संबंधी विष-जन्य आस्तियों के साथ-साथ तेजी आई है।

अवरूद्ध ऋण तथा क्या ओवरलेवरेज्ड तुलन-पत्रों का सिद्धांत रूप में फर्मों के स्टॉक मूल्य पर सीधा प्रभाव पड़ता है। यह इससे प्रमाणित होता है (I) वृहत-आर्थिक माहौल में उल्लेखनीय उन्नति की संभावनाएं और (II) राजनीतिक आर्थिक कारकों का अन्तरीकरण ऐसी स्थिति में बाजार अनुभव करता है कि अवरूद्ध परियोजनाओं के प्रोत्साहनकर्ता

तथा वित्तदाताओं को किसी न किसी रूप में सरकार द्वारा सहायता प्रदान की जाएगी (जितनी बड़ी होगी उतनी नहीं)

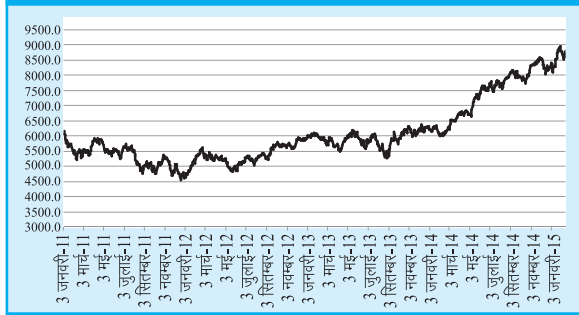
जहां वृहत-अर्थव्यवस्था (मुद्रास्फीति तथा चालू खाता घाटा) में कतिपय संकेतकों में निश्चित तौर पर प्रगति हुई है, यह हालिया अवधारणा है। इसके अलावा, निवेश नाममात्र का ही रहा है (चित्र 4.1 तथा 4.9 ख देखें) नई सरकार के लिए एक सुदृढ़ राजनीतिक अधिदेश के प्रति बाजार की प्रतिक्रिया निश्चित तौर पर एक कारण है, जैसा कि मई, 2014 में इक्विटी में आई तेजी की रफ्तार में हुई वृद्धि से देखा जा सकता है। लेकिन क्या यह विशिष्ट स्पष्टीकरण हो सकता है।

इस भाग के शेष हिस्से में इस परिकल्पना की जांच की गई है कि परियोजनाओं के रूकने से सुदृढ़ इक्विटी पर कोई महत्वपूर्ण प्रभाव नहीं पड़ा था। उस दिशा में, हम रूकी हुई परियोजनाओं की सभी फर्मों की रूकने की तारीख के आसपास स्टॉक विवरणियों का विश्लेषण करते हैं और निफ्टी सूचकांक से उसकी तुलना करते हैं।

चित्र 4.10 में रूकी हुई परियोजनाओं वाली सभी सूचीबद्ध कंपनियों की कच्ची विवरणी में परिवर्तन की दर सौ दिन पहले और रूकने की तारीख के बाद सूचित की जाती है। 100 दिन वाली विंडों का प्रयोग रूकने की सही तारीख और फर्म पर इसका संभावित प्रभाव दोनों के बारे में अनिश्चितता

² मूल्य सांख्यिकीय रूप से महत्वपूर्ण है कि यदि आत्मविश्वास अंतरण X अक्ष से ऊपर या नीचे दे।

चित्र 4.9क: निफ्टी स्टॉक मूल्य सूचकांक (प्रतिदिन, दिन समाप्ती पर)

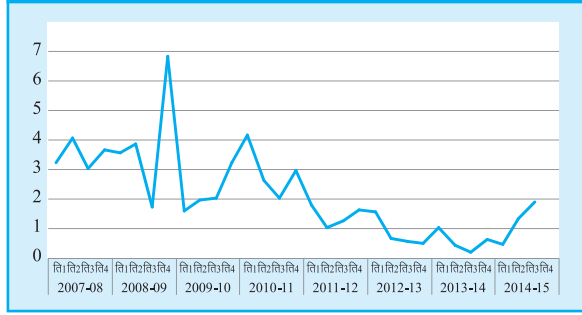


स्रोत : निफ्टि और सीएमआईई

जानने के लिए किया जाता है। वास्तविक संख्याओं के साथ नमूने³ के 90 प्रतिशत विश्वास अंतराल होते हैं। कार्य रूकने की तारीख के आसपास रूकी हुई परियोजनाओं वाली फर्मों के मूल्य में स्पष्ट गिरावट होती है। यह गिरावट परियोजना को रूकी हुई घोषित करने से थोड़ा पहले ही शुरू हो जाती है क्योंकि बाजार डाटाबेस द्वारा घोषणा होने से पहले ही कि परियोजना रूक गई है वह पहले ही परियोजना की स्थिति को आंतरिक रूप से विश्लेषण करने लगती है।

प्रश्न है कि-क्या “गिरावट” काफी है? दूसरे शब्दों में रूकी हुई परियोजना सूचकांक की तुलना में फर्म की इक्विटी पर कितना प्रभाव डालती है?⁴ इस प्रश्न का उत्तर जानने के लिए हमने रूकी हुई परियोजनाओं वाली सभी सूचीबद्ध कंपनियों की रूकने की तारीख के आसपास असामान्य विवरणियों की स्थिति देखी (चित्र 4.11)। असामान्य विवरणियों की परिभाषा उन विवरणियों के रूप में की जाती है जो उस अवधि की तुलना में दी गई प्रतिभूति अथवा पोर्टफोलियों द्वारा

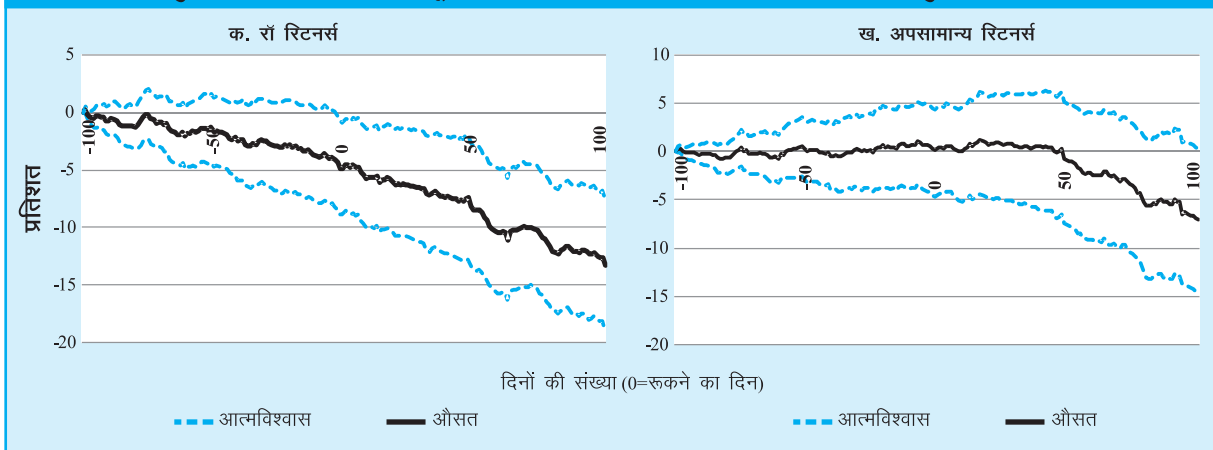
चित्र 4.9ख: नए निजी निवेश (लाख करोड़ में)



सृजित की गई है और जो विवरणी की संभावित दर से अलग है। हम इस पोर्टफोलियों को रूकी हुई परियोजनाओं वाली कंपनियों का मानते हैं और विवरणी की संभावित दर निफ्टी सूचकांक होगी। चूंकि यह इवेंट अध्ययन है, इक्विटी विवरणियों का विश्लेषण रूकने की तारीख के आसपास किया जाता है।

हमने पाया है कि असामान्य विवरणियां सांख्यिकीय रूप से शून्य से भिन्न नहीं हैं। रूकी हुई परियोजनाओं वाली फर्मों की आय रूकने से पहले और परियोजना के रूकने के कम से कम 50 दिन बाद तक सांख्यिकीय रूप से निफ्टी सूचकांक से भिन्न नहीं होती है। रूकने के पश्चात् 50वें से 100वें दिन तक भी आय में 5 प्रतिशत से ज्यादा ह्रास नहीं होता है। यह इस साक्ष्य की ओर इंगित करता है कि बाजार ऐसी फर्मों को खराब होने वाले निवेशों के आलोक में बढ़े हुए ऋण के लिए बुरी तरह दंडित नहीं करता है।⁴ यह संभावित रूप से विशुद्ध राजनीतिक आर्थिक कारणों से हो सकता है कि बाजार घाटे से उबारने की संभावनाओं का आंतरिकीकरण कर रहा हो।

चित्र 4.10: रूकी हुई परियोजनाओं वाली सभी सूचीबद्ध कंपनियों को रूकने वाली तारीख के आसपास अनुचित विवरणियों की परिवर्तन दर



स्रोत : सीएमआईई, प्राउस एंड ब्लुमबर्ग

स्रोत : सीएमआईई, प्राउस एंड ब्लुमबर्ग

³ तकनीकी रूप से बोलते हुए अमान्य परिकल्पना है कि क्या बाजार रूकी हुई परियोजनाओं वाली फर्मों को समग्र निफ्टी सूचकांक के संबंध में समुचित रूप से दंडित करता है।

⁴ इस परिणाम से हमें चेतावनी लेनी चाहिए कि यह कवायद सबसे कम स्वरूप पर आधारित है। यद्यपि यह विचार के लिए काफी सामग्री और प्रेरणा देता है ताकि इक्विटी समस्या का और भी समाधान किया जा सके।

4.6 नीतिगत सबक

भारत को निवेश प्रेरित विकास का पथ लेने की जरूरत है। क्या निजी क्षेत्र से आशा की जा सकती है कि वह इस अवसर तक पहुंचे? उच्च लेवरेज वाली कारपोरेट तुलन पत्र तथा अधिक दबाव के अंतर्गत बैंकिंग प्रणाली यह सुझाव देती है कि यह चुनौतीपूर्ण प्रमाणित होगा। इस पृष्ठभूमि के मुकाबले, निजी क्षेत्र में निवेश को बढ़ाने संबंधी एक वातावरण पुनः सृजित करने हेतु सरकारी निवेश को बढ़ाने की जरूरत होगी। सरकारी निवेश की वांछनीयता हेतु उचित तथा इसकी वास्तविकता हेतु राजकोषीय निष्कर्ष ब्यौरा अध्याय 2 और 6 में दिया गया है।

किंतु, सरकारी निवेश की मांग आगे बढ़ते निजी संदेशों के लिए निराशा की बात नहीं है। विशेषरूप से सरकारी निजी

भागीदारी के मॉडल के लिए निवेश के सरकारी निजी भागीदारी के मॉडल के पुनःउन्मुखकरण संबंधी ठोस विचार बॉक्स 4.1 में दिए गए हैं।

रूकी हुई परियोजनाओं तथा सहबद्ध ऋण सहायता प्राप्त अवसंरचना से सबसे बड़ा रूका मद है कि शायद चालू समस्या से अधिक (अत्याधिक और गलत दिशावाली सरकारी निवेश), हमारे सामने स्वच्छ समस्या (दिवालियापन वाले कानून, आस्ति पुनर्संरचना आदि) है। विगत गलत सौदेबाजी से हुई दर्द के हितधारकों के बीच बांटने के लिए रचनात्मक हल जरूरी है।

स्वास्थ्य समस्या को निश्चित करने का विचार उच्चाधिकार प्राप्त स्वतंत्र पुनः वार्ता समिति है। बाजारी और विनियामक असफलता में, रचनात्मक कदम समस्याओं के शीघ्र और स्वतंत्र हल हेतु बाहरी विशेषज्ञों को शामिल करना होगा।

वाक्स 4.1 : सरकारी निजी भागीदारी के लिए रूपरेखा का पुनर्निर्माण

बहुत सी अवसंरचना परियोजनाएं आज कल, वित्तीय दबाव में हैं जिसके कारण बैंक में तिहाई आस्तियां दबाव में हैं। नई परियोजनाएं प्रायोजकों को आकर्षित नहीं कर सकती, जैसाकि हाल ही की एनएचआई संबंधी बोलियों में है तथा बैंक कर्ज देने को तैयार नहीं है। इसके जोखिम को देखते हुए, पेंशन और बीमा निधियों के पास इन परियोजनाओं के लिए सीमित निष्पादन है। सरकारी-निजी भागीदारी (पीपीपी) के मॉडल की चालू स्थिति घटिया विनिर्दिष्ट रूपरेखाओं के कारण है जिसमें पुनर्निर्माण की जरूरत है।

विद्यमान डिजाइन में कमी

प्रथम, विद्यमान सविदाएं दक्ष सेवा प्रावधान ने अपेक्षा राजकोषीय लाभों पर अधिक ध्यान देती है। उदाहरणार्थ, पत्तन और वायुपत्तन रियायतों में, सरकार के लिए संग्रहीत सकल राजस्व के सर्वाधिक हिस्से की पेशकश कर रहे बोली लगाने वालों का चयन किया जाता है। इस प्रकार, यदि यह हिस्सा 33% हो (अनेक वास्तविक सविदाओं में अपेक्षाकृत अधिक) तो उपयोगकर्ता अपेक्षित से 50% अधिक अदायगी करता है, यद्यपि ग्राही को प्रभारित हर 1.50 रुपए के लिए केवल 1 रुपए प्राप्त होता है।

दूसरा, वे इसका प्रबंध करने में समर्थ श्रेष्ठ कंपनी के लिए विनिधान जोखिम के खतरे की अनदेखी करते हैं। इसके बजाय, अप्रबंधनीय खतरे, अर्थात् राजमार्गों संबंधी खतरे, उनकी कार्रवाइयों से काफी हद तक अप्रभावित होने के बावजूद, ग्राहियों को स्थानांतरित कर दिए जाते हैं। यह रेल और पत्तनों (यद्यपि अन्तर-टर्मिनल प्रतिस्पर्धा संभव है) और वायुपत्तनों के संबंध में अंशतः सत्य है।

तीसरा, चूक राजस्व प्रवाह सीधे ही उपयोगकर्ता प्रभार संग्रहीत करता है। जहां इसे अपर्याप्त माना जाता है वहां बोलीदाता निर्माण के दौरान विशिष्ट रूप से सवितरित अर्थक्षमता अनुदान हेतु अनुरोध कर सकते हैं। यह संरचना निष्पादन न करने के मामले में, सरकार के पास अल्प समापन के कुछ सविदात्मक उपचारों के साथ कोई शक्ति नहीं छोड़ती है।

राजकोषीय सूचक पद्धतियां इस विकल्प को भी प्रभावित करती हैं। वर्तमान लेखांकन नियमावली भावी प्रतिबद्धता वाले व्यय को एक आकस्मिक बाध्यता मानती है। तथापि, छोड़ दिए गए भावी राजस्व की गणना नहीं की जाती है।

चौथा, पुनः वार्ता के लिए कोई प्रत्याशित अवसंरचना नहीं है। यदि कोई नौकरशाह किसी परियोजना को संरचित करता है तो इसके लिए कोई पुरस्कार नहीं है, इससे रिश्वत के लिए जांच की जा सकती है। परियोजनाओं के असफल रहने पर न तो शस्तियां लगाई जाती हैं न जांच ही की जाती है। ऐसे विषम प्रोत्साहनों से नौकरशाह पुनः वार्ता से स्वाभाविक रूप से बचते हैं।

अंततः, सविदाएं बाजार चातुर्य पर अत्यधिक निर्भर होती हैं, अर्थात्, अत्यधिक बड़ी विद्युत परियोजनाओं (यूएमपीपी) में बोलीदाता ईंधन की कीमतों और विनिमय दरों दोनों के लिए प्रशुल्क बोलियों की सूची बना सकते हैं, किन्तु लगभग सभी अति सीमित सूचीकरण का विकल्प चुनते हैं। जब ईंधन के मूल्य बढ़ते हैं और रुपया गिरता है तब ये बोलियां अव्यवहार्य हो जाती हैं। बाजार में अनुशासन को प्रवर्तित करने और अविवेकपूर्ण बोली पर शास्ति लगाने के लिए, इन परियोजनाओं को असफल हो जाने देना चाहिए।

आवश्यक संशोधन

ऐसी खामियों के बावजूद, पीपीपी ने महत्वपूर्ण निवेश सृजित किया। क्या भारत जैसे देश, जो ग्राहियों को असफल होने देने के लिए इच्छुक नहीं है, में इन खामियों को सुधारा जा सकता है? भावी सविदाएं किस प्रकार की होनी चाहिए?

पहला, निर्माण की गुणवत्ता को प्रोत्साहित करने के लिए निर्माण और अनुरक्षण संबंधी उत्तरदायित्वों को जोड़ते रहना बेहतर है। अनेक परियोजनाओं, खासकर राजमार्ग परियोजनाओं में, अनुरक्षण लागतें निर्माण की गुणवत्ता पर अत्यधिक निर्भर करती हैं। यदि कोई एकल

कंपनी निर्माण और अनुरक्षण दोनों के लिए उत्तरदायी हो, तो यह जीवनचक्र लागतों को ध्यान में रखती है। इन उत्तरदायित्वों का पृथक्करण निर्माण के दौरान लागतों में कमी करके लाभों की वृद्धि के लिए प्रोत्साहन प्रदान करता है। सरकारी क्षेत्र को आस्तियों के निर्माण करने और निजी क्षेत्र को बनाए रखने तथा संचालन के सुझाव इस संबंध की अनदेखी करते हैं।

दूसरा, खतरा केवल उन्हीं के लिए स्थानांतरित किया जाना चाहिए जो इसकी व्यवस्था कर सकें। किसी राजमार्ग या किसी रेल परियोजना में, इस प्रयोग संबंधी खतरे को स्थानांतरित करना समझदारी नहीं है हालांकि यह प्रचालक के नियंत्रक से बाहर की बात है। लेकिन, दूरसंचार परियोजनाओं और वैयक्तिक पत्तन टर्मिनलों के संबंध में ऐसा किया जा सकता है क्योंकि वे एक-दूसरे से प्रतिस्पर्धा करते हैं, जहां मांग का प्रशुल्क और गुणवत्ता से संबंध होता है।

तीसरा, वित्तपोषण संरचनाएं, पेंशन और बीमा निधियों को आकर्षित करने में समर्थ होनी चाहिए। जो दीर्घावधि अवसंरचना परियोजनाओं के लिए वित्तपोषण का एक प्राकृतिक स्रोत हैं।

महत्वपूर्ण क्षेत्रों के लिए इसका अर्थ क्या है? प्रथम, राज्यों को मॉडल रियायत करारों के निर्धारण की अपेक्षा प्रयोग करने की अनुमति दी जानी चाहिए। उदाहरणार्थ, पत्तनों में, टर्मिनलों की प्रतिस्पर्धा की अनदेखी करके, पूर्णतः प्रशुल्क लोचशीलता के साथ, वार्षिक शुल्क के आधार पर बोली लगाई जा सकती है। विद्युत उत्पादन के संबंध में, विनियामक द्वारा निर्धारित मानकीय दक्षता पर आधारित या वैकल्पिक रूप से, परिवर्तनीय प्रभार और क्षमता प्रभार के साथ दो-भाग में बोलियां लगाई जा सकती है।

उस दोष से रहित दूसरा विकल्प राजस्व का न्यूनतम वर्तमान मूल्य (एलपीवीआर) संविदा है जहां बोली रियायत ग्राही द्वारा प्राप्त सकल राजस्व का अल्पतम वर्तमान मूल्य (पूर्व घोषित दर पर छूट प्राप्त) होती है। रियायत की अवधि परिवर्तनीय होती है और यह बोली की वर्तमान मूल्य की राशि प्राप्त होने तक बनी रहती है। इस संविदा का मुख्य लाभ यह है कि इससे उपयोग के दौरान होने वाले जोखिम उस संविदात्मक अवधि के उस जोखिम में बदल जाता है जो वित्तीय संस्थाओं के लिए अधिक संभालने योग्य है। चूंकि बोली सकल राजस्व पर होती है। अतः यह ऐसे बोली लगाने वालों का चयन करती है जो अल्प लागत पर काम कर सकते हैं और अपेक्षाकृत अल्प लाभों की मांग करते हो तथा एलपीवीआर बोली के शेष प्राप्त न हुए मूल्य तक पुनः बातचीत करने की गुंजाइश को सीमित करके यह बीच-बीच में होने वाली बोली को हतोत्साहित करती है। इसके आलावा, चूंकि वर्तमान मूल्य रक्षित होता है, अतः, यह प्रणाली पेंशन और बीमा निधियों के लिए उपयुक्त है।

विद्यमान संविदाओं का पुनः प्रणालीकरण

निजी ब्याज और बैंक के उधार देने के पुनः प्रचालन के लिए विद्यमान संविदाओं के पुनः प्रणालीकरण की जरूरत है जिससे कि विभिन्न हितधारकों के बीच बोझ बंट जाए। उधारदाताओं ने आवश्यक रूप से उचित संचेतना के बगैर यह मानकर ऋण दिया होगा कि परियोजनाएं अप्रत्यक्षतः गारंटी वाली थीं। बोझ साझा किए बिना यह प्रक्रिया पुनः प्रवर्तित की जाएगी। इसी प्रकार अनेक बोली लगाने वालों ने यह समझा होगा कि वे नकारात्मक आघात पड़ने की सूरत में पुनः बातचीत कर सकते हैं। ऐसे में उन फर्मों का संभवतः प्रतिकूल चयन हुआ जिन्हें यह अहसास हुआ कि वे बातचीत फिर से करने में सक्षम थे। ऐसे में परियोजना का बेहतर कार्यान्वयन और प्रचालन करने वाले फर्मों का चयन नहीं हुआ। खासकर इसीलिए विदेशी कंपनियों की भागीदारी, इसमें सीमित रही होगी। बोझ साझा करने के अभाव में ऐसे प्रतिकूल चयन का समर्थन किया जाएगा। अतः अस्थायी अतरलता और दिवालियेपन के बीच अंतर करते हुए दिशा निर्देशक सिद्धांत परियोजना के राजस्व के आधार पर संविदाओं के पुनः प्रणालीकरण के लिए होना चाहिए।

उदाहरणार्थ, सभी दबावग्रस्त राज्यमार्गी परियोजनाओं को इलैक्ट्रिक टोलिंग पर स्विच किया जा सकता है। अभी, राजस्व निलम्ब विलेख लेखा में जा सकते हैं, परन्तु तरजीह के संशोधित आदेश के साथ। दीर्घावधि बुलेट बंध-पत्रों, जोखिम-मुक्त सरकारी दर पर, को परियोजना में ऋण के विस्तार क्षेत्र तक जारी किया जा सकता है। प्रचालनों और अनुरक्षण के पश्चात्, इन बंध-पत्रों पर ब्याज सदाय प्रथम तरजीही होगी जिसकी गारंटी केंद्रीय सरकार द्वारा भी दी जाएगी। ऋणप्रदाता इन बांडों के मौजूदा ऋण को स्विच करने के विकल्प का चयन कर सकते हैं। उनके मूलधन की अदायगी के लिए आबंटन दूसरी तरजीही होगी और स्विच नहीं किया गया मौजूदा ऋण अगली तरजीही होगी। इक्विटी अवशिष्ट दावेकार हो सकती है। यदि परियोजना इसकी आयुसीमा के पश्चात् भी धन अर्जन करती है तो इक्विटी धारकों को छूट पर प्रतिफल प्राप्त होगा, यद्यपि कुछ अभी तक छोड़ चुके होंगे।

निजी क्षेत्र उच्च गुणवत्ता की अवसंरचना की शीघ्र सुपदगी कर रहा है। पुनर्संरचित पीपीपी रूपरेखा अवसंरचना में उनके हितों का पुनरूद्धार करेगी और पेंशन तथा बीमा निधियों से निधियन अंतर्गमन लाएगी।

* पार्थ मुखोपाध्याय से निविष्टि (नीति अनुसंधान केंद्र, नई दिल्ली) की सादर पुनः प्राप्ति की गई हैं

⁶ एंजिल इ, आर फिशर एंड गलेटोविक (1997), हाइवे फैंचाइजिंग, पिटफाल्स एंड आपार्टनिटिज', दि अमरीकन इकोनोमिक रिव्यू, 87(2), पीपी 68-72। इंजिलइ अपर फिशर एंड गलेटोविक (2001), 'लिस्ट प्रेजेंट-वैल्यू ऑफ आक्शन एंड हाइवे फैंचाइजिंग, जर्नल ऑफ पोलिटिकल इकोनामी, 109(5), पीपी 993-1020)