

पूँजी खातों का विनियमन: कुछ विचार*

हारुन आर. खान

1. यह मेरे लिए बड़ी खुशी की बात है कि मैं केप टाउन के इस सुंदर शहर में भारतीय विदेशी मुद्रा व्यापारी संघ (फेडार्ड) के 9वें वार्षिक सम्मेलन में आपके बीच हूँ। केप टाउन प्रसिद्ध पर्यटक स्थल के रूप में जाना जाता है, खासकर इस मौसम में। यह स्थान और मौसम व्यापार में खुशी का संचार करने का अति उत्तम समय है। मुझे खुशी के साथ-साथ थोड़ी घबराहट भी हो रही है क्योंकि हम ऐसे दौर से गुजर रहे हैं जब चारों ओर न केवल घटनाओं के खुलासे में बल्कि उसके प्रति हमारे नजरिए में भी अनिश्चितता छाई है। आप जानते होंगे कि इस स्थान के पास पर्यटकों के आकर्षण का एक प्रसिद्ध स्थल है जो करीब-करीब 300 वर्षों के लिए 'दि केप ऑफ गुड होप' के रूप में जाना जाता रहा है क्योंकि इसने भारत और ईस्ट इंडिज के लिए समुद्र-मार्ग प्रशस्त किया। लेकिन केवल 1869 में स्यूज़ केनाल बनने तक जिसके परिणामस्वरूप पूर्व-पश्चिम समुद्र का स्वरूप बदला। मानव इतिहास में ऐसी कई घटनाएँ हैं जिसने मुद्दों एवं समस्याओं के प्रति हमारे दृष्टिकोण में काफी परिवर्तन लाया है। घरेलू और वैश्विक दोनों क्षेत्रों की पिछले कुछ वर्षों की घटनाओं ने विनियम संबंधी लोक नीति के प्रति हमारे कई दृष्टिकोणों के बारे में हमें नए सिरे से सोचने को मजबूर कर दिया है। मैं पूँजी खाता प्रबंधन, जो समय के साथ-साथ पनपा है, के प्रति हमारे दृष्टिकोण से संबंधित कतिपय वर्तमान मुद्दों के बारे में चर्चा करना चाहता हूँ और आपके द्वारा यदि पूछे जाने वाले सवालों का मैं जवाब नहीं दे सका तो इसके लिए मैं क्षमाप्रार्थी हूँ।

2. 1958 में धारा 25 कंपनी के रूप में स्थापित फेडार्ड एक बहुमुखी संस्था है जो अपने प्रत्येक कार्य क्षेत्र में महत्वपूर्ण भूमिका अदा करती है। इसका अंतर-बैंक फोरेक्स बाजार के विकास, समान बैंक-ऋण कारोबार व्यवहार को बढ़ावा देने, विदेशी मुद्रा डेस्क पर

* भारतीय रिज़र्व बैंक के उप गवर्नर श्री हारुन आर. खान द्वारा 12 अप्रैल 2014 को केप टाउन में आयोजित फेडार्ड के 9वें वार्षिक सम्मेलन में दिया गया स्वागत भाषण। भारतीय रिज़र्व बैंक के श्री एच एस मोहंती एवं श्री सुरजीत बोस के योगदान के लिए वक्ता बहुत-बहुत आभारी हैं।

कार्य कर रहे बैंक कार्मिकों को प्रशिक्षण देने और रिज़र्व बैंक तथा प्राधिकृत व्यापारियों के बीच एक कड़ी के रूप में कार्य करने में अत्यधिक योगदान रहा है। गत 56 वर्षों के अपने अस्तित्व के दौरान इसने स्थिर विनियम दर के दौर से लेकर अस्थिर विनियम दर; अस्तित्वहीन या बेहतर ढंग से कहें तो उथला अंतरबैंक फोरेक्स बाजार के दौर से ऐसा दौर जिसमें विनियामकों को अमूमन शांत रहकर गौर से देखना होता है और कभी-कभी कार्य करना पड़ता है; एवं ऐसा दौर जिसमें ग्राहक के साथ प्रत्येक गैर-व्यापार फोरेक्स लेनदेन के लिए विनियम नियंत्रण परमिट की आवश्यकता पड़ती थी, से ऐसा दौर जिसमें प्राधिकृत व्यापारी (एडी) जितना अधिकार एवं स्वतंत्रता का उपयोग करना चाहते हैं उससे कहीं ज्यादा अधिकार और स्वतंत्रता उनके पास उपलब्ध है, के दौर को देखा ही नहीं बल्कि इस परिवर्तन में महत्वपूर्ण भूमिका भी अदा की है।

पूँजी नियंत्रण: पुराने प्रतिमान और नई वास्तविकताएं

3. भारत में विदेशी मुद्रा बाजार का उद्भव विनियम दर व्यवस्था एवं बदलते नियंत्रण स्तर से शुरू हुई। 1994 से चालू खाते की पूरी परिवर्तनीयता एवं विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम, 1999 (फेमा) के अधिनियमन के चलते पूँजी खाते का नियंत्रण पिछले दो दशकों में विदेशी मुद्रा प्रबंधन का प्रमुख विषय रहा है। नियंत्रण लागू करने एवं अनिवासियों के साथ लेनदेन करने के संबंध में निवासियों की स्वतंत्रता में अवरोध पैदा करने के पीछे प्रमुख कारण है - भुगतान संतुलन में संरचनागत असंतुलन का समाधान करना। किंतु दर्शनशास्त्र एवं नियंत्रण के तरीकों का समय-समय पर विकास होता रहा। मैं एक उदाहरण देता हूँ। 1966 और 1991 के गंभीर भुगतान संतुलन संकट के परिणामस्वरूप भारत को दो बार रुपयों की कीमत में गिरावट का सामना करना पड़ा था। 1966 के अवमूल्यन के बाद हमने अत्यंत सख्त विनियम नियंत्रण व्यवस्था की सहायता से आंतरिक क्रियाओं पर ध्यान दिया। हालांकि, 1991 के अवमूल्यन के बाद हमने इसके ठीक विपरीत दिशा को अपनाया: चालू और पूँजी खाता में अधिक उदारता लाई और यथासमय एक अलग उद्देश्य एवं अलग नीति के साथ एक कानून बनाया। इस दृष्टिकोण ने हमें सही मायने में एक अच्छा स्थान दिलाया है। यह सहज ज्ञान के विपरीत प्रतीत होगा कि क्या अत्यधिक बाह्य उदारता खासकर पूँजी खाता में उदारता भुगतान संतुलन की समस्याओं के लिए

अधिक स्थिर समाधान प्रदान करता है? यद्यपि राबर्ट औमन ने एक भिन्न संदर्भ में नोबल पुरस्कार के अपने व्याख्यान में कहा: “आप युद्ध को रोकना चाहते हैं। ऐसा करने के लिए, जाहिर सी बात है कि आप हथियार डाल दें, शस्त्र कम कर दें। सही? नहीं, गलत। आपको इसके ठीक विपरीत चलना पड़ सकता है।” चलो मैं एक और उदाहरण देता हूँ कि किस प्रकार सोच बदलती है। 1990 में एक व्यापक मानक धारणा थी, भले ही विवादास्पद रही, कि पूँजी नियंत्रण से बचा जाना चाहिए और पूँजी के मुक्त प्रवाह को बढ़ावा देना चाहिए। 1990 के अंत के एशियाई संकट के परिणामस्वरूप मूल तर्क में कोई बदलाव नहीं आया लेकिन केवल इस हद तक शांत किया गया कि पूँजी नियंत्रण को हटाने से घरेलू वित्त क्षेत्र की सुदृढ़ता में तालमेल स्थापित किया जा सके। वैश्विक वित्त संकट के बाद पूँजी नियंत्रण को, हालांकि मुश्किल स्थितियों में, सूक्ष्म-विवेकसम्मत नीति के सक्रिय साधन के रूप में देखा गया।

4. पूँजी खाते पर किसी प्रकार का नियंत्रण क्यों? पूँजी खाता उदारता का इतिहास उतार-चढ़ाव पूर्ण रहा है। यह याद किया जाए कि पूँजी नियंत्रण समूचे ब्रेटन वुड्स के दौर में अंतरराष्ट्रीय परिवेश का हिस्सा था और 1970 में ही ऐसा देखा गया कि प्रगतिशील अर्थव्यवस्थाओं ने इसका विघटन शुरू किया। तत्पश्चात् कई उभरती अर्थव्यवस्थाओं खासकर लैटिन अमरीका और पूर्व एशिया ने इसका अनुकरण किया। पूँजी खाता खोलने के पक्ष में जो तर्क दिया जाता है वह प्रमुख रूप से ‘आबंटन दक्षता’ पर आधारित था: पूँजी-अभाव किंतु प्रॉजेक्ट-संपन्न विकासशील देश निश्चित रूप से अपनी समृद्धि को बढ़ा सकते हैं और पूँजी अंतर्वाह के जरिए अपनी स्थिति को बेहतर कर सकते हैं। 1990 के अंत में अनेकों लैटिन अमरीकी देशों एवं पूर्व एशियाई देशों में संकट ने पूँजी खाता उदारता के अस्थिर प्रभाव की ओर संकेत किया और इसकी अनुकूलता पर कई सवाल खड़े किए। दूसरी तरफ, बाद के साहित्य ने दर्शाया कि पूँजी खाता उदारता अपनेआप समुचित संस्थाओं की अनुपस्थिति में वृद्धि नहीं कर सकती और दूसरी तरफ पूँजी नियंत्रण को स्थिरता को बहाल करने या बढ़ावा देने के लिए निस्संदेह समष्टि-विवेकपूर्ण साधन के रूप में उपयोग किया जा सकता है। भारतीय संदर्भ में हमारे पास दो समितियां थीं - एक दशक से भी अधिक समय के अंतराल में - पूँजी खाता की पूर्णरूपेण परिवर्तनीयता के लिए

संभाव्य रूपरेखा से संबंधित मुद्दों को देखें¹। इन समितियों द्वारा बल दी गई समष्टिआर्थिक पूर्वशर्तों जैसे, स्थिर, कम मुद्रास्फीति एवं दृढ़ राजकोषीय स्थिति को अब तक कार्यान्वित नहीं किया जा सका। पहले बताए गए अनुसार, मुक्त पूँजी प्रवाह बनाम पूँजी नियंत्रण के मुद्दों ने समय के साथ-साथ नाना प्रकार की प्रतिक्रियाओं को जन्म दिया है और शैक्षिक साहित्य, कतिपय अस्वाभाविक विषयों, जैसे, घरेलू निवेश को बढ़ावा देने के लिए पूँजी अंतर्वाह की जरूरत, मुक्त पूँजी/वित्तीय प्रवाहों के संभावित अस्थिर प्रभाव, घरेलू स्थितियों में सुधार ताकि पूँजी प्रवाह का बेहतर उपयोग एवं अस्थिरता की संभावना को कम किया जा सके, कठिन परिस्थितियों में पूँजी नियंत्रण की जरूरत तथा पूरे राष्ट्र में समन्वयकारी पूँजी प्रवाह प्रबंध नीति की आवश्यकता, को छोड़कर, इस मामले में स्पष्ट और आम राय नहीं देता। हमारी दशाओं पर विचार करते हुए और यह जानते हुए कि पूँजी खाता की पूरी परिवर्तनीयता निश्चित नहीं है, हम वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ अधिक-से-अधिक एकीकरण, मौजूदा चालू खाता घाटा के वित्तपोषण और सबसे महत्वपूर्ण उभरती अर्थव्यवस्था, खासकर बुनियादी संरचना क्षेत्र, की निवेश संबंधी जरूरतों को पूरा करने के लिए संसाधन जुटाने सह कई कारणों से सुविचारित तरीके से पूँजी खाता में तेजी से उदारता लाने के प्रति समर्पित हैं। इसके साथ-साथ खुली उभरती अर्थव्यवस्था की संवेदनशीलताएं एवं विनियम दर में अत्यंत अस्थिरता की समस्याएं हमारा दृष्टिकोण बताती हैं और इसका मार्गदर्शन करती हैं।

विनियम दरों में स्थिरता: साधन और यांत्रिकी

5. केन्द्र बैंक के सामने जो आसन्न समस्या है वह है समुचित रूप से स्थिर विनियम दर बनाए रखना, ऐसा परिवर्ती जो न केवल बाह्य क्षेत्र असंतुलनों को प्रकट करता है बल्कि संगत आधार संबंधी भावी प्रत्याशाओं को भी प्रकट करता है। प्रायोगिक अध्ययनों के अनुसार छोटे समय में विनियम दरें आस्ति मूल्य के रूप में व्यवहार करती हैं और अनियमित राह पर चलने लगती हैं। फिर भी विनियम दर में तेजी से गिरावट आने पर अल्प-कालिक निवेशकों द्वारा अपने निवेश के मूल्य में और अधिक कमी आने से पहले पूँजी के निवेश

¹ दुर्भाग्य से इन दोनों समितियों की रिपोर्ट वित्तीय संकट, पूर्वी-एशियाई एवं वैश्विक वित्तीय संकट से पहले पेश की गई थी और इसलिए उनकी सिफारिशों को गंभीरता से नहीं लिया गया जैसा कि लिया जाना चाहिए था।

में बड़े पैमाने में कटौती की जाने की संभावना बनती है। इसके साथ-साथ, निर्यातक, आयातक एवं अन्य, डेरिवेटिव लिखत के जरिए अपनी विदेशी मुद्रा संबंधी अंतर-लौकिक मांग समायोजित कर सकते हैं जिससे वर्तमान मांग को भावी समय के लिए स्थगित किया जा सकता है या भावी मांग की वर्तमान समय में आपूर्ति की जा सकती है। किसी अन्य आस्ति मूल्य की तरह तेजी से गिरती विनिमय दरों में तेजी से बढ़ने की प्रवृत्ति रहती है। बढ़ते पूँजीगत अंतर्वाह के कारण मजबूत होती मुद्रा की समस्या विभिन्न प्रकार की समस्याओं को जन्म देती है, जिनमें निर्यात प्रतिस्पर्धा में हानि सबसे प्रमुख है।

6. सवाल यह है कि क्या इन स्थितियों को विनियामक प्रतिक्रिया का आह्वान करना चाहिए? इस संदर्भ में प्रभावशाली सोच होगी कि असंभव त्रिमूर्ति की समस्या का समाधान करने के लिए विनिमय दर को अनुमेय योग्य न बनाए और विनिमय दर विनियमित न होकर बाजार की प्रक्रिया पर निर्भर हो। फिर भी इस स्थिति की विशेषता को शुद्ध रूप से मना नहीं किया जा सकता, यह वास्तविक जीवन में कोई श्रेष्ठ समाधान नहीं हो सकता क्योंकि भले ही विनिमय दर आस्ति मूल्य की तरह बताव करे, यह एक महत्वपूर्ण समष्टिआर्थिक परिवर्ती है जो विश्व के बाकी हिस्सों के साथ प्रगतिशील रूप से जुड़ रही किसी अर्थव्यवस्था के बहुसंख्यक आर्थिक ऐजेंटों के इष्टतम निर्णय को प्रभावित करता है। दूसरा, मुद्रा में तेज संचलन भावी प्रत्याशाओं को दर्शाता ही नहीं बल्कि जगाता भी है, वह भी प्रायः स्व-पूर्ण स्पाइरल के रूप में, और शायद उसी भावना के साथ समाधान किए जाने की जरूरत है क्योंकि मूल्यों के सामान्य स्तर में तेजी से एवं लगातार वृद्धि पर अंकुश लगाने की आवश्यकता है अन्यथा इससे स्फीतिकारी प्रत्याशाएं मजबूत होती हैं।

7. अत्यधिक अस्थिरता या तेज संचलन - इन दोनों से निबटने के लिए सबसे स्पष्ट एवं तत्काल साधन है - केंद्र बैंक का मध्यक्षेप (मध्यवर्ती कार्यवाही)। उदाहरण के लिए, मूल्य में तेज वृद्धि के समय मध्यक्षेप का मकसद विदेशी मुद्रा के अतिरिक्त प्रवाह का सफ़ाया करना होता है ताकि निर्यात की प्रतियोगितात्मकता को बरकरार रखा जा सके। इस प्रकार की कार्यवाहियों का स्पष्ट रूप से मौद्रिक संबंध होता है और इसे कम करने के उपाय में लागत लगती है। दूसरी तरफ, तेज मूल्यहास के समय मध्यक्षेप कई कारणों से मुश्किल विकल्प होता है जिसमें आरक्षित पूँजी में हानि शामिल है,

खासकर भारत जैसे देश में जहां बाह्य देयताएं आरक्षित सरकारी पूँजी से कई अधिक होती हैं।

8. एक अलग रूप में, मैं प्रवाह में एकाएक हुए परिवर्तनों से निबटने के लिए काफी अधिक आरक्षित सरकारी पूँजी के महत्त्व पर प्रकाश डालता हूँ, जिसे कई बार कमतर आंका गया है। वास्तव में, उभरते बाजार की अर्थव्यवस्थाओं द्वारा एशियाई संकट के बाद निर्मित बड़ी आरक्षित पूँजी को वैश्विक संकट एवं जोखिम विमुखता के संक्रामक प्रभाव के प्रति प्रायः बचाव के साधन के रूप में देखा गया। इसलिए, स्व उद्देश्य के रूप में आरक्षित पूँजी का संचयन विनिमय दर में स्थिरता लाने के लिए केंद्र बैंक की बाजार संबंधी गतिविधियों के उप-उत्पाद के बजाय एक ऐसा विषय है जिसे हाथ से बाहर जाने नहीं दिया जा सकता, और तो और जब भारत जैसी ईएमई के लिए कोई आश्वस्त एवं सुग्राह्य सामूहिक बीमा न हो।

9. अपनी चर्चा को आगे बढ़ाते हुए, विनिमय दर में तेज संचलन के समय निरंतर या आक्रामक मध्यक्षेप की समस्या को देखते हुए - इसकी श्रेष्ठता या वांछनीयता को एक तरफ करते हुए - हमारे पास इनसे निबटने के लिए कौन से साधन उपलब्ध है? प्रमुख रूप से दो: पूँजीगत नियंत्रण को समुचित तरीके से ठीक करना एवं डेरिवेटिव लेनदेन के संबंध में बाजार के सहभागियों की स्वतंत्रता को सीमित करना क्योंकि डेरिवेटिव लेनदेन का उपयोग कर वे मुद्रा के सट्टेबाजी एवं पूँजी प्रवाह की जमाखोरी में लग सकते हैं। 2011 के अंत से, रुपये की स्थिरता के आवधिक दौर में हमने दोनों साधनों का मिलजुल प्रयोग किया, जिसके बारे में मैं अब चर्चा करूंगा। आपको स्मरण होगा कि 2009 के लेहमन अस्थिरता के बाद रुपये के मूल्य में अपेक्षाकृत स्थिरता आई और करीब-करीब पूरे 2010 एवं 2011 में इसका एकदम सीमित दायरे में लेनदेन किया गया। अमरीका की अवनति एवं संबंधित समस्याओं के परिणामस्वरूप 2011 के उत्तरार्ध में स्थिरता प्रारंभ हुई। तब से हमें तीन भिन्न-भिन्न बड़ी अस्थिरताओं का सामना करना पड़ा: जुलाई 2011 के अंत से दिसंबर 2011 के मध्य (अमरीकी डॉलर की तुलना में भारतीय रुपये का लगभग 18% मूल्यहास), फरवरी 2012 के अंत से जून 2012 के अंत (लगभग 12%) और अप्रैल 2013 के अंत से अगस्त 2013 के अंत (लगभग 19%)² तक। अधिकांश उभरते बाजार की मुद्राओं के मूल्यों में भी इस अवधि के दौरान गिरावट आई जिसके चलते संगत प्राधिकारियों ने भिन्न-भिन्न प्रतिक्रियाएं दीं,

² स्रोत: ब्लूमबर्ग

जिसमें एक तरफ पूँजी नियंत्रण शामिल था तो दूसरी तरफ अपेक्षाकृत दीर्घकालिक पूँजी प्रवाहों को बढ़ावा देने के लिए उपाय किए जा रहे थे।

पूँजी अंतर्वाह एवं बहिर्वाह: विकल्पों का अनुक्रम

10. अब मैं पूँजी नियंत्रण के संबंध में कुछ टिप्पणी करता हूँ। हमारा पूँजी खाता प्रबंधन संबंधी ढांचा पूँजी बहिर्वाह की तुलना में पूँजी अंतर्वाह की ओर ज्यादा केंद्रित है। पूँजी कमी युक्त विकासशील अर्थव्यवस्था जिसमें बड़ी मात्रा में निवेश की जरूरत है, यह हमारी लंबे समय से चली आ रही नीति है कि घरेलू बचत में वृद्धि करने के लिए पूँजी अंतर्वाह को बढ़ावा दिया जाए, जो स्थिर, दीर्घकालिक हो और जिसमें एकाएक ठहराव एवं उलटाव की संभावना बहुत ही कम हो। यहां मैं पूँजी प्रवाहों के कतिपय महत्त्वपूर्ण तत्वों के प्रति हमारे दृष्टिकोण पर प्रकाश डालना चाहूँगा।

विदेशी प्रत्यक्ष निवेश

11. विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई), जिसकी विशेषता है इसका स्थायी ब्याज और निवेशकों का प्रबंधन में कुछ हद तक का नियंत्रण, पूँजी अंतर्वाह के अनुक्रम में सर्वोपरि है न केवल इसलिए कि यह स्रोतों को बढ़ाता है बल्कि इसलिए भी क्योंकि यह आम तौर पर बेहतर प्रौद्योगिकी एवं अधिक कुशल प्रबंधन तथा कारोबार व्यवहार का निर्माण करता है। एफडीआई के ढांचे का निर्माण, जिसे फेमा के तहत रिजर्व बैंक द्वारा अधिसूचित विनियमों के अंतर्गत कानूनी शुद्धता मिलती है, भारत सरकार भारतीय रिजर्व बैंक के साथ मिलकर करता है, और एफडीआई के संबंध में एकमात्र रुकावट है इसका क्षेत्रवार निवेश सीमा - नियंत्रण की सीमा जो अनिवासियों को सौंपा जा सकता है और यह महत्त्वपूर्ण या सामाजिक-आर्थिक विचारों से प्रेरित है। विनियामक रूपरेखा का शेष भाग प्रक्रियात्मक है और हम इसे निवेशक के लिए अत्यंत अनुकूल बनाने हेतु इस व्यवस्था को युक्तिसंगत एवं कारगर बनाने का सतत प्रयास कर रहे हैं। इस बिंदु का वर्णन करने के लिए कतिपय हाल के उपायों जैसे, कीमत निर्धारण पद्धति के विनियामक निर्धारण से पलायन करना, आवक एफडीआई में विकल्प को लागू करना इत्यादि का हवाला दिया जा सकता है।

विदेशी पोर्टफोलियो निवेशक

12. विदेशी पोर्टफोलियो निवेश के जरिए हो रहे अंतर्वाह को 'हॉट मनी' के रूप में देखने की प्रवृत्ति पाई जाती है, जो एकाएक ठहराव या उलटाव पैदा कर सकता है। दो दशकों से ज्यादा का अनुभव एवं हाल के अध्ययन से पता चलता है कि भय शायद अतिशयोक्ति हो गया है। पोर्टफोलियो निवेश प्रवाह, अंतर्वाह और बहिर्वाह दोनों में

कुछ हद तक अस्थिरता एवं उछाल पैदा करता है, लेकिन समग्र स्तर पर पर्याप्त मात्रा में स्थिरता है। 1992 में लागू होने की तारीख से, पोर्टफोलियो निवेश संबंधी विनियामक व्यवस्था समय के साथ-साथ पनपा है। आप सबको ज्ञात होगा कि भारतीय प्रतिभूति एवं विनियम बोर्ड (सेबी) द्वारा अधिसूचित विनियमों की तर्ज पर इस योजना को सरल एवं उदार बनाया गया है जिसमें विदेशी संस्थागत निवेशकों (एफआईआई) और पात्र विदेशी निवेशकों (क्यूएफआई) को एकसाथ मिलाकर एकल वर्ग निवेशकों में सम्मिलित कर दिया गया है जो विदेशी पोर्टफोलियो निवेशक (एफपीआई) के नाम से जाना जाता है तथा पोर्टफोलियो निवेशकों द्वारा खोले जाने वाले बैंक खातों के लिए निर्धारित केवाईसी जांच संबंधी मानदंडों को सरल किया गया है। विदेशी संविभाग निवेशकों को 1999 से घरेलू ऋण बाजार में सरकारी प्रतिभूति खंड में निवेश करने की अनुमति प्रदान की गई थी। कालांतर में उनके निवेश दायरे को बढ़ा दिया गया और कंपनी ऋण को शामिल कर दिया गया तथा सरकारी प्रतिभूतियों एवं कंपनी बांडों में निवेश की सीमा भी क्रमशः बढ़ा दी गई। जैसाकि हमने देखा है कि हमारा सावधानीपूर्वक दृष्टिकोण इस नजरिये पर आधारित है कि इसमें अनिश्चितता के समय फौरन इस निवेश के रुक जाने तथा स्विफ्ट के माध्यम से निवेश वापस ले जाने का बड़ा खतरा मौजूद है। इस खंड में अल्पकालीन परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों : खजाना बिल, वाणिज्य-पत्र, तथा एक वर्ष से कम अवधि में परिपक्व होने वाले बांडों के प्रति निवेशकों का स्वरूप पूर्वाग्रह से ग्रस्त है। बाजार के विकास के लिए तथा दीर्घकाल तक प्रवाह बने रहने को प्रोत्साहित करने के इन दो उद्देश्यों को ध्यान में रखते हुए, मौजूदा नीति की प्राथमिकता यह है कि अपेक्षाकृत लंबी अवधि के बांडों में निवेश को प्रोत्साहित किया जाए। तदनुसार, हमने दीर्घकाल के लिए निवेश करने वाले विदेशी निवेशकों के लिए एक अलग खिड़की बनाई और बाद में उसका और भी विस्तार किया। हमने हाल में विदेशी संविभाग निवेशकों को एक वर्ष से कम की शेष परिपक्वता खंड के खजाना बिलों एवं सरकारी प्रतिभूतियों में बढ़चढ़कर निवेश करने को सीमित कर दिया है। ऋण लिखतों में विदेशी निवेशकों की रुचि अपेक्षा से कम रहने, यहां तक कि अपेक्षाकृत उनके लिए उपलब्ध छोटी सीमाओं की तुलना में भी कम रहने की वजह शायद इस खंड में चलनिधि की कमी है। यह हमारे लिए महत्त्वपूर्ण लक्ष्य है और इसके लिए अनेक कदम उठाए गए हैं और खासतौर से सरकारी प्रतिभूति और ब्याजदर व्युत्पन्नी बाजार में चलनिधि बढ़ाने से संबंधित कार्यदल (अध्यक्ष: श्री आर.गांधी) की सिफारिशों के आलोक में हम इस समस्या को सुलझाने के लिए अनेक उपायों पर काम कर रहे हैं।

बाहरी वाणिज्यिक उधार

13. घरेलू ऋण प्रतिभूतियों में रुपए में लेनदेन करने योग्य विदेशी निवेश के बिलकुल विपरीत बाहरी वाणिज्य उधार एक द्विपक्षीय ऋण-संविदा है जो विदेशी मुद्रा में होती है जिसे घरेलू उधार लेने वालों द्वारा प्रारंभ किया गया है। इसके लिए दृष्टिकोण यह है कि अर्थव्यवस्था की बाहरी देयता बहुत अधिक न बढ़ने पाए, बाहरी वाणिज्यिक उधार का इस्तेमाल अधिकतम उत्पादकता के लिए किया जाए। इस उद्देश्य को विनियामक प्रणाली के माध्यम से किया जाए जिसमें ऋण की मात्रा, उसके अंतिम उपयोग, अवधि, उधारदाता की साख, और उधार की लागत पर प्रतिबंध होगा। अंतिम बात यह है कि उधार लेने की लागत की उच्चतम सीमा तय करना अनावश्यक लगता है क्योंकि उधार की मात्रा की सीमा निश्चित होती है। लेकिन यह समझना जरूरी है कि ईसीबी का आटोमैटिक मार्ग भी है, इसलिए प्रतिकूल चयन समस्या को दूर करना आवश्यक है ताकि ईसीबी का इस्तेमाल जोखिमपूर्ण परियोजनाओं के लिए न हो। हाल के वर्षों में, पूँजी अंतर्वाह तथा निवेश-आवश्यकताओं को ध्यान में रखते हुए, खासतौर से बुनियादी ढांचे में निवेश के लिए और उनके लिए जो ईसीबी चुकाने के लिए विदेशी मुद्रा कमाने की क्षमता रखते हैं, हमने ईसीबी के विनियामक ढांचे को कई पहलुओं से उदार बना दिया है।

14. इस संदर्भ में, आइये इस बात की जांच करते हैं कि ईसीबी लेने वाले फर्मों के लिए यह किस प्रकार से प्रेरणादायक है। यदि किसी फर्म के पास विदेशी मुद्रा की आय आने का स्रोत है तो उसके लिए यह उचित होगा कि वह विदेशी मुद्रा में उधार ले ताकि उसके तुलनपत्र में किसी प्रकार का जोखिम न हो। किंतु यदि उसकी आमदनी रुपये में है, तो उसे चाहिए कि वह अपनी विदेशी मुद्रा देयता को पूरी तरह सुरक्षित करे (हेज करे) और पूरी तरह से हेज की गई विदेशी मुद्रा में आदर्श बाजार स्थिति में किसी प्रकार के अंतरपणन (आरबिटेरज) का प्रस्ताव न हो। हेज न की गई विदेशी मुद्रा देयता में मुद्रा का जोखिम होता है, अस्थिरता की हालत में अत्यधिक विस्फोटक हो सकता है, और इसके अन्य हित-धारकों, खासतौर से घरेलू उधारदाताओं के लिए भी जोखिमपूर्ण हो सकता है। एक-एक कंपनी यदि प्रभावित होती है तो सब मिलकर प्रणालीगत अस्थिरता का जोखिम पैदा कर सकती हैं। ऐसी स्थिति में मुद्दा यह है कि - क्या घरेलू उधारदाता संबंधित फर्मों को विभिन्न सुविधाएं प्रदान करते समय इस जोखिम का मूल्यांकन करे और उसका उचित रूप से मूल्य निर्धारित करे? इस बारे में हम निश्चित नहीं हैं। इसलिए बैंक जो फर्मों को धनराशि देते हैं और उनकी विदेशी मुद्रा देयता को सुरक्षित नहीं किया जाता है तो उन बैंकों के लिए विनियामक नुस्खा यह है कि वे बढ़ाकर राशि का प्रावधान करें और पूँजी रखें।

अनिवासी जमाराशियां

15. पूँजी अंतर्वाह को मजबूत करने के लिए सबसे प्रारंभिक उपाय यह किया गया था कि प्रवासी भारतीयों को प्रोत्साहनपरक जमा खाते खोलने की अनुमति दी गई थी। यह उपाय हमारे लिए ऐसी स्थिति में कारगर रहा जब या तो अन्य प्रकार का पूँजी प्रवाह नदारद था या फिर बहुत कमजोर था। हालांकि समय के गुजरने के साथ-साथ अनिवासी भारतीयों की जमाराशियों का महत्त्व अपेक्षाकृत कम हो गया है, फिर भी हमारे पास प्रवासी भारतीयों को प्रोत्साहित करने के लिए अभी भी मित्रवत योजनाएं हैं ताकि वे अपनी बैंकिंग एवं बचत संबंधी जरूरतों के लिए भारतीय बैंकिंग प्रणाली का इस्तेमाल कर सकें। वस्तुतः हाल के मौद्रिक अस्थिरता के समय में ऐसे अनिवासी भारतीय जमाकर्ताओं को और भी प्रोत्साहन प्रदान किए गए हैं ताकि दीर्घकालीन प्रवाह प्राप्त हो सकें।

विदेश में रुपया बाण्ड

16. अब तक पूँजी खाता में रुपए की अपरिवर्तनीयता के कारण हम विदेशी बाजार में रुपए में बाण्ड जारी करने के विचार के प्रति बेरुख थे। ऐसा एक लिखत, जो रुपए में भुगतान करने की प्रतिकृति हो, के लिए भारतीय परिसंपत्ति की जरूरत होगी, और साथ ही निवेशक को अपनी मुद्रा के जोखिम को सुरक्षित करने के लिए आनशोर डेरिवेटिव बाजार में पहुंच बनाने की आवश्यकता होगी। ये दोनों चीजें प्रतिबंधित थीं। अंतरराष्ट्रीय वित्त निगम (आइएफसी) ने हमसे संपर्क किया, इस बात को मानते हुए कि ऐसे आफशोर निवेशक हैं जो भारत में रुचि रखते हैं, उन्हें हासिल करने के लिए हमने विदेश में रुपये से जुड़े एक बिलियन अमरीकी डालर के बाण्ड जारी करने की अनुमति दे दी है और उसके आगमों को भारतीय परिसंपत्ति में निवेश किया गया है। यह एक प्रारंभिक परियोजना है और इससे होने वाले अनुभव एवं बाजार पर उसका प्रभाव हमारा मार्गदर्शन करेगा कि ऐसे निर्गमों को और बढ़ाया जाए या नहीं। सच तो यह है कि कई अन्य बहुपक्षीय संस्थाएं भी इस प्रकार के बाण्ड निर्गमों के विकल्प का मूल्यांकन कर रही हैं।

पूँजी के बाहरी प्रवाह का विनियमन

17. पूँजी के अभाव वाली हमारी जैसी अर्थव्यवस्था में, शायद यह मुनासिब होगा कि बाहर जाने वाले निवेशों की निकट से निगरानी की जाए। विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (ओडीआई) का मामला इस बात पर निर्भर करता है कि भारतीय उद्यमियों को विदेशों में लाभप्रद निवेश के अवसरों का फायदा उठाने की अनुमति दी जाए। इस बात को ध्यान में

रखते हुए हमने विदेशी प्रत्यक्ष निवेश से संबंधित विनियामक प्रणाली को क्रमशः उदार बनाया है। किंतु किसी भी प्रकार के निवेश के मामले में समय के अंतराल में ओडीआई से फायदा होना ही चाहिए। हालांकि विदेश में किए गए हमारे निवेश से आने वाली आमदनी का प्रवाह अब तक कुछ संतोषजनक नहीं रहा है, फिर भी एक निवेशक के लिए मित्रवत विनियामक प्रणाली लागू रखी गई है। हाल में जो ओडीआई विनियमन में परिवर्तन किए गए हैं वे किसी भी प्रकार से भारतीय निवेशकों के वैश्वीकरण प्रयास को नुकसान नहीं पहुंचाएंगे लेकिन सिर्फ इतना है कि असाधारण परिस्थितियों में, ईसीबी द्वारा वित्तपोषण को छोड़कर, निर्धारित सीमा से अधिक के निवेश को अनुमोदन मार्ग से गुजरना होगा। इसके अलावा, अब विदेशी मुद्रा बाजार में अच्छी तरह से स्थिरता पैदा हो गई है, हम उन्हें आंशिक या पूरी तरह से खुला छोड़ देंगे। व्यक्तियों द्वारा संविभाग निवेश का मामला इस बात पर निर्भर करता है कि भारतीय निवासियों को उनके संविभाग को विविधता प्रदान करने हेतु अवसर उपलब्ध करवाए जाएं। रुपये की अस्थिरता के अंतिम दौर तक जब हमें इसे मंद करने के लिए कदम उठाना पड़ा, हमने क्रमिक रूप से इस सुविधा को उदार बनाया है। मैं आपको याद दिलाना चाहूंगा कि जब हमारे पास प्रवाह का आना बहुत अधिक था तब हमने इसे काफी हद तक 2,00,000 अमरीकी डालर प्रतिवर्ष कर दिया था। उदारीकृत विप्रेषण योजना के अंतर्गत इस सीमा का व्यापक उपयोग चालू खाता लेनदेन के लिए तथा कुछ हद तक पूँजी खाता लेनदेन तथा विदेश में संपत्ति अर्जन के लिए किया गया, किंतु इस सीमा को तभी कम किया गया जब यह अंदाजा लगाया गया कि करेंसी की अस्थिरता के चलते बड़े पैमाने पर अंतरण किए जाएंगे। इसे अधिक उदार बनाते हुए यह उपाय किया गया है कि संशोधित उदारीकृत विप्रेषण योजना के अंतर्गत निवासी व्यक्तियों को अब विदेश में कंपनी स्थापित करने की अनुमति दी गई है।

18. यह मुझे विदेशी-मुद्रा विनियमन विनियमन अथवा इससे जुड़े किसी भी विनियमन के महत्त्वपूर्ण मुद्दे की ओर ले जाता है। सबसे पहली बात यह है कि किसी भी प्रकार का विनियामक ढांचा अनुमानजन्य तथा समय के अनुरूप होना चाहिए। निवेश और कारोबार दोनों भरोसे की चीज हैं और निवेशक तथा फर्म अपनी रणनितियों को तभी बना सकती हैं और अमल में ला सकती हैं जब उन्हें विश्वास हो कि विनियामक प्रणाली आधे रास्ते में नहीं बदलेगी। चूंकि आज के संसार में बाहरी कारकों में बहुत तेजी से परिवर्तन हो रहा है, इसलिए विनियम ढांचे को उनके अनुरूप समायोजित करने की अत्यधिक जरूरत होती है। मैं एक उदाहरण देना चाहूंगा। वर्ष 2007-08 में हमने अप्रत्याशित रूप से पूँजी के आनेवाले प्रवाह के बढ़ जाने की समस्या का सामना किया था। रुपए का मूल्य तेजी से बढ़ गया था, रिजर्व बैंक ने बाजार को

परिचालित किया था, फलस्वरूप चलनिधि संबंधी प्रभाव पड़ना और निष्प्रभावीकरण की राजकोषीय लागत, सब कुछ हाल की स्मृतियों में मौजूद है। इस वातावरण में अनेक कदम उठाए गए थे, जैसे उदारीकृत विप्रेषण योजना की सीमा में वृद्धि, विदेशी कंपनियों को भारतीय जमा रसीद (आइडीआर) के माध्यम से भारत में पूँजी जुटाने की अनुमति देना, करेंसी फ्यूचर्स को प्रारंभ करना आदि। वैश्विक वित्तीय संकट के घटित हो जाने के बाद परिस्थितियों में तेजी से बदलाव आया, और 2010-11 में थोड़ी सी शांति के बाद पुनः अमरीकी संकट के बाद शिथिलता, यूरोपियन यूनियन संकट आदि का घटित होना। क्या हम उन तमाम समस्याओं के समय लिए गए निर्णयों एवं किए गए उपायों को हटा लें? यह, संगत इस प्रकार से होगा कि हमने अब तक धीरे-धीरे सावधानीपूर्वक हटाए जाने का दृष्टिकोण अपनाया है।

व्युत्पन्नी संविदा (डेरिवेटिव कांट्रैक्ट) का विनियमन : आनशोर और आफशोर

19. अब मैं एक अन्य उपकरण के बारे में बात करूंगा जिसका उल्लेख मैंने रुपए में अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए किया था, वह है डेरिवेटिव्स पर प्रतिबंध। डेरिवेटिव के प्रति हमारा विचार उसे जोखिम प्रबंधन के औजार के रूप में तथा विदेशी मुद्रा विनियमन के जोखिम से बचाव के उपकरण के रूप में है। इसे ओटीसी बाजार में फारेक्स डेरिवेटिव के लिए विनियामक प्रणाली में बताया गया है जिसकी दो मुख्य विशेषताएं हैं : पहली, किसी फर्म या व्यक्ति की डेरिवेटिव संविदा निष्पादित करने की क्षमता इस बात पर निर्भर होती है कि निहित एक्सपोजर में कितना जोखिम है। दूसरी, इन संविदाओं को, कम से कम उन्हें जिनमें रुपया का मामला है, को मुख्यतया भौतिक सुपर्दगी द्वारा निष्पादित किया जाना है। पिछले अनेक वर्षों में फर्मों को अपने विदेशी मुद्रा विनियमन के जोखिम को लचीले एवं कुशलता से नियंत्रित करने के लिए अनेक रियायतें प्रारंभ की गई हैं जैसे - डेरिवेटिव लेनदेन को वैयक्तिक निहित संविदा के आधार के बजाय पिछले निष्पादन के आधार पर किया जाए, डेरिवेटिव संविदा को निरस्त करना भले ही निहित एक्सपोजर मौजूद हो (उसका लाभ पाना और या उसकी हानि वहन करना) जिसमें संविदा को उसी एक्सपोजर की जमानत पर पुनः बुक करने की गुंजाइश हो, आदि। इन रियायतों का इस्तेमाल काफी हद तक तब किया जाए जब रुपये के हास (अथवा वृद्धि) की पूरी उम्मीद हो, भले ही सही हो या गलत। ये बाजार की परिस्थितियों को उभारती है। हम प्रायः बाजार के सहभागियों की डेरिवेटिव लेनदेन की बुकिंग करने के संबंध में आजादी को कम करने का प्रयास करते हैं ताकि उनमें कोई आपाधापी न मचे तथा रुपये के मूल्य के बारे में कोई सट्टेबाजी न उत्पन्न हो जाए।

अंतरण-रहित वायदा बाजार

20. विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी का मुद्दा दो कारणों से जटिल बन गया है। प्रथम, रुपये में बड़े पैमाने पर आफशोर बाजार अस्तित्व में आ गए हैं। इस समय रुपए-फ्यूचर्स का कारोबार कुछ अंतरराष्ट्रीय एक्सचेंजों में किया जाने लगा है। अनेक अंतरराष्ट्रीय वित्तीय केंद्रों पर रुपए में अंतरण-रहित काफी बड़ा वायदा बाजार बन गया है। यह बाजार पारदर्शी नहीं है और इसका सही आकार एवं इसके सहभागियों की जानकारी उपलब्ध नहीं है। हमारी, बाजार सहभागियों से हुई बातचीत से यह संकेत मिलता है कि अंतरराष्ट्रीय निपटान बैंक द्वारा पिछले दो त्रिवर्षीय सर्वेक्षण में प्रकाशित आंकड़ों में अति-मूल्यांकन दिखाई देता है, किंतु इतना निश्चित है कि वे आंकड़े घरेलू बाजार पर प्रभाव डालने के लिए काफी हैं, विशेष रूप से अत्यधिक अस्थिरता के समय में। आन-शोर और आफ-शोर बाजारों के बीच किसी भी प्रकार का स्पष्ट संबंध न होते हुए भी इस बात से इनकार नहीं किया जा सकता कि उनके बीच किसी न किसी प्रकार की मध्यस्थता जरूर चल रही है।

21. अंतरण-रहित वायदा बाजार के अस्तित्व में रहने का क्या कारण है ? इसका स्वाभाविक उत्तर यह है कि एक ओर भारतीय बाजारों का व्यापार, पूँजी तथा वित्तीय जरूरतों से पूरे विश्व में संबंध बढ़ रहा है तो दूसरी ओर आन-शोर घरेलू बाजार में रुपए में एक्सपोजर रखने वाले अंतरराष्ट्रीय एजेंट अपर्याप्त है या फिर उन तक पहुंचना बहुत मुश्किल होता है। निवेशक बहुत से हैं - जिनमें से अधिकांश पोर्टफोलियो निवेशक हैं - जिनके पास रुपए में परिसंपत्तियां हैं लेकिन या तो उन्हें आन-शोर बाजार में अपने जोखिमों को हेज (बचाव) करने की अनुमति नहीं है या फिर यदि अनुमति मिलती भी है तो निरस्त संविदा की पुनः बुकिंग की पाबंदी के साथ शासन से उनकी हेजिंग रणनीति मेल नहीं खाती। इसमें बड़े पैमाने पर स्वदेश की ओर झुकाव होता है और वे किसी पराये स्थान के प्राधिकृत व्यापारी के बजाय संस्था को अपने स्थान पर होने का तरजीह देते हैं या प्रतिपक्ष के रूप में उनका निवास स्थान उनका अधिकार क्षेत्र हो। इसी प्रकार का तर्क भारत में उन बहुराष्ट्रीय फर्मों के लिए भी सही सिद्ध होता है जो अंतरण मूल्य-निर्धारण का उपयोग करती हैं और / अथवा जिनके पास केंद्रीकृत कोषागार हैं। यहां तेजी से वैश्विक होती दुनिया में आर्थिक / क्षमता के एक्सपोजर का भी सवाल है, जहां यदि किसी के पास स्पष्ट रूप से विदेशी मुद्रा का एक्सपोजर नहीं है, तो भी वह विदेशी मुद्रा दरों में उतार-चढ़ाव से प्रभावित हो सकता है। यदि यह सब ऐसा ही है

तो विनियामकों के लिए एनडीएफ (अंतरण-रहित वायदा बाजार) की ओर बारीकी से ध्यान दिए जाने की अपेक्षा है।

एक्सचेंज में कारोबार की जाने वाली व्युत्पन्नी

22. दूसरा मुद्दा आनशोर एक्सचेंज में कारोबार की जाने वाली व्युत्पन्नी (ईटीडी) बाजार से संबंधित है जो 2008 में प्रारंभ किया गया था जब बाहरी स्थिति काफी अलग थी। इसका उद्देश्य यह था कि वास्तविक क्षेत्र के एजेंटों - खासतौर से छोटी संस्थाओं को, उनके करेंसी जोखिम से बचाव के लिए एक सरल, पारदर्शी और किफायती लिखत मुहैया कराया जाए। यह बाजार काउंटर पर लेनदेन (ओटीसी) से दो बातों में भिन्न है जिसका हमने पूर्व में उल्लेख किया है : (ए) इस बाजार में पहुंचने के लिए अंतर्निहित एक्सपोजर की आवश्यकता नहीं है, इसलिए इसमें प्रवेश और निर्गमन पर कोई पाबंदी नहीं है और (बी) संविदाओं का निपटान नकदी में होता है। अन्य शब्दों में, इसे बचाव (हेजिंग) के रूप में इस्तेमाल किया जा सकता है, किंतु यह सट्टेबाजी का भी सटीक लिखत है क्योंकि विनिमय दर पर इसमें कारोबार बिलकुल उसी प्रकार होता है जैसे किसी अन्य वित्तीय परिसंपत्तियों में होता है। अब प्रश्न यह पैदा होता है कि : विनियामक पाबंदियों सहित ओटीसी और पाबंदीरहित ईटीडी, दोनों बाजार एक साथ अस्तित्व में कैसे रह सकते हैं? अहम बात यह है कि क्या ओटीसी बाजार में रुपए की अस्थिरता को नियंत्रित करने के लिए निरोधक उपाय पूरी तरह से निष्प्रभाव नहीं हो जाएंगे यदि बाजार के सहभागी इस बाजार को छोड़कर ईटीडी बाजार में जाने के लिए स्वतंत्र होंगे? इस परिदृश्य में, जब रुपए की अस्थिरता अपने चरम पर थी हमने और हमारे अनुरोध पर सेबी ने, बाध्य होकर ईटीडी खंड के संबंध में कई कदम उठाए साथ ही व्यक्तिगत पोजीशन/प्रारंभिक ब्याज पर उच्चतम सीमा लगा दी, पर बैंकों के माध्यम से दोनों बाजारों के बीच विवाचन को सीमित कर दिया तथा मार्जिन की अपेक्षा (सीमा) को बढ़ा दिया गया। यहां मैं यह भी कहना चाहूंगा कि विनिमय दर में स्थिरता लौटने के बाद हमने ओटीसी/ ईटीडी बाजार में कतिपय पाबंदियों को हटा दिया है, सच तो यह है कि ओटीसी बाजार में हेजिंग (बचाव) करने तक के लिए आगे बढ़ गए हैं (उदाहरण के लिए बिना किसी दस्तावेज के 2,50,000 अमरीकी डालर तक हेजिंग की अनुमति दी गई)। इसी प्रकार से ईटीडी खंड में विदेशी निवेशकों को सहभागिता सहित कुछ और भी रियायतें देने पर विचार किया जा रहा है।

23. एनडीएफ बाजार के उद्भव और विकास तथा घरेलू बाजार पर इसके संभावित प्रभाव ने दो महत्वपूर्ण प्रश्न पैदा कर दिए हैं।

क्या आफशोर बाजार को रुपया आनशोर बाजार में लाने और इस प्रकार से हमारे बाजार में और गहनता पैदा करने तथा संभावित रूप से आय एवं रोजगार पैदा करने का प्रयास नहीं किया जाना चाहिए? दूसरी बात यह है कि प्रायः यह देखा गया है कि चूँकि एनडीएफ बाजार, घरेलू बाजारों को प्रभावित करते हैं, इसलिए उसमें सट्टेबाजी की संभावना बनी रहती है, ऐसी स्थिति में क्या घरेलू बैंकों को इस बाजार में भाग लेने की अनुमति दी जानी चाहिए? मैं यह भी बताना चाहता हूँ कि कुछ देशों के केंद्रीय बैंकों ने अपनी करेंसी के एनडीएफ बाजार में हस्तक्षेप किया है ताकि वे उसकी अस्थिरता को जड़ से समाप्त कर सकें।

24. यदि उपर्युक्त दोनों प्रश्नों के उत्तर सकारात्मक हैं, तो इसके लिए विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी के विनियामक ढांचे पर मौलिक रूप से पुनः विचार करने की आवश्यकता है। हम यह पहले ही बता चुके हैं कि हम ईटीडी बाजार में विदेशी निवेशकों को मामूली सी पाबंदियों के साथ अनुमति देने के लिए प्रतिबद्ध हैं। किंतु, यदि फ्यूचर्स मूल्यों को सख्ती के साथ हाजिर (स्पाट) मूल्यों के साथ नहीं जोड़ा गया तो क्या निवेशकों को आमंत्रित किया जाना पर्याप्त होगा? लेकिन यह तभी संभव होगा जब दोनों बाजारों के बीच बाधारहित तरीके से मध्यस्थता की अनुमति दी जाए। दूसरी बात यह है कि यदि हम घरेलू संस्थाओं को आफशोर बाजार में जाने की अनुमति देते हैं, तो इससे कोई लाभ नहीं होने वाला है जब तक कि आफशोर और आनशोर बाजारों के बीच मध्यस्थता प्रक्रिया बाधित रहेगी। यदि हम इसे तर्कसंगत रूप से किसी नतीजे तक ले जाना चाहते हैं तो, यह हमें ऐसी स्थिति में ले जाएगा जहां घरेलू एवं सीमा-पार बाजारों में सहभागियों की पात्रता, प्रवेश या निर्गमन अथवा निपटान को लेकर विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी लेनदेन में किसी प्रकार की कोई पाबंदी नहीं हो।

25. यहां हमारे इस विचार को वह सिद्धांत अवरुद्ध करता है जिसका उल्लेख हमने पहले ही किया है : विनियामक सामंजस्य की अनिवार्यता और कालांतर में उससे वापस न लौटना। क्या हमारे पास इसकी भूख है और इतने साधन हैं कि हमारे पास भविष्य में अस्थिरता की बाढ़ को कोई रियायत दिए बिना रोकने की संभावना हो जिसे लाने पर हम विचार कर रहे हैं? इस प्रकार के विचारों की दलीलें इस पक्ष में हैं कि हम आहिस्ता से धीरे-धीरे कदम आगे बढ़ाएं। चुनौती इस बात की है कि हम कोई ऐसा बीच का उचित रास्ता अपनाएं जो हवा के रुख के प्रति सावधान करे और किसी भावी उतार-चढ़ाव को रोकने के लिए अत्यधिक सावधानी बरतने की इजाजत दे।

अंतिम बात

26. पूँजी नियंत्रण और विदेशी मुद्रा बाजार के विकास एवं विनियमन के संबंध में हमारी नीतिगत द्विविधा को रेखांकित करने के बाद अब हम अंत में इस बारे में बात करेंगे कि इन चुनौतियों का सामना करने में फेडाई और सदस्य विदेशी मुद्रा व्यापारियों की क्या भूमिका है और वे विनियामक के साथ मिलकर किस प्रकार से सक्रिय रूप से कार्य करेंगे। भारतीय रिजर्व बैंक की परमिट के अनुसार देशों के बीच उन्हें लेनदेन करना है और ऐसी दुनिया में जहां विदेशी मुद्रा का लेनदेन इस प्रकार होता है जैसे किसी अन्य देश के भीतर रूप में लेनदेन होता है सिवाय करेंसी जोखिम के जो बड़े क्षेत्र में हो सकता है जहां विदेशी मुद्रा व्यापारियों को बाहरी कारोबार और निवेश संबंधी लेनदेन को सहज बनाना चाहिए, जिसमें वास्तविक क्षेत्र की वास्तविक आवश्यकताओं को ध्यान में रखना होगा और जिसके लिए विवेकपूर्ण अपेक्षाओं को भी नज़रअंदाज नहीं करना होगा। प्राधिकृत व्यापारियों को स्वयं रचनात्मक रूप से कार्य करना होगा और उभरती विनियामक अपेक्षाओं को पूरा करना होगा, और इससे ज्यादा महत्वपूर्ण है कि उन्हें इसके अंतिम उपभोक्ता को मैत्रीपूर्ण, कुशल एवं पारदर्शी इन्टरफेस उपलब्ध करवाना होगा। निःसंदेह विनियामक ढांचे को भी अन्य बातों के साथ-साथ बने रहना होगा और कारोबार किए जाने के तरीकों के साथ चलना होगा और प्राधिकृत व्यापारियों के लिए यह जरूरी होगा कि वे विनियामकीय शासन में परिवर्तन के पीछे विहित उद्देश्यों तथा सिद्धांतों से परिचित हों ताकि न केवल कार्यान्वयन प्रभावी हो सके बल्कि कारोबार करने के लिए एक प्रेरक वातावरण मिल सके। हमने यह पाया है कि विनियमों का उल्लंघन न केवल अंतरराष्ट्रीय स्तर पर होता है बल्कि अज्ञानता और उसकी जानकारी के अभाव के कारण होता है। इसलिए इस संबंध में बहुत अधिक सुधार लाने की गुंजाइश है। इस सम्मेलन में निर्धारित सत्रों में किए जाने वाले चिंतन से हमारे वित्तीय बाजार से संबंधित मौजूदा मुद्दों को समझने की अंतर्दृष्टि प्राप्त होगी। अंत में, मैं इस बात पर जोर देना चाहूंगा कि कारोबार करने के लिए संहिता और आचार का एक उत्तम मानक स्थापित करना होगा और जो भ्रष्ट प्रकार के प्रोत्साहन के प्रलोभन से रक्षा करेगा, खासतौर से वित्तीय क्षेत्र में। वित्तीय बाजार और संस्थाएं भरोसे पर जिन्दा हैं और उसी के सहारे आगे बढ़ रही हैं इसलिए हमारा यह सतत प्रयास रहना चाहिए कि हम उस भरोसे को बनाए रखें।

मुझे ध्यानपूर्वक सुनने के लिए आप सबका धन्यवाद।