

विदेशी मुद्रा प्रबंध अधिनियम (फेमा) को लागू करना - उभरती चुनौतियां*

जी. पद्मनाभन

उप गवर्नर श्री एच.आर. खान, अध्यक्ष भारतीय विदेशी मुद्रा डीलर संघ, प्राधिकृत डीलर बैंकों के पदधारी एवं देश भर से आए भारतीय रिजर्व बैंक के मेरे साथियो।

1. नमस्कार, इस ऐतिहासिक शहर आगरा में स्वागत है। इन वार्षिक सभाओं में पिछले एक वर्ष के दौरान विदेशी मुद्रा प्रबंध के क्षेत्र में हुई गतिविधियों का जायजा लेने तथा जिन परिवर्तनों पर विचार किया जा रहा है उनके संदर्भ एवं विषय वस्तुओं पर विचार-विमर्श करने की परंपरा रही है। दिसंबर 2012 में हमारी मुलाकात के बाद का एक वर्ष बहुत हलचल भरा एवं चुनौतीपूर्ण रहा है किंतु समुचित नीतिगत उपायों के माध्यम से हम परेशानियों से उबरने में सक्षम रहे हैं। अभी, फेमा तरुणावस्था में है। मैं इस बात का स्वमूल्यांकन प्रस्तुत करना चाहूंगा कि किस प्रकार से हमने बच्चे (फेमा पढ़ें) की परवरिश या प्रबंध किया है, जिसका जन्म शताब्दी परिवर्तन के समय में हुआ था। मैं कुछ अन्वेषी प्रश्नों से शुरुआत करना चाहूंगा। क्या हम 1999 में फेमा के अधिनियमन के समय स्वयं के लिए निर्धारित पथ का पिछले चौदह वर्षों के दौरान कितना अनुसरण कर पाए हैं? क्या हम उस स्थिति में हैं जहां पर होने की हमने कल्पना की थी? यहां से हम किस दिशा में जाते हैं? मैं इन प्रश्नों का उत्तर देने की कोशिश करूंगा। कृपया इन उत्तरों को फैसला समझने के बजाय आत्मावलोकन समझा जाए।

2. पिछले वर्ष की गतिविधियों पर नजर डालने से हमें इन प्रश्नों के संदर्भ का पता चलेगा। डॉलर-रुपया की विनिमय दर विदेशी क्षेत्र के दाबमापी का कार्य करती है। लीमैन हलचल के बाद अपेक्षाकृत स्थिरता तथा लगभग अगस्त 2011 तक द्वि-मार्गी दायराबद्ध प्रदर्शन करने के बाद अमरीकी कर्ज सीमा की समस्या तथा उसके बाद दर्जा कम होने से लगभग 2011 के अंत तक रुपया के अवमूल्यन का दौर शुरू हो गया। इस अवधि में रुपया का लगभग 20 प्रतिशत अवमूल्यन हुआ।

* 30 नवंबर 2013 को आगरा में प्राधिकृत डीलरों के सम्मेलन में श्री जी. मदननाभन, कार्यपालक निदेशक का उद्घाटन भाषण। इस भाषण को तैयार करने में श्री एच.एस. मोहंती से मिले सहयोग के लिए सधन्यवाद आभार।

सट्टेबाजी एवं बाजार के प्रतिभागियों की घबड़ाहटपूर्ण प्रतिक्रियाओं को नियंत्रित करने के लिए दिसंबर 2011 के मध्य में हमने जो कार्रवाई की उनके कारण 2012 की पहली तिमाही में रुपया के मूल्य में काफी सुधार हुआ। 2012 की दूसरी तिमाही में रुपये का अवमूल्यन पुनः प्रारंभ हो गया। इस बार अवमूल्यन का कारण यूरोपीय परिधि के देशों में सरकारी कर्ज की समस्या थी। तिमाही समाप्त होने तक रुपये का लगभग 16 प्रतिशत अवमूल्यन हुआ। तुलनात्मक रूप से स्थिरता के पश्चात वर्ष की समाप्ति पर तथाकथित नियंत्रण करने के अमरीका के आस्ति खरीद कार्यक्रम बंद होने के डर, जो उस समय के कुछ भू-राजनैतिक कारकों के तेज होने से और बढ़ गया, के चलते मई 2013 के बाद रुपये का फिर तेजी से अवमूल्यन हुआ। रुपया जिस निम्न स्तर पर पहुंच गया था वहां से ऊपर उठा किंतु विनिमय दर में अक्सर उतार-चढ़ाव के दौर दिखाई देते हैं।

3. बेशक, न सिर्फ रुपया बल्कि अधिकांश उभरती हुई बाजार अर्थव्यवस्थाओं की दिशा-निर्धारित करने में विदेशी कारकों ने महत्वपूर्ण भूमिका अदा की है। उदाहरण के लिए मई से अगस्त 2013 के सर्वाधिक उतार-चढ़ाव वाले दौर में जब रुपया का लगभग 21 प्रतिशत अवमूल्यन हुआ तभी ब्राजील की लीरा का भी लगभग 16 प्रतिशत, इंडोनेशिया के रुपैया का 14 प्रतिशत, दक्षिण अफ्रीकी रैंड का 13 प्रतिशत, टर्की की लीरा का 13 प्रतिशत और थाईलैंड के बाह्त का भी 9 प्रतिशत अवमूल्यन हुआ। इस प्रकार का साथ प्राप्त होना हमारे लिए थोड़ी राहत की बात हो सकती है लेकिन इससे कष्ट कम नहीं होता : अधिक उतार-चढ़ाव, हलचल बढ़ने तथा बाजार की बेतरतीब अवस्थाओं के वास्तविक क्षेत्र पर प्रभाव को बहुत अधिक महत्व नहीं दिया जा सकता।

4. रुपया पर वैश्विक कारकों का प्रभाव तो कहानी का एक हिस्सा मात्र है। घरेलू क्षेत्र में अर्थव्यवस्था की हालत ठीक नहीं है। वैश्विक वित्तीय संकट के विपरीत प्रभाव से निपटने तथा तुलनात्मक रूप से मंदी झेल रही अर्थव्यवस्था के मद्देनजर कराधान में होने वाले उतार-चढ़ावों को कम करने के लिए राजकोषीय विस्तार के कारण राजकोषीय स्थिति अपनी बेहतरीन अवस्था से कमतर दशा में है। स्फीतिकारी दबाव बना हुआ है। सबसे महत्वपूर्ण बात यह है कि पिछले वित्तीय वर्ष में चालू खाता घाटा बढ़कर 4.6 प्रतिशत हो गया है। बेशक, व्यापार घाटा (48 प्रतिशत), निर्यात वृद्धि (13.5 प्रतिशत) एवं आयातों में कमी (14.5 प्रतिशत) में काफी गिरावट आने से पिछले वर्ष अक्टूबर से चालू खाता शेष में कुछ सुधार देखा गया। वर्तमान वित्तीय वर्ष में

चालू खाता घाटा 3 से 3.5 प्रतिशत के बीच रहने और पिछले वर्ष की तुलना में इसका वित्तपोषण करना काफी आसान होने की संभावना है।

5. मैं पहले की एक घटना का उल्लेख करना चाहूंगा जब रुपये में अधिक उतार-चढ़ाव देखा गया था, किंतु इसकी दिशा अलग थी। जुलाई 2006 में सब-47 के निम्न स्तर पर पहुंच जाने के बाद, वैश्विक वित्तीय संकट के आसार दिखाई देने के बावजूद इसमें फरवरी-मार्च 2008 तक लगातार वृद्धि हुई। इस अवधि में रुपया की मूल्य वृद्धि को सिर्फ रिजर्व बैंक के सक्रिय हस्तक्षेप द्वारा ही नियंत्रित किया जा सका। 2006-07 एवं 2007-08 के दौरान भारतीय रिजर्व बैंक ने क्रमशः 26.8 बिलियन अमरीकी डॉलर तथा 78.2 बिलियन अमरीकी डॉलर की खरीद की। भारतीय रिजर्व बैंक के हस्तक्षेप से विस्तारकारी प्रभावों को नियंत्रित करने के लिए स्ट्रलाइजेशन गतिविधियों की प्रत्यक्ष (राजकोषीय) लागत काफी अधिक थी जो 2007-08 के दौरान 8,000 करोड़ रुपये थी। इससे पता चलता है कि पहले हुए लाभों के बावजूद, अंतर्वाह में वृद्धि को देखते हुए भी विदेशी मुद्रा क्रय करने के लिए बाजार में हस्तक्षेप करना कोई आसान निर्णय नहीं था।

6. विनिमय दर में उतार-चढ़ाव, विशेषरूप से दोनों ओर दिशाहीन बड़े परिवर्तन की घटनाओं के बाद, के कारण इससे निपटने के लिए प्रभावी नीतिगत उपायों की जरूरत है। मेरा मतलब, विनिमय दरों के परिवर्तनों से निपटने के तरीके और इसके सबसे बढ़िया नीतिगत विकल्प के विस्तृत प्रश्न की चर्चा करना बिल्कुल नहीं है। अभी के विचार-विमर्श के उद्देश्य यह कहना पर्याप्त होगा कि पूंजी खाता प्रबंध का थोड़ा रूप एवं विस्तार आवधिक अथवा संरचनात्मक कमजोरियों से निपटने का एक विकल्प है, जिसे शिक्षाशास्त्रियों एवं नीति निर्माताओं की विस्तृत स्वीकृति मिल चुकी है। इसके साथ ही हम आज के अपने विचार-विमर्श के मूल बिंदु, भारत में विदेशी मुद्रा प्रबंध के लिए विनियामक दौर की प्रकृति एवं उसे लागू करने, पर पहुंच जाते हैं।

7. विदेशी मुद्रा लेन-देन के विनिमय का लंबा इतिहास रहा है। विदेशी राजनैतिक एवं आर्थिक प्रभुत्व से मुक्त हाने की कोशिश कर रहे हाल ही में स्वतंत्र हुए राष्ट्र के लिए अपने तरह के पहले विधान, विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम (फेरा) का प्राथमिक उद्देश्य भारत में विदेशी पूंजी के अंतर्वाह को नियंत्रित करना, अनिवासियों की दिलचस्पी बढ़ाना एवं विदेशों से मिलने वाली पूंजी का अभिनियोजन

करना था। 1960 के दशक में भारत को विदेशी मुद्रा का गंभीर संकट झेलना पड़ा। उस समय विदेशी मुद्रा का संभवतः सबसे महत्वपूर्ण उपयोग खाद्यान्न का आयात करना था। 1960 के दशक के अधिकांश हिस्से में खाद्यान्न की 7 प्रतिशत से अधिक जरूरतें आयात से पूरी की जाती थीं। इन बातों को ध्यान में रखते हुए, फेरा 1947 को फेरा 1973 से प्रतिस्थापित किया गया। विदेशी मुद्रा के महत्व के मद्देनजर यह कोई आश्चर्य की बात नहीं है कि नए विधान का उद्देश्य यह था, जैसा कि अधिनियम की भूमिका में कहा गया है, कि ‘..... देश के विदेशी मुद्रा संसाधनों का संरक्षण करना एवं उनका समुचित उपयोग करना’ तथा यह अनिवार्य किया गया कि अधिनियम के प्रावधानों के किसी भी प्रकार के उल्लंघन को कारावास के दंड योग्य जुर्म माना जाए। हालांकि, 1970 के दशक के उत्तरार्ध में हरित क्रांति ने आयातित खाद्यान्न पर हमारी निर्भरता की समस्या को हल कर दिया तथा भारतीय समुदायों से प्राप्त होने वाली विपुल राशियों के कारण विदेशी मुद्रा की कमी की समस्या भी कम हो गई। विनिमय नियंत्रण के उदारीकरण का दौर 1980 के दशक के मध्य में प्रारंभ हुआ और 1990 के दशक के मध्य में इसे गति प्राप्त हुई। फेरा 1973 को फेमा 1999 से प्रतिस्थापित किया जाना उदारीकरण की प्रक्रिया का ही परिणाम था।

8. फेमा में क्या अंतर्निहित था? किसी आर्थिक अभिकर्ता अथवा बाजार के किसी प्रतिभागी के लिए तो अधिनियम से उसकी विदेशी मुद्रा की आवश्यकताओं को पूरा करने में स्वतः कोई बड़ा अंतर नहीं आया। ध्यातव्य है कि हमने चालू खाता में पूर्ण संपरिवर्तनीयता और अंतरराष्ट्रीय मुद्रा कोष की धारा VIII का अनुपालन पहले ही लागू कर दिया था। पूंजी खातों के पर्याप्त उदारीकरण पहले ही किया जा चुका था जिसके कारण हम 1997 में पूंजी खाते की पूर्ण संपरिवर्तनीयता पर विचार कर पाए। फेमा ने बहुत से काम किए किंतु सबसे महत्वपूर्ण कार्य विदेशी मुद्रा लेने-देन से संबंधित मुद्दों के प्रति हमारे नजरिए को बदलना था। फेमा ने विदेशी मुद्रा लेने-देन के प्रति संरक्षण/बंदिश को समाप्त कर उनको सरल बनाया। अधिनियम की भूमिका में लिखा है: ‘विदेशी मुद्रा से संबंधित कानून को सुदृढ़ करना एवं उसमें सुधार करना, जिसका उद्देश्य विदेशी व्यापार तथा भुगतानों को सरल बनाना और भारत में विदेशी मुद्रा बाजार के विधिवत विकास एवं देखभाल को बढ़ावा देना है।’ फेरा, 1947 एवं फेरा, 1973 से संबंधित पहले के विचार-विमर्श में इस बात पर जोर दिया गया था कि विदेशी मुद्रा से संबंधित कानूनों और विनियमों को उभरती आर्थिक स्थितियों के

अनुरूप होना चाहिए। फेमा के उद्देश्य एवं विषय-वस्तु में इस बात को स्पष्ट किया गया। फेमा ने चालू खाता संपरिवर्तनीयता को 'जिन बातों पर रोक नहीं हो वे अनुमत्य हैं' के सामान्य कानूनी सिद्धांत के अनुसार औपचारिक रूप दिया। फेमा ने ही पूंजी खाता लेनदेनों के संबंध यह परिवर्तन लाया कि 'जिन बातों की अनुमति नहीं हो उन पर रोक लगाई गई है'। इस विषय पर मैं थोड़ी देर बाद विमर्श करूंगा।

9. फेमा के तहत उपलब्ध कराए गए विनियामकीय ढांचे का एक अन्य महत्वपूर्ण अवयव है - इसके अंतर्गत 'प्राधिकृत व्यक्तियों' को, जो किसी भी प्रकार के विदेशी मुद्रा लेनेदेन के प्रत्येक अभिकर्ता/प्रतिभागी को तत्काल एवं आवश्यक प्रतिपक्ष उपलब्ध कराते हैं, महत्वपूर्ण जिम्मेदारी सौंपी गई है। फेमा के समय 'प्राधिकृत व्यक्तियों' का काम बहुत आसान था, उनको सिर्फ भारतीय रिज़र्व बैंक की अनुमति के अनुसार लेनदेन करना होता था। जब कभी भी हम पूंजी खाता की पूर्ण संपरिवर्तनीयता के लक्ष्य को प्राप्त कर लेंगे तब शायद उनका काम आसान हो जाएगा। किंतु अभी के समय में जो बात लागू है उसके अनुसार उनके जिम्मे लेनदेन की इजाजत देने संबंधी निर्णय लेने का कठिन किंतु महत्वपूर्ण कार्य है। फेमा के तहत 'प्राधिकृत व्यक्तियों' को ग्राहकों के विदेशी मुद्रा लेनेदेन के संबंध में स्वयं संतुष्ट होने पर निर्णय लेने की शक्तियां प्रदान की गई हैं किंतु साथ ही यह भी प्रावधान किया गया है कि यदि कोई 'प्राधिकृत व्यक्ति' यह निर्णय लेता है कि किसी लेनदेन की अनुमति नहीं दी जा सकती तो उसे कारण सहित लिखित रूप में यह निर्णय लेना होगा।

10. मैं फेमा की भूमिका में वापस जाना चाहूंगा। जैसा कि हमने देखा, फेमा के उद्देश्य का एक महत्वपूर्ण हिस्सा व्यापार और भुगतान की सुविधा प्रदान करना है। चालू खाता के पूर्ण संपरिवर्तनीय होने से फेमा के अधीन विनियामकीय ढांचे का लगभग पूरा ध्यान पूंजी खाता लेनदेन पर केंद्रित होता है। इस स्थिति में प्रश्न यह खड़ा होता है कि क्या जिस विनियामकीय ढांचे का आर्थिक अभिकर्ता अथवा बाजार के किसी प्रतिभागी से वास्ता पड़ता हो वह निवेशक या निवेश स्वीकारकर्ता, ऋणदाता या उधारकर्ता हो सकता है - ऐसा होने से पूंजी खाते के अंतर्गत विभिन्न लेनदेन की सुविधा उपलब्ध कराने में सहायता मिलेगी? कदाचित् मुझे गलत समझा जाए इसलिए मैं स्पष्ट कर दूं कि मैं पूंजी खाते के अधिक खुलेपन या पूंजी खाता लेनेदेन की किसी श्रेणी के संबंध में अधिक स्वतंत्रता प्रदान करने का समर्थन नहीं कर रहा हूं। पूंजी खाता के उदारीकरण की गति का निर्धारण समष्टि

आर्थिक परिस्थितियों, वित्तीय स्थिरता के मुद्दे आदि सहित अन्य बहुत से कारकों द्वारा किया जाएगा। मेरी संक्षिप्त बात यह है कि एक बार नीतिगत ढांचा तैयार हो जाने पर उसका अनुपालन इस प्रकार होना चाहिए कि पूंजी खाते से लेनदेन करने की इच्छा रखने वाले प्रत्येक व्यक्ति - चाहे वह निवासी हो या अनिवासी, जो अधिक महत्वपूर्ण है - को सुस्पष्ट रूप से यह पता होना चाहिए कि ऐसा कैसे किया जा सकता है और इसकी समय-सीमा क्या होगी। मुझे लगता है कि इस उद्देश्य को प्राप्त करने में हमें बहुत अधिक सफलता नहीं मिली है, कम से कम उतनी नहीं जितनी हमें मिलनी चाहिए थी। मैं विस्तार से इस पर चर्चा करना चाहूंगा।

11. विनियामकीय ढांचे से प्रारंभ करते हैं। 26 मूल विज्ञप्तियों, जिनमें अधिकांशतः पूंजी खाता लेनदेन से संबंधित विनियम समाहित हैं, को छोड़कर कुल 263 विज्ञप्तियां जारी की गई हैं जिनके माध्यम से मूलरूप से निर्मित विनियमों को संशोधित किया गया है अथवा उनमें बाद में संशोधन किया गया है। लगभग दर्जन भर सुधार और किए जाने की प्रक्रिया जारी है। फेमा लागू होने के बाद 'प्राधिकृत व्यक्तियों' के लिए जारी किए गए निर्देशों की संख्या 2001-02 में 36 थी। इनकी संख्या 2011-12 में बढ़कर 138, 2012-13 में 122 तथा वर्तमान वर्ष के 5 महीनों से भी कम समय में यह संख्या 77 हो गई है। टैक्समैन्स एक्सचेंज मैनेजमेंट मैनुअल के दो बृहद खंड, जो छोटे एवं सघन छपाई किए गए हों, किसी सबसे जटिल कानून की विस्तृत व्याख्या की तरह विकट रूप में दिखाई देते हैं। सचमुच, अगर कोई दो भिन्न निर्देशों या विज्ञप्तियों के बीच असंगतता अथवा विरोधाभास सूचित करे तो मुझे कोई आश्चर्य नहीं होगा। इस प्रकार से हम ने सरलीकरण किया है या और जटिलता उत्पन्न कर दी है? क्या यह समग्र समीक्षा का समय है? मैं कहूंगा कि निश्चित रूप से हां।

12. इस संदर्भ में एक महत्वपूर्ण कारक यह है कि पूंजी खाता प्रबंध को अक्सर रुपये के मूल्य में उतार-चढ़ाव से निपटने के उपकरण के रूप में प्रयोग किया जाता रहा है। जब, 2006-2008 के दौरान हमारे पास पूंजी के अंतर्वाह की प्रचुरता थी और रुपया के तेजी से मूल्य बढ़ने को काबू करने में बाजार का हस्तक्षेप अपर्याप्त था तब हमने अंतर्वाह को नियंत्रित करने और बहिर्वाह को प्रोत्साहित करने के लिए उपाय किए। उदाहरण के लिए, हमने अनिवासियों की जमा राशियों पर ब्याज दरें घटा दी, बाह्य वाणिज्यिक उधारों को हतोत्साहित किया तथा पूंजीगत बहिर्वाह को प्रोत्साहित किया। फिर से, दिसंबर 2006 एवं

सितंबर 2007 के बीच व्यक्तियों के लिए अमूमन बिना कोई सवाल किए विप्रेषण सुविधा (2004 में चालू की गई उदार विप्रेषण योजना के तहत) को तीन चरणों में 25,000 अमरीकी डॉलर से बढ़ाकर 200,000 अमरीकी डॉलर किया गया। इस सुविधा का उपयोग बहुत से लोगों ने विदेशों में संपत्ति की खरीद के लिए उनके पारिवारिक सदस्यों को अनुमत्य विप्रेषणों को बढ़ाने में किया गया। इस मुद्दे को फेमा के या उसके अधीन विनियमों के ढांचे के तहत परिभाषित नहीं किया गया है। भारतीय कंपनियों को विदेशों में अनुषंगियों या संयुक्त उद्यमों की स्थापना करने और स्वचालित मार्ग के अधीन उनकी निवल मालियत के चार गुना तक विप्रेषण की अनुमति प्रदान की गई। मैं इन दोनों का उल्लेख कर रहा हूँ क्योंकि अगस्त 2013 में रुपया के तेजी से अवमूल्यन होने पर इन्होंने संशोधन किया गया। इस कदम को कुछ टिप्पणीकर्ताओं ने पूंजी नियंत्रण का अग्रदूत माना।

13. इसी प्रकार से, जब रुपये में अवमूल्यन का मजबूत रुझान दिखाई देने पर बाजार में परेशानीपूर्ण स्थिति निर्मित हुई तब हमने पूंजी खाता पर पाबंदियाँ लगाकर सुधार किया। उदाहरण के लिए, हमने अंतिम उपयोग एवं पात्र उधारकर्ताओं के संबंध में बाह्य वाणिज्यिक उधार की संभावना का विस्तार किया। हमने सरकारी एवं कॉर्पोरेट कर्ज के लिए विदेशी संस्थागत निवेश का दायरा बढ़ा दिया है। हमने अनिवासी जमाराशियों पर ब्याज दरों को भी या तो नियंत्रण मुक्त कर दिया है अथवा कम कर दिया है। हाल ही में, हम ने एफसीएनआर जमाओं तथा छूट सहित अदला-बदली सुविधा प्रदान करते हुए बैंकों के उनकी शाखाओं, प्रमुख (प्रिंसिपल), कॉर्रेस्पॉण्डेंट, तथा अंतरराष्ट्रीय/बहुपक्षीय संस्थाओं से उधार लेने को भी प्रोत्साहित किया है। मैं यह कहना चाहता हूँ कि, विदेशी मुद्रा बाजारों में खलबली से निपटने के लिए पूंजी खाता आधारित उपायों का सक्रिय रूप से उपयोग किए जाने से शायद स्थिति जटिल हुई है और यदि ऐसा कहा जा सकता है तो मैं इसे समय के असंगत विनियामकीय ढांचा कहूँगा। क्या इसलिए इस उपागम (तरीके) में समीक्षा के बाद पुनर्समायोजन की आवश्यकता है?

14. दूसरा मुद्दा, जिस पर मैं जोर देना चाहूँगा, है कारोबार करने के तरीके का उद्भव एवं वित्तीय नवोन्मेष। हमें यह ध्यान में रखना चाहिए कि अधिकांश वित्तीय नवोन्मेष वही हैं जिन्हें अक्सर विनियम से बचने का उपाय (रेग्युलेटरी बाइपास) कहा जाता है। बाजार के प्रतिभागी हमेशा विनियामकीय अड़चनों से बचने के उपाय ढूँढते रहते हैं। इस

खेल में विनियामकीय ढांचे का जटिलता के रूप में परिणत होना अवश्यमभावी है। अत्यल्प विनियम, विशेषरूप से वित्तीय क्षेत्र में, होने से वित्तीय अस्थिरता का खतरा होता है किंतु अत्यधिक विनियमों से उद्यम में बाधा उत्पन्न होती है, नवोन्मेष असंभव हो जाते हैं और कारोबार करने की सहजता समाप्त हो जाती है। जैसा कि टी.एस. इलियट ने पाया, हालांकि संदर्भ अलग था, 'स्वतंत्रता से प्रस्वेदन (डेलिक्यूसेंस) का खतरा होता है और सख्त आदेश से चेतना शून्य होने (पेट्रिफिकेशन) का खतरा होता है'। इसलिए प्रश्न यह है कि समुचित संतुलन कैसा स्थापित किया जाए?

15. उदाहरण के लिए हम अंतर्वाही विदेशी निवेश का क्षेत्र लेते हैं। उद्यम में निवेश के दो तरीके हैं, प्रत्यक्ष निवेश एवं संविभाग निवेश के माध्यम से। प्रत्यक्ष निवेश को 'दीर्घकालीन रुचि (लास्टिंग इंटरैस्ट)' के रूप में परिभाषित किया जाता है, जिसका अर्थ होता है - प्रत्यक्ष निवेशक एवं जिस उद्यम में निवेश किया जाए उनके बीच दीर्घकालीन संबंधों का होना। इसमें उद्यम के प्रबंध में निवेशक का महत्वपूर्ण हस्तक्षेप भी होता है। प्रत्यक्ष विदेशी निवेश का बढ़िया तरीका यह होगा कि कोई अनिवासी संस्था मेजबान देश में पूर्ण स्वामित्व वाली अनुषंगी संस्था या संयुक्त उद्यम की स्थापना करे। इक्विटी शेयरों की स्थापना होने के साथ ही उन्हें अधिग्रहीत कर लिया जाता है। यदि अनिवासी किसी निवासी कंपनी में विलय, अभिग्रहण अथवा कब्जा कर लेने के माध्यम से दीर्घकालीन रुचि दर्शाए तब क्या करना चाहिए? मान लीजिए कि कोई अनिवासी प्रत्यक्ष विदेशी निवेशकर्ता सुरक्षा विनियामक द्वारा उपलब्ध कराए गए ढांचे के दायरे में स्टॉक एक्सचेंज से हिस्सेदारी की उत्तरोत्तर खरीद के माध्यम से अपने हिस्से में वृद्धि करना चाहता हो तो इसे प्रत्यक्ष विदेशी निवेश माना जाना चाहिए या फिर संविभाग निवेश? हाल ही में जब एंग्लो-डच बहुराष्ट्रीय कंपनी यूनिलीवर ने खुले बाजार के प्रस्ताव के माध्यम से 3.6 बिलियन अमरीकी डॉलर की लागत पर अपने हिस्से में लगभग 14.8 प्रतिशत की वृद्धि की तब विदेशी संस्थागत निवेशकों के द्वारा प्रस्तुत किए गए इक्विटी शेयरों को हमारी प्रणाली में विदेशी संस्थागत निवेश से अलग रखा गया। इसके लिए विनियामी प्रावधानों के अनुसार स्थापित की गई रिपोर्टिंग प्रणाली धन्यवाद की पात्र है।

16. फेमा के मूल विनियमों में यह प्रावधान किया गया कि प्रत्यक्ष विदेशी निवेश के स्थान पर आंशिक रूप से संपरिवर्तनीय डिबेंचर जारी करना नियमानुकूल होगा। 2006-07 में जब बाहरी वाणिज्यिक उधार को हतोत्साहित किया गया तब कंपनियों ने इसका जवाब

स्वभाविक पैतरेबाजी के साथ दिया : वाणिज्यिक उधार को छिपाने के साधन के रूप में आंशिक रूप से संपरिवर्तनीय डिबेंचर जिसका नाममात्र के हिस्से को इक्विटी में संपरिवर्तित करने के लिए रखा गया। इसकी प्रतिक्रिया स्वरूप हमने प्रत्यक्ष विदेशी निवेश के स्थान पर जारी किए जा सकने वाली और कर्ज मानी जाने वाली प्रतिभूतियों की सूची से आंशिक रूप से संपरिवर्तनीय डिबेंचरों को हटा दिया। मुझे लगता है कि खेल अभी भी समाप्त नहीं हुआ है क्योंकि आंशिक रूप से संपरिवर्तनीय डिबेंचर को कर्ज मानने के संबंध में यह मांग की जा रही है कि जब कभी उचित प्रलोभन उपलब्ध होगा तब इसे इक्विटी निवेश को छुपाने के लिए प्रयोग किया जा सकता है।

17. संविभाग निवेश के संबंध में क्या? यह सच है कि नियत-आय वाले बाजार में निवेश की सीमा में उत्तरोत्तर वृद्धि होने के बावजूद इस दौर में इक्विटी में संविभाग निवेश के बारे में अधिक परिवर्तन नहीं हुए हैं। इस क्षेत्र में बहुत संभावनाएं हैं। हाल ही के एक अध्ययन में दर्शाया गया है कि 2012 की स्थिति में 13 सर्वाधिक विकसित देशों में वैश्विक पेंशन आस्तियों का जोड़ 29.754 बिलियन अमरीकी डॉलर था। इसमें बड़े निवेशकों की अन्य श्रेणियों को भी जोड़ा जा सकता है: निजी न्यास, यूनिवर्सिटी इंडोवमेंट इत्यादि। इन स्रोतों के दोहन में बड़ी संभावना निहित है। अध्ययनों से यह संकेत मिलता प्रतीत होता है कि इन फंडों के प्रबंधकों की निवेश की रणनीति में काफी हद तक देशी बाजार के प्रति रुझान है। इस प्रकार से देखा जाए तो, विदेशी निवेशकों के हमारे बाजार में बहुत रुचि लेने की उम्मीद में अपने बाजार को सहज बनाना पर्याप्त नहीं होगा। हमारे लिए शायद समय आ गया है कि अपने पूंजी खाता प्रबंध की व्यापक रूपरेखा के अंतर्गत रहते हुए हम अपनी आस्तियों को समुचित संस्थागत ढांचे के माध्यम से विदेशी बाजारों तक ले जाएं। आईएफसी को रुपया में वर्गीकृत बांड विदेशों में जारी करने की अनुमति देकर शुरुआत कर दी गई है। अर्जित अनुभव के आधार पर इस व्यवस्था को और व्यापक बनाया जा सकेगा। इसीप्रकार से, डीआर से संबंधित विनियमों की समीक्षा करने वाली साहू समिति द्वारा विदेशी निवेशकों के 'देशी बाजार के प्रति रुझान' के मामले को सुलझाने की उम्मीद है।

18. अब, मैं एक अन्य क्षेत्र का रुख करना चाहता हूं - बाह्य वाणिज्यिक निवेश। विनियमों का उद्भव कारोबार को सुविधाएं प्रदान करने के लिए हुआ है या उसे बाधित करने के लिए? उदाहरण के लिए, क्या हमें विदेशी मुद्रा कमाने वालों के लिए और अधिक उदारता

पूर्वक पहुंच की अनुमति देकर नैसर्गिक बचाव-व्यवस्था स्थापित करनी चाहिए? क्या अन्य के लिए हमें नियमों को और सरल बनाना चाहिए? एक अन्य संबद्ध मामला कठोर नियम का है, जिसे हमने अपने दृष्टिकोण में अपनाया हुआ है, कि भारतीय बैंकिंग प्रणाली को निवासी संस्थाओं द्वारा विदेशी मुद्रा में लिए गए ऋणों की प्रतिभूति प्रदान नहीं करना चाहिए। क्या यह दृष्टिकोण ठीक है? या फिर इस निर्णय को बैंकों के वाणिज्यिक फैसले पर एवं उनकी जोखिम को वहन करने की क्षमता पर छोड़ देना चाहिए, जिसमें स्थिरता के मुद्दों को जोखिम भार एवं पूंजी प्रभारों जैसे समुचित सूक्ष्म-विवेकसम्मत उपायों एवं अन्य माध्यमों से सहायता लेने को हतोत्साहित करने के माध्यम से निपटाने के लिए छोड़ देना चाहिए।

19. इसके साथ, मैं विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नियों के और अधिक गूढ़ संसार में पहुंच गया हूं। अपने वर्तमान स्वरूप में बाजार के दो दशक पहले के अपने स्वरूप से थोड़ा ही अधिक विस्तृत होने के बाद भी मात्रा, प्रतिभागियों एवं आधारभूत संरचना की दृष्टि से इसमें बहुत अधिक प्रगति हुई है। फिर भी, बहुत से अन्य क्षेत्रों में विकास की संभावनाएं निहित हैं।

20. व्युत्पन्नियां मूल रूप से विभिन्न-समय में होने वाले लेनदेन होते हैं जो भविष्य में संसार की अवस्था पर निर्भर होते हैं। मूलभूत नगदी बाजार में जब विनिमय दर में बहुत अधिक उतार-चढ़ाव दिखाई देता हो तब अलग-अलग कारणों (वास्तविक निवेश को सुरक्षित करने के लिए, अंतरपणन के लिए एवं सट्टेबाजी के लिए भी) से व्युत्पन्नी बाजार की गतिविधियां बढ़ जाना स्वभाविक ही है। प्रतिक्रिया स्वरूप अभी तक हमने बाजार के प्रतिभागियों के व्युत्पन्नी बाजार में प्रवेश की स्वतंत्रता पर बंदिशें लगाया है जिनका उद्देश्य सट्टेबाजी और आतंकित करने वाले/परेशानी से निर्देशित व्यापार को नियंत्रित करना है। शायद हमें अग्रगामी दृष्टि के साथ एक मजबूत बाजार स्थापित करना होगा जिसमें सभी प्रकार के व्यापार के लिए, यहां तक कि सट्टेबाजी के लिए भी, व्यवस्था को नुकसान पहुंचाए बिना पर्याप्त अवसर उपलब्ध कराए जाएं।

21. सुरक्षा के उपाय करना अभिकर्ता की पसंद होती है जो उसके जोखिम लेने की भूख पर निर्भर करती है। बाजार को बाजार के प्रत्येक प्रतिभागी के सुरक्षा-उपाय की रणनीति के अनुकूल पर्याप्त उपाय उपलब्ध कराना चाहिए। अभी तक उपलब्ध उपाय रेखीय व्युत्पन्नी (लीनियर डेरिवेटिव) एवं साधारण-वेनिल्ला (प्लेन-वेनिल्ला) उपाय

ही हैं। सुरक्षा उपाय मुफ्त नहीं होते। एक विचार उपस्थित हुआ है कि किसी अभिकर्ता के पास यह स्वतंत्रता होनी चाहिए कि किसी जोखिम को उसे किसी हद तक सुरक्षा-उपाय उपलब्ध कराना चाहिए और सुरक्षा उपाय के लिए उसे क्या करना चाहिए। इस संदर्भ में, उपायों के विभिन्न प्रकारों एवं संरचनाओं को प्रारंभ करना आवश्यक है जिससे बाजार के प्रतिभागी को उसकी सुरक्षा-उपाय की रणनीति को अनुकूलतम बनाने में सक्षम बनाने में मदद मिलेगी। ऐसा होना संभव बनाने के लिए यह आवश्यक है कि इन उपायों के जोखिमों और लाभों को ठीक से समझा जाए और ऐसा करने में प्राधिकृत डीलरों की बाजार निर्माता के रूप में बहुत महत्वपूर्ण भूमिका होती है। जैसा कि रॉबर्ट शिलर ने टिप्पणी की है, 'क्रांतिकारी वित्तीय नवोन्मेष करना कभी भी आसान नहीं होता। ऐसा करने के लिए डिजाइन बनाने, उचित डिजाइन को पाने के लिए प्रयोग करने एवं विस्तृत विपणन करने के लिए ध्यानपूर्वक काम करने की आवश्यकता होती है। इसमें सिर्फ नवोन्मेष करने वाली फर्मों के अलावा हमारे समाज से अधिक सहयोग की जरूरत पड़ती है ...'¹

22. विदेशी मुद्रा व्युत्पन्नी बाजार का दूसरा पहलू इसमें हमेशा बढ़ने वाला विदेशी हिस्सा है। हालांकि हमारे पास एनडीएफ बाजार की प्रकृति या उसके असर के बारे में स्पष्ट जानकारी नहीं है किंतु इस तथ्य के बारे में कोई दो राय नहीं हैं कि इसका आकार बढ़ता जा रहा है। विनियम दर में उतार-चढ़ाव के दौर में एनडीएफ के बारे में विचार-विमर्श जोशपूर्ण हो जाता है तथा उतार-चढ़ाव के दोष का बढ़ा हिस्सा उस पर मढ़ दिया जाता है। स्थिति जैसी होनी हो रहे, वैश्विक अर्थव्यवस्था से बढ़ रहे वित्तीय एकीकरण तथा भारत में रुचि वाले निवेशकों की संख्या में लगातार वृद्धि को देखते हुए इस बात में कोई आश्चर्य नहीं है कि रुपया वैश्विक आकर्षण का केंद्र बने। बांड एवं इक्विटी में निवेशकों का स्वदेशी बाजार के प्रति झुकाव का बड़ा कारण विनियम दर जोखिम है, शायद सुरक्षा उपाय (हैजिंग) बाजार में भी स्वदेशी बाजार के प्रति झुकाव है। उस बाजार को देश से बाहर की ओर उन्मुख करने के लिए हमें जी जान से प्रयास करना होगा। परंतु जो बाजार उन्हें आकर्षित कर सके उसे पूर्ण एवं लोचशील होना होगा जिसमें प्रवेश और निकासी पर कम प्रतिबंध लगाए जाएं। क्या इस

उद्देश्य को दक्षतापूर्वक या सामान्य रूप से बाधारहित ढंग से प्राप्त करने के लिए हम एक कार्ययोजना तैयार कर सकते हैं? ऐसा करने से ओटीसी के साथ ही विनियम व्यापार बाजारों के लिए भी नियमों को एकरूप करने की चुनौती भी खड़ी हो जाती है।

23. विदेशी मुद्रा प्रबंध ढांचे के संबंध में हम जिस चौराहे पर खड़े हैं और और जिन दुविधाओं का हम सामना कर रहे हैं, उन सभी का जिक्र मैंने कर दिया है। कृपया यह समझें कि इन सभी मामलों का केंद्र बिंदु एक ही है - जिसका संकेत एफएसएलआरसी ने भी किया है और जिसका ताल्लुक सिर्फ फेमा से ही नहीं है। देश के लिए यह समय, नियम आधारित विनियमन को दूर कर स्थिरता एवं बाजार के दुरुपयोग/विफलता की चिंताओं को लक्ष्य कर सिद्धांत आधारित विनियमन को अपनाने का है। सबसे बड़ी चुनौती शायद यह सुनिश्चित करना है कि एक ही सिद्धांत के अंतर्गत आने वाले मामलों के अलग-अलग खंडों की संख्या को विनियामकों के विभिन्न अभिकर्ता, इस मामले में प्राधिकृत डीलर, एकसमान ढंग से देखें। जैसा कि मैंने पहले उल्लेख किया है, वर्तमान समय में प्राधिकृत डीलरों की काफी जिम्मेदारियां हैं। सिद्धांत आधारित दौर में ये जिम्मेदारियां कई गुना बढ़ जाएंगी।

24. मैं अब अपनी बात समाप्त करूंगा। मैंने यह बताने की कोशिश की है कि व्यापक नीतिगत ढांचे के अंतर्गत विदेशी मुद्रा प्रबंध के विनियमन के दौर को कारोबार करने की उभरती प्रवृत्तियों को समायोजित करने के लिए सक्रिय होना पड़ेगा। विदेशी क्षेत्र की कमजोरियों के साथ उसे समाहित करने के प्रयास में शायद विनियामक ढांचा जटिल हो गया है और उद्यमों तथा निवेशकों को आकर्षित नहीं करता है। विनियामक ढांचा को समेकित और युक्तियुक्त करने और इसे हमारी लगातार बदलती रहने वाली भविष्य की जरूरतों का ध्यान रखने के लिए मजबूत बनाने के प्रयास पहले से जारी हैं। विनियामक और विभिन्न हिस्सेदारों के बीच अंतराफलक (इंटरफेस) का काम करने वाले और विनियमों को सुचारू रूप से लागू करने की महती जिम्मेदारी धारण करने वाले प्राधिकृत व्यक्तियों की भूमिका बहुत महत्वपूर्ण है। आगे का रास्ता कठिन है किंतु रोचक भी है। सभी हिस्सेदारों को इस इस मार्ग पर यात्रा को पूर्ण करने के लिए शुभकामनाएं।

धन्यवाद।

¹ शिलर, रॉबर्ट द्वारा विलियम बाउमॉल के सम्मान में प्रिंस्टन यूनिवर्सिटी प्रेस से प्रकाशित - स्वतंत्र बाजार वाली अर्थव्यवस्थाओं में उद्यमिता, नवोन्मेषिता एवं वृद्धि तंत्र के संबंध में सुधारवादी वित्तीय नवोन्मेष।