

## वित्तीय बाजारों में स्व-विनियमन - अतीत और भविष्य\*

एम. राजेश्वर राव

आप सभी को हार्दिक अभिवादन। आज एफईडीएआई के 17वें वार्षिक सम्मेलन में आप सभी के बीच होना वास्तव में खुशी की बात है। एफईडीएआई के वार्षिक आयोजन विदेशी मुद्रा बाजार सहभागियों के बीच संकल्पनाओं और विचारों के आदान-प्रदान का उत्कृष्ट अवसर प्रदान करते हैं और मुझे यकीन है कि यह कोई अपवाद नहीं होगा।

आज, जब मैं यहां काहिरा में इकट्ठे हुए बाजार के दिग्गजों से बात कर रहा हूँ, तो मुझे यह महसूस होता है कि शायद यह उचित है कि यह सम्मेलन भारत के जी20 की अध्यक्षता के वर्ष, “वसुधैव कुटुंबकम्” या “एक पृथ्वी . एक परिवार . एक भविष्य” के वर्ष में आयोजित किया जा रहा है। भारत और मिस्र यकीनन दुनिया की दो सबसे पुरानी सभ्यताएँ हैं। दोनों एक गौरवशाली अतीत साझा करते हैं।

पहली सहस्राब्दी ईसा पूर्व के अंत से लेकर लगभग दो सहस्राब्दियों तक भारत दुनिया की सबसे बड़ी अर्थव्यवस्थाओं में से एक था। प्रलेखित आर्थिक इतिहास से पता चलता है कि पहली शताब्दी ईस्वी के बाद से अधिकांश अवधि के लिए, भारतीय अर्थव्यवस्था दुनिया में सबसे बड़ी थी। भारत में ब्रिटिश शासन की शुरुआत में, वैश्विक सकल घरेलू उत्पाद में इसका हिस्सा लगभग एक चौथाई था। तब से, वैश्विक सकल घरेलू उत्पाद में भारत की हिस्सेदारी में लगातार कमी आ रही है। लेकिन हमने न केवल इस गिरावट को रोका है, बल्कि वास्तव में इसको उलटने में भी सक्षम हुए हैं। भारत की जीडीपी<sup>1</sup> आज पीपीपी के संदर्भ में दुनिया में तीसरी सबसे बड़ी और बाजार विनियम दर के संदर्भ में पांचवीं सबसे बड़ी है। भारत को आज, समष्टि आर्थिक स्थिति पर स्पष्ट रूप से जोर देने के कारण दुनिया की सबसे तेजी से बढ़ती

\* दिनांक 05 मार्च 2023 को काहिरा में 17वें एफईडीएआई वार्षिक सम्मेलन में श्री एम. राजेश्वर राव, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक, द्वारा दिया गया मुख्य भाषण। डिंपल भंडिया, जी. जगनमोहन, सुभाष अग्रवाल, ऋतुराज और अरुण कुमार द्वारा प्रदान किए गए इनपुट कृतज्ञतापूर्वक स्वीकार किए जाते हैं।

<sup>1</sup> स्रोत: अर्थव्यवस्था की स्थिति 2022-23: पूर्ण बहाली (<https://www.indiabudget.gov.in/economicsurvey/doc/eschapter/echap01.pdf>)

अर्थव्यवस्थाओं और वर्तमान चुनौतियों और अनिश्चितताओं के बीच कुछ उज्ज्वल स्थानों में से एक माना जाता है।

इन बदलावों के संकेत पिछले कुछ समय से काफी स्पष्ट दिख रहे हैं। केवल एक दशक में, देश की नॉमिनल जीडीपी वित्तीय वर्ष 2010 के ₹64 लाख करोड़ से चार गुना बढ़कर वित्तीय वर्ष 2023<sup>2</sup> में ₹273 लाख करोड़ हो गई है। इसका बाह्य व्यापार भी उसी अवधि<sup>3</sup> में ₹29 लाख करोड़ से बढ़कर ₹137 लाख करोड़ हो गया है। सकल घरेलू उत्पाद के प्रतिशत के रूप में, बाह्य व्यापार पिछले दो दशकों में तेजी से बढ़ा है, जो सदी के अंत में लगभग 26 प्रतिशत से बढ़कर वर्तमान में लगभग 45 प्रतिशत हो गया है।<sup>4</sup> समान रूप से उल्लेखनीय तथ्य यह है कि इस विकास में लाखों लोग शामिल हैं, जिन्हें गरीबी से बाहर निकाला जा रहा है। हाल ही में संयुक्त राष्ट्र विकास कार्यक्रम के अपडेट के अनुसार, कोविड-19 महामारी से पहले के डेढ़ दशक में 415 मिलियन लोगों को गरीबी से बाहर निकाला गया, जहाँ गरीबी आधे से अधिक कम हुई है।<sup>5</sup> इसके साथ-साथ, अलग-अलग बैंकों द्वारा अर्थव्यवस्था और समाज की अलग-अलग जरूरतों को पूरा करने के कारण वित्तीय क्षेत्र का विस्तार हुआ है - गहराई और विविधता दोनों के संदर्भ में। एनबीएफसी का एक विविध समूह भी काम कर रहा है, जो व्यक्तिगत ग्राहकों तक पहुंच रहा है और वास्तव में, उससे भी आगे निकल रहा है। फिनटेक एक संभावित शक्ति गुणक के रूप में उभरा है जहाँ भारत आज तेज भुगतान प्रणालियों में विश्व में स्वीकृत रूप से अग्रणी है।

पिछले कुछ वर्षों में विदेशी मुद्रा की दुनिया में और आम तौर पर वित्तीय बाजारों में परिवर्तन भी कम आश्चर्यजनक नहीं रहा है। जैसा कि श्रोता-दीर्घा में उपस्थित दिग्गजों को पता होगा, भारत में विनियम नियंत्रण की यात्रा ब्रिटिश सरकार द्वारा एक अस्थायी युद्धकालिक उपाय के रूप में भारत रक्षा नियम, 1939 के निर्माण

<sup>2</sup> स्रोत: सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय

<sup>3</sup> स्रोत: सांख्यिकी और कार्यक्रम कार्यान्वयन मंत्रालय, आरबीआई भुगतान संतुलन सांख्यिकी

<sup>4</sup> स्रोत: विश्व बैंक (<https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?locations=IN>)

<sup>5</sup> स्रोत: यूएनडीपी 2022 बहुआयामी गरीबी सूचकांक रिपोर्ट (बहुआयामी गरीबी को कम करने के लिए अभाव को दूर करना (<https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-10/2022mpireportenpdf.pdf>))

के साथ शुरू हुई। इन नियमों को विदेशी मुद्रा विनियमन अधिनियम (फेरा), 1947 के माध्यम से सांविधिक आधार प्राप्त हुआ। विदेशी मुद्रा भंडार की भारी कमी को देखते हुए फेरा, 1947 को फेरा, 1973 से प्रतिस्थापित किया गया, जिसमें कड़े नियंत्रण स्थापित करने की मांग की गई - "... देश के विदेशी मुद्रा संसाधनों का संरक्षण और उनका उचित उपयोग..."<sup>6</sup>। जहाँ, यह दृष्टिकोण 1970 और 1980 के दशक में जारी रहा, 1990 के दशक की शुरुआत में बाहरी क्षेत्र प्रबंधन के दृष्टिकोण में एक आदर्श बदलाव आया, जब रुपया को चालू खाते पर पूरी तरह से परिवर्तनीय बना दिया गया और इसका मूल उद्देश्य विदेशी मुद्रा के संरक्षण से, विदेशी व्यापार और भुगतान की सुविधा के साथ-साथ विदेशी मुद्रा बाजारों के व्यवस्थित विकास के माध्यम से विदेशी मुद्रा के प्रबंधन में बदल गया। इस बदलाव को 1999 में अधिनियमित विदेशी मुद्रा प्रबंधन अधिनियम (फेमा) के माध्यम से औपचारिक रूप दिया गया था। बाद के दो दशकों में विदेशी प्रत्यक्ष निवेश (एफडीआई), बाहरी वाणिज्यिक उधार, घरेलू ऋण बाजारों में विदेशी निवेश और सीमापार निवेश से संबंधित विनियामक ढांचे में वृहत् उदारीकरण के कारण पूंजी खाते में सुनिर्धारित शिथिलता देखी गई।

व्यापक वित्तीय बाजारों में भी, 1990 के दशक के दौरान नीतिगत उपायों के कारण बाजार-निर्धारित ब्याज और विनिमय दरों की ओर संक्रमण के साथ-साथ विभिन्न बाजार क्षेत्रों में महत्वपूर्ण विकास देखा गया। आरंभिक नीतिगत प्रयासों का ध्यान, गहरे और अधिक तरल बाजारों का लाभ उठाने की दृष्टि से विभिन्न बाजार खंडों का सुनिर्धारित विकास करने और बाजार के बुनियादी ढांचे का समर्थन करने पर केंद्रित था। जैसे-जैसे बाजार विकसित हुआ और विश्वास बढ़ा, सुधारों और उदारीकरण की गति बढ़ी और पिछले डेढ़ दशक में उथल-पुथल के असंख्य प्रकरणों के बावजूद जारी रही। यह सुनिश्चित करने की नीतिगत प्राथमिकता के साथ कि वित्तीय बाजार बढ़ती अर्थव्यवस्था और निवासी और अनिवासी दोनों उपयोगकर्ताओं की आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए

पर्याप्त रूप से विकसित हों, सुधारों को तटवर्ती वित्तीय बाजारों को सघन बनाने, बाजार क्षेत्रों में विभाजन को हटाने और एक मजबूत अवसंरचना और आचरण ढांचे के भीतर मूल्य खोज की दक्षता बढ़ाने के लिए पुनर्योजित किया गया था।

कई विश्लेषकों और अर्थशास्त्रियों ने भविष्यवाणी की है कि यह दशक भारत का दशक होगा और उन्होंने भविष्यवाणी की है कि विनिर्माण और निर्यात के अवसरों के कारण 2031 तक भारत की जीडीपी तीन गुना हो जाएगी और प्रति व्यक्ति आय लगभग दोगुनी हो जाएगी। भारत, अपने भू-राजनीतिक संबंधों, बढ़ते डिजिटलीकरण को अपनाने, प्रौद्योगिकी-आधारित सेवाओं और बेहतर के लिए उत्सुक युवा आबादी, मित्र देशों में विनिर्माण की ऑफशोरिंग (जिसे लोकप्रिय रूप से "फ्रेंड शोरिंग" कहा जाता है), जैसे प्रमुख वैश्विक रुझानों से लाभान्वित होने के लिए पूरी तरह तैयार है। माननीय प्रधानमंत्री ने देश की आजादी की शताब्दी के "पंच प्रण" में से एक के रूप में 2047 तक भारत को एक विकसित राष्ट्र बनाने का लक्ष्य हम सभी के सामने रखा है। आकांक्षाओं, महत्वाकांक्षाओं और अवसरों के विपरीत, इस वर्ष के एफडीआईएआई के सम्मेलन का विषय - "भारत - भविष्य की ओर वापसी: बेहतर, साहसी और परोपकारी" बहुत उपयुक्त है।

जब मूलभूत परिवर्तन होते हैं जैसा कि हम देख रहे हैं, तो कई गतिशील हिस्से होते हैं जिन्हें एक साथ आने और समन्वय में चलने की आवश्यकता होती है। ऐसे कई भागीदार हैं जिनकी, यह सुनिश्चित करने के लिए कि इनमें से प्रत्येक भाग वांछित गति और दक्षता से आगे बढ़े, भूमिका महत्वपूर्ण है। वित्तीय बाजारों में हितधारकों के रूप में, हम सभी जानते हैं कि हमारी विकास की आकांक्षाओं को वित्तपोषित करने और तेजी से, जटिल और अंतःसंबद्ध वित्तीय प्रणाली का समर्थन करने में इसकी महत्वपूर्ण भूमिका है। वित्तीय बाजार विकास में प्रमुख भागीदारों में एफडीआईएआई जैसे स्व-विनियामक संगठन शामिल हैं। यह देखते हुए कि यह एक एफडीआईएआई सम्मेलन है, आइए आज मैं बाजार विकास और बाजार आचरण में स्व-विनियामक संगठनों (एसआरओ) की भूमिका पर ध्यान केंद्रित करूं और विदेशी मुद्रा बाजारों के विकास में एफडीआईएआई द्वारा अब तक निभाई गई

<sup>6</sup> जैसा कि अधिनियम की प्रस्तावना में कहा गया है।

भूमिका पर कुछ विचार भी रखें। साथ ही इससे आगे बढ़ने की उम्मीदें भी।

### स्व-विनियामक संगठन

सबसे पहले मैं दुनिया भर में एसआरओ के विकास पर एक नजर डालना शुरू करूंगा। स्व-विनियमन में आम तौर पर एक समूह के सदस्य आचरण के नियम स्थापित करने के लिए एक साथ आते हैं और स्वेच्छा से उन नियमों का पालन करने के लिए प्रतिबद्ध होते हैं। पेशे के सदस्यों द्वारा उचित आचरण को प्रोत्साहित करने और बढ़ावा देने के साधन के रूप में विभिन्न व्यवसायों में स्व-विनियमन के अस्तित्व का एक लंबा इतिहास है। वित्तीय क्षेत्र में, शेयर बाजारों द्वारा स्व-विनियमन के तत्व दो शताब्दियों से भी अधिक पुराने हैं, लंदन शेयर बाजार ने अठारहवीं शताब्दी में ऐसी प्रणाली को अपनाया था। संयुक्त राज्य अमेरिका में, शेयर बाजारों द्वारा स्व-विनियमन संघीय विनियामक एजेंसी, यानी, प्रतिभूति और विनिमय आयोग (एसईसी) के निर्माण से पहले हुआ था। कनाडा में, टोरंटो बोर्ड ऑफ ट्रेड का बॉण्ड मार्केट एसोसिएशन 1920 के दशक में एक एसआरओ के रूप में उभरा। हाल के दिनों में, वित्तीय क्षेत्र में एसआरओ को अपने सदस्यों हेतु उचित आचरण के लिए दिशानिर्देश तैयार करने और ऐसे उचित आचरण को सुनिश्चित करने के लिए स्वैच्छिक समझौतों, मानकों, चार्टर्स, उपनियमों, बाजार प्रथाओं की हैंडबुक, आदि जैसे उपकरणों का उपयोग करने के लिए, सार्वजनिक प्राधिकरणों द्वारा औपचारिक या अनौपचारिक रूप से अधिकार दिया गया है। प्रभावी एसआरओ सार्वजनिक प्राधिकरणों के विनियामक और पर्यवेक्षी प्रयासों के पूरक हैं।

किसी भी क्षेत्र में, वित्तीय या अन्यथा, भागीदारों के अधीन नियमों के संदर्भ में चार श्रेणियां हो सकती हैं। पहली श्रेणी वह है जहां कोई स्पष्ट या अंतर्निहित नियम नहीं हैं। यह एक दुर्लभ स्थिति है और केवल संकीर्ण व्यवसायों में ही संभव है जहां क्षेत्रक व्यापक प्रणाली पर कोई या न्यूनतम बाहरी प्रभाव नहीं डालता है। हालाँकि, नियमों के अभाव में, उद्योग हमेशा व्यापक सार्वजनिक हित में कार्य नहीं करते हैं और उनका व्यवहार अक्सर समानता, निष्पक्षता और समग्र सामाजिक विकास की कीमत पर शक्तिशाली लोगों के पक्ष में होता है। जैसे-जैसे कोई क्षेत्रक (सेक्टर) विस्तृत

होता है, कुछ प्रकार के नियम आवश्यक हो जाते हैं और अक्सर भागीदार स्वयं उन पर सहमत होते हैं, मुख्य रूप से सदस्यों के बीच आत्म-अनुशासन लागू करने के लिए। हालाँकि, एक उद्योग जो केवल स्व-विनियमन के तहत संचालित होता है, वह हमेशा सार्वजनिक हित में कार्य नहीं कर सकता है। जैसे-जैसे कोई क्षेत्रक / उद्योग विकसित होता है और व्यवस्थित रूप से महत्वपूर्ण होने लगता है तो ये चिंताएं अधिक महत्व रखती हैं। यहां एक बाहरी, तटस्थ संस्था की भूमिका आवश्यक हो जाती है जो अधिनिर्णायक की भूमिका निभाती है। व्यावसायिक क्षेत्र में ऐसा अधिनिर्णायक आम तौर पर एक विनियामक या सरकार के रूप में एक सार्वजनिक या सांविधिक प्राधिकरण होता है जो किसी उद्योग के लिए नियम निर्धारित करता है। चौथी श्रेणी वह है जहां स्व-विनियमन और राज्य द्वारा लगाए गए विनियमन, विनियामक या राज्य संस्थान के साथ प्रत्यक्ष या परोक्ष रूप से एसआरओ को मान्यता देते हुए सह-अस्तित्व में हैं। एक विनियामक और एक एसआरओ का सह-अस्तित्व, वास्तव में, वित्तीय क्षेत्र में दुनिया भर में प्रचलित सबसे आम ढांचा या संरचना है।

### एसआरओ - भूमिकाएं और जिम्मेदारियां

एसआरओ की भूमिकाएं अधिकार-क्षेत्रों, बाजारों और उन क्षेत्रों में अलग-अलग होती हैं जिनमें वे कार्य करते हैं। आमतौर पर, वित्तीय क्षेत्र में, एसआरओ के व्यापक उद्देश्य वित्तीय क्षेत्र विनियामक के उद्देश्यों को दर्शाते हैं, जैसे, बाजार और वित्तीय अखंडता का संरक्षण और ग्राहकों / निवेशकों की सुरक्षा। इन व्यापक उद्देश्यों के भीतर, एसआरओ आमतौर पर न्यूनतम बेंचमार्क के साथ-साथ नैतिक और व्यावहारिक मानकों को स्थापित करने की दिशा में काम करते हैं। विनियामक से प्राप्त मार्गदर्शन के साथ, वे ग्राहक/ निवेशक सुरक्षा सुनिश्चित करने के लिए अपने सदस्यों के बीच पेशेवर बाजार आचरण स्थापित करने में मदद करते हैं। एसआरओ अक्सर परिचालन दिशानिर्देशों के दस्तावेजीकरण में शामिल होते हैं जो आचरण के नियमों को निर्धारित करते हैं और बाजार सहभागियों द्वारा पालन की जाने वाली बाजार प्रथाओं, मानक प्रक्रियाओं और दस्तावेजीकरण, मास्टर समझौतों आदि को निर्धारित करते हैं। कुछ अधिकार-क्षेत्रों में, वे विनियामक द्वारा जारी आचार संहिता और विनियमों के

पालन की निगरानी करते हैं और उल्लंघन के मामले में उचित कार्रवाई करने का भी अधिकार रखते हैं। एसआरओ विवादों के शीघ्र समाधान की सुविधा के लिए विवाद समाधान रूपरेखा भी स्थापित करते हैं। अपनी विकासात्मक भूमिका में, एसआरओ विनियामक के साथ बातचीत सहित विभिन्न मंचों पर अपने सदस्यों के प्रतिनिधि के रूप में कार्य करते हैं। एसआरओ की कार्यप्रणाली का एक अभिन्न अंग अपने सदस्य संगठनों के कर्मचारियों को प्रशिक्षण प्रदान करना और जागरूकता कार्यक्रम संचालित करना है। इस प्रकार, वर्तमान स्कीम में एसआरओ से वित्तीय क्षेत्र में विनियामक/पर्यवेक्षी व्यवस्थाओं को पूरक बनाने की अपेक्षा की जाती है।

### एसआरओ की कार्यप्रणाली : उपलब्धियाँ और विफलताएँ

वित्तीय क्षेत्र में विनियमन के एक साधन के रूप में एसआरओ के अस्तित्व की प्राथमिक प्रेरणा पेशेवरों की तकनीकी विशेषज्ञता की गहराई का उपयोग करके नियमों में प्रभावशीलता को बढ़ाना है। बाजार विशेषज्ञों की भागीदारी विनियामकीय नीति में शामिल विभिन्न तकनीकी और व्यावहारिक पहलुओं, बारीकियों और व्यापार-बंदों को उजागर करके नियमों में प्रभावशीलता को भी बढ़ा सकती है। एसआरओ का उद्योग में घनिष्ठ अनौपचारिक और औपचारिक संपर्क होना चाहिए और सचेत रहना चाहिए। इस प्रकार वे बदलती वित्तीय स्थितियों के प्रति अपेक्षाकृत अधिक सक्रिय, चुस्त और लचीली प्रतिक्रियाएँ प्रदान कर सकते हैं। जैसा कि प्रतिभूति विनियमन आयोग के पूर्व अध्यक्ष विलियम ओ. डगलस ने बताया है, नैतिकता और आचार संहिता विकसित कर, स्व-विनियमन प्रेरक हो सकता है और कानूनों एवं सरकारी विनियमन की तुलना में नैतिकता और आचार में प्रतिभागियों के आचरण को प्रभावित कर सकता है।<sup>7</sup> अनैतिक या संदिग्ध प्रथाओं के खिलाफ निगरानीकर्ता के रूप में कार्य करने वाले एसआरओ पूरे परितंत्र की अखंडता में अधिक विश्वास पैदा कर सकते हैं। एसआरओ किसी बाहरी निकाय या अदालतों का सहारा लेने के बजाय उद्योग के भीतर सदस्यों के बीच विवादों के समाधान की सुविधा भी

प्रदान करते हैं। इस प्रकार एसआरओ विनियामक ढांचे का पूरक हो सकते हैं और वित्तीय प्रणाली के प्रभावी कामकाज में योगदान दे सकते हैं।

संभावित लाभों के बावजूद, स्व-विनियमन से संबंधित चिंताओं ने भी व्यापक ध्यान आकर्षित किया है। चिंताएँ इस तथ्य से उत्पन्न होती हैं कि एसआरओ में बड़े पैमाने पर उद्योग के सदस्य शामिल होते हैं और इसलिए बाद के स्वयं के व्यावसायिक हितों और पूर्व की अपेक्षित सार्वजनिक भूमिका के बीच उत्पन्न होने वाले हितों के टकराव के अधीन होते हैं। इस तरह के टकराव से विनियामकीय संरचना कमजोर हो सकती है और संभावित रूप से ग्राहकों/निवेशकों के हितों को नुकसान पहुंच सकता है। एसआरओ को उपभोक्ताओं के बीच अक्षमताओं और असंतोष को जन्म देने वाले मिलीभगत वाले व्यवहार को रोकने में भी कठिनाई हो सकती है। हो सकता है कि वे अपने सदस्यों के कदाचार संबंधी मुद्दों के प्रति उचित रूप से सतर्क न हों। ये जोखिम उन मामलों में और भी बढ़ सकते हैं जहां गतिविधियों का प्रभाव तुरंत स्पष्ट नहीं होता है लेकिन लंबे समय में संभावित रूप से हानिकारक साबित हो सकता है। पर्यावरण की दृष्टि से संवेदनशील क्षेत्र का एक मामला वायु या जल प्रदूषण पैदा करने वाले उद्योग का है, जिसका प्रभाव अल्पावधि में दिखाई नहीं देता है और उपभोक्ता या सामाज्य का ध्यान आकर्षित नहीं कर सकता है। सोचने की बात यह है कि एसआरओ अपने सदस्यों के हितों से खुद को अलग करने में सक्षम नहीं हो सकते हैं।

पिछले कुछ वर्षों के दौरान विभिन्न उद्योगों/क्षेत्रों में ये पहलू सामने आए हैं। पिछले कुछ दशकों में, वैश्विक और घरेलू दोनों स्तरों पर वित्तीय क्षेत्र में अनैतिक व्यवहार की बार-बार घटनाएँ देखी गई हैं। लीबोर फिक्सिंग के आसपास अविनियमित प्रथाओं के बारे में खुलासे के बाद वित्तीय क्षेत्र के मध्यस्थों की खुद को उच्च नैतिक मानकों पर बनाए रखने की क्षमता संदेह के घेरे में आ गई। हेज फंड और डेरिवेटिव बाजारों के स्व-विनियमन पर निर्भरता की वैश्विक वित्तीय संकट में योगदान के रूप में आलोचना की गई थी। वास्तव में, इनमें से कई घटनाओं के कारण सार्वजनिक प्राधिकरणों के विनियमों पर अधिक निर्भरता के साथ विनियामकीय ढांचे के दृष्टिकोण पर पुनर्विचार हुआ।

<sup>7</sup> एसईसी स्टाफ (लोरी रिचर्ड्स) द्वारा भाषण: नए युग में स्व-विनियमन, 11 सितंबर 2000 को स्कॉट्सडेल, एरिजोना में एनआरएस फ़ॉल 2000 अनुपालन सम्मेलन में दिया गया।

किसी भी एसआरओ के लिए इस परिवेश में प्रासंगिक बने रहने हेतु यह महत्वपूर्ण है कि वह अपने सदस्यों द्वारा निष्पक्ष प्रथाओं का पालन सुनिश्चित करने की दिशा में अथक प्रयास दिखाए और इसे बाजार की अखंडता और ग्राहक सुरक्षा के उद्देश्यों में योगदान के रूप में देखा जाए। एसआरओ को अपनी सदस्यता के हित से परे चिंताओं से निपटने की इच्छा और क्षमता प्रदर्शित करनी चाहिए, जैसे कि ग्राहकों, प्रतिभागियों और परितंत्र में अन्य हितधारकों की रक्षा करना। उन्हें तटस्थ रहना चाहिए और निष्पक्षता बनाए रखनी चाहिए। मजबूत शासन मानदंड और आंतरिक नियंत्रण स्थापित करना, बाजार नवोन्मेषों के साथ बने रहना, उल्लंघनों और कदाचार की सक्रिय रूप से पहचान करना और उन पर कार्रवाई करना, और बाजार की अखंडता के साथ बाजार नवोन्मेष संतुलन के लिए लगातार प्रयास करना कुछ ऐसे उपाय हैं जिनके माध्यम से एसआरओ उनकी निरंतर विश्वसनीयता और प्रासंगिकता सुनिश्चित कर सकते हैं। इतिहास ने हमें दिखाया है कि एक एसआरओ तभी विश्वसनीय होता है और इसकी भूमिका तभी महत्वपूर्ण होती है जब सार्वजनिक प्राधिकरणों की निगरानी में जिम्मेदार व्यवहार के लंबे ट्रैक होते हैं।

इस पृष्ठभूमि के साथ, मैं भारतीय वित्तीय बाजारों में स्व-विनियमन के अनुभव, एफईडीएआई के विकास और भारत में विदेशी मुद्रा बाजार में इसके द्वारा निर्भाई गई भूमिका पर कुछ विचार साझा करना चाहता हूँ।

### भारतीय वित्तीय बाजारों में स्व-विनियमन

भारत में, स्व-विनियमन का इतिहास पिछले कुछ वर्षों में विकसित हुआ है, हालांकि एसआरओ के लिए औपचारिक विनियामक ढांचे की उत्पत्ति अपेक्षाकृत हाल ही में हुई है। विदेशी मुद्रा बाजार में, भारत में अधिकृत डीलरों के परिचालन के लिए नियम और शर्तें निर्धारित करने के लिए 1958 में एफईडीएआई का गठन किया गया था। अन्य अधिकार-क्षेत्रों के घटनाक्रम के समान, भारत में स्टॉक एक्सचेंजों ने भी ऐतिहासिक रूप से एसआरओ के समान कार्य किए हैं। 2004 में, सेबी ने एसआरओ पर नियम जारी किए, जिसमें एसआरओ की पात्रता, मान्यता, कार्यों और जिम्मेदारियों पर दिशानिर्देश प्रदान किए गए। भुगतान और निपटान क्षेत्र में, आरबीआई ने हाल ही में (यानी, 2020 में) भुगतान प्रणाली ऑपरेटरों के लिए स्व-विनियामक संगठनों की मान्यता के लिए एक रूपरेखा जारी की है।

### एफईडीएआई : क्रमविकास, भूमिका और कुछ प्रश्न

फेरा, 1947 के तहत, केवल कुछ मुट्टी भर विदेशी बैंकों को एक्सचेंज बैंक के रूप में नामित किया गया था और उन्हें विदेशी मुद्रा संबंधी सेवाएं प्रदान करने की अनुमति दी गई थी। इन बैंकों ने तत्कालीन एक्सचेंज बैंक एसोसिएशन द्वारा निर्धारित दिशानिर्देशों के अनुसार अपना कारोबार किया। जैसे-जैसे अधिक से अधिक बैंकों को विदेशी मुद्रा में लेनदेन करने की अनुमति दी गई, इस संरचना को 16 अगस्त 1958 को एफईडीएआई की स्थापना के साथ औपचारिक रूप दिया गया। इसके गठन के प्रारंभिक वर्षों में, एफईडीएआई का प्राथमिक कार्य अंतर-बैंक और ग्राहक लेनदेन के लिए दरों की गणना और निपटान के लिए बुनियादी नियम निर्धारित करना था। इसका प्राथमिक उद्देश्य अस्वस्थ प्रतिस्पर्धा से बचने और ग्राहकों को एक समान सेवा सुनिश्चित करने के लिए विभिन्न अधिकृत डीलरों द्वारा दी जाने वाली दरों में एकरूपता लाना था<sup>8</sup>।

जैसे-जैसे विदेशी मुद्रा बाजार विकसित हुआ, एफईडीएआई की भूमिकाएँ और जिम्मेदारियाँ भी विकसित हुईं। एफईडीएआई ने बैंकों और उसके ग्राहकों के बीच विदेशी मुद्रा कारोबार के संचालन पर विस्तृत नियमों की अवधारणा बनाने में महत्वपूर्ण भूमिका निर्भाई है और इसलिए इसने ग्राहक सुरक्षा और निष्पक्ष व्यवहार में योगदान दिया है। इसने प्रभावी रूप से बाजार सहभागियों और विनियामक के बीच एक सेतु के रूप में काम किया है और पिछले कुछ वर्षों में देश में विदेशी मुद्रा व्यवस्था के विकास में योगदान दिया है। मुझे पता है कि एफईडीएआई विदेशी मुद्रा क्षेत्र में काम करने वाले पेशेवरों के प्रशिक्षण और कौशल उन्नयन की दिशा में भी काम कर रहा है। यह ग्लोबल एफएक्स कोड के कार्यान्वयन / अपनाने की सुविधा भी प्रदान कर रहा है जो उच्च नैतिक मानकों पर आधारित एक मजबूत, निष्पक्ष, तरल, खुले और उचित रूप से पारदर्शी बाजार को बढ़ावा देने वाले सिद्धांतों को निर्धारित करता है। अभी हाल ही में, एफईडीएआई ने अधिकृत डीलर बैंकों और उनके ग्राहकों को विदेशी मुद्रा व्यापार करने में आने वाली कठिनाइयों को कम करने के लिए कोविड-19 महामारी के दौरान सहायक कदम उठाए।

<sup>8</sup> स्रोत: भारतीय रिजर्व बैंक का इतिहास, खंड II (1951-1967)

लेकिन फिर, यह आत्मनिरीक्षण करने का भी समय है और अंत में, मैं विचार करने के लिए कुछ प्रश्नों / मुद्दों को चिह्नित करना चाहता हूँ। हालाँकि मैं आपसे एसआरओ की तटस्थता से संबंधित इस बुनियादी मुद्दे पर आत्मनिरीक्षण करने का आग्रह करूँगा, लेकिन मैं कुछ अन्य विशिष्ट क्षेत्रों की भी रूपरेखा तैयार करना चाहूँगा जहाँ हम रिज़र्व बैंक एफ़डीएआई द्वारा और अधिक प्रयास देखना चाहेंगे।

ऐसा ही एक मुद्दा खुदरा / छोटे ग्राहकों के लिए उचित मूल्य निर्धारण से संबंधित है। हमारे पास ऐसे कई अवसर आए हैं जब अधिकृत डीलरों के ग्राहक, विशेष रूप से एमएसएमई और खुदरा क्षेत्रों से, हमारे पास आए और अधिकृत डीलर बैंकों द्वारा लगाए गए विदेशी मुद्रा लेनदेन के लिए “उच्च” शुल्क के बारे में चिंता व्यक्त की। जबकि बड़े कॉर्पोरेट हमारे बाजारों में तरलता के कारण सख्त मूल्य निर्धारण का लाभ उठाने में सक्षम हैं, छोटे ग्राहकों से वसूले गए शुल्क छोटे टिकट लेनदेन के निपटान / संग्रहण की उच्च लागत के कारण उचित नहीं लगते हैं। एफ़एक्स-रिटेल प्लेटफ़ॉर्म को मूल्य खोज को एक स्वचालित प्लेटफ़ॉर्म पर स्थानांतरित करने के लिए पेश किया गया था। हालाँकि, बैंकों ने ग्राहकों को उस प्लेटफ़ॉर्म का उपयोग करने के लिए प्रोत्साहित करने के प्रयास नहीं किए हैं। छोटे ग्राहकों पर लगाए गए अधिक शुल्क के बारे में चिंता की बात यह है कि ऐसे ग्राहकों पर लगाए गए शुल्क की जानकारी में पारदर्शिता का पूर्ण अभाव है। हम निश्चित रूप से विदेशी मुद्रा बाजारों के कम संसाधन वाले ग्राहकों के लिए उचित और पारदर्शी मूल्य निर्धारण सुनिश्चित करने के लिए एफ़डीएआई और सभी बैंकों के ठोस प्रयास देखना चाहेंगे।

जबकि पिछले कुछ वर्षों में वित्तीय बाजारों और व्यापक विदेशी मुद्रा प्रणाली के लिए विनियामक ढांचे को सरल बनाया गया है और इसमें सुधार किया गया है, आपको व्यक्तिगत या सामूहिक रूप से एफ़डीएआई के माध्यम से यह सुनिश्चित करने के लिए पर्याप्त प्रयास करने की आवश्यकता होगी कि सरलीकरण, युक्तिकरण और प्रक्रियात्मक आसानी के लाभ प्रत्येक ग्राहक तक पहुँचें। एक सार्वजनिक मुद्दा यह है कि क्या विनियामक ढांचे में बदलाव अंतर-बैंक और ग्राहक लेनदेन के संचालन में परिलक्षित

हो रहे हैं। रिज़र्व बैंक द्वारा विदेशी मुद्रा प्रणाली के लिए विनियामक ढांचे को सरल बनाने का निरंतर प्रयास किया गया है। हाल ही में, नियमों और अनुपालन प्रक्रियाओं की समीक्षा करने के लिए उन्हें सुव्यवस्थित, तर्कसंगत और अधिक प्रभावी बनाने के लिए अप्रैल 2021 में “विनियम समीक्षा प्राधिकरण 2.0” का गठन किया गया था। लेकिन यह प्रयास तब तक अधूरा है, जब तक कि एफ़डीएआई अपने दिशानिर्देशों का समान मूल्यांकन न कर ले, ताकि विनियामक उद्देश्यों की पूर्ति में बाधा डालने वाले या विदेशी मुद्रा बाजारों के कुशल संचालन में बाधा डालने वाले किसी भी अवरोध या बाधाओं की पहचान कर उन्हें दूर किया जा सके। अनुपालन की लागत को सरल, सुगम और कम करने की दृष्टि से वित्तीय क्षेत्र के विनियामकों द्वारा मौजूदा विनियमों की व्यापक समीक्षा करने के संबंध में हालिया बजट घोषणा का उल्लेख करना यहां प्रासंगिक होगा। हालाँकि हम वही करेंगे जो हमसे अपेक्षित है, यह प्रयास एसआरओ की ओर से भी होना चाहिए।

पिछले कुछ वर्षों में देश में व्यक्तियों को सेवाएं प्रदान करने वाले विदेशी मुद्रा व्यापार प्लेटफ़ॉर्मों का प्रसार देखा गया है। ये प्लेटफ़ॉर्म भोले-भाले लोगों को अनुपातहीन / अत्यधिक रिटर्न के वादे के साथ विदेशी मुद्रा व्यापार करने के लिए लुभा रहे हैं। ऐसे अनधिकृत पोर्टलों द्वारा की गई धोखाधड़ी की रिपोर्टें आई हैं और कई निवासियों द्वारा ऐसी ट्रेडिंग / योजनाओं के माध्यम से पैसे खोने की भी खबरें आई हैं। रिज़र्व बैंक ऐसे प्लेटफ़ॉर्मों पर लेनदेन करने के नुकसान के बारे में आम जनता को चेतावनी देने और संवेदनशील बनाने के लिए ठोस प्रयास कर रहा है, जिसमें अनधिकृत प्लेटफ़ॉर्मों पर लेनदेन को बढ़ावा देने वाली संस्थाओं / अनधिकृत संस्थाओं की चेतावनी सूची जारी करना भी शामिल है। एफ़डीएआई के लिए यह उचित होगा कि वह उस उद्योग के ग्राहकों की सुरक्षा के लिए आगे आए, जिसका वे अभिन्न अंग हैं और उद्योग को बदनाम करने वाली संस्थाओं के बारे में जनता को जागरूक करें।

### यादृच्छिक विचार - आसन्न खतरे, उभरते अवसर

ऊपर बताए गए मुद्दों और सम्मेलन के विषय की पृष्ठभूमि में, मैं विदेशी मुद्रा बाजारों में हाल के घटनाक्रम, विदेशी मुद्रा प्रबंधन

के दृष्टिकोण के साथ-साथ संभावित भविष्य के बदलावों के कुछ क्षेत्रों से संबंधित कुछ चुनिंदा विषयों पर भी ध्यान देना चाहूंगा। ऐसा कहने के लिए, कुछ यादृच्छिक विचार हैं।

*नियम-आधारित विनियामकीय व्यवस्था से सिद्धांत-आधारित ढांचे तक*

सबसे पहले, जैसा कि आप जानते होंगे, विदेशी मुद्रा प्रबंधन और विदेशी मुद्रा बाजारों के लिए विनियामक ढांचे में सबसे महत्वपूर्ण घटनाक्रमों में से एक नियम-आधारित, निर्देशात्मक ढांचे से सिद्धांत-आधारित ढांचे में बदलाव रहा है। मैं बस कुछ उदाहरण उद्धृत करना चाहता हूँ। मुद्रा जोखिम की हेजिंग के लिए नियमों को एक ही सिद्धांत पर सरल बनाया गया है - कोई भी इकाई, निवासी या अनिवासी, जिसका मुद्रा जोखिम में एक्सपोजर है, को किसी भी उत्पाद का उपयोग करके उस जोखिम को हेज करने में सक्षम होना चाहिए जो केवल उपयुक्तता मूल्यांकन के अधीन होगा। मोटे तौर पर नियमों को सिद्धांत-आधारित रखते हुए विदेशी निवेश नियमों को दो मूल और 91वें संशोधन अधिसूचनाओं को शामिल करते हुए तर्कसंगत बनाया गया है। हाल ही में केंद्र सरकार के परामर्श से विदेशी निवेश ढांचे की भी व्यापक समीक्षा की गई है। नई व्यवस्था ने सिद्धांत-आधारित दृष्टिकोण अपनाकर अधिकांश प्रक्रियात्मक स्वीकृतियों को समाप्त कर दिया है और अनुपालन बोझ और संबंधित लेनदेन लागत को कम करके व्यापार सुगमता को बढ़ाया है।

इस बदलाव का मामला स्पष्ट है। तेजी से बदलती दुनिया में जहां व्यापार करने के तरीके, व्यापार करने के लिए इस्तेमाल की जाने वाली तकनीक और व्यापार के वित्तपोषण के तरीके लगातार विकसित हो रहे हैं, नियम-आधारित विनियामक व्यवस्था के लिए गति बनाए रखना मुश्किल है। इससे एक ओर उपयोगी नवोन्मेषों के अवरुद्ध होने का जोखिम बढ़ जाता है और दूसरी ओर ऐसी कमियाँ रह जाती हैं जो संस्थाओं या सिस्टम के लिए जोखिम बढ़ा सकती हैं। नियमों को सरल बनाने, प्रक्रियात्मक नुस्खों और विवेक के तत्वों से जुड़ी बारीकियों को हटाने का मामला अनुपालन बोझ को कम करने और अधिकृत डीलरों और हितधारकों द्वारा लचीली और त्वरित प्रतिक्रिया की सुविधा के दृष्टिकोण से भी

महत्वपूर्ण है।

लेकिन एक सिद्धांत-आधारित विनियामक ढांचे के प्रभावी ढंग से काम करने के लिए, कुछ "खेल के नियम" हैं। पहला, इस बदलाव में यह माना गया है कि अधिकृत डीलरों सहित सभी प्रतिभागी, बदलाव को अक्षरशः स्वीकार करें और अपनायें और यह सुनिश्चित करें कि नियमों को निष्पक्ष और पारदर्शी तरीके से लागू किया जाएगा और विनियामक ढांचे में प्रदान किए गए लचीलेपन के लाभ वित्तीय प्रणाली के अंतिम उपयोगकर्ताओं तक पहुंचें। दूसरा, विश्वास होना चाहिए। विनियामक यह भरोसा करने की स्थिति होना चाहिए कि विनियमित संस्थाएं नियमों में प्रदान किए गए लचीलेपन का दुरुपयोग नहीं करेंगी। तीसरा, सिद्धांत-आधारित ढांचे में बदलाव अधिकृत डीलरों पर बहुत अधिक स्तर की जिम्मेदारी भी डालता है। दरअसल, हम जितना अधिक सिद्धांत-आधारित ढांचे की ओर बढ़ेंगे, अधिकृत डीलरों की जिम्मेदारी उतनी ही अधिक होगी। उदाहरण के लिए, नई विदेशी निवेश व्यवस्था के तहत, किसी विदेशी इकाई में पात्र निवासी इकाई द्वारा ओडीआई (या वित्तीय प्रतिबद्धता) से संबंधित सभी लेनदेन को नामित एडी बैंक के माध्यम से किया जाना आवश्यक है। एडी बैंक न केवल लेनदेन की प्रामाणिकता और केवाईसी / एएमएल दिशानिर्देशों के अनुपालन को सुनिश्चित करने के लिए जिम्मेदार है, बल्कि फेमा प्रावधानों के अनुपालन के लिए भी जिम्मेदार है। हमने पहले एडी बैंकों द्वारा निवेशक इकाई से अपेक्षित रिटर्न प्राप्त किए बिना विदेशी निवेश के लिए प्रेषण की अनुमति देने के उदाहरण देखे थे। हालाँकि, यह हमेशा फेमा की धारा 10(5) के संदर्भ में निहित था, कि एडी बैंकों द्वारा इस तरह की निगरानी उन्हें फेमा की धारा 11 और 13 के तहत दंडात्मक कार्रवाई के लिए उत्तरदायी बनाती है। नए निर्देशों ने इसे स्पष्ट रूप से बताया है।

*नए सहभागी, नए उत्पाद, नए बाजार - एक नया खेल का मैदान*

विदेशी मुद्रा क्षेत्र, विशेष रूप से, विदेशी मुद्रा बाजार, कई मायनों में अधिकृत व्यापारियों के लिए एक सुरक्षित खेल का मैदान रहा है। लेकिन यह बदल रहा है और तेजी से बदल रहा है। एक अधिकृत डीलर के रूप में, हाल तक, आपको उत्पादों के एक

छोटे समूह में सौदा करना पड़ता था। सरला समझने में आसान। कीमत लगाना आसान। अब जब अधिकृत डीलरों के लिए नए उत्पादों को नया रूप देने और डिजाइन करने की गुंजाइश है, तो चुनौतियाँ भी हैं। आपको यह सोचने की ज़रूरत है कि क्या कोई उत्पाद अनुमेय है। आपको उत्पाद को समझने की आवश्यकता है। आपको स्वतंत्र रूप से इसका मूल्य निर्धारित करने में सक्षम होना चाहिए। आपको उस ग्राहक आधार का आकलन करने की आवश्यकता है जिसे उत्पाद पेश किया जा सकता है। और आपको यह सुनिश्चित करने की ज़रूरत है कि उत्पाद उस तरीके से पेश किया जा रहा है जो उस ग्राहक के लिए उपयुक्त और उचित दोनों है जिसे वह पेश किया जा रहा है।

नियमों में अंतर्निहित लचीलेपन की आसानी से सराहना की जा सकती है। अधिक उत्पाद वित्तीय बाजारों में गहराई और तरलता बढ़ाते हैं। इससे भी महत्वपूर्ण बात यह है कि वे जोखिमों का अधिक कुशल बचाव करने में सक्षम होते हैं। लेकिन स्पेक्ट्रम के दोनों तरफ जोखिम हैं। नए उत्पादों की शुरुआत बाजार सहभागियों की उन्हें पेश करने की क्षमता से सीमित हो सकती है। हमारा अनुभव यह रहा है कि केवल कुछ अधिकृत डीलर ही अपने ग्राहकों को मामूली रूप से परिष्कृत संरचित उत्पादों की पेशकश करने में सक्षम हैं, जिसके परिणामस्वरूप उत्पादों में कम तरलता और बाजार में अपूर्ण आते हैं, और नियम में प्रदान किए गए लचीलेपन से लाभ से वंचित अंतिम उपयोगकर्ताओं के खंड निर्मित होते हैं। लेकिन फिर, अधिकृत डीलरों द्वारा उन उत्पादों को बेचने का जोखिम है जिन्हें वे नहीं समझते हैं या वे स्वतंत्र रूप से मूल्य निर्धारित करने में सक्षम नहीं हैं या उन्हें उन ग्राहकों को पेश करने में सक्षम नहीं हैं जो उत्पाद को नहीं समझते हैं या जहां यह उनके लिए उपयुक्त नहीं है। हम सभी अतीत की ऐसी घटनाओं से अवगत हैं जो हमें इससे बचने के खतरों के बारे में सिखाती हैं। बेशक, ओटीसी डेरिवेटिव्स में मार्केट मेकर्स पर हमारे निर्देश इन जोखिमों से निपटने के लिए एक सिद्धांत-आधारित नियामक ढांचा प्रदान करना चाहते हैं। इसलिए यह ज़रूरी है कि इन विनियमों का व्यवहार और भावना में पालन किया जाए।

खेल के मैदान में नये खिलाड़ी भी हैं। परंपरागत रूप से, विदेशी मुद्रा बाजार की विशेषता एक बंद उपयोगकर्ता समूह थी, जिसमें बैंक ही एकमात्र अधिकृत डीलर थे और कुछ घरेलू कॉर्पोरेट प्राथमिक ग्राहक थे। छोटी हेजिंग आवश्यकताओं वाले निर्यातक और आयातक और व्यक्तिगत विदेशी मुद्रा

आवश्यकताओं वाले व्यक्ति सीमांत खिलाड़ी थे जो अनिवार्य रूप से मूल्य लेने वाले के रूप में बाजार तक पहुंच रहे थे। विनियामक ढांचा अब गैर-निवासियों को अपने जोखिमों से बचाव के लिए घरेलू विदेशी मुद्रा बाजार तक पहुंचने की अनुमति देता है और साथ ही, गैर-डिलीवरेबल डेरिवेटिव के मामले में, अंतर्निहित एक्सपोजर की आवश्यकता के बिना बाजार तक पहुंचने की अनुमति देता है। घरेलू स्तर पर, जैसे-जैसे अर्थव्यवस्था बढ़ती पूंजी खाता परिवर्तनीयता के साथ खुल रही है और वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ अधिक से अधिक एकीकृत हो रही है, विदेशी मुद्रा जोखिम के संपर्क में आने वाली घरेलू संस्थाओं की संख्या बढ़ रही है और इसलिए उन्हें विदेशी मुद्रा बाजार तक पहुंचने की आवश्यकता हो सकती है। आगे चलकर, इन रुझानों के बढ़ने की संभावना है। अलग-अलग खिलाड़ियों के साथ, अलग-अलग ज़रूरतें होंगी और अधिकृत डीलरों को इन ज़रूरतों को पूरा करने के लिए कमर कसनी होगी। उदाहरण के तौर पर, एक निर्यातक या आयातक की हेजिंग ज़रूरतें ऑफशोर बाजारों में विदेशी मुद्रा मूल्यवर्ग के बांड जारी करने या विदेशी सहायक कंपनी स्थापित करने वाले कॉर्पोरेट से बहुत अलग होती हैं।

जैसे-जैसे अर्थव्यवस्था बढ़ती है और अधिक विकसित होती है, विदेशी मुद्रा बाजारों में भागीदारी का दायरा बदल जाएगा। हाल तक, केवल संविदात्मक एक्सपोजर की हेजिंग की जा सकती थी, पिछले प्रदर्शन के आधार पर एक्सपोजर की हेजिंग इसका अपवाद थी। अब, विदेशी मुद्रा बाजारों में भागीदारी का दायरा बढ़ा दिया गया है, जिसमें प्रत्याशित एक्सपोजर की हेजिंग भी शामिल है, जो निश्चित रूप से अत्यधिक अटकलों को रोकने के लिए सुरक्षा उपायों के अधीन है। शेष विश्व के साथ अर्थव्यवस्था के बढ़ते एकीकरण के कारण, अधिक से अधिक संस्थाओं के प्रत्यक्ष या अप्रत्यक्ष रूप से विदेशी मुद्रा जोखिमों के संपर्क में आने की संभावना है। आर्थिक जोखिमों की हेजिंग की अनुमति देने की मांग उठने की संभावना है। हालाँकि पूंजी खाता परिवर्तनीयता की वर्तमान सीमा को देखते हुए यह मुश्किल हो सकता है, लेकिन जैसे-जैसे हम पूंजी खाता परिवर्तनीयता के पथ पर आगे बढ़ रहे हैं, समय के साथ इस तरह की हेजिंग की अनुमति की संभावना का सावधानीपूर्वक मूल्यांकन करने की आवश्यकता है।

बाजार सहभागियों के एक नए समूह के साथ एक नया बाजार खोला गया है, जिसमें भारत में बैंकों को बाजारों को एकीकृत करने के लिए रुपया डेरिवेटिव के लिए ऑफशोर नॉन-डिलीवरेबल



बाजार में भाग लेने की अनुमति दी गई है। यह अधिक परिवर्तनीयता की दिशा में समग्र प्रयास का एक हिस्सा है। इन उपायों के परिणाम पहले से ही दिखाई दे रहे हैं। उदाहरण के लिए, भारतीय बैंकों को एनडीएफ बाजार तक पहुंच की अनुमति देने के बाद तटवर्ती-अपतटीय प्रसार काफी हद तक कम हो गया है। इस कदम ने आज यहां इकट्ठे हुए आप सभी के लिए एक बिल्कुल नया अवसर खोल दिया है - हमारे बाजारों को बड़ा बनाने, उन्हें और अधिक कुशल बनाने और नए प्रतिभागियों के पूरे समूह तक पहुंचने का अवसर प्रदान किया है। इन अवसरों का लाभ उठाना होगा। यह भी सुनिश्चित करने की आवश्यकता है कि घरेलू बाजार अपनी दक्षता को बढ़ाए और यह सुनिश्चित करे कि इस खुलाव के परिणामस्वरूप अपतटीय बाजार में प्रवाह न हो।

जैसे-जैसे हम रुपये के अंतरराष्ट्रीयकरण के पथ पर आगे बढ़ेंगे, आगे की गतिशीलता उभरने की संभावना है। यह अब व्यापक रूप से स्वीकार कर लिया गया है कि हालांकि अंतरराष्ट्रीयकरण और एक मुक्त पूंजी खाता अपने लाभों के साथ आता है फिर भी यह जोखिमों से मुक्त नहीं है और मुक्त पूंजी प्रवाह अपनी चुनौतियों के साथ आता है, प्राथमिक एक अस्थिरता है और हमें इसकी आवश्यकता है उसे प्रबंधित करने के लिए कमर कस लें। हम रुपया व्यापार अनुबंध में अच्छी खासी रुचि देख रहे हैं जिसे लागू करने का हम प्रयास कर रहे हैं। यदि रुपये के चालान की दिशा में हमारे प्रयास सफल होते हैं, तो घरेलू निर्यातकों और आयातकों को बचाव की आवश्यकता नहीं होगी, लेकिन उनके अनिवासी समकक्षों के रूप में अन्य अवसर होंगे जिन्हें बचाव की आवश्यकता हो सकती है।

### नई प्रौद्योगिकियाँ, नई सीमाएँ

आइए अब मैं इस बारे में थोड़ी बात करता हूँ कि प्रौद्योगिकी में नवोन्मेष एफएक्स बाजारों में तरलता प्रावधान और मूल्य खोज और इसके निहितार्थों को कैसे प्रभावित कर रहे हैं। आप सभी जानते हैं कि परंपरागत रूप से, एफएक्स बाजार में प्रतिपक्ष फोन कॉल ("वॉयस") या विदेशी मुद्रा दलालों के माध्यम से एक-दूसरे के साथ लेनदेन करते हैं। हालाँकि, पिछले कुछ दशकों में, कई इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग स्थल उभरे हैं, एक्सचेंज स्थल के साथ-साथ इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म दोनों के रूप में। तेजी से, वैश्विक स्तर पर और साथ ही भारत में भी ओटीसी एफएक्स ट्रेड इन

स्थानों पर निष्पादित किए जा रहे हैं, जिससे एफएक्स बाजार व्यापार का इलेक्ट्रॉनिकीकरण बढ़ रहा है। पिछले दशक के दौरान, हम व्यापारिक स्थानों के कुछ नए रूप देख रहे हैं, जैसे एकल-बैंक प्लेटफॉर्म (एसबीपी)। ये स्थान पारंपरिक मल्टी-बैंक प्लेटफॉर्म (एमबीपी) से मौलिक रूप से भिन्न हैं जहां ऑपरेटर आमतौर पर एक गैर-बैंक प्रौद्योगिकी प्रदाता होता है। विश्व स्तर पर, एसबीपी को अक्सर "डार्क पूल" के रूप में जाना जाता है क्योंकि एमबीपी के मामले के विपरीत, ऐसे प्लेटफॉर्मों पर कीमत और व्यापार की जानकारी प्रसारित नहीं की जाती है। यह विकास ट्रेडिंग प्लेटफॉर्मों की एक विस्तृत शृंखला में वैश्विक एफएक्स तरलता के फैलाव की ओर भी ले जा रहा है। हाल के वर्षों में, एसबीपी भारतीय एफएक्स बाजार में भी दिखाई दे रहे हैं और ऐसे स्थानों पर ट्रेडिंग वॉल्यूम बढ़ रहा है। हालांकि यह जानकर खुशी हो रही है कि इलेक्ट्रॉनिक रूप से लेनदेन में एफएक्स की बढ़ती हिस्सेदारी बढ़ रही है, लेकिन इसे मूल्य निर्धारण में बढ़ी हुई अपारदर्शिता की कीमत पर नहीं आना चाहिए। आप सभी को उपकरणों के मूल्य निर्धारण में अपारदर्शिता बरतने का प्रयास करना चाहिए।

### समापन विचार

लगातार विकसित हो रही दुनिया में जहां परिवर्तन ही नित्य है, पिछले कुछ दशकों में भारतीय विदेशी मुद्रा बाजार की यात्रा निरंतर विकास और नवोन्मेष में से एक रही है। रिजर्व बैंक वैश्विक और घरेलू स्तर पर बदलते समष्टि-वित्तीय माहौल के अनुरूप स्थिर गति से लगातार आगे बढ़ने के लिए प्रतिबद्ध है। आगे चलकर, जैसे-जैसे बाजार अधिक विकसित और परस्पर जुड़े होंगे और उत्पादों की शृंखला का विस्तार होगा, बड़ी चुनौतियाँ सामने आएंगी। जैसे-जैसे भारतीय बैंक अपतटीय बाजारों में अपनी उपस्थिति का विस्तार करेंगे, घरेलू बाजारों में अनिवासी भागीदारी बढ़ेगी, और जैसे-जैसे तकनीकी परिवर्तन बाजार के कामकाज के तरीके में बदलाव जारी रखेंगे, नए मोर्चे भी उभरेंगे। विदेशी मुद्रा बाजार सहभागियों को परिवर्तनों और संबंधित जोखिमों का प्रबंधन करने के लिए खुद को तैयार करना होगा, और एफईडीएआई को इन प्रयासों में अग्रणी और रचनात्मक भूमिका निभानी होगी। मैं इस सम्मेलन की सफलता की कामना करता हूँ।