

## भारत में वित्तीय बेंचमार्क: एक महत्वपूर्ण चरण का आगमन\*

टी. रबी शंकर

श्रीमती उषा थोराट, अध्यक्ष, एफबीआईएल, श्री आर. एन. कर, सीईओ, एफबीआईएल, प्रतिष्ठित वक्तागण, साथियों और मित्रों। आज फाइनेंशियल बेंचमार्क इंडिया लिमिटेड के वार्षिक रात्रिभोज में बोलना मेरे लिए हर्ष की बात है। पिछले एक दशक में, लाइबोर समस्याओं के बाद, वित्तीय बेंचमार्क में सुधार के लिए अंतरराष्ट्रीय ध्यान, जीएफसी के बाद वित्तीय प्रणालियों की विनियामक जांच का एक प्रमुख घटक रहा है। आज, जैसा कि हम लाइबोर से वैकल्पिक बेंचमार्क की ओर संक्रमण के अंतिम चरण में हैं, यह भारत में वित्तीय बेंचमार्क प्रशासन में किए गए सुधारों को देखने और प्रगति का आकलन करने का एक उपयुक्त क्षण है।

### भूमिका

वित्तीय लिखतों के मूल्य निर्धारण, मूल्यांकन और निपटान के संदर्भ के रूप में उपयोग किए जाने वाले वित्तीय बेंचमार्क, वित्तीय बाजारों की मूल्य अखंडता के प्रमुख चालक हैं। एक खुदरा ऋण पर ब्याज दर तय करने से लेकर एक जटिल डेरिवेटिव में चुकौती का निर्धारण करने तक, वित्तीय बेंचमार्क सर्वव्यापी और वित्तीय प्रणालियों में गहन रूप से अंतर्निहित हैं। मानकीकरण को बढ़ावा देकर, वे बाजारों में चलनिधि की सुविधा प्रदान करते हैं जिससे लेनदेन की लागत कम हो जाती है। मजबूत बेंचमार्क मूल्य निर्धारण में पारदर्शिता में सुधार और सूचना विषमता को कम करके वित्तीय स्थिरता को बढ़ावा देते हैं। मूल्यांकन में बेंचमार्क का उपयोग वित्तीय लिखतों के उचित मूल्य का पता लगाने में मदद करता है और लिखतों में व्यापार को प्रोत्साहित करता है। वित्तीय बेंचमार्क भी मौद्रिक नीति संचरण की सुविधा प्रदान करते हैं और

\* 28 नवंबर 2022 को मुंबई में फाइनेंशियल बेंचमार्क इंडिया प्राइवेट लिमिटेड (एफबीआईएल) द्वारा आयोजित संगोष्ठी में श्री टी. रबी शंकर, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा दिया गया भाषण। हम सुश्री डिंपल भांडिया, मुख्य महाप्रबंधक, श्री सास्वत महापात्र, महाप्रबंधक और श्री ऋतुराज, सहायक महाप्रबंधक, वित्तीय बाजार विनियमन विभाग, भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा प्रदान किए गए इनपुट के लिए कृतज्ञ हैं।

एसे संचरण की प्रभावकारिता का आकलन करने में सहायता करते हैं।

वित्तीय प्रणाली की स्थिरता के लिए अच्छी तरह से डिज़ाइन किए गए, मजबूत बेंचमार्क जो विश्वसनीय और हेरफेर के प्रतिरोधी हैं, महत्वपूर्ण हैं। एक मायने में, वित्तीय बेंचमार्क को सार्वजनिक वस्तु की श्रेणी में रखा जा सकता है। बीआईएस ने 2013 में 'बेहतर संदर्भ दर प्रथाओं की ओर: एक केंद्रीय बैंक परिप्रेक्ष्य' शीर्षक वाली रिपोर्ट में बेंचमार्क की वांछनीय विशेषताओं के रूप में विश्वसनीयता, सुदृढ़ता, आवृत्ति, सुलभ उपलब्धता और प्रतिनिधित्व पर प्रकाश डाला। विश्वसनीयता - हेरफेर और त्रुटियों से बचाने के लिए अभिशासन मानकों और प्रशासन पर आधारित है; सुदृढ़ता का संबंध बाजार के तनाव भरे दौर में भी अखंडता बनाए रखने से है; उचित आवृत्ति स्थिरता के साथ-साथ प्रासंगिकता प्रदान करती है; प्रतिनिधित्व का अर्थ है कि बेंचमार्क उचित कीमतों में निहित है; और सुलभ उपलब्धता से मूल्य निर्धारण और संविदा सत्यापन में आसानी होती है।

उपरोक्त सभी विशेषताएं विविध लिखतों, भागीदारों, अवस्थिति और स्थानों के साथ बाजारों में मानकीकरण और तुलना में योगदान करती हैं। वित्तीय बेंचमार्क के उद्भव और उनके उपयोग के लिए विश्वसनीयता और विश्वास महत्वपूर्ण हैं, जो कि बेंचमार्क संदर्भित वित्तीय लिखत की कीमत को सटीक रूप से दर्शाते हैं। लाइबोर में विश्वास की कमी का प्रमुख मुद्दा इसकी माप पद्धति में निहित है - यह तथ्य कि यह अनुमानों पर निर्भर रहा - साथ ही इसके अभिशासन फ्रेमवर्क की अपर्याप्तता भी थी। इसने मुख्य रूप से वास्तविक व्यापारिक कीमतों पर निर्भरता को बदलने और बेंचमार्क प्रशासन की अखंडता में सुधार लाने के उद्देश्य से सुधारों की एक श्रृंखला शुरू की। वित्तीय बेंचमार्क के लिए परिणामी अंतरराष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन (आईओएससीओ) के सिद्धांत आज बेंचमार्क प्रशासकों और प्रस्तुतकर्ताओं के लिए सर्वोत्तम प्रथाओं को सुनिश्चित करने के लिए अति महत्वपूर्ण रूपरेखा हैं।

<sup>1</sup> <https://www.bis.org/publ/othp19.htm>

### वित्तीय बेंचमार्क – भारत का अब तक का अनुभव

वैश्विक विकास की पृष्ठभूमि में, रिज़र्व बैंक ने 2013 में वित्तीय बेंचमार्क के लिए मजबूत प्रथाओं की अनुशंसा करने के लिए श्री पी. विजय भास्कर, तत्कालीन कार्यपालक निदेशक की अध्यक्षता में एक समिति का गठन किया। समिति ने बेंचमार्क के प्रशासन के लिए क्रमशः भारतीय रुपये की ब्याज दरों और विदेशी मुद्रा बेंचमार्क के तत्कालीन बेंचमार्क प्रशासकों, फिन्डा और फेडाई से अलग एक स्वतंत्र संरचना बनाने सहित कई महत्वपूर्ण सिफारिशें कीं। यह, जैसा कि हम सभी जानते हैं, एफबीआईएल के गठन का कारण बना।

समिति ने यह भी अनुशंसा की कि बेंचमार्क संबंधी प्रशासक विनियामिकीय निगरानी के अधीन हों। 2019 में, रिज़र्व बैंक ने स्वयं द्वारा विनियमित बाजारों में बेंचमार्क प्रशासकों के लिए एक विनियामक फ्रेमवर्क स्थापित करने वाले वित्तीय बेंचमार्क प्रशासकों पर निदेश जारी किए। ये निदेश घरेलू वित्तीय बाजारों में उनके उपयोग, दक्षता और प्रासंगिकता को ध्यान में रखते हुए 'महत्वपूर्ण बेंचमार्क' पर लागू होते हैं, जबकि अन्य बेंचमार्क के संबंध में प्रशासकों को लचीलापन प्रदान करते हैं और नए बेंचमार्क के विकास की सुविधा प्रदान करते हैं। निदेश *अन्य बातों के साथ-साथ* बेंचमार्क प्रशासकों की समग्र जिम्मेदारियों के साथ-साथ बेंचमार्क प्रशासन प्रक्रिया में अभिशासन, नियंत्रण और जवाबदेही के लिए रूपरेखा निर्धारित करते हैं।

आरबीआई ने इन बाजारों में महत्वपूर्ण बेंचमार्क की सूची को अधिसूचित किया है तथा महत्वपूर्ण बेंचमार्क के प्रशासकों के लिए एक निगरानी फ्रेमवर्क तैयार किया है। एफबीआईएल की स्थापना के बाद से बेंचमार्क संगणना और प्रशासन प्रक्रिया में कई संवर्द्धन किए गए हैं।

एफबीआईएल ने वैश्विक मानकों के अनुरूप मौजूदा बेंचमार्क को संशोधित करने में महत्वपूर्ण भूमिका निभाई। उदाहरण के लिए, मुंबई अंतर-बैंक एकमुश्त दर (माइबोर), जिसे पहली बार 1998 में राष्ट्रीय शेयर बाजार (एनएसई) द्वारा शुरू किया गया था और एक मतदान प्रक्रिया के माध्यम से गणना की गई थी, अब वास्तविक लेनदेन पर आधारित है। मुंबई अंतर-बैंक वायदा एकमुश्त दर (माइफॉर) को लाइबोर से दूर वैश्विक संक्रमण के अनुरूप लाइबोर के बजाय वैकल्पिक संदर्भ दर, सुरक्षित

एकदिवसीय वित्तपोषण दर (एसओएफआर) का उपयोग करके संशोधित माइफॉर में बदल दिया गया है। संशोधित माइफॉर का उपयोग अब सभी नए संविदाओं के लिए किया जा रहा है। विभिन्न बाजार क्षेत्रों में बाजार रिपो एकदिवसीय दर (एमआरओआर), टी-बिल दर और जमा प्रमाणपत्र (सीडी) दर जैसे नए बेंचमार्क भी प्रस्तुत किए गए हैं।

पिछले कुछ वर्षों में भारतीय वित्तीय बाजारों में पर्याप्त वृद्धि देखी गई है, जिसे मजबूत बेंचमार्क की उपलब्धता से भी आंशिक रूप से सुविधा हुई है। माइबोर बेंचमार्क माइबोर ओवरनाइट इंडेक्सेड स्वैप (ओआईएस) संविदाओं के लिए अंतर्निहित संदर्भ दर है। वित्त वर्ष 2017 में खुली संविदा (ओपन इंटररेस्ट) ₹19 लाख करोड़ से बढ़कर चालू वित्त वर्ष 2023 में ₹77 लाख करोड़ हो गई है। माइबोर आधारित ओआईएस (एनडी-ओआईएस) के लिए अपतटीय बाजार भी बढ़ रहा है। मुद्रा बाजार में, कॉरपोरेट सहित कई घरेलू उपयोगकर्ताओं द्वारा यूएसडी-आईएनआर संदर्भ दर का उपयोग किया जाता है। संदर्भ दर का उपयोग नॉन-डिलीवरेबल फॉरवर्ड्स (एनडीएफ) और एक्सचेंज-ट्रेडेड फ्यूचर्स के निपटान के लिए भी किया जाता है। आईएनआर एनडीएफ में औसत दैनिक कारोबार 2016 में लगभग 16.4 अरब अमेरिकी डॉलर से बढ़कर वर्ष 2022 में 46.4 अरब अमेरिकी डॉलर हो गया है। इसी अवधि के दौरान, भारत में एक्सचेंज ट्रेडेड करेंसी फ्यूचर्स में औसत दैनिक कारोबार 2.8 अरब अमेरिकी डॉलर से बढ़कर 6.6 अमेरिकी अरब डॉलर हो गया है। जैसे-जैसे बाजार बढ़े हैं, मूल्यांकन के लिए एफबीआईएल बेंचमार्क दरों का उपयोग करने वाली आस्तियों का समूह भी बढ़ा है।

एक आदर्श बेंचमार्क वह है जिसका एक अर्थसुलभ बाजार में भागीदारों के विविध समूह के साथ अवलोकनशील लेनदेनों में उपयोग किया जाता है और जो सामने से या बाजार में व्यवधान होने पर भी मजबूत रहता है तथा बाजार में हेरफेर की गुंजाइश को कम करता है। लेकिन विश्व स्तर पर और भारत में कई बाजारों की वास्तविकता - इस आदर्शवादी दुनिया से बहुत दूर हैं। इसलिए, पिछले कई वर्षों में बेंचमार्क से जुड़े सुधारों ने बेंचमार्क डिजाइन में कमियों को प्रभावी ढंग से दूर करने और मजबूत अभिशासन प्रक्रियाओं के अभाव पर ध्यान केंद्रित किया है, जिनके पूर्व में न होने से दुर्व्यवहार हुआ और ये बेंचमार्क अभिशासन, डिजाइन,

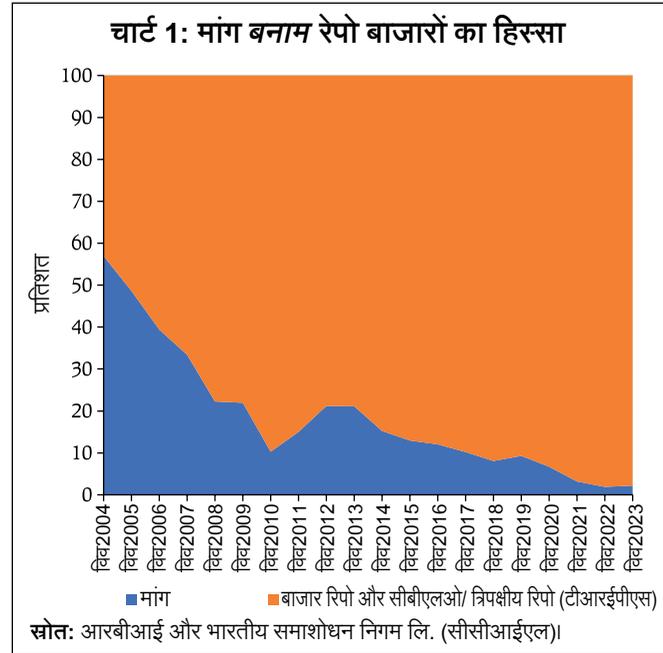
गुणवत्ता और जवाबदेही तंत्र में सुधारों के माध्यम से वित्तीय बेंचमार्क में विश्वास पैदा करते हैं।

### बेंचमार्क प्रशासन संबंधी चुनौतियां

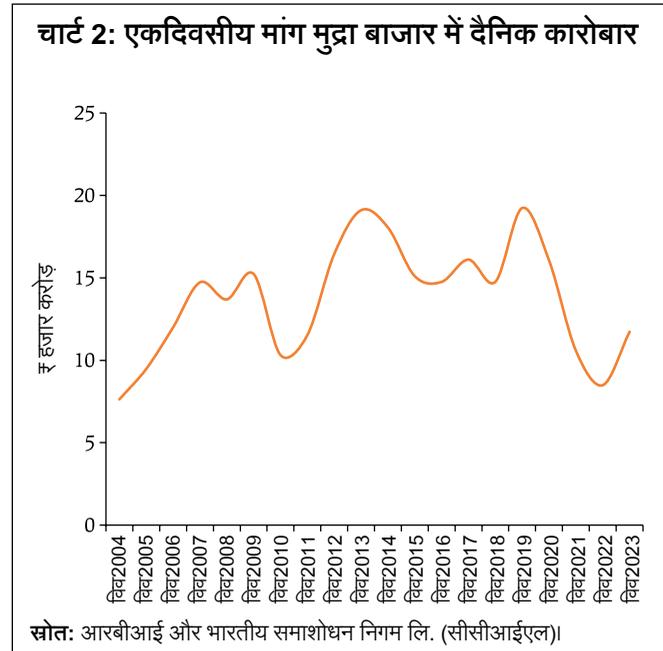
भूल-चूक की त्रुटियों की गैर-शून्य संभावना, अंतर्निहित बाजारों की चलनिधि और विविधीकरण, बाजार माइक्रोस्ट्रक्चर में प्रौद्योगिकी प्रेरित परिवर्तन आदि से उत्पन्न होने वाले दोषों के लिए सभी बेंचमार्क संवेदनशील हैं। इन सभी मोर्चों, यहाँ तक कि सबसे अर्थसुलभ बाजारों में भी निरंतर सतर्कता बरतने की आवश्यकता है। बेंचमार्क के मामले में सतर्कता की आवश्यकता अभी भी कम अर्थसुलभ/ अतरल बाजार में मजबूत है जहाँ बेंचमार्क मतदान और / या मॉडल-आधारित दरों पर आधारित हैं। अपने बाकी के भाषण में, मैं भारत में वित्तीय बाजारों की कुछ विशिष्ट विशेषताओं पर ध्यान केन्द्रित करूंगा जो प्रभावी बेंचमार्क विकास और प्रशासन के लिए चुनौतियां उत्पन्न कर सकते हैं और जिसके बारे में हम सभी को जागरूक और सतर्क रहने की आवश्यकता होगी।

### मुद्रा बाजार

भारत में एकदिवसीय मुद्रा बाजार पर विचार करें। मांग मुद्रा बाजार जिसका एमआईबीओआर बेंचमार्क की गणना के लिए उपयोग किया जाता है, में गैर-बैंकों को 2001 से शुरू कर दिया गया था। बैंकों और प्राथमिक डीलरों द्वारा मांग मुद्रा बाजार में उधार लेने और उधार देने पर विवेकपूर्ण सीमाएं भी 2002 में लागू की गई थीं। इसके बाद, रिपो बाजारों का विकास हुआ और सरकारी प्रतिभूतियों (जी-सेक) में रिपो में संपार्श्विकीकृत एकदिवसीय बाजारों की ओर वैश्विक रुझानों के अनुरूप मजबूत वृद्धि देखी गई। इन घटनाक्रमों के बीच, मांग मुद्रा लेनदेन की मात्रा में गिरावट आई - रिपो बाजारों के सापेक्ष, साथ ही निरपेक्ष रूप से, दोनों रूप में। एकदिवसीय मुद्रा बाजार में मांग लेनदेन की हिस्सेदारी धीरे-धीरे वर्ष 2011-12 में 20 प्रतिशत से भी अधिक घटकर 2022-23 में 2 प्रतिशत से नीचे आ गई है (चार्ट 1)। इस बीच, मांग मुद्रा बाजार में दैनिक कारोबार एक चरण में ₹19,000 करोड़ से कम हो गया और वर्तमान में लगभग



₹12,000 करोड़ है (चार्ट 2)। बाजार में प्रतिभागियों की संख्या भी कम हो रही है<sup>2</sup>



<sup>2</sup> संपार्श्विक और गैर-संपार्श्विक खंडों के बीच ऐसा असमान वितरण सहज ही अन्य क्षेत्राधिकारों में भी देखा जाता है। उदाहरण के लिए, यूएस में एकदिवसीय खंड में सुरक्षित एकदिवसीय वित्तपोषण दर (सिक्योरिटी ओवरनाइट फाइनेंसिंग रेट - एसओएफआर) में दैनिक कारोबार, असुरक्षित फेड निधि दर में आवर्त के 10 गुना से अधिक है।

अब माइबोर के उपयोग पर विचार करें। बेंचमार्क का उपयोग ओआईएस बाजार में किया जाता है। माइबोर-ओआईएस हमारे देश में (माइफॉर के अलावा) एकमात्र तरल ब्याज दर डेरिवेटिव बाजार है, जिसका, जैसे कि मैंने पहले उल्लेख किया है, चालू वित्त वर्ष में ₹77 लाख करोड़ की खुली संविदा है। माइबोर वैश्विक बाजारों (एनडी-ओआईएस) में आईएनआर-ओआईएस ट्रेडों के लिए बेंचमार्क भी है। मुझे नहीं लगता कि मुझे इस सभा को इस बेंचमार्क के महत्व पर जोर देने की जरूरत है और इसकी मजबूती और विश्वसनीयता को बनाए रखने के लिए लगातार सतर्कता की जरूरत है, क्योंकि घटते लेनदेन और मांग मुद्रा बाजार में भागीदारों का आधार कम हो रहा है।

जबकि मांग मुद्रा बाजार में मात्रा घट रही है, माइबोर बेंचमार्क को वास्तविक लेनदेन के आधार पर निर्धारित किया जाना जारी है। इसके अलावा, इस तथ्य को देखते हुए इसकी सत्यनिष्ठा सुनिश्चित की जाती है कि मांग मुद्रा दर मौद्रिक नीति संचारण के लिए लक्ष्य दर है और बाजार में प्रतिभागियों की आरबीआई की चलनिधि सुविधाओं तक पहुंच है। अन्य एकदिवसीय बेंचमार्क में, बाजार रिपो एकदिवसीय दर (एमआरओआर) बाजार रिपो लेनदेन पर आधारित है। प्रथम दृष्टया, यह बेंचमार्क अधिक अर्थसुलभ बाजार में लेन-देन पर आधारित है और एक व्यापक भागीदार आधार के साथ सामान्य रूप से अधिक मजबूत माना जा सकता है। हालांकि, बेंचमार्क पूर्ण रूप से अंतर-बैंक बाजार पर आधारित नहीं है, जो माइबोर का स्थान ले सकता है। यद्यपि रिपो बाजार के काफी बड़े होने के बाद भी यह उन संस्थाओं को शामिल करता है जिनके पास केंद्रीय बैंक की चलनिधि तक पहुंच नहीं है और इसलिए संभावित नीति दर कार्यों को ट्रैक करने वाले विकासशील बेंचमार्क के लिए मांग दरों की तुलना में उनका मूल्य निर्धारण उतना सुदृढ़ नहीं है।

सावधि मुद्रा बाजार में, एफबीआईएल माइबोर बेंचमार्क शब्द प्रकाशित कर रहा है। चल सावधि मुद्रा बाजार के अभाव में, ये बेंचमार्क मतदान की प्रविष्टियों पर आधारित हैं। विनियामक और चलनिधि प्रबंधन के दृष्टिकोण से कई सुधारों के बावजूद सावधि मुद्रा बाजार के घटनाक्रम दुर्ग्राह्य बने हुए हैं। अधिकांश बाधाओं का चरणों में समाधान कर दिया गया है या उनको समाप्त कर दिया गया है। सावधि मुद्रा बाजारों में पात्र भागीदार आधार का विस्तार

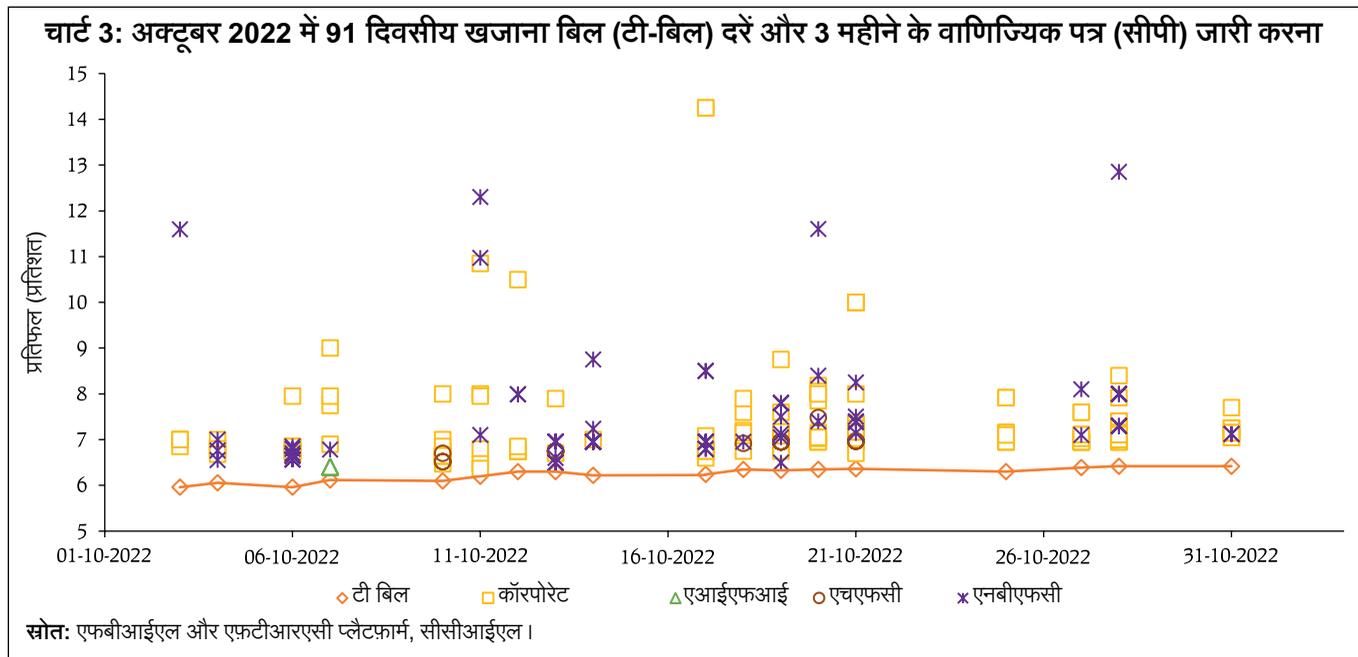
किया गया है। हालांकि, सावधि मुद्रा बाजार में चलनिधि नगण्य बनी हुई है और एक मजबूत सावधि मुद्रा बेंचमार्क वक्र का विकास कार्य प्रगति पर है। निःसंदेह, ये ऐसे मुद्दे हैं जो भारत के लिए विशिष्ट नहीं हैं और समकक्ष देशों में भी देखे जाते हैं। लाइबोर की समाप्ति होने के साथ-साथ विकसित बाजारों में भी इन समस्याओं का सामना करना पड़ रहा है।

मुद्रा बाजार के अन्य क्षेत्र - खजाना बिल और जमा प्रमाणपत्र (सीडी) के बाजार में प्रभावशाली वृद्धि देखी गई है। लेकिन वृद्धि को प्राथमिक निर्गमों के आकार द्वारा संचालित किया गया है जबकि द्वितीयक बाजारों में कारोबार की स्थिति निम्न बनी हुई है। यहाँ भी बेंचमार्क संगणना पद्धतियाँ, सांख्यिकीय तकनीकों पर निर्भर हैं। इसलिए, बाजार कीमतों और बेंचमार्क स्तरों के बीच विचलन के उदाहरण असामान्य नहीं हैं। तिमाही के अंत की घटना, जो टी-बिल और सीडी के प्रतिफल को प्रभावित करती है, लेकिन वास्तव में बेंचमार्क की दुर्बलता नहीं होती है, उनकी दक्षता को कम करती है।

वाणिज्यिक पत्र (सीपी) बाजार भी प्राथमिक निर्गमों के कारण बढ़ा है, लेकिन द्वितीयक बाजार में चलनिधि पुनः कम है। बहुत भिन्न दरों पर समान श्रेणीकृत ऋण जारी करना होता है, जो विभिन्न प्रकार के जारीकर्ताओं (जैसे, कॉर्पोरेट और एनबीएफसी) के बीच अलग-अलग बाजार की धारणा प्रदर्शित करता है, लेकिन एक ही प्रकार के जारीकर्ताओं के बीच भी करता है (चार्ट 3)। शायद यही एक कारण है कि सीपी वक्र को विकसित करने और प्रकाशित करने में कठिनाइयाँ आती हैं।

#### ऋण बाजार

ऋण बाजारों की तरफ बढ़ते हुए, विशेष रूप से सरकारी प्रतिभूति बाजार में चलनिधि की स्थिति में सुधार होता है। यहां भी, चूंकि चलनिधि कुछ बेंचमार्क अवधियों में केंद्रित है, सभी अवधियों में बेंचमार्क निर्धारण के लिए मॉडलों का उपयोग आवश्यक हो जाता है। अधिकांश वित्तीय आस्तियों के मूल्य निर्धारण के लिए बेंचमार्क के रूप में सरकारी प्रतिभूतियों के प्रतिफल के महत्व को देखते हुए, यह सुनिश्चित करने के लिए एक उपयुक्त पद्धति की आवश्यकता है कि बेंचमार्क प्रतिफल वक्र मजबूत और विश्वसनीय बना रहे। विशिष्ट कारक राज्य सरकार की प्रतिभूतियों (एसजीएस) के लिए बेंचमार्क की गणना में चुनौतियाँ

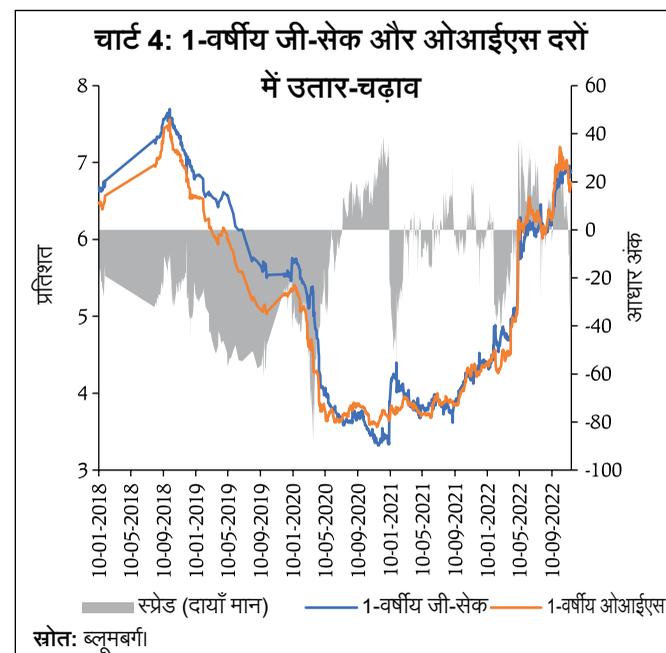


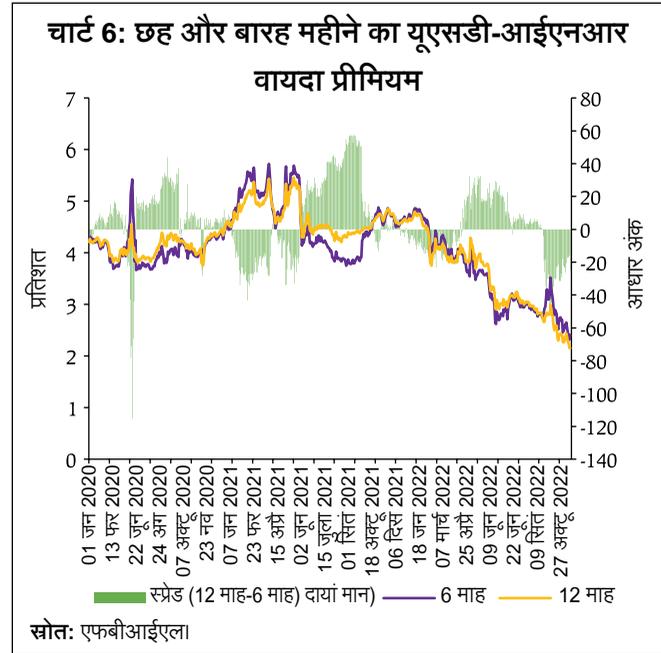
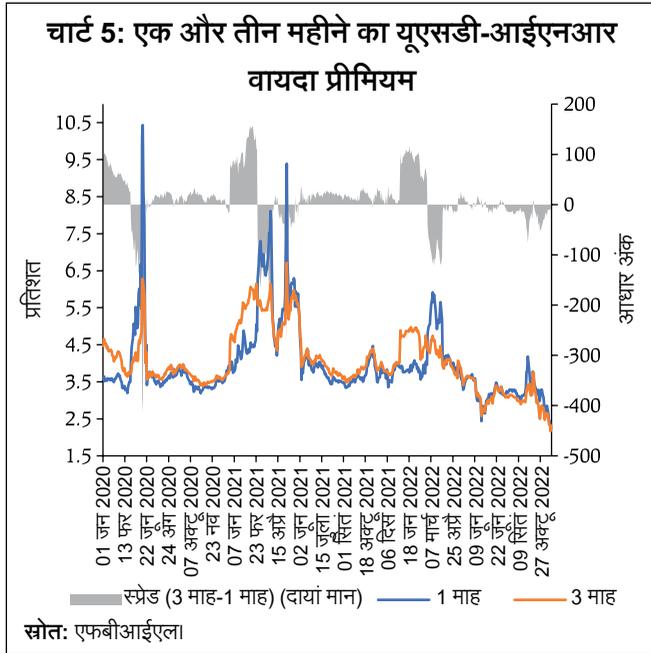
पेश करते हैं। इसी तरह, द्वितीयक बाजार की मामूली गतिविधि और कम क्रेडिट रेटिंग वाले उधारकर्ताओं के लिए बाजार तक पहुंच की कमी कॉर्पोरेट बॉन्ड बाजार में बेंचमार्क करने की प्रक्रिया को बोझिल बना देती है। ये सभी कारक बेंचमार्क विकसित करने के निरंतर प्रयासों की आवश्यकता को मजबूत करते हैं जो बाजार की स्थितियों और अंतर्निहित लिखतों की जोखिम धारणाओं के लिए प्रासंगिक और उनके प्रतिनिधि बने रहते हैं।

### डेरिवेटिव बाजार

एक उन्नतिशील डेरिवेटिव बाजार के लिए न केवल मजबूत बेंचमार्क की आवश्यकता होती है, बल्कि यह अंतर्निहित बाजारों का और अधिक विकास भी कर सकता है। डेरिवेटिव बाजारों में सीमित चलनिधि, इस प्रकार बेंचमार्क मान में विकृतियां उत्पन्न कर सकती है। उदाहरणस्वरूप ओआईएस दरें, जो आम तौर पर जी-सेक प्रतिफल से कम रहती हैं, कभी-कभी जी-सेक प्रतिफल से अधिक हो जाती हैं, ये अनिवासियों के व्यापारिक हित द्वारा पूरी संभावना में प्रभावित हुए हैं (चार्ट 4)। इसी तरह, नियर और फार मंथ फॉरवर्ड प्रीमियम के बीच ऋणात्मक स्प्रेड की घटनाएं देखने को मिली हैं (चार्ट 5 और 6)। इस तरह की घटनाएं बड़े आधार जोखिम उत्पन्न कर सकती हैं और बेंचमार्क दरों की प्रतिनिधित्व क्षमता पर प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती हैं।

माइबोर ओआईएस घरेलू बाजारों में एकमात्र शुद्ध ब्याज दर डेरिवेटिव उत्पाद है जिसकी विशेषता पर्याप्त चलनिधि है। जबकि इस उत्पाद ने बाजार सहभागियों को ब्याज दरों में भविष्य की गतिविधियों पर अपने विचार व्यक्त करने की अनुमति देने के उद्देश्य से अच्छी तरह से सेवा की है, उपयोगकर्ताओं को अपने ब्याज दर जोखिमों को कम करने में सक्षम बनाने के लिए एक उपकरण के रूप में इसकी उपयोगिता सीमित है। विश्व स्तर पर,





मुद्रा बाजार दरों को आम तौर पर ब्याज दर स्वैप के लिए बेंचमार्क के रूप में उपयोग किया जाता है। घरेलू बाजार में भी सावधि बेंचमार्क के विकास की आवश्यकता है जिसे ब्याज दर डेरिवेटिव उत्पादों द्वारा संदर्भित किया जा सकता है। ऋण मूल्य निर्धारण को बाहरी बेंचमार्क से जोड़ने की दिशा में हालिया धक्के के साथ यह मुद्दा तेजी से प्रासंगिक होता जा रहा है।

#### समाधान हेतु प्रमुख मुद्दे

व्यापारिक हित से परे, मजबूत बेंचमार्क और उत्पादों को विकसित करने की आवश्यकता है जो बैंकों जैसे संस्थागत निवेशकों के आस्ति पक्ष की आवश्यकताओं को पूरा करते हैं, बल्कि उधारदाताओं और ऋण मूल्य निर्धारण पर बेंचमार्क आधारित ब्याज दरों के संपर्क में आने वाले उधारकर्ताओं की देयता पक्ष की आवश्यकताओं को भी पूरा करते हैं। जबकि कुछ लिखतों में पर्याप्त चलनिधि की कमी प्राथमिक चुनौती है, सीमित चलनिधि के कारण अलग-अलग होते हैं। आईएनआर उत्पादों में बढ़ती अपतटीय रुचि के परिणामस्वरूप घरेलू बेंचमार्क का वैश्वीकरण हुआ है। भारत में एक मजबूत बेंचमार्क फ्रेमवर्क के विकास की प्रक्रिया को आगे बढ़ाने पर ध्यान देने की आवश्यकता वाले कुछ ऐसे मुद्दों पर नीचे चर्चा की गई है।

ए. विविध भागीदारी - एक बेंचमार्क उतना ही अच्छा है जितना कि संदर्भित बाजार में प्राप्त कीमता प्रभावी मूल्य प्राप्ति के लिए एक ओर, अलग-अलग आवश्यकताओं और विविध व्यापारिक रणनीतियों वाले निवेशकों की भागीदारी की आवश्यकता होती है, और दूसरी ओर, बाजार-निर्माताओं द्वारा निरंतर मूल्य निर्धारण की आवश्यकता होती है। जीएफसी के बाद के विनियमन ने पारंपरिक रूप से विकसित बाजारों में भी, बाजार-निर्माण में निभाई जाने वाली बैंकों की भूमिका को कम कर दिया है। कई पारंपरिक तरल बाजारों में देखी गई अतरलता के स्तर को इस घटनाक्रम द्वारा आंशिक रूप से समझाया गया है। भारत के मामले में, जी-सेक और कॉरपोरेट बॉन्ड बाजार (बैंक, बीमा कंपनियां, पेंशन निधि, भविष्य निधि) में निवेशकों की खरीद और धारण (बाय-एंड-होल्ड) श्रेणी की प्रधानता एक दिशा में व्यापारिक गतिविधि को संरेखित करती है, जिससे अस्थिर ओवरशूट होता है। मूल्य दक्षता और उसके परिणामस्वरूप, मजबूत बेंचमार्क प्राप्त करने के लिए ऐसी कमियों को संबोधित करने की आवश्यकता है। भागीदार आधार में विविधता लाने का एक तरीका यह है कि बाजारों को बड़े वैश्विक निवेशक आधार के लिए खोल दिया जाए।

- बी. कराधान, लेखा और विनियामक कारक - जी-सेक बाजार में खुदरा भागीदारी की सीमित प्रतिक्रिया का एक कारण यह है कि यह म्यूचुअल फंड में निवेश की तुलना में कर-अक्षम है, क्योंकि म्यूचुअल फंड इंडेक्सेशन का लाभ प्रदान करता है। इसी तरह, असममित लेखांकन मानदंड व्यापार के लिए प्रोत्साहनों को विकृत करते हैं और हेजिंग गतिविधियों के लिए अक्षमताओं को भी प्रेरित कर सकते हैं। कुछ विनियमों का बाजार की चलनिधि पर प्रतिकूल प्रभाव डालने का संपार्श्विक प्रभाव पड़ता है। ऐसी नीतियों के मूल उद्देश्य को बिना क्षीण किए ऐसे कराधान, लेखांकन या विनियामक आवश्यकताओं के अनपेक्षित परिणामों को दूर करने के लिए समन्वित प्रयास किए जाने चाहिए।
- सी. बाजारों का विभाजन - बाजार विभाजन चलनिधि को खंडित करता है और जिससे मूल्य अंतर आता है जो बेंचमार्क की प्रभावकारिता को कम कर देता है। निवेशक विविधता की आवश्यकता के संदर्भ में, तटवर्ती और अपतटीय के बीच रुपये के बाजारों का विखंडन प्राथमिकता पर ध्यान आकर्षित करता है। रुपये की ब्याज दर और मुद्रा बाजारों का अंतरराष्ट्रीयकरण व्यापक निवेशक आधार और वैश्विक चलनिधि का वादा करता है। इसके लिए, भारत में अनिवासियों को अधिकृत डीलर बैंकों के साथ लेनदेन करने में सक्षम बनाने के उपाय; अवितरणीय लेनदेन आदि करने के लिए भारतीय बैंकों को अपतटीय बाजारों तक पहुंच प्रदान करने के लिए कदम उठाए गए हैं। मूल्य निर्धारण (और इसलिए बेंचमार्क) के लाभ प्राप्त करने के लिए यह आवश्यक है कि मूल्य आवेग स्वतंत्र रूप से तटवर्ती से अपतटीय हो और इसके विलोमतः हो। अन्य बातों के अलावा, इसके लिए सहबद्ध और अंतःप्रचालनीय अवसंरचना, क्षेत्रों में समान बाजार-निर्माता और अंततः निवेशकों के लिए एक बाजार से दूसरे बाजार में जाने के लिए एक सहज चैनल की आवश्यकता हो सकती है। इस

विभाजन के दीर्घकालिक समाधान की दिशा में काम करने का एक मजबूत मामला है।

- डी. अतिरिक्त प्रादेशिकता - ओटीसी डेरिवेटिव बाजारों को जोखिम मुक्त करने की दिशा में जीएफसी के बाद की ड्राइव का संभवतः एक अनपेक्षित परिणाम विकासशील देशों के विनियमन और जोखिम प्रबंधन प्रथाओं के नियंत्रण को बनाए रखने का प्रयास करके अपनी संस्थाओं के जोखिम को नियंत्रित करने की विकसित अर्थव्यवस्थाओं की प्रवृत्ति रही है। इस प्रकार, उदाहरण के लिए यूरोपीय बैंक, भारतीय वित्तीय इंफ्रास्ट्रक्चर संस्थाओं (जैसे सीसीपी, बेंचमार्क प्रशासक, आदि) के माध्यम से काम करने में सक्षम नहीं हो सकते हैं, जब तक कि उनका घरेलू विनियामक भारतीय इंफ्रास्ट्रक्चर संस्थाओं के लिए "समतुल्यता" व्यवहार नहीं करता है या इन संस्थाओं को समर्थन या मान्यता प्रदान नहीं करता है। इस तरह के प्रबंध में भारतीय संस्थाओं पर सूचना मांगने, पर्यवेक्षण करने, निरीक्षण करने और (कम-से-कम संभावित रूप से) जुर्माना लगाने की क्षमता शामिल है। यह भारत में विनियामक संरचना में एक दुर्भाग्यपूर्ण हस्तक्षेप है, विशेष रूप से इस तथ्य को देखते हुए कि ये भारतीय संस्थाएं प्रासंगिक वैश्विक मानकों को पूरा करती हैं, जो भुगतान और बाजार अवसंरचना संबंधी समिति (सीपीएमआई)-आईओएससीओ द्वारा निर्धारित हैं। एफबीआईएल पर भी इसी तरह के अतिरिक्त अधिकारिता हस्तक्षेप की तलवार लटकी हुई है। विदेशी मुद्रा बाजार, चाहे तटवर्ती और एनडीएफ हो, दोनों के लिए संभावित व्यवधान बल्कि गंभीर हो सकता है। विनियामकों की कार्रवाई से इस तरह के व्यवधान का प्रवाह जीएफसी के बाद की वैश्विक आम सहमति के अनुरूप नहीं है, जो वित्तीय बाजारों को जोखिम में डालती है। सभी विनियमित संस्थाएं अनुपालन की लागत और बाधाओं को समझती हैं। यह किसी का तर्क नहीं हो सकता है कि प्रत्येक क्षेत्राधिकार में प्रत्येक विनियामक के लिए ऐसे दायित्वों की प्रतिकृति करना एक कुशल व्यवस्था है। इस आसन्न जटिलता का एक संतोषजनक समाधान शीघ्र खोजने की आवश्यकता है।

जैसा कि हम सभी समझते हैं, एक बेंचमार्क उतना ही अच्छा होता है जितना कि अंतर्निहित बाजार। अच्छे बेंचमार्क विकसित करना अंततः गहन और अर्थसुलभ वित्तीय बाजारों के विकास पर निर्भर करता है, जो एक सतत और लंबी प्रक्रिया है। इस बीच, बेंचमार्क प्रक्रिया की अखंडता और विश्वसनीयता में सुधार पर ध्यान केंद्रित करने के प्रयास किए जा सकते हैं। इसके लिए प्रस्तुतकर्ताओं और बेंचमार्क प्रशासकों के रूप में अपनी भूमिका में दोनों बाजार सहभागियों की अच्छी सांख्यिकीय तकनीकों और यथार्थवादी व्यक्तिपरक निर्णय के बीच संतुलन प्राप्त करने की

आवश्यकता है। सबसे बढ़कर, यह स्वीकारना कि प्रत्येक प्रणाली निरंतर विकास की प्रक्रिया में है। जबकि पूर्वानुमानित दरों से वास्तविक व्यापार दरों में परिवर्तन जीएफसी के बाद की स्थिति में एक न्यायोचित प्रवृत्ति है, यह बात याद रखने से हम लाभान्वित हो सकते हैं कि व्यापारित मूल्य के पुराने होने से इसकी मूल्य निर्धारण जानकारी प्रासंगिक नहीं रह जाती है। शायद हम भविष्य में बेंचमार्क के लिए अधिक प्रासंगिक आधार की ओर बढ़ेंगे। और इसके लिए हम सभी को बेहतर बेंचमार्क बनाने के लिए लगातार प्रयास करने की आवश्यकता होगी।