नेपालको धितोपत्र बजारमा मार्जिन लेण्डिङ्ग (Margin Lending), धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing) र शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) को लागि गर्नुपर्ने नीतिगत, कानूनी, संरचनागत तथा प्राविधिक व्यवस्था सम्बन्धी अवधारणापत्र, २०८३

नेपाल धितोपत्र बोर्ड
खुमलटार, ललितपुर ।

२०८३ साउन

नेपालको धितोपत्र बजारमा मार्जिन लेण्डिङ्ग (Margin Lending), धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing) र शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) को लागि गर्नुपर्ने नीतिगत, कानूनी, संरचनागत तथा प्राविधिक व्यवस्था सम्बन्धी अवधारणापत्र, २०८३

नेपाल धितोपत्र बोर्ड

खुमलटार, ललितपुर ।

२०८३ साउन

अध्यक्षको मन्तव्य

नेपालको पूँजी बजारले विगत तीन दशकमा संस्थागत विकास, लगानीकर्ता आधार विस्तार, विद्युतीय कारोबार प्रणाली, डिम्याट सेवा तथा धितोपत्र बजार पूर्वाधारका क्षेत्रमा उल्लेखनीय प्रगति हासिल गरेको छ। यस अवधिमा पूँजी बजारले निजी क्षेत्रको पूँजी परिचालन, औद्योगिक विकास तथा वित्तीय क्षेत्रको विस्तारमा महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याएको छ। तथापि, बजारको गहिराइ, तरलता, वित्तीय साधनहरूको विविधीकरण, संस्थागत लगानीकर्ताको सक्रियता तथा जोखिम व्यवस्थापनका क्षेत्रमा अझै व्यापक सुधारको आवश्यकता रहेको छ।

विश्वका अधिकांश विकसित तथा उदीयमान पूँजी बजारहरूले नगदमा आधारित परम्परागत कारोबार प्रणालीबाट अगाडि बढ्दै मार्जिन लेण्डिङ्ग, धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing), आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling), अन्तरदिवसीय कारोवार (Intraday Trading), डेरिभेटिभ उपकरण, केन्द्रीय काउन्टरपार्टी (Central Counterparty), बजार निर्माता (Market Maker) तथा अन्य आधुनिक वित्तीय संरचनाहरू सफलतापूर्वक अवलम्बन गरिसकेका छन्। यस्ता प्रणालीहरूले बजारको तरलता वृद्धि गर्ने, मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउने, जोखिम व्यवस्थापन सुदृढ गर्ने तथा दीर्घकालीन लगानीलाई प्रोत्साहित गर्ने कार्यमा महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याएका छन्।

नेपालको पूँजी बजारलाई पनि समयानुकूल आधुनिक, प्रतिस्पर्धी, सुरक्षित तथा अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास अनुरूप बनाउने उद्देश्यले नेपाल धितोपत्र बोर्डले मार्जिन लेण्डिङ्गलाई थप प्रभावकारी बनाउने, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा अन्तरदिवसीय कारोवार प्रणाली लागू गर्ने नीति लिएको छ। यस्ता प्रणालीहरूको सफल कार्यान्वयनका लागि स्पष्ट कानुनी आधार, सक्षम बजार पूर्वाधार, प्रभावकारी सूचना प्रविधि प्रणाली, सुदृढ जोखिम व्यवस्थापन तथा लगानीकर्ता संरक्षणका उपायहरू अपरिहार्य हुन्छन्।

यस अवधारणापत्रले प्रस्तावित सुधारको आवश्यकता, अन्तर्राष्ट्रिय अनुभव, नेपालको वर्तमान अवस्था, कानुनी तथा संस्थागत सुधार, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा चरणबद्ध कार्यान्वयन रणनीतिलाई समग्र रूपमा प्रस्तुत गरेको छ। यस दस्तावेजको उद्देश्य केवल नयाँ कारोबार प्रणालीको परिचय गराउनु मात्र नभई नेपालको पूँजी बजारलाई आगामी दशकका लागि आधुनिक, पारदर्शी, प्रतिस्पर्धी तथा विश्वसनीय वित्तीय बजारका रूपमा रूपान्तरण गर्ने दीर्घकालीन मार्गचित्र अन्तर्गत एउटा अध्यायको खाका प्रस्तुत गर्नु हो।

नेपाल धितोपत्र बोर्ड विश्वास गर्दछ कि उपर्युक्त सेवाको सफल कार्यान्वयनबाट नेपालको पूँजी बजारमा तरलता अभिवृद्धि हुनेछ, संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता विस्तार हुनेछ, लगानीकर्तालाई नयाँ वित्तीय अवसरहरू उपलब्ध हुनेछन् तथा निजी क्षेत्रको दीर्घकालीन पूँजी परिचालनमा उल्लेखनीय योगदान पुग्नेछ। यस प्रक्रियामा नेपाल सरकार, नेपाल राष्ट्र बैंक, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड, सिडिएस एण्ड क्लियरिङ लिमिटेड, धितोपत्र व्यवसायी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, संस्थागत लगानीकर्ता, सूचीकृत कम्पनी, व्यवसायिक संघ संस्था, विकास साझेदार तथा सम्पूर्ण लगानीकर्ता समुदायको सक्रिय सहयोग र रचनात्मक सुझावको अपेक्षा गर्दछौं।

साथै, यस अवधारणापत्रलाई मूर्तरूप दिन अहोरात्र कार्य गर्ने बोर्डका कर्मचारीहरुलाई विशेष धन्यवाद दिन चाहन्छु।

नेपाल धितोपत्र बोर्ड नेपालको पूँजी बजारलाई सुरक्षित, पारदर्शी, प्रविधिमैत्री तथा अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको आधुनिक पूँजी बजारका रूपमा विकास गर्न पूर्ण रूपमा प्रतिबद्ध रहेको विश्वास व्यक्त गर्दछु।

डा. गोपाल प्रसाद भट्ट १४ साउन २०८३

अध्यक्ष, नेपाल धितोपत्र बोर्ड

भूमिका

नेपालको वित्तीय प्रणाली ऐतिहासिक रूपमा बैंक तथा वित्तीय संस्थामुखी रहँदै आएको छ। निजी क्षेत्रको दीर्घकालीन पूँजी आवश्यकताको ठूलो हिस्सा अझै पनि बैंक ऋणमार्फत पूरा हुने गरेको छ, जसले वित्तीय प्रणालीमा एकाग्रता, परिपक्वता असन्तुलन (Maturity Mismatch) तथा दीर्घकालीन लगानीका लागि सीमित स्रोतको अवस्था सिर्जना गरेको छ। यस्ता चुनौतीहरूको दीर्घकालीन समाधानका लागि पूँजी बजारको गहिराइ, विविधीकरण तथा कार्यक्षमता अभिवृद्धि गर्नु अपरिहार्य भएको छ।

नेपालको धितोपत्र बजारमा हाल मुख्यतः नगदमा आधारित कारोबार प्रणाली सञ्चालनमा रहेको छ। यस प्रणालीले आधारभूत धितोपत्र कारोबारलाई व्यवस्थित रूपमा सञ्चालन गरेको भए पनि बजारको तरलता विस्तार, जोखिम व्यवस्थापन, मूल्य अन्वेषण (Price Discovery), संस्थागत लगानीकर्ताको सक्रिय सहभागिता तथा आधुनिक वित्तीय उपकरणहरूको विकासका दृष्टिले केही संरचनात्मक सीमाहरू विद्यमान छन्। विश्वव्यापी पूँजी बजारको विकासक्रमले देखाएको अनुभव अनुसार मार्जिन लेण्डिङ्ग, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, अन्तरदिवसीय कारोवार प्रणालीले बजारलाई थप गहिरो, प्रतिस्पर्धी तथा दक्ष बनाउने महत्वपूर्ण आधार तयार गर्दछ।

मार्जिन लेण्डिङ्ग प्रणालीले योग्य लगानीकर्तालाई आफ्नो उपलब्ध पूँजीसँगै निश्चित शर्तहरूमा थप वित्तीय स्रोत उपयोग गरी लगानी गर्न सक्ने अवसर प्रदान गर्दछ। धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीले बजारमा निष्क्रिय रूपमा रहेको धितोपत्रलाई पुनः आर्थिक गतिविधिमा परिचालन गरी बजारको तरलता वृद्धि गर्दछ। त्यसैगरी, शर्ट सेलिङ्ग तथा अन्तरदिवसीय कारोवार प्रणालीले मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउनुका साथै बजारमा एकतर्फी मूल्य प्रवृत्तिलाई नियन्त्रण गर्न सहयोग पुऱ्याउँछ। तर यी सबै प्रणालीहरू उच्चस्तरीय जोखिम व्यवस्थापन, पर्याप्त नियमन, सूचना प्रविधि पूर्वाधार तथा प्रभावकारी सुपरिवेक्षणको अवस्थामा मात्र सफलतापूर्वक सञ्चालन हुन सक्छन्।

यस अवधारणापत्रमा प्रस्तुत सिफारिसहरू नेपालका विद्यमान कानुनी व्यवस्था, पूँजी बजारको संस्थागत संरचना, बजारको परिपक्वता, प्रविधिगत क्षमता तथा अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्यासलाई समन्वय गरी तयार गरिएको हो। यसले भावी नियमावली, निर्देशिका, कार्यविधि तथा सूचना प्रविधि मापदण्ड निर्माणका लागि आधार दस्तावेजको रूपमा कार्य गर्ने अपेक्षा गरिएको छ।

विषय सूची

विवरण **पेज**

कार्यकारी सारांश

अध्याय - एक

नेपालको पूँजी बजारको वर्तमान अवस्था, संरचनात्मक विश्लेषण तथा सुधारको आवश्यकता

१.१ परिचय १
१.२ नेपालको पूँजी बजारको ऐतिहासिक विकास तथा वर्तमान संस्थागत संरचना २
१.३ नेपालको पूँजी बजारका संरचनात्मक चुनौती, सीमितता तथा सुधारको आवश्यकता ४
१.४ मार्जिन लेण्डिङ्ग, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली कार्यान्वयनको औचित्य तथा अपेक्षित प्रभाव ७

अध्याय - दुई

अन्तर्राष्ट्रिय अनुभव, असल अभ्यास तथा नेपालका लागि प्रमुख सिकाइ

२.१ अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवको अध्ययनको औचित्य तथा नेपालका लागि यसको सान्दर्भिकता १०
२.२ अन्तर्राष्ट्रिय नियामकीय मापदण्ड तथा IOSCO को सिद्धान्त ११
२.३ भारतको अनुभवः चरणबद्ध पूँजी बजार आधुनिकीकरणबाट नेपालका लागि सिकाइ १४
२.४ संयुक्त राज्य अमेरिकाको अनुभवः आधुनिक धितोपत्र वित्तीयकरण तथा शर्ट सेलिङ्ग बजारको विकास ४६
२.५ युरोपेली संघ तथा बेलायतको अनुभवः स्वच्छ, पारदर्शिता तथा प्रभावकारी बजार र जोखिम व्यवस्थापन ६०
२.६ सिंगापुर अनुभवः डिजिटल पूँजी बजार, नियामकीय प्रविधि (RegTech/SupTech) र एशियाली उत्कृष्ट अभ्यास ८८
२.७ हङकङ अनुभवः अन्तर्राष्ट्रिय लगानी केन्द्र, Securities Lending, Short Selling र Institutional Market Structure १०२
२.८ दक्षिण कोरिया अनुभवः Retail Investor Market, Derivatives Development, Short Selling Reform and Technology-Based Supervision ११५
२.९ अन्य देशको अभ्यास १२२

अध्याय - तीन

नियामकीय प्रभाव विश्लेषण

३.१ परिचय १३३
३.२ समस्या पहिचान १३३
३.३ नियामकीय उद्देश्य १३३
३.४ विकल्पहरूको विश्लेषण (Options Analysis) १३४

३.५ लागत—लाभ विश्लेषण १३४
३.६ जोखिम विश्लेषण १३५
३.७ जोखिम न्यूनीकरण उपाय १३५
३.८ संस्थागत प्रभाव १३६
३.९ नियामकीय दर्शनका आधारभूत सिद्धान्तहरु १३६
३.१० निष्कर्ष १३८

अध्याय - चार

नेपालका लागि विशिष्टकृत नीति सिफारिश

४.१ नीति सन्देश १३९
४.२ नीति कार्यान्वयनका प्रमुख स्तम्भ १४०
४.३ संस्थागत जिम्मेवारी १४१
४.४ प्राविधिक विकास १४१
४.५ जोखिम व्यवस्थापन १४२
४.६ चरणबद्ध कार्यान्वयन १४२
४.७ नेपालको लागि उपयुक्त मार्जिन कारोवार मोडल १४३
४.८ नेपालको लागि उपयुक्त धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Borrowing and Lending-SBL) मोडल १४६
४.९ नेपालको लागि उपयुक्त आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) मोडल १५१

Abbreviation and Acronym

AI	Artificial Intelligence
AML	Anti Money Laundering
API	Application Programming Interface
API	Application Programming Interface
BIR	Bureau of Internal Revenue
BSE	Bombay Stock Exchange
C- ASBA	Centralized Application Supported by Blocked Amount
CCP	Central Counterparty
CDSC	CDS and Clearing Limited
CFT	Combating the Financing of Terrorism
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures
CSF	China Securities Finance Corporation
CSRC	China Securities Regulatory Commission
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ETF	Exchange Traded Fund
EU	European Union
F&O	Future & Option
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FPO	Further Public Offering
FSC	Financial Services Commission
FSS	Financial Supervisory Service
HR	Human Resource
ID	Identification
IDX	Indonesia Stock Exchange
InvIT	Infrastructure Investment Trust
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Information Technology

JFSA	Japan Financial Services Agency
JPX	Japan Exchange Group
KPEI	Kliring Penjaminan Efek Indonesia
KRX	Korea Exchange
MAS	Monetary Authority of Singapore
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSLA	Master Securities Lending Agreement
MTF	Margin Trading Facility
MTM	Mark To Market
NEPSE	Nepal Stock Exchange Limited
NSE	National Stock Exchange
OJK	Otoritas Jasa Keuangan
PFMI	Principles for Financial Market Infrastructures
PSE	Philippines Stock Exchange
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor
RegTech	Regulatory Techology
Regulation SHO	Regulation Short
REIT	Real Estate Investment Trust
RMB	Renminbi
RPO	Recovery Point Objective
RQFII	RMB Qualified Foreign Institutional Investor
RTO	Recovery Time Objective
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SEBON	Securities Board of Nepal
SEC	Securities and Exchange Commission
SECP	Securities and Exchange Board of Pakistan
SFC	Securities and Futures Commission
SFT	Securities Financial Transaction
SFTR	Securities Financing Transactions Regulation
SLAA	Securities Lending Authorization Agreement
SLB	Securities Lending and Borrowing

SLBM	Securities Lending and Borrowing Mechanism
SRO	Self Regulatory Organization
SSE	Shanghai Stock Exchange
SSR	Short Selling Regulation
SupTech	Supervisory Technology
SZSE	Shenzhen Stock Exchange
TMS	Trade Management System
TSCD	Taiwan Securities Central Depository
TSE	Tokyo Stock Exchange
TSEC	Taiwan Stock Exchange Corporation
UK	United Kingdom
USSEC	U.S. Securities and Exchange Commission
UTI	Unique Transaction Identifier
VSDC	Vietnam Securities Depository and Clearing Corporation

कार्यकारी सारांश

क) नेपालको पूँजी बजारले विगत तीन दशकमा संस्थागत संरचना, धितोपत्र कारोबार प्रणाली, विद्युतीय डिम्याट सेवा, अनलाइन कारोबार प्रणाली तथा लगानीकर्ता आधार विस्तारका क्षेत्रमा उल्लेखनीय उपलब्धि हासिल गरेको छ। यद्यपि, नेपालको पूँजी बजार अझै मुख्यतः नगदमा आधारित (Cash Market) कारोबार प्रणालीमा सीमित रहेको छ। बजारमा उपलब्ध लगानी उपकरणहरूको सीमितता, संस्थागत लगानीकर्ताको न्यून सहभागिता, दीर्घकालीन पूँजी परिचालनका सीमित विकल्प, बजार तरलताको असन्तुलन तथा जोखिम व्यवस्थापनका आधुनिक संयन्त्रहरूको अभावका कारण पूँजी बजारले राष्ट्रिय अर्थतन्त्रको आवश्यकताअनुसार पूर्ण भूमिका निर्वाह गर्न सकेको छैन।

ख) नेपालको अर्थतन्त्रको दिगो विकास, निजी क्षेत्रको प्रतिस्पर्धात्मकता अभिवृद्धि, उत्पादनशील क्षेत्रमा दीर्घकालीन लगानी प्रवाह तथा वित्तीय प्रणालीको सन्तुलित विकासका लागि पूँजी बजारलाई थप गहिरो, फराकिलो, पारदर्शी, प्रविधिमैत्री तथा अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासअनुरूप विकास गर्नु अपरिहार्य भइसकेको छ। यसका लागि नगद कारोबारमा आधारित परम्परागत बजार संरचनालाई क्रमशः आधुनिक पूँजी बजार संरचनामा रूपान्तरण गर्नु आवश्यक छ।

ग) यस अवधारणापत्रले नेपालमा **मार्जिन लेण्डिङ्ग (Margin Trading)**, **धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली (Securities Borrowing and Lending — SBL)** तथा **आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling)** प्रणालीको चरणबद्ध कार्यान्वयनका लागि आवश्यक नीतिगत, कानुनी, संस्थागत, प्रविधिगत तथा सञ्चालनसम्बन्धी सुधारहरूको विस्तृत प्रस्ताव प्रस्तुत गर्दछ। यी सुधारहरू नेपाल धितोपत्र बोर्डद्वारा अघि सारिएको पूँजी बजार आधुनिकीकरण कार्यक्रमका प्रमुख आधारस्तम्भका रूपमा प्रस्ताव गरिएको छ।

घ) मार्जिन लेण्डिङ्ग प्रणालीले योग्य लगानीकर्तालाई तोकिएको प्रारम्भिक मार्जिन कायम गरी थप वित्तीय स्रोत उपयोग गर्दै धितोपत्रमा लगानी गर्ने अवसर प्रदान गर्नेछ। यसबाट बजारको तरलता वृद्धि हुने, मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया प्रभावकारी बन्ने, कारोबारको गहिराइ बढ्ने तथा बजार दक्षता अभिवृद्धि हुने अपेक्षा गरिएको छ। यस प्रणालीको सफल कार्यान्वयनका लागि पर्याप्त पूँजीयुक्त धितोपत्र व्यवसायी, जोखिममा आधारित मार्जिन व्यवस्थापन, Mark-to-Market, स्वचालित मार्जिन कल प्रणाली तथा प्रभावकारी लगानीकर्ता संरक्षण व्यवस्था अनिवार्य रहनेछ।

ङ) धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीले बजारमा सक्रिय रुपमा कारोवार नभएका धितोपत्रलाई सुरक्षित र नियमनयुक्त वातावरणमा अस्थायी रूपमा सापटी उपलब्ध गराई बजारको तरलता अभिवृद्धि

गर्नेछ। यस प्रणालीबाट संस्थागत लगानीकर्ताले अतिरिक्त प्रतिफल प्राप्त गर्ने अवसर पाउनेछन् भने बजार सहभागीहरूले धितोपत्रको उपलब्धता सहज रूपमा प्राप्त गर्न सक्नेछन्। यसका लागि केन्द्रीय अभिलेख प्रणाली, धितोपत्र स्वामित्व अभिलेख, धितोपत्र फिर्ता व्यवस्था, सुरक्षण व्यवस्थापन तथा जोखिम नियन्त्रण प्रणालीलाई अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासअनुरूप विकास गर्नुपर्नेछ।

च) आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) प्रणालीले धितोपत्र बिक्री गर्नुअघि सम्बन्धित धितोपत्र कानुनी रूपमा सापटी लिएको सुनिश्चित भएपछि मात्र बिक्री गर्न अनुमति दिने व्यवस्था प्रस्ताव गर्दछ। यसले बजारमा कृत्रिम अभाव सिर्जना हुने सम्भावनालाई न्यूनीकरण गर्नुका साथै मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई थप प्रभावकारी बनाउनेछ। यस अवधारणापत्रले अनावृत शर्ट सेलिङ्ग (Naked Short Selling) लाई अनुमति नदिई केवल पूर्ण रूपमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली लागू गर्ने स्पष्ट प्रस्ताव गरेको छ।

छ) प्रस्तावित व्यवस्थाको सफल कार्यान्वयनका लागि नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड, सिडिएस एण्ड क्लियरिङ लिमिटेड, धितोपत्र दलाल व्यवसायी, धितोपत्र व्यापारी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, संस्थागत लगानीकर्ता तथा सम्बन्धित अन्य निकायहरूको भूमिका स्पष्ट रूपमा परिभाषित गरिएको छ। प्रत्येक संस्थाको नियामकीय जिम्मेवारी, सञ्चालनगत दायित्व तथा जोखिम व्यवस्थापन सम्बन्धी कार्यक्षेत्रलाई छुट्टाछुट्टै निर्धारण गर्ने प्रस्ताव गरिएको छ।

ज) यस अवधारणापत्रले सूचना प्रविधि पूर्वाधारलाई आधारभूत तत्वका रूपमा स्वीकार गरेको छ। यस अन्तर्गत मार्जिन व्यवस्थापन प्रणाली, धितोपत्र सापटी व्यवस्थापन प्रणाली, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, स्वचालित सुपरिवेक्षण प्रणाली (SupTech), नियामकीय प्रविधि (RegTech), वास्तविक समय बजार निगरानी प्रणाली, साइबर सुरक्षा संरचना तथा एकीकृत डिजिटल प्रतिवेदन प्रणाली विकास गर्ने प्रस्ताव गरिएको छ। यसले बजार सञ्चालनलाई सुरक्षित, पारदर्शी, प्रभावकारी तथा उत्तरदायी बनाउने अपेक्षा गरिएको छ।

झ) यस अवधारणापत्रले कानुनी सुधार, नियामकीय पुनर्संरचना, बजार पूर्वाधार सुदृढीकरण, सूचना प्रविधि आधुनिकीकरण, मानव स्रोत विकास, लगानीकर्ता शिक्षा तथा चरणबद्ध कार्यान्वयन रणनीतिलाई समेटेको छ। कार्यान्वयनलाई जोखिममा आधारित र क्रमिक बनाउने उद्देश्यले प्रारम्भिक चरणमा सीमित योग्य धितोपत्र, योग्य धितोपत्र व्यवसायी तथा योग्य लगानीकर्तामा मात्र प्रणाली लागू गरी परीक्षणपश्चात् क्रमशः विस्तार गर्ने रणनीति प्रस्ताव गरिएको छ।

ञ) प्रस्तावित व्यवस्थाहरु कार्यान्वयन भएपछि नेपालको पूँजी बजारमा तरलता अभिवृद्धि हुने, मूल्य अन्वेषण प्रणाली थप प्रभावकारी बन्ने, संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता विस्तार हुने, वित्तीय साधनहरूको विविधीकरण हुने, बजार अनुशासन तथा सुशासन सुदृढ हुने, निजी क्षेत्रको दीर्घकालीन पूँजी परिचालनमा सहजता आउने तथा नेपालको पूँजी बजार अन्तर्राष्ट्रिय स्तरका आधुनिक बजारको दिशामा अग्रसर हुने अपेक्षा गरिएको छ।

ट) यस अवधारणापत्रमा प्रस्तुत सिफारिसहरूका आधारमा **मार्जिन लेण्डिङ्ग नियमावली, २०८३, धितोपत्र सापटी तथा उधारो नियमावली, २०८३, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग नियमावली, २०८३,** सम्बन्धित निर्देशिका, सञ्चालन कार्यविधि, सूचना प्रविधि मापदण्ड तथा जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली विकास गरिने प्रस्ताव गरिएको छ। यी सम्पूर्ण सुधारहरू एकीकृत रूपमा कार्यान्वयन हुँदा नेपालको पूँजी बजारलाई आधुनिक, सुरक्षित, पारदर्शी, प्रतिस्पर्धी तथा लगानीकर्तामैत्री वित्तीय प्रणालीका रूपमा रूपान्तरण गर्न महत्वपूर्ण आधार तयार हुनेछ।

अध्याय-एक

नेपालको पूँजी बजारको वर्तमान अवस्था, संरचनात्मक विश्लेषण तथा सुधारको आवश्यकता

१.१ परिचय

नेपालको पूँजी बजारले विगत तीन दशकमा संस्थागत विकास, कानुनी संरचना, धितोपत्र कारोबार प्रणाली, निक्षेप सदस्य (Depository Participants), विद्युतीय डिम्याट सेवा, अनलाइन कारोबार प्रणाली (TMS), केन्द्रीय निक्षेप प्रणाली तथा लगानीकर्ता आधार विस्तारका क्षेत्रमा उल्लेखनीय प्रगति हासिल गरेको छ। नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड (नेप्से), सिडिएस एण्ड क्लियरिङ लिमिटेड (CDSC), धितोपत्र दलाल व्यवसायी, मर्चेन्ट बैंकर, लगानी व्यवस्थापक, सामूहिक लगानी कोष तथा अन्य बजार पूर्वाधार संस्थाहरूको विकाससँगै पूँजी बजारले नेपालको वित्तीय प्रणालीको एक महत्वपूर्ण अवयवको रूपमा आफ्नो भूमिका क्रमशः विस्तार गर्दै आएको छ।

हाल नेपालमा लाखौं लगानीकर्ताले डिम्याट खाता, मेरो शेयर प्रणाली तथा अनलाइन कारोबार प्रणालीमार्फत पूँजी बजारमा प्रत्यक्ष सहभागिता जनाइरहेका छन्। सार्वजनिक निष्कासन (IPO/FPO/Rights), ऋणपत्र, सामूहिक लगानी कोष तथा दोस्रो बजार कारोबारका माध्यमबाट निजी क्षेत्रका उद्यमहरूलाई पूँजी परिचालन गर्ने अवसर उपलब्ध भएको छ। यसले वित्तीय समावेशीकरण, नागरिकको लगानी संस्कृतिको विकास तथा औपचारिक वित्तीय प्रणालीको विस्तारमा महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याएको छ।

यद्यपि, पूँजी बजारको परिमाणात्मक विस्तारसँगै यसको गुणात्मक विकास अपेक्षित गतिमा हुन सकेको छैन। बजारको गहिराइ (Market Depth), तरलता (Liquidity), वित्तीय साधनहरूको विविधीकरण, संस्थागत लगानीकर्ताको सक्रियता, बजार दक्षता, जोखिम व्यवस्थापन संयन्त्र तथा आधुनिक कारोबार प्रणालीका दृष्टिले नेपालको पूँजी बजार अझै विकासोन्मुख अवस्थामा रहेको छ। यही कारणले पूँजी बजारले राष्ट्रिय अर्थतन्त्रमा अपेक्षित दीर्घकालीन पूँजी परिचालन गर्न सकेको छैन।

नेपालको अर्थतन्त्रमा कृषि आधुनिकीकरण, ऊर्जा, पूर्वाधार, उत्पादन, सूचना प्रविधि, पर्यटन, शिक्षा, स्वास्थ्य तथा नवप्रवर्तनमा आधारित उद्यमहरूको विस्तारका लागि ठूलो परिमाणमा दीर्घकालीन पूँजी आवश्यक पर्दछ। परम्परागत रूपमा यस्तो वित्तीय आवश्यकता मुख्यतः बैंक तथा वित्तीय संस्थाको ऋणमार्फत पूरा हुँदै आएको छ। फलस्वरूप वित्तीय प्रणाली बैंकमुखी रहँदै आएको छ, जबकि पूँजी बजारको भूमिका तुलनात्मक रूपमा सीमित देखिन्छ।

यस अवस्थाले वित्तीय प्रणालीमा संरचनात्मक असन्तुलन सिर्जना गरेको छ। बैंकहरूले छोटो तथा मध्यम अवधिको निक्षेपका आधारमा दीर्घकालीन परियोजनामा कर्जा प्रवाह गर्नुपर्ने अवस्था उत्पन्न हुन्छ, जसले परिपक्वता असन्तुलन (Maturity Mismatch) र तरलता व्यवस्थापनसम्बन्धी चुनौतीहरू बढाउन सक्छ।

यस्ता चुनौतीहरूको दीर्घकालीन समाधानका लागि पूँजी बजारलाई थप गहिरो, विविधतायुक्त, तरल तथा प्रतिस्पर्धी बनाउनु आवश्यक भएको छ।

विश्वव्यापी अनुभवले देखाएको छ कि आधुनिक पूँजी बजारको विकास केवल प्राथमिक निष्कासन र साधारण दोस्रो बजार कारोबारबाट मात्र सम्भव हुँदैन। बजारलाई प्रभावकारी बनाउन मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing), आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling), बजार निर्माता (Market Maker), डेरिभेटिभ उपकरण, सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty), एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF) तथा अन्य आधुनिक वित्तीय संरचनाहरू क्रमशः विकास गरिएको देखिन्छ। यी संयन्त्रहरूले बजारको तरलता वृद्धि गर्नुका साथै मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउने, कारोबार लागत घटाउने, जोखिम व्यवस्थापन सुधार गर्ने तथा लगानीकर्तालाई विविध लगानीका विकल्प उपलब्ध गराउने कार्य गर्दछन्।

नेपालको पूँजी बजार अब यस्तो चरणमा पुगेको छ, जहाँ बजारको परिमाणात्मक विस्तारलाई गुणात्मक रूपान्तरणसँग जोड्नु अपरिहार्य भएको छ। विद्यमान बजार पूर्वाधार, सूचना प्रविधि, नियामकीय क्षमता तथा संस्थागत विकासलाई सुदृढ गर्दै अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्यासअनुरूप आधुनिक कारोबार प्रणालीहरू क्रमशः कार्यान्वयन गर्नु समयको आवश्यकता बनेको छ।

यस अवधारणापत्रले प्रस्तुत गरेको मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली पूँजी बजार आधुनिकीकरणका लागि आधारभूत सुधारका रूपमा प्रस्ताव गरिएको हो। यी सुधारहरूको उद्देश्य नियमनयुक्त, पारदर्शी, सुरक्षित तथा जोखिम व्यवस्थापनमा आधारित वित्तीय प्रणालीमार्फत बजारको कार्यक्षमता, तरलता, मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया तथा लगानीकर्ताको विश्वास अभिवृद्धि गर्नु हो।

यस अध्यायमा नेपालको पूँजी बजारको वर्तमान अवस्था, विद्यमान कानुनी तथा संस्थागत संरचना, बजार पूर्वाधार, संरचनात्मक सीमाहरू, वित्तीय प्रणालीसँगको अन्तरसम्बन्ध, अन्तर्राष्ट्रिय तुलनात्मक अवस्था तथा सुधारको आवश्यकता सम्बन्धी विस्तृत विश्लेषण प्रस्तुत गरिएको छ। यही विश्लेषणका आधारमा आगामी अध्यायहरूमा प्रस्ताव गरिएका कानुनी, संस्थागत, प्राविधिक तथा सञ्चालनगत सुधारहरूको औचित्य र कार्यान्वयन ढाँचा प्रस्तुत गरिएको छ।

१.२ नेपालको पूँजी बजारको ऐतिहासिक विकास तथा वर्तमान संस्थागत संरचना

नेपालको पूँजी बजारको संस्थागत विकासले विगत तीन दशकमा उल्लेखनीय प्रगति हासिल गरेको छ। खुला अर्थतन्त्रको अवधारणा, निजी क्षेत्रको विस्तार तथा वित्तीय क्षेत्र सुधार कार्यक्रमसँगै धितोपत्र बजारलाई संगठित, व्यवस्थित तथा नियमन गर्ने उद्देश्यले कानुनी, संस्थागत तथा प्राविधिक संरचनाहरू क्रमशः विकास हुँदै आएका छन्। यस अवधिमा पूँजी बजारले प्राथमिक निष्काशन केन्द्रित प्रारम्भिक चरणबाट विद्युतीय कारोबार, केन्द्रीय निक्षेप प्रणाली तथा अनलाइन लगानीकर्ता सेवायुक्त आधुनिक बजार संरचनातर्फ महत्वपूर्ण यात्रा तय गरेको छ।

धितोपत्र बजारको नियामक निकायका रूपमा नेपाल धितोपत्र बोर्डले धितोपत्र बजारको विकास, नियमन, सुपरिवेक्षण तथा लगानीकर्ता संरक्षणका क्षेत्रमा केन्द्रीय भूमिका निर्वाह गर्दै आएको छ। बोर्डले धितोपत्र व्यवसायी तथा धितोपत्र कारोबारको नियमन तथा सुपरिवेक्षणमार्फत् बजारको संस्थागत आधार निर्माण गरेको छ। पछिल्ला वर्षहरूमा बजार अनुगमन तथा नियामकीय सुधारका क्षेत्रमा पनि महत्वपूर्ण प्रगति भएको छ।

नेप्सेले धितोपत्रको दोस्रो बजार सञ्चालन गर्ने संगठित धितोपत्र बजारका रूपमा धितोपत्रको खरिद-बिक्री, मूल्य अन्वेषण तथा कारोबार व्यवस्थापनको जिम्मेवारी वहन गर्दै आएको छ। अनलाइन कारोबार प्रणाली (Online Trading System), स्वचालित आदेश मिलान प्रणाली तथा बजार सूचना प्रकाशन व्यवस्थाले कारोबार प्रक्रियालाई विगतको तुलनामा थप पारदर्शी, छरितो तथा पहुँचयोग्य बनाएको छ। तथापि, बजारमा सीमित वित्तीय उपकरण, न्यून संस्थागत लगानीकर्ता तथा प्रतिस्पर्धात्मक बजार संरचनाको अभावका कारण बजारको कार्यक्षमता अझै परिपक्व स्तरमा पुग्न सकेको छैन।

CDSC को स्थापना नेपालको पूँजी बजार विकासमा एक महत्वपूर्ण उपलब्धि हो। डिम्याट प्रणाली, धितोपत्रको विद्युतीय अभिलेख, केन्द्रीय निक्षेप सेवा, राफसाफ तथा फछ्र्यौट प्रक्रियाले कागजी धितोपत्रमा आधारित प्रणालीलाई प्रतिस्थापन गरी बजारको सुरक्षा, दक्षता तथा विश्वसनीयतामा उल्लेखनीय सुधार गरेको छ। ASBA तथा मेरो शेयर प्रणालीले गर्दा सार्वजनिक निष्काशनमा लगानीकर्ताको सहभागिता सहज भएको छ। यद्यपि, स्वचालित धितोपत्र सापटी तथा उधारो, सुरक्षण व्यवस्थापन, सुरक्षण रोक्का तथा सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty) सम्बन्धी कार्यहरू सञ्चालन गर्न आवश्यक पूर्वाधार अझै विकास हुन बाँकी छ।

धितोपत्र दलाल व्यवसायीहरूले दोस्रो बजारमा लगानीकर्ता र बजारबीचको प्रमुख मध्यस्थकर्ताको भूमिका निर्वाह गर्दै आएका छन्। पछिल्ला वर्षहरूमा शाखा विस्तार, अनलाइन सेवा, डिजिटल खाता सञ्चालन तथा कारोबार पहुँचमा सुधार आएको छ। तथापि, अधिकांश दलाल व्यवसायीहरू अझै परम्परागत कमिशनमा आधारित व्यवसायिक मोडेलमा सीमित छन्। पूँजी पर्याप्तता, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, अनुसन्धान क्षमता तथा आधुनिक धितोपत्र वित्तीय सेवाहरू सञ्चालन गर्न आवश्यक संस्थागत क्षमता सबै दलाल व्यवसायीहरूमा समान रूपमा विकास हुन सकेको छैन। भविष्यमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली सञ्चालन गर्न धितोपत्र दलाल व्यवसायीहरूको पूँजी संरचना, आन्तरिक नियन्त्रण, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा सूचना प्रविधि क्षमतामा गुणात्मक सुधार आवश्यक छ।

मर्चेन्ट बैंकर, सामूहिक लगानी कोष व्यवस्थापक तथा क्रेडिट रेटिङ संस्थाहरूले प्राथमिक बजार तथा संस्थागत लगानी प्रणालीको विकासमा महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याएका छन्। विशेषगरी सामूहिक लगानी कोषहरूले साना लगानीकर्तालाई संस्थागत व्यवस्थापनमार्फत पूँजी बजारमा सहभागी गराउने आधार तयार

गरेका छन्। तथापि, प्राइभेट इक्विटी कोष, भेञ्चर क्यापिटल विकास प्रारम्भिक अवस्थामा रहेको छ भने एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), रियल इस्टेट इन्भेष्टमेन्ट ट्रस्ट (REIT), पूर्वाधार लगानी ट्रस्ट (InvIT) तथा अन्य वैकल्पिक लगानी साधनहरूको विकास गर्न जरुरी रहेको छ।

नेपालको पूँजी बजारमा लगानीकर्ताको संख्या उल्लेखनीय रूपमा वृद्धि भएको भए पनि सक्रिय संस्थागत लगानीकर्ताको हिस्सा अझै सीमित रहेको छ। बजारमा व्यक्तिगत लगानीकर्ताको प्रभाव तुलनात्मक रूपमा उच्च भएकाले बजार मनोविज्ञान, अफवाह तथा अल्पकालीन मूल्य उतारचढावले कारोबार प्रवृत्तिमा उल्लेखनीय प्रभाव पार्ने सम्भावना रहन्छ। विकसित पूँजी बजारहरूमा दीर्घकालीन संस्थागत लगानीकर्ताको उच्च सहभागिताले बजार स्थायित्वमा योगदान पुऱ्याउने गरेको अनुभव नेपालको सन्दर्भमा पनि महत्वपूर्ण मार्गदर्शन हुन सक्छ।

हालको संस्थागत संरचनाले प्राथमिक तथा दोस्रो बजार सञ्चालनका आधारभूत आवश्यकताहरू पूरा गरेको भए पनि आधुनिक पूँजी बजार सञ्चालनका लागि आवश्यक धेरै पूर्वाधारहरू विकास गर्नुपर्ने छ। विशेषगरी सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (CCP), धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली, सुरक्षण (Collateral) व्यवस्थापन प्रणाली, मार्जिन कारोबार पूर्वाधार, एकीकृत जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, वास्तविक समय बजार सुपरिवेक्षण, स्वचालित मार्जिन व्यवस्थापन, एल्गोरिदमिक कारोबार नियमन तथा अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको साइबर सुरक्षा संरचना विकास गर्नु आगामी सुधार कार्यक्रमका प्रमुख प्राथमिकताहरू हुनुपर्दछ।

यस विश्लेषणबाट नेपालको पूँजी बजारले आफ्नो आधारभूत संस्थागत संरचना सफलतापूर्वक निर्माण गरिसकेको भएपनि आधुनिक वित्तीय बजारको अर्को चरणमा प्रवेश गर्न आवश्यक कानुनी, संस्थागत, प्राविधिक तथा सञ्चालनगत रूपान्तरण अझै बाँकी रहेको स्पष्ट हुन्छ। त्यसैले आगामी सुधार कार्यक्रमको केन्द्रबिन्दु नयाँ संस्था स्थापना गर्नु नभई विद्यमान संस्थाहरूको क्षमता अभिवृद्धि, भूमिकाको पुनर्परिभाषा, अन्तर संस्थागत समन्वय तथा आधुनिक बजार पूर्वाधारको विकास हुनुपर्ने देखिन्छ।

१.३ नेपालको पूँजी बजारका संरचनात्मक चुनौती, सीमितता तथा सुधारको आवश्यकता

नेपालको पूँजी बजारले विगतका वर्षहरूमा उल्लेखनीय विस्तार हासिल गरेको भए तापनि यसको विकास अझै प्रारम्भिक तथा संक्रमणकालीन चरणमा रहेको देखिन्छ। बजारमा लगानीकर्ताको संख्या, हितग्राही खाताको विस्तार, सार्वजनिक निष्कासनमा सहभागिता तथा दोस्रो बजार कारोबारमा वृद्धि भए पनि पूँजी बजारको गुणात्मक विकास, वित्तीय साधनहरूको विविधीकरण, संस्थागत लगानीकर्ताको प्रभाव, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा बजार पूर्वाधारको आधुनिकीकरण अपेक्षित स्तरमा पुग्न सकेको छैन। फलःस्वरूप नेपालको पूँजी बजारलाई राष्ट्रिय अर्थतन्त्रको दीर्घकालीन पूँजी आवश्यकतालाई पूर्ण रूपमा सम्बोधन गर्ने गरी विकास गर्नुपर्ने देखिन्छ।

नेपालको पूँजी बजारको प्रमुख संरचनात्मक चुनौतीमध्ये **पहिलो चुनौती** बजारको सीमित गहिराइ (Market Depth) हो। बजारमा सूचीकृत कम्पनीहरूको संख्या क्रमशः बढ्दै गए पनि नियमित कारोबार हुने

धितोपत्रको संख्या सीमित रहेको छ। धेरै धितोपत्रमा दैनिक कारोबार न्यून हुने, खरिद तथा बिक्री आदेशबीचको अन्तर (Bid-Ask Spread) तुलनात्मक रूपमा उच्च रहने तथा ठूलो परिमाणको कारोबारले मूल्यमा असामान्य प्रभाव पार्ने अवस्था देखिन्छ। यसले बजारको मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई कम प्रभावकारी बनाउनुका साथै संस्थागत लगानीकर्ताको ठूलो परिमाणको कारोबारलाई कठिन बनाउने गर्दछ।

दोस्रो महत्वपूर्ण चुनौती बजारको तरलताको असन्तुलित वितरण हो। कुल कारोबारको ठूलो हिस्सा सीमित संख्याका धितोपत्रमा केन्द्रित हुने प्रवृत्ति विद्यमान छ। धेरै सूचीकृत कम्पनीहरूको धितोपत्र लामो समयसम्म निष्क्रिय रहनु, न्यून कारोबार हुनु वा सीमित लगानीकर्ताबीच मात्र कारोबार हुनुका कारण बजारको समग्र तरलता अपेक्षित रूपमा विकास हुन सकेको छैन। यस्तो अवस्थामा मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया वास्तविक बजार माग तथा आपूर्तिको पूर्ण प्रतिबिम्ब हुन कठिन हुन्छ।

तेस्रो चुनौती नेपालको पूँजी बजार अझै पूर्ण रूपमा नगदमा आधारित कारोबार प्रणालीमा सीमित हुनु हो। हालको व्यवस्थामा लगानीकर्ताले उपलब्ध नगद वा स्वामित्वमा रहेको धितोपत्रको आधारमा मात्र कारोबार गर्न सक्ने व्यवस्था छ। आधुनिक पूँजी बजारमा प्रचलित मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, धितोपत्र वित्तीय कारोबार तथा अन्य तरलता अभिवृद्धि गर्ने संयन्त्रहरूको अभावले बजारको कार्यक्षमता सीमित भएको छ। परिणामस्वरूप बजारमा उपलब्ध पूँजी तथा धितोपत्रको उपयोग पूर्ण क्षमतामा हुन सकेको छैन।

चौथो चुनौती संस्थागत लगानीकर्ताको तुलनात्मक रूपमा न्यून सहभागिता हो। विकसित पूँजी बजारहरूमा पेन्सन कोष, बीमा कम्पनी, सामूहिक लगानी कोष, सार्वभौम सम्पत्ति कोष, विश्वविद्यालय कोष तथा अन्य दीर्घकालीन संस्थागत लगानीकर्ताले बजारलाई स्थायित्व प्रदान गर्ने महत्वपूर्ण भूमिका निर्वाह गर्दछ। नेपालमा यस्ता संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता विस्तार हुँदै गए पनि बजारको समग्र कारोबार र मूल्य स्थिरतामा उनीहरूको प्रभाव अझै सीमित रहेको छ। यसका कारण व्यक्तिगत लगानीकर्ताको मनोवैज्ञानिक व्यवहार तथा छोटो अवधिको बजार अपेक्षाले मूल्य उतारचढावमा अपेक्षाकृत बढी प्रभाव पार्ने गरेको देखिन्छ।

पाँचौं चुनौती वित्तीय उपकरणहरूको सीमित विविधीकरण हो। हाल बजारमा साधारण शेयर, ऋणपत्र, सामूहिक लगानी कोष तथा केही अन्य धितोपत्रहरू उपलब्ध भए पनि डेरिभेटिभ उपकरण, एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), रियल इस्टेट इन्भेष्टमेन्ट ट्रस्ट (REIT), पूर्वाधार लगानी ट्रस्ट (InvIT), बजार निर्माता प्रणाली, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, रिपो तथा अन्य आधुनिक पूँजी बजार उपकरणहरूको विकास हुन सकेको छैन। यसले लगानीकर्ताको लगानी विकल्प सीमित गर्नुका साथै जोखिम व्यवस्थापनका साधनहरूको विकासमा पनि अवरोध सिर्जना गरेको छ।

छैटौं चुनौती जोखिम व्यवस्थापन संरचनाको थप सुदृढीकरणसँग सम्बन्धित छ। हाल सञ्चालनमा रहेका कारोबार तथा फछ्र्यौट प्रणालीहरूले आधारभूत जोखिम नियन्त्रण व्यवस्था अवलम्बन गरेका भए पनि

मार्जिनमा आधारित कारोबार, सुरक्षण व्यवस्थापन, वास्तविक समय जोखिम मूल्याङ्कन, स्वचालित मार्जिन पूर्ति सूचना, तनाव परीक्षण (Stress Testing), केन्द्रीय काउन्टरपार्टि जोखिम व्यवस्थापन तथा एकीकृत बजार जोखिम निगरानी प्रणालीको विकास आगामी सुधारका लागि अपरिहार्य देखिन्छ। बजारको विस्तारसँगै जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली पनि सोही अनुपातमा विकसित हुन आवश्यक हुन्छ।

सातौं चुनौती सूचना प्रविधि पूर्वाधारको निरन्तर आधुनिकीकरणसँग सम्बन्धित छ। नेपालको पूँजी बजारले अनलाइन कारोबार सेवामा उल्लेखनीय प्रगति गरेको भए पनि आगामी चरणका सुधारका लागि एकीकृत जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, धितो व्यवस्थापन प्रणाली, धितोपत्र सापटी व्यवस्थापन प्रणाली, वास्तविक समय सुपरिवेक्षण प्रणाली, नियामकीय प्रविधि (RegTech), सुपरभाइजरी प्रविधि (SupTech), साइबर सुरक्षा तथा उच्च उपलब्धता (High Availability) भएका प्रणालीहरू विकास गर्नु आवश्यक छ। आधुनिक पूँजी बजारको विश्वसनीयता ठूलो मात्रामा सूचना प्रविधिको विश्वसनीयतामा निर्भर रहने भएकाले यस क्षेत्रमा दीर्घकालीन लगानी अपरिहार्य छ।

आठौं चुनौती बजार पूर्वाधार संस्थाहरूबीचको कार्यगत समन्वयलाई थप प्रभावकारी बनाउनु हो। नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड, सिडिएस एण्ड क्लियरिङ लिमिटेड, धितोपत्र व्यवसायी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, निक्षेप सदस्य तथा अन्य सम्बन्धित संस्थाहरूबीच सूचना आदानप्रदान, जोखिम व्यवस्थापन, अनुगमन तथा आकस्मिक अवस्थाको व्यवस्थापनलाई एकीकृत रूपमा सञ्चालन गर्न सक्ने संस्थागत संयन्त्रलाई अझ सुदृढ बनाउनु आवश्यक देखिन्छ।

नवौं चुनौती लगानीकर्ता शिक्षा तथा बजार अनुशासनसँग सम्बन्धित छ। पूँजी बजारमा नयाँ लगानीकर्ताको सहभागिता उल्लेखनीय रूपमा बढेको भए पनि जोखिमको प्रकृति, वित्तीय योजना, विविधीकरण, ऋणमा आधारित लगानी, बजार अनुशासन तथा दीर्घकालीन लगानी रणनीतिका विषयमा निरन्तर क्षमता अभिवृद्धि आवश्यक छ। विशेषगरी मार्जिन कारोबार तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गजस्ता उन्नत वित्तीय प्रणाली लागू गर्नुअघि लगानीकर्ता शिक्षा, जोखिम सूचना प्रवाह तथा उपयुक्तता परीक्षण (Suitability Assessment) लाई नियामकीय व्यवस्थाको अभिन्न अङ्ग बनाउनु आवश्यक हुनेछ।

माथि उल्लिखित संरचनात्मक चुनौतीहरूले नेपालको पूँजी बजारले आफ्नो आधारभूत विकास चरण सफलतापूर्वक पार गरिसकेको भए पनि आधुनिक, गहिरो, तरल, प्रतिस्पर्धी तथा अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको पूँजी बजारमा रूपान्तरण हुन थप नीतिगत, कानुनी, संस्थागत, प्राविधिक तथा सञ्चालनगत सुधार अपरिहार्य रहेको स्पष्ट पार्दछ। त्यसैले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीको परिचयलाई कुनै एकल सुधारका रूपमा नभई नेपालको पूँजी बजारलाई आगामी दशकका लागि सक्षम, सुरक्षित र प्रतिस्पर्धी बनाउने समग्र आधुनिकीकरण कार्यक्रमको प्रारम्भिक चरणका रूपमा लिनु उपयुक्त हुनेछ।

१.४ मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली कार्यान्वयनको औचित्य तथा अपेक्षित प्रभाव

नेपालको पूँजी बजारले संस्थागत विकास, विद्युतीय कारोबार प्रणाली तथा लगानीकर्ता आधार विस्तारका क्षेत्रमा उल्लेखनीय उपलब्धि हासिल गरिसकेको भए तापनि बजारको गुणात्मक विकासका दृष्टिले अझै नयाँ चरणमा प्रवेश गर्नुपर्ने आवश्यकता स्पष्ट रूपमा देखिएको छ। आधुनिक पूँजी बजारको विकास केवल धितोपत्रको खरिद-बिक्रीमा सीमित रहँदैन; यसले पूँजी परिचालन, जोखिम व्यवस्थापन, तरलता विस्तार, मूल्य अन्वेषण (Price Discovery), लगानीकर्ता संरक्षण तथा वित्तीय स्थायित्वलाई एकीकृत रूपमा सम्बोधन गर्ने बहुआयामिक प्रणालीको विकास अपेक्षा गर्दछ। यस परिप्रेक्ष्यमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीको कार्यान्वयन नेपालको पूँजी बजारलाई आधुनिक, प्रतिस्पर्धी तथा अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास अनुरूप विकास गर्ने दिशामा महत्वपूर्ण सुधारका रूपमा प्रस्ताव गरिएको हो।

नेपालको अर्थतन्त्रको दीर्घकालीन विकासका लागि बैंक तथा वित्तीय संस्थामा आधारित वित्तीय मध्यस्थतालाई मात्र पर्याप्त मान्न सकिँदैन। पूर्वाधार, ऊर्जा, औद्योगिक उत्पादन, सूचना प्रविधि, पर्यटन, कृषि आधुनिकीकरण तथा अन्य उत्पादनशील क्षेत्रहरूमा आवश्यक दीर्घकालीन पूँजी परिचालनका लागि सक्षम पूँजी बजार अपरिहार्य हुन्छ। त्यसैले पूँजी बजारलाई बैंकिङ प्रणालीको प्रतिस्पर्धी होइन, पूरक वित्तीय संयन्त्रका रूपमा विकास गर्ने लक्ष्य सहित धितोपत्र कारोवार उपकरण र सेवाको विविधिकरण गर्ने मूल उद्देश्य सहित यो अवधारणापत्र तयार गरिएको छ।

मार्जिन कारोबार प्रणालीले योग्य लगानीकर्तालाई नियमनको सीमाभित्र अतिरिक्त वित्तीय स्रोत उपयोग गरी लगानी गर्ने अवसर उपलब्ध गराउनेछ। यसले बजारमा उपलब्ध पूँजीको अधिक प्रभावकारी परिचालन, कारोबारको निरन्तरता तथा तरलताको विस्तारमा योगदान पुऱ्याउने अपेक्षा गरिएको छ। यद्यपि, यस प्रणालीलाई उच्च जोखिमयुक्त कारोवारको माध्यम मात्र बन्न नदिन प्रारम्भिक मार्जिन, कायम राख्नुपर्ने न्यूनतम मार्जिन, दैनिक बजार मूल्याङ्कन, स्वचालित मार्जिन पूर्ति सूचना, सुरक्षण व्यवस्थापन, एकल ग्राहक तथा एकल धितोपत्रमा जोखिम सीमा, तनाव (Stress) परीक्षण तथा प्रभावकारी सुपरिवेक्षण व्यवस्था अनिवार्य रूपमा लागू गरिनेछ। धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीले बजारमा निष्क्रिय रूपमा रहेका धितोपत्रलाई सुरक्षित तथा नियमनयुक्त संरचनामार्फत पुनः बजारमा परिचालन गर्ने व्यवस्था स्थापित गर्नेछ।

यसबाट दीर्घकालीन लगानीकर्ताले आफ्नो स्वामित्व कायम राख्दै अतिरिक्त प्रतिफल प्राप्त गर्न सक्नेछन् भने बजार सहभागीहरूलाई आवश्यक धितोपत्र समयमै उपलब्ध हुनेछ। यस प्रणालीले बजारमा तरलता वृद्धि गर्नुका साथै मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई थप प्रभावकारी बनाउन सहयोग पुऱ्याउनेछ। यसका लागि CDSC मार्फत सुरक्षित धितोपत्र हस्तान्तरण, धितो व्यवस्थापन, स्वचालित फिर्ता प्रक्रिया तथा काउन्टरपार्टि जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली विकास गरिनेछ।

आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीले बजारमा मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई थप सन्तुलित र विश्वसनीय बनाउन सहयोग पुऱ्याउनेछ। हालको नगदमा आधारित प्रणालीमा मूल्य वृद्धि हुने अपेक्षा राख्ने लगानीकर्ताको सहभागिता प्रमुख रूपमा देखिन्छ। तर विकसित पूँजी बजारमा मूल्य वृद्धि तथा मूल्य घट्ने दुवै अवस्थालाई प्रतिबिम्बित गर्ने कारोबार प्रणालीले बजार मूल्यलाई उपलब्ध सूचनासँग छिटो समायोजन गर्न मद्दत पुऱ्याउँछ। तथापि, यस अवधारणापत्रले कुनै पनि अवस्थामा अनावृत (Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई अनुमति नदिने स्पष्ट नीति प्रस्ताव गर्दछ। धितोपत्र सापटी भएको अवस्थामा मात्र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग गर्न पाइने व्यवस्था गरिनेछ, जसले बजार अनुशासन र फछ्र्यौटको विश्वसनीयता कायम राख्नेछ।

प्रस्तावित सुधारहरूको अर्को महत्वपूर्ण उद्देश्य नेपालको पूँजी बजारलाई भावी वित्तीय उपकरण तथा बजार संरचनाका लागि तयार गर्नु हो। मार्जिन कारोबार तथा धितोपत्र सापटी प्रणाली कार्यान्वयन भएपछि सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty), बजार निर्माता (Market Maker), एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), रिपो तथा धितोपत्र कारोबार, सूचकाङ्क फ्युचर्स (Index Futures), स्टक फ्युचर्स (Stock Futures), स्टक अप्सन (Stock Option) तथा अन्य आधुनिक पूँजी बजार उपकरणहरूको विकासका लागि आवश्यक आधारभूत पूर्वाधार तयार हुनेछ। यसरी यी सुधारहरूलाई अन्तिम लक्ष्यका रूपमा नभई आगामी पूँजी बजार आधुनिकीकरण कार्यक्रमको पहिलो चरणका रूपमा परिकल्पना गरिएको छ। यसले नियामकीय क्षमतामा पनि गुणात्मक परिवर्तन ल्याउने अपेक्षा गरिएको छ। नेपाल धितोपत्र बोर्डले जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण प्रणाली, वास्तविक समय बजार निगरानी, नियामकीय प्रविधि (RegTech), सुपरभाइजरी प्रविधि (SupTech), डेटा विश्लेषण तथा प्रविधिमा आधारित अनुपालन प्रणाली विकास गर्ने अवसर प्राप्त गर्नेछ। त्यसैगरी नेप्से, CDSC तथा धितोपत्र व्यवसायीहरूले आफ्नो सञ्चालन प्रणालीलाई अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासअनुरूप स्तरोन्नति गर्नुपर्नेछ।

यस कार्यक्रमको सफल कार्यान्वयनबाट पूँजी बजारमा तरलता वृद्धि, कारोबारको गहिराइ (Depth) विस्तार, मूल्य अन्वेषण प्रक्रियाको प्रभावकारिता, संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता, लगानीकर्ताको विश्वास तथा निजी क्षेत्रको दीर्घकालीन पूँजी परिचालनमा सकारात्मक प्रभाव पर्ने अपेक्षा गरिएको छ। साथै, बैंकिङ प्रणालीमा केन्द्रित वित्तीय मध्यस्थतालाई पूँजी बजारमार्फत पूरक सहयोग प्राप्त हुने, वित्तीय प्रणालीको समग्र सन्तुलन सुदृढ हुने तथा राष्ट्रिय अर्थतन्त्रको उत्पादनशील क्षेत्रमा दीर्घकालीन लगानी प्रवाहलाई प्रोत्साहन मिल्ने विश्वास गरिएको छ।

यद्यपि, यस्ता सुधारहरू सफल बनाउन केवल नियमावली जारी गर्नु पर्याप्त हुँदैन। कानुनी संरचनाको परिमार्जन, सूचना प्रविधि पूर्वाधारको विकास, बजार पूर्वाधार संस्थाहरूको क्षमता अभिवृद्धि, जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको सुदृढीकरण, लगानीकर्ता शिक्षा, व्यवसायीहरूको दक्षता तथा चरणबद्ध कार्यान्वयन रणनीति समान रूपमा आवश्यक हुन्छ। त्यसैले यस अवधारणापत्रले सुधार कार्यक्रमलाई एकीकृत नियामकीय, संस्थागत, प्राविधिक तथा सञ्चालनगत रूपान्तरणका रूपमा कार्यान्वयन गर्ने नीति प्रस्ताव गरेको छ।

नेपाल धितोपत्र बोर्डको दृष्टिकोणमा यी सुधारहरूको उद्देश्य कारोबार मात्र वृद्धि गर्नु होइन; बरु नेपालको पूँजी बजारलाई **विश्वसनीय, पारदर्शी, सुरक्षित, तरलता अभिबृद्धि, प्रतिस्पर्धी, नवप्रवर्तनमैत्री तथा अन्तर्राष्ट्रिय स्तरसँग समन्वित वित्तीय बजार** का रूपमा विकास गर्नु हो। यस अवधारणापत्रमा प्रस्तावित सुधार कार्यक्रम त्यसै दीर्घकालीन दृष्टिकोणको पहिलो र आधारभूत चरणका रूपमा प्रस्तुत गरिएको छ।

***

अध्याय-दुई
अन्तर्राष्ट्रिय अनुभव, असल अभ्यास तथा नेपालका लागि प्रमुख सिकाई

२.१ अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवको अध्ययनको औचित्य तथा नेपालका लागि यसको सान्दर्भिकता

विश्वभरका पूँजी बजारहरूले आफ्नो आर्थिक विकासको चरण, बजारको परिपक्वता, लगानीकर्ताको संरचना तथा वित्तीय प्रणालीको आवश्यकता अनुसार क्रमिक रूपमा विभिन्न आधुनिक कारोबार प्रणालीहरूको विकास गरेका छन्। प्रारम्भिक चरणमा अधिकांश मुलुकहरूमा धितोपत्र बजार नगदमा आधारित खरिद-बिक्री प्रणालीमा सीमित थिए। समयक्रममा बजारको आकार, कारोबारको परिमाण तथा संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता वृद्धि हुँदै जाँदा तरलता व्यवस्थापन, जोखिम नियन्त्रण, मूल्य अन्वेषण प्रक्रियाको प्रभावकारिता तथा लगानीकर्तालाई विविध वित्तीय सेवा उपलब्ध गराउने उद्देश्यले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing), आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling), सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty) तथा अन्य आधुनिक वित्तीय संरचनाहरूको व्यवस्था भइसकेको देखिन्छ।

अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवले यस्ता प्रणालीहरूको सफल कार्यान्वयन कुनै एकल कानुनी व्यवस्था जारी गरेर मात्र सम्भव नहुने देखाउँछ। यसको लागि उपयुक्त कानुनी आधार, सक्षम नियामकीय संरचना, सुदृढ बजार पूर्वाधार, विश्वसनीय सूचना प्रविधि प्रणाली, प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन, पर्याप्त पूँजी भएका बजार मध्यस्थकर्ता तथा सचेत लगानीकर्ता आवश्यक पर्दछ। त्यसैले आधुनिक पूँजी बजार सुधारलाई समग्र वित्तीय प्रणालीको संस्थागत विकाससँग जोडेर हेर्ने अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास रहेको छ।

नेपालको पूँजी बजार अहिले पूर्व-उदीयमान (Pre-emerging) चरणमा रहेको छ, जहाँ आधारभूत बजार संरचना निर्माण भइसकेको छ तर आधुनिक कारोबार प्रणालीहरू क्रमिक रूपमा कार्यान्वयन गर्नुपर्ने आवश्यकता स्पष्ट देखिएको छ। नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड (नेप्से), CDSC, धितोपत्र व्यवसायी तथा अन्य बजार पूर्वाधार संस्थाहरूले विगतका वर्षहरूमा महत्वपूर्ण संस्थागत प्रगति गरेका छन्। डिम्याट प्रणाली, अनलाइन कारोबार प्रणाली, ASBA तथा मेरो शेयर सेवाको विकासले आगामी सुधारका लागि आवश्यक आधार तयार गरिसकेको छ। तथापि, मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली लागू गर्न आवश्यक कानुनी, प्राविधिक तथा सञ्चालनगत तयारीलाई अझ सुदृढ गर्नुपर्ने आवश्यकता रहेको छ।

यस अवधारणापत्रमा प्रस्तुत अन्तर्राष्ट्रिय अध्ययनको उद्देश्य कुनै पनि देशको व्यवस्था हुबहु नेपालमा लागू गर्ने प्रस्ताव गर्नु होइन। प्रत्येक मुलुकको आर्थिक अवस्था, कानुनी प्रणाली, बजारको आकार, लगानीकर्ताको प्रकृति तथा नियामकीय क्षमता फरक हुने भएकाले एउटै मोडेल सबै देशका लागि उपयुक्त हुँदैन। त्यसैले यस अध्ययनले विभिन्न देशका सफल अनुभव, कार्यान्वयनका चुनौती, जोखिम नियन्त्रणका

उपाय तथा नियामकीय अभ्यासहरूको तुलनात्मक विश्लेषण गरी नेपालको बजार संरचना, संस्थागत क्षमता तथा विकासको चरणसँग उपयुक्त हुने नीति तथा व्यवस्था पहिचान गर्ने उद्देश्य राखेको छ।

अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवको अध्ययनबाट विशेष गरी देहायका पाँच महत्वपूर्ण प्रश्नहरूको उत्तर खोजिनेछः

- *पहिलो,* विभिन्न मुलुकहरूले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली किन र कुन चरणमा लागू गरे।
- *दोस्रो,* त्यस्ता प्रणालीहरू कार्यान्वयन गर्नुअघि कस्ता कानुनी, संस्थागत तथा प्राविधिक पूर्वाधार तयार गरिए।
- *तेस्रो,* कार्यान्वयनका क्रममा के-कस्ता जोखिम तथा चुनौतीहरू देखा परे र तिनको व्यवस्थापन कसरी गरियो।
- *चौथो,* ती सुधारहरूले बजारको तरलता, मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया, लगानीकर्ता संरक्षण तथा वित्तीय स्थायित्वमा कस्तो प्रभाव पारे।
- *पाँचौं,* ती अनुभवहरूबाट नेपालको पूँजी बजारले कुन-कुन पक्षहरू अपनाउन तथा परिमार्जन गर्न उपयुक्त हुन्छ।

यस अध्यायमा समावेश गरिएका देशहरू विश्वका विकसित, उदयीमान तथा नेपालसँग तुलनात्मक रूपमा मिल्दोजुल्दो पूँजी बजार भएका मुलुकहरूको प्रतिनिधित्व गर्ने गरी चयन गरिएको छ। भारतलाई नेपालको भौगोलिक, आर्थिक तथा नियामकीय सन्दर्भसँग सबैभन्दा निकट अनुभवका रूपमा अध्ययन गरिनेछ। सिंगापुर, हङकङ, दक्षिण कोरिया, जापान, संयुक्त राज्य अमेरिका तथा युरोपेली संघका अनुभवहरू आधुनिक नियामकीय संरचना, जोखिम व्यवस्थापन तथा बजार पूर्वाधार विकासका दृष्टिले महत्वपूर्ण मानिनेछ। त्यसैगरी पाकिस्तान, फिलिपिन्स, थाइल्याण्ड, इण्डोनेशिया, ताइवान तथा भियतनामजस्ता बजारहरूको अनुभव नेपालजस्ता विकासोन्मुख पूँजी बजारका लागि व्यावहारिक सन्दर्भका रूपमा विश्लेषण गरिएको छ।

यस अध्यायको अन्त्यमा प्रत्येक देशको अनुभवलाई केवल वर्णनात्मक रूपमा प्रस्तुत नगरी “नेपालका लागि प्रमुख सिकाइ” शीर्षक अन्तर्गत नीतिगत निष्कर्षहरू प्रस्तुत गरिनेछ। यसले आगामी अध्यायहरूमा प्रस्ताव गरिएका कानुनी सुधार, सञ्चालन व्यवस्था, जोखिम व्यवस्थापन तथा कार्यान्वयन रणनीतिलाई प्रमाणमा आधारित (Evidence-based) आधार प्रदान गर्नेछ। यसरी अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवको अध्ययन यस अवधारणापत्रको एक महत्वपूर्ण आधार स्तम्भका रूपमा रहनेछ र नेपालको पूँजी बजारलाई सुरक्षित, पारदर्शी, प्रतिस्पर्धी तथा अन्तर्राष्ट्रिय अभ्याससँग अनुरूप आधुनिकीकरण गर्ने दिशामा मार्गदर्शन प्रदान गर्नेछ।

२.२ अन्तर्राष्ट्रिय नियामकीय मापदण्ड तथा IOSCO को सिद्धान्त

विश्वव्यापी पूँजी बजारको विकाससँगै धितोपत्र बजारको नियमन, बजार पूर्वाधार, लगानीकर्ता संरक्षण तथा वित्तीय स्थायित्वका सम्बन्धमा अन्तर्राष्ट्रिय स्तरमा स्वीकार गरिएका विभिन्न सिद्धान्त, मापदण्ड तथा

असल अभ्यासहरू विकसित भएका छन्। यी मापदण्डहरूको मूल उद्देश्य विश्वका विभिन्न देशका पूँजी बजारहरूलाई सुरक्षित, पारदर्शी, निष्पक्ष, प्रतिस्पर्धी तथा व्यवस्थित रूपमा सञ्चालन गर्न आवश्यक न्यूनतम नियामकीय आधार सुनिश्चित गर्नु हो। कुनै पनि देशले आफ्नो पूँजी बजारलाई आधुनिक वित्तीय प्रणालीसँग समन्वित रूपमा विकास गर्न चाहन्छ भने अन्तर्राष्ट्रिय रूपमा स्वीकृत यस्ता सिद्धान्तहरूलाई आफ्नो कानुनी तथा संस्थागत संरचनासँग अनुकूल हुने गरी आत्मसात गर्नु आवश्यक हुन्छ।

धितोपत्र बजारको नियमन निकायको अन्तर्राष्ट्रिय संस्था (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) सँग आबद्ध नेपाल धितोपत्र बोर्डले अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्यास, नियामकीय मापदण्ड तथा लगानीकर्ता संरक्षणसम्बन्धी सिद्धान्तहरूको अनुसरण गर्दै आएको छ। यस अवधारणापत्रमा प्रस्ताव गरिएका मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी सुधार कार्यक्रम पनि यही अन्तर्राष्ट्रिय नियामकीय दर्शनसँग अनुरूप रहने गरी तयार गरिएको हो।

IOSCO ले धितोपत्र बजार नियमनका तीन आधारभूत उद्देश्यलाई विशेष महत्व दिएको छ। पहिलो, लगानीकर्ताको संरक्षण सुनिश्चित गर्नु। दोस्रो, बजार स्वच्छ, पारदर्शी तथा दक्ष रूपमा सञ्चालन हुने वातावरण सिर्जना गर्नु। तेस्रो, प्रणालीगत जोखिम (Systemic Risk) लाई न्यूनिकरण गर्दै वित्तीय प्रणालीको स्थायित्व कायम गर्नु। आधुनिक पूँजी बजारका सबै नियामकीय सुधारहरू उक्त तीन उद्देश्य प्राप्तितर्फ उन्मुख हुने गरेका छन्।

मार्जिन कारोबार प्रणालीको सन्दर्भमा IOSCO को दृष्टिकोणले अत्यधिक जोखिमयुक्त ऋण (Excessive Leverage) विस्तारलाई प्रोत्साहन गर्ने होइन, बरु पर्याप्त धितो सुरक्षण, प्रारम्भिक मार्जिन, कायम राख्नुपर्ने न्यूनतम मार्जिन, दैनिक बजार मूल्याङ्कन (Mark-to-Market), स्वचालित मार्जिन पूर्ति, जोखिम सीमा तथा प्रभावकारी सुपरिवेक्षणमार्फत नियन्त्रित वित्तीय सेवा उपलब्ध गराउने अवधारणालाई समर्थन गर्दछ। त्यसैले मार्जिन कारोबार प्रणालीको सफल कार्यान्वयन नियामकीय अनुशासन, जोखिम व्यवस्थापन तथा बजार पूर्वाधारको गुणस्तरमा निर्भर रहने गर्दछ।

त्यसैगरी, **धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली**लाई अन्तर्राष्ट्रिय पूँजी बजारमा बजारको तरलता अभिवृद्धि, मूल्य अन्वेषण प्रक्रियाको सुधार तथा फछ्र्यौट व्यवस्थाको कार्यक्षमता वृद्धि गर्ने महत्वपूर्ण संयन्त्रका रूपमा स्वीकार गरिएको छ। तर यस्तो प्रणालीमा धितोपत्रको स्वामित्व, धितो व्यवस्थापन, काउन्टरपार्टि (Counterparty) जोखिम, करार कार्यान्वयन तथा फिर्ता प्रक्रियाको स्पष्ट कानुनी व्यवस्था अनिवार्य मानिएको छ। त्यसैले विश्वका अधिकांश देशहरूले धितोपत्र सापटी प्रणालीलाई केन्द्रीय निक्षेप संस्था वा अन्य नियमनयुक्त बजार पूर्वाधार संस्थामार्फत सञ्चालन गर्ने व्यवस्था गरेका छन्।

आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासले पनि एउटा महत्वपूर्ण सिद्धान्त स्थापित गरेको छ। शर्ट सेलिङ्गलाई बजारमा मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउने, तरलता वृद्धि गर्ने तथा मूल्यको कृत्रिम असन्तुलनलाई न्यूनीकरण गर्ने साधनका रूपमा स्वीकार गरिए पनि अनावृत (Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई

अधिकांश विकसित तथा उदयीमान पूँजी बजारहरूले कडा रूपमा नियमन गरेका छन्। धितोपत्र सापटी तथा उधारो सुनिश्चित भएपछि मात्र शर्ट सेलिङ्ग गर्न दिने व्यवस्था नै अन्तर्राष्ट्रिय रूपमा व्यापक रूपमा स्वीकार गरिएको अभ्यास हो। यसले फछ्र्यौट असफलता (Settlement Failure) तथा बजार दुरुपयोगको जोखिमलाई उल्लेखनीय रूपमा घटाउने गर्दछ।

आधुनिक पूँजी बजार नियमन केवल कानुनी प्रावधानमा सीमित रहँदैन। जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण (Risk-Based Supervision), वास्तविक समय बजार निगरानी (Real-Time Market Surveillance), सूचना प्रविधिमा आधारित नियामकीय प्रणाली (RegTech), सुपरभाइजरी प्रविधि (SupTech), साइबर सुरक्षा, डेटा विश्लेषण तथा बजार पूर्वाधारको विश्वसनीयता पनि नियामकीय व्यवस्थाका अभिन्न अंगका रूपमा विकसित भएका छन्। यस सन्दर्भमा नेपालले पनि आगामी सुधार कार्यक्रमलाई सूचना प्रविधि, डेटा व्यवस्थापन तथा जोखिम विश्लेषणसँग एकीकृत रूपमा अघि बढाउनु आवश्यक हुनेछ।

अन्तर्राष्ट्रिय रूपमा वित्तीय बजार पूर्वाधार (Financial Market Infrastructure) सम्बन्धी मापदण्डहरूले क्लियरिङ, फछ्र्यौट, धितो सुरक्षण व्यवस्थापन, काउन्टरपार्टि जोखिम नियन्त्रण तथा आकस्मिक अवस्था व्यवस्थापनलाई विशेष महत्व दिएका छन्। विशेषगरी भविष्यमा **सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty — CCP)** को विकास, मार्जिन व्यवस्थापन तथा धितोपत्र वित्तीय कारोबार विस्तार गर्ने दीर्घकालीन दृष्टिकोण राख्ने मुलुकका लागि प्रारम्भिक चरणदेखि नै जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीलाई सुदृढ बनाउनु अत्यावश्यक मानिएको छ।

यस अवधारणापत्रले अन्तर्राष्ट्रिय सिद्धान्तहरूको हुबहु अनुकरण गर्ने उद्देश्य राखेको छैन। बरु, नेपालका विद्यमान कानुनी व्यवस्था, संस्थागत क्षमता, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, बजारको आकार तथा बजार सहभागीहरूको तयारीलाई ध्यानमा राख्दै अन्तर्राष्ट्रिय रूपमा प्रमाणित भएका असल अभ्यासहरूलाई नेपाली सन्दर्भअनुकूल चरणबद्ध रूपमा कार्यान्वयन गर्ने नीति अवलम्बन गरेको छ। यस दृष्टिकोणले अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्ड र राष्ट्रिय आवश्यकता बीच उचित सन्तुलन कायम गर्दै नेपालको पूँजी बजारलाई सुरक्षित, प्रतिस्पर्धी, पारदर्शी तथा दीर्घकालीन रूपमा दिगो बनाउने आधार तयार गर्ने अपेक्षा गरिएको छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.1)

मुख्य निष्कर्ष

अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीलाई आधुनिक पूँजी बजारका स्थापित वित्तीय संयन्त्रका रूपमा स्वीकार गरेको देखिन्छ। तर यस्ता प्रणालीहरूको सफलता केवल कानुनी स्वीकृतिमा निर्भर हुँदैन, प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन, सुदृढ बजार पूर्वाधार, सक्षम नियामकीय सुपरिवेक्षण तथा प्रविधिमा आधारित सञ्चालन प्रणाली समान रूपमा आवश्यक हुन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासअनुसार चरणबद्ध सुधारको रणनीति अवलम्बन गर्नुपर्छ। प्रारम्भिक चरणमा कानुनी सुधार, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा बजार सहभागीहरूको क्षमता विकास सम्पन्न गरी त्यसपछि मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा अन्तिम चरणमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्नु उपयुक्त हुनेछ। यसरी क्रमिक रूपमा सुधार लागू गर्दा लगानीकर्ता संरक्षण, बजार स्थायित्व तथा नियामकीय विश्वसनीयता सुदृढ हुने अपेक्षा गर्न सकिन्छ।

२.३ भारतको अनुभवः चरणबद्ध पूँजी बजार आधुनिकीकरणबाट नेपालका लागि सिकाइ

२.३.१ भारतको पूँजी बजारको विकास यात्रा

भारतको पूँजी बजारको विकास दक्षिण एशियाको सबैभन्दा सफल वित्तीय क्षेत्र सुधार कार्यक्रमहरूमध्ये एक मानिन्छ। आज भारत विश्वका प्रमुख पूँजी बजारमध्ये एकका रूपमा स्थापित भए पनि यसको वर्तमान अवस्था एकैपटक प्राप्त भएको होइन। विगत तीन दशकमा कानुनी सुधार, संस्थागत पुनर्संरचना, सूचना प्रविधिको आधुनिकीकरण, जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको विकास तथा नियामकीय क्षमताको क्रमिक सुदृढीकरणमार्फत भारतले आफ्नो पूँजी बजारलाई चरणबद्ध रूपमा रूपान्तरण गरेको देखिन्छ। यही क्रमिक सुधारको अनुभव नेपालका लागि विशेष रूपमा उपयोगी हुन सक्छ।

सन् १९९० को दशकको प्रारम्भसम्म भारतको धितोपत्र बजार मुख्यतः परम्परागत कारोबार प्रणालीमा आधारित थियो। कारोबार कागजी धितोपत्रमार्फत हुने, फछ्र्यौटमा लामो समय लाग्ने, मूल्य पारदर्शिता सीमित हुने तथा बजार दुरुपयोगका घटनाहरू दोहोरिने अवस्था थियो। यस अवधिमा देखिएका वित्तीय अनियमितता तथा बजारप्रतिको विश्वासमा आएको कमीले व्यापक नियामकीय सुधारको आवश्यकता स्पष्ट गरेको थियो। त्यसपछि भारत सरकारले धितोपत्र बजारलाई पारदर्शी, प्रतिस्पर्धी तथा प्रविधिमा आधारित बनाउन दीर्घकालीन सुधार कार्यक्रम प्रारम्भ गर्‍यो।

यस सुधार प्रक्रियाको केन्द्रमा भारतीय प्रतिभूति तथा विनिमय बोर्ड (SEBI) लाई सशक्त, स्वतन्त्र तथा प्रभावकारी नियामक संस्थाका रूपमा विकास गर्ने नीति रहेको थियो। नियामकीय अधिकारको स्पष्टता, बजार सहभागीहरूको दर्ता तथा सुपरिवेक्षण, सूचना प्रवाह सम्बन्धी व्यवस्था, लगानीकर्ता संरक्षण तथा धितोपत्र कसूर नियन्त्रणसम्बन्धी कानुनी आधारलाई क्रमशः सुदृढ बनाइयो। यससँगै पूँजी बजार सुधारलाई केवल कारोबार प्रणालीको सुधारका रूपमा नभई सम्पूर्ण बजार संरचनाको आधुनिकीकरणका रूपमा अघि बढाइयो।

भारतले पूँजी बजार विकासको अर्को महत्वपूर्ण चरणमा विद्युतीय कारोबार प्रणालीको विकासलाई प्राथमिकता दियो। राष्ट्रिय स्तरको आधुनिक स्टक एक्सचेञ्ज, स्वचालित आदेश मिलान प्रणाली, धितोपत्रको अभौतिकीकरण, विद्युतीय फछ्र्यौट तथा केन्द्रीय निक्षेप प्रणालीको विकासले कारोबार प्रक्रियालाई छिटो, सुरक्षित र पारदर्शी बनायो। यसले बजारमा लगानीकर्ताको विश्वास वृद्धि गर्नुका साथै कारोबारको परिमाण र बजारको गहिराइ उल्लेखनीय रूपमा विस्तार गर्न सहयोग पुर्‍यायो।

त्यसपछिका वर्षहरूमा भारतले जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीलाई पूँजी बजार सुधारको केन्द्रबिन्दु बनायो। मार्जिन प्रणाली, दैनिक बजार मूल्याङ्कन (Mark-to-Market), क्लियरिङ कर्पोरेशनमार्फत् काउन्टरपार्टि (Counterparty), जोखिम व्यवस्थापन, पूँजी पर्याप्तता, वास्तविक समय जोखिम अनुगमन तथा स्वचालित निगरानी प्रणालीलाई क्रमशः लागू गरियो। यी सुधारहरूले बजार विस्तारसँगै उत्पन्न हुन सक्ने प्रणालीगत जोखिमलाई प्रभावकारी रूपमा नियन्त्रण गर्न महत्वपूर्ण भूमिका खेले।

भारतको सुधार यात्राको अर्को विशेषता भनेको सुधारहरूलाई चरणबद्ध रूपमा कार्यान्वयन गर्नु हो। कुनै पनि नयाँ वित्तीय सेवा वा कारोबार प्रणाली लागू गर्नुअघि विस्तृत कानुनी तयारी, सूचना प्रविधि पूर्वाधारको विकास, बजार सहभागीहरूको क्षमता अभिवृद्धि, परीक्षण (Pilot Testing) तथा नियामकीय मार्गदर्शनलाई अनिवार्य बनाइएको थियो। यसले बजारलाई एकैपटक ठूलो परिवर्तनको जोखिमबाट जोगाउँदै सुधारलाई स्थिर र दिगो रूपमा कार्यान्वयन गर्न सहयोग पुऱ्यायो।

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing Mechanism), आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), डेरिभेटिभ कारोबार तथा अन्य आधुनिक वित्तीय उपकरणहरू पनि यही चरणबद्ध सुधार रणनीति अन्तर्गत विकास गरिएका हुन्। भारतले प्रत्येक नयाँ प्रणाली लागू गर्दा जोखिम नियन्त्रणका लागि स्पष्ट नियामकीय मापदण्ड, बजार सहभागीहरूको न्यूनतम योग्यता, पर्याप्त पूँजी, धितो व्यवस्थापन, प्रविधिगत सुरक्षा तथा प्रभावकारी सुपरिवेक्षणलाई प्राथमिकता दिएको देखिन्छ।

यस विकास यात्राले एउटा महत्वपूर्ण नीतिगत सन्देश दिन्छ। पूँजी बजारको आधुनिकीकरण कुनै एकल कानुनी संशोधन वा नयाँ कारोबार प्रणाली लागू गरेर मात्र सफल हुँदैन। यसको लागि नियामक संस्था, स्टक एक्सचेञ्ज, केन्द्रीय निक्षेप संस्था, क्लियरिङ कर्पोरेशन, धितोपत्र व्यवसायी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, लगानीकर्ता तथा सूचना प्रविधि पूर्वाधारबीच उच्च स्तरको समन्वय आवश्यक हुन्छ। भारतले यही समन्वित सुधार नमुनालाई अवलम्बन गरेको कारण आधुनिक, गहिरो तथा विश्वसनीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सफल भएको हो।

नेपालका लागि भारतको अनुभवको सबैभन्दा महत्वपूर्ण पक्ष भनेको सुधारको क्रमिक कार्यान्वयन हो। नेपालको पूँजी बजार पनि अहिले आधारभूत पूर्वाधार निर्माण सम्पन्न गरी आधुनिक वित्तीय सेवातर्फ अघि बढ्ने चरणमा रहेको छ। त्यसैले भारतको अनुभवले देखाएको कानुनी तयारी, संस्थागत क्षमता अभिवृद्धि, सूचना प्रविधि विकास, जोखिम व्यवस्थापन तथा चरणबद्ध कार्यान्वयनको सिद्धान्त नेपालका लागि अत्यन्त उपयोगी मार्गदर्शन बन्न सक्छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.2)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको पूँजी बजारको सफलता कुनै एकल सुधारको परिणाम नभई दीर्घकालीन, चरणबद्ध तथा संस्थागत रूपमा समन्वित सुधार प्रक्रियाको परिणाम हो। कानुनी सुधार, नियामकीय सुदृढीकरण, सूचना

प्रविधि आधुनिकीकरण र जोखिम व्यवस्थापनलाई समान प्राथमिकता दिइएकाले आधुनिक पूँजी बजारको विकास सम्भव भएको हो।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले पनि मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीलाई छुट्टाछुट्टै परियोजनाका रूपमा नभई समग्र पूँजी बजार आधुनिकीकरण कार्यक्रमको अभिन्न अङ्गका रूपमा कार्यान्वियन गर्नुपर्छ। सुधारको गति बजारको संस्थागत तथा प्राविधिक तयारीसँग सन्तुलित राख्दा सुधार दिगो, सुरक्षित र विश्वसनीय बन्नेछ।

२.३.२ भारतीय प्रतिभूति तथा विनिमय बोर्ड (SEBI) को नियामकीय विकास तथा भूमिका

भारतको पूँजी बजारको सफल रूपान्तरणमा भारतीय प्रतिभूति तथा विनिमय बोर्ड (Securities and Exchange Board of India — SEBI) ले केन्द्रीय तथा निर्णायक भूमिका निर्वाह गरेको छ। आधुनिक, पारदर्शी, प्रतिस्पर्धी तथा लगानीकर्तामैत्री पूँजी बजार निर्माण गर्ने भारतको रणनीतिमा SEBI लाई केवल नियामक निकायका रूपमा मात्र नभई बजार विकास, बजार पूर्वाधारको सुदृढीकरण, जोखिम व्यवस्थापन तथा लगानीकर्ता संरक्षणको प्रमुख संस्थाका रूपमा विकास गरिएको छ। यही कारणले भारतको पूँजी बजार सुधारको अध्ययन गर्दा SEBI को संस्थागत विकास, नियामकीय दर्शन तथा कार्यपद्धतिको विश्लेषण विशेष महत्व राख्दछ।

SEBI को स्थापना भारतीय पूँजी बजारमा बढ्दो कारोबार, संस्थागत लगानी तथा लगानीकर्ता संरक्षणको आवश्यकतालाई सम्बोधन गर्ने उद्देश्यले गरिएको थियो। प्रारम्भिक चरणमा यसको भूमिका सीमित भए पनि क्रमशः कानुनी अधिकार, नियामकीय क्षमता तथा सुपरिवेक्षण प्रणाली विस्तार हुँदै गए। आज SEBI ले धितोपत्र निष्कासन, स्टक एक्सचेञ्ज, क्लियरिङ कर्पोरेशन, डिपोजिटरी, धितोपत्र दलाल, मर्चेन्ट बैंकर, सामूहिक लगानी कोष, वैकल्पिक लगानी कोष, क्रेडिट रेटिङ संस्था, अनुसन्धान विश्लेषक तथा अन्य पूँजी बजार मध्यस्थकर्ताहरूको इजाजत, नियमन, निरीक्षण तथा आवश्यक परे कारबाहीसमेत गर्ने व्यापक अधिकार प्रयोग गर्दछ।

SEBI को नियामकीय दर्शन चार आधारभूत सिद्धान्तमा आधारित रहेको देखिन्छ। *पहिलो,* लगानीकर्ताको हितलाई सर्वोच्च प्राथमिकता प्रदान गर्ने। *दोस्रो,* बजारलाई निष्पक्ष, पारदर्शी तथा प्रतिस्पर्धी बनाउने। *तेस्रो,* बजार विकास र नवप्रवर्तनलाई नियमनसँग सन्तुलित रूपमा प्रोत्साहन गर्ने। *चौथो,* जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण (Risk-Based Supervision) मार्फत प्रणालीगत जोखिमलाई न्यूनतम राख्ने। यही सन्तुलित दृष्टिकोणका कारण भारतले नयाँ वित्तीय सेवा तथा उपकरणहरूलाई नियन्त्रित वातावरणमा सफलतापूर्वक कार्यान्वयन गर्न सकेको छ।

SEBI ले नियमनलाई स्थिर कानुनी प्रावधानमा सीमित नराखी बजारको विकाससँगै निरन्तर परिमार्जन गर्ने अभ्यास अवलम्बन गरेको छ। बजारमा नयाँ जोखिम देखापर्दा वा नयाँ वित्तीय उपकरण विकास हुँदा

सम्बन्धित नियम, परिपत्र, निर्देशन तथा सञ्चालन मापदण्डलाई समयानुकूल अद्यावधिक गर्ने व्यवस्था स्थापित गरेको छ। यसले नियमनलाई गतिशील (Dynamic Regulation) बनाएको छ र पूँजी बजारलाई परिवर्तनशील वित्तीय वातावरणसँग अनुकूल रहन सहयोग पुऱ्याएको छ।

भारतमा मार्जिन कारोबार प्रणाली कार्यान्वयन गर्दा SEBI ले सर्वप्रथम धितोपत्रको योग्यताको मापदण्ड, धितोपत्र व्यवसायीको पूँजी पर्याप्तता, ग्राहकको उपयुक्तता (Suitability), धितोको मूल्याङ्कन, प्रारम्भिक मार्जिन, कायम राख्नुपर्ने न्यूनतम मार्जिन, दैनिक बजार मूल्याङ्कन (Mark-to-Market), जोखिम सीमा तथा स्वचालित जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको विस्तृत व्यवस्था गरेको थियो। यसबाट स्पष्ट हुन्छ कि भारतले मार्जिन कारोबारलाई केवल ऋण सुविधा नभई व्यापक जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको एक अभिन्न अङ्गका रूपमा हेरेको छ।

धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing Mechanism) सम्बन्धी व्यवस्थामा पनि SEBI ले लगानीकर्ताको हित संरक्षण, धितो व्यवस्थापन, करारको स्पष्टता, क्लियरिङ कर्पोरेशनको भूमिका, काउन्टरपार्टि (Counterparty) जोखिम नियन्त्रण तथा समयमै धितोपत्र फिर्ता सुनिश्चित गर्ने व्यवस्थालाई प्राथमिकता दिएको छ। यसले बजारमा तरलता वृद्धि गर्नुका साथै फछ्यौंट प्रक्रियाको विश्वसनीयता कायम राख्न महत्वपूर्ण योगदान दिएको छ।

आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी नीतिमा SEBI ले बजारको दक्षता र जोखिम व्यवस्थापनबीच सन्तुलन कायम गरेको देखिन्छ। भारतमा अनावृत (Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई अनुमति नदिई धितोपत्र पूर्वसापटी भएको अवस्थामा मात्र शर्ट सेलिङ्ग गर्न दिने व्यवस्था लागू गरिएको छ। साथै, शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी कारोबारको स्पष्ट अभिलेखीकरण, सूचना प्रवाह, अनुगमन तथा फछ्यौंट व्यवस्था सुनिश्चित गरिएको छ। यसले बजार दुरुपयोग नियन्त्रण गर्दै मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउन सहयोग गरेको छ।

SEBI को अर्को महत्वपूर्ण विशेषता परामर्शमा आधारित नियमन (Consultative Regulation) हो। कुनै पनि महत्वपूर्ण सुधार लागू गर्नुअघि नियामकले अवधारणापत्र (Concept Paper), छलफलपत्र (Discussion Paper), सार्वजनिक परामर्श, उद्योगसँगको संवाद तथा प्राविधिक समितिको सिफारिसलाई महत्व दिने अभ्यास विकास गरेको छ। यस प्रक्रियाले नियमनलाई व्यवहारिक, स्वीकार्य तथा कार्यान्वयनयोग्य बनाउन सहयोग पुऱ्याएको छ।

प्रविधिको उपयोग SEBI को नियामकीय सफलताको अर्को महत्वपूर्ण पक्ष हो। वास्तविक समय (Real Time) मा बजार निगरानी, डेटा विश्लेषण, एल्गोरिदमिक कारोबारको अनुगमन, साइबर सुरक्षा, नियामकीय प्रविधि (RegTech), सुपरभाइजरी प्रविधि (SupTech) तथा एकीकृत सूचना प्रणालीमार्फत बजार गतिविधिलाई निरन्तर विश्लेषण गर्ने क्षमता विकास गरिएको छ। यसले जोखिम पहिचान, धितोपत्र कसूर नियन्त्रण तथा नियामकीय निर्णय प्रक्रियालाई थप प्रभावकारी बनाएको छ।

नेपालका लागि SEBI को अनुभवको सबैभन्दा महत्वपूर्ण सन्देश नियामकीय अधिकारको विस्तार मात्र होइन, नियामकीय क्षमताको निरन्तर विकास हो। आधुनिक पूँजी बजार सञ्चालन गर्न नियम बनाउनु मात्र पर्याप्त हुँदैन; ती नियमको प्रभावकारी कार्यान्वयन, निरीक्षण, प्रविधिमा आधारित सुपरिवेक्षण, बजारसँगको निरन्तर संवाद तथा समयानुकूल परिमार्जन गर्ने संस्थागत क्षमता समान रूपमा आवश्यक हुन्छ। त्यसैले नेपाल धितोपत्र बोर्डले पनि आगामी सुधार कार्यक्रमअन्तर्गत जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण, सूचना प्रविधिमा आधारित नियमन, बजार पूर्वाधार संस्थाहरूसँगको समन्वय तथा लगानीकर्ता संरक्षणलाई समान प्राथमिकता दिँदै आफ्नो संस्थागत क्षमता क्रमशः सुदृढ बनाउनु आवश्यक हुनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.3)

मुख्य निष्कर्ष

SEBI को सफलता कडा नियमनमा मात्र आधारित छैन; बजार विकास, जोखिम व्यवस्थापन, प्रविधि, लगानीकर्ता संरक्षण र परामर्शमा आधारित नीति निर्माणलाई सन्तुलित रूपमा अघि बढाएको कारण भारतको पूँजी बजारले उच्च स्तरको विश्वसनीयता र प्रतिस्पर्धात्मकता हासिल गर्न सकेको हो।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपाल धितोपत्र बोर्डले आधुनिक पूँजी बजार सुधारलाई कार्यान्वयन गर्दा नियामकीय अधिकारसँगै संस्थागत क्षमता, सूचना प्रविधि, जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण, सार्वजनिक परामर्श तथा बजार सहभागीहरूसँगको सहकार्यलाई समान महत्व दिनुपर्छ। यस्ता आधारहरू सुदृढ भएपछि मात्र मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली सुरक्षित र प्रभावकारी रूपमा सञ्चालन गर्न सकिन्छ।

२.३.३ भारतको मार्जिन कारोबार (Margin Trading Facility—MTF) प्रणाली तथा नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

भारतमा मार्जिन कारोबार (Margin Trading Facility—MTF) को विकास पूँजी बजारमा लगानीकर्तालाई नियन्त्रित रूपमा ऋण सुविधा उपलब्ध गराई बजारको तरलता वृद्धि गर्ने, मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउने तथा बजारको गहिराइ विस्तार गर्ने उद्देश्यले तयार गरिएको हो। भारतले मार्जिन कारोबारलाई सामान्य कर्जा सुविधा वा अत्यधिक सट्टेबाजीको माध्यमका रूपमा होइन, स्पष्ट नियामकीय मापदण्ड, पर्याप्त धितो, जोखिम व्यवस्थापन तथा निरन्तर सुपरिवेक्षणमा आधारित विशिष्टीकृत वित्तीय सेवाका रूपमा विकास गरेको छ। यही दृष्टिकोणले मार्जिन कारोबार प्रणालीलाई सुरक्षित र दिगो बनाउन महत्वपूर्ण भूमिका खेलेको छ।

भारतमा मार्जिन कारोबार सञ्चालन गर्ने अधिकार सबै धितोपत्र दलाललाई स्वतः प्राप्त हुँदैन। यस्तो सेवा प्रदान गर्न चाहने धितोपत्र व्यवसायीले सम्बन्धित नियामकीय मापदण्ड पूरा गरेको हुनुपर्छ। न्यूनतम नेटवर्थ, पर्याप्त पूँजी, प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, सूचना प्रविधिमा आधारित मार्जिन व्यवस्थापन, आन्तरिक नियन्त्रण प्रणाली तथा नियामकीय प्रतिवेदन प्रणाली जस्ता पूर्वशर्तहरू पूरा गरेपछि मात्र मार्जिन कारोबार सञ्चालन गर्न अनुमति प्रदान गरिन्छ। यस व्यवस्थाले कमजोर वित्तीय अवस्था भएका मध्यस्थकर्ताबाट उत्पन्न हुन सक्ने प्रणालीगत जोखिमलाई प्रारम्भिक चरणमै नियन्त्रण गर्ने उद्देश्य राखेको छ।

भारतमा मार्जिन कारोबारका लागि योग्य धितोपत्रहरूको सूची पनि स्पष्ट रूपमा निर्धारण गरिएको हुन्छ। बजारमा सूचीकृत भएका सबै धितोपत्रहरू मार्जिन कारोबारका लागि योग्य मानिँदैनन्। बजार पूँजीकरण, कारोबारको तरलता, मूल्य स्थायित्व, सार्वजनिक शेयरधनीको संख्या, कारोबारको नियमितता तथा अन्य जोखिम सूचकहरूको आधारमा निश्चित धितोपत्रहरूलाई मात्र मार्जिन कारोबारका लागि योग्य घोषणा गरिन्छ। यसले कम तरलता भएका वा मूल्यमा अत्यधिक उतारचढाव हुने धितोपत्रमा अत्यधिक ऋण विस्तार हुने सम्भावनालाई न्यूनीकरण गर्दछ।

मार्जिन कारोबार अन्तर्गत ग्राहकले आफ्नो लगानीको निश्चित अंश स्वयं लगानी गरी बाँकी रकम धितोपत्र व्यवसायीबाट प्राप्त गर्न सक्छ। तर यस्तो सुविधा पूर्ण रूपमा धितोमा आधारित हुन्छ। ग्राहकले प्रारम्भिक मार्जिन (Initial Margin) अनिवार्य रूपमा उपलब्ध गराउनुपर्छ र कारोबार अवधिभर न्यूनतम कायम राख्नुपर्ने मार्जिन (Maintenance Margin) भन्दा कम हुन नदिने दायित्व पनि ग्राहककै हुन्छ। बजार मूल्यमा आएको परिवर्तनका आधारमा धितोपत्रको मूल्य दैनिक रूपमा पुनर्मूल्याङ्कन (Mark-to-Market) गरिन्छ। यदि धितोको मूल्य आवश्यक सीमाभन्दा तल झर्छ भने थप मार्जिन उपलब्ध गराउन सूचना (Margin Call) जारी गरिन्छ। निर्धारित समयभित्र थप मार्जिन उपलब्ध नगराइएमा धितोपत्र व्यवसायीले पूर्वनिर्धारित करारअनुसार धितोपत्र बिक्री गरी जोखिम नियन्त्रण गर्न सक्ने व्यवस्था रहेको हुन्छ। यस प्रक्रियाले ऋणदाताको जोखिम सीमित गर्नुका साथै बजारमा अनियन्त्रित घाटा फैलिन नदिने व्यवस्था सुनिश्चित गर्दछ।

भारतमा धितो (Collateral) व्यवस्थापनलाई विशेष महत्व दिइएको छ। नगद, निश्चित सूचीकृत धितोपत्र, सरकारी प्रतिभूति, म्युचुअल फण्डका निश्चित एकाइ तथा नियामकले स्वीकृत गरेका अन्य वित्तीय सम्पत्तिलाई धितोका रूपमा स्वीकार गर्न सकिने व्यवस्था रहेको छ। प्रत्येक धितोमा जोखिमको प्रकृतिअनुसार Haircut निर्धारण गरिन्छ, जसले धितोको बजार मूल्यमा सम्भावित उतारचढावलाई ध्यानमा राखेर ऋणको सुरक्षा सुनिश्चित गर्दछ। यसले बजारमा अचानक मूल्य घटे पनि धितोपत्र व्यवसायी तथा बजार प्रणालीलाई वित्तीय क्षतिबाट जोगाउन मद्दत पुर्‍याउँछ।

भारतको मार्जिन कारोबार प्रणालीमा जोखिम व्यवस्थापन पूर्ण रूपमा सूचना प्रविधिमा आधारित छ। कारोबार सम्पन्न हुने बित्तिकै ग्राहकको मार्जिन स्थिति, धितोको मूल्य, जोखिम अनुपात तथा सम्भावित घाटाको स्वचालित गणना हुने व्यवस्था रहेको छ। जोखिम सीमा नाघ्ने बित्तिकै प्रणालीले स्वतः चेतावनी, थप मार्जिनको

माग तथा आवश्यक परे स्वचालित जोखिम नियन्त्रण प्रक्रिया प्रारम्भ गर्न सक्ने क्षमता विकास गरिएको छ। यसले मानवीय त्रुटि कम गर्नुका साथै जोखिम व्यवस्थापनलाई वास्तविक समयमा प्रभावकारी बनाएको छ।

SEBI ले मार्जिन कारोबार प्रणालीमा लगानीकर्ता संरक्षणलाई पनि समान प्राथमिकता दिएको छ। ग्राहकलाई मार्जिन कारोबारको जोखिमबारे स्पष्ट जानकारी दिनुपर्ने, छुट्टै लिखित सहमति लिनुपर्ने, जोखिमको जानकारी प्रवाह गर्ने दस्तावेज उपलब्ध गराउनुपर्ने, कारोबारको दैनिक विवरण उपलब्ध गराउनुपर्ने तथा शुल्क, ब्याजदर, धितो मूल्याङ्कन तथा जोखिम व्यवस्थापनसम्बन्धी जानकारी पारदर्शी रूपमा सार्वजनिक गर्नुपर्ने व्यवस्था गरिएको छ। यसले लगानीकर्तालाई सूचित निर्णय (Informed Decision) गर्न सक्षम बनाउनुका साथै भविष्यमा उत्पन्न हुन सक्ने विवादलाई न्यूनतम राख्न सहयोग पुऱ्याएको छ।

भारतको अनुभवले अर्को महत्वपूर्ण पक्ष पनि देखाएको छ। मार्जिन कारोबार सफल बनाउन केवल कानुनी व्यवस्था पर्याप्त हुँदैन। नियामक संस्था, स्टक एक्सचेञ्ज, क्लियरिङ कर्पोरेशन, डिपोजिटरी, धितोपत्र व्यवसायी तथा बैंकिङ प्रणालीबीच प्रभावकारी समन्वय आवश्यक हुन्छ। मार्जिनको गणना, धितोको व्यवस्थापन, दैनिक मूल्याङ्कन, फछ्र्यौट तथा जोखिम नियन्त्रण सबै प्रक्रिया सूचना प्रविधिमार्फत एकीकृत रूपमा सञ्चालन गरिने भएकाले संस्थागत समन्वय यस प्रणालीको मेरुदण्डका रूपमा रहेको छ।

नेपालका लागि भारतको अनुभवबाट धेरै महत्वपूर्ण नीतिगत सिकाइ प्राप्त हुन्छ। नेपालमा मार्जिन कारोबार लागू गर्दा सबैभन्दा पहिले स्पष्ट कानुनी आधार तयार गर्नुपर्छ। त्यसपछि धितोपत्र व्यवसायीको न्यूनतम पूँजी, नेटवर्थ, सूचना प्रविधि क्षमता, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा मानव संसाधनको न्यूनतम मापदण्ड निर्धारण गर्नुपर्छ। योग्य धितोपत्रको स्पष्ट सूची, प्रारम्भिक मार्जिन, कायम राख्नुपर्ने न्यूनतम मार्जिन, धितोमा लागू हुने Haircut, दैनिक Mark-to-Market, Margin Call, अनिवार्य Close-out, ग्राहक उपयुक्तता परीक्षण (Suitability Assessment), जोखिम सूचना प्रवाह तथा नियामकीय प्रतिवेदन प्रणालीलाई नियमावलीमै स्पष्ट रूपमा समावेश गर्न आवश्यक हुनेछ। यसरी अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवलाई नेपाली बजारको आकार, संस्थागत क्षमता तथा विकासको चरणअनुसार अनुकूलन गर्दै चरणबद्ध रूपमा कार्यान्वयन गरिएमा मार्जिन कारोबार प्रणालीले नेपालको पूँजी बजारलाई थप तरल, प्रतिस्पर्धी तथा विश्वसनीय बनाउन महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याउने अपेक्षा गर्न सकिन्छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.4)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको मार्जिन कारोबार प्रणालीको सफलता स्पष्ट कानुनी आधार, योग्य धितोपत्र व्यवसायी, जोखिममा आधारित मार्जिन व्यवस्था, दैनिक Mark-to-Market, प्रभावकारी धितो व्यवस्थापन, सूचना प्रविधिमा आधारित जोखिम नियन्त्रण तथा उच्च स्तरको नियामकीय सुपरिवेक्षणमा आधारित रहेको छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालमा मार्जिन कारोबार लागू गर्दा यसलाई सामान्य ऋण सुविधा नभई जोखिम व्यवस्थापनमा आधारित नियामित पूँजी बजार सेवा (Regulated Capital Market Service) का रूपमा विकास गर्नुपर्छ। कानुनी सुधार, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, धितो व्यवस्थापन, ग्राहक संरक्षण, जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण तथा चरणबद्ध कार्यान्वयनलाई समान प्राथमिकता दिँदा मात्र यो प्रणाली सुरक्षित, विश्वसनीय र दिगो रूपमा सञ्चालन हुन सक्छ।

२.३.४ भारतको धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली (Securities Lending and Borrowing Mechanism—SLBM) तथा नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली (Securities Lending and Borrowing Mechanism—SLBM) आधुनिक पूँजी बजारको एउटा महत्वपूर्ण वित्तीय पूर्वाधार हो। यस प्रणालीले निष्क्रिय रूपमा रहेका धितोपत्रलाई नियामकीय वातावरणमा निश्चित अवधिका लागि सापटी उपलब्ध गराउने व्यवस्था सिर्जना गर्दछ, जसबाट बजारमा तरलता अभिवृद्धि, कारोबारको निरन्तरता, प्रभावकारी फछ्र्यौट, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) तथा बजार निर्माण (Market Making) जस्ता आधुनिक पूँजी बजार सेवाहरूलाई संस्थागत आधार प्राप्त हुन्छ। अन्तर्राष्ट्रिय अनुभवले देखाएको छ कि सुरक्षित, पारदर्शी तथा व्यवस्थित शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली सञ्चालन गर्नुअघि प्रभावकारी धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली स्थापना गर्नु अपरिहार्य हुन्छ। भारतले पनि यही चरणबद्ध सुधारको सिद्धान्तलाई अवलम्बन गर्दै सर्वप्रथम SLBM लाई संस्थागत रूपमा विकास गरी त्यसपछि सम्बन्धित आधुनिक कारोबार प्रणालीहरूको विस्तार गरेको देखिन्छ।

भारतमा धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली SEBI द्वारा स्वीकृत नियामकीय संरचनाअन्तर्गत सञ्चालन हुन्छ। यस प्रणालीमा धितोपत्रको वास्तविक स्वामित्व हस्तान्तरण गर्ने उद्देश्य हुँदैन; निश्चित अवधिका लागि धितोपत्र प्रयोग गर्ने अधिकार मात्र हस्तान्तरण गरिन्छ र पूर्वनिर्धारित समयावधि समाप्त भएपछि सोही धितोपत्र वा उक्त रकम बराबरको धितोपत्र पुनः फिर्ता गरिने कानुनी दायित्व कायम रहन्छ। यसले लगानीकर्ताको स्वामित्व अधिकार सुरक्षित राख्दै बजारमा आवश्यक तरलता उपलब्ध गराउने सन्तुलित व्यवस्था प्रदान गर्दछ।

SLBM अन्तर्गत मुख्य सहभागीहरूमा धितोपत्र उधारो दिने लगानीकर्ता (Lender), धितोपत्र सापटी लिने सहभागी (Borrower), धितोपत्र व्यवसायी, डिपोजिटरी, क्लियरिङ कर्पोरेशन तथा स्टक एक्सचेञ्ज रहेका हुन्छन्। यी सबै सहभागीहरू स्पष्ट नियामकीय दायित्व, मानकीकृत करार (Standard Contract) तथा एकीकृत सञ्चालन प्रणाली अन्तर्गत आबद्ध हुन्छन्। प्रत्येक कारोबारको अभिलेखीकरण, पुष्टि, धितो व्यवस्थापन, फछ्र्यौट तथा धितोपत्र फिर्ता गर्ने सम्पूर्ण प्रक्रिया स्वचालित प्रणालीमार्फत सञ्चालन गरिन्छ, जसले पारदर्शिता र उत्तरदायित्व सुनिश्चित गर्दछ।

भारतको SLBM प्रणालीमा क्लियरिङ कर्पोरेशनले सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty) को भूमिका निर्वाह गर्दछ। यसले उधारो दिने र सापटी लिने पक्षबीचको प्रत्यक्ष काउन्टरपार्टि जोखिमलाई आफ्नो जिम्मेवारीमा लिई कारोबारको सुरक्षित फछ्र्यौट सुनिश्चित गर्दछ। यदि कुनै सहभागीले आफ्नो दायित्व पूरा गर्न नसकेमा पनि क्लियरिङ कर्पोरेशनले पूर्वनिर्धारित जोखिम व्यवस्थापन संयन्त्रमार्फत कारोबारको निरन्तरता कायम राख्ने व्यवस्था गर्दछ। यही कारणले SLBM प्रणालीमा बजार सहभागीहरूको विश्वास उच्च रहेको देखिन्छ।

धितो (Collateral) व्यवस्थापन SLBM को सबैभन्दा संवेदनशील पक्ष हो। भारतमा धितोपत्र सापटी लिने सहभागीले पर्याप्त धितो उपलब्ध गराउनुपर्ने व्यवस्था छ। धितोको प्रकार, मूल्याङ्कन, Haircut, दैनिक पुनर्मूल्याङ्कन (Mark-to-Market) तथा थप धितो माग गर्ने प्रक्रिया स्पष्ट रूपमा निर्धारण गरिएको हुन्छ। बजार मूल्यमा आएको परिवर्तनका कारण धितोको पर्याप्तता घटेमा थप धितो उपलब्ध गराउनुपर्ने व्यवस्था लागू गरिन्छ। यसले उधारो दिने लगानीकर्ताको हित संरक्षण गर्नुका साथै सम्पूर्ण प्रणालीको वित्तीय स्थायित्व कायम राख्न मद्दत गर्दछ।

SLBM प्रणालीमा करारको अवधि, धितोपत्र फिर्ता गर्ने समय, प्रतिफल (Lending Fee), सेवा शुल्क, करसम्बन्धी दायित्व, प्रतिफल वितरण तथा कर्पोरेट कार्य (Corporate Actions) को व्यवस्थापनसमेत स्पष्ट रूपमा निर्धारण गरिएको हुन्छ। लाभांश, बोनस शेयर, हकप्रद शेयर, शेयर विभाजन, मर्जर वा अन्य कर्पोरेट घटनाका अवस्थामा सम्बन्धित पक्षहरूको अधिकार तथा दायित्व पूर्वनिर्धारित नियमअनुसार व्यवस्थापन गरिन्छ। यसले धितोपत्र सापटी अवधिमा पनि वास्तविक स्वामित्वसँग सम्बन्धित आर्थिक हितको उचित संरक्षण सुनिश्चित गर्दछ।

भारतको अनुभवले SLBM सफल बनाउन सूचना प्रविधि पूर्वाधारको अत्यन्त महत्वपूर्ण भूमिका रहेको देखाएको छ। कारोबार दर्ता, सहभागीको प्रमाणीकरण, धितो व्यवस्थापन, दैनिक जोखिम गणना, धितोपत्रको उपलब्धता, फछ्र्यौटको अवस्था तथा धितोपत्र फिर्ता गर्ने सम्पूर्ण प्रक्रिया स्वचालित सूचना प्रणालीबाट सञ्चालन हुन्छ। यसले सञ्चालनगत जोखिम, मानवीय त्रुटि तथा धोखाधडीको सम्भावना उल्लेखनीय रूपमा न्यूनीकरण गर्दछ। साथै नियामक संस्थाले वास्तविक समयमा कारोबारको निगरानी गरी आवश्यक परे तत्काल हस्तक्षेप गर्न सक्ने व्यवस्था पनि विकास गरिएको छ।

भारतमा SLBM प्रणालीलाई केवल आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गको सहायक संयन्त्रका रूपमा सीमित गरिएको छैन। यसले संस्थागत लगानीकर्ता, दीर्घकालीन लगानीकर्ता, म्युचुअल फण्ड, बीमा कम्पनी, निवृत्तिभरण कोष तथा अन्य योग्य लगानीकर्तालाई निष्क्रिय रूपमा रहेका धितोपत्रबाट अतिरिक्त आम्दानी आर्जन गर्ने अवसर पनि प्रदान गरेको छ। यसले पूँजी बजारमा उपलब्ध धितोपत्रको उपयोग दक्षता (Asset Utilization Efficiency) बढाउनुका साथै बजारमा तरलता अभिवृद्धि गर्न महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याएको छ।

नेपालका लागि भारतको अनुभवबाट प्राप्त हुने सबैभन्दा महत्वपूर्ण सिकाइ भनेको धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीलाई केवल एउटा नयाँ कारोबार सुविधा नभई पूँजी बजारको आधारभूत वित्तीय पूर्वाधारका रूपमा विकास गर्नु हो। यस्तो प्रणाली लागू गर्नुअघि स्पष्ट कानुनी आधार, सहभागी संस्थाहरूको भूमिका, मानकीकृत करार (Standard Contract), धितो व्यवस्थापन, जोखिम नियन्त्रण, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, केन्द्रीय अभिलेख प्रणाली तथा नियामकीय सुपरिवेक्षणको व्यवस्था सुनिश्चित गर्न आवश्यक हुनेछ। विशेषगरी नेपालमा CDSC, NEPSE, क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट प्रणाली, धितोपत्र व्यवसायी तथा बैंकिङ प्रणालीबीच उच्च स्तरको सूचना आदानप्रदान र सञ्चालनगत समन्वय विकास गर्नुपर्ने आवश्यकता रहनेछ।

नेपालले SLBM लागू गर्दा प्रारम्भिक चरणमा उच्च तरलता भएका धितोपत्र, पर्याप्त पूँजी भएका धितोपत्र व्यवसायी तथा योग्य संस्थागत लगानीकर्तालाई समेट्ने सीमित दायराबाट सुरुआत गर्नु उपयुक्त हुनेछ। त्यसपछि प्रणालीको स्थायित्व, जोखिम व्यवस्थापन तथा बजारको अनुभवका आधारमा क्रमशः अन्य धितोपत्र तथा सहभागीहरूलाई समावेश गर्दै विस्तार गर्न सकिन्छ। यसरी चरणबद्ध कार्यान्वयन गरिएमा नेपालको पूँजी बजारमा तरलता वृद्धि, लगानीकर्ताको सहभागिता विस्तार, फछ्र्यौटको दक्षता अभिवृद्धि तथा भविष्यमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, बजार निर्माण र डेरिभेटिभ बजार विकासका लागि आवश्यक आधार तयार हुनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.5)

मुख्य निष्कर्षः

भारतको अनुभवले धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली आधुनिक पूँजी बजारको आधारभूत पूर्वाधार भएको पुष्टि गर्दछ। यस प्रणालीले बजारको तरलता वृद्धि, प्रभावकारी फछ्र्यौट, लगानीकर्ताको सम्पत्ति उपयोग दक्षता, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा भविष्यका उन्नत वित्तीय उपकरणहरूको विकासका लागि आवश्यक संरचनात्मक आधार प्रदान गर्दछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीलाई पूँजी बजार सुधारको प्राथमिक परियोजनाका रूपमा विकास गर्नुपर्छ। स्पष्ट कानुनी व्यवस्था, CDSC तथा क्लियरिङ प्रणालीको सुदृढीकरण, केन्द्रीय काउन्टरपार्टि जोखिम व्यवस्थापन, सूचना प्रविधिमा आधारित सञ्चालन प्रणाली, मानकीकृत करार तथा चरणबद्ध कार्यान्वयनमार्फत मात्र यस प्रणालीलाई सुरक्षित, विश्वसनीय तथा दीर्घकालीन रूपमा सञ्चालन गर्न सकिन्छ। भविष्यमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, बजार निर्माण, ETF तरलता व्यवस्थापन तथा डेरिभेटिभ बजारको विकास यही पूर्वाधारमा आधारित हुने भएकाले यसको संस्थागत विकासलाई उच्च प्राथमिकता दिनु आवश्यक हुनेछ।

२.३.५ भारतमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) प्रणाली तथा नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

आधुनिक पूँजी बजारमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) लाई बजारको तरलता अभिवृद्धि गर्ने, मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउने तथा बजारको समग्र दक्षता सुधार गर्ने नियमनयुक्त कारोबार संयन्त्रका रूपमा स्वीकार गरिएको छ। तर यसको सफल कार्यान्वयन स्पष्ट कानुनी आधार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing Mechanism—SLBM), प्रभावकारी फछ्र्यौट प्रणाली, वास्तविक समय बजार निगरानी तथा कडा जोखिम व्यवस्थापनमा निर्भर गर्दछ। यही कारणले विकसित तथा उदयीमान अधिकांश पूँजी बजारहरूले आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई अनुमति दिए पनि अनावृत (Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई कडाइका साथ निषेध गरेका छन्।

भारतले पनि यही अन्तर्राष्ट्रिय सिद्धान्तलाई अवलम्बन गरेको छ। भारतीय प्रतिभूति तथा विनिमय बोर्ड (SEBI) ले शर्ट सेलिङ्गलाई बजारको स्वाभाविक वित्तीय गतिविधिका रूपमा स्वीकार गरे पनि धितोपत्र सापटीको सुनिश्चित व्यवस्था बिना शर्ट सेलिङ्ग गर्न अनुमति दिएको छैन। अर्थात्, बिक्री गरिने धितोपत्र सम्बन्धित सहभागीले पूर्वनिर्धारित रूपमा सापटी लिएको वा नियमानुसार उपलब्ध गराउन सक्ने सुनिश्चित व्यवस्था भएको अवस्थामा मात्र शर्ट सेलिङ्ग गर्न पाइन्छ। यसले फछ्र्यौट असफलता, कृत्रिम कारोबार तथा बजार दुरुपयोगको सम्भावनालाई उल्लेखनीय रूपमा न्यूनीकरण गर्दछ।

भारतमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीलाई स्वतन्त्र कारोबार प्रणालीका रूपमा नभई धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीसँग अभिन्न रूपमा जोडिएको छ। शर्ट सेलिङ्ग गर्ने सहभागीले कारोबार सम्पन्न हुनुअघि नै आवश्यक धितोपत्र सापटीको व्यवस्था गरेको हुनुपर्छ। त्यसपछि मात्र बजारमा बिक्री आदेश प्रविष्ट गर्न पाइन्छ। यस व्यवस्थाले कारोबार सम्पन्न भएपछि धितोपत्र उपलब्ध नहुने अवस्थाबाट उत्पन्न हुने जोखिमलाई प्रारम्भिक चरणमै नियन्त्रण गर्दछ।

आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गका लागि भारतमा विस्तृत अभिलेखीकरण तथा सूचना प्रवाह व्यवस्था अपनाइएको छ। कारोबारको प्रकृति, धितोपत्रको स्रोत, फछ्र्यौट अवस्था तथा सम्बन्धित जोखिम व्यवस्थापन प्रक्रियाको अभिलेख नियामकीय निरीक्षणका लागि उपलब्ध रहने व्यवस्था गरिएको छ। यसले नियामक संस्थालाई बजारमा हुने सम्भावित दुरुपयोग, अस्वाभाविक कारोबार वा मूल्यमा कृत्रिम प्रभाव पार्ने गतिविधिको वास्तविक समयमै पहिचान गर्न सहयोग पुऱ्याउँछ।

भारतको अनुभवले शर्ट सेलिङ्गलाई बजार घटाउने माध्यमका रूपमा मात्र हेर्न नहुने स्पष्ट सन्देश दिएको छ। वास्तवमा, उचित नियमन अन्तर्गत सञ्चालन हुने आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गले बजारमा खरिदकर्ता र विक्रेताबीचको सन्तुलन कायम गर्न, बजार मूल्यलाई उपलब्ध सूचनासँग छिटो समायोजन गर्न तथा अत्यधिक मूल्य विचलनलाई नियन्त्रण गर्न सहयोग पुऱ्याउन सक्छ। यसले मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई थप प्रभावकारी बनाउँदै पूँजी बजारको समग्र कार्यक्षमता अभिवृद्धि गर्न योगदान पुऱ्याउँछ।

यद्यपि, भारतले शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी जोखिमलाई पनि समान रूपमा महत्व दिएको छ। बजारमा असामान्य उतारचढाव, वित्तीय संकट, प्रणालीगत जोखिम वा विशेष परिस्थितिमा नियामकले शर्ट सेलिङ्गमा अस्थायी प्रतिबन्ध, अतिरिक्त सूचना प्रवाह, थप मार्जिन वा अन्य आवश्यक नियामकीय उपाय लागू गर्न सक्ने व्यवस्था राखेको छ। यसले नियामकलाई असाधारण परिस्थितिमा बजार स्थायित्व कायम राख्न आवश्यक लचकता प्रदान गर्दछ।

सूचना प्रविधिमा आधारित बजार निगरानी प्रणाली भारतको अर्को महत्वपूर्ण विशेषता हो। शर्ट सेलिङ्गसँग सम्बन्धित प्रत्येक कारोबार, धितोपत्र सापटीको अवस्था, फछ्र्यौट, धितो तथा जोखिम सूचकहरू स्वचालित रूपमा निगरानी गरिन्छ। सम्भावित बजार दुरुपयोग, असामान्य कारोबार वा फछ्र्यौट जोखिम देखिएमा प्रणालीले तत्काल नियामकीय हस्तक्षेपका लागि आवश्यक सूचना उपलब्ध गराउने व्यवस्था रहेको छ। यसले शर्ट सेलिङ्गलाई सुरक्षित तथा पारदर्शी रूपमा सञ्चालन गर्न महत्वपूर्ण भूमिका खेलेको छ।

भारतको अनुभवले लगानीकर्ता शिक्षालाई पनि उच्च प्राथमिकता दिएको छ। शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली कार्यान्वयनसँगै लगानीकर्ता, धितोपत्र व्यवसायी, संस्थागत लगानीकर्ता तथा बजार पूर्वाधार संस्थाहरूलाई यसको उद्देश्य, जोखिम, दायित्व तथा सञ्चालन प्रक्रियाबारे व्यापक जानकारी उपलब्ध गराउने व्यवस्था गरिएको थियो। यसले सुधारप्रति बजारको विश्वास अभिवृद्धि गर्न तथा गलत धारणा न्यूनीकरण गर्न महत्वपूर्ण योगदान पुर्‍याएको छ।

नेपालका लागि भारतको अनुभवबाट प्राप्त हुने प्रमुख नीतिगत सन्देश स्पष्ट छ। नेपालमा कुनै पनि अवस्थामा अनावृत (Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई अनुमति दिनु उपयुक्त हुँदैन। शर्ट सेलिङ्गलाई केवल धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली पूर्ण रूपमा सञ्चालनमा आएपछि, पर्याप्त कानुनी आधार, सूचना प्रविधि पूर्वाधार, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, वास्तविक समय बजार निगरानी तथा प्रभावकारी फछ्र्यौट प्रणाली सुनिश्चित भएपछि मात्र चरणबद्ध रूपमा लागू गर्नुपर्छ। प्रारम्भिक चरणमा उच्च तरलता भएका सीमित धितोपत्र, योग्य धितोपत्र व्यवसायी तथा संस्थागत सहभागीहरूमा मात्र यसको प्रयोग सीमित राखी अनुभव तथा प्रणालीगत स्थिरताको मूल्याङ्कनपछि क्रमशः विस्तार गर्नु उपयुक्त हुनेछ।

यसरी नियमनयुक्त आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीले नेपालको पूँजी बजारमा मूल्य अन्वेषण प्रक्रियालाई सुदृढ गर्ने, तरलता अभिवृद्धि गर्ने, बजारको गहिराइ विस्तार गर्ने तथा भविष्यमा बजार निर्माण (Market Making), एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), सूचकाङ्कमा आधारित वित्तीय उपकरण तथा डेरिभेटिभ बजार विकासका लागि आवश्यक संरचनात्मक आधार तयार गर्न महत्वपूर्ण भूमिका खेल्ने अपेक्षा गर्न सकिन्छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.6)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको अनुभवले आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई सुरक्षित रूपमा सञ्चालन गर्न धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली, प्रभावकारी क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट, वास्तविक समय बजार निगरानी, पर्याप्त मार्जिन व्यवस्था,

स्पष्ट सूचना प्रवाह तथा कडा नियामकीय सुपरिवेक्षण अनिवार्य रहेको देखाएको छ। अनावृत (Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई अनुमति नदिई बजार स्थायित्व र लगानीकर्ता संरक्षणलाई प्राथमिकता दिइएको छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई पूँजी बजारको अन्तिम चरणको सुधारका रूपमा हेर्नुपर्छ। यो व्यवस्था तब मात्र लागू गरिनु उपयुक्त हुनेछ जब धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली प्रभावकारी रूपमा सञ्चालनमा आइसकेको होस्, बजार पूर्वाधार पूर्ण रूपमा तयार भएको होस्, र SEBON, NEPSE तथा CDSC ले वास्तविक समय निगरानी, जोखिम नियन्त्रण र फछ्र्यौट व्यवस्थापनका लागि आवश्यक संस्थागत क्षमता विकास गरिसकेका हुन्। चरणबद्ध, सीमित दायरा र कडा नियामकीय नियन्त्रणसहितको कार्यान्वयन नै नेपालको सन्दर्भमा उपयुक्त मार्ग हुनेछ।

२.३.६ भारतको क्लियरिङ्ग कर्पोरेशन, सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty—CCP) तथा जोखिम व्यवस्थापन संरचनाः नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

भारतको पूँजी बजार सुधारको सबैभन्दा महत्वपूर्ण उपलब्धी मध्ये एक आधुनिक क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट (Clearing and Settlement) प्रणालीको विकास हो। पूँजी बजारमा हुने प्रत्येक कारोबारको अन्तिम उद्देश्य धितोपत्र र रकम सुरक्षित, समयमै तथा निश्चित रूपमा हस्तान्तरण गर्नु हो। यदि कारोबार सम्पन्न भएपछि फछ्र्यौट समयमा हुन सकेन भने सम्पूर्ण बजारको विश्वसनीयता, लगानीकर्ताको विश्वास तथा वित्तीय स्थायित्वमा प्रतिकूल प्रभाव पर्न सक्छ। यही कारण भारतले पूँजी बजार सुधारको प्रारम्भिक चरणदेखि नै क्लियरिङ कर्पोरेशन तथा जोखिम व्यवस्थापन संरचनालाई अत्यन्त उच्च प्राथमिकता दिएको थियो।

भारतमा स्टक एक्सचेञ्ज, डिपोजिटरी तथा क्लियरिङ कर्पोरेशनबीच स्पष्ट रूपमा कार्य विभाजन गरिएको छ। स्टक एक्सचेञ्जले कारोबार सम्पन्न गराउँछ, डिपोजिटरीले धितोपत्रको सुरक्षित अभिलेखीकरण तथा स्वामित्व व्यवस्थापन गर्दछ, जबकि क्लियरिङ कर्पोरेशनले कारोबारको पुष्टि, दायित्व गणना, जोखिम व्यवस्थापन तथा अन्तिम फछ्र्यौट सुनिश्चित गर्दछ। यस संस्थागत विभाजनले प्रत्येक निकायलाई आफ्नो विशेषज्ञताको क्षेत्रमा केन्द्रित हुन सहयोग पुऱ्याउनुका साथै सञ्चालनगत जोखिमलाई उल्लेखनीय रूपमा न्यूनीकरण गरेको छ।

भारतको क्लियरिङ्ग प्रणालीको केन्द्रमा सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty—CCP) को अवधारणा रहेको छ। CCP ले प्रत्येक खरिदकर्ता र विक्रेताबीच प्रत्यक्ष दायित्व रहने परम्परागत प्रणालीलाई प्रतिस्थापन गरी प्रत्येक कारोबारमा मध्यस्थ प्रतिपक्षको भूमिका निर्वाह गर्दछ। कारोबार सम्पन्न भएपछि CCP नै खरिदकर्ताका लागि विक्रेता तथा विक्रेताका लागि खरिदकर्ता बन्ने व्यवस्था लागू गरिएको छ। यसले कुनै एक पक्षले आफ्नो दायित्व पूरा गर्न नसके पनि सम्पूर्ण बजारमा जोखिम फैलिन नदिई कारोबारको निरन्तरता कायम राख्ने क्षमता प्रदान गर्दछ।

CCP प्रणाली प्रभावकारी बनाउन भारतमा बहु-स्तरीय जोखिम व्यवस्थापन संयन्त्र विकास गरिएको छ। प्रत्येक कारोबारमा आवश्यक मार्जिन सङ्कलन, दैनिक बजार मूल्याङ्कन (Mark-to-Market), राफसाफ फछ्र्यौट कोष (Settlement Guarantee Fund), सहभागीहरूको पूँजी पर्याप्तता, कारोबार सीमा तथा आकस्मिक अवस्था व्यवस्थापन (Default Waterfall) जस्ता उपायहरू अवलम्बन गरिएको छ। यसले सामान्य बजार उतारचढावदेखि लिएर कुनै ठूलो सहभागी असफल भएको अवस्थासम्म पनि बजारलाई सुरक्षित राख्ने क्षमता विकास गरेको छ।

जोखिम व्यवस्थापन भारतको क्लियरिङ प्रणालीको मूल आधार हो। जोखिमको पहिचान, मापन, अनुगमन तथा नियन्त्रणका सम्पूर्ण प्रक्रिया सूचना प्रविधिमा आधारित स्वचालित प्रणालीमार्फत सञ्चालन गरिन्छ। बजार मूल्यमा आएको परिवर्तन, खुला कारोबार (Open Positions), धितोको पर्याप्तता, सहभागीहरूको वित्तीय अवस्था तथा सम्भावित काउन्टरपार्टि जोखिमलाई वास्तविक समयमा विश्लेषण गरी आवश्यक परे तुरुन्तै अतिरिक्त मार्जिन माग, कारोबार सीमा निर्धारण वा अन्य जोखिम नियन्त्रण उपाय लागू गरिन्छ। यसले बजारमा जोखिमको सञ्चय हुन नदिई प्रारम्भिक चरणमै नियन्त्रण गर्ने वातावरण सिर्जना गरेको छ।

भारतमा क्लियरिङ कर्पोरेशनहरूले सूचना प्रविधि, साइबर सुरक्षा तथा व्यवसाय निरन्तरता (Business Continuity) लाई पनि उच्च प्राथमिकता दिएका छन्। प्राथमिक डेटा केन्द्रसँगै आकस्मिक पुनःस्थापना केन्द्र (Disaster Recovery Site), नियमित प्रणाली परीक्षण, साइबर सुरक्षा मूल्याङ्कन तथा आकस्मिक अवस्था सञ्चालन योजना लागू गरिएको छ। आधुनिक पूँजी बजारमा सूचना प्रणाली केही समयका लागि मात्र अवरुद्ध भए पनि ठूलो वित्तीय तथा प्रतिष्ठागत जोखिम उत्पन्न हुन सक्ने भएकाले यस्ता व्यवस्थालाई नियामकीय रूपमा अनिवार्य बनाइएको छ।

भारतको अनुभवले क्लियरिङ प्रणाली केवल कारोबार फछ्र्यौट गर्ने प्रशासनिक संयन्त्र नभई सम्पूर्ण पूँजी बजारको वित्तीय स्थायित्वको मेरुदण्ड भएको देखाएको छ। मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, बजार निर्माण, एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड तथा डेरिभेटिभ कारोबारजस्ता सबै आधुनिक वित्तीय सेवाहरू यही सुदृढ क्लियरिङ तथा जोखिम व्यवस्थापन संरचनामा आधारित छन्। त्यसैले बजार पूर्वाधार कमजोर हुँदा आधुनिक वित्तीय सेवा विस्तार गर्नु जोखिमपूर्ण हुन सक्छ।

नेपालका लागि यस अनुभवबाट महत्वपूर्ण नीतिगत मार्गदर्शन प्राप्त हुन्छ। नेपालले आधुनिक पूँजी बजार सेवा विस्तार गर्नुअघि क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट संरचनाको सुदृढीकरणलाई प्राथमिक सुधारका रूपमा अघि बढाउनुपर्छ। CDSC, NEPSE तथा भावी क्लियरिङ संरचनाबीच वास्तविक समय सूचना आदानप्रदान, जोखिम व्यवस्थापन तथा स्वचालित फछ्र्यौट प्रणाली विकास गर्न आवश्यक हुनेछ। दीर्घकालीन रूपमा नेपालले अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्यासअनुसार सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (CCP) स्थापना वा विद्यमान संरचनालाई क्रमशः CCP जस्तै जोखिम व्यवस्थापन क्षमतातर्फ विकास गर्ने सम्भावनाको अध्ययन गर्नु उपयुक्त हुनेछ।

त्यसैगरी, मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्नुअघि सहभागी संस्थाहरूको पूँजी पर्याप्तता, मार्जिन व्यवस्थापन, जोखिम कोष, साइबर सुरक्षा, व्यवसाय निरन्तरता योजना तथा आकस्मिक व्यवस्थापन सम्बन्धी न्यूनतम नियामकीय मापदण्ड निर्धारण गर्न आवश्यक हुनेछ। यसले भविष्यमा नेपालको पूँजी बजारलाई अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासअनुकूल सुरक्षित, विश्वसनीय तथा प्रतिस्पर्धी बजारका रूपमा विकास गर्न बलियो आधार प्रदान गर्नेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.7)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको अनुभवले आधुनिक पूँजी बजारको सफलता केवल नयाँ वित्तीय उपकरणमा निर्भर नरही सुदृढ क्लियरिङ कर्पोरेशन, प्रभावकारी केन्द्रीय काउन्टरपार्टि जोखिम व्यवस्थापन, स्वचालित फछ्र्यौट प्रणाली, पर्याप्त मार्जिन संरचना तथा सूचना प्रविधिमा आधारित निगरानी प्रणालीमा आधारित रहेको देखाएको छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले पूँजी बजार आधुनिकीकरणको क्रममा बजार पूर्वाधार सुधारलाई सर्वोच्च प्राथमिकता दिनुपर्छ। मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्नुअघि क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट प्रणाली, जोखिम व्यवस्थापन, साइबर सुरक्षा, व्यवसाय निरन्तरता योजना तथा CCP-उन्मुख संस्थागत विकासलाई चरणबद्ध रूपमा सुदृढ गर्नु दीर्घकालीन रूपमा सुरक्षित र दिगो सुधारको आधार हुनेछ।

२.३.७ भारतको समग्र जोखिम व्यवस्थापन तथा सुपरिवेक्षण प्रणालीः नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

भारतको पूँजी बजार सुधारको दीर्घकालीन सफलताको आधार केवल आधुनिक वित्तीय उपकरणहरूको विकासमा सीमित छैन; यसको वास्तविक शक्ति समग्र जोखिम व्यवस्थापन (Integrated Risk Management) तथा प्रभावकारी नियामकीय सुपरिवेक्षण प्रणालीमा निहित रहेको छ। भारतले पूँजी बजारलाई क्रमशः विस्तार गर्दै जाँदा प्रत्येक नयाँ वित्तीय सेवा, कारोबार प्रणाली तथा बजार पूर्वाधारलाई जोखिममा आधारित नियामकीय ढाँचाभित्र समावेश गरेको छ। यसले बजारको तीव्र विस्तारसँगै उत्पन्न हुन सक्ने प्रणालीगत जोखिमलाई नियन्त्रण गर्दै लगानीकर्ता संरक्षण, बजारको विश्वसनीयता तथा वित्तीय स्थायित्व कायम राख्न महत्वपूर्ण योगदान दिएको छ।

भारतमा जोखिम व्यवस्थापनलाई कुनै एक संस्थाको जिम्मेवारीका रूपमा सीमित गरिएको छैन। भारतीय प्रतिभूति तथा विनिमय बोर्ड (SEBI), स्टक एक्सचेञ्जहरू, क्लियरिङ कर्पोरेशन, डिपोजिटरी, धितोपत्र व्यवसायी तथा अन्य बजार पूर्वाधार संस्थाहरूले आफ्नो—आफ्नो भूमिकाअनुसार जोखिम पहिचान, मूल्याङ्कन, नियन्त्रण तथा प्रतिवेदन प्रणाली सञ्चालन गर्ने बहु-स्तरीय व्यवस्था विकास गरिएको छ। यसले नियामकीय जिम्मेवारीलाई

स्पष्ट बनाउनुका साथै कुनै एक संस्थाको कमजोरीले सम्पूर्ण बजारमा जोखिम सिर्जना हुने सम्भावनालाई न्यूनीकरण गरेको छ।

भारतको जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको महत्वपूर्ण विशेषता जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण (Risk-Based Supervision) हो। यस प्रणालीअन्तर्गत सबै बजार सहभागीलाई समान रूपमा नियमन नगरी उनीहरूको कारोबारको परिमाण, वित्तीय अवस्था, जोखिमको प्रकृति, बजारमा प्रभाव तथा अनुपालन इतिहासका आधारमा फरक—फरक स्तरको नियामकीय निगरानी गरिन्छ। यसले नियामकीय स्रोतहरूको प्रभावकारी उपयोग गर्न तथा उच्च जोखिम भएका क्षेत्रहरूमा बढी ध्यान केन्द्रित गर्न सहयोग पुऱ्याएको छ।

पूँजी पर्याप्तता (Capital Adequacy) भारतको जोखिम व्यवस्थापनको अर्को आधारभूत स्तम्भ हो। धितोपत्र व्यवसायी, क्लियरिङ सदस्य तथा अन्य बजार मध्यस्थकर्ताले न्यूनतम पूँजी कायम राख्नुपर्ने व्यवस्था मात्र नभई कारोबारको परिमाण, जोखिमयुक्त सम्पत्ति तथा वित्तीय दायित्वका आधारमा पर्याप्त वित्तीय क्षमता कायम राख्नुपर्ने मापदण्ड विकास गरिएको छ। यसले बजार सहभागीहरूको वित्तीय सुदृढता कायम राख्दै आकस्मिक क्षतिको अवस्थामा पनि दायित्व पूरा गर्न सक्ने क्षमता सुनिश्चित गर्दछ।

भारतमा दैनिक जोखिम मूल्याङ्कन (Daily Risk Assessment) लाई अनिवार्य सञ्चालन अभ्यासका रूपमा विकास गरिएको छ। बजार मूल्यमा आएको परिवर्तन, खुला कारोबार (Open Positions), धितोको पर्याप्तता, मार्जिनको अवस्था, फछ्र्यौट जोखिम तथा काउन्टरपार्टि जोखिमको स्वचालित विश्लेषण गरी आवश्यक परे अतिरिक्त मार्जिन माग, कारोबार सीमा निर्धारण वा अन्य नियन्त्रणात्मक उपाय तुरुन्त लागू गरिन्छ। यसले जोखिमलाई सङ्कलित हुन नदिई प्रारम्भिक चरणमै नियन्त्रण गर्ने व्यवस्था सुनिश्चित गरेको छ।

धितोपत्र कसूर नियन्त्रण पनि भारतको समग्र जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको अभिन्न अङ्ग हो। भित्री कारोबार (Insider Trading), कृत्रिम कारोबार (False Trading), अस्वभाविक मूल्य उतारचढाव, झुट्टा कारोबार, झुट्टा आदेश (Spoofing), तहगत कारोबार (Layering) तथा अन्य बजार दुरुपयोगका सम्भावित गतिविधिलाई सूचना प्रविधिमा आधारित निगरानी प्रणालीमार्फत निरन्तर विश्लेषण गरिन्छ। आवश्यक परे SEBI ले तत्काल अनुसन्धान, निर्देशन, कारोबार निलम्बन वा अन्य कानुनी कारबाही गर्न सक्ने अधिकार प्रयोग गर्दछ।

भारतको नियामकीय अभ्यासले अनुपालन (Compliance) लाई केवल नियम पालना गर्ने औपचारिक प्रक्रिया नभई संस्थागत सुशासनको आधारका रूपमा विकास गरेको छ। धितोपत्र व्यवसायी तथा अन्य बजार मध्यस्थकर्ताले स्वतन्त्र अनुपालन अधिकृत (Compliance Officer), आन्तरिक लेखापरीक्षण, जोखिम व्यवस्थापन समिति, सूचना सुरक्षा नीति तथा नियामकीय प्रतिवेदन प्रणाली सञ्चालन गर्नुपर्ने व्यवस्था गरिएको छ। यसले आन्तरिक नियन्त्रणलाई सुदृढ बनाउँदै नियामकीय निरीक्षणलाई थप प्रभावकारी बनाएको छ।

आधुनिक सूचना प्रविधिले भारतको जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीलाई थप सशक्त बनाएको छ। वास्तविक समय कारोबार निगरानी, कृत्रिम बुद्धिमत्ता (Artificial Intelligence) मा आधारित जोखिम विश्लेषण, डेटा विश्लेषण (Data Analytics), नियामकीय प्रविधि (RegTech), सुपरभाइजरी प्रविधि (SupTech) तथा साइबर

सुरक्षा अनुगमन प्रणालीमार्फत विशाल मात्रामा हुने कारोबारको प्रभावकारी निरीक्षण सम्भव भएको छ। यसले जोखिम पहिचान गर्ने समय घटाउनुका साथै नियामकीय निर्णयलाई थप प्रमाणमा आधारित (Evidence-Based) बनाएको छ।

भारतको अनुभवले अर्को महत्वपूर्ण सन्देश पनि दिन्छ। जोखिम व्यवस्थापन कुनै स्थिर प्रणाली होइन; बजारको विकाससँगै यसलाई निरन्तर अद्यावधिक गर्नुपर्छ। नयाँ वित्तीय उपकरण, प्रविधि, लगानीकर्ता व्यवहार तथा अन्तर्राष्ट्रिय वित्तीय वातावरणमा आउने परिवर्तनअनुसार नियामकीय मापदण्ड, सुपरिवेक्षण प्रणाली तथा जोखिम नियन्त्रणका उपायहरू समयानुकूल परिमार्जन गर्ने अभ्यासले भारतको पूँजी बजारलाई दीर्घकालीन रूपमा सुदृढ बनाएको छ।

नेपालका लागि भारतको अनुभव अत्यन्त सान्दर्भिक छ। नेपालको पूँजी बजारले पनि आगामी सुधार कार्यक्रमलाई उपकरण-केन्द्रित (Product-Centric) दृष्टिकोणबाट होइन, जोखिम-केन्द्रित (Risk-Centric) दृष्टिकोणबाट अघि बढाउनुपर्छ। मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग वा भविष्यका अन्य वित्तीय उपकरण लागू गर्नुअघि जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण, पूँजी पर्याप्तता, आन्तरिक नियन्त्रण, सूचना प्रविधिमा आधारित निगरानी, साइबर सुरक्षा तथा बजार पूर्वाधार संस्थाहरूबीचको समन्वित जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीलाई संस्थागत रूपमा विकास गर्नु आवश्यक हुनेछ। यसले सुधारलाई सुरक्षित, विश्वसनीय तथा दिगो बनाउने आधार तयार गर्नेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.8)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको पूँजी बजार सुधारको केन्द्रमा "पहिले जोखिम व्यवस्थापन, त्यसपछि नयाँ वित्तीय सेवा" भन्ने सिद्धान्त रहेको देखिन्छ। यही कारणले बजार विस्तारसँगै वित्तीय स्थायित्व, लगानीकर्ता संरक्षण तथा नियामकीय विश्वसनीयता कायम राख्न सम्भव भएको छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले पनि पूँजी बजार सुधारलाई जोखिममा आधारित नियामकीय ढाँचामा कार्यान्वयन गर्नुपर्छ। प्रत्येक नयाँ वित्तीय सेवा लागू गर्नुअघि पूँजी पर्याप्तता, सूचना प्रविधि, आन्तरिक नियन्त्रण, साइबर सुरक्षा, बजार निगरानी तथा जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण प्रणालीलाई आवश्यक स्तरसम्म सुदृढ बनाउनु अनिवार्य हुनेछ। यसले आधुनिक पूँजी बजारको विकास र वित्तीय स्थायित्वबीच आवश्यक सन्तुलन कायम गर्न मद्दत गर्नेछ।

२.३.८ भारतमा RegTech, SupTech तथा डिजिटल बजार पूर्वाधारको विकास : नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

विश्वव्यापी रूपमा पूँजी बजारको तीव्र विस्तार, कारोबारको जटिलता तथा प्रविधिमा आधारित वित्तीय सेवाको विकाससँगै धितोपत्र नियमनको स्वरूपमा पनि महत्वपूर्ण परिवर्तन आएको छ। परम्परागत कागजी प्रतिवेदन, म्यानुअल निरीक्षण तथा घटनापछि गरिने नियामकीय हस्तक्षेपको स्थान क्रमशः सूचना प्रविधिमा आधारित वास्तविक समय (Real-Time) निगरानी, स्वचालित विश्लेषण तथा जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षणले लिन थालेको छ। भारतले पनि आफ्नो पूँजी बजार सुधार कार्यक्रमलाई सूचना प्रविधिको विकाससँग एकीकृत गर्दै RegTech (Regulatory Technology) र SupTech (Supervisory Technology) को प्रयोगलाई क्रमशः विस्तार गरेको छ। यसले नियामकीय दक्षता, पारदर्शिता तथा बजारको विश्वसनीयता अभिवृद्धि गर्न महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याएको छ।

भारतमा RegTech को मूल उद्देश्य बजार सहभागीहरूको नियामकीय अनुपालनलाई सरल, पारदर्शी तथा स्वचालित बनाउनु हो। धितोपत्र व्यवसायी, डिपोजिटरी सहभागी, क्लियरिङ सदस्य, मर्चेन्ट बैंकर, म्युचुअल फण्ड तथा अन्य नियामकीय दायरामा रहेका संस्थाहरूले आवश्यक विवरण, वित्तीय प्रतिवेदन, जोखिमसम्बन्धी सूचना तथा नियामकीय सूचना प्रवाहहरू डिजिटल प्रणालीमार्फत समयमै पेश गर्ने व्यवस्था विकास गरिएको छ। यसले प्रतिवेदनको गुणस्तर सुधार गर्नुका साथै तथ्याङ्क सङ्कलन र विश्लेषणलाई छिटो, विश्वसनीय र प्रमाणमा आधारित बनाएको छ।

SupTech को प्रयोगले नियामकीय सुपरिवेक्षणलाई नयाँ स्तरमा पुऱ्याएको छ। भारतीय प्रतिभूति तथा विनिमय बोर्ड (SEBI) ले स्टक एक्सचेञ्ज, क्लियरिङ कर्पोरेशन, डिपोजिटरी तथा अन्य बजार पूर्वाधार संस्थाबाट प्राप्त हुने कारोबार, फछ्र्यौट, मार्जिन, धितो, Open Positions, असामान्य मूल्य उतारचढाव तथा बजार गतिविधिसम्बन्धी तथ्याङ्कलाई एकीकृत डिजिटल प्रणालीमार्फत विश्लेषण गर्ने अभ्यास विकास गरेको छ। यसले सम्भावित जोखिम तथा बजार दुरुपयोगलाई प्रारम्भिक चरणमै पहिचान गर्न सहयोग पुऱ्याएको छ।

भारतमा वास्तविक समय बजार निगरानी (Real-Time Market Surveillance) प्रणाली आधुनिक पूँजी बजार नियमनको महत्वपूर्ण आधार बनेको छ। प्रत्येक कारोबार, आदेश (Order), संशोधन, रद्द (Cancellation), मूल्य परिवर्तन तथा कारोबारको परिमाणलाई स्वचालित रूपमा विश्लेषण गरिन्छ। अस्वाभाविक कारोबार, कृत्रिम मूल्य प्रभाव, भित्री कारोबार (Insider Trading), समन्वित कारोबार (Circular Trading), तहगत आदेश (Layering) वा अन्य शंकास्पद गतिविधि देखिएमा प्रणालीले तत्काल नियामकीय विश्लेषणका लागि सूचना उपलब्ध गराउँछ। यसले बजारमा हुने दुरुपयोग नियन्त्रण गर्नुका साथै लगानीकर्ताको विश्वास अभिवृद्धि गर्न महत्वपूर्ण भूमिका खेलेको छ।

डिजिटल बजार पूर्वाधारको अर्को महत्वपूर्ण पक्ष एकीकृत सूचना आदानप्रदान प्रणाली (Integrated Market Information System) हो। भारतमा स्टक एक्सचेञ्ज, डिपोजिटरी, क्लियरिङ कर्पोरेशन तथा

नियामकीय निकायबीच आवश्यक तथ्याङ्कको सुरक्षित तथा संरचित आदानप्रदान हुने व्यवस्था विकास गरिएको छ। यसले एउटै कारोबारसँग सम्बन्धित सम्पूर्ण जीवनचक्र (Trade Life Cycle) लाई सुरुदेखि अन्तिम फछ्र्यौटसम्म डिजिटल रूपमा ट्र्याक गर्न सम्भव बनाएको छ। यस्तो प्रणालीले बजारको पारदर्शिता, नियामकीय दक्षता तथा जोखिम व्यवस्थापनलाई उल्लेखनीय रूपमा सुदृढ बनाएको छ।

भारतले साइबर सुरक्षालाई पनि पूँजी बजार पूर्वाधारको अभिन्न अङ्गका रूपमा विकास गरेको छ। बजार पूर्वाधार संस्थाहरूका लागि सूचना सुरक्षा नीति, साइबर जोखिम मूल्याङ्कन, नियमित सुरक्षा परीक्षण, बहु-स्तरीय प्रमाणीकरण (Multi-Factor Authentication), डेटा इन्क्रिप्सन, आकस्मिक पुनःस्थापना केन्द्र (Disaster Recovery Site) तथा व्यवसाय निरन्तरता योजना (Business Continuity Plan) अनिवार्य बनाइएको छ। डिजिटल कारोबारमा हुने सम्भावित साइबर जोखिमलाई न्यूनीकरण गर्न यस्तो व्यवस्थाले महत्वपूर्ण भूमिका निर्वाह गरेको छ।

भारतमा डेटा विश्लेषण (Data Analytics), कृत्रिम बुद्धिमत्ता (Artificial Intelligence) तथा मेशिन लर्निङ (Machine Learning) को प्रयोग पनि विस्तार हुँदै गएको छ। विशाल परिमाणमा हुने कारोबारबाट प्राप्त तथ्याङ्कको विश्लेषण गरी असामान्य व्यवहार, प्रणालीगत जोखिम, लगानीकर्ताको प्रवृत्ति तथा सम्भावित नियामकीय कमजोरीहरूको प्रारम्भिक पहिचान गर्न यस्ता प्रविधिहरू उपयोग गर्न थालिएको छ। यसले नियामकीय निर्णयलाई थप तथ्यमा आधारित, पूर्वानुमानमुखी तथा प्रभावकारी बनाएको छ।

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गजस्ता आधुनिक वित्तीय सेवाहरू सञ्चालन गर्दा सूचना प्रविधिको भूमिका अझ महत्वपूर्ण हुन्छ। मार्जिनको गणना, धितोको पुनर्मूल्याङ्कन, जोखिम सीमा, धितोपत्र सापटीको उपलब्धता, फछ्र्यौटको अवस्था तथा नियामकीय प्रतिवेदन सबै प्रक्रिया स्वचालित प्रणालीमार्फत सञ्चालन गरिन्छ। यसले सञ्चालनगत जोखिम घटाउनुका साथै नियामकीय निरीक्षणलाई वास्तविक समयमा प्रभावकारी बनाउँछ।

नेपालका लागि भारतको अनुभव अत्यन्त महत्वपूर्ण छ। नेपालको पूँजी बजारको आकार अझै व्यवस्थापनयोग्य भएकाले प्रारम्भिक चरणमै Digital-First नियामकीय संरचना विकास गर्ने अवसर उपलब्ध छ। नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज, CDSC, धितोपत्र व्यवसायी तथा बैंकिङ प्रणालीबीच सुरक्षित डिजिटल सूचना आदानप्रदान, एकीकृत बजार निगरानी प्रणाली, स्वचालित नियामकीय प्रतिवेदन, जोखिम विश्लेषण, साइबर सुरक्षा तथा डिजिटल निरीक्षण प्रणाली क्रमशः विकास गर्न सकिन्छ। यसले भविष्यमा बजार विस्तार हुँदा पनि नियामकीय क्षमता समान रूपमा विस्तार गर्न सहयोग पुऱ्याउनेछ।

दीर्घकालीन दृष्टिकोणबाट नेपालले पूँजी बजार डिजिटल रूपान्तरण (Capital Market Digital Transformation) लाई छुट्टै रणनीतिक कार्यक्रमका रूपमा अघि बढाउनु उपयुक्त हुनेछ। यस्तो कार्यक्रमअन्तर्गत RegTech, SupTech, कृत्रिम बुद्धिमत्ता, डेटा विश्लेषण, साइबर सुरक्षा, डिजिटल अनुपालन,

एकीकृत डेटा प्लेटफर्म तथा डिजिटल बजार पूर्वाधारलाई क्रमिक रूपमा विकास गरी पूँजी बजारलाई अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको आधुनिक नियामकीय वातावरणतर्फ उन्मुख गर्न सकिन्छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.9)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको अनुभवले आधुनिक पूँजी बजारमा सूचना प्रविधि केवल सहायक साधन नभई नियमन, सुपरिवेक्षण, जोखिम व्यवस्थापन तथा लगानीकर्ता संरक्षणको आधारभूत पूर्वाधार भएको पुष्टि गरेको छ। RegTech, SupTech, वास्तविक समय बजार निगरानी, डेटा विश्लेषण तथा साइबर सुरक्षा प्रणालीले आधुनिक पूँजी बजारलाई सुरक्षित, पारदर्शी र प्रभावकारी बनाउन महत्वपूर्ण योगदान पुर्‍याएका छन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले पूँजी बजार सुधारसँगै डिजिटल रूपान्तरणलाई समान प्राथमिकता दिनुपर्छ। SEBON, NEPSE, CDSC, क्लियरिङ संस्था तथा धितोपत्र व्यवसायीबीच एकीकृत डिजिटल सूचना प्रणाली, वास्तविक समय बजार निगरानी, स्वचालित नियामकीय प्रतिवेदन, जोखिम विश्लेषण तथा साइबर सुरक्षा संरचना विकास गरी Digital-First नियामकीय प्रणाली स्थापना गर्नु नेपालको दीर्घकालीन पूँजी बजार विकासका लागि आवश्यक हुनेछ।

२.३.९ भारतको पूँजी बजार सुधारबाट प्राप्त प्रमुख सिकाइ

भारतको पूँजी बजारको विकास अनुभवले आधुनिक पूँजी बजारको निर्माण कुनै एकल कानुनी संशोधन, नयाँ वित्तीय उपकरणको सुरुवात वा सूचना प्रविधिको विकासबाट मात्र सम्भव हुँदैन भन्ने देखाउँछ। यसको लागि दीर्घकालीन दृष्टिकोण, स्पष्ट नीतिगत प्रतिबद्धता, सक्षम नियामकीय संस्था, सुदृढ बजार पूर्वाधार, प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन तथा चरणबद्ध कार्यान्वयन रणनीतिको समन्वित कार्यान्वयन आवश्यक हुन्छ। विगत तीन दशकमा भारतले अवलम्बन गरेको सुधार प्रक्रियाबाट नेपालले धेरै महत्वपूर्ण नीतिगत सिकाइ प्राप्त गर्न सक्छ।

पहिलो, पूँजी बजार सुधारलाई समग्र वित्तीय क्षेत्र सुधारको अभिन्न अङ्गका रूपमा अघि बढाउनुपर्छ। भारतले पूँजी बजारलाई बैंकिङ प्रणालीको प्रतिस्पर्धी विकल्पका रूपमा होइन, दीर्घकालीन पूँजी परिचालन, लगानी प्रवर्द्धन तथा आर्थिक विकासको पूरक संयन्त्रका रूपमा विकास गरेको छ। यसले वित्तीय प्रणालीमा विविधीकरण, लगानीको अवसर विस्तार तथा निजी क्षेत्रको पूँजी पहुँचमा उल्लेखनीय सुधार ल्याएको छ।

दोस्रो, प्रभावकारी तथा स्वतन्त्र नियामक संस्था कुनै पनि आधुनिक पूँजी बजारको आधार हो। भारतले SEBI लाई पर्याप्त कानुनी अधिकार, प्राविधिक क्षमता, वित्तीय स्रोत तथा संस्थागत स्वतन्त्रता प्रदान गर्दै नियमन र बजार विकासबीच सन्तुलन कायम गर्ने भूमिका विकास गरेको छ। यसले बजारमा विश्वास निर्माण गर्न निर्णायक योगदान दिएको छ।

तेस्रो, बजार पूर्वाधारलाई प्राथमिक सुधारका रूपमा विकास गर्नुपर्छ। स्टक एक्सचेञ्ज, डिपोजिटरी, क्लियरिङ कर्पोरेशन, केन्द्रीय काउन्टरपार्टि जोखिम व्यवस्थापन तथा डिजिटल फछ्र्यौट प्रणालीको विकासपछि मात्र भारतले क्रमशः मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा डेरिभेटिभ बजार विस्तार गरेको थियो। यसले जोखिमलाई नियन्त्रण गर्दै सुधारलाई दिगो बनाएको छ।

चौथो, जोखिम व्यवस्थापनलाई प्रत्येक सुधारको प्राथमिकतामा राख्नुपर्छ। भारतले "पहिले जोखिम व्यवस्थापन, त्यसपछि नयाँ वित्तीय सेवा" भन्ने सिद्धान्तलाई व्यवहारमा लागू गरेको देखिन्छ। पूँजी पर्याप्तता, मार्जिन प्रणाली, दैनिक बजार मूल्याङ्कन, धितो व्यवस्थापन, काउन्टरपार्टि जोखिम नियन्त्रण तथा वास्तविक समय बजार निगरानीले बजार विस्तारसँगै वित्तीय स्थायित्व कायम राख्न महत्वपूर्ण भूमिका खेलेका छन्।

पाँचौं, सूचना प्रविधि पूँजी बजारको सहायक उपकरण मात्र होइन, गुणात्मक नियमन तथा सुपरिवेक्षणको आधारभूत पूर्वाधार हो। RegTech, SupTech, डिजिटल प्रतिवेदन, वास्तविक समय बजार निगरानी, डेटा विश्लेषण तथा साइबर सुरक्षा प्रणालीको विकासले नियामकीय क्षमता उल्लेखनीय रूपमा वृद्धि गरेको छ। यसले बजारको पारदर्शिता, अनुपालन तथा जोखिम नियन्त्रणलाई नयाँ स्तरमा पुऱ्याएको छ।

छैटौं, लगानीकर्ता संरक्षणलाई बजार विकासको समानान्तर उद्देश्यका रूपमा अघि बढाउनुपर्छ। सूचना प्रवाह, जोखिम जानकारी, उपयुक्तता परीक्षण, गुनासो व्यवस्थापन, लगानीकर्ता शिक्षा तथा बजार दुरुपयोग नियन्त्रणजस्ता व्यवस्थाले लगानीकर्ताको विश्वास सुदृढ गरेको छ। विश्वासबिना पूँजी बजारको दीर्घकालीन विस्तार सम्भव हुँदैन भन्ने सन्देश भारतको अनुभवले स्पष्ट रूपमा दिएको छ।

सातौं, नियमन र बजार विकासबीच सन्तुलन कायम गर्नु आवश्यक हुन्छ। भारतले नयाँ वित्तीय सेवा रोक्ने उद्देश्यले नियमन गरेको होइन; बरु नवप्रवर्तनलाई सुरक्षित रूपमा विकास गर्न आवश्यक नियामकीय संरचना निर्माण गरेको हो। यस दृष्टिकोणले पूँजी बजारलाई प्रतिस्पर्धी, गतिशील तथा नवप्रवर्तनमैत्री बनाउन सहयोग पुऱ्याएको छ।

आठौं, सुधारहरू चरणबद्ध रूपमा कार्यान्वयन गर्नुपर्छ। भारतले कुनै पनि महत्वपूर्ण सुधार कार्यान्वयन गर्नुअघि कानुनी तयारी, सूचना प्रविधि विकास, संस्थागत क्षमता अभिवृद्धि, पाइलट परीक्षण, सार्वजनिक परामर्श तथा बजार सहभागीहरूको तयारी सुनिश्चित गरेको थियो। यसले सुधारलाई स्वीकार्य, सुरक्षित तथा प्रभावकारी बनाएको छ।

नवौं, बजार पूर्वाधार संस्थाहरूबीचको समन्वय आधुनिक पूँजी बजारको सफलता निर्धारण गर्ने प्रमुख तत्व हो। SEBI, स्टक एक्सचेञ्ज, डिपोजिटरी, क्लियरिङ कर्पोरेशन, धितोपत्र व्यवसायी, बैंकिङ प्रणाली तथा अन्य सम्बन्धित निकायबीच स्पष्ट जिम्मेवारी, नियमित सूचना आदानप्रदान तथा समन्वित सञ्चालन व्यवस्थाले सम्पूर्ण प्रणालीको दक्षता अभिवृद्धि गरेको छ।

दशौं, पूँजी बजार सुधार निरन्तर चलिरहने प्रक्रिया हो। वित्तीय नवप्रवर्तन, डिजिटल प्रविधि, अन्तर्राष्ट्रिय बजार तथा लगानीकर्ताको व्यवहारमा आउने परिवर्तनअनुसार नियमन, सञ्चालन प्रणाली तथा जोखिम

व्यवस्थापनलाई समयानुकूल अद्यावधिक गर्ने क्षमता नै आधुनिक नियामकीय संस्थाको पहिचान हो। भारतले यही सिद्धान्तलाई आत्मसात् गर्दै आफ्नो पूँजी बजारलाई निरन्तर विकसित गरेको देखिन्छ।

नेपालका लागि यी सबै सिकाइहरूको सार एउटै छः पूँजी बजार आधुनिकीकरण कुनै एक परियोजना होइन, यो दीर्घकालीन संस्थागत रूपान्तरणको प्रक्रिया हो। त्यसैले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा भविष्यका अन्य वित्तीय उपकरणहरूको कार्यान्वयनलाई छुट्टाछुट्टै कार्यक्रमका रूपमा नभई समग्र पूँजी बजार विकास रणनीतिअन्तर्गत समन्वित रूपमा अघि बढाउनु आवश्यक हुनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.10)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको अनुभवले सफल पूँजी बजार सुधारका लागि सक्षम नियामक, सुदृढ बजार पूर्वाधार, जोखिममा आधारित नियमन, सूचना प्रविधिको व्यापक उपयोग, लगानीकर्ता संरक्षण तथा चरणबद्ध कार्यान्वयन अनिवार्य रहेको पुष्टि गरेको छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले भारतको अनुभवलाई हुबहु अनुसरण गर्ने होइन, आफ्नो बजारको आकार, संस्थागत क्षमता, कानुनी व्यवस्था तथा आर्थिक अवस्थाअनुसार परिमार्जन गरी आत्मसात् गर्नुपर्छ। सुधारको प्रत्येक चरणमा बजार पूर्वाधार, नियामकीय क्षमता, सूचना प्रविधि तथा जोखिम व्यवस्थापनलाई समान प्राथमिकता दिँदै क्रमिक रूपमा आधुनिक पूँजी बजार प्रणाली निर्माण गर्नु नेपालको दीर्घकालीन हितमा हुनेछ।

२.३.१० नेपालको पूँजी बजार आधुनिकीकरणका लागि नीतिगत मार्गचित्र

भारतको पूँजी बजार सुधारको अनुभव तथा अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्यासको विश्लेषणबाट नेपालका लागि एउटा स्पष्ट नीतिगत निष्कर्ष प्राप्त हुन्छ। आधुनिक पूँजी बजारको निर्माण कुनै एकल कानुनी संशोधन, एउटा नयाँ वित्तीय सेवा वा एकपटकको संस्थागत सुधारबाट सम्भव हुँदैन। यसको लागि दीर्घकालीन दृष्टिकोण, स्पष्ट राष्ट्रिय नीति, सक्षम नियामकीय संस्था, आधुनिक बजार पूर्वाधार, सूचना प्रविधिमा आधारित सुपरिवेक्षण तथा चरणबद्ध कार्यान्वयन रणनीति आवश्यक हुन्छ। त्यसैले नेपालले पूँजी बजार सुधारलाई छुट्टाछुट्टै परियोजनाका रूपमा होइन, समग्र वित्तीय क्षेत्र आधुनिकीकरण कार्यक्रमको अभिन्न अङ्गका रूपमा अघि बढाउनु आवश्यक छ।

नेपालको पूँजी बजारले विगत केही वर्षमा डिम्याट प्रणाली, अनलाइन कारोबार, केन्द्रीय निक्षेप सेवा, विद्युतीय सार्वजनिक निष्कासन तथा डिजिटल लगानीकर्ता सेवा जस्ता महत्वपूर्ण उपलब्धि हासिल गरेको छ। यी उपलब्धिहरूले आधुनिक पूँजी बजार विकासका लागि आधारभूत संरचना तयार गरिसकेका छन्। अबको

आवश्यकता भनेको यस आधारलाई उपयोग गर्दै बजारको तरलता, गहिराइ, दक्षता तथा अन्तर्राष्ट्रिय प्रतिस्पर्धात्मकता अभिवृद्धि गर्ने दोस्रो चरणको सुधार कार्यक्रम कार्यान्वयन गर्नु हो।

यस अवधारणापत्रले प्रस्ताव गरेको सुधार कार्यक्रमको केन्द्रमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा जोखिममा आधारित नियामकीय प्रणाली रहेका छन्। तर यी सुधारहरू आफैंमा अन्तिम उद्देश्य होइनन्। यिनको उद्देश्य पूँजी बजारलाई थप तरल, पारदर्शी, सुरक्षित, प्रतिस्पर्धी तथा दीर्घकालीन पूँजी परिचालनका लागि सक्षम बनाउनु हो। त्यसैले प्रत्येक सुधारलाई बजार पूर्वाधार, सूचना प्रविधि, संस्थागत क्षमता तथा लगानीकर्ता संरक्षणसँग समन्वय गरी कार्यान्वयन गर्नुपर्छ।

नेपालमा सुधार कार्यक्रम कार्यान्वयन गर्दा सर्वप्रथम आवश्यक कानुनी तथा नीतिगत आधार निर्माण गर्नुपर्नेछ। धितोपत्र ऐन तथा सम्बन्धित नियमावलीमा आवश्यक संशोधन, नयाँ नियम तथा निर्देशिकाको निर्माण, बजार सहभागीहरूको अधिकार तथा दायित्वको स्पष्ट निर्धारण तथा नियामकीय अधिकारको सुदृढीकरणलाई प्रारम्भिक प्राथमिकतामा राख्नुपर्नेछ। यससँगै सुधार कार्यान्वयनका लागि आवश्यक संस्थागत समन्वय संयन्त्र पनि विकास गर्न आवश्यक हुनेछ।

दोस्रो चरणमा बजार पूर्वाधारको सुदृढीकरण आवश्यक हुनेछ। नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज, CDSC, क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट प्रणाली, धितोपत्र व्यवसायी तथा बैंकिङ प्रणालीबीच एकीकृत सूचना आदानप्रदान, स्वचालित जोखिम व्यवस्थापन, डिजिटल प्रतिवेदन तथा वास्तविक समय बजार निगरानी प्रणाली विकास गर्नुपर्छ। आधुनिक वित्तीय सेवाहरूको सुरक्षित सञ्चालनका लागि यस्तो पूर्वाधार अपरिहार्य हुनेछ।

तेस्रो चरणमा मार्जिन कारोबार तथा धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीलाई सीमित दायरामा पाइलट परियोजनाका रूपमा सञ्चालन गर्न सकिन्छ। प्रारम्भिक चरणमा उच्च तरलता भएका धितोपत्र, पर्याप्त पूँजी भएका धितोपत्र व्यवसायी तथा योग्य संस्थागत लगानीकर्तालाई मात्र समावेश गरी प्रणालीको व्यवहारिक परीक्षण गर्नुपर्छ। यसबाट प्राप्त अनुभवका आधारमा आवश्यक सुधार गर्दै क्रमशः बजारको दायरा विस्तार गर्न सकिन्छ।

चौथो चरणमा धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली पूर्ण रूपमा सञ्चालनमा आएपछि मात्र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई चरणबद्ध रूपमा अनुमति दिनु उपयुक्त हुनेछ। यस अवधिमा जोखिम व्यवस्थापन, मार्जिन व्यवस्था, धितो व्यवस्थापन, वास्तविक समय निगरानी, साइबर सुरक्षा तथा लगानीकर्ता शिक्षालाई विशेष प्राथमिकता दिनुपर्छ। कुनै पनि अवस्थामा अनावृत(Naked) शर्ट सेलिङ्गलाई अनुमति नदिने स्पष्ट नीतिगत व्यवस्था कायम गर्नुपर्छ।

दीर्घकालीन दृष्टिकोणबाट नेपालले बजार निर्माण (Market Making), एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), Securities Financing, सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty—CCP), डेरिभेटिभ बजार तथा अन्य आधुनिक वित्तीय उपकरणहरूको विकासतर्फ क्रमशः अघि बढ्नुपर्नेछ। यस्ता सुधारहरू सफल हुनका लागि

जोखिममा आधारित नियमन, डिजिटल बजार पूर्वाधार, RegTech, SupTech, साइबर सुरक्षा तथा उच्च स्तरको संस्थागत क्षमता आवश्यक हुनेछ।

यस सुधार कार्यक्रमको सफलताका लागि सार्वजनिक तथा निजी क्षेत्रबीचको सहकार्य पनि उत्तिकै महत्वपूर्ण हुनेछ। नेपाल धितोपत्र बोर्ड, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज, CDSC, धितोपत्र व्यवसायी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, संस्थागत लगानीकर्ता, व्यावसायिक सङ्घ-संस्था तथा शैक्षिक क्षेत्रबीच नियमित संवाद, सार्वजनिक परामर्श, क्षमता विकास तथा प्राविधिक सहकार्यलाई संस्थागत रूप दिन आवश्यक हुनेछ। यसले सुधारप्रति साझा स्वामित्व (Shared Ownership) विकास गर्नुका साथै कार्यान्वयनलाई सहज बनाउनेछ।

नेपालको पूँजी बजार आधुनिकीकरण कार्यक्रमलाई सफल बनाउन सुधारको गति र बजारको तयारीबीच सन्तुलन कायम गर्नु सबैभन्दा महत्वपूर्ण हुनेछ। अत्यधिक ढिलाइले बजार विकासको अवसर गुमाउन सक्छ भने पर्याप्त तयारीबिना गरिएको सुधारले वित्तीय स्थायित्वमा अनावश्यक जोखिम सिर्जना गर्न सक्छ। त्यसैले चरणबद्ध, प्रमाणमा आधारित, जोखिम बुझेको तथा परामर्शमुखी कार्यान्वयन नै नेपालको लागि सबैभन्दा उपयुक्त रणनीति हुनेछ।

अन्ततः, नेपालको पूँजी बजारलाई आगामी दशकमा राष्ट्रिय आर्थिक विकास, निजी क्षेत्रको दीर्घकालीन वित्तीय स्रोत परिचालन, पूर्वाधार लगानी, नवप्रवर्तन, उद्यमशीलता तथा रोजगारी सिर्जनाको प्रमुख आधारका रूपमा विकास गर्न आवश्यक छ। यस अवधारणापत्रमा प्रस्ताव गरिएका सुधारहरू त्यही दीर्घकालीन राष्ट्रिय दृष्टिकोणतर्फ उन्मुख छन्। सक्षम नियमन, सुदृढ बजार पूर्वाधार, आधुनिक सूचना प्रविधि, प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन तथा उच्च स्तरको लगानीकर्ता संरक्षणका आधारमा नेपालले अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्डअनुकूल आधुनिक, पारदर्शी, प्रतिस्पर्धी तथा विश्वसनीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्ने पर्याप्त सम्भावना रहेको छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.11)

मुख्य निष्कर्ष

नेपालको पूँजी बजार आधुनिकीकरणका लागि कानुनी सुधार, संस्थागत सुदृढीकरण, बजार पूर्वाधार, डिजिटल प्रविधि, जोखिम व्यवस्थापन तथा लगानीकर्ता संरक्षणलाई समग्र राष्ट्रिय कार्यक्रमअन्तर्गत समन्वित रूपमा अघि बढाउनु आवश्यक छ। उपकरण-केन्द्रित भन्दा प्रणाली-केन्द्रित सुधारले दीर्घकालीन सफलता सुनिश्चित गर्दछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई क्रमशः कार्यान्वयन गर्दै नेपालले Digital-First, जोखिममा आधारित र अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्यासमा आधारित पूँजी बजार निर्माण गर्नुपर्छ। सुधारको प्रत्येक चरणमा संस्थागत क्षमता, सूचना प्रविधि, बजार पूर्वाधार तथा लगानीकर्ता संरक्षणलाई समान प्राथमिकता दिँदा नेपालको पूँजी बजार राष्ट्रिय आर्थिक रूपान्तरणको प्रभावकारी माध्यम बन्न सक्नेछ।

२.३.११ भारतीय धितोपत्र सापटी तथा शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली : नेपालको लागि सिकाइ

आधुनिक पूँजी बजारमा Securities Lending and Borrowing (SLB) तथा Short Selling बजार दक्षता, तरलता, मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया र जोखिम व्यवस्थापनका महत्वपूर्ण उपकरण हुन्। भारतले विकसित बजारहरूको अनुभवलाई आफ्नो घरेलु बजार संरचनाअनुसार अनुकूलन गर्दै Securities Lending र Short Selling प्रणाली विकास गरेको छ।

भारतको अनुभवले **"Short Selling can improve market efficiency only when supported by transparent securities lending and strong regulatory control."** भन्ने देखाउँछ । अर्थात् Short Selling को सफलता Securities Lending Infrastructure, पारदर्शिता र प्रभावकारी नियमनमा निर्भर हुन्छ। नेपालका लागि भारतको अनुभव देहायका कारणहरूले विशेष उपयोगी छः

क) SEBON र SEBI को नियामकीय भूमिका समान प्रकृतिको छ।

ख) CDSC र भारतीय Depository System बीच समानता छ।

ग) Retail Investor Participation उच्च छ।

घ) बजार अझै विकासशील चरणमा छ।

(१) **भारतमा Securities Lending and Borrowing (SLB) को विकासः** भारतले Securities Lending and Borrowing लाई व्यवस्थित बजार उपकरणका रूपमा विकास गर्न SEBI मार्फत स्पष्ट नियामकीय संरचना तयार गरेको छ । भारतमा SLB को Securities Availability बढाउने, Short Selling लाई सहयोग गर्ने, Institutional Investors लाई प्रोत्साहन गर्ने र Market Liquidity अभिबृद्धि गर्ने उद्देश्य राखेको पाईन्छ ।

(२) **Indian SLB Market Structure:** भारतमा SLB प्रणालीमा मुख्य सहभागीहरूः

१. Lender (धितोपत्र दिने पक्ष)	• Institutional Investors • Long-term Investors • Mutual Funds
२. Borrower (धितोपत्र लिने पक्ष)	• Traders • Institutional Participants • Eligible Investors
३. Market Infrastructure Institution	• Stock Exchange • Clearing Corporation • Depository

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा पनि SLB Ecosystem : SEBON + NEPSE + CDSC + Brokers को समन्वयबाट विकास गर्नुपर्छ।

(३) **Covered Short Selling Framework**

भारतले Short Selling लाई अनुमति दिँदा मुख्य जोड **Covered Short Selling** मा दिएको छ। यसको अर्थ लगानीकर्ताले Short Sell गर्नुअघि सम्बन्धित धितोपत्र सापटी लिएको सुनिश्चित गर्नुपर्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा Covered Short Selling लाई मात्र अनुमति प्रदान गरी Naked Short Selling निषेध गर्नुपर्छ।

(४) **Short Selling Eligibility Framework**

भारतको अनुभव अनुसार सबै धितोपत्रमा Short Selling अनुमति दिनु उपयुक्त हुँदैन। यसका लागि Adequate Liquidity, Sufficient Market Capitalization, Regular Trading, Transparent Disclosure जसता योग्यता मापदण्डमा समावेश गर्नुपर्दछ ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON ले शर्ट सेलिङ्गका लागि योग्य धितोपत्रको सूची जारी गर्न सक्छ । प्रारम्भिक चरणमा देहायका योग्यता पुगेका धितोपत्रहरू मात्र समावेश गर्न सकिन्छ।

क) High Market Capitalization Scripts
ख) High Liquidity Stocks
ग) Selected Index Companies

(५) **Stock Broker Responsibility in Short Selling**

भारतको अनुभव अनुसार धितोपत्र दलाल व्यवसायीहरू Short Selling नियन्त्रणको महत्वपूर्ण बिन्दु हो। Broker को जिम्मेवारी देहाय अनुसार हुन सक्छन् ।

क) **Order Validation:** Short sell को आदेश कार्यान्वयन गर्नु अघि Borrow Availability Check गर्ने,
ख) **Record Maintenance:** सम्पूर्ण कारोबारहरूको अभिलेख राख्ने,
ग) **Client Monitoring:** Exposure Monitoring गर्ने ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

नियमावलीमा धितोपत्र दलाल व्यवसायीहरूको Short Selling Compliance सम्बन्धी दायित्वहरू स्पष्ट रूपमा उल्लेख गर्नुपर्छ।

(६) **Clearing Corporation Role**

भारतको अनुभवले SLB र Short Selling सफल बनाउन Settlement Guarantee, Collateral Management, Default Handling जस्ता कार्यहरूका लागि Clearing Corporation को भूमिका अत्यन्त महत्वपूर्ण हुने देखाउँछ ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा SLB र Short Selling सफल बनाउन CDSC ले देहायको भूमिका निर्वाह गर्नुपर्ने देखिन्छः

क) Securities Lending Settlement

ख) Collateral Management

ग) Risk Monitoring

(७) Collateral and Margin Management

भारतको SLB प्रणालीमा Borrower बाट Collateral लिने व्यवस्था छ, जसले गर्दा Default Risk र Counterparty Risk घटाउँछ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा SLB का लागि Cash, Government Securities & High Quality Listed Shares सम्पत्तिलाई Collateral को रूपमा स्वीकार गर्न सकिने देखिन्छ । साथै जोखिमअनुसार Haircut समेत लागू गर्नुपर्छ।

(८) Institutional Investor Participation

भारतमा SLB Market को विकासका लागि Institutional Investors को सहभागिता महत्वपूर्ण छ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा देहायका संस्थाहरू सम्भावित Lenders हुन सक्छन्।

क) Mutual Funds

ख) Insurance Companies

ग) Pension Funds

घ) Institutional Investors

(९) Reporting and Disclosure System

भारतको अनुभव अनुसार पारदर्शिता बिना Short Selling प्रति विश्वास निर्माण गर्न कठिन हुन्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित Reporting

NEPSE को dashboard मार्फत Short Sale Volume, Outstanding Borrowed Securities, Major Short Positions र Settlement Status जस्ता विवरण तथा सूचनाहरू प्रवाह व्यवस्था हुनुपर्दछ ।

(१०) Market Abuse Prevention

Short Selling मा देहाय बमोजिमको सम्भावित दुरुपयोग हुन सक्छ।

क) Artificial Price Pressure

ख) Rumor Based Trading

ग) Manipulative Short Position

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON ले बजारमा हुन सक्ने दुरुपयोग रोक्न देहाय बमोजिमको प्रणाली विकास गर्नुपर्छ।

क) Transaction Monitoring
ख) Suspicious Trading Detection
ग) Related Account Analysis

(११) India Based Implementation Roadmap for Nepal

Phase I: Legal Preparation	a) SLB Regulations b) Short Selling Regulations c) Stockbroker Regulations
Phase II: Infrastructure Development	d) CDSC Platform e) Clearing Integration f) Reporting System
Phase III: Pilot Operation	g) Selected Securities h) Institutional Investors
Phase IV: Market Expansion	i) Wider Investor Participation

तुलनात्मक सिकाइ तालिका

विषय	India Practice	Nepal Proposal
SLB	SEBI Regulated System	CDSC-Based Platform
Short Selling	Covered Model	Covered Only
Securities	Eligible List	Selected Liquid Stocks
Stockbroker	Compliance Responsibility	Mandatory Control
Clearing	Risk Management	CDSC Expansion
Reporting	Regulatory Disclosure	SEBON Monitoring

नीति सन्देश (Policy Box २.१२)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको अनुभवले Securities Lending र Short Selling विकासशील बजारमा पनि सफलतापूर्वक लागू गर्न सकिन्छ भन्ने देखाउनुका साथै यसलाई कसरी सुरक्षित रूपमा विकास गर्ने भन्ने व्यावहारिक मार्ग प्रस्तुत गर्दछ, तर यसको लागिः

क) स्पष्ट नियम,

ख) बलियो Clearing System,

ग) पारदर्शी Reporting,

घ) प्रभावकारी निगरानी, आवश्यक हुन्छ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिस

नेपालले:

क) CDSC अन्तर्गत Central Securities Lending Platform विकास गर्नुपर्छ।

ख) प्रारम्भिक चरणमा Covered Short Selling मात्र लागू गर्नुपर्छ।

ग) Naked Short Selling निषेध गर्नुपर्छ।

घ) Eligible Securities List तयार गर्नुपर्छ।

ङ) Broker लाई Compliance Responsibility दिनुपर्छ।

च) Institutional Investor Participation प्रोत्साहन गर्नुपर्छ।

छ) SEBON मा Short Selling Monitoring System स्थापना गर्नुपर्छ।

२.३.१२ भारत अनुभवबाट नेपालको लागि समग्र नीतिगत सिकाइ

SEBI Model, Securities Lending, Short Selling, Derivatives Market, Investor Protection तथा Digital Supervision सम्बन्धी निष्कर्ष: भारतको पूँजी बजार विकास अनुभव नेपालको लागि सबैभन्दा प्रत्यक्ष र व्यवहारिक अन्तर्राष्ट्रिय सिकाइमध्ये एक हो। समान दक्षिण एसियाली आर्थिक परिवेश, विकासशील वित्तीय प्रणाली, बैंक-प्रधान अर्थतन्त्र र बढ्दो खुद्रा लगानीकर्ता सहभागिताका कारण भारतको सुधार यात्रा नेपालको लागि अत्यन्त सान्दर्भिक छ।

भारतले विगत केही दशकमा:

क) परम्परागत कागजी कारोबार प्रणालीबाट डिजिटल बजार प्रणालीमा रूपान्तरण,

ख) कमजोर नियमनबाट बलियो नियामकीय संरचनातर्फ परिवर्तन,

ग) सीमित लगानीकर्ता आधारबाट व्यापक सहभागितातर्फ विस्तार,

घ) Cash Market बाट Derivatives Market सम्म विकास,

गरेर विश्वस्तरीय पूँजी बजार निर्माण गरेको छ।

भारतको अनुभवले **"A modern capital market is built through coordinated reform of regulation, technology, infrastructure and investor confidence."** भन्ने देखाउँछ । अर्थात् आधुनिक पूँजी बजार निर्माणका लागि नियमन, प्रविधि, पूर्वाधार र लगानीकर्ता विश्वासको एकीकृत सुधार आवश्यक हुन्छ।

(१) SEBI—SEBON Institutional Reform Lesson

भारतको सबैभन्दा महत्वपूर्ण सिकाइः बलियो र विकासमुखी नियामक संस्था बिना पूँजी बजारको दीर्घकालीन विकास सम्भव हुँदैन। SEBI ले Regulation, Supervision र Development तीनवटै भूमिका प्रभावकारी रूपमा निर्वाह गरेको छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

SEBON लाई ***Regulatory Authority*** *- नियम निर्माण गर्ने संस्था,* ***Supervisory Authority*** *- बजार निगरानी गर्ने संस्था र* ***Market Development Authority*** *- नयाँ उपकरण र बजार विस्तार गर्ने संस्थाका रूपमा विकास गर्नुपर्छ।*

(२) NEPSE Modernization Lesson from NSE

भारतको NSE ले Electronic Trading, Transparent Order Matching, Nationwide Access र High-Speed Infrastructure मार्फत् पूँजी बजार परिवर्तन गरेको छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

NEPSE सुधारका लागि देहायका क्षेत्रमा लगानी गर्नुपर्छः

- *क) Advanced Trading System*
- *ख) Real-Time Market Data*
- *ग) API Based Trading*
- *घ) System Stability*
- *ङ) Cyber Security*

(३) CDSC Expansion and Depository System Lesson

भारतको केन्द्रिय निक्षेप प्रणालीले Settlement Efficiency, Ownership Transparency तथा Operational Risk Reduction मा ठूलो योगदान दिएको छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

CDSC लाई भविष्यमा Securities Lending Platform, Collateral Management, Institutional Settlement Service, Digital Asset Management जस्ता भूमिकामा विस्तार गर्नुपर्छ।

(४) Securities Lending and Short Selling Lesson

भारतको अनुभवले Short Selling सफल बनाउन पहिले Securities Lending Infrastructure आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

नेपालले चरणबद्ध रुपमा देहायका कार्यहरु गर्नु उपयुक्त हुने देखिन्छः

चरण १	Central Securities Lending Platform स्थापना गर्ने।
चरण २	Covered Short Selling लागू गर्ने।
चरण ३ बजार परिपक्व भएपछि विस्तार गर्ने।	a) Eligible Securities List b) Borrow Confirmation c) Position Reporting d) Broker Responsibility e) Strong Enforcement

(५) नेपालको लागि धितोपत्र बजार सुधारको मार्गचित्र

अल्पकालिन अवधि	मुख्य सुधारः क) SEBON Institutional Strengthening ख) NEPSE System Upgrade ग) Investor Education Expansion घ) Digital Reporting System ङ) Securities Lending Platform च) Covered Short Selling छ) Institutional Investor Expansion ज) Clearing System Improvement
दीर्घकालिन अवधि	मुख्य सुधारः ङ) Derivatives Market च) CCP Framework छ) International Market Integration ज) Advanced Financial Products

भारत—नेपाल पूँजी बजार सुधार तुलना

क्षेत्र	India Experience	Nepal Reform Direction
Regulator	SEBI Model	SEBON Strengthening
Exchange	NSE Technology	NEPSE Modernization
Depository	Advanced Demat System	CDSC Expansion
Lending	SLB Framework	CDSC Based SLB

Short Selling	Controlled System	Covered Short Selling
Derivatives	Mature F&O Market	Phase-wise Development
Supervision	Digital Monitoring	SupTech Framework
Investors	Large Retail Base	Protection & Education

नीति सन्देश (Policy Box 2.13)

मुख्य निष्कर्ष

भारतको अनुभवले विकासशील अर्थतन्त्रले पनि विश्वस्तरीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सकिन्छ भन्ने देखाउँछ जसका लागि देहायका पूर्वशर्त आवश्यक देखिन्छः

क) बलियो नियामक संस्था,

ख) आधुनिक प्रविधि,

ग) प्रभावकारी बजार पूर्वाधार,

घ) लगानीकर्ता विश्वास।

नेपालका लागि मुख्य रणनीतिक सिफारिस

नेपालले देहायका सुधारहरु गर्नुपर्ने देखिन्छः

क) SEBON लाई SEBI जस्तै विकासमुखी र प्रविधि-आधारित नियामक बनाउनु पर्छ।

ख) NEPSE लाई आधुनिक Exchange Infrastructure मा रूपान्तरण गर्नुपर्छ।

ग) CDSC को रणनीतिक भूमिका विस्तार गर्नुपर्छ।

घ) Securities Lending र Covered Short Selling लागू गर्नुपर्छ।

ङ) Derivatives Market का लागि पूर्वाधार तयार गर्नुपर्छ।

च) Investor Protection Framework सुदृढ गर्नुपर्छ।

छ) Digital Supervision तथा SupTech प्रणाली विकास गर्नुपर्छ।

समापन निष्कर्ष

भारतको अनुभव नेपालको लागि केवल छिमेकी देशको उदाहरण मात्र होइन; यो विकासशील पूँजी बजारलाई आधुनिक, प्रविधिमा आधारित र अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको बजारमा रूपान्तरण गर्ने व्यवहारिक मार्गदर्शन समेत हो। नेपालले भारतको मोडेललाई पूर्ण रूपमा हुँबहु अनुसरण गर्नु मात्र हुँदैन, नेपालको बजार आकार, लगानीकर्ता संरचना, संस्थागत क्षमता, आर्थिक अवस्था अनुकुल हुने गरी सुधार रणनीति अपनाउनुपर्छ।

*अन्ततः **Strong Regulator + Modern Infrastructure + Investor Confidence + Market Innovation = Sustainable Capital Market Development** नै नेपालको दीर्घकालीन पूँजी बजार विकासको आधार बन्न सक्छ।*

२.४ संयुक्त राज्य अमेरिकाको अनुभव : आधुनिक धितोपत्र वित्तीयकरण तथा शर्ट सेलिङ्ग बजारको विकास

२.४.१ अमेरिकी पूँजी बजारको ऐतिहासिक विकास : नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

संयुक्त राज्य अमेरिकाको पूँजी बजार विश्वकै सबैभन्दा ठूलो, गहिरो तथा विकसित पूँजी बजारका रूपमा परिचित छ। आजको आधुनिक अमेरिकी पूँजी बजार एकै पटकमा विकसित भएको होइन; यो करिब एक शताब्दीभन्दा बढी अवधिमा भएका कानुनी सुधार, संस्थागत विकास, बजार पूर्वाधारको आधुनिकीकरण तथा लगानीकर्ता संरक्षणसम्बन्धी निरन्तर सुधारहरूको परिणाम हो। विशेषगरी सन् १९२९ को शेयर बजार गिरावट (Stock Market Crash) र त्यसपछिको महामन्दी (Great Depression) ले अमेरिकी पूँजी बजारको नियामकीय संरचनामा ऐतिहासिक परिवर्तन ल्याएको थियो। यस घटनाले प्रभावकारी नियमन, पारदर्शिता तथा लगानीकर्ता संरक्षणबिना पूँजी बजारको दिगो विकास सम्भव नहुने स्पष्ट सन्देश दिएको थियो।

महामन्दीपछिको अवधिमा संयुक्त राज्य अमेरिकाले पूँजी बजार सुधारलाई राष्ट्रिय आर्थिक पुनर्निर्माण कार्यक्रमको महत्वपूर्ण अङ्गका रूपमा अघि बढायो। यस क्रममा धितोपत्रसम्बन्धी संघीय कानुनहरूको निर्माण, अनिवार्य सूचना प्रवाह (Mandatory Disclosure), सार्वजनिक कम्पनीहरूको वित्तीय प्रतिवेदन प्रणाली, स्वतन्त्र लेखापरीक्षण तथा बजार दुरुपयोग नियन्त्रणका लागि सुदृढ कानुनी व्यवस्था विकास गरियो। यही सुधार प्रक्रिया अन्तर्गत U.S. Securities and Exchange Commission (USSEC) को स्थापना गरियो, जसले पूँजी बजार नियमन, लगानीकर्ता संरक्षण तथा बजारको निष्पक्ष सञ्चालन सुनिश्चित गर्ने केन्द्रीय नियामकीय निकायको भूमिका निर्वाह गर्न थाल्यो।

अमेरिकी अनुभवले एउटा महत्वपूर्ण सिद्धान्त स्थापित गरेको छः **लगानीकर्ताको विश्वास नै पूँजी बजारको सबैभन्दा ठूलो सम्पत्ति हो।** बजारमा लगानीकर्ताले प्राप्त गर्ने सूचना सत्य, पूर्ण, समयमै र समान रूपमा उपलब्ध हुनुपर्छ भन्ने सिद्धान्तलाई अमेरिकी धितोपत्र नियमनको आधार बनाइएको छ। यसैले सार्वजनिक कम्पनीहरूलाई नियमित वित्तीय प्रतिवेदन, महत्वपूर्ण घटनाको तत्काल सूचना प्रवाह तथा उच्च स्तरको कर्पोरेट सुशासन अपनाउन कानुनी रूपमा बाध्य बनाइएको छ।

अमेरिकी पूँजी बजारको अर्को महत्वपूर्ण विशेषता नियामकीय संस्थाहरूको स्पष्ट कार्य विभाजन हो। संघीय नियामक संस्था, स्टक एक्सचेञ्जहरू, स्व-नियामक संस्था (Self-Regulatory Organizations - SROs), क्लियरिङ संस्था, डिपोजिटरी तथा अन्य बजार पूर्वाधार संस्थाहरूबीच स्पष्ट जिम्मेवारी निर्धारण गरिएको छ। यस संस्थागत संरचनाले नियमनलाई प्रभावकारी बनाउनुका साथै बजार सञ्चालनमा उत्तरदायित्व र पारदर्शिता वृद्धि गरेको छ।

संयुक्त राज्य अमेरिकाले पूँजी बजार विकासलाई नवप्रवर्तनसँग पनि जोडेको छ। समयक्रममा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending), आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling), एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF), डेरिभेटिभ बजार, एल्गोरिद्मिक कारोबार तथा डिजिटल बजार पूर्वाधारको विकास गरिएको भए पनि प्रत्येक नयाँ वित्तीय सेवाको सुरुवात अघि आवश्यक कानुनी, संस्थागत तथा जोखिम व्यवस्थापन संरचना तयार गरिएको थियो। यसले वित्तीय नवप्रवर्तन र बजार स्थायित्वबीच सन्तुलन कायम राख्न महत्वपूर्ण भूमिका खेलेको छ।

अमेरिकी अनुभवले बजार पूर्वाधारको महत्वलाई पनि विशेष रूपमा उजागर गर्दछ। आधुनिक क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट प्रणाली, सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty - CCP) जोखिम व्यवस्थापन, वास्तविक समय बजार निगरानी, साइबर सुरक्षा तथा सूचना प्रविधिमा आधारित नियामकीय प्रणालीको विकासले पूँजी बजारलाई सुरक्षित, विश्वसनीय तथा उच्च दक्षतायुक्त बनाएको छ। यी सुधारहरू बिना आजको अमेरिकी पूँजी बजारको विस्तार सम्भव हुने थिएन।

यसैगरी, अमेरिकामा नियमनलाई स्थिर दस्तावेजका रूपमा होइन, निरन्तर सुधार हुने प्रक्रियाका रूपमा हेरिएको छ। वित्तीय संकट, नयाँ प्रविधि, बजार व्यवहार तथा अन्तर्राष्ट्रिय वित्तीय प्रणालीमा आउने परिवर्तनअनुसार कानुन, नियमावली, सुपरिवेक्षण प्रणाली तथा बजार सञ्चालन प्रक्रियालाई नियमित रूपमा परिमार्जन गर्ने अभ्यासले पूँजी बजारलाई समयानुकूल र प्रतिस्पर्धी बनाइराखेको छ।

नेपालका लागि अमेरिकी अनुभवबाट एउटा महत्वपूर्ण सन्देश प्राप्त हुन्छ। आधुनिक पूँजी बजारको आधार नयाँ वित्तीय उपकरण होइन, **विश्वास, पारदर्शिता, प्रभावकारी नियमन, संस्थागत उत्तरदायित्व तथा बलियो बजार पूर्वाधार** हुन्। त्यसैले नेपालले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो वा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गजस्ता आधुनिक सेवाहरू कार्यान्वयन गर्नुअघि नियामकीय क्षमता, सूचना प्रवाह प्रणाली, बजार पूर्वाधार, जोखिम व्यवस्थापन तथा लगानीकर्ता संरक्षणलाई समान प्राथमिकताका साथ सुदृढ गर्नुपर्छ।

अमेरिकी अनुभवले अर्को महत्वपूर्ण पाठ पनि सिकाउँछ 'पूँजी बजारको विकासलाई अल्पकालीन कारोबार वृद्धि वा सट्टेबाजीसँग मात्र जोडेर हेर्नु हुँदैन। यसको मूल उद्देश्य उद्यम, उद्योग, पूर्वाधार तथा दीर्घकालीन आर्थिक विकासका लागि पूँजी परिचालन गर्नु हो। यस दृष्टिकोणले पूँजी बजारलाई राष्ट्रिय आर्थिक विकासको रणनीतिक आधारका रूपमा स्थापित गरेको छ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.14)

मुख्य निष्कर्ष

संयुक्त राज्य अमेरिकाको अनुभवले पूँजी बजारको दीर्घकालीन सफलता प्रभावकारी नियामक संस्था, अनिवार्य सूचना प्रवाह, लगानीकर्ता संरक्षण, सुदृढ बजार पूर्वाधार तथा निरन्तर नियामकीय सुधारमा आधारित रहेको देखाउँछ। नयाँ वित्तीय उपकरणहरू सदैव स्पष्ट कानुनी आधार, जोखिम व्यवस्थापन तथा संस्थागत तयारीपछि मात्र विस्तार गरिएका छन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले पूँजी बजार आधुनिकीकरणलाई केवल नयाँ कारोबार प्रणालीको विकासका रूपमा नभई पारदर्शिता, लगानीकर्ता विश्वास, संस्थागत क्षमता, बजार पूर्वाधार तथा जोखिम-आधारित नियमन सुदृढ गर्ने दीर्घकालीन सुधार कार्यक्रमका रूपमा अघि बढाउनुपर्छ। आधुनिक वित्तीय सेवाको सफल कार्यान्वयनका लागि नियामकीय तयारी र बजार पूर्वाधारलाई पहिलो प्राथमिकता दिनु आवश्यक हुनेछ।

२.४.२ संयुक्त राज्य अमेरिकामा मार्जिन कारोबार तथा Regulation T : नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

मार्जिन कारोबार (Margin Trading) आधुनिक पूँजी बजारमा लगानीकर्तालाई सीमित आफ्नै पूँजीको आधारमा अतिरिक्त वित्तीय स्रोत प्रयोग गरी धितोपत्र खरिद गर्ने सुविधा प्रदान गर्ने महत्वपूर्ण व्यवस्था हो। यसले बजारमा तरलता, मूल्य अन्वेषण (Price Discovery), कारोबारको दक्षता तथा लगानीका अवसरहरू विस्तार गर्न महत्वपूर्ण योगदान पुऱ्याउँछ। तर अत्यधिक ऋण (Leverage) प्रयोगले बजारमा प्रणालीगत जोखिम (Systemic Risk), मूल्य अस्थिरता तथा वित्तीय संकटको सम्भावना पनि बढाउन सक्छ। यही कारणले मार्जिन कारोबारलाई विश्वका अधिकांश विकसित पूँजी बजारमा कडा नियामकीय व्यवस्था अन्तर्गत सञ्चालन गरिन्छ।

संयुक्त राज्य अमेरिकामा मार्जिन कारोबारको आधुनिक नियामकीय आधार **Regulation T** हो, जुन अमेरिकी केन्द्रीय बैंक प्रणाली (Federal Reserve System) द्वारा जारी गरिएको हो। यसको मूल उद्देश्य लगानीकर्ताले अत्यधिक ऋण प्रयोग गरी अनियन्त्रित रूपमा जोखिमपूर्ण कारोबार गर्न नपाओस् भन्ने सुनिश्चित गर्नु हो। यसले पूँजी बजारको मात्र होइन, समग्र वित्तीय प्रणालीको स्थायित्व संरक्षण गर्ने उद्देश्य पनि पूरा गर्दछ।

Regulation T ले विशेषगरी **प्रारम्भिक मार्जिन (Initial Margin)** सम्बन्धी न्यूनतम मापदण्ड निर्धारण गर्दछ। यसको अर्थ, लगानीकर्ताले धितोपत्र खरिद गर्दा निश्चित प्रतिशत रकम आफ्नै स्रोतबाट लगानी गर्नुपर्छ र बाँकी रकम मात्र मार्जिन ऋणका रूपमा प्राप्त गर्न सक्छ। यसले लगानीकर्तालाई पर्याप्त आफ्नै जोखिम वहन गर्न बाध्य बनाउँछ र अत्यधिक ऋणमा आधारित सट्टेबाजीलाई नियन्त्रण गर्दछ।

प्रारम्भिक मार्जिन निर्धारणपछि **सम्भार मार्जिन (Maintenance Margin)** को अवधारणा लागू हुन्छ। बजार मूल्यमा उतारचढाव हुँदा लगानीकर्ताको इक्विटी न्यूनतम स्तरभन्दा तल झरेमा थप धितो वा नगद जम्मा गर्नुपर्ने (Margin Call) व्यवस्था हुन्छ। यदि तोकिएको समयभित्र आवश्यक मार्जिन कायम नगरिएमा धितोपत्र व्यवसायीले जोखिम न्यूनीकरणका लागि धितोपत्र बिक्री (Forced Liquidation) गर्न सक्छ। यस प्रक्रियाले घाटा अनियन्त्रित रूपमा बढ्न नदिई बजारको वित्तीय अनुशासन कायम राख्न सहयोग पुऱ्याउँछ। अमेरिकी अनुभवको अर्को महत्वपूर्ण पक्ष नियामकीय जिम्मेवारीको स्पष्ट विभाजन हो। प्रारम्भिक मार्जिनको आधारभूत नीति Federal Reserve ले निर्धारण गर्छ भने धितोपत्र नियामक (SEC), स्व-नियामक संस्था तथा धितोपत्र व्यवसायीहरूले दैनिक जोखिम व्यवस्थापन, मेन्टेनेन्स मार्जिन, ग्राहकको उपयुक्तता (Suitability),

खुलासा (Disclosure) तथा अनुपालन सुनिश्चित गर्छन्। यसले मौद्रिक नीति, वित्तीय स्थायित्व र पूँजी बजार नियमनबीच प्रभावकारी समन्वय कायम गर्छ।

मार्जिन कारोबार सफल बनाउन अमेरिकाले केवल कानुनी व्यवस्था मात्र विकास गरेको छैन। यसका लागि वास्तविक समय जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली, स्वचालित मार्जिन गणना, दैनिक बजार मूल्याङ्कन (Mark-to-Market), धितोको पुनर्मूल्याङ्कन, ग्राहकको जोखिम प्रोफाइल विश्लेषण तथा उन्नत सूचना प्रविधिमा आधारित नियन्त्रण प्रणाली विकास गरिएको छ। यस्तो पूर्वाधारले जोखिमलाई समयमै पहिचान गरी आवश्यक नियन्त्रणात्मक उपाय तत्काल लागू गर्न सक्षम बनाउँछ।

लगानीकर्ता संरक्षण अमेरिकी मार्जिन प्रणालीको अर्को आधारभूत तत्व हो। मार्जिन खाताको सञ्चालन गर्नुअघि ग्राहकलाई मार्जिन कारोबारसँग सम्बन्धित जोखिम, सम्भावित घाटा, मार्जिन कल, बाध्यकारी बिक्री तथा बजार अस्थिरताका प्रभावबारे स्पष्ट जानकारी उपलब्ध गराउनु अनिवार्य गरिएको छ। यसले लगानीकर्तालाई सूचित निर्णय (Informed Decision) गर्न सक्षम बनाउँछ र भविष्यका विवादहरूलाई पनि न्यून गर्दछ।

अमेरिकी अनुभवले देखाउँछ कि मार्जिन कारोबारको सफल कार्यान्वयनका लागि **उच्च स्तरको पूँजी पर्याप्तता भएका धितोपत्र व्यवसायी** आवश्यक हुन्छन्। पर्याप्त वित्तीय क्षमता, आन्तरिक जोखिम व्यवस्थापन, स्वतन्त्र अनुपालन प्रणाली, आन्तरिक लेखापरीक्षण तथा सूचना प्रविधि पूर्वाधारबिना मार्जिन कारोबार सञ्चालन गर्न अनुमति दिइँदैन। यसले सम्पूर्ण प्रणालीको स्थायित्व कायम राख्न सहयोग गर्दछ।

नेपालका लागि अमेरिकी अनुभव अत्यन्त उपयोगी छ। नेपालमा मार्जिन कारोबार लागू गर्दा यसको उद्देश्य केवल कारोबारको मात्रा वृद्धि गर्नु मात्र हुनुहुँदैन। यसको प्रमुख उद्देश्य बजारको तरलता अभिवृद्धि, मूल्य अन्वेषण प्रणालीलाई प्रभावकारी बनाउने, दीर्घकालीन लगानीलाई प्रोत्साहन गर्ने तथा पूँजी बजारलाई थप प्रतिस्पर्धी बनाउने हुनुपर्छ। यसका लागि प्रारम्भिक मार्जिन, मेन्टेनेन्स मार्जिन, मार्जिन कल, बाध्यकारी बिक्री, धितोको पुनर्मूल्याङ्कन, ग्राहकको उपयुक्तता परीक्षण तथा जोखिम सूचना प्रवाहसम्बन्धी स्पष्ट कानुनी व्यवस्था आवश्यक हुनेछ।

नेपालले अमेरिकी प्रणालीलाई जस्ताको तस्तै अवलम्बन नगरी नेपालको पूँजी बजारको आकार, लगानीकर्ताको संरचना, संस्थागत क्षमता तथा बजार पूर्वाधारलाई ध्यानमा राखी क्रमिक रूपमा मार्जिन कारोबार लागू गर्नु उपयुक्त हुनेछ। प्रारम्भिक चरणमा उच्च तरलता भएका सूचीकृत धितोपत्र, पर्याप्त नेटवर्थ भएका धितोपत्र व्यवसायी तथा स्पष्ट जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली भएका संस्थाहरूलाई मात्र अनुमति दिई पाइलट मोडेल अपनाउन सकिन्छ। यसबाट प्राप्त अनुभवका आधारमा क्रमशः दायरा विस्तार गर्नु नेपालको सन्दर्भमा बढी सुरक्षित र व्यावहारिक हुनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.15)

मुख्य निष्कर्ष

अमेरिकाको Regulation T ले मार्जिन कारोबारलाई अत्यधिक ऋणमा आधारित सट्टेबाजीको माध्यम बन्न नदिई नियन्त्रित वित्तीय सेवा बनाएको छ। प्रारम्भिक मार्जिन, मेन्टेनेन्स मार्जिन, मार्जिन कल, जोखिम व्यवस्थापन तथा लगानीकर्ता सूचना प्रवाह यस प्रणालीका प्रमुख आधारहरू हुन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालमा मार्जिन कारोबार लागू गर्दा जोखिम-आधारित नियमन, न्यूनतम प्रारम्भिक मार्जिन, निरन्तर मेन्टेनेन्स मार्जिन, स्वचालित जोखिम निगरानी, पर्याप्त पूँजी भएका धितोपत्र व्यवसायी तथा लगानीकर्ता संरक्षणलाई कानुनी रूपमा अनिवार्य गर्नुपर्छ। सुधारलाई चरणबद्ध रूपमा कार्यान्वयन गर्दै बजार पूर्वाधार र नियामकीय क्षमता सुदृढ भएपछि मात्र यसको दायरा विस्तार गर्नु उपयुक्त हुनेछ।

तुलनात्मक नीतिगत दृष्टिकोण

विषय	संयुक्त राज्य अमेरिका	भारत	नेपालका लागि प्रस्तावित दृष्टिकोण
प्रारम्भिक मार्जिन	Federal Reserve द्वारा आधारभूत मापदण्ड	SEBI तथा स्टक एक्सचेञ्जद्वारा जोखिम-आधारित मापदण्ड	SEBON द्वारा नियामकीय ढाँचा, कार्यान्वयन NEPSE/CDSC/धितोपत्र व्यवसायीमार्फत
सम्भार मार्जिन	धितोपत्र व्यवसायीद्वारा निरन्तर निगरानी	दैनिक जोखिम मूल्याङ्कन	स्वचालित डिजिटल जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली
मार्जिन कल	अनिवार्य	अनिवार्य	स्पष्ट समयसीमा र कानुनी प्रक्रिया सहित
बाध्यकारी बिक्री	अनुमति	अनुमति	अन्तिम जोखिम नियन्त्रण उपायका रूपमा
जोखिम व्यवस्थापन	वास्तविक समय (Real-Time) प्रणाली	जोखिम-आधारित निगरानी	चरणबद्ध रूपमा डिजिटल प्रणाली विकास
लगानीकर्ता संरक्षण	विस्तृत जोखिम सूचना प्रवाह	अनिवार्य खुलासा	नेपाली भाषामा जोखिम जानकारी, उपयुक्तता परीक्षण तथा लगानीकर्ता शिक्षा

२.४.३ संयुक्त राज्य अमेरिकामा धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing) प्रणालीः नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing - SLB) आधुनिक पूँजी बजारको एक महत्वपूर्ण वित्तीय सेवा हो, जसले धितोपत्रको अस्थायी हस्तान्तरणमार्फत बजारमा तरलता, कारोबारको निरन्तरता तथा मूल्य अन्वेषण (Price Discovery) प्रक्रियालाई सुदृढ बनाउँछ। विकसित पूँजी बजारहरूमा SLB प्रणाली केवल शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) का लागि मात्र प्रयोग हुँदैन; यसले फछ्र्यौट असफलता (Settlement Failure) न्यूनीकरण, बजार निर्माण (Market Making), संस्थागत लगानी व्यवस्थापन, सूचकाङ्क कोष (Index Funds), एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF) तथा अन्य पूँजी बजार गतिविधिलाई समेत प्रभावकारी रूपमा सञ्चालन गर्न सहयोग पुऱ्याउँछ।

संयुक्त राज्य अमेरिकामा SLB प्रणाली मुख्यतः संस्थागत लगानीकर्ताहरूको सहभागितामा विकसित भएको हो। पेन्सन कोष, म्युचुअल फण्ड, बीमा कम्पनी, विश्वविद्यालयको Endowment कोष तथा अन्य दीर्घकालीन लगानी संस्थाहरूले आफ्नो पोर्टफोलियोमा रहेका धितोपत्रहरू निश्चित अवधिका लागि उधारो उपलब्ध गराई अतिरिक्त आम्दानी (Securities Lending Income) आर्जन गर्ने अभ्यास विकास गरेका छन्। यसले दीर्घकालीन लगानीकर्तालाई अतिरिक्त प्रतिफल प्राप्त हुने तथा बजारमा धितोपत्रको उपलब्धता सुनिश्चित हुने अवस्था सिर्जना गरेको छ।

अमेरिकी SLB प्रणालीको प्रमुख विशेषता हितग्राही (**Beneficial Ownership**) को संरक्षण हो। धितोपत्र अस्थायी रूपमा उधारो दिए पनि मूल स्वामित्वसम्बन्धी आर्थिक हित सुरक्षित रहने व्यवस्था गरिन्छ। उधारो अवधिमा लाभांश, बोनस शेयर, स्टक स्प्लिट वा अन्य कर्पोरेट कार्य (Corporate Actions) का आर्थिक प्रभावहरू सम्झौताअनुसार मूल धितोपत्रधनीलाई उपलब्ध गराइन्छ। यसले धितोपत्र उधारो दिन इच्छुक संस्थागत लगानीकर्ताको विश्वास कायम राख्न महत्वपूर्ण भूमिका खेलेको छ।

SLB कारोबारमा धितो (Collateral) व्यवस्थापन अत्यन्त महत्वपूर्ण हुन्छ। उधारो लिने पक्षले नगद, सरकारी ऋणपत्र वा अन्य स्वीकृत उच्च गुणस्तरका सम्पत्तिलाई धितोका रूपमा उपलब्ध गराउनुपर्छ। धितोको मूल्य प्रायः उधारो लिइएको धितोपत्रको बजार मूल्यभन्दा बढी राखिन्छ, जसलाई जोखिम नियन्त्रणका लागि आवश्यक सुरक्षा व्यवस्था (Over-Collateralization) मानिन्छ। बजार मूल्यमा आउने परिवर्तनअनुसार धितोको दैनिक पुनर्मूल्याङ्कन (Mark-to-Market) तथा आवश्यक परे अतिरिक्त धितो माग्ने व्यवस्था सञ्चालन गरिन्छ।

अमेरिकी बजारमा SLB प्रणाली सञ्चालन गर्दा स्पष्ट कानुनी सम्झौता (Legal Agreement) अनिवार्य हुन्छ। यसमा धितोपत्रको प्रकार, उधारो अवधि, धितोको स्वरूप, प्रतिफल (Lending Fee), कर्पोरेट कार्यको व्यवस्थापन, पूर्वसमाप्ति (Recall), डिफल्ट व्यवस्थापन तथा विवाद समाधानका प्रावधानहरू स्पष्ट रूपमा

उल्लेख गरिन्छ। यसले कारोबारमा सहभागी पक्षहरूको अधिकार र दायित्व सुनिश्चित गरी कानुनी अनिश्चितता न्यूनीकरण गर्दछ।

कस्टोडियन बैंक (Custodian Banks), प्राइम ब्रोकर (Prime Brokers) तथा केन्द्रीय बजार पूर्वाधार संस्थाहरूले अमेरिकी SLB प्रणालीमा महत्वपूर्ण भूमिका निर्वाह गर्छन्। उनीहरूले धितोपत्रको सुरक्षित अभिलेख, धितो व्यवस्थापन, दैनिक मूल्याङ्कन, प्रतिवेदन, फछ्र्यौट तथा जोखिम नियन्त्रणसम्बन्धी कार्यहरू सञ्चालन गर्छन्। यसले SLB कारोबारलाई सुरक्षित, पारदर्शी तथा व्यवस्थित बनाउँछ।

SLB प्रणालीको अर्को महत्वपूर्ण उद्देश्य फछ्र्यौट दक्षता (Settlement Efficiency) अभिवृद्धि गर्नु हो। कुनै धितोपत्र समयमै उपलब्ध नभई फछ्र्यौट असफल हुने अवस्था आएमा SLB प्रणालीमार्फत आवश्यक धितोपत्र अस्थायी रूपमा उपलब्ध गराई कारोबार समयमै सम्पन्न गर्न सकिन्छ। यसले बजारमा डिफल्ट जोखिम घटाउनुका साथै सम्पूर्ण फछ्र्यौट प्रणालीको विश्वसनीयता अभिवृद्धि गर्दछ।

अमेरिकी अनुभवले देखाउँछ कि SLB प्रणाली सफल बनाउन सूचना प्रविधि, केन्द्रीय अभिलेख प्रणाली, स्वचालित धितो व्यवस्थापन, दैनिक जोखिम मूल्याङ्कन तथा प्रभावकारी बजार निगरानी अपरिहार्य हुन्छ। प्रत्येक SLB कारोबारको अभिलेख, धितोको अवस्था, उधारो अवधि तथा फिर्ता प्रक्रियाको डिजिटल अनुगमनले सञ्चालनगत तथा काउन्टरपार्टि जोखिमलाई उल्लेखनीय रूपमा न्यूनीकरण गरेको छ।

नेपालका लागि अमेरिकी अनुभव विशेष रूपमा उपयोगी छ। नेपालमा SLB प्रणाली लागू गर्दा यसको प्राथमिक उद्देश्य आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) को आधार तयार गर्नु मात्र होइन, फछ्र्यौट दक्षता सुधार, बजार तरलता अभिवृद्धि, संस्थागत लगानीकर्ताको सक्रिय सहभागिता तथा दीर्घकालीन पूँजी बजार विकासलाई समर्थन गर्नु हुनुपर्छ। प्रारम्भिक चरणमा सूचीबद्ध उच्च तरलता भएका धितोपत्र, योग्य संस्थागत लगानीकर्ता तथा पर्याप्त पूँजी भएका धितोपत्र व्यवसायीलाई मात्र सहभागिता प्रदान गरी चरणबद्ध रूपमा प्रणाली विस्तार गर्नु उपयुक्त हुनेछ।

नेपालको सन्दर्भमा SLB प्रणाली लागू गर्दा केन्द्रीय निक्षेप सेवा कम्पनी (CDSC) वा भविष्यमा स्थापना हुने केन्द्रीय काउन्टरपार्टि संस्था (CCP) लाई केन्द्रीय समन्वयकारी पूर्वाधारका रूपमा विकास गर्न सकिन्छ। यसले धितोपत्र अभिलेख, सापटीको अभिलेख, धितो व्यवस्थापन, फिर्ता प्रक्रिया तथा नियामकीय प्रतिवेदनलाई एकीकृत डिजिटल प्रणालीमार्फत सञ्चालन गर्न सहयोग पुर्‍याउनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.16)

मुख्य निष्कर्ष

संयुक्त राज्य अमेरिकाको अनुभवले धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली बजारको तरलता, फछ्र्यौट दक्षता, संस्थागत लगानी व्यवस्थापन तथा जोखिम नियन्त्रणका लागि महत्वपूर्ण पूर्वाधार भएको देखाउँछ। यसको सफल कार्यान्वयनका लागि स्पष्ट कानुनी सम्झौता, पर्याप्त धितो, दैनिक जोखिम व्यवस्थापन तथा डिजिटल बजार पूर्वाधार आवश्यक हुन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालमा धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणालीलाई चरणबद्ध रूपमा लागू गर्दै प्रारम्भिक चरणमा संस्थागत लगानीकर्तालाई प्राथमिकता दिनुपर्छ। पर्याप्त धितो, दैनिक पुनर्मूल्याङ्कन, केन्द्रीय अभिलेख प्रणाली, स्पष्ट कानुनी अधिकार–दायित्व तथा डिजिटल निगरानीलाई नियमावलीको अनिवार्य अङ्ग बनाउँदै भविष्यमा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा अन्य आधुनिक पूँजी बजार सेवाहरूका लागि आधार तयार गर्नुपर्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित नीतिगत ढाँचा

विषय	संयुक्त राज्य अमेरिकाको अभ्यास	नेपालका लागि प्रस्ताव
सहभागी संस्था	संस्थागत लगानीकर्ता, कस्टोडियन, प्राइम ब्रोकर	प्रारम्भमा संस्थागत लगानीकर्ता, CDSC, इजाजतप्राप्त धितोपत्र व्यवसायी
धितो सुरक्षण (Collateral)	नगद, सरकारी ऋणपत्र, उच्च गुणस्तरका सम्पत्ति	नगद तथा SEBON द्वारा स्वीकृत धितो
धितो मूल्याङ्कन	दैनिक Mark-to-Market	दैनिक वा आवश्यकतानुसार स्वचालित पुनर्मूल्याङ्कन
कानुनी सम्झौता	मानकीकृत SLB Agreement	SEBON द्वारा स्वीकृत मानक सम्झौता
कर्पोरेट कार्य	आर्थिक हित मूल स्वामीलाई सुरक्षित	नियमावलीमा स्पष्ट व्यवस्था
डिजिटल अभिलेख	पूर्ण इलेक्ट्रोनिक प्रणाली	CDSC आधारित एकीकृत डिजिटल अभिलेख
उद्देश्य	तरलता, फछ्र्यौट, शर्ट सेलिङ्ग, बजार निर्माण	चरणबद्ध रूपमा तरलता वृद्धि, फछ्र्यौट दक्षता र Covered Short Selling को आधार

२.४.४ संयुक्त राज्य अमेरिकामा शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) तथा Regulation SHO : नेपालका लागि नीतिगत सिकाइ

शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) आधुनिक पूँजी बजारको एक स्वीकृत तथा नियमन गरिएको कारोबार प्रणाली हो, जसअन्तर्गत लगानीकर्ताले आफ्नो स्वामित्वमा नभएको धितोपत्र वैधानिक रूपमा सापटी लिई बिक्री गर्छ र पछि बजारबाट खरिद गरी सम्बन्धित धितोपत्र फिर्ता गर्छ। यसको उद्देश्य बजारमा तरलता अभिवृद्धि गर्नु, मूल्य अन्वेषण (Price Discovery) प्रक्रियालाई प्रभावकारी बनाउनु, बजार निर्माण (Market Making) लाई सहयोग गर्नु तथा जोखिम व्यवस्थापन (Hedging) का लागि आवश्यक वित्तीय साधन उपलब्ध गराउनु हो। विकसित पूँजी बजारहरूमा शर्ट सेलिङ्गलाई सट्टेबाजीको माध्यमका रूपमा मात्र होइन, बजारको दक्षता र सन्तुलन कायम गर्ने महत्वपूर्ण संयन्त्रका रूपमा स्वीकार गरिएको छ।

यद्यपि शर्ट सेलिङ्गसँग सम्बन्धित जोखिमलाई दृष्टिगत गर्दै संयुक्त राज्य अमेरिकाले यसलाई कडा नियामकीय व्यवस्थाअन्तर्गत सञ्चालन गरेको छ। विशेषगरी सन् २००५ मा लागू गरिएको **Regulation SHO** ले आधुनिक शर्ट सेलिङ्ग नियमनको आधार तयार गरेको मानिन्छ। यसको उद्देश्य शर्ट सेलिङ्गलाई पूर्ण रूपमा निषेध गर्नु होइन, बरु वैध, पारदर्शी तथा उत्तरदायी ढङ्गले सञ्चालन हुने सुनिश्चित गर्नु हो।

Regulation SHO को पहिलो आधारभूत सिद्धान्त **Locate Requirement** हो। कुनै पनि शर्ट सेलिङ्ग आदेश कार्यान्वयन गर्नुअघि सम्बन्धित धितोपत्र वैधानिक रूपमा सापटी उपलब्ध हुने सुनिश्चित गर्नुपर्छ। धितोपत्र उपलब्ध हुने विश्वसनीय स्रोतको पुष्टि नगरी शर्ट सेलिङ्ग गर्न अनुमति दिइँदैन। यस व्यवस्थाले काल्पनिक धितोपत्रको बिक्री तथा फछ्र्यौट असफलताको सम्भावना उल्लेखनीय रूपमा घटाउँछ।

दोस्रो महत्वपूर्ण व्यवस्था **Borrow Requirement** हो। शर्ट सेलिङ्गका लागि आवश्यक धितोपत्र सापटी लिने प्रक्रिया स्पष्ट कानुनी आधार, स्वीकृत सम्झौता तथा नियामकीय मापदण्डअनुसार सम्पन्न हुनुपर्छ। यसले शर्ट सेलिङ्गलाई धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing) प्रणालीसँग प्रत्यक्ष रूपमा जोड्छ। त्यसैले प्रभावकारी SLB प्रणालीबिना सुरक्षित शर्ट सेलिङ्ग सम्भव हुँदैन भन्ने सिद्धान्त अमेरिकी अनुभवले स्थापित गरेको छ।

तेस्रो आधारभूत व्यवस्था **Close-out Requirement** हो। यदि कुनै कारणवश फछ्र्यौट समयमै सम्पन्न हुन सकेन भने सम्बन्धित धितोपत्र निश्चित अवधिभित्र अनिवार्य रूपमा उपलब्ध गराई कारोबार पूरा गर्नुपर्ने हुन्छ। समयमै फछ्र्यौट हुन नसकेमा नियामकीय हस्तक्षेप, बाध्यकारी खरिद (Buy-in) वा अन्य सुधारात्मक उपायहरू लागू गरिन्छ। यसले बजारमा दीर्घकालीन फछ्र्यौट असफलता (Failure-to-Deliver) हुन नदिई बजारको विश्वसनीयता कायम राख्छ।

Regulation SHO अन्तर्गत **Threshold Securities** को अवधारणा पनि महत्वपूर्ण छ। लगातार फछ्र्यौट असफलता देखिएका धितोपत्रहरूको विशेष सूची तयार गरी तिनमा थप निगरानी, कडा अनुपालन तथा आवश्यक परे अतिरिक्त प्रतिबन्ध लागू गरिन्छ। यसले बजारमा सम्भावित दुरुपयोग तथा प्रणालीगत जोखिमको प्रारम्भिक पहिचान गर्न सहयोग पुऱ्याउँछ।

अमेरिकी नियामकीय प्रणालीले शर्ट सेलिङ्गलाई बजार दुरुपयोगबाट स्पष्ट रूपमा अलग गरेको छ। यदि शर्ट सेलिङ्ग कृत्रिम रूपमा मूल्य घटाउने, बजारमा भ्रम सिर्जना गर्ने, भित्री सूचना (Insider Information) को दुरुपयोग गर्ने वा अन्य प्रकारको बजार हेरफेर (Market Manipulation) गर्ने उद्देश्यले गरिएको पाइएमा कडा कानुनी कारबाही गरिन्छ। यसले वैध शर्ट सेलिङ्ग र अवैध बजार दुरुपयोगबीच स्पष्ट सीमारेखा कायम गरेको छ।

विशेष रूपमा उल्लेखनीय कुरा के हो भने अमेरिकी नियमनले **Covered Short Selling** लाई वैधानिक रूपमा स्वीकार गरेको छ भने **Naked Short Selling** लाई अत्यन्त सीमित अवस्थामा मात्र अनुमति दिएको छ वा व्यवहारतः कडा नियन्त्रणमा राखेको छ। कुनै पनि लगानीकर्ताले उपलब्ध नै नभएको धितोपत्र बिक्री

गर्ने वा सापटीको सुनिश्चितता नगरी बिक्री गर्ने अभ्यासलाई बजारको विश्वसनीयता तथा फछ्र्यौट प्रणालीका लागि जोखिमपूर्ण मानिएको छ। यही कारणले विकसित पूँजी बजारहरूले पनि आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई मात्र वैधानिक मान्यता दिएका छन्।

अमेरिकी अनुभवले शर्ट सेलिङ्ग सफलतापूर्वक सञ्चालन गर्न निम्न आधारभूत पूर्वाधार अपरिहार्य हुन्छन् भन्ने देखाउँछः

'प्रभावकारी SLB प्रणाली, वास्तविक समय बजार निगरानी, स्वचालित फछ्र्यौट प्रणाली, पर्याप्त धितो व्यवस्थापन, स्पष्ट कानुनी जिम्मेवारी, डिजिटल कारोबार अभिलेख तथा सक्षम नियामकीय निरीक्षण। यी पूर्वाधारबिना शर्ट सेलिङ्गले बजार स्थायित्वमा अनावश्यक जोखिम उत्पन्न गर्न सक्छ।'

नेपालका लागि अमेरिकी अनुभव अत्यन्त महत्वपूर्ण छ। नेपालमा शर्ट सेलिङ्ग प्रणाली लागू गर्दा प्रारम्भिक चरणमा **Covered Short Selling** लाई मात्र अनुमति दिनु उपयुक्त हुनेछ। शर्ट सेलिङ्ग गर्ने प्रत्येक लगानीकर्ताले बिक्रीपूर्व सम्बन्धित धितोपत्र वैधानिक रूपमा सापटी लिएको पुष्टि गर्नुपर्ने व्यवस्था नियमावलीमा अनिवार्य गरिनुपर्छ। साथै, **Naked Short Selling** लाई स्पष्ट रूपमा निषेध गर्दै उल्लङ्घन गर्ने पक्षमाथि कडा प्रशासनिक तथा कानुनी कारबाहीको व्यवस्था गरिनुपर्छ।

नेपालमा यस्तो प्रणाली कार्यान्वयन गर्दा CDSC, भविष्यमा स्थापना हुने केन्द्रीय काउन्टरपार्टि संस्था (CCP), नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज तथा इजाजतप्राप्त धितोपत्र व्यवसायीबीच एकीकृत डिजिटल प्रणाली विकास गरी शर्ट सेलिङ्ग आदेश, धितोपत्र सापटी, फछ्र्यौट अवस्था तथा जोखिम व्यवस्थापनलाई वास्तविक समयमा निगरानी गर्न सकिने व्यवस्था गर्नुपर्छ। यसले बजारको पारदर्शिता, लगानीकर्ता विश्वास तथा वित्तीय स्थायित्वलाई दीर्घकालीन रूपमा सुदृढ बनाउनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.17)

मुख्य निष्कर्ष

संयुक्त राज्य अमेरिकाको Regulation SHO ले शर्ट सेलिङ्गलाई निषेध गरेको छैन; यसलाई सुरक्षित, पारदर्शी र उत्तरदायी बनाउने नियामकीय संरचना विकास गरेको छ। Locate Requirement, Borrow Requirement, Close-out Requirement तथा Failure-to-Deliver नियन्त्रण प्रणाली आधुनिक शर्ट सेलिङ्ग नियमनका प्रमुख आधार हुन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

*नेपालमा केवल **आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling)** लाई चरणबद्ध रूपमा अनुमति दिनु उपयुक्त हुनेछ। प्रत्येक शर्ट सेलिङ्ग आदेशअघि धितोपत्र सापटीको अनिवार्य पुष्टि, प्रभावकारी SLB प्रणाली, स्वचालित डिजिटल निगरानी तथा समयमै फछ्र्यौट सुनिश्चित गर्ने व्यवस्था गर्नुपर्छ। **अनावृत शर्ट सेलिङ्ग (Naked Short Selling)** लाई स्पष्ट रूपमा निषेध गरी बजारको विश्वसनीयता र लगानीकर्ता संरक्षण सुनिश्चित गर्न आवश्यक कानुनी व्यवस्था गरिनुपर्छ।*

नेपालका लागि प्रस्तावित नियामकीय सिद्धान्त

नियामकीय विषय	संयुक्त राज्य अमेरिकाको अभ्यास	नेपालका लागि प्रस्तावित व्यवस्था
Covered Short Selling	अनुमति	चरणबद्ध रूपमा अनुमति
Naked Short Selling	कडा नियन्त्रण/व्यवहारतः निषेध	स्पष्ट रूपमा निषेध
Locate Requirement	अनिवार्य	अनिवार्य
Borrow Confirmation	अनिवार्य	SLB प्रणालीमार्फत अनिवार्य
Close-out Requirement	अनिवार्य	निश्चित समयसीमाभित्र अनिवार्य
Failure-to-Deliver Monitoring	वास्तविक समय निगरानी	CDSC/NEPSE एकीकृत डिजिटल निगरानी
Market Surveillance	SEC तथा SRO द्वारा निरन्तर निगरानी	SEBON नेतृत्वमा जोखिम-आधारित डिजिटल सुपरिवेक्षण
Enforcement	कडा प्रशासनिक तथा कानुनी कारबाही	नियमावलीमा स्पष्ट दण्ड तथा सुधारात्मक व्यवस्था

२.४.५ भारत तथा संयुक्त राज्य अमेरिकाको अनुभवबाट नेपालले अवलम्बन गर्नुपर्ने साझा नीतिगत सिद्धान्त

भारत र संयुक्त राज्य अमेरिकाको पूँजी बजार विकासको ऐतिहासिक पृष्ठभूमि, कानुनी संरचना, संस्थागत क्षमता तथा बजारको आकारमा उल्लेखनीय भिन्नता भए तापनि आधुनिक पूँजी बजार सञ्चालनका आधारभूत सिद्धान्तहरूमा उल्लेखनीय समानता देखिन्छ। दुवै देशले पूँजी बजारलाई केवल धितोपत्र खरिद–बिक्रीको माध्यमका रूपमा नभई दीर्घकालीन पूँजी परिचालन, आर्थिक विकास, लगानीकर्ता संरक्षण तथा वित्तीय स्थायित्वको महत्वपूर्ण आधारका रूपमा विकास गरेका छन्। यही कारणले दुवै देशका नियामकीय अभ्यासबाट नेपालले दीर्घकालीन सुधारका लागि महत्वपूर्ण नीतिगत मार्गदर्शन प्राप्त गर्न सक्छ।

(१) नयाँ वित्तीय उपकरणभन्दा पहिले बजार पूर्वाधार विकास

भारत र संयुक्त राज्य अमेरिका दुवैले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, शर्ट सेलिङ्ग तथा अन्य जटिल वित्तीय सेवाहरू प्रारम्भ गर्नुअघि डिपोजिटरी, क्लियरिङ प्रणाली, जोखिम व्यवस्थापन, डिजिटल अभिलेख तथा नियामकीय सूचना प्रणाली विकास गरेका थिए।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

NEPSE, CDSC, क्लियरिङ प्रणाली, जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा डिजिटल निगरानी पूर्वाधार पूर्ण रूपमा तयार भएपछि मात्र नयाँ वित्तीय सेवा सञ्चालन गर्नुपर्छ।

(२) जोखिम व्यवस्थापनलाई प्राथमिकतामा राख्ने

दुवै देशले वित्तीय नवप्रवर्तनभन्दा पहिले जोखिम व्यवस्थापनलाई प्राथमिकता दिएका छन्। यसमा प्रारम्भिक मार्जिन, मेन्टेनेन्स मार्जिन, दैनिक Mark-to-Market, Haircut, Margin Call, Forced Liquidation Stress Testing समावेश छन् ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

मार्जिन कारोबारको प्रत्येक चरणमा जोखिम हुने देखिएकोले यसको जोखिम व्यवस्थापनलाई प्राथमिकतामा राख्नुपर्छ।

(३) धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रणाली बिना सुरक्षित शर्ट सेलिङ्ग सम्भव हुँदैन

दुवै देशले शर्ट सेलिङ्गलाई SLB प्रणालीसँग प्रत्यक्ष रूपमा जोडेका छन्। यसले देहायका विषयहरुको सुनिश्चित गर्दछः

क) वास्तविक धितोपत्र उपलब्धता

ख) समयमै फछ्यौंट

ग) बजारमा कृत्रिम आपूर्ति नबढ्ने

घ) Failure-to-Deliver न्यून हुने

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

पहिले SLB प्रणाली, त्यसपछि मात्र Covered Short Selling लागू गर्नुपर्छ।

(४) Naked Short Selling निषेध गर्ने

भारत र अमेरिकाले बजार दुरुपयोग रोक्न Naked Short Selling लाई प्रभावकारी रूपमा नियन्त्रण गरेका छन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालको धितोपत्र सम्बन्धी कानूनले Naked Short Selling लाई स्पष्ट रूपमा निषेध गर्नुपर्छ।

(५) डिजिटल निगरानी अपरिहार्य छ

आधुनिक बजारमा लाखौं कारोबारको म्यानुअल निगरानी सम्भव हुँदैन।दुवै देशमा Real-time Surveillance, Automated Alerts, Algorithm Detection, AI-based Monitoring, Cross-market Surveillance लगायतका प्रणालीहरु प्रमुख रुपमा प्रयोग भएका छन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

SEBON ले RegTech तथा SupTech आधारित सुपरिवेक्षण प्रणाली विकास गर्नुपर्छ।

(६) लगानीकर्ता संरक्षण सुधारको आधार हो

भारत तथा अमेरिकामा लगानीकर्ताको संरक्षणका लागि Risk Disclosure, Suitability Assessment, Client Agreement, Complaint Handling, Investor Education देहायका विषयहरु पनि सँगसँगै विकास भएको पाइन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

मार्जिन तथा शर्ट सेलिङ्गसम्बन्धी कारोबारमा प्रवेश गर्नु अघि प्रत्येक लगानीकर्तालाई जोखिमबारे पर्याप्त जानकारी दिइनुपर्छ।

(७) नियामकीय जिम्मेवारी स्पष्ट हुनुपर्छ

अमेरिकामा Federal Reserve, SEC, Stock Exchange, FINRA, Clearing Corporation बीच स्पष्ट जिम्मेवारी विभाजन गरिएको छ।

त्यस्तै, भारतमा SEBI, Stock Exchanges, Depositories Clearing Corporations बीच स्पष्ट जिम्मेवारी विभाजन गरिएको छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

SEBON, NEPSE, CDSC तथा धितोपत्र व्यवसायीबीच कानुनी जिम्मेवारी स्पष्ट निर्धारण गर्नुपर्छ।

(८) सुधार चरणबद्ध रूपमा लागू गर्नुपर्छ

दुवै देशले पाइलट, परीक्षण तथा क्रमिक विस्तारको अभ्यास गरेका छन्।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

पहिलो चरणः Margin Trading

दोस्रो चरणः Securities Borrowing & Lending

तेस्रो चरणः Covered Short Selling

चौथो चरणः Market Making, ETFs, Securities Financing, Derivatives

(९) नियमन गतिशील हुनुपर्छ

दुवै देशमा नियमहरू समय-समयमा संशोधन भएको देखिन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

SEBON ले नियमहरूको नियमित समीक्षा तथा परिमार्जनको व्यवस्था गर्नुपर्छ।

(१०) पूँजी बजार आर्थिक विकासको पूर्वाधार हो

भारत र अमेरिकाको अनुभवबाट विकसित पूँजी बजारले आर्थिक विकासमा देहाय अनुसार योगदान पुर्याएको देखिन्छ।

क) उद्योगलाई दीर्घकालीन पूँजी उपलब्ध गराउने,

ख) पूर्वाधार विकासमा सहयोग,

ग) रोजगारी सिर्जना,

घ) नवप्रवर्तनलाई प्रोत्साहन,

ङ) वित्तीय प्रणालीलाई विविधीकरण।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

पूँजी बजार सुधारलाई केवल कारोबार वृद्धिका रूपमा मात्र होइन, राष्ट्रिय आर्थिक रूपान्तरणको रणनीतिक कार्यक्रमका रूपमा कार्यान्वयन गर्नुपर्छ।

समग्र निष्कर्ष

भारत र संयुक्त राज्य अमेरिकाको अनुभवले एउटै स्पष्ट सन्देश दिन्छ - आधुनिक पूँजी बजारको सफलता नयाँ वित्तीय उपकरणहरूको संख्या वा कारोबारको परिमाणमा निर्भर हुँदैन। यसको वास्तविक आधार सक्षम नियामकीय संस्था, बलियो बजार पूर्वाधार, जोखिम-आधारित नियमन, प्रभावकारी सूचना प्रविधि, लगानीकर्ता संरक्षण तथा चरणबद्ध सुधार हो। नेपालले यी सिद्धान्तलाई आफ्नै कानुनी, संस्थागत तथा आर्थिक सन्दर्भअनुसार परिमार्जन गरी लागू गर्न सकेमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा भविष्यका अन्य आधुनिक पूँजी बजार सेवाहरू सुरक्षित, पारदर्शी तथा दिगो रूपमा विकास गर्न सकिनेछ।'

Policy Box 2.18

नेपालको लागि दश स्वर्णिम सिद्धान्त (Ten Golden Principles for Capital Market Reform)

१. उपकरण तथा सेवा भन्दा पहिला पूर्वाधार,

२. जोखिम व्यवस्थापन पहिले, अनि लिभरेज,

३. SLB पहिले, Covered Short Selling पछि,

४. Naked Short Selling निषेध,

५. डिजिटल सुपरिवेक्षण अनिवार्य,

६. लगानीकर्ता संरक्षण सर्वोपरि,

७. स्पष्ट कानुनी जिम्मेवारी,

८. चरणबद्ध कार्यान्वयन,

९. नियमित नियामकीय समीक्षा,

१०. पूँजी बजारलाई राष्ट्रिय आर्थिक विकासको रणनीतिक आधारका रूपमा विकास गर्ने।

२.५ युरोपेली संघ तथा बेलायतको अनुभवः स्वच्छ, पारदर्शिता तथा प्रभावकारी बजार र जोखिम व्यवस्थापन

२.५.१ युरोपेली पूँजी बजारको विकास र नियामकीय दर्शन

युरोपेली संघ (European Union - EU) तथा बेलायतको पूँजी बजार विश्वकै सबैभन्दा विकसित, विविधतापूर्ण र उच्च नियमनयुक्त बजार प्रणालीमध्ये पर्दछन्। संयुक्त राज्य अमेरिका जस्तै युरोपेली बजारको विकास पनि केवल कारोबारको विस्तारबाट नभई बलियो संस्थागत संरचना, पारदर्शिता, लगानीकर्ता संरक्षण, बजार अखण्डता तथा अन्तर्राष्ट्रिय समन्वयमा आधारित रहेको छ।

युरोपेली पूँजी बजारको विशेषता यसको विविधता हो। विभिन्न देशहरूका आफ्नै इतिहास, कानुनी प्रणाली, मुद्रा, वित्तीय संस्था तथा बजार संरचना हुँदाहुँदै पनि साझा नियामकीय मापदण्डमार्फत एकीकृत बजार निर्माण गर्ने प्रयास गरिएको छ। यस प्रक्रियाले एउटा महत्वपूर्ण नीतिगत सन्देश दिएको छ '**पूँजी बजारको विकासका लागि केवल बजारको आकार महत्वपूर्ण हुँदैन; साझा नियम, विश्वसनीय संस्था र प्रभावकारी समन्वय पनि उत्तिकै आवश्यक हुन्छ।**' युरोपेली पूँजी बजारको आधुनिकीकरण मुख्यतः देहायका दुई उद्देश्यमा केन्द्रित रहेको छः

क) लगानीकर्ता तथा बजार सहभागीहरूको विश्वास अभिवृद्धि गर्ने।

ख) विभिन्न देशका बजारहरूबीच सुरक्षित, पारदर्शी र प्रतिस्पर्धात्मक वित्तीय वातावरण निर्माण गर्ने।

यस उद्देश्य प्राप्त गर्न युरोपेली संघले क्रमशः साझा नियामकीय संरचना विकास गरेको छ। यसअन्तर्गत धितोपत्र बजार सञ्चालन, लगानी सेवा, कारोबार पारदर्शिता, बजार दुरुपयोग नियन्त्रण, क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट, सेन्ट्रल काउन्टरपार्टि (Central Counterparty - CCP), जोखिम व्यवस्थापन तथा वित्तीय स्थायित्वसम्बन्धी विस्तृत कानुनी व्यवस्था लागू गरिएको छ। युरोपेली नियामकीय दर्शनको मुख्य आधार **"Market Integrity"** हो। यसको अर्थ बजारमा प्रत्येक सहभागीले समान सूचना प्राप्त गर्ने, कारोबार निष्पक्ष रूपमा सम्पन्न हुने, मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया विश्वसनीय हुने तथा बजार दुरुपयोग नियन्त्रण हुने वातावरण सिर्जना गर्नु हो। यस दृष्टिकोणले युरोपेली नियमनलाई केवल कारोबार नियन्त्रण गर्ने माध्यमका रूपमा होइन, बजारको दीर्घकालीन विश्वास निर्माण गर्ने संरचनाका रूपमा विकास गरेको छ।

एकीकृत पूँजी बजार निर्माणको अनुभव

युरोपेली संघले विभिन्न राष्ट्रिय बजारहरूलाई क्रमशः एकीकृत गर्दै साझा पूँजी बजार निर्माण गर्ने प्रयास गरेको छ। यस प्रक्रियामा निम्न विषयहरूमा समान मापदण्ड विकास गरेको देखिन्छः

क) धितोपत्र कारोबारसम्बन्धी नियम,

ख) लगानी सेवा प्रदायकको दायित्व,

ग) ग्राहक संरक्षण,

घ) कारोबार पारदर्शिता,

ङ)   क्लियरिङ तथा फछ्र्यौट प्रणाली,

च)   बजार निगरानी,

छ)   जोखिम व्यवस्थापन।

यसले देखाएको छ कि पूँजी बजारको अन्तर्राष्ट्रियकरणका लागि केवल विदेशी लगानी आकर्षित गर्नु पर्याप्त हुँदैन; नियामकीय विश्वसनीयता, सूचना पारदर्शिता र संस्थागत क्षमता पनि आवश्यक हुन्छ। नेपालका लागि यो अनुभव विशेष रूपमा उपयोगी छ किनभने नेपालको पूँजी बजार पनि क्रमशः अन्तर्राष्ट्रिय लगानीकर्ता, संस्थागत लगानीकर्ता तथा आधुनिक वित्तीय उपकरणतर्फ विस्तार हुँदैछ।

नियमनको मूल दर्शन : नवप्रवर्तन र स्थायित्वबीच सन्तुलन

युरोपेली नियामकीय प्रणालीको महत्वपूर्ण विशेषता भनेको वित्तीय नवप्रवर्तनलाई पूर्ण रूपमा रोक्नुको सट्टा उचित जोखिम व्यवस्थापनसहित विकास गर्नु हो।

उदाहरणका रूपमाः

क) धितोपत्र वित्तीयकरण (Securities Financing)

ख) एक्सचेञ्ज ट्रेडेड फण्ड (ETF)

ग) डेरिभेटिभ बजार

घ) एल्गोरिथ्मिक कारोबार

ङ) डिजिटल वित्तीय सेवा

जस्ता आधुनिक सेवाहरूलाई अनुमति दिइएको छ, तर तिनको सञ्चालनका लागि पारदर्शिता, रिपोर्टिङ, जोखिम नियन्त्रण र लगानीकर्ता संरक्षणका कडा मापदण्ड लागू गरिएको छ। यसले एउटा महत्वपूर्ण सिद्धान्त स्थापित गरेको छः

"Innovation should be supported, but uncontrolled risk should not be permitted."

अर्थात् वित्तीय नवप्रवर्तनलाई प्रोत्साहन गर्नुपर्छ तर त्यसबाट उत्पन्न हुन सक्ने प्रणालीगत जोखिम नियन्त्रण गर्न सक्षम नियामकीय संरचना आवश्यक हुन्छ।

जोखिम-आधारित नियमन (Risk-Based Regulation)

युरोपेली बजारको अर्को महत्वपूर्ण विशेषता जोखिम-आधारित नियमन हो। सबै बजार सहभागीलाई समान रूपमा हेर्नुको सट्टा उनीहरूको आकार, गतिविधिको प्रकृति, जोखिम स्तर तथा प्रणालीगत महत्वका आधारमा निगरानी तथा नियामकीय आवश्यकता निर्धारण गरिन्छ। यस प्रणालीअन्तर्गत निम्न अभ्यासहरू लागू गरिएका छन्।

क) उच्च जोखिम भएका संस्थालाई बढी निगरानी।

ख) जटिल वित्तीय गतिविधिमा थप रिपोर्टिङ।

ग) प्रणालीगत महत्व भएका संस्थामा कडा पूँजी तथा जोखिम मापदण्ड।

घ) प्रविधिमा आधारित निरन्तर सुपरिवेक्षण।

नेपालका लागि यो अनुभव अत्यन्त महत्वपूर्ण छ। सानो र विकासशील बजारमा सबै संस्थामा समान स्तरको नियमन लागू गर्दा लागत बढ्न सक्छ। त्यसैले जोखिमको आधारमा नियमन गर्ने प्रणाली बढी प्रभावकारी हुन सक्छ।

नेपालका लागि प्रारम्भिक नीतिगत सिकाइ

युरोपेली अनुभवबाट नेपालले निम्न प्रमुख अभ्यासहरु अनुसरण गर्नसक्छः

क) पूँजी बजार विकासका लागि साझा नियम र संस्थागत समन्वय,

ख) नयाँ वित्तीय उपकरणहरूलाई अनुमति दिँदा पारदर्शिता र जोखिम व्यवस्थापनलाई अनिवार्य आधार बनाउने,

ग) लगानीकर्ताको हित संरक्षणलाई प्राथमिकता दिने,

घ) बजार निगरानी प्रणाली प्रविधिमा आधारित बनाउने,

ङ) जटिल वित्तीय सेवाका लागि कारोबारको विस्तृत रिपोर्टिङ प्रणाली आवश्यक हुने,

च) बजार विकाससँगै गतिशिल नियमन प्रक्रियाको अवलम्बन,

छ) नेपालको बजार क्षमता र संस्थागत व्यवस्था अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास अनुकूलन बनाउने।

नीति सन्देश (Policy Box 2.19)

मुख्य निष्कर्ष

युरोपेली संघ तथा बेलायतको अनुभवले देखाउँछ कि आधुनिक पूँजी बजारको सफलता केवल कारोबार विस्तारमा होइन, पारदर्शिता, बजार अखण्डता, लगानीकर्ता संरक्षण, जोखिम-आधारित नियमन तथा अन्तर-संस्थागत समन्वयमा आधारित हुन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश

नेपालले नयाँ वित्तीय सेवा तथा बजार उपकरणहरू विस्तार गर्दा युरोपेली अनुभव अनुसार पारदर्शी रिपोर्टिङ, प्रविधिमा आधारित सुपरिवेक्षण, स्पष्ट कानुनी जिम्मेवारी तथा जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीलाई सुधारको अभिन्न अङ्ग बनाउनुपर्छ। विशेष गरी मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग कार्यान्वयन गर्दा कारोबार-स्तरीय निगरानी र लगानीकर्ता संरक्षणलाई उच्च प्राथमिकता दिनुपर्छ।

२.५.२ MiFID Framework: पारदर्शिता, लगानीकर्ता संरक्षण र बजार सञ्चालन मापदण्ड

युरोपेली संघको **Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)** विश्वकै सबैभन्दा प्रभावकारी लगानी सेवा नियमन प्रणालीमध्ये एक हो। यसको मुख्य उद्देश्य लगानी सेवा प्रदायक संस्था (Investment Firms), धितोपत्र व्यवसायी, एक्सचेञ्ज तथा अन्य बजार सहभागीहरूको गतिविधिलाई पारदर्शी, निष्पक्ष र

लगानीकर्ता-मैत्री बनाउनु हो। MiFID को विकासको मुख्य कारण युरोपेली वित्तीय बजारमा बढ्दो जटिलता, नयाँ वित्तीय उपकरणहरूको विस्तार, प्रविधिमा आधारित कारोबार प्रणाली तथा लगानीकर्ता संरक्षणको आवश्यकता थियो।

यसले परम्परागत कारोबार नियमनभन्दा अगाडि बढेर **बजार सञ्चालन, ग्राहक संरक्षण, सूचना सूचना प्रवाह र संस्थागत उत्तरदायित्वलाई एकीकृत नियामकीय ढाँचामा समेटेको छ।** नेपालको सन्दर्भमा MiFID विशेष रूपमा महत्वपूर्ण छ, किनभने मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र शर्ट सेलिङ्गजस्ता सेवाहरूमा केवल कारोबार अनुमति दिनु पर्याप्त हुँदैन। यस्ता सेवाहरूमा लगानीकर्तालाई सही जानकारी, उपयुक्त सेवा, जोखिम चेतना र निष्पक्ष कारोबार सुनिश्चित गर्ने व्यवस्था अनिवार्य हुन्छ।

(१) लगानीकर्ता वर्गीकरण (Client Classification)

MiFID को प्रमुख विशेषता ग्राहकलाई उनीहरूको ज्ञान, अनुभव, वित्तीय क्षमता तथा जोखिम वहन क्षमताका आधारमा वर्गीकरण गर्नु हो। सामान्यतया ग्राहकलाई तीन वर्गमा विभाजन गरिन्छः

Retail Client (सामान्य लगानीकर्ता)	क) सबैभन्दा उच्च संरक्षण आवश्यक हुने। ख) विस्तृत जोखिम सूचना आवश्यक। ग) जटिल उत्पादनका लागि उपयुक्तता परीक्षण आवश्यक।
Professional Client (व्यवसायिक लगानीकर्ता)	क) बढी ज्ञान र अनुभव भएका लगानीकर्ता। ख) कम संरक्षण आवश्यक।
Eligible Counterparty	क) ठूला वित्तीय संस्था तथा बजार सहभागी।

यस प्रणालीले नियमनलाई व्यवहारिक बनाउँछ, किनकि सबै लगानीकर्ताको जोखिम क्षमता समान हुँदैन।

नेपालका लागि सिकाइ

मार्जिन कारोबार तथा शर्ट सेलिङ्गमा सहभागी हुने सबै लगानीकर्तालाई समान व्यवहार गर्नु उपयुक्त हुँदैन। नेपालले Retail Investor, Qualified Investor, Institutional Investor गरी लगानीकर्ताको वर्गिकरण गर्न सकिन्छ ।विशेष गरी प्रारम्भिक चरणमा उच्च जोखिम भएका कारोबारहरू केवल योग्य लगानीकर्ता वा निश्चित मापदण्ड पूरा गर्ने ग्राहकका लागि मात्र खुला गर्न सकिन्छ।

(२) Suitability and Appropriateness Assessment

MiFID अन्तर्गत लगानी सेवा प्रदायकले ग्राहकले खरिद गर्न लागेको वित्तीय उपकरण उसको ज्ञान, अनुभव र जोखिम क्षमतासँग मेल खान्छ कि छैन भन्ने मूल्याङ्कन गर्नुपर्छ। यसलाई दुई भागमा बुझिन्छः

Suitability Test: यो मुख्यतः सल्लाहकार सेवा (Investment Advice) मा लागू हुन्छ। यसमा देहायको मूल्याङ्कन गरिन्छः

क) लगानी उद्देश्य

ख) वित्तीय अवस्था

ग) जोखिम क्षमता

घ) लगानी अनुभव

Appropriateness Test: यो जटिल वित्तीय उपकरणका लागि प्रयोग गरिन्छ, जसमा देहायको मूल्याङ्कन गरिन्छः

क) उपकरणको प्रकृति बुझ्ने क्षमता

ख) पूर्व अनुभव

ग) वित्तीय ज्ञान

नेपालका लागि सिकाइ

मार्जिन कारोबार, शर्ट सेलिङ्ग तथा धितोपत्र सापटी सामान्य खरिद—बिक्रीभन्दा बढी जटिल सेवा हुन्। त्यसैले ब्रोकरले देहाय बमोजिमको व्यवस्था गर्नुपर्छ।

क) ग्राहकको जोखिम प्रोफाइल तयार गर्ने।

ख) मार्जिन कारोबारको अनुभव मूल्याङ्कन गर्ने।

ग) जोखिम स्वीकार गर्ने क्षमता परीक्षण गर्ने।

घ) उपयुक्त नभएका ग्राहकलाई सेवा नदिने।

(३) **Best Execution Requirement**

MiFID को अर्को महत्वपूर्ण व्यवस्था **Best Execution** हो। यसको अर्थ धितोपत्र व्यवसायीले ग्राहकको आदेश कार्यान्वयन गर्दा सम्भव भएसम्म उच्चतम परिणाम प्राप्त हुने गरी कारोबार गर्नुपर्छ। यसमा देहायका विषयमा ध्यान दिनुपर्ने देखिन्छः

क) मूल्य

ख) कारोबार लागत

ग) कारोबार र फछ्र्यौटको तीव्रता

घ) फछ्र्यौट सम्भावना

ङ) आदेशको प्रकृति

नेपालका लागि सिकाइ

मार्जिन कारोबार तथा शर्ट सेलिङ्गमा ब्रोकरले केवल कारोबार सम्पन्न गर्नु पर्याप्त हुँदैन। यसका लागि देहायका विषयहरुको सुनिश्चितता गर्नुपर्छः

- *ग्राहक आदेशको उचित कार्यान्वयन,*
- *मूल्य पारदर्शिता,*
- *स्वार्थको द्वन्द्व व्यवस्थापन,*
- *मूल्य तथा समयको प्राथमिकता सिद्धान्तको पालना।*

(४) **Transparency Requirements**

MiFID ले कारोबारअघि र कारोबारपछि पारदर्शिता सुनिश्चित गर्दछ।

Pre-trade Transparency	**Post-trade Transparency**
कारोबारअघिः • खरिद आदेश • बिक्री आदेश • उपलब्ध मूल्य सम्बन्धी जानकारी उपलब्ध गराउने।	कारोबारपछिः • कारोबार मूल्य • मात्रा • समय जस्ता विवरण सार्वजनिक गर्ने।

नेपालका लागि सिकाइ

मार्जिन कारोबार तथा शर्ट सेलिङ्गमा विशेष रिपोर्टिङ आवश्यक हुन्छः

क) कुन धितोपत्रमा शर्ट सेलिङ्ग भयो?

ख) कति मात्रा बिक्री भयो?

ग) कुन ब्रोकरमार्फत भयो?

घ) कति धितोपत्र सापटी लिइयो?

ङ) फछ्र्यौट अवस्था के छ?

यस्तो जानकारी SEBON, NEPSE र CDSC लाई उपलब्ध हुने प्रणाली आवश्यक हुन्छ।

(५) **Conflict of Interest Management**

MiFID ले लगानी सेवा प्रदायकलाई आफ्ना र ग्राहकका हितबीच द्वन्द्व हुन नदिन बाध्य बनाउँछ। सम्भावित जोखिमः

क) आफ्नै खाताबाट कारोबार,

ख) ग्राहकलाई अनुपयुक्त उपकरण बिक्री,

ग) प्राथमिकता दुरुपयोग,

घ) आन्तरिक सूचना प्रयोग।

नेपालका लागि सिकाइ

मार्जिन कारोबारमा ब्रोकर आफैं ऋणदाता, मध्यस्थकर्ता र जोखिम व्यवस्थापक हुन सक्छ। त्यसैले देहाय अनुसारको आवश्यक व्यवस्था गर्नुपर्ने देखिन्छः

क) स्पष्ट आन्तरिक नियन्त्रण,

ख) अलग जोखिम व्यवस्थापन इकाई,

ग) लगानीकर्ताको हित संरक्षण,

घ) कारोबार अभिलेख,

ङ) अनुपालनाको अनुगमन।

(६) Record Keeping and Reporting

MiFID अन्तर्गत लगानी सेवा प्रदायकले विस्तृत कारोबार अभिलेख राख्नुपर्छ।

अभिलेखमा देहायका विषयहरु समावेश हुन्छः

क) ग्राहक विवरण,

ख) आदेश समय,

ग) कारोबार विवरण,

घ) मूल्य,

ङ) जोखिम सूचना,

च) संचार (Communication) अभिलेख।

नेपालका लागि सिकाइ

मार्जिन कारोबार तथा शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्दा देहायका विषयहरु अनिवार्य गर्नुपर्ने देखिन्छः

क) Digital audit trail,

ख) Transaction ID,

ग) Client identification,

घ) Risk report,

ङ) Regulatory reporting

नीति सन्देश (Policy Box 2.20)

मुख्य निष्कर्षः

MiFID को अनुभवले देखाउँछ कि आधुनिक पूँजी बजारमा वित्तीय उपकरणको अनुमति मात्र पर्याप्त हुँदैन। त्यससँगै लगानीकर्ता संरक्षण, ब्रोकरको जिम्मेवारी, पारदर्शिता, उपयुक्तता परीक्षण र प्रभावकारी रिपोर्टिङ प्रणाली आवश्यक हुन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपालमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्दा MiFID का निम्न सिद्धान्तलाई आत्मसात गर्नुपर्छः

क) ग्राहक वर्गीकरण प्रणाली,

ख) जोखिम उपयुक्तता परीक्षण,

ग) अनिवार्य जोखिम सूचना प्रवाह,

घ) सर्वोत्तम कारोबार कार्यान्वयन,

ङ) कारोबार पारदर्शिता,

च) स्वार्थ द्वन्द्व नियन्त्रण,

छ) डिजिटल अभिलेख तथा नियामकीय रिपोर्टिङ।

यी व्यवस्था समावेश भएमा नयाँ वित्तीय सेवाहरू केवल कारोबार विस्तारको माध्यम नभई सुरक्षित, पारदर्शी र दिगो पूँजी बजार विकासको आधार बन्न सक्नेछन्।

२.५.३ Securities Financing Transactions Regulation (SFTR): धितोपत्र वित्तीय कारोबारको पारदर्शिता र रिपोर्टिङ प्रणाली

आधुनिक पूँजी बजारमा धितोपत्र वित्तीय कारोबार (Securities Financing Transactions-SFTs) ले बजार तरलता, फछ्र्यौट दक्षता, संस्थागत लगानी व्यवस्थापन तथा जोखिम न्यूनीकरणमा महत्वपूर्ण भूमिका खेल्दछ। यसअन्तर्गत मुख्य रूपमा धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing), पुनर्खरिद सम्झौता (Repurchase Agreements - Repo), Reverse Repo तथा अन्य धितोपत्रमा आधारित वित्तीय कारोबारहरू पर्दछन्। यस्ता कारोबारहरूले बजारको कार्यक्षमता वृद्धि गरे पनि पर्याप्त पारदर्शिता र निगरानी प्रणाली नभएमा काउन्टरपार्टि जोखिम (Counterparty Risk), तरलता जोखिम तथा प्रणालीगत जोखिम सिर्जना गर्न सक्छन्। यही कारणले युरोपेली संघले **Securities Financing Transactions Regulation (SFTR)** लागू गरेको हो। SFTR को मुख्य उद्देश्य धितोपत्र वित्तीय कारोबारको सम्पूर्ण जीवनचक्रलाई पारदर्शी बनाउनु, नियामक निकायलाई आवश्यक सूचना उपलब्ध गराउनु तथा वित्तीय प्रणालीमा लुकेका जोखिमहरू पहिचान गर्न सक्षम बनाउनु हो।

(१) SFTR को उद्देश्य र नियामकीय दर्शन

SFTR को आधारभूत दर्शन तीन मुख्य सिद्धान्तमा आधारित छः

क. Transparency (पारदर्शिता): धितोपत्र वित्तीय कारोबार कहाँ, कसरी र कुन जोखिममा भइरहेको छ भन्ने जानकारी नियामकलाई उपलब्ध हुनुपर्छ।

ख. Regulatory Oversight (नियामकीय निगरानी): नियामक निकायले बजारमा भइरहेको SFT गतिविधिको समग्र अवस्था बुझ्न सक्नुपर्छ।

ग. Risk Management (जोखिम व्यवस्थापन): धितोपत्र सापटी तथा अन्य वित्तीय कारोबारबाट उत्पन्न हुन सक्ने प्रणालीगत जोखिमलाई समयमै पहिचान र नियन्त्रण गर्नुपर्छ।

(२) SFTR अन्तर्गत रिपोर्टिङ दायित्व

SFTR को सबैभन्दा महत्वपूर्ण विशेषता कारोबार-स्तरीय रिपोर्टिङ (Transaction-Level Reporting) हो। SFT कारोबार गर्ने पक्षहरूले प्रत्येक कारोबारको विस्तृत विवरण नियामकीय रिपोर्टिङ प्रणालीमा उपलब्ध गराउनुपर्छ। रिपोर्टिङ विवरणमा सामान्यतया समावेश हुन्छः

कारोबार विवरण क) कारोबार प्रकार ख) कारोबार मिति ग) कारोबार अवधि घ) समाप्ति मिति ङ) कारोबारको अवस्था	**धितोपत्र विवरण** क) ISIN नम्बर ख) धितोपत्रको प्रकार ग) मात्रा घ) बजार मूल्य
पक्षहरूको विवरण क) ऋणदाता ख) ऋणी ग) मध्यस्थ संस्था घ) कस्टोडियन	**धितो (Collateral) विवरण** क) धितोको प्रकार ख) मूल्य ग) Haircut घ) पुनर्मूल्याङ्कन विवरण

(३) Unique Transaction Identifier (UTI) को अवधारणा

SFTR को महत्वपूर्ण पक्ष प्रत्येक कारोबारलाई छुट्टै पहिचान गर्न सकिने व्यवस्था हो। यसका लागि **Unique Transaction Identifier (UTI)** प्रयोग गरिन्छ। यसले:

क) एउटै कारोबार दोहोरिने समस्या हटाउँछ।

ख) नियामकीय निगरानी सजिलो बनाउँछ।

ग) विभिन्न संस्थाबीच डेटा मिलान गर्न सहयोग गर्छ।

घ) जोखिम विश्लेषण प्रभावकारी बनाउँछ।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा SLB प्रणाली लागू गर्दा प्रत्येक कारोबारका लागि देहायका विषयहरु अनिवार्य रुपमा डिजिटल अभिलेखमा राखिनुपर्छः

क) Unique SLB Transaction Number

ख) Borrower ID

ग) Lender ID

घ) Security Identification

ङ) Collateral Record

(४) **Collateral Management Framework**

SFTR ले सुरक्षण व्यवस्थापनलाई अत्यन्त महत्व दिएको छ। सुरक्षण व्यवस्थापनमा देहायका विषयहरु समावेश हुन्छः

Valuation: धितोको नियमित मूल्याङ्कन।

Haircut: जोखिमअनुसार धितो मूल्यमा समायोजन।

Margin Requirement: आवश्यक सुरक्षा स्तर कायम राख्ने।

Collateral Substitution: आवश्यक अवस्थामा धितो परिवर्तन गर्ने व्यवस्था।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालको SLB प्रणालीमा देहायको व्यवस्था आवश्यक हुनेछ,

क) CDSC वा तोकिएको संस्थाले Collateral Register राख्ने,

ख) Marked-to-Market गर्ने,

ग) Haircut Policy लागू गर्ने,

घ) अपर्याप्त धितो भए Margin Call जारी गर्ने।

(५) **Counterparty Risk Monitoring**

SFT कारोबारमा सबैभन्दा महत्वपूर्ण जोखिम काउन्टरपार्टि जोखिम हो। यदि धितोपत्र सापटी लिनेले धितोपत्र फिर्ता गर्न नसकेमा देहायको अवस्था आउछः

क) ऋणदाताको जोखिम बढ्ने,

ख) बजारमा अस्थिरता आउने,

ग) फछ्र्यौट प्रणाली प्रभावित हुने।

त्यसैले SFTR ले देहायका विषयहरुमा निरन्तर निगरानी गर्ने व्यवस्था गरेको छः

क) कारोबार विवरण,

ख) प्रतिपक्ष स्थिति,

ग) धितो अवस्था,

घ) Exposure Level

(६) **Trade Repository को भूमिका**

SFTR अन्तर्गत Trade Repository महत्वपूर्ण पूर्वाधार हो। यसलेः

क) कारोबार डेटा सङ्कलन गर्छ।

ख) नियामकलाई रिपोर्ट उपलब्ध गराउँछ।

ग) बजार जोखिम विश्लेषणमा सहयोग गर्छ।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा प्रारम्भिक चरणमाः

विकल्प १ः *CDSC लाई SLB Reporting Repository को भूमिका दिने।*

विकल्प २ः *SEBON को नियामकीय डेटा प्लेटफर्म विकास गर्ने।*

विकल्प ३ः *भविष्यमा Central Market Data Repository स्थापना गर्ने।*

(७) SFTR र Short Selling बीचको सम्बन्ध

शर्ट सेलिङ्ग र SLB एकअर्कासँग प्रत्यक्ष सम्बन्धित छन्। Covered Short Selling सफल बनाउन देहायको व्यवस्थाहरू आवश्यक हुन्छ।

क) वास्तविक धितोपत्र उपलब्धता,

ख) Borrow Confirmation,

ग) Settlement Monitoring,

घ) Transaction Reporting

SFTR ले यही पारदर्शिता सुनिश्चित गर्ने प्रणाली प्रदान गर्दछ।

नेपालमा लागू गर्न सकिने प्रस्तावित SLB Reporting Framework

विषय	प्रस्तावित व्यवस्था
Transaction Identification	Unique SLB Transaction ID
Reporting Entity	Broker/CDSC/Designated Reporting Institution
Reporting Frequency	Real-time वा End-of-day
Data Elements	Security, Parties, Collateral, Duration, Status
Regulatory Access	SEBON, NEPSE, CDSC
Risk Monitoring	Automated Dashboard
Audit Trail	पूर्ण डिजिटल अभिलेख

नीति सन्देश (Policy Box 2.21)

मुख्य निष्कर्षः

SFTR ले धितोपत्र कारोबारको सफल सञ्चालनका लागि कारोबार अनुमति मात्र पर्याप्त हुँदैन भन्ने देखाउँछ। प्रत्येक कारोबारको पारदर्शी अभिलेख, नियामकीय रिपोर्टिङ, सुरक्षण व्यवस्थापन र जोखिम निगरानी प्रणाली आवश्यक हुन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपालमा Securities Lending and Borrowing प्रणाली लागू गर्दा SFTR का निम्न सिद्धान्तहरू अपनाउनु उपयुक्त हुनेछः

क) प्रत्येक SLB कारोबारको डिजिटल दर्ता,

ख) Unique Transaction Identification,

ग) अनिवार्य नियामकीय रिपोर्टिङ,

घ) Collateral Management System,

ङ) दैनिक जोखिम मूल्याङ्कन,

च) Counterparty Exposure Monitoring,

छ) CDSC/SEBON आधारित निगरानी प्रणाली।

यसरी विकास गरिएको SLB Reporting Framework ले भविष्यमा Covered Short Selling, Market Making, Derivatives तथा अन्य आधुनिक वित्तीय उपकरणहरूको सुरक्षित विस्तारका लागि आधार तयार गर्नेछ।

२.५.४ European Short Selling Regulation (SSR): आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग, अनावृत शर्ट सेलिङ्ग नियन्त्रण तथा व्यवसायिक बजार गतिविधि (स्वच्छ, पारदर्शी र प्रभावकारी धितोपत्र बजार)

शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) आधुनिक पूँजी बजारमा मूल्य अन्वेषण (Price Discovery), बजार तरलता, जोखिम व्यवस्थापन (Hedging) तथा बजार दक्षता अभिवृद्धिका लागि प्रयोग हुने महत्वपूर्ण वित्तीय संयन्त्र हो। यद्यपि, पर्याप्त नियामकीय नियन्त्रण नभएको अवस्थामा शर्ट सेलिङ्गले बजारमा कृत्रिम मूल्य दबाब, फछ्र्यौट असफलता तथा लगानीकर्ताको विश्वासमा नकारात्मक प्रभाव पार्न सक्ने जोखिम पनि रहन्छ। यही सन्तुलन कायम गर्न युरोपेली संघले **European Short Selling Regulation (SSR)** लागू गरेको हो। SSR को मुख्य उद्देश्य शर्ट सेलिङ्गलाई पूर्ण रूपमा निषेध गर्नु होइन, बरु यसलाई पारदर्शी, नियन्त्रित र बजार अखण्डता कायम हुने गरी सञ्चालन गर्नु हो। नेपालका लागि SSR को अनुभव विशेष रूपमा महत्वपूर्ण छ, किनभने नेपालले भविष्यमा **आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling)** लागू गर्ने तयारी गरिरहेको अवस्थामा यसले आवश्यक कानुनी तथा नियामकीय आधार प्रदान गर्न सक्छ।

(१) Covered Short Selling र Naked Short Selling बीचको अन्तर

SSR ले शर्ट सेलिङ्गलाई दुई मुख्य वर्गमा विभाजन गर्दछ।

(क) आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling)

यसमा लगानीकर्तालेः

क) धितोपत्र पहिले नै सापटी लिएको हुन्छ, वा

ख) धितोपत्र सापटी उपलब्ध हुने सुनिश्चित व्यवस्था गरेको हुन्छ।

यसलेः

क) वास्तविक धितोपत्र उपलब्धता सुनिश्चित गर्छ।

ख) फछ्र्यौट जोखिम घटाउँछ।

ग) बजार पारदर्शिता कायम राख्छ।

यस प्रकारको शर्ट सेलिङ्गलाई अन्तर्राष्ट्रिय रूपमा स्वीकार गरिएको छ।

(ख) अनावृत शर्ट सेलिङ्ग (Naked Short Selling)

यसमाः

क) लगानीकर्तासँग धितोपत्र हुँदैन।

ख) सापटी लिने व्यवस्था पनि सुनिश्चित हुँदैन।

ग) तर बिक्री आदेश दिइन्छ।

यसलेः

क) Failure-to-Deliver बढाउन सक्छ।

ख) कृत्रिम आपूर्ति सिर्जना गर्न सक्छ।

ग) बजार दुरुपयोगको जोखिम बढाउन सक्छ।

त्यसैले अधिकांश विकसित बजारहरूले Naked Short Selling लाई निषेध वा अत्यन्त कडा नियन्त्रण गरेका छन्।

नेपालका लागि सिकाइ

*नेपालमा प्रारम्भिक चरणमाः **Covered Short Selling मात्र अनुमति दिने** र **Naked Short Selling स्पष्ट रूपमा निषेध गर्ने** नीति उपयुक्त हुनेछ।*

(२) Locate Requirement

SSR को प्रमुख व्यवस्था **Locate Requirement** हो। यसअनुसार शर्ट सेलिङ्ग आदेश दिनुअघि सम्बन्धित धितोपत्र उपलब्ध हुने सुनिश्चितता हुनुपर्छ। यसको प्रमुख उद्देश्यहरु देहाय अनुसार रहेका छन्ः

क) काल्पनिक बिक्री रोक्नु,

ख) फछ्र्यौट असफलता घटाउनु,

ग) बजार अनुशासन कायम गर्नु।

नेपालका लागि प्रस्ताव

Short Selling Order स्वीकार गर्नुअघि प्रणालीले स्वचालित रूपमा जाँच गर्नुपर्छः

क) Borrow Confirmation उपलब्ध छ कि छैन?

ख) SLB Agreement अद्यावधिक छ कि छैन?

ग) पर्याप्त धितोपत्र उपलब्ध छ कि छैन?

यदि छैन भने Order Reject गर्नुपर्दछ।

(३) Borrowing Confirmation System

SSR को आधारभूत दर्शनः "No Borrow, No Short Sale" अर्थात् धितोपत्र सापटीको सुनिश्चितता नभएसम्म शर्ट सेलिङ्ग अनुमति दिनु हुँदैन। यसका लागि देहायका पूर्वाधारहरु आवश्यक हुन्छः

क) Securities Lending Platform

ख) Automated Borrowing Matching

ग) Digital Confirmation

घ) Settlement Monitoring

नेपालका लागि सिकाइ

CDSC मार्फत देहायका लागि डिजिटल प्रणाली विकास गर्न सकिन्छ।

क) Borrower Request

ख) Lender Confirmation

ग) Security Allocation

घ) Short Sale Authorization

(४) Transparency and Disclosure Requirements

SSR ले शर्ट सेलिङ्गसम्बन्धी पारदर्शीतालाई अत्यन्त महत्व दिएको छ। यस अन्तर्गत देहायको व्यवस्था गरिएको हुन्छ।

क) नियामकलाई जानकारी,

ख) बजारमा समग्र स्थिति निगरानी,

ग) ठूला Short Position को रिपोर्टिङ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

निम्न विवरण SEBON लाई नियमित उपलब्ध गराउनुपर्ने व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छः

क) Short Position Volume,

ख) Security Name,

ग) Broker Details,

घ) Investor Category,

ङ) Borrowed Quantity,

घ) Settlement Status

(५) Threshold Disclosure System

ठूला Short Position ले बजारमा प्रभाव पार्न सक्ने भएकाले SSR ले निश्चित सीमाभन्दा बढी Short Position भएमा रिपोर्टिङ गर्न आवश्यक हुने देखिन्छ। यसको उद्देश्य देहाय अनुसार रहेका छन्ः

क) बजारमा असन्तुलन भएमा सोको पहिचान,

ख) अत्यधिक जोखिम नियन्त्रण,

ग) नियामकीय हस्तक्षेप सम्भव बनाउने।

नेपालका लागि प्रस्ताव

शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्दा SEBON ले देहायका विषयहरू निर्धारण गर्न उपयुक्त हुन्छ।

क) Short Interest Ratio,

ख) Market Capitalization अनुसार सीमा निर्धारण,

ग) धितोपत्रको Liquidity अनुसारको Threshold निर्धारण।

(६) Market Stress Situation मा नियामकीय हस्तक्षेप

SSR ले अत्यधिक मूल्य गिरावट, बजार अस्थिरता, वित्तीय संकट जस्ता असामान्य बजार परिस्थितिमा नियामकलाई विशेष अधिकार प्रदान गरेको देखिन्छ । यस्तो अवस्थामा देहायका व्यवस्थाहरू लगाउन सकिन्छः

क) अस्थायी प्रतिबन्ध,

ख) अतिरिक्त रिपोर्टिङ,

ग) Position Limit

नेपालका लागि सिकाइ

SEBON लाई देहायका अधिकारहरू हुनुपर्छः

क) विशेष परिस्थितिमा Short Selling Limit घटाउने,

ख) निश्चित धितोपत्रमा अस्थायी रुपमा शर्ट सेलिङ्गमा रोक लगाउने,

ग) अतिरिक्त विवरण माग गर्ने।

(७) Market Abuse Prevention

SSR केवल कारोबार नियन्त्रण गर्ने नियम होइन; यो बजार दुरुपयोग नियन्त्रणसँग पनि सम्बन्धित छ जस अन्तर्गत सम्भावित दुरुपयोगहरु देहाय अनुसारका रहेका छन्:

क) Artificial Price Depression,

ख) False Rumours,

ग) Manipulative Short Selling,

घ) Insider Information Usage

नेपालका लागि प्रस्ताव

Short Selling Rules सँगै देहायका विषयमा समन्वय आवश्यक हुन्छः

क) Market Manipulation Rules,

ख) Insider Trading Rules,

ग) Surveillance System

(८) Technology-Based Monitoring

SSR को सफल कार्यान्वयनका लागि देहायको व्यवस्थाहरुको आवश्यकता हुन्छः

क) Real-time monitoring,

ख) Automated alerts,

ग) Position tracking,

घ) Data analytics

नेपालका लागि प्रस्तावित प्रणाली

SEBON मा दोस्रो बजार अनुगमन प्रणालीमा छुट्टै Short Selling Surveillance Dashboard हुनुपर्दछ जसमा देहायको विषयहरू हेर्न सकिने व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुन्छः

क) Daily Short Volume,

ख) Outstanding Short Position,

ग) Borrow Availability,

घ) Settlement Status,

ङ) Risk Alerts

नेपालका लागि प्रस्तावित Covered Short Selling Framework

विषय	प्रस्तावित व्यवस्था
अनुमति प्राप्त कारोबार	Covered Short Selling मात्र
निषेध	Naked Short Selling
पूर्व शर्त	Securities Borrow Confirmation
प्रणाली	CDSC ले संचालन गर्ने SLB Platform
निगरानी	SEBON Real-time Surveillance
रिपोर्टिङ	Daily Position Reporting
सीमा	Security-wise Short Limit
जोखिम नियन्त्रण	Buy-in, Penalty, Forced Close-out

नीति सन्देश (Policy Box 2.22)

मुख्य निष्कर्षः

European Short Selling Regulation ले शर्ट सेलिङ्गलाई पूर्ण रूपमा प्रतिबन्ध गर्नु आवश्यक छैन भन्ने देखाउँछ । उचित पूर्वाधार, पारदर्शिता, धितोपत्र सापटी प्रणाली तथा नियामकीय निगरानीमार्फत शर्ट सेलिङ्गलाई सुरक्षित र बजार उपयोगी उपकरणका रूपमा सञ्चालन गर्न सकिन्छ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

क) Covered Short Selling मात्र अनुमति दिने।

ख) Naked Short Selling निषेध गर्ने।

ग) SLB प्रणालीलाई अनिवार्य आधार बनाउने।

घ) Borrow Confirmation बिना Short Order स्वीकार नगर्ने।

ङ) Short Position को नियमित रिपोर्टिङ गर्ने।

च) SEBON लाई अत्यधिक मूल्य गिरावट, बजार अस्थिरता, वित्तीय संकट जस्ता असामान्य बजार परिस्थितिमा हस्तक्षेप अधिकार दिने।

छ) डिजिटल निगरानी प्रणाली विकास गर्ने।

यसरी तयार गरिएको Short Selling Framework ले नेपालमा बजार तरलता, मूल्य अन्वेषण प्रणाली र संस्थागत लगानीको विकासमा योगदान पुऱ्याउनेछ भने स्वच्छ, पारदर्शी र प्रभावकारी धितोपत्र बजारको विकास गर्न तथा लगानीकर्तामा विश्वास कायम गर्न मद्दत गर्दछ।

२.५.५ Central Counterparty (CCP) तथा Clearing Framework: बजार स्थायित्व र जोखिम व्यवस्थापन

आधुनिक पूँजी बजारमा कारोबारको विस्तारसँगै काउन्टरपार्टि जोखिम (Counterparty Risk) व्यवस्थापन अत्यन्त महत्वपूर्ण विषय बनेको छ। जब कुनै लगानीकर्ता, ब्रोकर, बैंक वा अन्य वित्तीय संस्था बीच ठूलो मात्रामा कारोबार हुन्छ, कुनै एक पक्षले आफ्नो दायित्व पूरा गर्न नसक्ने अवस्थामा सम्पूर्ण बजारमा जोखिम फैलिन सक्छ। यस प्रकारको जोखिम न्यूनीकरण गर्न विकसित पूँजी बजारहरूले **Central Counterparty (CCP)** प्रणाली विकास गरेका छन्। CCP ले खरिदकर्ता र बिक्रीकर्ताबीचको कारोबारमा मध्यस्थकर्ताको भूमिका निर्वाह गर्दै कारोबार सम्पन्न हुने सुनिश्चितता प्रदान गर्दछ। युरोपेली संघ, संयुक्त राज्य अमेरिका तथा अन्य विकसित बजारहरूमा CCP आधुनिक वित्तीय बजारको आधारभूत पूर्वाधारका रूपमा स्थापित भएको छ।

(१) CCP को अवधारणा र भूमिका

CCP को मुख्य कार्य भनेको प्रत्येक खरिदकर्ताको लागि बिक्रीकर्ता बन्ने र प्रत्येक बिक्रीकर्ताको लागि खरिदकर्ता बन्ने रहेको छ। अर्थात् **Buyer ↔ CCP ↔ Seller** को संरचना स्थापना गर्नु हो। यसले प्रत्यक्ष काउन्टरपार्टिको सम्बन्ध हटाएर केन्द्रीय जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली निर्माण गर्छ।

CCP का प्रमुख कार्यहरुः

१. **Trade Novation:** कारोबार सम्पन्न भएपछि CCP ले मूल कारोबारलाई आफ्नो जिम्मेवारीमा लिन्छ। यसले काउन्टरपार्टिको जोखिम घटाउनुका साथै कारोबार निश्चितता बढाउँछ।	२. **Margin Collection:** CCP ले सहभागी संस्थाबाट जोखिमअनुसार मार्जिन लिन्छ। यसमा Initial Margin, Variation Margin, Maintenance Margin समावेश हुन्छ।
३. **Collateral Management** CCP ले सुरक्षण स्वीकार गर्ने, मूल्याङ्कन गर्ने, Haircut लागू गर्ने र जोखिमअनुसार समायोजन गर्ने कार्य गर्दछ ।	४. **Default Management** यदि कुनै सदस्यले दायित्व पूरा गर्न नसकेमा CCP सँग स्पष्ट Default Management Framework हुन्छ जसमा देहायका उपायहरु प्रयोग गरिन्छः क) Default Fund ख) Position Transfer ग) Auction घ) Close-out ङ) Loss Allocation

(२) European CCP Framework र नियामकीय आधार

युरोपेली संघमा CCP को सञ्चालनलाई अत्यन्त कडा नियमन गरिएको छ। विशेष गरी तल उल्लेखित अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्ड लागू गरिन्छ।

क) European Market Infrastructure Regulation (EMIR)

ख) CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI)

यी मापदण्डहरूले CCP ले पूँजी पर्याप्तता, जोखिम व्यवस्थापन, Governance, Transparency, Stress Testing, Recovery Planning जस्ता योग्यताहरु पूरा गरेको हुनुपर्ने व्यवस्था निर्धारण गरेको छ।

(३) CCP र Margin Management

CCP प्रणालीको सबैभन्दा महत्वपूर्ण पक्ष जोखिमअनुसार मार्जिन निर्धारण हो। मार्जिन निर्धारणमा बजार अस्थिरता, Position Size, Liquidity Risk, Historical Volatility आधारहरु रहनुपर्छ।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा भविष्यमा Margin Trading, Securities Lending and Borrowing, Short Selling, Derivatives विस्तार गर्दा केवल ब्रोकर-आधारित जोखिम व्यवस्थापन पर्याप्त हुँदैन। केन्द्रीय स्तरको छुट्टै जोखिम व्यवस्थापन पूर्वाधार आवश्यक हुन्छ।

(४) Default Waterfall Mechanism

CCP ले सम्भावित डिफल्ट व्यवस्थापनका लागि Default Waterfall तयार गर्छ, जसले प्रणालीगत जोखिम घटाउँछ । यसको सामान्य संरचना देहाय अनुसार रहेको हुन्छ ।

क) Default गर्ने सदस्यको Initial Margin प्रयोग,

ख) Default Fund प्रयोग,

ग) CCP को आफ्नै पूँजी प्रयोग,

घ) अन्य सदस्यहरूको योगदान प्रयोग।

(५) Stress Testing Framework

CCP ले सामान्य अवस्थामा मात्र होइन, बजारको असामान्य परिस्थितिमा पनि आफ्नो क्षमता परीक्षण गर्नुपर्छ। CCP को Stress Testing बाट अत्यधिक मूल्य गिरावट, उच्च अस्थिरता, Liquidity Crisis, Multiple Member Default जस्ता अवस्था परीक्षण गरिन्छ।

नेपालका लागि सिकाइ

SEBON, NEPSE र CDSC ले भविष्यमा देहायका विषयहरुमा आधारित परीक्षण प्रणाली विकास गर्नुपर्छः

क) Market Stress Scenario

ख) Broker Failure Scenario

ग) Liquidity Shock Scenario

(६) CCP र Securities Lending/Short Selling सम्बन्धमा

CCP ले धितोपत्र फिर्ता हुने सुनिश्चितता, Settlement Failure नियन्त्रण तथा Counterparty Risk Reduction गर्ने हुनाले Securities Lending र Short Selling मा CCP को भूमिका महत्वपूर्ण हुन्छ। भविष्यमा CCP ले SLB Transactions, Short Sale Settlement तथा Securities Borrowing Exposure व्यवस्थापन समेत गर्न सक्छ।

(७) नेपालका लागि सम्भावित CCP विकास मोडेल

नेपालको बजार आकार र संस्थागत क्षमतालाई ध्यानमा राख्दा CCP को देहाय बमोजिम चरणबद्ध विकास उपयुक्त हुने देखिन्छः

चरण १: CDSC/Existing Clearing Mechanism सुदृढीकरण,

चरण २: Central Risk Management System विकास,

चरण ३: Dedicated CCP स्थापना,

चरण ४: Derivatives Clearing विस्तार।

(८) CCP Governance

CCP को विश्वसनीयताका लागि Independent Board, Risk Committee, Default Management Committee, Internal Audit, Regulatory Oversight लगायतका व्यवस्थापकीय तथा नियमकीय व्यवस्थाको आवश्यकता हुन्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित CCP Framework

बिषय	प्रस्तावित व्यवस्था
संस्था	भविष्यको CCP वा CDSC आधारित संरचना
नियमन	SEBON
Risk Management	Real-time Risk Engine
Margin	Initial + Maintenance Margin
Collateral	Approved Securities/Cash
Default Management	Default Waterfall
Testing	Regular Stress Testing
Reporting	Daily Regulatory Reporting

नीति सन्देश (Policy Box 2.23)

मुख्य निष्कर्षः

युरोपेली CCP अनुभवले आधुनिक पूँजी बजारको स्थायित्व केवल कारोबार प्रणालीमा होइन, बलियो क्लियरिङ र जोखिम व्यवस्थापन पूर्वाधारमा निर्भर हुने देखाउँछ। CCP ले काउन्टरपार्टि जोखिम घटाउने, बजार विश्वास बढाउने र वित्तीय स्थायित्व कायम गर्न महत्वपूर्ण भूमिका खेल्दछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपालले पूँजी बजार विकासका लागि देहायका कार्यहरु गर्नुपर्ने देखिन्छः

क) CCP विकासको दीर्घकालीन योजना तयार गर्ने,

ख) Margin, SLB र Short Selling का लागि केन्द्रीय जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली विकास गर्ने,

ग) PFMI आधारित Clearing Standards अपनाउने,

घ) Default Management Framework तयार गर्नुपर्ने,

ङ) Stress Testing र Collateral Management प्रणाली विकास गर्ने,

च) Derivatives बजार विस्तारपूर्व CCP पूर्वाधार तयार गर्नुपर्ने।

यसरी विकसित CCP Framework ले नेपालको पूँजी बजारलाई सुरक्षित, विश्वसनीय र अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको वित्तीय बजारतर्फ अगाडि बढाउन महत्वपूर्ण आधार प्रदान गर्नेछ।

२.५.६ Settlement Discipline तथा T+२/T+१ Transition: फछ्र्यौट दक्षता र बजार विश्वसनीयता

आधुनिक पूँजी बजारमा कारोबार सम्पन्न भएपछि धितोपत्र र रकमको सुरक्षित तथा समयमै हस्तान्तरण सुनिश्चित गर्ने प्रक्रिया नै फछ्र्यौट (Settlement) हो। बजारको विश्वसनीयता, लगानीकर्ताको विश्वास, संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता तथा वित्तीय स्थायित्वका लागि प्रभावकारी फछ्र्यौट प्रणाली अपरिहार्य हुन्छ। युरोपेली संघ तथा बेलायतको अनुभवले बजारको विकास केवल कारोबार मात्रा बढाएर सम्भव हुँदैन भन्ने देखाउँछ। कारोबारपछिको पूर्वाधार (Post-Trade Infrastructure) बलियो नभएमा बजारमा Settlement Failure, Counterparty Risk, Liquidity Pressure, Operational Risk जस्ता समस्या उत्पन्न हुन सक्छन् त्यसैले विकसित बजारहरूले फछ्र्यौट अवधिलाई छोटो बनाउँदै, स्वचालित प्रणाली विकास गर्दै र अनुशासनात्मक व्यवस्था लागू गर्दै आएका छन्।

(१) Settlement Cycle को अवधारणा

Settlement Cycle भन्नाले कारोबार भएको दिनदेखि धितोपत्र र रकम अन्तिम रूपमा हस्तान्तरण हुने समयलाई जनाउँछ। सामान्यतया Settlement Cycle देहाय अनुसार हुने गर्दछ:

क) T = Transaction Date (कारोबार भएको दिन)

ख) T+१ = कारोबार पछिको एक कार्यदिनमा फछ्र्यौट

ग) T+२ = कारोबार पछिको दुई कार्यदिनमा फछ्र्यौट

(२) T+२ Settlement को विकास

युरोपेली बजारहरूले लामो समयसम्म T+३ Settlement प्रयोग गरे पनि प्रविधिको विकास, जोखिम न्यूनीकरण तथा अन्तर्राष्ट्रिय प्रतिस्पर्धाका कारण T+२ प्रणालीतर्फ परिवर्तन गरेका छन्।

T+२ को देहायका फाइदाहरु रहेका छन्:

क) Counterparty Risk घटाउने,

ख) Capital Requirement कम गर्ने,

ग) Liquidity Efficiency बढाउने,

घ) Operational Certainty सुधार गर्ने।

(३) T+१ Settlement Transition

विश्वका अग्रणी बजारहरू क्रमशः T+१ Settlement तर्फ गइरहेका छन् जसको मुख्य उद्देश्यहरु तल प्रस्तुत गरिएको छ।

क) Settlement Risk अझ घटाउने,

ख) पूँजीको छिटो उपयोग गर्ने,

ग) Institutional Investor को दक्षता बढाउने,

घ) Market Resilience सुधार गर्ने।

T+१ Settlement Cycle मा जानका लागि Trading System, Clearing System, Depository System, Banking Settlement तथा Operational Coordination उच्च स्तरको हुनुपर्दछ।

(४) Settlement Discipline Framework

युरोपेली अनुभवले केवल छोटो Settlement Cycle पर्याप्त हुँदैन भन्ने देखाउँछ। त्यससँगै Settlement Discipline आवश्यक हुन्छ जसका मुख्य तत्वहरू देहाय बमोजिमका रहेका छन्।

१. Mandatory Settlement सबै सहभागीले निर्धारित समयमा कारोबार पूरा गर्नुपर्ने।	**२. Failed Trade Management** यदि फछ्र्यौट हुन सकेन भने यसको कारण पहिचान, सुधारात्मक कदम, रिपोर्टिङ, जरिवाना जस्ता व्यवस्थाहरु भएको।
३. Buy-in Mechanism यदि बिक्रीकर्ता समयमा धितोपत्र उपलब्ध गराउन असफल भएमा तेस्रो पक्षबाट धितोपत्र खरिद गरी कारोबार पूरा गर्ने व्यवस्था रहेको जसलाई Buy-in भनिन्छ।	**४. Cash Penalty** फछ्र्यौट असफल गर्ने पक्षलाई आर्थिक दण्ड लगाइने व्यवस्था भएको जसबाट बजार अनुशासन बढाउँछ।

(५) Settlement Failure र Short Selling बीचको सम्बन्ध

Covered Short Selling को सफल कार्यान्वयनका लागि Settlement Discipline अत्यन्त महत्वपूर्ण हुन्छ। Short Selling ले देहायको अवस्थामा बजार जोखिम बढाउन सक्छ।

क) धितोपत्र सापटी प्रणाली कमजोर भएमा

ख) Settlement Monitoring नभएमा

ग) Delivery Failure नियन्त्रण नभएमा ।

त्यसैले विकसित बजारहरूले **SLB + Short Selling + Strong Settlement Discipline** लाई एकीकृत प्रणालीका रूपमा विकास गरेका छन्।

(६) नेपालका लागि Settlement सुधारको आवश्यकता

नेपालको पूँजी बजार विस्तारसँगै कारोबार मात्रा वृद्धि, संस्थागत लगानीकर्ता वृद्धि, नयाँ वित्तीय उपकरणको विकास भइरहेको अवस्थामा Settlement System लाई थप आधुनिक बनाउनु आवश्यक छ। विशेष गरी Margin Trading, Securities Lending and Borrowing, Covered Short Selling, Derivatives जस्ता सेवाका लागि उच्चस्तरीय Settlement Framework आवश्यक हुनेछ।

(७) CDSC को भूमिका

नेपालमा केन्द्रीय निक्षेप सेवा कम्पनी (CDSC) ले भविष्यको Post-Trade Infrastructure मा अझ महत्वपूर्ण भूमिका खेल्न सक्छ जसका लागि CDSC को आन्तरिक पूर्वाधारमा विकास तथा सुधार गर्नुपर्ने देखिन्छ ।

CDSC ले विकास गर्नुपर्ने क्षेत्रहरू:

Digital Settlement Platform क) Automated Processing ख) Real-time Status Tracking	**Securities Lending Integration** क) Borrow Allocation ख) Return Processing
Risk Monitoring क) Settlement Fail Monitoring ख) Exposure Reporting	

(८) नेपालका लागि प्रस्तावित Settlement Reform Roadmap

चरण १: Settlement Efficiency Improvement क) Settlement Automation, ख) Exception Handling, ग) Real-time Reporting	**चरण २: T+1 Readiness Assessment** क) System Capacity Review, ख) Stakeholder Testing, ग) Banking Coordination
चरण ३: T+1 Implementation क) Pilot Testing, ख) Market-wide Implementation	**चरण ४: Future Integration** क) CCP Settlement, ख) Derivatives Settlement, ग) Cross-border Settlement

(९) नेपालले अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासबाट सिक्नुपर्ने विषयहरु

युरोपेली अनुभवबाट नेपालले निम्न पाठ लिन सक्छ:

क) छोटो Settlement Cycle मात्र होइन, Settlement Discipline आवश्यक रहेको छ।

ख) Trading System र Settlement System बीच पूर्ण एकीकरण आवश्यक रहेको छ।

ग) Failed Trade Management स्पष्ट हुनुपर्दछ।

घ) Institutional Investors का लागि Settlement Reliability महत्वपूर्ण हुन्छ।

ङ) नयाँ वित्तीय उपकरण ल्याउनुअघि Post-Trade Infrastructure तयार हुनुपर्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित Settlement Discipline Framework

विषय	प्रस्तावित व्यवस्था
हालको प्रणाली	निरन्तर सुधारसहित आधुनिक बनाउने
भविष्यको लक्ष्य	T+१ Settlement Readiness
Monitoring	CDSC आधारित Real-time Monitoring
Failure Management	Automated Alert & Resolution
Short Selling Support	SLB-linked Settlement
Penalty	स्पष्ट Settlement Discipline Rules
Clearing Integration	CCP Ready Framework

नीति सन्देश (Policy Box 2.24)

मुख्य निष्कर्षः

युरोपेली अनुभवले पूँजी बजारको विश्वसनीयता केवल कारोबार प्रणालीमा निर्भर हुँदैन भन्ने देखाउँछ; प्रभावकारी, सुरक्षित र अनुशासित फछ्र्यौट प्रणाली यसको आधार हो। T+१ जस्ता आधुनिक Settlement Framework ले बजार जोखिम घटाउने, पूँजीको दक्ष उपयोग गर्ने र लगानीकर्ताको विश्वास बढाउने कार्य गर्दछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश देहाय अनुसार रहेका छन्ः

क) Settlement Infrastructure लाई रणनीतिक प्राथमिकता दिनुपर्ने,

ख) CDSC प्रणालीलाई अझ आधुनिक बनाउनुपर्ने,

ग) Settlement Failure Management Framework विकास गर्नुपर्ने,

घ) SLB र Short Selling का लागि विशेष Settlement व्यवस्था गर्नुपर्ने,

ङ) भविष्यको T+१ Settlement का लागि चरणबद्ध तयारी गर्नुपर्ने,

च) CCP आधारित Clearing र Settlement Framework को दीर्घकालीन योजना बनाउनुपर्ने।

यसरी Post-Trade Infrastructure सुधार गरेमा नेपालले आधुनिक, सुरक्षित र अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्नेछ।

२.५.७ युरोपेली संघ तथा बेलायतको अनुभवबाट नेपालको लागि समग्र नीतिगत सिकाइ

युरोपेली संघ तथा बेलायतको पूँजी बजार अनुभवले आधुनिक पूँजी बजारको विकास केवल कारोबारको विस्तार वा नयाँ वित्तीय उपकरणको अनुमति मात्र होइन भन्ने देखाउँछ। यसको वास्तविक आधार बलियो नियामकीय संरचना, पारदर्शी बजार प्रणाली, प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन, लगानीकर्ता संरक्षण तथा विश्वसनीय पोस्ट-ट्रेड पूर्वाधार हो। युरोपेली अनुभवले विशेष गरी एउटा महत्वपूर्ण सन्देश दिन्छः

"Financial innovation must be supported by strong governance, transparency and risk management."

अर्थात् वित्तीय नवप्रवर्तनलाई प्रोत्साहन गर्नुपर्छ, तर त्यसका लागि आवश्यक कानुनी, संस्थागत र प्राविधिक पूर्वाधार पहिले तयार हुनुपर्छ। नेपालले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो, आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग तथा भविष्यका अन्य आधुनिक वित्तीय सेवाहरू विकास गर्दा EU/UK अनुभवबाट निम्न प्रमुख नीतिगत सिकाइ लिन सक्छ।

(१) वित्तीय नवप्रवर्तनभन्दा पहिले संस्थागत क्षमता विकास

युरोपेली बजारहरूले नयाँ वित्तीय सेवा ल्याउनुअघि नियामकीय क्षमता, बजार पूर्वाधार, सूचना प्रविधि, जोखिम व्यवस्थापन प्रणालीको विकास गरेका छन्।

नेपालको लागि सन्देश

नेपालमा पनि Margin Trading, Securities Lending, Covered Short Selling जस्ता सेवाहरू लागू गर्दा SEBON, NEPSE, CDSC तथा धितोपत्र व्यवसायीहरूको संस्थागत क्षमता सुनिश्चित गर्नुपर्छ।

(२) पारदर्शिता आधुनिक बजारको आधार हो

MiFID र SFTR ले देखाएको मुख्य पाठ भनेको बजारमा हुने प्रत्येक महत्वपूर्ण गतिविधिको पर्याप्त सूचना उपलब्ध हुनुपर्दछ जसमा विशेष गरी देहायका विवरणहरु नियामकलाई उपलब्ध हुनुपर्दछः

- क) कारोबार विवरण,
- ख) Short Position,
- ग) Securities Lending Exposure,
- घ) Collateral Status,
- ङ) Settlement Status

नेपालको लागि सन्देशः

*SEBON ले **Integrated Capital Market Regulatory Data Platform** विकास गर्नुपर्छ।*

(३) लगानीकर्ता संरक्षणलाई प्राथमिकता दिनुपर्ने

EU अनुभवले बजार विकासको अन्तिम उद्देश्य लगानीकर्ता विश्वास निर्माण गर्नु हो भन्ने देखाउँछ। यसका लागि Risk Disclosure, Client Classification, Suitability Assessment, Complaint Handling, Investor Education लगायतका व्यवस्थाहरु आवश्यक पर्दछ।

नेपालको लागि सन्देशः

मार्जिन कारोबार तथा शर्ट सेलिङ्गमा प्रवेश गर्ने प्रत्येक ग्राहकलाई सम्भावित घाटा, Margin Call, Forced Liquidation, Additional Risk बारे स्पष्ट जानकारी दिनुपर्छ।

(४) SLB बिना Short Selling सुरक्षित हुँदैन

EU Short Selling Regulation ले सुरक्षित शर्ट सेलिङ्गका लागि वास्तविक धितोपत्र उपलब्धता, Borrow Confirmation, Settlement Assurance आवश्यक हुन्छ स्पष्ट गरेको छ ।

नेपालको लागि सन्देशः

नेपालमा धितोपत्र सापटी तथा सर्ट सेलिङ्ग देहायको चरणमा लागू गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

पहिलो चरणः ***Securities Lending and Borrowing Framework***

दोस्रो चरणः ***Covered Short Selling Framework***

(५) CCP र Clearing Infrastructure को विकास

युरोपेली अनुभवले ठूलो मात्राको वित्तीय कारोबारका लागि Central Counterparty, Margin Management, Default Fund, Stress Testing जस्ता संरचना आवश्यक रहेको देखाउँछ।

नेपालको लागि सन्देशः

नेपालले दीर्घकालीन रूपमा CCP Development Plan, Central Risk Engine, Collateral Management System विकास गर्नुपर्छ।

(६) Settlement Discipline अनिवार्य बनाउने

EU को Settlement Discipline Framework ले समयमै कारोबार फछ्यौंट नहुने अवस्था बजार जोखिमको स्रोत बन्न सक्ने देखाउँछ।

नेपालको लागि सन्देशः

Settlement Discipline का लागि देहायका व्यवस्थाहरु आवश्यक रहेकोले उक्त व्यवस्थाहरु गर्नुपर्ने देखिन्छः

क) Settlement Failure Reporting,

ख) Buy-in Mechanism,

ग) Penalty System,

घ) Automated Monitoring

(७) Risk-Based Supervision लागू गर्ने

EU ले सबै बजार सहभागीलाई एउटै स्तरको नियमन गर्दैन। जोखिमअनुसार देहाय बमोजिमका संस्थालाइ बढी निगरानी गरिन्छ।

क) बढी जोखिम भएका संस्था,

ख) जटिल कारोबार गर्ने संस्था,

ग) प्रणालीगत महत्व भएका संस्था,

नेपालको लागि सन्देशः

SEBON ले Risk-Based Supervision Framework विकास गर्नुपर्छ।

(८) Technology-Based Regulation (SupTech) विकास गर्ने

आधुनिक बजारमा परम्परागत निरीक्षण पर्याप्त नहुने हुनाले देहायको व्यवस्थाहरु गर्नुपर्ने हुन्छ।

क) Real-time Monitoring,

ख) Automated Alerts,

ग) Data Analytics,

घ) Artificial Intelligence Based Surveillance

नेपालको लागि सन्देशः

SEBON को सुपरिवेक्षण प्रणालीलाई Manual Inspection Model बाट Digital Surveillance Model तर्फ परिवर्तन गर्नुपर्छ।

(९) चरणबद्ध सुधार (Phased Reform Approach):

युरोपेली अनुभवले जटिल वित्तीय प्रणाली एकैपटक लागू गर्नु जोखिमपूर्ण हुन्छ भन्ने देखाउँछ। त्यसैले नेपालका लागि प्रस्तावित चरणलाई देहाय अनुसार प्रस्तुत गरिएको छ।

(१०) अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्डसँग सामञ्जस्य

EU/UK का धितोपत्र बजारहरू IOSCO Principles, CPMI-IOSCO PFMI तथा International Reporting Standards सँग सामञ्जस्य राख्छन्।

नेपालको लागि सन्देशः

नेपालका पूँजी बजार नियमहरू क्रमशः IOSCO Compatible, Internationally Comparable तथा Technology Enabled बनाइनुपर्छ।

नेपालका लागि EU/UK आधारित प्रस्तावित सुधार ढाँचा

क्षेत्र	अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास	नेपालको लागि प्रस्ताव
Investor Protection	MiFID आधारित	Client Classification र Risk Disclosure
Securities Lending	SFTR Reporting	CDSC आधारित SLB Reporting
Short Selling	SSR Framework	Covered Short Selling Only
Clearing	CCP Based	Long-term CCP Development
Settlement	T+1/T+2 Discipline	T+1 Readiness Plan
Supervision	SupTech	Digital Surveillance Platform
Governance	Risk-Based Regulation	SEBON Risk Framework

नीति सन्देश (Policy Box 2.25)

मुख्य निष्कर्षः

युरोपेली संघ तथा बेलायतको अनुभवले आधुनिक पूँजी बजारको सफलता नयाँ वित्तीय उपकरणको संख्या होइन, त्यसलाई सुरक्षित रूपमा सञ्चालन गर्ने संस्थागत क्षमता, पारदर्शिता, प्रविधि र जोखिम व्यवस्थापनमा निर्भर हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिसः

नेपालले आधुनिक पूँजी बजार विकास देहायका कार्यहरु गर्नुपर्दछः

क) कानुनी सुधारभन्दा पहिले संस्थागत तयारी गर्नुपर्छ।

ख) SLB प्रणालीलाई Short Selling को आधार बनाउनु पर्छ।

ग) Investor Protection Framework बलियो बनाउनुपर्छ।

घ) Digital Surveillance र Regulatory Technology विकास गर्नुपर्छ।

ङ) CCP तथा Clearing Infrastructure को दीर्घकालीन योजना बनाउनुपर्छ।

च) Settlement Discipline सुधार गर्नुपर्छ।

छ) अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्डअनुसार चरणबद्ध सुधार लागू गर्नुपर्छ।

यसरी EU/UK अनुभवलाई नेपालको बजार क्षमता र आवश्यकताअनुसार अनुकूलन गर्न सकेमा नेपालले सुरक्षित, पारदर्शी र प्रतिस्पर्धात्मक पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्छ।

२.६ सिंगापुर अनुभव : डिजिटल पूँजी बजार, नियामकीय प्रविधि (RegTech/SupTech) र एशियाली उत्कृष्ट अभ्यास

२.६.१ सिंगापुरको पूँजी बजार विकास र नियामकीय दर्शन

सिंगापुर विश्वकै प्रमुख अन्तर्राष्ट्रिय वित्तीय केन्द्रहरूमध्ये एक हो। सीमित घरेलु बजार आकार हुँदाहुँदै पनि सिंगापुरले बलियो संस्थागत संरचना, विश्वसनीय नियमन, अत्याधुनिक प्रविधि, अन्तर्राष्ट्रिय लगानीमैत्री वातावरण तथा वित्तीय नवप्रवर्तनमार्फत आफ्नो पूँजी बजारलाई विश्वस्तरीय बनाएको छ।

सिंगापुरको पूँजी बजार विकासको मुख्य विशेषता भनेको **"Small Market, Global Standard Regulation"** अर्थात् बजारको आकार सानो भए पनि नियमन, पूर्वाधार र सञ्चालन प्रणाली अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको हुनुपर्छ भन्ने दर्शन हो। यो अनुभव नेपालका लागि विशेष उपयोगी छ, किनभने नेपालको पूँजी बजार पनि आकारको दृष्टिले विकसित बजारभन्दा सानो भए पनि दीर्घकालीन रूपमा अन्तर्राष्ट्रिय लगानी, संस्थागत सहभागिता र आधुनिक वित्तीय उपकरणतर्फ विस्तार गर्ने लक्ष्य राख्न सक्छ।

सिंगापुरको नियामकीय संरचना

सिंगापुरको वित्तीय क्षेत्रको प्रमुख नियामक संस्था **Monetary Authority of Singapore** (**MAS**) हो। MAS ले पूँजी बजार, बैंकिङ क्षेत्र, बीमा क्षेत्र, वित्तीय प्रविधि र भुक्तानी प्रणाली समेतको समग्र निगरानी गर्दछ। यसले वित्तीय प्रणालीमा समन्वयात्मक नियमन (Integrated Regulation) को अभ्यास गरेको छ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा पनि SEBON, नेपाल राष्ट्र बैंक, बीमा प्राधिकरण तथा अन्य नियामक बीच प्रभावकारी समन्वय आवश्यक रहेको छ। विशेष गरी Margin Financing, Securities Lending and Borrowing, Institutional Investment तथा Digital Finance जस्ता क्षेत्रमा अन्तर-नियामकीय समन्वय महत्वपूर्ण हुनेछ।

नीति सन्देश (Policy Box 2.26)

मुख्य निष्कर्षः

सिंगापुरको अनुभवले विश्वसनीय नियमन, आधुनिक प्रविधि, दक्ष संस्था र अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्डअनुसारको पूर्वाधार विकास भएमा सानो बजार पनि विश्वस्तरीय पूँजी बजार बन्न सक्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपालले सिंगापुरबाट निम्न मुख्य पाठ लिन सक्छः

क) बजार आकारभन्दा नियामकीय गुणस्तर महत्वपूर्ण हुन्छ।

ख) SEBON लाई प्रविधिमा आधारित नियामक संस्थाका रूपमा विकास गर्नुपर्छ।

ग) SupTech र RegTech प्रणाली लागू गर्नुपर्छ।

घ) पूँजी बजार पूर्वाधारलाई अन्तर्राष्ट्रिय स्तरमा स्तरोन्नति गर्नुपर्छ।

ङ) संस्थागत लगानीकर्ताको भूमिका विस्तार गर्नुपर्छ।

च) वित्तीय नवप्रवर्तनलाई नियन्त्रित वातावरणमा प्रोत्साहन गर्नुपर्छ।

यसरी सिंगापुरको अनुभवलाई नेपालको अवस्थाअनुसार अनुकूलन गर्न सकेमा नेपालले सानो बजारबाट क्रमशः विश्वसनीय, प्रविधि-आधारित र प्रतिस्पर्धात्मक पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्छ।

२.६.२ **Singapore Securities Lending, Short Selling and Market Making Framework**

सिंगापुरको पूँजी बजार विकासको महत्वपूर्ण विशेषता भनेको बजार तरलता, मूल्य अन्वेषण प्रणाली तथा संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता अभिवृद्धिका लागि आधुनिक वित्तीय संयन्त्रहरूको व्यवस्थित विकास हो। सिंगापुरले Securities Lending and Borrowing (SLB), Short Selling तथा Market Making जस्ता उपकरणहरूलाई बजारको प्रभावकारिता सुधार गर्ने माध्यमका रूपमा विकास गरेको छ। तर यी उपकरणहरूलाई खुला रूपमा सञ्चालन गर्न दिनुको सट्टा कडा नियामकीय नियन्त्रण, पारदर्शिता र प्रविधि-आधारित निगरानी प्रणालीसँग जोड्न आवश्यक रहेको छ। नेपालका लागि सिंगापुरको अनुभव विशेष उपयोगी

छ, किनभने नेपालको पूँजी बजारमा हाल सीमित तरलता, मूल्य उतारचढाव, संस्थागत लगानीकर्ताको न्यून सहभागिता, बजार गहिराइको कमी जस्ता चुनौतीहरु रहेका छन् ।

(१) Securities Lending and Borrowing (SLB) Framework

सिंगापुरमा Securities Lending बजार तरलता तथा संस्थागत लगानी व्यवस्थापनको महत्वपूर्ण हिस्सा हो। SLB को धितोपत्रको अस्थायी अभाव समाधान गर्ने, Short Selling लाई समर्थन गर्ने, Portfolio Management सहज बनाउने र Market Efficiency बढाउने मुख्य उद्देश्य रहेको देखिन्छ ।

(२) SLB मा सहभागी पक्षहरू

सामान्यतया SLB प्रणालीमा निम्न पक्षहरू सहभागी हुन्छन्:

Lender (धितोपत्र ऋणदाता)	**Borrower (धितोपत्र ऋणी)**
क) Institutional Investors ख) Fund Managers ग) Custodians	क) Brokers ख) Institutional Investors ग) Market Participants
Intermediary / Platform क) Borrow-Lend Matching ख) Record Keeping ग) Collateral Management	

(३) Collateral-Based Lending System

सिंगापुरको SLB प्रणालीमा धितोपत्र सापटी सामान्यतया पर्याप्त सुरक्षण (Collateral) का आधारमा गरिन्छ। सुरक्षणको राखुको उद्देश्य Lender Protection, Counterparty Risk Reduction र Default Management गर्नु हो।

नेपालका लागि सिकाइः

नेपालको SLB Framework मा Borrower ले अनिवार्य रूपमा Cash Collateral, Approved Securities, Bank Guarantee लगायत धितो स्वरुप प्रदान गर्ने व्यवस्था गर्न सकिन्छ।

(४) Securities Lending Fee and Pricing Mechanism

SLB मा धितोपत्र प्रयोग गरेबापत Borrower ले Lender लाई शुल्क तिर्छ। यसलाई Borrowing Fee भनिन्छ। उक्त शुल्क निर्धारणमा Security Demand, Availability, Market Liquidity र Borrowing Period जस्ता तत्वले प्रभाव पार्छन्।

नेपालका लागि सिकाइः

नेपालमाः

क) Market-based Borrowing Fee

ख) Transparent Pricing Mechanism

ग) Daily Rate Publication व्यवस्था गर्न सकिन्छ।

(५) Short Selling Framework

सिंगापुरमा Short Selling लाई बजारको प्रभावकारिता बढाउने उपकरणका रूपमा स्वीकार गरिएको छ। तर यसको सञ्चालनका लागि Borrow Availability, Reporting Requirement र Position Monitoring जस्ता नियन्त्रणहरू लागू गरिएका छन्।

(६) Covered Short Selling Principle सिंगापुर अनुभवको मुख्य पाठ भनेको Short Selling अनुमति दिन सकिन्छ तर **पहिले धितोपत्र उपलब्धता सुनिश्चित हुनुपर्छ।** यसले Settlement Failure घटाउँछ, Market Abuse रोक्छ र Investor Confidence कायम गर्छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

नेपालमा Covered Short Selling अनुमति दिने तर Naked Short Selling निषेध हुनुपर्छ।

(७) Short Position Reporting

Short Selling मा पारदर्शिता कायम गर्न Short Position Volume, Outstanding Short Position र Security-wise Exposure को निगरानी गरिन्छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

SEBON ले Daily Short Selling Report प्राप्त गर्ने व्यवस्था गर्नुपर्छ। उक्त प्रतिवेदनमा Broker, Security, Quantity, Investor Category, Settlement Status समावेश गर्न सकिन्छ।

(८) Market Making Framework

सिंगापुरको अर्को महत्वपूर्ण अनुभव Market Making हो। Market Maker ले खरिद मूल्य (Bid Price) उपलब्ध र बिक्री मूल्य (Ask Price) उपलब्ध गराउने तथा निरन्तर कारोबार सम्भावना कायम गर्ने भूमिका खेल्छ।

Market Maker का फाइदा

१. Liquidity Improvement धितोपत्र खरिद र बिक्रीका लागि सजिलो हुन्छ।	२. Price Discovery Improvement वास्तविक मूल्य अन्वेषणमा सहयोग गर्छ।
३. Volatility Reduction अत्यधिक मूल्य उतारचढाव घटाउन सहयोग गर्छ।	

(९) नेपालका लागि Market Making Framework

नेपालमा Market Maker प्रणाली लागू गर्दा देहाय बमोजिम गर्न आवश्यक छ।

Eligibility Criteria	क) Minimum Capital, ख) Risk Management Capacity ग) Technology Capability
Obligations	क) Continuous Quotes ख) Minimum Trading Volume ग) Maximum Spread Limit
Monitoring	क) SEBON Surveillance ख) Exchange Monitoring

(१०) Technology Infrastructure

सिंगापुरको अनुभवले SLB, Short Selling र Market Making सफल बनाउन Automated Matching System, Real-time Monitoring, Risk Engine र Digital Reporting आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ। नेपालका लागि प्रस्तावित Integrated Framework देहाय बमोजिम गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छः

Investor
|
Broker
|
Securities Lending Platform
|
CDSC
|
Settlement System
|
SEBON Surveillance

यस प्रणालीमा देहाय बमोजिमका कार्यहरू एकीकृत रूपमा सञ्चालन गर्न सकिन्छ।

क) Borrow Request,

ख) Lender Approval,

ग) Collateral Management,

घ) Short Sale Authorization,

ङ) Settlement Monitoring

तुलनात्मक सिकाइ तालिका

विषय	Singapore Practice	Nepal Proposal
SLB	Institutional Based	CDSC Supported Platform
Short Selling	Controlled Covered Short	Covered Short Only
Naked Short	Restricted	Prohibited
Collateral	Mandatory	Mandatory
Reporting	Digital	SEBON Integrated Reporting
Market Making	Liquidity Support	Phase-wise Introduction
Monitoring	Technology Based	SupTech Framework

नीति सन्देश (Policy Box 2.27)

मुख्य निष्कर्षः

सिंगापुरको अनुभवले Securities Lending, Short Selling र Market Making जस्ता आधुनिक बजार उपकरणहरूले पूँजी बजारको तरलता र प्रभावकारिता सुधार गर्न सक्छन्, तर तिनीहरूको सफलताका लागि बलियो नियमन, डिजिटल पूर्वाधार र प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देशः

नेपाललेः

क) Securities Lending Platform विकास गर्नुपर्छ।

ख) Covered Short Selling लाई मात्र प्रारम्भिक चरणमा अनुमति दिनुपर्छ।

ग) Naked Short Selling निषेध गर्नुपर्छ।

घ) Collateral आधारित SLB प्रणाली लागू गर्नुपर्छ।

ङ) Market Making लाई चरणबद्ध रूपमा विकास गर्नुपर्छ।

च) SEBON—NEPSE—CDSC बीच एकीकृत डिजिटल निगरानी प्रणाली स्थापना गर्नुपर्छ।

यसरी सिंगापुरको अनुभवलाई नेपालको बजार आकार, संस्थागत क्षमता र विकास अवस्था अनुसार अनुकूलन गर्न सकेमा नेपालको पूँजी बजारमा तरलता, गहिराइ र अन्तर्राष्ट्रिय प्रतिस्पर्धात्मकता उल्लेखनीय रूपमा सुधार गर्न सकिनेछ।

२.६.३ Singapore Digital Capital Market Infrastructure: RegTech, SupTech, AI Surveillance and Cybersecurity

डिजिटल पूँजी बजार पूर्वाधार, नियामकीय प्रविधि र बजार निगरानी प्रणाली

आधुनिक पूँजी बजारको विकासमा प्रविधि केवल कारोबार सञ्चालन गर्ने माध्यम मात्र नभई बजार पारदर्शिता, जोखिम व्यवस्थापन, नियामकीय प्रभावकारिता र लगानीकर्ता संरक्षणको आधारभूत पूर्वाधार बनेको छ। सिंगापुरले वित्तीय प्रविधि (Financial Technology), नियामकीय प्रविधि (RegTech), सुपरिवेक्षण प्रविधि (SupTech), कृत्रिम बुद्धिमत्ता (Artificial Intelligence) तथा साइबर सुरक्षा प्रणालीलाई पूँजी बजार विकासको अभिन्न भागका रूपमा विकास गरेको छ।

यस अनुभवले **"Digital infrastructure is the backbone of modern capital market regulation."** अर्थात् आधुनिक पूँजी बजारको प्रभावकारी नियमनका लागि प्रविधि-आधारित पूर्वाधार अनिवार्य हुन्छ भन्ने *देखाउँछ*। नेपालको सन्दर्भमा यो अनुभव विशेष महत्वपूर्ण छ, किनभने नेपालले परम्परागत कारोबार प्रणालीबाट डिजिटल, डेटा-आधारित र जोखिम-आधारित पूँजी बजारतर्फ रूपान्तरण हुनुपर्ने हालको आवश्यकता रहेको छ।

(१) RegTech को अवधारणा

RegTech भन्नाले वित्तीय संस्थाहरूले नियामकीय अनुपालनलाई प्रभावकारी बनाउन प्रविधिको प्रयोग गर्नु हो। यसले Reporting Automation, Compliance Monitoring, Data Validation र Risk Identification जस्ता कार्यलाई स्वचालित बनाउँछ।

सिंगापुर अभ्यास

सिंगापुरमा वित्तीय संस्थाहरूलेः डिजिटल रिपोर्टिङ, Automated Compliance Checking, Regulatory Data Submission, Electronic Documentation को प्रयोग गर्छन्। यसले Compliance Cost घटाउँछ, Reporting Accuracy बढाउँछ र Regulatory Efficiency सुधार गर्छ।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा Broker, Merchant Banker, Custodian, Stock Dealer का लागि Digital Compliance Reporting System विकास गर्न सकिन्छ। यसमा Capital Adequacy Report, Margin Exposure Report, Short Selling Report, SLB Position Report, Client Risk Report स्वचालित रूपमा पठाउने व्यवस्था गर्न सकिन्छ।

(२) SupTech: प्रविधिमा आधारित सुपरिवेक्षण

SupTech भन्नाले नियामक निकायले सुपरिवेक्षण कार्य प्रभावकारी बनाउन प्रविधिको प्रयोग गर्नु हो। सिंगापुरमा नियामकले Data Analytics, Automated Monitoring, Risk Scoring र AI-Based Detection प्रयोग गर्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित SEBON SupTech Framework

<table>
<tr>
<td>१. Market Surveillance Engine
यसले निगरानी गर्ने:
क) असामान्य मूल्य परिवर्तन
ख) उच्च कारोबार गतिविधि
ग) Manipulative Trading Pattern
घ) Insider Trading Signal</td>
<td>२. Broker Risk Dashboard
प्रत्येक ब्रोकरको:
क) Capital Position
ख) Client Exposure
ग) Margin Loan
घ) Settlement Risk निगरानी गर्न सकिन्छ।</td>
</tr>
<tr>
<td colspan="2">३. SLB and Short Selling Monitoring System
विशेष गरी:
क) Borrow Availability
ख) Outstanding Short Position
ग) Settlement Status
घ) Concentration Risk निगरानी गर्न सकिन्छ</td>
</tr>
</table>

(३) Artificial Intelligence Based Market Surveillance

सिंगापुरको अनुभवले ठूलो मात्राको कारोबारमा परम्परागत निरीक्षण पर्याप्त हुँदैन भन्ने देखाउँछ। AI आधारित प्रणालीले Pattern Recognition, Abnormal Behaviour Detection, Fraud Identification गर्न सक्छ ।

नेपालका लागि सम्भावित प्रयोग:

AI System ले निम्न विषयहरु पहिचान गर्न सक्छ:

Market Manipulation	• Artificial Price Movement • Circular Trading • Pump and Dump Pattern
Insider Trading	• Unusual Trading Before Announcement • Related Account Activity
Short Selling Abuse	• Excessive Short Position • Failed Borrow Transaction

(४) Integrated Regulatory Data Platform

सिंगापुरको सफलताको एउटा आधार **Centralized Financial Data Architecture** हो। यसले विभिन्न स्रोतबाट डेटा सङ्कलन गरी निर्णय प्रक्रियामा प्रयोग गर्छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

SEBON Integrated Capital Market Data Platform: समावेश गर्न सकिने डेटा:

NEPSE क) Trading Data ख) Order Data	CDSC क) Ownership Data ख) Settlement Data
Brokers क) Client Data ख) Margin Data	Banks क) Financing Information

(५) **Cybersecurity Framework**

डिजिटल बजारमा साइबर जोखिम अत्यन्त महत्वपूर्ण हुन्छ। सिंगापुरले Cyber Risk Management, Data Protection र Operational Resilience लाई उच्च प्राथमिकता दिएको छ।

नेपालका लागि आवश्यक व्यवस्था

पूँजी बजार संस्थाहरूले Cyber Security Policy, Data Encryption, Access Control, Incident Response Plan र Regular Security Audit लागू गर्नुपर्छ।

(६) **Business Continuity and Disaster Recovery**

आधुनिक बजार २४ घण्टा विश्वसनीय रुपमा सञ्चालन हुनुपर्छ जसका लागि देहायका व्यवस्थाहरुको आवश्यकता पर्दछ:

क) Disaster Recovery Site
ख) Backup System
ग) Recovery Time Objective (RTO)
घ) Recovery Point Objective (RPO)

नेपालका लागि सिकाइ

NEPSE, CDSC र SEBON का लागि Integrated Business Continuity Framework विकास गर्नुपर्छ।

(७) **Digital Infrastructure for Margin Trading**

Margin Trading सफल बनाउन IT प्रणालीले Automated Margin Calculation, Collateral Valuation, Margin Call Notification र Forced Liquidation Management हुने व्यवस्था गर्नुपर्छ।

(८) Digital Infrastructure for Securities Lending and Short Selling

आवश्यक प्रणाली:

Securities Lending Module	Short Selling Module
क) Borrow Request ख) Lender Matching ग) Collateral Management घ) Return Processing	क) Borrow Confirmation ख) Short Order Validation ग) Position Monitoring घ) Settlement Tracking

(९) नेपालको धितोपत्र बजारको चरणबद्ध Digital Transformation Roadmap

Phase I Existing System Modernization • NEPSE Upgrade • CDSC Enhancement	Phase II Integrated Data Platform • SEBON Data Hub
Phase III SupTech Implementation क) AI Surveillance ख) Risk Dashboard	Phase IV Advanced Market Infrastructure क) CCP ख) Derivatives Platform

नेपालका लागि प्रस्तावित Digital Capital Market Architecture

संस्था	डिजिटल भूमिका
SEBON	SupTech, Surveillance, Regulatory Data
NEPSE	Trading Engine, Market Monitoring
CDSC	Depository, SLB Platform, Settlement
Brokers	Client Management, Margin System
Banks	Financing Integration

नीति सन्देश (Policy Box 2.28)

मुख्य निष्कर्ष:

सिंगापुरको अनुभवले आधुनिक पूँजी बजार विकासका लागि कानुन र नियम मात्र पर्याप्त नभई डिजिटल पूर्वाधार, डेटा-आधारित सुपरिवेक्षण, साइबर सुरक्षा र प्रविधि-आधारित जोखिम व्यवस्थापन समेत आधुनिक बजारका आधारस्तम्भ हुन् भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि नीतिगत सन्देश:

नेपालले:

क) SEBON लाई Digitally Enabled बनाउनुपर्छ।

ख) SupTech र RegTech Framework विकास गर्नुपर्छ।

ग) AI आधारित Market Surveillance लागू गर्नुपर्छ।

घ) NEPSE र CDSC को डिजिटल पूर्वाधार स्तरोन्नति गर्नुपर्छ।

ङ) Margin Trading, SLB र Short Selling का लागि Integrated Digital Platform विकास गर्नुपर्छ।

च) Cybersecurity र Business Continuity लाई नियामकीय प्राथमिकता बनाउनुपर्छ।

यसरी सिंगापुरको डिजिटल पूँजी बजार अनुभवलाई नेपालको आवश्यकताअनुसार लागू गर्न सकेमा नेपालले प्रविधि-आधारित, सुरक्षित र विश्वसनीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्नेछ।

२.६.४ सिंगापुर अनुभवबाट नेपालको लागि समग्र नीतिगत सिकाइ

सिंगापुरको पूँजी बजार विकास अनुभवले बजारको आकार सानो भए पनि नियामकीय गुणस्तर, प्रविधि पूर्वाधार, संस्थागत क्षमता, लगानीकर्ता विश्वास र अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्डलाई प्राथमिकता दिइएमा विश्वस्तरीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सकिन्छ भन्ने देखाउँछ। सिंगापुरले वित्तीय बजारलाई केवल कारोबार गर्ने स्थानका रूपमा मात्र नभई **विश्वसनीय वित्तीय पूर्वाधार (Trusted Financial Infrastructure)** का रूपमा विकास गरेको छ। यसको मुख्य आधारहरू निम्नानुसार रहेका छन्ः

क) बलियो नियामकीय संस्था

ख) प्रविधि-आधारित सुपरिवेक्षण

ग) उच्चस्तरीय बजार पूर्वाधार

घ) संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता

छ) वित्तीय नवप्रवर्तनमा नियन्त्रित उदारता

घ) कडा बजार अखण्डता।

यसरी नेपालले पनि आफ्नो पूँजी बजार आधुनिकीकरण गर्दा सिंगापुरको अनुभवलाई नेपालको बजार आकार, संस्थागत क्षमता र विकास अवस्थाअनुसार अनुकूलन गर्न सक्छ।

(१) सानो बजार भए पनि विश्वस्तरीय नियमन सम्भव हुन्छ

सिंगापुरको सबैभन्दा महत्वपूर्ण पाठः **"Market quality matters more than market size."** अर्थात् बजारको आकारभन्दा यसको विश्वसनीयता, पारदर्शिता र नियामकीय गुणस्तर महत्वपूर्ण हुन्छ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालले पूँजी बजारको आकार मात्र बढाउने होइन, बजारको गुणस्तर सुधार गर्ने रणनीति अपनाउनुपर्छ। यसका लागि अन्तर्राष्ट्रिय मापदण्डअनुसार नियम, प्रभावकारी कार्यान्वयन, प्रविधि आधारित निगरानी आवश्यक हुन्छ।

(२) **SEBON लाई आधुनिक डिजिटल नियामक संस्थाका रूपमा विकास गर्ने**

सिंगापुरको अनुभवले आधुनिक नियामक संस्था केवल नियम बनाउने निकाय मात्र होइन, डेटा विश्लेषण गर्ने, जोखिम पहिचान गर्ने र बजार विकास सहजीकरण गर्ने संस्था हुनुपर्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

*SEBON मा **Digital Regulatory Unit** स्थापना गर्न सकिन्छ। यसको जिम्मेवारी Market Analytics, SupTech Development, Risk Monitoring र Digital Reporting हुनेछ।*

(३) **NEPSE र CDSC को प्रविधि स्तरोन्नति**

सिंगापुरको अनुभवले Trading System, Clearing System, Depository System बीच पूर्ण डिजिटल एकीकरण आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालको लागि प्रस्तावः गर्नुपर्ने विकास

NEPSE	CDSC
क) Advanced Trading Engine ख) Surveillance Integration ग) Algorithm Monitoring	क) Modern Depository System ख) SLB Platform ग) Settlement Automation

(४) **Securities Lending and Borrowing र Short Selling को सुरक्षित विकास**

सिंगापुरले देखाएको मुख्य पाठ भनेको Securities Lending and Borrowing र Short Selling लाई बजार दक्षता सुधार गर्ने उपकरणका रूपमा प्रयोग गर्न Borrow Confirmation, Collateral Management, Position Reporting र Settlement Monitoring आवश्यक हुन्छ भन्ने हो।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा उपर्युक्त व्यवस्थाहरु देहाय अनुसार चरणबद्ध रूपमा लागू गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छः

चरण १: *Securities Lending and Borrowing Framework*

चरण २: *Covered Short Selling*

चरण ३: *Institutional Market Making*

(५) **Institutional Investor Base विस्तार**

सिंगापुरको बजार स्थायित्वमा Pension Funds, Insurance Funds र Asset Managers को सक्रिय सहभागिता महत्वपूर्ण आधार रहेको देखिन्छ ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा नागरिक लगानी कोष, सञ्चय कोष, बीमा कम्पनी, Mutual Funds लाई दीर्घकालीन संस्थागत लगानीकर्ताका रूपमा विकास गर्नुपर्छ।

(६) **Innovation Sandbox को विकास**

सिंगापुरले नयाँ वित्तीय प्रविधि परीक्षणका लागि नियन्त्रित वातावरण विकास गरेको छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON ले **Capital Market Innovation Sandbox** स्थापना गर्न सक्छ। यसमा Digital Securities, Robo Advisory, AI Investment Tools, Blockchain-based Settlement परीक्षण गर्न सकिन्छ ।

(७) **Risk-Based Supervision Framework**

सिंगापुरको नियामकीय दर्शन सबैलाई एउटै प्रकारको नियमन होइन जोखिमअनुसार फरक स्तरको निगरानी हो।

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON ले Risk Categorization Model विकास गर्नुपर्छ जसको उदाहरण तलको तालिकामा प्रस्तुत गरिएको छ।

जोखिम स्तर	निगरानी
उच्च	निरन्तर
मध्यम	आवधिक
सामान्य	नियमित

(८) **Cybersecurity र Operational Resilience**

सिंगापुरले डिजिटल वित्तीय प्रणालीमा साइबर सुरक्षालाई प्राथमिकता दिएको छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा अनिवार्य रूपमा Cyber Security Standard, Annual Security Audit, Incident Reporting, Disaster Recovery Plan लागू गर्नुपर्छ।

(९) **Integrated Capital Market Data System**

सिंगापुरको अनुभवः निर्णय गुणस्तरीय बनाउन डेटा आवश्यक हुन्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

Nepal Capital Market Data Hub स्थापना गरी SEBON, NEPSE, CDSC, Brokers र Banks बाट डेटा एकीकृत गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

(१०) **Singapore Experience Based Reform Roadmap for Nepal**

छोटो अवधि (१—२ वर्ष)	क) Margin Trading Framework ख) SLB Rules ग) Covered Short Selling Rules घ) Digital Reporting System
मध्यम अवधि (३—५ वर्ष)	क) SupTech Platform ख) Market Making ग) Institutional Investor Development घ) Settlement Improvement
दीर्घ अवधि (५—१० वर्ष)	क) CCP Development ख) Derivatives Market ग) International Market Connectivity

नेपालका लागि Singapore Model मा आधारित सुधार तालिका

क्षेत्र	**Singapore Practice**	**नेपालको प्रस्ताव**
Regulator	MAS Model	SEBON Modernization
Technology	SupTech	Digital Surveillance
Reporting	Automated	Integrated Reporting
SLB	Institutional Framework	CDSC Based Platform
Short Selling	Controlled	Covered Short Selling
Innovation	Sandbox	Capital Market Sandbox
Investors	Institutional Base	Pension/Insurance Growth
Cybersecurity	Strong Framework	Mandatory Standards

नीति सन्देश (Policy Box 2.29)

मुख्य निष्कर्ष

सिंगापुरको अनुभवले नियमन, प्रविधि, पूर्वाधार र संस्थागत क्षमता अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको बनाइयो भने सानो बजारले पनि विश्वस्तरीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिसः

नेपालले:

क) SEBON लाई प्रविधि-आधारित आधुनिक नियामक संस्थामा रूपान्तरण गर्नुपर्छ।

ख) NEPSE र CDSC को डिजिटल क्षमता विस्तार गर्नुपर्छ।

ग) Securities Lending र Covered Short Selling लाई सुरक्षित रूपमा लागू गर्नुपर्छ।

घ) Institutional Investor Base विस्तार गर्नुपर्छ।

ङ) SupTech, RegTech र AI आधारित निगरानी प्रणाली विकास गर्नुपर्छ।

च) Cybersecurity र Operational Resilience लाई अनिवार्य नियामकीय मापदण्ड बनाउनुपर्छ।

छ) दीर्घकालीन रूपमा CCP र Derivatives Market को आधार तयार गर्नुपर्छ।

यसरी सिंगापुरको अनुभवलाई नेपालको परिस्थिति अनुसार प्रयोग गर्न सकेमा नेपालले दक्षिण एशियाको एक आधुनिक, पारदर्शी र प्रविधि-आधारित पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्नेछ।

२.७ हङकङ अनुभव : अन्तर्राष्ट्रिय लगानी केन्द्र, Securities Lending, Short Selling र Institutional Market Structure

२.७.१ हङकङ पूँजी बजारको विकास र नियामकीय दर्शन

हङकङ विश्वकै प्रमुख अन्तर्राष्ट्रिय पूँजी बजारमध्ये एक हो। सीमित भौगोलिक क्षेत्र र सानो घरेलु अर्थतन्त्र हुँदाहुँदै पनि हङकङले बलियो नियामकीय संरचना, अन्तर्राष्ट्रिय लगानीकर्ताको पहुँच, अत्याधुनिक बजार पूर्वाधार र चीनसँगको रणनीतिक सम्बन्धका कारण विश्वस्तरीय वित्तीय केन्द्रको रूपमा विकास गरेको छ। हङकङको पूँजी बजार विकासको मुख्य आधारहरूमा अन्तर्राष्ट्रिय लगानीकर्ताको विश्वास, उच्च बजार पारदर्शिता, स्वतन्त्र नियामकीय प्रणाली, बलियो क्लियरिङ तथा सेटलमेन्ट पूर्वाधार र आधुनिक वित्तीय उपकरणहरूको विकास रहेको छ ।

हङकङको अनुभवले "Investor confidence is the foundation of market development."अर्थात् बजारको विकासका लागि कारोबारको मात्रा मात्र होइन, लगानीकर्ताको विश्वास सबैभन्दा महत्वपूर्ण आधार हो भन्ने सन्देश दिन्छ।

(१) हङकङको नियामकीय संरचना

हङकङको धितोपत्र बजारको प्रमुख नियामक संस्थाः

Securities and Futures Commission (SFC) रहेको छ। SFC को प्रमुख जिम्मेवारीमा Securities Market Regulation, Futures Market Supervision, Market Conduct Monitoring, Investor Protection र Licensing and Compliance हो।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा SEBON लाई बजार विकासकर्ता, जोखिम निगरानीकर्ता र प्रविधि-आधारित नियामक का रूपमा विकास गर्न आवश्यक छ।

(२) अन्तर्राष्ट्रिय लगानीकर्तामैत्री बजार संरचना

हङकङको सफलताको महत्वपूर्ण कारण विदेशी संस्थागत लगानीकर्ताका लागि खुला र विश्वसनीय वातावरण हो। यसका लागि देहायको व्यवस्था गरिएको छः

क) स्पष्ट नियम

ख) अन्तर्राष्ट्रिय लेखांकन मापदण्ड

ग) पारदर्शी सूचना सूचना प्रवाह

घ) प्रभावकारी कानुनी संरक्षण।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालले विदेशी तथा संस्थागत लगानी आकर्षित गर्न Disclosure Standards सुधार, Corporate Governance सुधार र Regulatory Predictability मा ध्यान दिनुपर्छ।

(३) Securities Lending and Borrowing (SLB) Market

हङकङमा Securities Lending बजार शर्ट सेलिङ्ग र संस्थागत लगानी व्यवस्थापनको महत्वपूर्ण आधार हो। SLB लेः

क) बजारमा तरलता बढाउँछ।

ख) Short Selling कार्यान्वयन गर्न सहयोग गर्छ।

ग) Portfolio Hedging सम्भव बनाउँछ।

घ) Price Discovery सुधार गर्छ।

(४) SLB मा प्रमुख पक्षहरू

हङकङको प्रणालीमा SLB मा देहायका पक्षहरू रहेका छन्ः

Lender	क) Institutional Investors ख) Custodians ग) Fund Managers
Borrower	क) Brokers ख) Hedge Funds ग) Institutional Traders
Intermediary	क) Lending Agent ख) Custodian ग) Market Infrastructure Provider

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा SLB प्रणाली विकास गर्दाः

क) CDSC लाई केन्द्रीय प्लेटफर्मको भूमिका दिन सकिन्छ।

ख) Institutional Investors लाई प्रमुख Lender बनाउने नीति लिन सकिन्छ।

ग) Broker तथा Qualified Investors लाई Lending Agent बनाउने व्यवस्था गर्न सकिन्छ।

(५) **Hong Kong Short Selling Framework**

हङकङ विश्वका केही प्रमुख बजारमध्ये एक हो जहाँ नियन्त्रित Short Selling प्रणाली सफलतापूर्वक सञ्चालन भएको छ। हङकङमा Covered Short Selling Only मात्र गर्न पाइने व्यवस्था रहेको छ, धितोपत्र सापटीको सुनिश्चितता नभएसम्म Short Selling गर्न पाइँदैन।

(६) **Designated Short Selling Securities**

हङकङमा सबै धितोपत्रमा Short Selling अनुमति उपलब्ध नभई केवल पर्याप्त तरलता भएका, निश्चित मापदण्ड पूरा गरेका, नियामकले तोकेका धितोपत्रमा मात्र अनुमति उपलब्ध ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा प्रारम्भिक चरणमा सबै सूचीकृत कम्पनीमा Short Selling अनुमति दिनु उपयुक्त नहुने देखिन्छ। शर्ट सेलिङ्गका लागि योग्य धितोपत्रको छनौट मापदण्ड देहाय बमोजिम हुन सक्छन्।

- Market Capitalization
- Liquidity
- Trading History
- Corporate Governance

(७) **Short Selling Reporting System**

हङकङमा Short Selling सम्बन्धमा Daily Short Volume, Outstanding Short Position, Broker Reporting जस्ता व्यवस्था छन्।

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON ले Short Selling Monitoring Portal विकास गर्न सक्छ। यसमा Security-wise Short Position, Broker Exposure, Borrow Status र Settlement Status निगरानी गर्न सकिन्छ।

(८) **Short Selling Controls During Market Stress**

हङकङ अनुभवले बजार संकटको अवस्थामा नियामकसँग Short Selling Restriction, Additional Reporting, Position Limits जस्ता अतिरिक्त अधिकार हुनुपर्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालको लागि सिकाइ

SEBON लाई विशेष अवस्थामा Short Selling रोक्ने, सीमा घटाउने र थप सूचना माग गर्ने जस्ता अधिकार दिनुपर्छ।

(९) **Institutional Investor Ecosystem**

हङकङको बजारमा Global Funds, Pension Funds, Insurance Companies Asset Managers को सहभागिताले बजार गहिराइ रहेको हो ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा दीर्घकालीन रूपमा Pension Fund, Insurance Fund, Mutual Fund र Foreign Institutional Investors लाई सक्रिय बनाउनुपर्छ।

Hong Kong Model Based Framework for Nepal

क्षेत्र	Hong Kong Practice	Nepal Proposal
Regulator	SFC	SEBON Strengthening
SLB	Institutional Lending Market	CDSC Based Platform
Short Selling	Covered Only	Covered Short Selling
Eligible Stocks	Designated Securities	Liquidity Based Selection
Reporting	Daily Disclosure	SEBON Portal
Market Maker	Liquidity Provider	Phase-wise Introduction
Investors	Global Institutions	Domestic Institutional Growth

नीति सन्देश (Policy Box 2.30)

मुख्य निष्कर्ष:

हङकङको अनुभव अनुसार Securities Lending, Short Selling र Market Making जस्ता आधुनिक उपकरणहरू बजार तरलता र दक्षता सुधार गर्न अत्यन्त उपयोगी हुन्छन्। तर तिनको सफल कार्यान्वयनका लागि बलियो नियमन, पारदर्शिता, संस्थागत सहभागिता र प्रविधि-आधारित निगरानी आवश्यक हुन्छ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिस:

क) SLB लाई Short Selling को आधारभूत पूर्वाधार बनाउनुपर्छ।

ख) Covered Short Selling लाई मात्र अनुमति दिनुपर्छ।

ग) योग्य धितोपत्र छनोट गर्ने मापदण्ड बनाउनुपर्छ।

घ) Short Selling Reporting System स्थापना गर्नुपर्छ।

ङ) Market Maker Framework विकास गर्नुपर्छ।

च) Institutional Investor Base विस्तार गर्नुपर्छ।

छ) SEBON को Market Surveillance क्षमता बढाउनुपर्छ।

हङकङको अनुभवले उचित नियमन र पूर्वाधारमार्फत अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको पूँजी बजार निर्माण गर्न सक्छ भन्ने देखाउँछ जुन नेपालको लागि विशेष उपयोगी छ।

२.७.२ **Hong Kong Securities Lending Infrastructure, Clearing System and Risk Management Framework**

धितोपत्र सापटी पूर्वाधार, क्लियरिङ प्रणाली तथा जोखिम व्यवस्थापन संरचना

आधुनिक पूँजी बजारमा Securities Lending and Borrowing (SLB), Short Selling तथा अन्य उन्नत वित्तीय कारोबारको सफल सञ्चालनका लागि केवल कारोबार अनुमति पर्याप्त हुँदैन। यसको लागि बलियो Clearing, Settlement, Collateral Management तथा Risk Management Framework आवश्यक हुन्छ। हङकङले आफ्नो पूँजी बजार विकास क्रममा Securities Lending, Short Selling र Clearing System लाई एकीकृत रूपमा विकास गरेको छ।

यसको मुख्य उद्देश्य देहाय अनुसार रहेको छः

क) कारोबार निश्चितता बढाउने

ख) काउन्टरपार्टि जोखिम घटाउने

ग) बजार तरलता सुधार गर्ने

घ) लगानीकर्ताको विश्वास कायम गर्ने।

नेपालले हङकङबाट विशेष गरी **Post-Trade Infrastructure Development** सम्बन्धी महत्वपूर्ण सिकाइ लिन सक्छ।

(१) Hong Kong Central Clearing and Settlement Infrastructure

हङकङको बजारमा Clearing र Settlement प्रणाली अत्यन्त व्यवस्थित छ। यसको आधार Central Clearing, Central Depository, Automated Settlement System र Risk Monitoring हो। केन्द्रीय संरचनाले कारोबार मिलान, धितोपत्र हस्तान्तरण, रकम फछ्र्यौट, जोखिम व्यवस्थापनलाई व्यवस्थित बनाउँछ।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा CDSC को भूमिका अझ विस्तार गर्न आवश्यक छ। भविष्यमा CDSC ले Depository मात्र होइन, Securities Lending Platform Operator, Collateral Management Agent, Settlement Risk Monitor को भूमिका पनि निर्वाह गर्न सक्छ।

(२) Securities Lending and Borrowing Registration System

हङकङमा SLB कारोबारलाई व्यवस्थित गर्न स्पष्ट अभिलेख प्रणाली छ।प्रत्येक कारोबारमा Lender, Borrower, Security, Quantity, Lending Period, Collateral र Return Date अभिलेख गरिन्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

CDSC ले SLB Platform मा देहायको डेटा अनिवार्य राख्नुपर्छ।

विवरण	आवश्यकता
Transaction ID	प्रत्येक कारोबार पहिचान
ISIN	धितोपत्र पहिचान
Borrower ID	ऋणी पहिचान
Lender ID	ऋणदाता पहिचान
Quantity	कारोबार मात्रा
Collateral Value	जोखिम नियन्त्रण
Maturity Date	फिर्ता व्यवस्थापन

(३) Collateral Management Framework

Securities Lending मा सबैभन्दा महत्वपूर्ण पक्ष Collateral हो। हङकङ अनुभवले Collateral Management बिना SLB सुरक्षित हुन सक्दैन र यसको मुख्य तत्व देहाय अनुसारका हुन् भन्ने देखाउँछः

Valuation: धितोको नियमित मूल्याङ्कन।

Haircut: जोखिमअनुसारको समायोजन।

Margin Call: धितो अपर्याप्त भए थप धितो माग गर्ने।

Substitution: आवश्यक अवस्थामा धितो परिवर्तन गर्ने।

नेपालका लागि प्रस्तावित Collateral Policy

स्वीकार्य सुरक्षणका रुपमा Cash, Government Securities, Highly Category Listed Securities हुन सक्छन्। तर Low Liquidity Securities र Highly Volatile Securities मा उच्च Haircut लागू गरिनुपर्छ।

(४) Risk Management Framework

हङकङको अनुभव अनुसार SLB मा तीन प्रकारका मुख्य जोखिम हुन्छन्ः

१. Counterparty Risk

Borrower ले धितोपत्र फिर्ता गर्न नसक्ने जोखिम हुने हुनेले Collateral, Margin Requirement र Counterparty Limits को व्यवस्था गर्नुपर्दछ ।

२. Market Risk

धितोपत्र मूल्यमा ठूलो परिवर्तन हुने हुनाले Daily Mark-to-Market, Haircut Adjustment र Exposure Monitoring हुनुपर्दछ ।

३. Settlement Risk

समयमै Delivery नभएको जोखिमको समाधानका लागि Automated Settlement, Buy-in Mechanism, Penalty System हुनुपर्दछ ।

(५) Short Selling Settlement Control

हङकङबाट महत्वपूर्ण सिकाइः Short Selling र Settlement System अलग-अलग नभई एकीकृत हुनुपर्छ भन्ने हो।

Short Order स्वीकार गर्नुअघि देहायका कार्यहरु गर्नुपर्छः

- क) Borrow Availability Check
- ख) Lending Confirmation
- ग) Short Sale Authorization
- घ) Settlement Monitoring

नेपालका लागि प्रस्तावित Workflow

Investor | Broker | Short Sell Order Request | SLB Platform Check | Borrow Confirmation | NEPSE Trading System | CDSC Settlement | SEBON Monitoring

(६) **Default Management Framework**

हङकङजस्ता विकसित बजारहरूले Default को अवस्थामा स्पष्ट प्रक्रिया राख्छन्। यदि Borrower धितोपत्र फिर्ता गर्न असफल भएमा निम्नानुसारको प्रक्रिया अबलम्वन गर्न सकिन्छ।

चरण १
Margin/Collateral प्रयोग
चरण २
Forced Buy-in
चरण ३
Financial Penalty
चरण ४
Regulatory Action

नेपालका लागि प्रस्ताव

SLB Rules मा Failure to Return Securities, Failure to Provide Collateral, Settlement Default र Broker Responsibility सम्बन्धी स्पष्ट व्यवस्था हुनुपर्छ ।

(७) **Broker Risk Management**

हङकङ अनुभवअनुसार Broker केवल कारोबार मध्यस्थकर्ता मात्र नभई जोखिम व्यवस्थापनको पहिलो तह हो। Stock Broker ले Client Assessment, Exposure Limit, Margin Monitoring र Internal Control राख्नुपर्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

Stock Broker ले अनिवार्य Risk Management Department र Compliance Officer को व्यवस्था गरी Automated Margin System तथा Client Risk Rating प्रणाली अबलम्वन गर्नुपर्छ।

(८) **Regulatory Monitoring Framework**

हङकङमा नियामकले Real-time Data, Short Position, Securities Lending Exposure र Settlement Status को निगरानी गर्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON Dashboard देहायका विषय समावेश प्रस्ताव गरिन्छ ।

SLB Monitoring	*क) Outstanding Loan* *ख) Borrow Concentration*

Short Selling Monitoring	*क) Short Volume* *ख) Short Ratio*
Risk Monitoring	*क) Broker Exposure* *ख) Settlement Failure*

(९) Hong Kong Based Implementation Model for Nepal

Phase १: Infrastructure Preparation

- CDSC System Upgrade
- SLB Module Development
- Reporting Standard

Phase २: Controlled Launch

- Selected Securities
- Selected Brokers
- Institutional Investors

Phase ३: Market Expansion

- Wider Securities
- Market Makers
- Institutional Participation

तुलनात्मक सिकाइ तालिका

विषय	Hong Kong Practice	Nepal Proposal
Clearing	Central Clearing System	CDSC Strengthening
SLB	Structured Lending Market	CDSC SLB Platform
Collateral	Professional Management	Haircut Based System
Short Selling	Borrow Required	Covered Short Only
Default	Buy-in Mechanism	Clear Default Rules
Monitoring	Real-time Supervision	SEBON Dashboard

नीति सन्देश (Policy Box 2.31)

मुख्य निष्कर्ष

हङकङको अनुभवले Securities Lending and Borrowing र Short Selling को सफलता कारोबार नियमभन्दा बढी Post-Trade Infrastructure मा निर्भर रहने र बलियो Clearing, Settlement, Collateral

Management तथा Risk Control Framework बिना आधुनिक वित्तीय उपकरणहरू सुरक्षित रूपमा सञ्चालन गर्न सकिँदैन भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिसः

क) CDSC लाई आधुनिक SLB Infrastructure Provider का रूपमा विकास गर्नुपर्छ।

ख) Collateral Management Framework तयार गर्नुपर्छ।

ग) Short Selling लाई SLB Platform सँग पूर्ण रूपमा जोड्नुपर्छ।

घ) Settlement Failure र Default Management Rules स्पष्ट बनाउनुपर्छ।

ङ) Broker को Risk Management क्षमता बढाउनुपर्छ।

च) SEBON का लागि Real-time Risk Monitoring Dashboard विकास गर्नुपर्छ।

यसरी हङकङको अनुभवलाई नेपालको बजार आवश्यकताअनुसार लागू गर्न सकेमा NEPSE मा तरलता, बजार गहिराइ र मूल्य अन्वेषण प्रणाली उल्लेखनीय रूपमा सुधार गर्न सकिनेछ। यसरी हङकङको अनुभवलाई नेपालको अवस्था अनुसार लागू गर्न सकेमा नेपालले सुरक्षित, पारदर्शी र उच्च दक्षताको Securities Lending तथा Short Selling बजार विकास गर्न सक्नेछ।

२.७.३ हङकङ अनुभवबाट नेपालको लागि समग्र नीतिगत सिकाइ

हङकङको पूँजी बजार विकास अनुभवले विकासशील तथा सानो घरेलु बजार भएको अर्थतन्त्रले पनि देहाय अनुसारका व्यवस्थाहरु गरेमा अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको वित्तीय केन्द्रको रूपमा विकास गर्न सक्छ भन्ने देखाउँछ।

क) बलियो नियामकीय संरचना,

ख) विश्वसनीय बजार पूर्वाधार,

ग) संस्थागत लगानीकर्ता सहभागिता,

घ) तरलता अभिवृद्धि प्रणाली,

ङ) अन्तर्राष्ट्रिय लगानीमैत्री वातावरण।

हङकङको अनुभव नेपालको लागि विशेष महत्वपूर्ण छ, किनभने नेपाल पनि हाल पूँजी बजार विस्तार, संस्थागत सहभागिता वृद्धि र आधुनिक कारोबार प्रणाली विकासको चरणमा रहेको छ।

हङकङबाट प्राप्त मुख्य नीति सन्देशः **"Market development requires trust, liquidity and institutional capacity."** अर्थात् बजार विकासका लागि केवल कारोबार प्रणाली होइन, विश्वास, तरलता र संस्थागत क्षमता आवश्यक हुन्छ।

(१) नियामकीय संस्थाको सुदृढीकरण

हङकङको Securities and Futures Commission (SFC) ले बजार विकास, लगानीकर्ता संरक्षण, बजार दुरुपयोग नियन्त्रण, अन्तर्राष्ट्रिय समन्वयमा महत्वपूर्ण भूमिका खेलेको छ।

नेपालको लागि सिकाइ

SEBON लाई प्रभावकारी नियामक, बजार विकासकर्ता र प्रविधि-आधारित सुपरिवेक्षकका रूपमा विकास गर्नुपर्छ। यसका लागि पर्याप्त जनशक्ति, विशेषज्ञ क्षमता, Digital Surveillance र अनुसन्धान क्षमता विस्तार आवश्यक छ।

(२) Securities Lending लाई बजार पूर्वाधारको रूपमा विकास गर्ने

हङकङ अनुभवले SLB केवल Short Selling को लागि मात्र नभई Liquidity Improvement, Institutional Trading, Portfolio Management र Price Efficiency मा समेत सहयोगी हो भन्ने देखाउँछ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

*नेपालमा **Central Securities Lending Platform** CDSC अन्तर्गत विकास गर्नुपर्छ। यसमा Institutional Lender, Broker, Borrower, Automated Matching र Collateral Management समावेश हुनुपर्छ।*

(३) Covered Short Selling को चरणबद्ध कार्यान्वयन

हङकङको अनुभवले स्पष्ट गर्छ कि Short Selling उपयोगी भए पनि नियन्त्रण आवश्यक हुन्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

प्रारम्भिक चरणमा Borrow Confirmation, Eligible Securities List, Position Limit, Daily Reporting र Settlement Monitoring जस्ता व्यवस्था गरी Covered Short Selling को अनुमति दिन उपयुक्त हुने देखिन्छ।

(४) Market Maker प्रणालीको विकास

हङकङको बजार तरलताको महत्वपूर्ण आधार Professional Market Maker हो।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा प्रारम्भिक चरणमा ETF, SME Platform, Selected Liquid Stocks बाट Market Making सुरु गर्न सकिन्छ। यसका लागि Licensing, Minimum Capital, Quote Obligation, Spread Limit र Performance Monitoring जस्ता व्यवस्था आवश्यक हुन्छ ।

(५) Institutional Investor Base विस्तार

हङकङको बजार स्थायित्वको प्रमुख कारण ठूलो संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता नै मुख्य आधार हो।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालले Pension Fund, Insurance Fund, Mutual Fund र Asset Manager लाई विस्तार गर्नुपर्छ।

(६) अन्तर्राष्ट्रिय लगानी आकर्षण

हङकङले स्पष्ट नियम, पारदर्शी सूचना र लगानीकर्ता संरक्षण मार्फत अन्तर्राष्ट्रिय लगानी आकर्षित गरेको छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालले Corporate Governance, Disclosure Quality, Accounting Standards, Regulatory Stability मा सुधार गर्नुपर्नेछ।

(७) Liquidity Based Regulatory Framework

हङकङले सबै धितोपत्रलाई समान व्यवहार नगरी योग्यता अनुसार Short Selling, Market Making र Institutional Trading लाई अनुमति दिन्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा निम्नानुसारको कम्नपनीको वर्गीकरण गरी फरक नियामकीय व्यवस्था गर्न सकिन्छ।

Category A: *High Liquidity Securities*

Category B: *Moderate Liquidity Securities*

Category C: *Low Liquidity Securities*

(८) Clearing and Settlement Strengthening

हङकङ अनुभवले Trading System भन्दा Post-Trade System बढी महत्वपूर्ण हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

CDSC को प्रणालीमा Settlement Automation, SLB Integration, Collateral Management र Risk Monitoring जस्ता व्यवस्था गर्नुपर्छ।

(९) Market Surveillance Improvement

हङकङमा Real-time Monitoring, Abnormal Trading Detection, Market Abuse Prevention प्रमुख प्राथमिकता हुन्।

नेपालको लागि प्रस्ताव

SEBON ले AI Based Surveillance System विकास गर्नुपर्छ। यसले Insider Trading, Manipulation र Excessive Short Position पहिचान गर्न सक्छ।

(१०) Nepal Capital Market Reform Roadmap Based on Hong Kong Model

छोटो अवधि (१—२ वर्ष)	क) SLB Rules जारी गर्ने ख) Covered Short Selling लागू गर्ने

	ग) CDSC Platform Upgrade गर्ने घ) Market Surveillance सुधार गर्ने
मध्यम अवधि (३—५ वर्ष)	क) Market Maker Framework ख) Institutional Investor Expansion ग) Advanced Clearing System घ) CCP Development
दीर्घ अवधि (५—१० वर्ष)	क) Derivatives Market ख) International Market Connectivity

Hong Kong Based Reform Framework for Nepal

क्षेत्र	Hong Kong Practice	नेपालको लागि प्रस्ताव
Regulation	Strong SFC	SEBON Strengthening
SLB	Institutional Market	CDSC Platform
Short Selling	Covered System	Controlled Introduction
Market Making	Liquidity Provider	Licensed Market Makers
Investors	Global Institutions	Domestic Institutional Growth
Clearing	Advanced System	CDSC Modernization
Surveillance	Real-time	AI Based Monitoring

नीति सन्देश (Policy Box 2.32)

मुख्य निष्कर्षः

हङकङको अनुभवले आधुनिक पूँजी बजार निर्माणका लागि केवल नयाँ वित्तीय उपकरण ल्याउनु मात्र पर्याप्त नभई बजार विश्वास, संस्थागत क्षमता, तरलता व्यवस्थापन र अन्तर्राष्ट्रिय स्तरको नियामकीय प्रणाली आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिसः

नेपालले:

क) Securities Lending and Borrowing लाई Short Selling को आधारभूत पूर्वाधार बनाउनुपर्छ।

ख) Covered Short Selling लाई चरणबद्ध रूपमा लागू गर्नुपर्छ।

ग) Market Maker प्रणाली विकास गर्नुपर्छ।

घ) Institutional Investor Base विस्तार गर्नुपर्छ।

ङ) CDSC र SEBON को निगरानी क्षमता आधुनिक बनाउनुपर्छ।

च) Liquidity Based Market Regulation लागू गर्नुपर्छ।

छ) अन्तर्राष्ट्रिय लगानीमैत्री वातावरण निर्माण गर्नुपर्छ।

हङकङको अनुभवले उपयुक्त नीति, प्रविधि र संस्थागत सुधारमार्फत विश्वस्तरीय पूँजी बजार निर्माण गर्न सकिन्छ भन्ने देखाउँछ।

२.८ दक्षिण कोरिया अनुभव : Retail Investor Market, Derivatives Development, Short Selling Reform and Technology-Based Supervision

२.८.१ दक्षिण कोरियाको पूँजी बजार विकास र नियामकीय दर्शन

दक्षिण कोरिया छोटो समयमै विकासशील अर्थतन्त्रबाट उच्च प्रविधि र उच्च मूल्य अभिवृद्धि भएको वित्तीय बजार निर्माण गर्न सफल भएको देशहरु मध्ये एक हो। दक्षिण कोरियाको पूँजी बजारको मुख्य विशेषताहरुः साना लगानीकर्ताको बढि सहभागिता, सक्रिय संस्थागत लगानीकर्ता, विकसित Derivatives Market, उच्च प्रविधियुक्त कारोबार प्रणाली र बलियो बजार निगरानी हुन्।

दक्षिण कोरियाको अनुभवले **"Market participation must grow together with investor protection and regulatory capacity"** अर्थात् बजारमा लगानीकर्ताको सहभागिता विस्तारसँगै संरक्षण, शिक्षा र नियामकीय क्षमता पनि समान रूपमा विकास हुनुपर्छ भन्ने देखाउँछ। नेपालका लागि यो अनुभव विशेष महत्वपूर्ण छ किनभने नेपालको पूँजी बजारमा पनि Retail Investor Dominance, Online Trading Expansion, र Digital Investor Growth तीव्र रूपमा बढिरहेको छ।

(१) दक्षिण कोरियाको नियामकीय संरचना

दक्षिण कोरियाको वित्तीय बजारमा प्रमुख नियामक संस्थाः Financial Services Commission (FSC) र Financial Supervisory Service (FSS) हुन्। यी संस्थाहरूले Securities Regulation, Market Supervision, Investor Protection र Financial Institution Oversight गर्छन्।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा SEBON को नियामकीय क्षमता बढाउँदै Market Supervision, Investigation, Enforcement, Investor Protection लाई अझ सुदृढ गर्नुपर्छ।

(२) Retail Investor Driven Market Experience

दक्षिण कोरियाको पूँजी बजारको विशेषता Retail Investor Participation उच्च हुनु हो। यसका कारण Digital Trading Platform, Mobile Trading, Financial Education र Easy Market Access हुन्।

नेपालका लागि सिकाइ

नेपालमा पनि Retail Investor को संख्या तीव्र रूपमा बढिरहेको छ। त्यसैले आवश्यक Investor Education, Risk Disclosure, Digital Awareness, Responsible Trading Culture विकास गर्नुपर्छ।

(३) **Digital Trading Ecosystem**

दक्षिण कोरियाले Mobile Trading System, Algorithmic Trading र Electronic Order System विकास गरेको छ। यसले Transaction Cost घटाउँछ, Market Access बढाउँछ र Trading Efficiency सुधार गर्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा Advanced TMS, Mobile Trading Security, API Based Trading र Automated Risk Control विकास गर्नुपर्छ।

(४) **Derivatives Market Development Experience**

दक्षिण कोरिया विश्वका प्रमुख Derivatives Markets मध्ये एक हो। यसको विकासको आधार Strong Exchange Infrastructure, Institutional Participation र Risk Management System हो।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा Derivatives Market विकास गर्नुअघि Clearing Infrastructure, Risk Management System, Professional Participants र Investor Education को आवश्यक तयारी गर्नुपर्छ।

(५) **Short Selling Reform Experience**

दक्षिण कोरियाले Short Selling सम्बन्धी धेरै सुधार गरेको छ। यसको मुख्य उद्देश्यमा Market Efficiency, Investor Protection र Fair Trading बीच सन्तुलन कायम गर्नु रहेको छ। Short Selling को नियन्त्रणका लागि दक्षिण कोरियामा Eligible Securities, Position Monitoring, Reporting Requirement र Enforcement Mechanism व्यवस्था गरिएको छ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा *प्रारम्भिक चरणमा Covered Short Selling मात्र अनुमति दिनु उपयुक्त हुन्छ। साथैः Borrow Confirmation, Real-time Monitoring र Strict Penalty आवश्यक हुन्छ।*

(६) **Algorithmic Trading र Market Surveillance**

दक्षिण कोरियाको बजारमा High Frequency Trading, Algorithmic Trading प्रयोग हुन्छ। यसका कारण Advanced Surveillance आवश्यक हुन्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

क) SEBON ले विकास गर्नुपर्नेः AI Based Surveillance System:

ख) निगरानी गर्नेः Abnormal Order, Price Manipulation, Unusual Volume, Insider Activity

(७) **Investor Protection Framework**

दक्षिण कोरियाले Retail Investor Protection मा विशेष ध्यान दिई Risk Disclosure, Investor Classification, Market Education र Complaint Mechanism जस्ता व्यवस्था गरेको छ ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

Margin Trading र Short Selling मा ग्राहकलाई Potential Loss, Margin Call, Forced Liquidation, Leverage Risk बारे स्पष्ट जानकारी दिनुपर्छ।

(८) **Market Stabilization Mechanism**

दक्षिण कोरियामा बजार अस्थिरता नियन्त्रणका लागि Circuit Breaker, Price Limit System र Market Monitoring प्रयोग गरिन्छ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा Volatility Monitoring, Market Stress Testing र Emergency Intervention Framework सुदृढ गर्नुपर्छ।

(९) **Nepal Application Framework Based on Korean Experience**

क्षेत्र	**Korea Practice**	**Nepal Proposal**
Retail Market	Large Digital Friendly Investors	Investor Education
Trading	Advanced Electronic System	Improved TMS
Short Selling	Controlled System	Covered Short Selling
Derivatives	Developed Market	Gradual Preparation
Surveillance	Technology Based	AI SupTech
Protection	Strong Disclosure	Risk Awareness

नीति सन्देश (Policy Box 2.33)

मुख्य निष्कर्षः

दक्षिण कोरियाको अनुभवले साना लगानीकर्ताको सहभागिता बढि भएको बजारलाई सुरक्षित र प्रभावकारी बनाउन प्रविधि, लगानीकर्ता शिक्षा, जोखिम व्यवस्थापन र बलियो नियामकीय निगरानी आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिसः

क) Retail Investor Protection Framework विकास गर्नुपर्छ।

ख) Digital Trading Infrastructure सुधार गर्नुपर्छ।

ग) Short Selling लाई नियन्त्रित रूपमा लागू गर्नुपर्छ।

घ) Derivatives Market का लागि पूर्वाधार तयार गर्नुपर्छ।

ङ) AI आधारित Market Surveillance विकास गर्नुपर्छ।

च) Investor Education लाई नियामकीय प्राथमिकता बनाउनुपर्छ।

दक्षिण कोरियाको अनुभव नेपालको लागि विशेष उपयोगी छ। यसले Retail Investor Dominated Market लाई पनि आधुनिक, सुरक्षित र प्रविधि-आधारित पूँजी बजारमा रूपान्तरण गर्न सकिन्छ भन्ने देखाउँछ।

२.८.२ South Korea: Short Selling Reform, Securities Lending and Market Integrity Framework शर्ट सेलिङ्ग सुधार, धितोपत्र सापटी प्रणाली तथा बजार अखण्डता व्यवस्थापन

आधुनिक पूँजी बजारमा Short Selling लाई मूल्य अन्वेषण प्रक्रिया (Price Discovery), जोखिम व्यवस्थापन (Risk Management) र बजार तरलता (Liquidity Enhancement) को महत्वपूर्ण उपकरणका रूपमा लिइन्छ। तर Short Selling को गलत प्रयोग भएमा बजार हेरफेर (Market Manipulation), असमान सूचना प्रयोग, लगानीकर्ता विश्वासमा कमी जस्ता समस्या उत्पन्न हुन सक्छन्।

दक्षिण कोरियाको अनुभवले Short Selling को सफल सञ्चालनका लागि स्पष्ट कानुनी व्यवस्था, पारदर्शी Securities Lending System, प्रभावकारी निगरानी र कडा दण्ड व्यवस्था आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

(१) दक्षिण कोरियामा Short Selling को उद्देश्य

दक्षिण कोरियाले Short Selling लाई मुख्यतः निम्न उद्देश्यका लागि प्रयोग गरेको छः

क) Price Discovery Improvement: बजारमा वास्तविक मूल्य अन्वेषणमा सहयोग।

ख) Market Liquidity Enhancement: खरिद तथा बिक्री गतिविधि बढाउने।

ग) Hedging Facility: संस्थागत लगानीकर्तालाई जोखिम व्यवस्थापन सुविधा दिने।

(२) Short Selling सम्बन्धी चुनौतीहरू

दक्षिण कोरियाले निम्न चुनौतीहरू सामना गरेको छः

क) Naked Short Selling Risk: धितोपत्र उपलब्ध नभई Short Selling गर्ने जोखिम।

ख) Information Asymmetry: ठूला संस्थागत लगानीकर्ताले साना लगानीकर्ताभन्दा बढी सूचना प्रयोग गर्न सक्ने सम्भावना।

ग) Market Confidence Issue: Retail Investor मा निष्पक्षताको प्रश्न।

नेपालका लागि सिकाइ

*नेपालमा Short Selling सुरु गर्दा मुख्य प्राथमिकता **Market Efficiency** भन्दा पहिले **Market Integrity** हुनुपर्छ।*

(३) Naked Short Selling नियन्त्रण

दक्षिण कोरियाको प्रमुख अनुभव Naked Short Selling लाई कडाइका साथ नियन्त्रण गर्नुपर्छ।

नेपालको लागि प्रस्ताव

नेपालमा

*क) **अनुमतिः** Covered Short Selling*

*ख) **निषेधः** Naked Short Selling*

Short Sale Order राख्नुअघिः

Stockbroker *System ले अनिवार्य रूपमा Securities Borrow Confirmation, Borrow Availability र Lending Agreement जाँच गर्नुपर्छ* ।

(४) Securities Lending and Borrowing (SLB) System

Short Selling को आधारभूत पूर्वाधार Securities Lending Market हो। दक्षिण कोरियाको अनुभवअनुसार SLB बिना Short Selling सुरक्षित रूपमा सञ्चालन गर्न कठिन हुन्छ।

(५) SLB का प्रमुख तत्वहरू

क) Lending Registration: प्रत्येक ऋण कारोबार अभिलेख हुनुपर्छ।

ख) Collateral Requirement: Borrower ले पर्याप्त धितो उपलब्ध गराउनुपर्छ।

ग) Mark-to-Market: धितोको दैनिक मूल्याङ्कन हुनुपर्छ।

घ) Return Obligation: निर्धारित समयमा धितोपत्र फिर्ता गर्नुपर्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित SLB Framework

*क) CDSC अन्तर्गतः **Central Securities Lending Platform** स्थापना गर्ने।*

ख) Platform माः Lender Registration, Borrower Registration, Automated Matching, Collateral Management र Return Processing समावेश हुनुपर्छ।

(६) Institutional Investor Participation

दक्षिण कोरियाको SLB बजारमा Securities Firms, Institutional Investors र Asset Managers को महत्वपूर्ण भूमिका छ।

नेपालको लागि सिकाइ

नेपालमा प्रारम्भिक चरणमा Lender र Borrower निम्नानुसार हुन सक्छन्ः

Lender

- *क) Mutual Funds*
- *ख) Insurance Companies*
- *ग) Institutional Investors*

Borrower

- *क) Brokers*
- *ख) Qualified Investors*
- *ग) Securities Dealers*

(७) Short Selling Reporting System

दक्षिण कोरियाबाट महत्वपूर्ण सिकाइ Short Selling मा पारदर्शिता अनिवार्य हुनुपर्छ, Reporting मा Security Name, Short Sale Quantity, Outstanding Short Position, Investor Category र Broker Details समावेश हुनुपर्छ भन्ने हो।

नेपालका लागि प्रस्ताव

SEBON ले Short Selling Information System स्थापना गर्नुपर्छ। यसबाट दैनिक निगरानी, जोखिम विश्लेषण, बजार पारदर्शिता बढाउन सकिन्छ।

(८) Broker Responsibility Framework

दक्षिण कोरियाको अनुभवले Stockbroker Short Selling को पहिलो नियन्त्रण बिन्दु हो भन्ने देखाउँछ। यस अन्तर्गत Stockbroker को जिम्मेवारीमा Order Validation जसमा Short order स्वीकार गर्नु अघि Borrow Confirmation Check र Client Monitoring मा Client exposure निगरानी तथा Record Keeping मा सम्पूर्ण कारोबार अभिलेख व्यवस्था हो।

नेपालका लागि प्रस्ताव

Broker Rules मा Short Selling Compliance Officer को व्यवस्था गर्न सकिन्छ।

(९) Market Abuse Prevention

Short Selling सँग सम्बन्धित दुरुपयोगमा Artificial Price Pressure, False Information र Coordinated Trading हुन सक्छ।

नियन्त्रण उपायः

SEBON ले AI Surveillance, Transaction Analysis र Related Account Monitoring प्रयोग गर्नुपर्छ।

(१०) **Penalty and Enforcement Framework**

दक्षिण कोरियाको अनुभव अनुसार नियम मात्र पर्याप्त हुँदैन प्रभावकारी कार्यान्वयन आवश्यक हुन्छ भन्ने देखिन्छ।

नेपालका लागि प्रस्तावित दण्ड व्यवस्थाः

नियामकीय व्यवस्था उल्लंघन भएमा देहायको कारवाहीको व्यवस्था रहेको छः

क) **पहिलो तहः** Warning तथा सुधार आदेश

ख) **दोस्रो तहः** जरिवाना तथा कारोबार सीमा

ग) **तेस्रो तहः** License Suspension/Revocation

घ) **गम्भीर अवस्थाः** कानुनी कारबाही

(११) **Short Selling During Market Crisis**

दक्षिण कोरियाले बजार तनावको समयमा Short Selling नियन्त्रण उपाय प्रयोग गरेको अनुभव राख्छ।

नेपालका लागि प्रस्ताव

SEBON लाई Temporary Restriction, Position Limit Reduction र Additional Reporting दिने व्यवस्था गर्नुपर्छ।

(१२) **Korea Based Short Selling Implementation Model for Nepal**

Phase 1: Preparation	• Legal Framework • IT System • Broker Readiness
Phase 2: Pilot	• Selected Securities • Institutional Investors Only
Phase 3: Expansion	• Wider Market Participation

तुलनात्मक सिकाइ तालिका

विषय	South Korea Practice	Nepal Proposal
Short Selling	Controlled System	Covered Short Selling
Naked Short	Strictly Restricted	Prohibited
Lending	Institutional SLB	CDSC Platform
Reporting	Detailed Disclosure	SEBON Reporting System
Monitoring	Technology Based	AI Surveillance
Enforcement	Strong Penalty	Clear Sanction Framework

नीति सन्देश (Policy Box 2.34)

मुख्य निष्कर्षः

दक्षिण कोरियाको अनुभवले Short Selling बजार दक्षता सुधार गर्ने महत्वपूर्ण उपकरण भए पनि यसको सफलताका लागि Securities Lending, पारदर्शिता, निगरानी र कडा कार्यान्वयन आवश्यक हुन्छ भन्ने देखाउँछ।

नेपालका लागि मुख्य सिफारिसः

क) Covered Short Selling मात्र लागू गर्नुपर्छ।

ख) Naked Short Selling पूर्ण रूपमा निषेध गर्नुपर्छ।

ग) CDSC आधारित Securities Lending Platform विकास गर्नुपर्छ।

घ) Broker लाई पहिलो तहको जोखिम नियन्त्रणकर्ता बनाउनुपर्छ।

ङ) Short Selling Reporting System स्थापना गर्नुपर्छ।

च) AI आधारित Market Abuse Detection प्रणाली विकास गर्नुपर्छ।

छ) विशेष परिस्थितिको अवस्थामा SEBON मा Intervention को अधिकार रहनुपर्छ।

यसरी दक्षिण कोरियाको अनुभवलाई नेपालको बजार आकार र संस्थागत क्षमताअनुसार लागू गर्न सकेमा सुरक्षित, पारदर्शी र प्रभावकारी Short Selling प्रणाली विकास गर्न सकिनेछ।

२.९ अन्य देशको अभ्यास

धितोपत्र सापटी तथा उधारो, सर्ट सेलिङ्ग र इन्ट्राडे कारोबार सम्बन्धमा अन्य विभिन्न देशहरुमा भएको व्यवस्थाहरु देहाय बमोजिम रहेका छन्:

२.९.१ फिलिपिन्सको अभ्यास

दक्षिण पूर्वी एशियाली देश फिलिपिन्समा उक्त देशको धितोपत्र बजारको नियमन निकाय सेक्युरिटिज् एण्ड एक्सचेन्ज कमिशन फिलिपिन्स (SEC) ले धितोपत्र कारोबारको राफसाफ समयमै हुने सुनिश्चित गर्न, बजारमा तरलता (Liquidity) बढाउन, कारोबार रणनीतिहरूमा विविधिकरणको अवसर प्रदान गर्न धितोपत्र सापटी तथा उधारो तथा सर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी नियम जारी भएको देखिन्छ। उक्त नियममा भएका मुख्य व्यवस्थाहरू देहाय अनुसार रहेका छन् ।

अ) धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धमाः

क) **सरोकारवाला पक्षहरूः** ब्रोकर तथा डिलरहरू, बैंक तथा बीमा कम्पनीहरू, Lending Agents, Direct Lenders, SLB कारोबारमा संलग्न अन्य संस्थाहरू रहने ।

ख) Lending Agent को रूपमा कार्य गर्न चाहने संगठित संस्थाहरूले SEC मा दर्ता शुल्क, तोकिएका कागजात तथा योग्यता पूरा हुने विवरण, धितोपत्र सापटी प्रदान गर्ने कार्य सम्बन्धी ज्ञान तथा सिप भएका कर्मचारीको विवरण समावेश गरी निवेदन पेश गर्नुपर्ने।

ग) Lending agent ले प्रयोग गर्ने SLB प्रणालीले कारोबार रेकर्ड, धितो मूल्यांकन, मार्जिन व्यवस्थापन, सेटलमेन्ट, रिपोर्टिङ, जोखिम अनुगमन लगायतका कार्यहरू सञ्चालन गर्न सक्षम हुनुपर्ने ।

घ) बैंक, बीमा कम्पनी, सरकारी पेन्सन तथा अवकास कोष, लगानी कम्पनी, धितोपत्र डिलर तथा SEC ले योग्य संस्था भनी तोकेका संस्थाहरूले मात्र Direct Lenders को रूपमा कार्य गर्न पाउने ।

ङ) धितोपत्र सापटी लिने र दिने विच देहाय बमोजिमका विषयहरू समावेश गरी **Master Securities Lending Agreement (MSLA)** सम्झौता हुनुपर्ने ।

- ऋणको अवधि
- धितोपत्र तथा धितो सुरक्षण हस्तान्तरण प्रक्रिया
- धितो सुरक्षण सम्बन्धी शर्तहरू
- मूल्यांकन तथा मार्जिन
- लाभांस, मताधिकार लगायत सम्बन्धी व्यवस्था
- डिफल्टको अवस्था तथा पक्षहरूको दायित्व
- शुल्कहरू
- सम्झौता समाप्ति
- विवाद समाधान

च) धितोपत्र सापटी दिने संस्था र त्यसको एजेन्टको रूपमा कार्य गर्ने संस्था बिच एजेन्टको अधिकार, सापटी दिने कार्यको दायरा, शुल्क संरचना, पक्षहरूको दायित्व, विवाद समाधान लगायतका बिषयहरू समावेश गरी **Securities Lending Authorization Agreement (SLAA)** सम्झौता गर्नुपर्ने ।

छ) SLB का लागि स्टक एक्सचेन्जमा सूचीकरण भएका वा Bureau of the Treasury वा केन्द्रीय बैंकले जारी गरेको सरकारी धितोपत्रहरू मात्र योग्य हुने । साथै ती धितोपत्रहरू इलेक्ट्रोनिक रूपमा राखिएको र कुनै पनि ऋण वा दावीबाट मुक्त हुनुपर्ने ।

ज) SLB का लागि सुरक्षण सम्बन्धमा देहाय बमोजिमको व्यवस्थहरु रहेको:

- धितो सुरक्षण नगद, सरकारी ऋणपत्र वा सूचीकृत शेयरहरू हुनसक्ने
- सुरक्षण सापटी दिने संस्थालाई हस्तान्तरण गर्नुपर्ने
- सापटी दिएको धितोपत्र र सुरक्षणको Marked to market मूल्याङ्कन गर्नुपर्ने
- सुरक्षण नगद वा सरकारी ऋणपत्र भए कम्तीमा सापटी मूल्यको १०२ प्रतिशत र सूचीकृत शेयर भएमा कम्तीमा १०५ प्रतिशत हुनुपर्ने

- सुरक्षणको मूल्याङ्कन कम भएमा अनिवार्य रूपमा मार्जिन कल गर्नुपर्ने र आवश्यकभन्दा बढी भएमा मार्जिन फिर्ता गर्नसकिने
- सम्झौताको अधिनमा रही नगद सुरक्षणलाई लगानी गर्न सकिने

झ) सापटी दिनेले MSLA अनुसार धितोपत्र फिर्ता माग गर्न सक्ने, सापटी लिनेले समयावधि भन्दा अगाडि नै फिर्ता गर्न सक्ने, अवधि समाप्ती पछि सापटी लिनेले धितोपत्र फिर्ता गर्नुपर्ने र सापटी दिनेले सुरक्षण फिर्ता गर्नुपर्ने। डिफल्टको अवस्थामा MSLA अनुसार समाधान हुने।

ञ) विदेशी लगानीकर्ताले फिलिपिन्सका राष्ट्रिय उद्योगका कम्पनीहरूको इक्विटी सापटी लिन नपाउने। साथै, सापटी दिने संस्था वा एजेन्टले विदेशीहरूले गर्ने कारोबारमा पूर्णरूमा नियम पालना भए नभएको निगरानी गर्नुपर्ने

ट) SEC बाट अनुमति प्राप्त एक्सचेन्जले आफ्नो कारोबार सदस्यहरूकालागि SLB सम्बन्धी छुट्टै नियम बनाउन सक्ने ।

ठ) Bureau of Internal Revenue ले तोकेका शर्तहरू पूरा भएको अवस्थामा SLB कारोबारमा कर छुट हुनसक्ने।

सर्ट सेल (Short Sales)

क) फिलिपिन्समा सर्ट सेल सञ्चालन धितोपत्र बजारको नियमनकारी निकाय Republic of Philippines Securities and Exchange Commission ले बनाएको Securities Regulation Code मा उल्लिखित नियम र फिलिपिन्स स्टक एक्सचेञ्जको Trading Rules मा भएको व्यवस्था बमोजिम भइरहेको ।

ख) सर्ट सेलको आदेश प्राप्त हुँदा त्यो आदेशमा स्पष्ट रूपमा short sale भनेर उल्लेख गर्नुपर्ने र ब्रोकर डिलरले आदेश स्वीकार गर्नु अघि ग्राहकले पहिले नै धितोपत्र सापटी लिएको छ भन्ने पुष्टि गर्नुपर्ने।

ग) बजार पूँजीकरण, सक्रिय रूपमा कारोबार हुने, तरलता तथा SEC ले निर्धारण गर्ने अन्य मापदण्डहरूका आधारमा छनौट भएका धितोपत्रहरू मात्र सर्ट सेलका लागि योग्य हुने ।

घ) कुनै पनि ब्रोकर वा डिलरले सर्ट सेल (Short Sale) गर्दा तलका दुई मध्ये एक अवस्था हुनुपर्नेः

- Plus Tick: अन्तिम कारोबार मूल्यभन्दा बढी मूल्यमा ।
- Zero-plus Tick: यदि अन्तिम कारोबार मूल्य अघिल्लो कारोबार मूल्यभन्दा बढेको थियो भने, सोही समान मूल्यमा ।
- तर वास्तविक market-making र ब्रोकर डिलरले गरेको arbitrage मा यो नियम लागू नहुने ।

ङ) कुनै व्यक्तिको राफसाफ अवधिभित्र धितोपत्र हस्तान्तरण गर्ने नियत वा क्षमता नभएमा सर्ट सेल गर्न नपाइने । यदि समयमै धितोपत्र हस्तान्तरण नभएमा SEC ले यसलाई डेलिभरी गर्ने नियत नभएको प्रमाण मान्न सक्ने।

च) यदि सर्ट सेल गरिएको धितोपत्र राफसाफ अवधिभित्र हस्तान्तरण नभएमा ब्रोकर डिलरले राफसाफ मितिपछि अर्को कार्यदिनमा समान प्रकार र मात्राको धितोपत्र खरिद गरी क्लोज-आउट गर्नुपर्ने । यदि तत्काल धितोपत्र खरिद गरी कारोबार राफसाफ गर्न सम्भव नभएमा एक्सचेन्ज र SEC लाई लिखित रूपमा जानकारी दिनुपर्ने।

छ) कुनै पनि कम्पनीको सञ्चालक, कर्मचारी वा मुख्य शेयरधनीले आफ्नै कम्पनीको धितोपत्र सर्ट सेल गर्न नपाउने।

ज) सर्ट सेल गर्ने ब्रोकर डिलरले सबै कारोबारको पूर्ण विवरण भएको रेकर्ड राख्नुपर्छ र यी विवरणहरू SEC लाई आवश्यक पर्दा उपलब्ध गराउनुपर्ने।

SEC ले आफ्नै पहलमा (motu proprio) वा एक्सचेन्जको सिफारिसमा लगानीकर्ताको हित संरक्षण गर्न, सार्वजनिक हितका लागि आवश्यक भएमा वा आपतकालीन अवस्थामा सर्ट सेललाई निश्चित अवधि वा अनिश्चितकालका लागि प्रतिबन्ध लगाउन सक्छ ।

फिलिपिन्समा Securities Lending and Borrowing (SLB) मा लाग्ने करका बिषयमा Bureau of Internal Revenue बाट कर सम्बन्धी नियम जारी भएको देखिन्छ । उक्त नियमको मुख्य बुँदाहरू देहाय बमोजिम रहेको ।

क) MSLA (सम्झौता) बनाएर BIR मा दर्ता गरी स्वीकृत गरेको साथै SEC र PSE का नियमहरू पालना गरेको अवस्थामा शेयर कारोबार कर, पूँजीगत लाभ कर र डकुमेन्ट स्टाम्प करलाई करमुक्त बनाइएको छ । यदि यी शर्तहरू पूरा भएनन् भने SLB लाई सामान्य शेयर बिक्री जस्तै मानिन्छ र कर लाग्छ ।

ख) सापटी लिएका शेयर कारोबार सेटलमेन्ट (डेलिभरी समस्या समाधान), भविष्यको बिक्रीका लागि, पहिले लिएको शेयर हेरफेर गर्न, अर्को व्यक्तिलाई पुनः सापटी दिन, वित्तीय जमानतको रूपमा र अन्य स्वीकृत उद्देश्यका लागि मात्र प्रयोग गर्न पाइन्छ ।

ग) सापटी लिएको शेयर फिर्ता नगरेमा, गलत उद्देश्यका लागि प्रयोग भएमा, MSLA दर्ता नभएमा, सम्झौता उल्लङ्घन भएमा, तोकिएको समय बाहिर कारोबार भएमा SLB लाई बिक्री मानिन्छ र त्यसमा कर लाग्छ ।

घ) यदि SLB लाई बिक्री मानिएमा सोमा पूँजीगत लाभ कर, डकुमेन्टरी स्टाम्प कर लाग्ने व्यवस्था रहेको। साथै ढिला भएमा जरिवाना समेत लाग्ने ।

ङ) कर सम्बन्धि नियमको प्रयोजनका लागि सापटी लिने सबै कारोबारको रेकर्ड राख्नुपर्छ, रिपोर्ट तयार गर्नुपर्छ र हरेक छ महिनामा रिपोर्ट बुझाउनुपर्छ ।

नेपालका लागि सिकाई

- फिलिपिन्सको Revenue Regulations No. १०-२००६ ले SLB कारोवारको करलाई स्पष्ट रूपमा व्यवस्थित गरी पूँजी बजारको विकासलाई सहजीकरण गरेको छ। यस नियमावलीबाट नेपालले SBL प्रणाली कार्यान्वयनका लागि निम्न महत्वपूर्ण सिकाइहरू लिन सक्छ।
- सबैभन्दा पहिले, SLB सम्बन्धी छुट्टै कर व्यवस्था आवश्यक हुन्छ। धितोपत्र सापटी दिनु वा फिर्ता गर्नु वास्तविक शेयर बिक्री नभई अस्थायी हस्तान्तरण मात्र भएकाले यस्ता कारोबारलाई पूँजीगत लाभकर वा अन्य कारोबार करको दायराभित्र नपार्ने स्पष्ट कानुनी व्यवस्था हुनुपर्छ। यसका लागि अर्थ मन्त्रालय, नेपाल धितोपत्र बोर्ड (SEBON), आन्तरिक राजस्व विभाग, नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज (NEPSE) र CDS and Clearing Limited (CDSC) बीच प्रभावकारी समन्वय आवश्यक हुन्छ।
- SLB कारोबारलाई कानुनी रूपमा सुरक्षित र पारदर्शी बनाउन प्रत्येक कारोबार Master Securities Lending Agreement (MSLA) अन्तर्गत सञ्चालन हुनुपर्छ। उक्त सम्झौतामा पक्षहरूको अधिकार तथा दायित्व, सुरक्षण व्यवस्थापन, Corporate Action, लाभांश, मतदान अधिकार, सम्झौताको अवधि तथा डिफल्ट व्यवस्थापनजस्ता विषयहरू स्पष्ट रूपमा उल्लेख गरिनुपर्छ।
- त्यसैगरी, सापटी लिइएका धितोपत्रको प्रयोग कुन-कुन उद्देश्यका लागि गर्न पाइने हो भन्ने विषय नियममै स्पष्ट हुनुपर्छ। विशेषगरी राफसाफ सुनिश्चित गर्न, भविष्यको राफसाफ, प्रतिस्थापन सापटी, पुनः सापटी तथा अन्य नियामकद्वारा स्वीकृत प्रयोजनहरूमा मात्र SLB प्रयोग गर्न दिने व्यवस्था गर्दा यसको दुरुपयोग नियन्त्रण गर्न सकिन्छ।
- SLB अवधिभर धितोपत्रको कानुनी स्वामित्व Borrower मा गएपनि Lender को आर्थिक हित सुरक्षित रहनुपर्छ। त्यसैले लाभांश, बोनस शेयर, हकप्रद, शेयर विभाजन तथा अन्य कर्पोरेट लाभहरू Lender ले प्राप्त गर्ने व्यवस्था स्पष्ट रूपमा निर्धारण गरिनुपर्छ।
- जोखिम न्यूनीकरणका लागि पर्याप्त धितो (Collateral), दैनिक मूल्य समायोजन (Mark-to-Market), स्वीकार्य धितोका प्रकार तथा मार्जिन व्यवस्थापनसम्बन्धी मापदण्ड पनि निर्धारण गर्न आवश्यक हुन्छ। साथै, सापटी अवधिको अधिकतम सीमा तोकी समयमै समकक्ष धितोपत्र फिर्ता गर्ने दायित्व सुनिश्चित गरिनुपर्छ।
- SBL सम्झौताको दर्ता तथा कारोबारको अभिलेखीकरणलाई पनि अनिवार्य बनाउनुपर्छ। विद्युतीय दर्ता, कारोबार अभिलेख, धितो विवरण तथा नियमित प्रतिवेदन प्रणालीमार्फत नियामकीय अनुगमन, जोखिम व्यवस्थापन तथा AML/CFT सुपरिवेक्षणलाई थप प्रभावकारी बनाउन सकिन्छ।
- साथै, SBL कारोबार कुन अवस्थामा वास्तविक शेयर बिक्री मानिने भन्ने विषय कानुनमा स्पष्ट रूपमा उल्लेख गरिनुपर्छ। उदाहरणका लागि, धितोपत्र समयमै फिर्ता नगरेमा, स्वीकृत उद्देश्यभन्दा बाहिर प्रयोग गरेमा, सम्झौताको सर्त उल्लङ्घन गरेमा वा दर्ता सम्बन्धी व्यवस्था पालना नगरेमा त्यस्ता कारोबारलाई सामान्य बिक्रीसरह मानी सम्बन्धित कर तथा अन्य कानुनी दायित्व लागू गर्ने व्यवस्था हुनुपर्छ।

२.९.२ थाइल्याण्डको अभ्यास तथा अनुभव

थाइल्याण्डमा सेक्युरिटिज् एण्ड एक्सचेन्ज कमिशन थाइल्याण्डले सेक्युरिटिज लेण्डिङ्ग एण्ड बरोइङ्ग तथा सर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी नियम जारी गरेको देखिन्छ। उक्त नियममा भएका मुख्य व्यवस्थाहरू देहाय अनुसार रहेका छन् ।

क) अनुमतिपत्र प्राप्त संस्थाले मात्र धितोपत्र सापटी सम्बन्धी व्यवसाय सञ्चालन गर्न पाउने ।

ख) धितोपत्र सापटी लिने दिने सम्बन्धमा सापटी लिने धितोपत्र, सुरक्षण, रकम र धितोपत्रको मूल्य समायोजना हुने अवस्था, लाभांस र ब्याज लाभको क्षतिपूर्ति, भुक्तानी ढिलाई लगायतका बिषयहरू समावेश भएको लिखित सम्झौता हुनुपर्ने।

ग) शर्ट सेलका लागि धितोपत्र सापटी लिने दिने सम्झौता थाइल्याण्ड स्टक एक्सचेन्जले निर्धारण गरे अनुसार हुने।

घ) व्यवसाय सञ्चालकले जोखिम विश्लेषण अनुसार धितो सुरक्षण व्यवस्थापन तथा मार्जिन कल गर्ने, तरलता (liquidity) तथा व्यवसायमा पर्ने असरलाई ध्यानमा राखेर सापटी प्रदान गर्ने तथा धितो सुरक्षण लिने धितोपत्रहरू छनोट गर्न मद्दत पुर्याउने। साथै आवश्यक रिपोर्ट तयार गर्ने प्रणाली राख्नु पर्ने।

ङ) गैर-संस्थागत ग्राहकका लागि प्रति ग्राहक सापटी सीमा कुल पूँजीको २५% भन्दा बढी हुनु नहुने साथै कुल सापटी सीमा पूँजीको पाँच गुणासम्म मात्र हुनुपर्ने।

च) व्यवसायीले धितोपत्र सापटी लिने दिने सम्बन्धी सबै कारोबारको विवरण अर्को कार्यदिन भित्र सम्बन्धित ग्राहकलाई दिनुपर्ने।

छ) धितोपत्र सापटी प्रयोजनका लागि नगद, सूचीकृत शेयर, सामूहिक लगानी कोषका इकाई, सरकारी ऋणपत्र, BBB वा सोभन्दा माथिको रेटिङ प्राप्त ऋणपत्र, बैंक जमानत मात्र सुरक्षणको रूपमा लिन सकिने ।

ज) प्रारम्भिक धितो सुरक्षण अनुपात कम्तीमा १५० प्रतिशत, सम्भार (Maintenance) सुरक्षण अनुपात १४० प्रतिशत भन्दा तल झरेमा थप धितो माग्नुपर्ने र सापटी लिनेले अर्को दिनभित्र थप सुरक्षण दिनुपर्ने। Green shoe कम्पनीका लागि सुरक्षण अनुपात सम्बन्धी छुट्टै व्यवस्था रहेको।

झ) सापटी दिएको तथा सुरक्षण लिएको धितोपत्रको मूल्य अन्वेषण अन्तिम कारोबार मूल्य (closing price) वा Thai Bond Market Association, Bloomberg, Reuters आदि जस्ता विश्वसनीय स्रोतले तोकेको सन्दर्भ मूल्य बमोजिम गर्नुपर्ने।

२.९.३ चीनको अभ्यास

छिमेकी देश चीनमा सन् २००५ मा Securities Law of the People's Republic of China मा मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी व्यवस्था गरेको देखिन्छ । China Securities Regulatory Commission (CSRC) ले Pilot Program of Margin Financing and Stock Borrowing and Lending by

Securities Companies जारी गरेको र धितोपत्र व्यवसायीले third-party custody, the account standardization र सम्पूर्ण प्रक्रियाहरुलाई स्पष्ट उल्लेख गरेपश्चात् मात्र यो सेवा कार्यान्वयनमा आएको देखिन्छ । यस क्रममा Shanghai Stock Exchange (SSE), Shenzhen Stock Exchange (SZSE), China Securities Depository and Clearing Corporation Limited, Securities Association of China ले यी सेवाहरु संचालन गर्नका लागि Implementation Rules र Self-Regulation Texts तयार गरी आधारभूत विषयवस्तु र प्रक्रियाहरु समावेश गरेको देखिन्छ । यसरी चिनमा सर्वप्रथम पाइलट योजनाको रुपमा यो सेवालाई शुरुवात गरेको र सो सफल भएपश्चात मात्र पूर्ण रुपमा कार्यान्वयनमा लगेको देखिन्छ । चीनमा सरकारी स्तरबाट नै मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी सेवा प्रदान गर्न सरकारी स्वामित्वमा China Securities Finance Corporation (CSF) नामको संस्था संचालन गरेको देखिन्छ। CSRC को सुपरिवेक्षणमा रहेको उक्त संस्थाले धितोपत्र व्यवसायीलाई पुँजी तथा धितोपत्र उपलब्ध गराउने, त्यस्ता व्यवसायीहरुको सुपरिवेक्षण गर्ने, मार्जिन कारोबारको विश्लेषण गर्ने, जोखिम मूल्यांकन गर्ने लगायतका कार्य गर्ने जिम्मेवारी पाएको देखिन्छ।

चीनले धितोपत्र बजारको सुधार गर्न ChiNext Market Reform लागू गरेपश्चात् देहाय बमोजिमको व्यवस्था गरेको देखिन्छः

क) मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारोका लागि प्रयोग हुने धितोपत्रको योग्यता तोकेको जसमा सूचिकरण भएको समय, कारोबारयोग्य धितोपत्र (Floating Share), शेयरधनीको संख्या तथा तरलतालाई आधार बनाइएको।

ख) धितोपत्र सूचिकरण भएको शुरु दिनबाट नै मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारोका लागि उक्त धितोपत्र योग्य हुने।

ग) म्युचुअल फण्ड, सोशल वेलफेयर फण्ड, बीमा कम्पनीको साथै रणनीतिक लगानीकर्ताहरुले China Securities Financial Company लाई धितोपत्र सापटी दिन सक्ने। साथै, रणनीतिक लगानीकर्तासँग लक इन अवधिमा भएको धितोपत्र समेत सापटी दिन सक्ने।

घ) धितोपत्र व्यवसायी र धितोपत्र सापटी लिने दिने पक्षबिचको सम्झौता आपसी सहमतिमा हुने।

च) मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारोका लागि बढीमा छ महिनाका लागि मात्र सम्झौता गर्नुपर्ने, सम्झौता अन्त्य हुनुभन्दा अगाडि नै लगानीकर्ताले बढीमा छ महिनासम्मका लागि रोलओभर गर्न सक्ने व्यवस्था रहेको।

छ) लगानीकर्ताले Credit Securities Accounts खोल्नुपर्ने, Collateral राख्नुपर्ने (सेक्युरिटिज लेण्डिगंका लागि ५० प्रतिशत र मार्जिन ट्रेडिगंका लागि ८० प्रतिशत)

ज) कुनै एक धितोपत्रको मूल्यको २५ प्रतिशतसम्म मार्जिन कारोबार वा सेक्युरिटिजको कारोबार पुगेको अवस्थामा यो सेवा बन्द हुने। एक्सचेन्जले यो सुविधामा प्रयोग भएका प्रत्येक धितोपत्रको कारोबार विवरण प्रकाशन गर्नुपर्ने।

झ) शर्ट सेलिङ्ग गर्दा अन्तिम कारोबार मूल्यभन्दा कम नहुने गरी हुनुपर्ने।

ञ) धितोपत्र व्यवसायीले China Securities Finance Company बाट पुँजी वा धितोपत्र सापटी लिन सक्ने।

ट) Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) र RMB Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) ले यो सुविधा प्रयोग गर्न नसक्ने।

२.९.४ ताइवानको अभ्यास

ताइवानले धितोपत्र सापटी तथा उधारोका सम्बन्धमा गरेका व्यवस्थाहरु देहाय अनुसार रहेका छन्।

क) Taiwan Stock Exchange Corporation (TSEC) ले कानुनी संरचना तयार गर्ने, कारोबार प्रणाली संचालन गर्ने, जोखिम व्यवस्थापनसम्बन्धी कार्य गर्ने, सेटलमेन्ट/ग्यारेन्टी सम्बन्धी कार्य गर्ने।

ख) Taiwan Securities Central Depository (TSCD) ले कस्टोडियन, हस्तान्तरण, कोल्याटरल व्यवस्थापन तथा रेकर्ड किपिगंको कार्य गर्ने।

ग) Securities Broker ले धितोपत्र सापटी लिने दिने बिच मध्यस्थताको कार्य गर्ने, मार्जिन खाता खोल्ने, शुल्क संकलन गर्ने लगायतका कार्य गर्ने।

घ) संस्थागत लगानीकर्तालाई मात्र यो सुविधा उपलब्ध रहेको ।

ङ) यो सुविधा लिनका लागि नगद, धितोपत्र, बैंक ग्यारेन्टी र सरकारी ऋणपत्रलाई सुरक्षणाको रुपमा प्रयोग गर्न सकिने।

च) बीमा कम्पनी, बैंक, ट्रष्ट कम्पनी, लगानी कोष, सरकारी कोष र विदेशी संस्थाहरु धितोपत्र सापटी दिनका लागि योग्य हुने।

छ) ब्याजदर निर्धारणका लागि तीन वटा मोडल (निश्चित दर, अक्सन र वार्ता) अभ्यासमा रहेको, जसमा निश्चित दर भने स्टक एक्सचेञ्जले तोक्ने गरेको।

२.९.५ इन्डोनेशियामा भएको व्यवस्था

इन्डोनेशियामा सन् २०२४ मा तहाँको धितोपत्र बजारको नियमन निकाय OJK ले मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र सर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी व्यवस्था समेटि नियमावली संशोधन गरेको जसको मुख्य व्यवस्थाहरु देहाय अनुसार रहेको छ।

मार्जिन कारोबार र सर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धमा

क) धितोपत्र व्यवसायी र ग्राहकले नियमनमा तोकिए बमोजिम मार्जिन कारोबार र सर्ट सेलिङ्ग कारोबार सञ्चालन गर्न तोकिएका सर्तहरू पूरा गर्नुपर्ने,

ख) मार्जिन कारोबार र सर्ट सेलिङ्ग कारोबारको लागि योग्य धितोपत्रहरू स्टक एक्सचेञ्ज IDX द्वारा मासिक आधारमा निर्धारण र प्रकाशित गर्ने गरेको,

ग) धितोपत्र व्यवसायी र ग्राहकबीच धितोपत्र सापटी र उधारो सम्झौतामा हस्ताक्षर गरेको सुनिश्चित गर्नुपर्ने,

घ) सर्ट सेलिङ्गको लागि IDX ट्रेडिंग प्रणालीमा आदेश इनपुट गरिएको बिक्री अर्डर अन्तिम गरिएको मूल्य भन्दा समान वा बढी हुनुपर्ने,

ङ) धितोपत्र कम्पनीले मार्जिन कारोबारको लागि खरिद आदेशमा 'मार्जिन' र शर्ट सेलिङ्गको लागि बिक्री आदेशमा 'छोटो बिक्री' चिन्ह राख्नु पर्ने,

च) धितोपत्र दलाल व्यवसायीले आफ्नो सञ्चालक समितिका सदस्य, निर्देशक, र कर्मचारीहरूलाई धितोपत्रमा कारोबार (शर्ट सेलिङ्ग र मार्जिन कारोबार) गर्न वित्तीय लगानी (Financing) गर्न नसक्ने।

धितोपत्र सापटी लिने र दिने सम्बन्धमा

क) इन्डोनेसियामा CCP को रुपमा कार्य गर्ने KPEI ले धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवामा सुरक्षण व्यवस्थापनको कार्य गरेको,

ख) बजारमा धितोपत्र सापटी तथा उधारोको उद्देश्य मार्जिन कारोबारको कार्यान्वयनमा सहयोग गर्नु, असफल सेटलमेन्ट र धितोपत्र वित्तिय लगानी (Securities Financing) बाट बच्नु रहेको,

ग) Local Custodian ले धितोपत्र सापटी दिने निकायको रूपमा मात्र कार्य गर्न सक्ने,

२.९.६ जापानको व्यवस्था र प्रचलन

जापानको पुँजी बजार विश्वकै विकसित बजारहरूमध्ये एक हो। यहाँ Securities Lending and Borrowing (SLB) र Covered Short Selling दुवै पूर्ण रूपमा विकसित कानुनी तथा संस्थागत संरचनाभित्र सञ्चालनमा छन्। यसको मुख्य नियामक Japan Financial Services Agency (JFSA) हो भने कारोबार Japan Exchange Group (JPX) अन्तर्गत सञ्चालन हुने Tokyo Stock Exchange (TSE) मा हुन्छ। Securities Lending and Borrowing (SLB) **अन्तर्गत** संस्थागत लगानीकर्ता (पेन्सन फन्ड, बीमा कम्पनी, Asset Managers) ले आफ्ना शेयर उधारो दिन्छन् र Securities lending agent वा custodian bank मार्फत कारोबार हुन्छ। यसमा Borrower ले Lending Fee तिर्छ र पर्याप्त Collateral राख्नुपर्छ। सुरक्षण रकमको रुपमा राख्दा सापटीको १०२ देखि १०५ प्रतिशत र धितोपत्र सुरक्षण राख्दा १०५ देखि १२० प्रतिशतसम्म राख्नुपर्ने हुन्छ।

धितोपत्र सुरक्षणमा नियामकीय Haircut लागू हुन्छ जसमा सरकारी ऋणपत्रमा २ देखि छ प्रतिशत, संस्थागत ऋणपत्रमा ५ देखि १० प्रतिशत र शेयरमा १० देखि २० प्रतिशत Haircut लाग्ने व्यवस्था रहेको छ। जापानमा Covered Short Selling कानुनी रूपमा अनुमति प्राप्त छ, तर Naked Short Selling **पूर्ण रूपमा निषेध** गरिएको छ। Short Selling गर्नु अघि लगानीकर्ताले शेयर पहिले Borrow गरेको वा Borrow गर्ने सुनिश्चित व्यवस्था (Locate Requirement) गरेको हुनुपर्छ। Stockbroker ले उक्त Borrow व्यवस्था पुष्टि गरेपछि मात्र Short Sale Order स्वीकार गर्छ। यसमा जोखिम व्यवस्थापनका लागि देहायको अभ्यास रहेको देखिन्छः

क) दैनिक Mark-to-Market

ख) पर्याप्त सुरक्षण

ग) मार्जिनसम्बन्धी व्यवस्था

घ) बाइ-इन व्यवस्था (Buy-in Mechanism)

ङ) पोजिसन मोनिटरिगं

२.९.७ पाकिस्तानको व्यवस्था

पाकिस्तानमा मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी व्यवस्थालाई व्यवस्थित बनाउन Securities (Leveraged Markets and Pledging) Rules, 2011 जारी गरिएको जसमा भएका मुख्य मुख्य व्यवस्थाहरु देहाय अनुसार रहेका छन्।

क) मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा प्रदान गर्न चाहने बजार सहभागीले नियमनकारी निकाय Securities and Exchange Board of Pakistan (SECP) बाट अनुमति लिनुपर्ने,

ख) मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा प्रदान गर्न चाहने बजार सहभागीको प्राविधिक, प्रशासनिक, सूचना प्रवाह लगायतका विषयमा योग्यता तोकिएको,

ग) मार्जिन कारोबार सेवा धितोपत्र दलाल व्यवसायी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, लगानी वित्त कम्पनी तथा SECP ले तोकेको अन्य संस्थाहरुले दिन सक्ने,

घ) धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा धितोपत्र दलाल व्यवसायी, बैंक तथा वित्तीय संस्था, लगानी वित्त कम्पनी तथा SECP ले तोकेको अन्य संस्थाहरुले दिन सक्ने,

ङ) मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवाका सम्बन्धमा सुरक्षण, सुरक्षण स्वरुप लिइने नगद तथा वित्तीय उपकरण, मार्जिन व्यवस्थापन, मार्जिन लिने सीमा, Mark to market मा हुने घाटा व्यवस्थापन जस्ता जोखिम व्यवस्थापनमा विशेष नियामकीय प्राथमिकता रहेको,

च) मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा मार्फत खरिद हुने धितोपत्रको योग्यता पनि प्राथमिकतामा परेको,

छ) पाकिस्तानको National Clearing Company of Pakistan ले SLB का लागि Online Platform तयार गरेको,

ज) SLB का लागि करार अवधि १ देखि १३२ कार्य दिनसम्म रहेको।

पाकिस्तानमा सन् २००२ मा Regulations for Short Selling under Ready Market 2002 जारी गरी शर्ट सेलिङ्गको शुरुवात भएको थियो तथापि यो हालसम्म पनि स्टक एक्सचेञ्जको कडा निगरानीमा संचालन हुन्छ।

२.९.८ भियतनाम

भियतनामको पुँजी बजारमा Securities Lending and Borrowing (SLB) को व्यवस्था कार्यान्वयनमा छ। भियतनाममा SLB को सञ्चालन Vietnam Securities Depository and Clearing Corporation (VSDC) मार्फत हुन्छ। उधारो दिने र लिने पक्षबीच SLB Agreement अनिवार्य गरिएको छ भने नगद वा योग्य धितोपत्र (Eligible Securities) सुरक्षण (Collateral) राख्नुपर्ने व्यवस्था गरिएको छ। VSDC ले सम्पूर्ण SLB Contract को दर्ता, अनुगमन तथा समयावधिको व्यवस्थापन गर्छ। यद्यपि, Covered Short Selling भने अझै पूर्ण रूपमा सञ्चालनमा आएको देखिँदैन। शर्ट सेलिङलाई बजार स्तरोन्नति (Frontier बाट Emerging Market) का लागि आवश्यक सुधारको रूपमा लिइएको भए पनि, नियामकीय तथा प्रविधिगत पूर्वाधार पूरा भएपछि मात्र व्यापक रूपमा लागू गर्ने नीति अपनाइएको देखिन्छ। भियतनामको स्टक एक्सचेञ्जले करिव एक वर्ष अगाडि Korea Exchange (KRX) को Software खरिद गरी प्रयोग गरेकोमा KRX आधारित नयाँ ट्रेडिङ प्रणालीमा Central Counterparty (CCP) तथा SLB पूर्वाधार तयार गरेपछि मात्रै Short Selling क्रमिक रूपमा लागू गर्ने योजना बनाएको छ।

***

अध्याय-तीन
नियामकीय प्रभाव विश्लेषण

३.१ परिचय

नियामकीय प्रभाव विश्लेषण कुनै पनि नयाँ कानुनी वा नियामकीय व्यवस्था लागू गर्नु अघि त्यसबाट हुने आर्थिक, वित्तीय, कानुनी, संस्थागत तथा सामाजिक प्रभावहरूको व्यवस्थित विश्लेषण गर्ने प्रक्रिया हो। यस अध्यायको उद्देश्य नेपालमा **मार्जिन कारोबार (Margin Trading)**, **धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing)** र **आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling)** सम्बन्धी नियामकीय संरचना विकास गर्दा त्यसका सम्भावित लाभ, लागत, जोखिम तथा कार्यान्वयन आवश्यकताहरूको मूल्याङ्कन गर्नु हो।

३.२ समस्या पहिचान

हाल नेपालको पूँजी बजारमा निम्न प्रमुख सीमितताहरू विद्यमान छन्ः

क) नगदमा आधारित (Cash/Spot) कारोबारमा अत्यधिक निर्भरता,

ख) मार्जिन कारोबार सम्बन्धमा निर्देशिका भएको, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र शर्ट सेलिङ्ग जस्ता Leveraged Financing सम्बन्धमा स्पष्ट कानुनी आधारको अभाव,

ग) बजार तरलताको सीमितता,

घ) संस्थागत लगानीकर्ताको सीमित सहभागिता,

ङ) सुरक्षण व्यवस्थापन (Collateral Management) तथा मार्जिन नियन्त्रण प्रणालीको अभाव,

च) वास्तविक समय (Real-time) जोखिम अनुगमन प्रणालीको अपर्याप्तता,

छ) मूल्य अन्वेषण (Price Discovery) प्रक्रियामा सीमित दक्षता।

उपरोक्त समस्याहरूले बजारको दीर्घकालीन विकास, प्रतिस्पर्धात्मकता तथा लगानीकर्ता विश्वासमा प्रभाव पार्न सक्छन्।

३.३ नियामकीय उद्देश्य

प्रस्तावित सुधारका प्रमुख उद्देश्यहरू निम्नानुसार हुनेछन्ः

क) मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सेवाको सुरक्षित र नियमनयुक्त विकास,

ख) बजार तरलता तथा कारोबार दक्षतामा वृद्धि,

ग) संस्थागत लगानीकर्ताको सहभागिता विस्तार,

घ) प्रभावकारी जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली स्थापना,

झ) लगानीकर्ता संरक्षण तथा बजारको निष्पक्षता सुदृढीकरण,

ञ) अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्याससँग क्रमिक समन्वय।

३.४ विकल्पहरूको विश्लेषण (Options Analysis)

विकल्प १: **यथास्थिति कायम राख्ने**	**फाइदा** क) तत्काल अतिरिक्त लागत नलाग्ने, ख) विद्यमान प्रणालीमा परिवर्तन आवश्यक नपर्ने।	**बेफाइदा** क) बजार विकास विस्तारमा अवरोध, ख) सीमित तरलता, ग) नयाँ वित्तीय उपकरण विकासमा कठिनाइ, घ) अन्तर्राष्ट्रिय प्रतिस्पर्धात्मकता कमजोर हुने।
विकल्प २: **केवल मार्जिन कारोबार लागू र प्रभावकारी सञ्चालन गर्ने**	**फाइदा** क)सीमित दायराबाट सुधार सुरु गर्न सकिने, ख)कार्यान्वयन अपेक्षाकृत सरल।	**बेफाइदा** क) SLB र Covered Short Selling को आधारभूत संरचना अपूर्ण रहने, ख) बजार एक पक्षीय (One way) मात्र हुने, ग) दीर्घकालीन सुधार सीमित हुने।
विकल्प ३: **चरणबद्ध मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सेवा सुधार कार्यक्रम (सिफारिस गरिएको विकल्प)** क) **पहिलो चरणः** Margin Lending ख) **दोस्रो चरणः** Securities Lending and Borrowing (SLB) ग) **तेस्रो चरणः** Covered Short Selling	**फाइदा** क)जोखिम नियन्त्रणसहित चरणबद्ध कार्यान्वयन, ख)संस्थागत क्षमता विकासको अवसर ग)बजार पूर्वाधारलाई क्रमिक रूपमा सुदृढ गर्न सकिने, घ)अन्तर्राष्ट्रिय अभ्याससँग सामञ्जयस्यता विकास।	

३.५ लागत—लाभ विश्लेषण

नेपालको धितोपत्र बजारमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सेवाको विकास विस्तार गर्दा लागत लाग्ने क्षेत्र र अपेक्षित लाभलाई देहाय अनुसार प्रस्तुत गरिएको छः

क्षेत्र	सम्भावित लागत	अपेक्षित लाभ
SEBON	नियमन, सुपरिवेक्षण तथा क्षमता विकास	प्रभावकारी नियमन र बजार विकास
NEPSE	कारोबार प्रणाली परिमार्जन	कारोबार क्षमता र बजार दक्षता वृद्धि
CDS and Clearing Ltd.	सुरक्षण व्यवस्थापन तथा SLB प्रणाली	सुरक्षित सेटलमेन्ट र धितो सुरक्षण नियन्त्रण
Stockbroker	IT प्रणाली, जोखिम व्यवस्थापन, प्रशिक्षण	नयाँ सेवा, आय स्रोत र प्रतिस्पर्धात्मकता
Bank/Finance Provider	वित्तीय संरचना तथा सञ्चालन प्रणाली	नयाँ कर्जा, व्यवसाय र सेवा विस्तार
Investor	जोखिम बुझ्ने क्षमता विकास	लगानीका थप अवसर र तरलता

३.६ जोखिम विश्लेषण

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गसँग सम्बन्धित मुख्य जोखिमहरु देहाय अनुसार रहेका छन्।

क) बजार जोखिम (Market Risk)

ख) कर्जा जोखिम (Credit Risk)

ग) तरलता जोखिम (Liquidity Risk)

घ) सञ्चालन जोखिम (Operational Risk)

ङ) साइबर सुरक्षा जोखिम (Cyber Security Risk)

च) कानुनी जोखिम (Legal Risk)

छ) प्रणालीगत जोखिम (Systemic Risk)

३.७ जोखिम न्यूनीकरण उपाय

उपरोक्त जोखिम न्यूनीकरणका प्रमुख नियामकीय उपायहरू देहाय अनुसार रहेका छन् ।

क) Initial Margin

ख) Maintenance Margin

ग) Haircut Policy

घ) Mark-to-Market

ङ) Margin Call प्रक्रिया

च) Forced Liquidation व्यवस्था

छ) Exposure Limits
ज) Concentration Limits
झ) Stress Testing
ञ) Independent Risk Management Function
ट) नियमित नियामकीय प्रतिवेदन
ठ) Real-time Market Surveillance

३.८ संस्थागत प्रभाव

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गका लागि संस्थागत सुधार तथा तयारीका क्षेत्रहरु संस्थागत रुपमा देहाय अनुसार प्रस्तुत गरिएको छ।

SEBON	क) नियामकीय क्षमता अभिवृद्धि ख) जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण ग) डेटा विश्लेषण क्षमता विस्तार
NEPSE	क) Margin Trading Module ख) Short Selling Controls ग) Order Validation Mechanism
CDS and Clearing Ltd.	क) Pledge Management ख) Collateral Management ग) SLB Settlement Module
Stockbroker	क) Risk Management Unit ख) Margin Monitoring System ग) Client Suitability Assessment
Bank/Finance Provider	क) Funding Framework ख) Exposure Monitoring ग) Regulatory Reporting

३.९ नियामकीय दर्शनका आधारभूत सिद्धान्तहरु

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गको कार्यान्वयन सम्बन्धमा यस अवधारणापत्रमा निष्कर्षमा पुग्न देहायका नियामकीय दर्शनका आधारभूत सिद्धान्तहरु अवलम्बन गरिएको छ।

(१) **लगानीकर्ता संरक्षण (Investor Protection) पहिलो प्राथमिकताः** हरेक नियम, निर्देशिका तथा सुपरिवेक्षण गतिविधिको पहिलो प्राथमिकता लगानीकर्ताको हित संरक्षण भएकोले यसका लागि पर्याप्त विवरण प्रवाह (Disclosure), जोखिमको जानकारी, ग्राहक उपयुक्तता (Suitability), तथा निष्पक्ष व्यवहार सुनिश्चित गर्नुपर्दछ।

(२) **स्वच्छ, पारदर्शी र प्रभावकारी धितोपत्र बजार (Market Integrity)**: बजारमा मूल्य हेरफेर, कृत्रिम कारोबार, भित्री सूचना (Insider Information) को दुरुपयोग तथा अन्य अनुचित गतिविधिलाई रोक्ने व्यवस्था तथा शुन्य सहनशिलताको नीति अवलम्बन गर्नुपर्दछ।

(३) **जोखिममा आधारित सुपरिवेक्षण (Risk-Based Regulation)**: नियमन र सुपरिवेक्षण गरिने संस्थाको आकार, कारोबारको प्रकृति, जोखिमको स्तर तथा प्रणालीगत प्रभावका आधारमा सञ्चालन गर्नुपर्दछ।

(४) **पारदर्शीता र विवरण प्रवाह (Transparency and Disclosure)**: मार्जिन, धितो, जोखिम, शुल्क, ब्याजदर, डिफल्ट तथा अन्य महत्वपूर्ण सूचनाहरू समयमै सार्वजनिक तथा नियामकसमक्ष उपलब्ध गराइने व्यवस्था गर्नुपर्दछ।

(५) **जवाफदेहिता (Accountability)**: प्रत्येक बजार सहभागी आफ्नो निर्णय, जोखिम तथा आन्तरिक नियन्त्रणका लागि उत्तरदायी हुनुपर्दछ।

(६) **प्रविधिमा आधारित नियमन (Technology-Enabled Regulation)**: नियामकीय आवश्यकताहरू Real-time Monitoring, Electronic Reporting, API Integration, Automated Risk Controls जस्ता प्रविधिमार्फत कार्यान्वयन गर्न प्रोत्साहन गर्नुपर्दछ।

(७) **अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास अनुकुल (Compatible with International Practices)**: नेपालको नियामकीय संरचना अन्तर्राष्ट्रिय असल अभ्याससँग क्रमिक रूपमा अनुकूल बनाइनेछ, तर स्थानीय कानुनी तथा संस्थागत अवस्थाअनुसार आवश्यक परिमार्जन गरिनेछ।

(८) **वित्तीय स्थायित्व (Financial Stability)**: कुनै पनि नयाँ व्यवस्था लागू गर्दा सम्पूर्ण वित्तीय प्रणालीको स्थायित्वमा पर्ने प्रभावलाई ध्यानमा राख्नुपर्दछ।

(९) **बजारको क्रमिक विकास (Phased Market Development)**: धितोपत्र बजारको वित्तीय (Financing) तथा लिभरेज (Leverage) सम्बन्धी विविध सेवाहरू एकैपटक लागू नगरिकन हरेकको प्रभाव विश्लेषण सहित चरणबद्ध रुपमा गर्न उपयुक्त हुन्छ। मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गको कार्यान्वयनको देहायको चरणमा गर्न सकिन्छ।

- क) पहिलो चरणः Margin Lending
- ख) दोस्रो चरणः SLB
- ग) तेस्रो चरणः Covered Short Selling

३.१० निष्कर्ष

नियामकीय प्रभाव विश्लेषणले चरणबद्ध रूपमा मार्जिन कारोबार, SLB तथा Covered Short Selling प्रणाली विकास गर्नु नेपालका लागि सबैभन्दा उपयुक्त विकल्प हो भन्ने देखाउँछ। यसले बजार विकास र जोखिम व्यवस्थापनबीच सन्तुलन कायम राख्दै लगानीकर्ता संरक्षण, बजार तरलता र संस्थागत क्षमता अभिवृद्धिलाई एकैसाथ प्रवर्द्धन गर्ने आधार प्रदान गर्दछ।

***

अध्याय-चार
नेपालका लागि विशिष्टकृत नीति सिफारिश

४.१ नीति सन्देश

नेपालको पूँजी बजारले पछिल्ला वर्षहरूमा उल्लेखनीय विस्तार गरेको भए तापनि बजारको संरचना अझै पनि मुख्यतः **स्पट (Spot) कारोबार** मा आधारित रहेको छ। विकसित पूँजी बजारहरूमा प्रचलित धितोपत्र वित्तीय तथा लिबरेज सेवा (Securities Financing and Leverage Services) जस्तै **मार्जिन कारोबार (Margin Trading)**, **धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing - SLB)** तथा **आवरणयुक्त छोटो बिक्री (Covered Short Selling)** सम्बन्धी एकीकृत नियामकीय व्यवस्था नेपालमा हालसम्म पूर्ण रूपमा विकास भएको छैन।

बजारको गहिराइ (Market Depth), तरलता (Liquidity), मूल्य अन्वेषण (Price Discovery), जोखिम व्यवस्थापन तथा संस्थागत लगानीकर्ताको सक्रिय सहभागिता अभिवृद्धि गर्न यस्ता सेवाहरू आवश्यक मानिन्छ। तर, यस्ता सेवाहरू प्रभावकारी रूपमा सञ्चालन गर्न स्पष्ट कानुनी आधार, सक्षम बजार पूर्वाधार, सुदृढ जोखिम व्यवस्थापन प्रणाली तथा प्रभावकारी सुपरिवेक्षण व्यवस्था अनिवार्य हुन्छ। नेपालको धितोपत्र बजारमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सेवाको विकास विस्तारको सम्बन्धमा तयार गरिएको यस अध्ययनबाट नेपालका लागि देहायको नीति तथा मार्गचित्र उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) पहिलो चरणमा Margin Lending मात्र सञ्चालन गर्ने जुन सञ्चालन शुरुवात भइसकेतापनि प्रभावकारी कार्यान्वयन बाँकी रहेको,

ख) धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सेवा सञ्चालन तथा व्यवस्थापन सम्बन्धी कानूनी व्यवस्था गर्ने,

ग) धितोपत्र सापटी तथा उधारो सञ्चालन गर्नुअघि आवश्यक IT तथा सेटलमेन्ट पूर्वाधार विकास गर्ने,

घ) आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग केवल सक्रिय धितोपत्र सापटी तथा उधारो (SLB) प्रणाली उपलब्ध भएपछि मात्र लागू गर्ने,

ङ) प्रारम्भिक चरणमा सीमित संख्याका उच्च तरलता भएका धितोपत्र (Eligible Securities) मा मात्र धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग गर्न सकिने व्यवस्था लागू गर्ने,

च) SEBON, NEPSE, CDSC, बैंक (मार्जिन कारोबारको श्रोत सम्बन्धमा) तथा धितोपत्र दलाल व्यवसायीबीच संयुक्त कार्यान्वयन समिति गठन गर्ने।

छ) प्रत्येक चरण पूरा भएपछि नियामकीय समीक्षा गरेर मात्र अर्को चरणमा प्रवेश गर्ने।

४.२ नीति कार्यान्वयनका प्रमुख स्तम्भ

यस अध्ययनको निष्कर्ष बमोजिम चरणबद्ध रुपमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र शर्ट सेलिङ्गको कार्यान्वयनको नीति तीन मुख्य स्तम्भमा आधारित भई गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

४.२.१ स्तम्भ १ः मार्जिन कारोबार फ्रेमवर्कमा स्पष्टता

नेपालमा मार्जिन कारोबारको शुरुवात भइसकेको भएतापनि यसको प्रभावकारी कार्यान्वयन हालसम्म हुन सकेको छैन। लगानीकर्तालाई धितोपत्र कारोबारमा नियन्त्रित र सुरक्षित लिवरेज सुविधा मार्जिन कारोबार मार्फत दिने उद्देश्य सहित देहायका मुख्य व्यवस्था समेटिएको मार्जिन कारोबार सुविधा उपलब्ध गराउनुपर्ने देखिन्छ।

क) अनुमतिपत्र प्राप्त धितोपत्र दलाल व्यवसायीमार्फत् मार्जिन कारोबार सुविधा,

ख) स्वचालित मार्जिन गणना,

ग) दैनिक रुपमा Mark to market गर्ने व्यवस्था र गणना प्रणाली,

घ) मार्जिन कल,

ङ) Liquidation फ्रेमवर्क।

४.२.२ स्तम्भ २ः धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी व्यवस्था

धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी सेवा कार्यान्वयनमा ल्याउन देहाय बमोजिमको व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी नियमावली जारी,

ख) CDSC मा SLB Platform को व्यवस्था,

ग) धितोपत्र सापटी दिने लिने (Lender/Borrower) को Registration,

घ) सापटी वापत तोकिएको शुल्क लिने,

ङ) Default जोखिमको सम्बोधन हुने व्यवस्था।

४.२.३ स्तम्भ ३ः आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी व्यवस्था

धितोपत्र बजारमा दुईतर्फी कारोबार तथा मूल्य अन्वेषण प्रक्रियामा सुधार गर्न शर्ट सेलिङ्गका सम्बन्धमा देहाय बमोजिमको व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) लाई मात्र अनुमति,

ख) अनाबृत शर्ट सेलिङ्ग (Naked Short Selling) लाई निषेध

ग) शर्ट सेलिङ्ग गर्दा अनिवार्य रुपमा सापटी लिएको एकिन हुने पद्धति,

घ) Short Position को निगरानी व्यवस्था,

ङ) Buy-in सम्बन्धमा उपर्युक्त व्यवस्था।

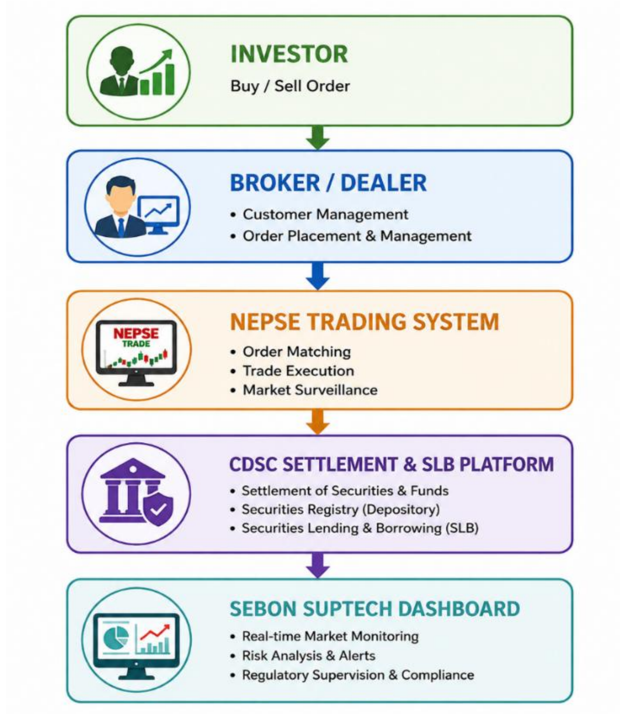
४.३ संस्थागत जिम्मेवारी

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गको सफल कार्यान्वयनको लागि पूँजी बजार सम्बद्ध सबै निकायहरुको संस्थागत जिम्मेवारी र कार्यसम्पादनले महत्वपूर्ण भूमिका खेल्छ जसलाई देहाय अनुसार प्रस्तुत गरिएको छः

निकाय/संस्था	मुख्य भूमिका
नेपाल धितोपत्र बोर्ड	क) नीति तथा कानून निर्माण, ख) नियमन, ग) सुपरिवेक्षण, घ) बजारको विकास, विस्तार र आधुनिकीकरणमा योगदान।
नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड	क) कारोबार पूर्वाधार निर्माण तथा सञ्चालन, ख) बजार निगरानी, ग) उपकरण तथा सेवा सञ्चालन तथा व्यवस्थापन।
सिडिएस एण्ड क्लियरिङ लिमिटेड	क) धितोपत्र अभिलेख व्यवस्थापन, ख) धितोपत्र सापटी सेवाको प्रणाली विकास तथा सञ्चालन, ग) फछ्र्यौट पूर्वाधार सञ्चालन।
धितोपत्र दलाल तथा धितोपत्र व्यापारी	क) ग्राहक व्यवस्थापन तथा सेवा प्रदान, ख) मार्जिन अनुगमन, ग) जोखिम व्यवस्थापन, घ) प्रचलित कानुन, नियम तथा निर्देशिकाको अनुपालना।

४.४ प्राविधिक विकास

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गको सफल कार्यान्वयनको प्राविधिक रुपमा उक्त सेवा सञ्चालन गर्न सकिने गरी प्राविधिमा सुधार तथा व्यवस्थापन गर्नुपर्ने हुन्छ भने उक्त कारोबारको सुपरिवेक्षण पनि प्रभावकारी रुपमा गर्न सोही अनुसार प्राविधिक विकास गर्न जरुरी छ । जसलाई देहायको चार्टमा प्रस्तुत गरिएको छः



४.५ जोखिम व्यवस्थापन

पूँजी बजारमा नयाँ उपकरण र सेवा भित्र्याउँदा उक्त सेवाहरुबाट सिर्जित जोखिम पहिचान र व्यवस्थापन पनि उत्तिकै महत्वपूर्ण हुने सन्दर्भमा मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गसँग निहित जोखिम र सोको निकामकीय समाधान देहायका व्यवस्थामार्फत गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

जोखिम	नियामकीय समाधान (Regulatory Tools)
Credit Risk	Collateral & Margin
Market Risk	MTM System
Settlement Risk	Clearing Mechanism
Operational Risk	IT Control and HR Capacity
Systemic Risk	Regulatory Monitoring

४.६ चरणबद्ध कार्यान्वयन

मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गलाई देहाय अनुसार चरणबद्ध रुपमा कार्यान्वयन गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) मार्जिन कारोबार, धितोपत्र सापटी तथा उधारो र आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग सम्बन्धी नियमावली जारी गर्ने,

ख) नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेड र सिडिएस एण्ड क्लियरिङ लिमिटेडले प्राविधिक रुपमा आवश्यक व्यवस्था गर्ने,

ग) धितोपत्र व्यवसायीको क्षमता अभिबृद्धि र लगानीकर्ता सचेतना अभिबृद्धि गर्ने,

घ) मार्जिन कारोबारको प्रभावकारी कार्यान्वयन गर्ने,

च) धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा शुरु गर्ने,

छ) आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग लागू गर्ने।

४.७ नेपालको लागि उपयुक्त मार्जिन कारोबार मोडल

नेपालको विद्यमान व्यवस्था तथा अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासको विश्लेषण गर्दा मार्जिन कारोबारका सम्बन्धमा देहायको मोडल उपयुक्त हुने देखिन्छ।

४.७.१ संरचना

मार्जिन कारोबारको सम्भावित मुख्य संरचना देहायको चार्टमा प्रस्तुत गरिएको छ।

४.७.२ मार्जिन कारोबार सुविधाका सहभागी तथा जिम्मेवारी

मार्जिन कारोबारको प्रमुख सहभागी तथा सरोकारवालामा लगानीकर्ता, धितोपत्र दलाल र बैंक तथा वित्तीय संस्थाहरु रहेका छन् जसको आ–आफ्नै छुट्टै विशिष्टीकृत जिम्मवारी रहेको हुन्छ।

सरोकारवाला पक्ष	मुख्य जिम्मेवारी	विवरण
लगानीकर्ता	जोखिमको जानकारी	लगानी अगाडि जोखिम प्रोफाइल र सम्भावित घाटा-लाभ बुझ्ने।
	मार्जिनको व्यवस्थापन	आवश्यक मार्जिन कायम राख्ने; मार्जिन कल आउँदा पूरा गर्ने।
	समयमा भुक्तानी	वित्तीय दायित्वहरू समयमै भुक्तानी गर्ने।

धितोपत्र दलाल व्यवसायी	लगानीकर्ताको शाख मूल्याङ्कन	ग्राहकको जोखिम क्षमता, अनुभव र उपयुक्तता मूल्यांकन गर्ने।
	मार्जिन गणना	नियम/नीतिअनुसार आवश्यक मार्जिन निर्धारण तथा सूचना दिने।
	अनुगमन	मार्जिन स्तर र बजार जोखिम निरन्तर अनुगमन गर्ने।
	लिक्विडेसन	मार्जिन नपुग्याउँदा समयमै धितोपत्र विक्री/लिक्विडेसन गर्ने।
बैंक तथा वित्तीय संस्था	वित्तीय स्रोत	धितोपत्र दलाल व्यवसायीलाई ऋण प्रदान गर्न।
	क्रेडिट जोखिम व्यवस्थापन	ऋण दिने क्रममा जोखिम मुल्यांकन, सीमा निर्धारण र निगरानी गर्ने।
	तरलता कायम गर्न सहयोग	प्रणालीगत र आपतकालिन तरलता सहायता, क्लियरिङ/सेटलमेन्टमा आवश्यकता अनुसार सहयोग गर्ने।

४.७.३ मार्जिन कारोबारका लागि योग्य धितोपत्र

मार्जिन कारोबारका लागि सबै धितोपत्रहरु योग्य हुदैनन्। अहिलेको मार्जिन कारोबार सम्बन्धी निर्देशिकाले पनि योग्य धितोपत्रको व्यवस्था गरेको छ। मार्जिन कारोबार सम्बन्धी नियमावलीमा योग्य धितोपत्रको मापदण्ड तोक्दा देहायका आधारहरु उपयुक्त हुने देखिन्छ।

मापदण्ड	आवश्यकता
सूचीकरणको अनुभव	न्यूनतम अवधि तोकिने
तरलता	पर्याप्त कारोवाको आधारमा
बजार पूँजीकरण	निश्चित सीमा
कारोबारका लागि उपलब्धता (Free Float)	पर्याप्त
परिपालनाको अवस्था	नियमित

४.७.४ मार्जिन संरचना

शुरु मार्जिन र सम्भार मार्जिन तोक्दा धितोपत्रको वर्गिकरण तथा बजारको अवस्था अनुसार नियमनकारी निकायले तोक्न उपयुक्त हुन्छ। उच्च वर्गमा रहेका शेयरका लागि कम शुरु मार्जिन, मध्यम वर्गका लागि बढि र अत्यधिक उतार चढाव हुने शेयरको हकमा अझ बढि शुरु मार्जिनको व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुन्छ।

४.७.५ **Mark to market को आधारमा दैनिक मूल्य समायोजन**

मार्जिन कारोबारमा दैनिक मूल्य समायोजन आवश्यक हुन्छ जसको लागि दैनिक रुपमा Mark to market लागि आधार लिन उपयुक्त हुने देखिन्छ।

४.७.६ **Margin Call तथा Force Liquidation सम्बन्धी व्यवस्था**

मार्जिन कारोबारमा मार्जिन कल हुँदा लगानीकर्ताले कमी भएको रकम वा थप धितोपत्र अर्को कार्य दिन वा उच्च जोखिमको अवस्थामा तत्काल उपलब्ध गराउनुपर्ने व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ। त्यस्तै, लगानीकर्ताले मार्जिन कायम गर्न नसकेमा धितोपत्र दलालले धितोपत्र बिक्री, ऋण असुली वा कारोबार सीमा घटाउन सक्ने व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुन्छ।

४.७.७ **जोखिम व्यवस्थापन**

मार्जिन कारोबारमा निहित जोखिम र सोको व्यवस्थापनको उपाय देहायको तालिकामा प्रस्तुत गरिएको छ।

जोखिम	**व्यवस्थापनको उपाय**
बजार जोखिम	Mark to market गर्ने
कर्जा जोखिम	लगानीकर्ताको शाख मूल्याङ्कन र सो अनुसार मार्जिन लिन सक्ने व्यवस्था
तरलता जोखिम	योग्य धितोपत्रको छनौट र सोमा मात्र सुविधा दिने

सञ्चालन जोखिम	उपर्युक्त सूचना प्रविधि प्रणाली र कर्मचारीको क्षमता अभिबृद्धि
प्रणालीगत जोखिम	CCP, कारोबार सीमा निगरानी

मार्जिन कारोबारको जोखिम न्यूनीकरणमा धितोपत्र दलाल व्यवसायीको महत्वपूर्ण भूमिका हुन्छ। यसका लागि धितोपत्र दलाल व्यवसायीले Client-wise Exposure Limit, Securities-wise Limit, Concentration Limit तथा Real-Time Monitoring को व्यवस्था गर्नुपर्दछ।

४.७.८ सूचना प्रविधि

मार्जिन कारोबारमा सूचना प्रविधिको प्रयोग अपरिहार्य हो जसका लागि धितोपत्र दलाल व्यवसायी, सिडिएससी तथा स्टक एक्सचेञ्जले सेवा सञ्चालनको लागि उपयुक्त व्यवस्था गर्नुपर्ने देखिन्छ।

Investor Portal
↓
Stockbroker Margin Engine
↓
NEPSE Trading System
↓
CDSC Settlement System
↓
SEBON Risk Dashboard

४.७.९ बोर्डको सुपरिवेक्षण मोडल

मार्जिन कारोबारमा नियमनकारी निकायले सुपरिवेक्षणको लागि आवश्यक व्यवस्था गर्नुपर्ने देखिन्छ जुन देहाय अनुसार रहेको छ।

क) Total margin amount, stockbroker exposure, sector exposure, default position को real-time monitoring

ख) Audit, compliance review, stress testing मार्फत Periodic supervision

४.८ नेपालको लागि उपयुक्त धितोपत्र सापटी तथा उधारो (Securities Lending and Borrowing-SLB) मोडलः

नेपालको सन्दर्भमा धितोपत्र सापटी तथा उधारो नयाँ विषय तथा नयाँ सेवा भएकोले यसको कार्यान्वयनमा सबै निकायले विशेष ध्यान दिनुपर्ने दिखन्छ। यो व्यवस्था अन्य देशहरुमा विगत लामो समयदेखि अभ्यासमा रहेको र अन्तर्राष्टिय अभ्यासको विश्लेषण गर्दा धितोपत्र सापटी तथा उधारो का सम्बन्धमा देहायको मोडल उपयुक्त हुने देखिन्छ।

४.८.१ सिडिएससीमा आधारित केन्द्रिकृत SLB मोडल

नेपालमा सिडिएससीमा आधारित केन्द्रिकृत SLB मोडल उपयुक्त हुने देखिन्छ। यसको प्रस्तावित संरचनालाई देहायको चार्टमा प्रस्तुत गरिएको छ।

४.८.२ SLB सेवाका सहभागी तथा जिम्मेवारी

धितोपत्र सापटी तथा उधारोको प्रमुख सहभागी तथा सरोकारवालामा धितोपत्र सापटी दिने (Securities Lender), धितोपत्र सापटी लिने (Securities Borrower), सिडिएससी र स्टक एक्सचेञ्ज रहेका छन् जसको आ–आफ्नै छुट्टै विशिष्टीकृत जिम्मवारी रहेको हुन्छ।

सरोकारवाला पक्ष	सम्भावित Lender	जिम्मेवारी
Securities Lender	क) सामूहिक लगानी कोष ख) बैंक तथा वित्तीय संस्था ग) बीमा कम्पनी घ) धितोपत्र ब्यापारी ङ) संस्थागत लगानीकर्ता च) व्यक्तिगत लगानीकर्ता	क) धितोपत्रको स्वमित्वको पुष्टि ख) धितोपत्र सापटी दिने स्वीकृति ग) धितोपत्रको उपलब्धता सुनिश्चित गर्न

Securities Borrower	क) शर्ट सेलर ख) संस्थागत लगानीकर्ता ग) धितोपत्र दलाल व्यवसायी घ) धितोपत्र ब्यापारी	क) संरक्षण जम्मा गर्ने ख) शुल्क भुक्तानी ग) धितोपत्र फिर्ता
सिडिएससी		क) धितोपत्र अभिलेखि व्यवस्थापन ख) उधारो मिलान ग) सुरक्षणको अभिलेख व्यवस्थापन घ) धितोपत्र फिर्ता तथा फर्छ्यौट ङ) Reporting व्यवस्थापन
स्टक एक्सचेञ्ज		क) शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीसँग एकीकृत सञ्चालन ख) तथ्याङ्क आदान प्रदान ग) बजार निगरानी

४.८.३ SLB का लागि योग्य धितोपत्र

धितोपत्र सापटी तथा उधारोका लागि सबै धितोपत्रहरु योग्य हुदैनन्। यसमा योग्य धितोपत्रको मापदण्ड तोक्नु पर्दछ। धितोपत्र सापटी तथा उधारो सम्बन्धी नियमावलीमा योग्य धितोपत्रको मापदण्ड तोक्दा मार्जिन कारोबारमा जस्तै देहायका आधारहरु उपयुक्त हुने देखिन्छ।

मापदण्ड	आवश्यकता
सूचीकरणको अनुभव	न्यूनतम अवधि तोकिने
तरलता	पर्याप्त कारोवाको आधारमा
बजार पूँजीकरण	निश्चित सीमा
कारोबारका लागि उपलब्धता (Free Float)	पर्याप्त
परिपालनाको अवस्था	नियमित

४.८.४ SLB को प्रक्रिया

धितोपत्र सापटी तथा उधारो प्रक्रिया सम्बन्धी विश्वभर प्रचलनमा रहेको असल अभ्यासलाई देहायको Flow Chart मा प्रस्तुत गरिएको छ।

चरण—१

Lender ले उपलब्ध धितोपत्रको Register गर्छ।

↓

चरण—२

Borrower ले Borrow Request राख्छ।

↓

चरण—३

CDSC को System मा Matching गर्छ।

↓

चरण—४

Borrower ले सुरक्षण (Collateral) राख्छ।

↓

चरण—५

Securities Transfer हुन्छ।

↓

चरण—६

Borrower ले Securities फिर्ता गर्छ।

↓

चरण—७

Collateral Release हुन्छ।

४.८.५ सुरक्षण (Collateral) व्यवस्थापन

धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा लिँदा सापटी लिने (Borrower) ले सुरक्षण उपलब्ध गराउनुपर्छ। स्वीकृत सुरक्षण रकम, ऋणपत्र वा तोकिएका धितोपत्र हुने गर्दछ। सुरक्षणको दैनिक मूल्याङ्कन, Haircut लागू तथा मार्जिन अनुगमन हुनुपर्छ।

४.८.६ सापटी फिर्ता माग्न सकिने

धितोपत्र सापटी दिने (Lender) ले विशेष अवस्थामा सुरक्षण फिर्ता माग्न सक्छ जसको लागि पूर्व सूचना, राफसाफ व्यवस्था तथा बजार सुरक्षालाई आधार मानी उपरोक्त व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुन्छ।

४.८.७ राफसाफ प्रक्रिया

धितोपत्र सापटी तथा उधारो अन्तर्गतका धितोपत्रको राफसाफ सिडिएससीको प्रणालीमार्फत् हुनेछ। यसको मुख्य चरण देहाय अनुसार रहेको छ।

Borrow Delivery
↓
Holding Period
↓
Return Obligation
↓
Securities Return
↓
Collateral Release

४.८.८ डिफल्ट (Default) को अवस्था

धितोपत्र सापटी लिने (Borrower) ले धितोपत्र सापटी फिर्ता नगरेमा देहाय अनुसार गर्न गराउन उपयुक्त हुने देखिन्छ।

चरण—१
सुरक्षणको उपयोग
↓
चरण—२
बजारबाट खरिद
↓
चरण—३
घाटा पूर्ति
↓
चरण—४
नियामकीय कारवाही

४.८.९ जोखिम व्यवस्थापन

धितोपत्र सापटी तथा उधारोमा निहित जोखिम र सोको व्यवस्थापनको उपाय देहायको तालिकामा प्रस्तुत गरिएको छ।

जोखिम	व्यवस्थापनको उपाय
Borrower ले धितोपत्र सापटी फिर्ता नगर्ने जोखिम	सुरक्षण (Collateral) लिने व्यवस्था
बजार जोखिम	Haircut को व्यवस्था
तरलता जोखिम	योग्य धितोपत्रको छनौट र सोमा मात्र सुविधा दिने

सञ्चालन जोखिम	उपर्युक्त सूचना प्रविधि प्रणाली र कर्मचारीको क्षमता अभिबृद्धि
राफसाफ नहुने जोखिम	सिडिएससीको नियन्त्रणमा रहने

४.८.१० सूचना प्रविधिको संरचना

धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवाका लागि देहायको तहमा सूचना प्रविधिको उचित व्यवस्थापन हुनुपर्ने देखिन्छ।

Investor Portal
↓
Stockbroker/Custodian
↓
CDSC SLB Platform
↓
NEPSE Trading System
↓
SEBON Dashboard

SLB सेवा दिने सफ्टवेयरमा न्यूनतम रुपमा Real-Time Borrow Availability, Automated Matching, Collateral Management, Reporting System तथा Audit Trail को सुविधा हुनु जरुरी देखिन्छ।

४.८.११ बोर्डको सुपरिवेक्षण मोडल

SLB मा नियमनकारी निकायले सुपरिवेक्षणको लागि आवश्यक व्यवस्था गर्नुपर्ने देखिन्छ जुन देहाय अनुसार रहेको छ।

क) Outstanding Borrow, Collateral Status को दैनिक अनुगमन

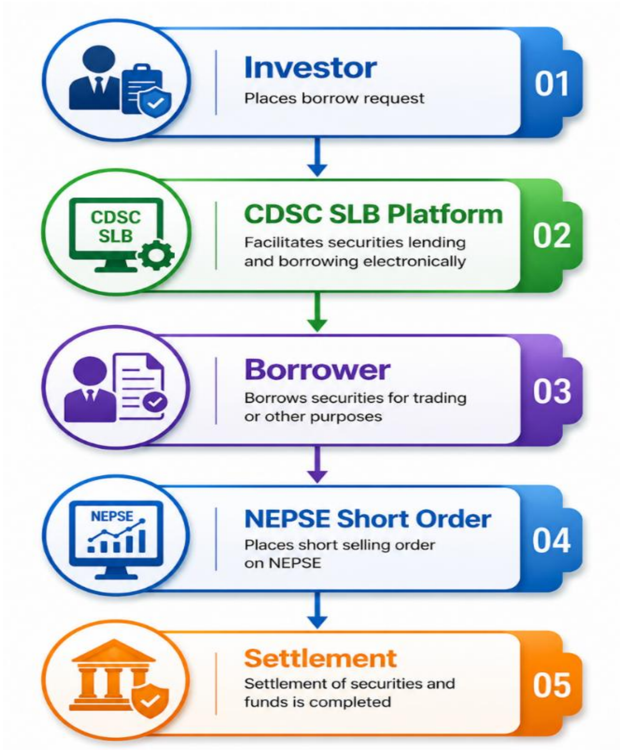
ख) Audit, compliance review, risk assessment मार्फत Periodic supervision

४.९ नेपालको लागि उपयुक्त आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Short Selling) मोडल

धितोपत्र सापटी तथा उधारो सेवा जस्तै शर्ट सेलिङ्ग पनि नेपालका लागि नयाँ विषय तथा नयाँ सेवा भएकोले यसको कार्यान्वयनमा सबै निकायले विशेष ध्यान दिनुपर्ने देखिन्छ। नेपालको हालको धितोपत्र बजारमा बजार घट्दा जोखिम व्यवस्थापनको अभाव रहेको छ। त्यसैले आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्गले बजारमा दुईतर्फी कारोबार, मूल्य अन्वेषण, तरलता तथा Hedging क्षमता बृद्धि गर्न सहयोग गर्छ। यो व्यवस्था धेरै देशहरुमा निगरानीयुक्त नियमन सहित अभ्यासमा रहेको र अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासको विश्लेषण गर्दा शर्ट सेलिङ्गका सम्बन्धमा देहायको मोडल उपयुक्त हुने देखिन्छ।

४.९.१ प्रस्तावित शर्ट सेलिङ्ग मोडल

नेपालको बजारको आकार र संस्थागत क्षमता हेर्दा आवरणयुक्त शर्ट सेलिङ्ग (Covered Short Selling) को व्यवस्था र Naked Short Selling निषेध गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ। नेपालमा प्रस्तावित शर्ट सेलिङ्ग संरचनालाई देहायको चार्टमा प्रस्तुत गरिएको छ।



४.९.२ शर्ट सेलिङ्ग सेवाका सहभागी तथा जिम्मेवारी

शर्ट सेलिङ्ग सेवासँग सम्बन्धित प्रमुख सहभागी तथा सरोकारवालामा लगानीकर्ता (Short seller), धितोपत्र सापटी दिने (Securities Lender), धितोपत्र दलाल व्यवसायी, सिडिएससी र स्टक एक्सचेञ्ज रहेका छन् जसको आ–आफ्नै छुट्टै विशिष्टीकृत जिम्मवारी रहेको हुन्छ।

सहभागी पक्ष	भूमिका
लगानीकर्ता (Short seller)	क) धितोपत्र सापटी लिने ख) धितोपत्र बिक्री गर्ने ग) मार्जिन कायम गर्ने घ) धितोपत्र फिर्ता दिने
Securities Lender	ङ) धितोपत्रको स्वामित्वको पुष्टि च) धितोपत्र सापटी दिने स्वीकृति छ) धितोपत्रको उपलब्धता सुनिश्चित गर्न

धितोपत्र दलाल व्यवसायी	क) लगानीकर्ताको शाख मूल्याङ्कन ख) सापटी सेवा लिएको सुनिश्चित गर्ने ग) मार्जिन जाँच गर्ने घ) जोखिम व्यवस्थापन गर्ने
सिडिएससी	क) धितोपत्र अभिलेखि व्यवस्थापन ख) उधारो मिलान ग) सुरक्षणको अभिलेख व्यवस्थापन घ) धितोपत्र फिर्ता तथा फर्छ्यौंट ङ) Reporting व्यवस्थापन
स्टक एक्सचेञ्ज	क) शर्ट सेलिङ्ग प्रणालीसँग एकीकृत सञ्चालन ख) शर्ट सेलिङ्ग आदेश पहिचान ग) बजार निगरानी

४.९.३ शर्ट सेलिङ्गका लागि योग्य धितोपत्र

शर्ट सेलिङ्गका लागि सबै धितोपत्रहरु योग्य हुदैनन्। यसमा योग्य धितोपत्रको मापदण्ड तोक्नु पर्दछ। नियमावलीमा योग्य धितोपत्रको मापदण्ड तोक्दा मार्जिन कारोबार र धितोपत्र सापटी तथा उधारोमा जस्तै देहायका आधारहरु उपयुक्त हुने देखिन्छ।

मापदण्ड	आवश्यकता
शेयर कारोबारको इतिहास वा अवधि	स्थिर रुपमा कारोबार भइरहेको
तरलता	पर्याप्त कारोवाको आधारमा
बजार पूँजीकरण	निश्चित सीमा
कारोबारका लागि उपलब्धता (Free Float)	पर्याप्त
परिपालनाको अवस्था	नियमित

४.९.४ सापटी लिएको पुष्टि गर्ने व्यवस्था

शर्ट सेलिङ्ग आदेश राख्नु अगाडि धितोपत्र दलाल व्यवसायीले देहायका विषयहरु जाँच गर्नुपर्ने व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) धितोपत्रको उपलब्धता

ख) सापटी सुनिश्चितता भएको नम्बर

ग) सापटी अवधि

घ) राफसाफ क्षमता

४.९.५ शर्ट सेलिङ्गको आदेश पहिचान

स्टक एक्सचेञ्जको प्रणालीमा शर्ट सेलिङ्गको आदेशलाई छुट्टै पहिचान हुने व्यवस्था गर्नुपर्छ। यसको लागि स्टक एक्सचेञ्जको प्रणालीमा देहायका विशेषता हुनुपर्ने देखिन्छ।

क) Short Sale Tag
ख) Borrow Reference
ग) Real-Time Validation
घ) Audit Trail

४.९.६ मार्जिन लिनुपर्ने व्यवस्था

शर्ट सेलिङ्गमा अस्वभाविक मूल्य बृद्धि हुने जोखिम भएकोले Short Seller बाट मार्जिन लिनुपर्ने व्यवस्था गर्नुपर्छ। मार्जिन तोक्दा उच्च वर्गमा रहेका वा अधिक तरल शेयरका लागि कम शुरु मार्जिन, मध्यम वर्गका लागि बढि र अत्यधिक उतार चढाव हुने शेयरको हकमा अझ बढि शुरु मार्जिनको व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुन्छ। साथै सम्भार मार्जिन र मार्जिन कलको व्यवस्था समेत गर्नुपर्दछ।

४.९.७ सर्ट पोजिसनको सीमा तोक्नुपर्ने

शर्ट सेलिङ्गमा हुने जोखिम न्यूनिकरणका लागि लगानीकर्ता, धितोपत्र दलाल व्यवसायी, धितोपत्र र बजारको आधारमा सीमा तोकिनुपर्दछ जसलाई देहायको तालिकामा प्रस्तुत गरिएको छ।

विवरण	सर्ट पोजिसनको सीमा तोक्ने विषय
लगानीकर्ताको हकमा	अधिकतम Short Exposure
धितोपत्र दलाल व्यवसायीको हकमा	कुल Client Short Exposure
धितोपत्रको हकमा	एक कम्पनीको Short गर्न सकिने Limit
सम्पूर्ण बजारको हकमा	सम्पूर्ण बजारको Short Exposure Limit

४.९.८ सर्ट पोजिसनको विवरण प्रवाह

बजारमा पारदर्शीताका लागि शर्ट सेलिङ्गबाट कारोबार भएको धितोपत्रको सम्बन्धमा देहायको विषयहरुमा विवरण प्रवाह गर्ने व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) Security-wise Short Sale Position
ख) Total Market Short Position
ग) Sector Exposure

४.९.९ राफसाफको संरचना

शर्ट सेलिङ्गबाट कारोबार भएको धितोपत्रको राफसाफ संरचना देहाय अनुसार हुने देखिन्छ।

Short Sale
↓
Settlement Date
↓
Borrowed Securities Delivery
↓
Buyer Delivery
↓
Position Adjustment

४.९.१० Buy-in प्रक्रिया

शर्ट सेलिङ्गबाट कारोबारमा यदि Short Seller ले समयमा नै Securities उपलब्ध गराउन नसकेमा Buy-in लागू हुन्छ जसको प्रक्रिया देहाय अनुसार हुने देखिन्छ।

Default Identification
↓
Market Purchase
↓
Delivery Completion
↓
Penalty and Recovery

४.९.११ सर्ट सेलिङ्गमार्फत् हुने बजार दुरुपयोग तथा कसूरको नियन्त्रण

शर्ट सेलिङ्गमा देहायको रुपमा बजार दुरुपयोग तथा कसूर हुने सम्भावना भएकोले सोको नियन्त्रण तथा निषेधका लागि प्रभावकारी सुपरिवेक्षण, अनुगमन तथा अनुसन्धानको व्यवस्था गर्न उपयुक्त हुने देखिन्छ।

क) Bear Raid
ख) Artificial Price Depression
ग) False Rumor
घ) Insider Information Based Short Selling

४.९.१२ बोर्डको सुपरिवेक्षण मोडल

शर्ट सेलिङ्ग कारोबार नियमनकारी निकायले प्रभावकारी सुपरिवेक्षण तथा अनुगमन गर्नुपर्दछ। यसका लागि बोर्डले Short Volume, Price Movement, Unusual Activity, Concentration Risk को दैनिक रुपमा Real-Time अनुगमन गर्नुपर्दछ।

***