नेपाल धितोपत्र बोर्ड

खुमलटार, नेपाल।

नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेडमा सूचीकृत कम्पनीका आधारभूत शेयरधनीले शेयर बिक्री गर्नु अघि धितोपत्र बजारलाई अग्रिम सूचना दिनुपर्ने व्यवस्था तथा उक्त व्यवस्थाको औचित्य, अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास तथा प्रस्तावित नियामकीय ढाँचा सम्बन्धी अवधारणापत्र, २०८३

असोज ७, २०८३

नेपाल स्टक एक्सचेञ्ज लिमिटेडमा सूचीकृत कम्पनीका आधारभूत शेयरधनीले शेयर बिक्री गर्नु अघि धितोपत्र बजारलाई अग्रिम सूचना दिनुपर्ने व्यवस्था तथा उक्त व्यवस्थाको औचित्य, अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास तथा प्रस्तावित नियामकीय ढाँचा सम्बन्धी अवधारणापत्र, २०८३

नेपाल धितोपत्र बोर्ड

खुमलटार, नेपाल।

असोज २०८३

विषय सूची

१. पृष्ठभूमि १

२. समस्याको पहिचान १

३. अवधारणापत्रको उद्देश्य २

४. वर्तमान नेपाली व्यवस्था २

५. अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास ३

६. नेपालमा अग्रिम सूचना सार्वजनिक गर्नुपर्ने मुख्य औचित्य ६

७. सार्वजनिक सूचना र लगानीकर्ताको संरक्षण ७

८. सार्वजनिक सूचना र संस्थागत सुशासन कायम ७

९. सार्वजनिक सूचना "बिक्री भइसकेको सूचना" होइन ८

१०. व्यवस्थाबाट संभावित जोखिम र त्यसको समाधान ८

११. पन्ध्र दिनको अवधि सम्बन्धी नीतिगत मूल्याङ्कन ८

१२. नेपालका लागि प्रस्तावित सुधारिएको व्यवस्था ९

१३. प्रस्तावित सार्वजनिक सूचनाको न्यूनतम ढाँचा ९

१४. प्रस्तावित "Public Disclosure Statement" १०

१५. नियामकीय सिद्धान्त १०

१६. निष्कर्ष ११

१. पृष्ठभूमि

धितोपत्र बजारमा मूल्य निर्धारण माग तथा आपूर्तिको अन्तरक्रिया, उपलब्ध सूचना, लगानीकर्ताको अपेक्षा तथा बजारको समग्र विश्वासमा आधारित हुन्छ। कुनै सूचीकृत संस्थाको प्रवर्तक, आधारभूत वा उल्लेख्य शेयरधनीले ठूलो परिमाणमा शेयर बिक्री गर्ने मनसाय राख्दा उक्त बिक्री सामान्य लगानीकर्ताले गर्ने कारोबारभन्दा फरक बजार प्रभाव पार्न सक्ने सम्भावना हुन्छ। ठूला शेयरधनीसँग कम्पनीको व्यवसाय, वित्तीय अवस्था, व्यवस्थापन, रणनीतिक योजना तथा अन्य महत्वपूर्ण विषयमा सामान्य लगानीकर्ताभन्दा बढी जानकारी वा पहुँच हुन सक्ने भएकाले उनीहरूको उल्लेख्य शेयर बिक्री बजारका लागि सूचना—संवेदनशील घटना बन्न सक्छ। यस्तै, ठूलो बिक्रीले कुनै कम्पनीको सार्वजनिक कारोबारयोग्य शेयरको आपूर्ति, मूल्य, तरलता तथा बजार मनोविज्ञानमा उल्लेख्य प्रभाव पार्न सक्छ।

नेपालमा हाल लागू गरिएको व्यवस्थाअनुसार सूचीकृत कम्पनीका आधारभूत शेयरधनीले आफूले धारण गरेको शेयरको ५ प्रतिशत वा सोभन्दा बढी शेयर बिक्री गर्ने भएमा बिक्री गर्नुभन्दा कम्तीमा १५ दिन अगावै सम्बन्धित कम्पनीलाई जानकारी दिनुपर्ने र त्यस्तो सूचना नेप्सेमार्फत सार्वजनिक गर्ने व्यवस्था गरिएको छ। सूचनाको वैधता तीन महिनासम्म रहने व्यवस्था पनि गरिएको छ। यो व्यवस्था धितोपत्रसम्बन्धी ऐन, २०६३ को दफा ८४(१) अन्तर्गत जारी निर्देशनको आधारमा कार्यान्वयनमा आएको हो।

यस अवधारणापत्रको उद्देश्य उक्त व्यवस्थाको नीतिगत औचित्य स्पष्ट गर्नु, अन्तर्राष्ट्रिय अभ्याससँग तुलना गर्नु तथा नेपालका लागि अग्रिम सूचना र सार्वजनिक सूचना प्रबाहलाई थप प्रभावकारी, पारदर्शी, जोखिम आधारित तथा लगानीकर्तामैत्री बनाउने आधार प्रस्तुत गर्नु हो।

२. समस्याको पहिचान

वर्तमान बजार संरचनामा कुनै प्रमुख शेयरधनीले आफ्नो ठूलो शेयरधारणमध्ये उल्लेख्य हिस्सा एकैपटक वा छोटो अवधिमा बिक्री गर्न खोज्दा निम्न समस्या उत्पन्न हुन सक्ने देखिन्छः

(क) बजारमा अचानक बिक्री चाप सिर्जना भई शेयर मूल्यमा अस्वाभाविक गिरावट आउन सक्ने
(ख) कारोबारको सामान्य परिमाणको तुलनामा ठूलो बिक्री आदेश आउँदा मूल्य तथा तरलतामा उल्लेख्य प्रभाव पर्न सक्ने
(ग) अन्य लगानीकर्ताले उक्त ठूलो बिक्रीलाई कम्पनीको वित्तीय अवस्था वा भावी सम्भावनासम्बन्धी नकारात्मक संकेतका रूपमा ग्रहण गरी हतारमा बिक्री गर्न सक्ने
(घ) प्रमुख शेयरधनीसँग उपलब्ध मूल्य–संवेदनशील अप्रकाशित सूचना तथा उसको कारोबारबीच सम्बन्ध रहेको वा नरहेको विषयमा नियामकीय निगरानी कठिन हुन सक्ने
(ङ) अग्रिम नियामकीय अभिलेख नहुँदा वास्तविक कारोबार र शेयरधनीको पूर्वनियोजित कारोबार योजनाबीच तुलना गर्न कठिन हुने

(च) ठूलो बिक्री कारोबारअघि वा कारोबारसँग सम्बन्धित अस्वाभाविक कारोबार, मिलेमतो, अग्रीम कारोबार वा अन्य बजार दुरुपयोग पहिचान गर्न कठिनाइ हुन सक्ने

(छ) ठूला बिक्री कारोबारलाई बजारको Absorption capacity क्षमता तथा विद्यमान तरलताअनुसार व्यवस्थित गर्न कठिन हुन सक्ने

यस कारणले यस्तो व्यवस्था केवल सूचना संकलन गर्ने औपचारिक प्रक्रिया नभई बजार निगरानी, लगानीकर्ता संरक्षण तथा व्यवस्थित कारोबारको साधनका रूपमा विकास गर्नु आवश्यक देखिन्छ।

३. अवधारणापत्रको उद्देश्य

यस अवधारणापत्रका प्रमुख उद्देश्यहरू निम्नानुसार रहेका छन्:

(क) बजार पारदर्शिता अभिवृद्धि गर्नु महत्त्वपूर्ण शेयरधनीको सम्भावित ठूलो बिक्रीसम्बन्धी सूचना नियामक तथा बजार सञ्चालकसँग अग्रिम रूपमा उपलब्ध गराई बजारमा पारदर्शिता बढाउनु।

(ख) नियामकीय निगरानी सुदृढ गर्न ठूला शेयरधनीको बिक्री योजना तथा वास्तविक कारोबारबीच तुलना गर्न सकिने प्रणाली विकास गरी जोखिममा आधारित बजार निगरानीलाई प्रभावकारी बनाउनु।

(ग) भित्री कारोबार तथा बजार दुरुपयोग नियन्त्रणमा सहयोग गर्नु शेयर बिक्रीको समय, परिमाण तथा अन्य मूल्य–संवेदनशील घटनाबीचको सम्बन्ध पहिचान गर्न अग्रिम सूचनालाई निगरानी उपकरणका रूपमा प्रयोग गर्नु।

(घ) बजारमा अचानक पर्ने प्रभाव न्यूनीकरण गर्नु ठूलो परिमाणको बिक्रीका कारण उत्पन्न हुन सक्ने असामान्य मूल्य उतार–चढाव तथा बिक्री चापलाई व्यवस्थित गर्न सहयोग गर्नु।

(ङ) साना तथा अल्पमत लगानीकर्ताको संरक्षण गर्नु प्रमुख शेयरधनीको कारोबारसम्बन्धी Asymmetric सूचनाबाट साना लगानीकर्तामा पर्न सक्ने प्रतिकूल प्रभाव न्यूनीकरण गर्नु।

(च) बजारको विश्वसनीयता अभिवृद्धि गर्नु धितोपत्र बजारमा निष्पक्षता, अखण्डता, उत्तरदायित्व तथा लगानीकर्ताको विश्वास सुदृढ गर्नु।

४. वर्तमान नेपाली व्यवस्था

नेपालको कम्पनी कानूनमा "आधारभूत शेयरधनी" को अवधारणा कम्पनीको चुक्ता पूँजीसँग सम्बन्धित छ। हाल २५ करोड रुपैयाँभन्दा बढी चुक्ता पूँजी भएका संस्थामा १ प्रतिशत वा सोभन्दा बढी शेयरधारण गर्ने तथा अन्य अवस्थामा पाँच प्रतिशत वा सोभन्दा बढी शेयरधारण गर्ने शेयरधनीलाई आधारभूत शेयरधनीका रूपमा लिइन्छ।

हालको पन्ध्र दिने व्यवस्थाले मूलतः निम्न संरचना स्थापित गरेको छः **आधारभूत शेयरधनी → आफूले धारण गरेको शेयरको पाँच प्रतिशत वा सोभन्दा बढी बिक्री गर्ने मनसाय → कम्तीमा पन्ध्र दिन अगावै सूचना → सम्बन्धित कम्पनी → नेप्सेमार्फत सार्वजनिक हुने → तीन महिनासम्म सूचना वैध।**

यसबाट एउटा महत्वपूर्ण नियामकीय प्रश्न उठ्छ 'किन बिक्री सम्पन्न भएपछि मात्र सूचना दिने नभई बिक्री हुनुभन्दा अगावै बजारलाई यस्तो जानकारी दिनुपर्ने। यसको उत्तर बजार निगरानी मात्र होइन; सूचना—समता, मूल्य निर्धारण, बजारमा सम्भावित आपूर्तिको पूर्वानुमान, लगानीकर्ताको सुसूचित लगानी निर्णय तथा बजार अनुशासन सँग पनि सम्बन्धित छ।

५. अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास

अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यास हेर्दा एउटै प्रकारको प्रणाली छैन। मुख्यतः चार प्रकारका मोडल देखिन्छन्:

(क) पूर्व सार्वजनिक सूचना

(ख) पूर्व नियामकीय सूचना

(ग) कारोबारपछिको शीघ्र स्वामित्वको जानकारी

(घ) विशेष ठूलो/नियन्त्रित कारोबारका लागि छुट्टै व्यवस्था

५.१ भारतः भारतमा सामान्य Significant shareholding regime अन्तर्गत ५ प्रतिशत वा सोभन्दा बढी शेयरधारण गर्ने व्यक्तिले शेयरधारणमा तोकिएको परिवर्तन, विशेषतः २ प्रतिशतभन्दा बढी परिवर्तन हुँदा, कारोबारपछि दुई कार्य दिन भित्र सम्बन्धित स्टक एक्सचेञ्जमा सूचना दिनुपर्ने व्यवस्था छ। तर भारतको Offer for Sale (OFS) प्रणालीमा प्रवर्तक वा प्रवर्तक समूहबाट गरिने निश्चित प्रकारको शेयर बिक्रीमा कम्तीमा एक स्पष्ट कारोबार दिन अगावै स्टक एक्सचेञ्जलाई सार्वजनिक घोषणा गर्नुपर्ने व्यवस्था छ। यस्तो घोषणामा बिक्री गर्ने प्रवर्तक/प्रवर्तक समूह, बिक्रीको उद्देश्य, बिक्री गर्न प्रस्तावित शेयर संख्या तथा प्रतिशत र बिक्री सम्पन्न गर्ने अवधि जस्ता विवरण समावेश गर्नुपर्ने हुन्छ। यसले भारतबाट नेपालका लागि महत्वपूर्ण शिक्षा दिन्छ ठूलो र विशेष प्रकृतिको प्रवर्तक बिक्रीमा पूर्व सार्वजनिक सूचना दिन सकिन्छ, तर सामान्य शेयर बिक्रीमा पछि सूचना हुँदा पनि पर्याप्त हुन सक्छ।

५.२ बंगलादेशः बंगलादेशको अभ्यास नेपालसँग तुलनात्मक रूपमा बढी नजिक देखिन्छ। Bangladesh Securities and Exchange Commission को निर्देशन अन्तर्गत सूचीकृत संस्थाका Sponsor Shareholder, Director तथा Placement holder लाई आफ्नो शेयर खरिद, बिक्री वा अन्य रूपमा निस्तारण गर्ने मनसाय सम्बन्धी लिखित घोषणा सम्बन्धित आयोग तथा स्टक एक्सचेञ्जलाई पेश गर्नुपर्ने व्यवस्था रहेको छ। BSEC का आधिकारिक अभिलेखहरूले उक्त व्यवस्थालाई स्पष्ट रूपमा उल्लेख गरेका छन्। BSEC को निर्देशनको ऐतिहासिक संरचनामा घोषणा गरेपछि निश्चित अवधिभित्र कारोबार

सम्पन्न गर्नुपर्ने व्यवस्था थियो, र त्यससम्बन्धी अनुपालनमा BSEC ले कारबाहीसमेत गरेको छ। बंगलादेशको अनुभवले एउटा महत्वपूर्ण तथ्य देखाउँछः **पूर्वघोषणा केवल कानुनी औपचारिकता नभई अचानक ठूलो शेयर बिक्रीबाट सामान्य लगानीकर्तामा पर्ने प्रभावलाई नियन्त्रण गर्ने बजार अनुशासनको साधन हुन सक्छ।**

५.३ सिंगापुरः सिंगापुरमा Substantial shareholder को सीमा सामान्यत पाँच प्रतिशत वा सोभन्दा बढी मतदान अधिकार रहेको अवस्थामा लागू हुन्छ। यस्तो शेयरधनीले आफ्नो शेयरधारणमा परिवर्तन भएको दुई कारोबार दिनभित्र सूचना दिनुपर्ने व्यवस्था छ। त्यसपछि कम्पनीले प्राप्त सूचना बजारमा सार्वजनिक गर्नुपर्ने व्यवस्था छ। सार्वजनिक प्रकटीकरणको महत्वबारे MAS ले स्पष्ट रूपमा Timely disclosure ले Fair, Efficient and Transparent market को सञ्चालनमा सहयोग गर्ने र लगानीकर्तालाई स्वामित्व तथा मतदान नियन्त्रणमा भएको परिवर्तनको जानकारीका आधारमा शेयर खरिद वा बिक्रीसम्बन्धी निर्णय लिन सक्षम बनाउने उल्लेख गरेको छ। यसबाट नेपालका लागि अर्को महत्वपूर्ण शिक्षा प्राप्त हुन्छः **सार्वजनिक जानकारी को उद्देश्य केवल नियामकलाई जानकारी दिनु होइन, बजारका अन्य लगानीकर्तालाई समान सूचना उपलब्ध गराई Informed Investment Decision सम्भव बनाउनु पनि हो।**

५.४ संयुक्त राज्य अमेरिकाः संयुक्त राज्य अमेरिकामा सामान्य isted-company insider transactions का लागि Form 4 मार्फत कारोबारपछि छिटो Disclose हुने व्यवस्था छ। सामान्यतः Section 16 Insiders ले कारोबार भएको दुई कार्य दिन भित्र Form 4 पेश गर्नुपर्छ। तर **Rule 144** अन्तर्गत पर्ने Restricted securities वा Control securities को निश्चित बिक्रीमा **Form 144 – Notice of Proposed Sale of Securities** पेश गर्नुपर्ने व्यवस्था छ। यस्तो Filing विशेष परिस्थितिमा प्रस्तावित बिक्रीको सूचना हो, Filing threshold मध्ये ५,००० शेयर वा US$50,000 भन्दा बढीको तीन महिनाको बिक्री सम्बन्धी सीमा समावेश हुन्छ, र Form 144 ले प्रस्तावित बिक्रीसम्बन्धी विवरण सार्वजनिक अभिलेखमा ल्याउँछ। त्यस्तै, Rule 10b5-1 Trading plan अन्तर्गत Trading सुरु हुनुअघि Cooling-off period को व्यवस्था पनि छ;, Directors/officers का लागि सामान्यतः ९० दिन र अन्य व्यक्तिका लागि ३० दिनको व्यवस्था लागू हुन्छ। अमेरिकी मोडलबाट प्राप्त शिक्षाः **ठूलो वा नियन्त्रित शेयर बिक्रीमा पूर्व–सूचना सम्भव छ, तर सबै ठूलो शेयरधनीका सबै कारोबारमा समान रूपमा लागू गरिँदैन।**

५.५ संयुक्त अधिराज्यः बेलायतको Disclosure Guidance and Transparency Rules (DTR 5) अन्तर्गत major holdings सम्बन्धी thresholds ३%, ४%, ५%, ६%, ७%, ८%, ९%, १०% तथा त्यसपछि प्रत्येक १ प्रतिशतमा पुग्दा, नाघ्दा वा घट्दा सूचना दिनुपर्ने व्यवस्था छ। यस्तो सूचना सामान्यतः कारोबार वा सम्बन्धित घटना भएपछि दुई कारोबार दिनभित्र दिनुपर्ने हुन्छ। त्यसपछि issuer ले

प्राप्त सूचना सार्वजनिक गर्नुपर्ने हुन्छ। regulated market का लागि सूचना प्राप्त भएको अर्को कारोबार दिनभित्र सार्वजनिक गर्ने व्यवस्था छ। यस अतिरिक्त directors तथा senior management अर्थात् PDMR को कारोबारका लागि UK MAR अन्तर्गत छुट्टै disclosure regime रहेको छ। PDMR तथा सम्बन्धित व्यक्तिले कारोबारपछि तीन कार्यदिवसभित्र सूचना दिनुपर्ने र issuer ले दुई कार्यदिवसभित्र सार्वजनिक गर्नुपर्ने व्यवस्था छ। यसबाट देखिन्छ कि बेलायतले **पूर्व–बिक्री सार्वजनिक सूचना भन्दा कारोबारपछिको छिटो, संरचित र threshold-based disclosure** लाई बढी महत्व दिएको छ।

५.६ **मलेशियाः** मलेसियामा substantial shareholder को अवधारणा सामान्यतः **५ प्रतिशत वा सोभन्दा बढी मतदान शेयर** बाट सुरु हुन्छ। Companies Act 2016 अन्तर्गत यस्तो शेयरधनीले substantial shareholder बनेपछि तथा आफ्नो voting share interest मा परिवर्तन हुँदा तोकिएको अवधिभित्र कम्पनीलाई सूचना दिनुपर्ने व्यवस्था छ। सूचीकृत कम्पनीको हकमा सामान्यतः तीन दिनभित्र सूचना दिने व्यवस्था रहेको छ। सूचना प्राप्त भएपछि सूचीकृत कम्पनीले उक्त जानकारी Bursa Malaysia मार्फत सार्वजनिक गर्दछ। मलेसियाको अभ्यास पनि मुख्यतः **post-transaction disclosure with rapid public dissemination** मा आधारित देखिन्छ।

५.७ अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासको तुलनात्मक सार

देश	प्रमुख सीमा/लक्षित व्यक्ति	सूचना दिने समय	सार्वजनिक प्रकटीकरण	पूर्व—सूचनाको अवस्था
नेपाल	आधारभूत शेयरधनी हाल ५% वा बढी आफ्नै होल्डिङ बिक्री	बिक्रीभन्दा कम्तीमा १५ दिनअघि	नेप्सेमार्फत सार्वजनिक	प्रत्यक्ष पूर्व-सार्वजनिक सूचना
भारत	सामान्य significant holders; विशेष OFS मा promoter/promoter group	सामान्यतः कारोबारपछि २ working days; निश्चित OFS मा १ trading day अघि	Stock Exchange	विशेष बिक्रीमा पूर्व-सार्वजनिक सूचना
बंगलादेश	Sponsor, Director, Placement holder	बिक्रीअघिको declaration	Exchange/market disclosure व्यवस्था	पूर्व-घोषणा मोडल
सिंगापुर	५%+ substantial shareholder	परिवर्तनपछि २ business days	कम्पनी/SGX मार्फत सार्वजनिक	मुख्यतः post-event
USA	Rule १४४ अन्तर्गत निश्चित affiliate/restricted/control sales	प्रस्तावित बिक्रीसँग सम्बन्धित Form १४४	SEC/EDGAR	विशेष बिक्रीमा pre-sale filing
UK	३% बाट major-holding thresholds	सामान्यतः २ trading days भित्र	Issuer मार्फत सार्वजनिक	मुख्यतः post-event

Malaysia	५%+ substantial shareholder	परिवर्तनपछि ३ दिन	Bursa मार्फत सार्वजनिक	मुख्यतः post-event

अतः अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासले एउटा महत्वपूर्ण सन्तुलन देखाउँछ कि ठूला वा विशेष प्रकृतिका बिक्रीमा पूर्व—सूचना सम्भव छ; तर सामान्यतः सार्वजनिक सूचना प्रबाहलाई कारोबारको महत्त्व, स्वामित्वको स्तर तथा बजार प्रभावसँग जोडिएको हुन्छ।

६. नेपालमा अग्रिम सूचना सार्वजनिक गर्नुपर्ने मुख्य औचित्य

अब मुख्य नीतिगत प्रश्न आउँछ SEBON/NEPSE लाई मात्र सूचना दिने कि बजारका सबै लगानीकर्तालाई सार्वजनिक गर्ने। यस अवधारणापत्रको आधारमा सार्वजनिक गर्नुपर्ने निम्न कारणहरू महत्वपूर्ण देखिन्छन्।

६.१ सूचनामा समान पहुँच सुनिश्चित गर्न

यदि प्रमुख शेयरधनीको ठूलो बिक्रीसम्बन्धी जानकारी केवल कम्पनी, ब्रोकर, नेप्से वा नियामकसँग मात्र रह्यो भने बजारका अन्य लगानीकर्ताले सम्भावित ठूलो आपूर्तिबारे जानकारी नपाउन सक्छन्। सार्वजनिक जानकारी प्रवाहले समान सूचना सबै बजार सहभागीलाई उपलब्ध गराउँछ। यसले Information Asymmetry घटाउने उद्देश्य पूरा गर्दछ।

६.२ लगानीकर्तालाई सूचित निर्णय गर्न सक्षम बनाउन

कम्पनीका ठूलो शेयरधनीले ठूलो परिमाणमा शेयर बिक्री गर्ने घोषणा गरेको अवस्थामा लगानीकर्ताले आफ्नो लगानी निर्णय गर्दा उक्त सूचनालाई अन्य सार्वजनिक सूचनासँग तुलना गर्न सक्छ। लगानीकर्ताले कम्पनीको वित्तीय अवस्था, मूल्य—आम्दानी अनुपात, विगतको कारोबार, Free-float, दैनिक कारोबारको मात्रा, प्रस्तावित बिक्रीको आकार समेत विचार गर्न सक्छ। यस अर्थमा सार्वजनिक सूचना आफैंमा सकारात्मक वा नकारात्मक संकेत तोक्ने साधन होइन; **निर्णय गर्न आवश्यक अतिरिक्त बजार सूचना उपलब्ध गराउने माध्यम** हो।

६.३ बजारमा सम्भावित आपूर्तिको पूर्वानुमान गर्न

एक प्रमुख शेयरधनीले कम्पनीको १० लाख शेयर बिक्री गर्ने मनसाय सार्वजनिक गरेमा त्यसले बजारमा वास्तविक बिक्री हुनु अघि नै सम्भावित Supply pressure को जानकारी दिन्छ। यसबाट बजार सहभागीले कम्पनीको कुल जारी पूँजी मात्र होइन, आगामी उपलब्ध हुने सम्भावित Free supply लाई पनि आफ्नो मूल्याङ्कनमा समावेश गर्न सक्छन्। यो मूल्य खोजी प्रक्रियाका लागि महत्वपूर्ण हुन्छ।

६.४ असामान्य मूल्य प्रतिक्रियाको पहिचान गर्न

अग्रिम सूचना सार्वजनिक भएपछि र वास्तविक कारोबार हुनु अघि शेयर मूल्य तथा कारोबारमा असामान्य परिवर्तन आएको अवस्थामा नेप्से तथा SEBON ले त्यसलाई surveillance indicator का रूपमा प्रयोग गर्न सक्छन्। जसमा,

- ✓ **T—१५:** ठूलो बिक्रीको सार्वजनिक सूचना
- ✓ **T—१०:** असामान्य कारोबार वृद्धि
- ✓ **T—७:** मूल्यमा असामान्य उतारचढाव
- ✓ **T—५:** सम्बन्धित व्यक्तिहरूको कारोबार
- ✓ **T:** वास्तविक बिक्री

यस्तो chronology ले बजार निगरानीमा महत्वपूर्ण evidence trail उपलब्ध गराउँछ।

६.५ धितोपत्र कसूर र बजार दुरुपयोग निगरानीमा सहयोग

अग्रिम सार्वजनिक सूचना स्वयंले Insider trading रोक्दैन। तर यसले नियामकलाई पूर्वनिर्धारित Transaction intention उपलब्ध गराउँछ। त्यसपछि नियामकलेः घोषित बिक्री योजना ↔ आदेश प्रविष्टि ↔ वास्तविक कारोबार ↔ कम्पनीको Price-sensitive disclosure बीच तुलना गर्न सक्छ। यो नियामकीय सुपरिवेक्षण तथा अनुगमनका लागि विशेष उपयोगी हुन्छ। IOSCO ले पनि Material information सम्बन्धी Full, Accurate and Timely disclosure लाई Informed investment decision तथा Fair, Efficient and Transparent market सँग प्रत्यक्ष जोडेको छ।

७. सार्वजनिक सूचना र लगानीकर्ताको संरक्षण

साना तथा खुद्रा लगानीकर्तासँग सामान्यतः प्रमुख शेयरधनीको जस्तो पहुँच, अनुसन्धान क्षमता वा बजार प्रभाव हुँदैन। यदि ठूलो शेयर बिक्री पूर्ण रूपमा गोप्य राखियो भनेः ठूलो शेयरधनी → बिक्री सुरु → मूल्य घट्न थाल्यो → साना लगानीकर्ताले कारण थाहा पाएपछि प्रतिक्रिया जस्तो अवस्था आउन सक्छ।

अग्रिम सार्वजनिक जानकारी प्रवाह व्यवस्थाले सार्वजनिक सूचना → सबै लगानीकर्ताको मूल्याङ्कन → बजारको क्रमिक प्रतिक्रिया → वास्तविक कारोबार जस्तो बढी सूचनामूलक प्रक्रिया सिर्जना गर्न सक्छ। यस अर्थमा सार्वजनिक जानकारी प्रवाहको उद्देश्य साना लगानीकर्तालाई बिक्री गर्न वा खरिद गर्न प्रेरित गर्नु होइन; उनीहरूलाई निर्णय गर्न समान आधार उपलब्ध गराउनु हो।

८. सार्वजनिक सूचना र संस्थागत सुशासन कायम

प्रमुख शेयरधनीको बिक्री केवल बजार कारोबारको विषय मात्र होइन, कतिपय अवस्थामा यो कम्पनीको स्वामित्व संरचना, Voting control, Promoter concentration, Strategic ownership, Future

control structure मा परिवर्तनको प्रारम्भिक संकेत हुन सक्छ त्यसैले ठूलो शेयर बिक्रीसम्बन्धी सार्वजनिक सूचना Corporate governance तथा Control monitoring को पक्षबाट पनि उपयोगी हुन्छ। सिंगापुरमा MAS ले Timely disclosure लाई Ownership तथा Voting control मा हुने परिवर्तन बारे लगानीकर्तालाई जानकारी गराउने आधारका रूपमा स्पष्ट रूपमा जोड दिएको छ।

९. सार्वजनिक सूचना "बिक्री भइसकेको सूचना" होइन

नेपालको व्यवस्थामा यो विषय अत्यन्त स्पष्ट रूपमा छुट्याउनु आवश्यक छ। अग्रिम सूचनाः "शेयर बिक्री गर्ने मनसाय" हो, यो शेयर बिक्री भइसकेको प्रमाण" होइन। त्यसैले हरेक सार्वजनिक घोषणामा स्पष्ट रूपमा उल्लेख हुनुपर्छः "यो सूचना सम्बन्धित शेयरधनीको प्रस्तावित शेयर बिक्री गर्ने मनसायसम्बन्धी सूचना मात्र हो, यसबाट वास्तविक शेयर कारोबार सम्पन्न भएको प्रमाणित हुँदैन।" यसले बजारमा गलत अर्थ लाग्ने जोखिम घटाउँछ।

१०. व्यवस्थाबाट संभावित जोखिम र त्यसको समाधान

अग्रिम सार्वजनिक जानकारी प्रवाहका फाइदासँगै Front-running, Speculative selling तथा Price pressure को जोखिम हुन सक्छन्। त्यसैले सार्वजनिक सूचनामा निम्न सीमा आवश्यक हुन्छ।

(क) बिक्री मूल्य सार्वजनिक नगर्नेः प्रस्तावित बिक्रीको न्यूनतम वा इच्छित मूल्य सार्वजनिक गर्नु आवश्यक नहुने।

(ख) ब्रोकरको order strategy सार्वजनिक नगर्नेः कुन broker, कुन price level वा कुन execution strategy प्रयोग हुनेछ भन्ने जानकारी अग्रिम रूपमा अनावश्यक रूपमा सार्वजनिक नगर्ने।

(ग) सूचना मानकीकृत बनाउनेः नाम, शेयर संख्या, कुल धारण, प्रस्तावित बिक्री, प्रतिशत, उद्देश्यको सामान्य वर्गीकरण, प्रस्तावित अवधि र declaration status मात्र प्रमुख विवरणका रूपमा राख्ने।

(घ) तीन महिनाको validity: नेपालको वर्तमान तीन महिनाको validity लाई कायम राख्न सकिन्छ; तर ठूलो परिवर्तन भएमा पुनः सूचना आवश्यक हुने व्यवस्था गर्नुपर्छ।

(ङ) सूचना स्वतः समाप्त हुने व्यवस्थाः घोषित अवधिमा बिक्री नभएमा सूचना स्वतः निष्क्रिय हुने र यसपछि नयाँ सूचना आवश्यक पर्ने।

११. पन्ध्र दिनको अवधि सम्बन्धी नीतिगत मूल्याङ्कन

अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासबाट हेर्दा पन्ध्र दिनको Public pre-disclosure अवधि अपेक्षाकृत लामो छ। भारतमा विशेष Promoter OFS का लागि कम्तीमा एक Trading day अगावै Announcement को व्यवस्था छ। अमेरिकाको Rule १४४ मा Specific proposed-sale filing हुन्छ, तर त्यसको प्रकृति सबै Shareholders मा लागू हुने १५ दिने Public waiting period होइन। UK, Singapore र Malaysia ले मुख्यतः

कारोबारपछिको शीघ्र Disclosure model प्रयोग गर्छन्। त्यसैले नेपालमा १५ दिन राखिनुको औचित्य अन्तर्राष्ट्रिय Standard भएकाले होइन, नेपालका विशिष्ट बजार परिस्थितिका कारण हुनुपर्छ। नेपालमाः

- ✓ स्वामित्वको उच्च एकाग्रता
- ✓ कतिपय कम्पनीमा न्यून Free-float
- ✓ धेरै शेयरको सीमित Liquidity
- ✓ ठूलो Promoter/basic holding
- ✓ Retail investor को उच्च सहभागिता
- ✓ केही Securities मा Concentrated supply

जस्ता कारणले पर्याप्त अग्रिम समय नियामकीय निगरानीका दृष्टिले उपयोगी हुन सक्छ। तर बजार थप गहिरो, तरल र संस्थागत बन्दै जाँदा १५ दिनको अवधिलाई Empirical evidence को आधारमा पुनरावलोकन गर्नुपर्छ।

१२. नेपालका लागि प्रस्तावित सुधारिएको व्यवस्था

नेपालमा निम्न **"Material Significant Shareholder Sale Disclosure Framework"** विकास गर्ने प्रस्ताव गरिन्छ।

पहिलो तह: Regulatory Notification	प्रवर्तक, आधारभूत वा तोकिएको सीमा नाघेको शेयरधनीले तोकिएको मात्राभन्दा बढी शेयर बिक्री गर्ने मनसाय राखेमा नेप्से/SEBON को विद्युतीय प्रणालीमा अग्रिम सूचना दर्ता गर्ने।
दोस्रो तह: Public Disclosure	बजारमा सम्भावित रूपमा महत्वपूर्ण प्रभाव पार्ने प्रस्तावित बिक्रीको सूचना नेप्सेमार्फत सार्वजनिक गर्ने।
तेस्रो तहः Surveillance	NEPSE/SEBON ले घोषणा गरिएको बिक्रीलाई वास्तविक order तथा trade data सँग automated matching गर्ने।
चौथो तहः Post-Trade Confirmation	बिक्री सम्पन्न भएपछि वास्तविक शेयर संख्या, मूल्य, कारोबार मिति, बाँकी शेयरधारण सार्वजनिक गर्ने। यसबाटः Pre-disclosure → Market Monitoring → Execution → Post-disclosure को पूर्ण regulatory chain निर्माण हुनेछ।

१३. प्रस्तावित सार्वजनिक सूचनाको न्यूनतम ढाँचा

नेप्सेमार्फत सार्वजनिक गरिने सूचनामा निम्न विवरण समावेश गर्न उपयुक्त हुनेछः

विवरण	सार्वजनिक गर्ने
शेयरधनीको नाम	अनिवार्य
शेयरधनीको वर्ग	प्रवर्तक/आधारभूत/उल्लेख्य

कम्पनीको नाम तथा symbol	अनिवार्य
कुल शेयरधारण	अनिवार्य
कुल धारणको प्रतिशत	अनिवार्य
प्रस्तावित बिक्री संख्या	अनिवार्य
कुल पूँजीको प्रतिशत	अनिवार्य
शेयरधनीको होल्डिङमध्ये बिक्री हुने प्रतिशत	अनिवार्य
प्रस्तावित बिक्री अवधि	अनिवार्य
बिक्रीको सामान्य उद्देश्य	आवश्यकतानुसार
lock-in/restriction compliance	declaration
अप्रकाशित मूल्य-संवेदनशील सूचना नरहेको घोषणा	अनिवार्य
प्रस्तावित बिक्री मूल्य	सार्वजनिक नगर्ने
broker/order strategy	सार्वजनिक नगर्ने

१४. प्रस्तावित "Public Disclosure Statement"

नेप्सेको सूचना प्रणालीमा एकरूपता कायम गर्न निम्न आशयको Standardized statement प्रयोग गर्न सकिन्छः

"यस सूचनामार्फत सम्बन्धित शेयरधनीले आफ्नो स्वामित्वमा रहेको उल्लेखित शेयरमध्ये तोकिएको संख्यामा शेयर बिक्री गर्ने मनसाय व्यक्त गरेको मात्र हो। यो सूचना शेयर बिक्री सम्पन्न भएको सूचना होइन। वास्तविक कारोबार प्रचलित कानून, नियम, निर्देशन तथा नेप्सेको कारोबार प्रणालीबमोजिम सम्पन्न भएपछि मात्र कारोबार सम्पन्न भएको मानिनेछ।" यसबाट Intention र Execution बीच कानुनी तथा बजारगत भिन्नता स्पष्ट हुन्छ।

१५. नियामकीय सिद्धान्त

प्रस्तावित व्यवस्थालाई निम्न सिद्धान्तमा आधारित बनाउन उपयुक्त हुनेछः

- ✓ **पहिलो**, अग्रिम सूचना बिक्री रोक्ने वा पूर्वस्वीकृति प्रणाली नहुने।
- ✓ **दोस्रो**, सूचना प्रमुख शेयरधनीको सम्भावित material transaction का सम्बन्धमा हुने।
- ✓ **तेस्रो**, सार्वजनिक प्रकटीकरणले सबै लगानीकर्तालाई समान सूचना उपलब्ध गराउने।
- ✓ **चौथो**, सूचनाको उद्देश्य लगानीकर्तालाई खरिद वा बिक्रीको दिशा निर्देश गर्नु नभई informed decision को आधार उपलब्ध गराउनु हुने।
- ✓ **पाँचौं**, अग्रिम सूचनालाई वास्तविक कारोबारको प्रमाण मानिने छैन।

- ✓ **छैटौं**, १५ दिनको अवधिलाई बजारको liquidity तथा transaction-impact data को आधारमा समयानुकूल पुनरावलोकन गरिने।
- ✓ **सातौं**, अत्यधिक साना तथा बजारमा नगण्य प्रभाव पार्ने बिक्रीलाई अनावश्यक disclosure burden बाट मुक्त राख्न materiality test विकसित गरिने।

१६. निष्कर्ष

अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासबाट स्पष्ट हुन्छ कि महत्त्वपूर्ण शेयरधनीको स्वामित्व तथा कारोबारसम्बन्धी पारदर्शिता आधुनिक धितोपत्र बजारको महत्वपूर्ण विशेषता हो। भारत, बंगलादेश र अमेरिकामा निश्चित परिस्थिति वा कारोबारमा पूर्व—सूचना वा Proposed-sale filing का व्यवस्था छन्, जबकि UK, Singapore र Malaysia मा प्रमुख स्वामित्व परिवर्तनका लागि कारोबारपछि शीघ्र सार्वजनिक गरिनुपर्नेमा बढी जोड दिइएको छ। यसबाट नेपालको १५ दिने पूर्वसूचना व्यवस्था अन्तर्राष्ट्रिय अभ्यासविपरीत भन्न मिल्दैन। तर यसको विशेषता समयावधि र Public disclosure दुवै दृष्टिले अपेक्षाकृत अग्रिम प्रकृतिको हुनु हो।

नेपालका लागि यस्तो व्यवस्थाको औचित्य निम्न आधारमा स्थापित गर्न सकिन्छः प्रमुख शेयरधनीको ठूलो बिक्रीले सम्भावित रूपमा बजारको आपूर्ति, मूल्य, तरलता, स्वामित्व संरचना तथा लगानीकर्ताको अपेक्षामा प्रभाव पार्न सक्ने भएकाले त्यस्तो बिक्रीको मनसायसम्बन्धी Material information बजारमा समयमै उपलब्ध गराउनु बजार पारदर्शिता र निष्पक्ष मूल्य खोजीका लागि आवश्यक हुन्छ। यसले नियामकलाई Surveillance को आधार दिनुका साथै सार्वजनिक लगानीकर्तालाई पनि समान सूचना उपलब्ध गराउँछ। IOSCO को Disclosure principles ले पनि लगानीकर्ताको निर्णयका लागि Material information को Full, Accurate and Timely disclosure लाई Fair, Efficient and Transparent Market सँग जोडेको छ।

त्यसैले नेपालको दीर्घकालीन नीति निम्न सूत्रमा आधारित हुन उपयुक्त देखिन्छः "Significant Shareholding + Material Sale + Potential Market Impact = Advance Regulatory Notification + Appropriate Public Disclosure + Enhanced Surveillance." यस व्यवस्थालाई थप प्रभावकारी बनाउन १५ दिने पूर्वसूचना, तीन महिनाको वैधता, standardized public disclosure, automated NEPSE—CDSC—broker linkage, pre-trade surveillance तथा post-trade confirmation लाई एउटै एकीकृत नियामकीय प्रणालीमा विकास गर्नुपर्ने देखिन्छ।

सबैभन्दा महत्वपूर्ण रूपमा, सार्वजनिक सूचना "बिक्री गर" वा "बिक्री नगर" भन्ने संकेत होइन; बजारमा सम्भावित ठूलो आपूर्तिबारे सबै लगानीकर्तालाई समान र समयमै जानकारी दिने पारदर्शिताको साधनका रूपमा स्थापित गरिनुपर्छ।

****