

## भिन्नात्मक अंशों में विनियोग—भारतीय प्रतिभूति बाजार का नया आयाम

\*डॉ. हेमन्त कडूणिया

\*सहायक आचार्य, लेखा एवं व्यावसायिक सांख्यिकी सेट मथुरादास बिनानी राजकीय महाविद्यालय, नाथद्वारा मोहनलाल सुखाड़िया यूनिवर्सिटी, उदयपुर, राजस्थान, भारत।

### सारांश

अंश बाजार में खुदरा निवेशकों की महत्वपूर्ण भूमिका होती है किन्तु इनके द्वारा उच्च मूल्य वाले अंशों में व्यापार नहीं किया जाता है। भिन्नात्मक अंशों में निवेश की अनुमति होने से खुदरा निवेशक भी बड़े मूल्य वाली कम्पनियों में निवेश करने में सक्षम हो पायेंगे। प्रस्तुत लेख भिन्नात्मक अंशों में खुदरा निवेशकों के निवेश की वैश्विक स्तर पर विश्लेषण करते हुए भारत में इसकी सम्भावनाओं पर प्रकाश डालता है। प्रमुख मुद्दों एवं समस्याओं के आधार पर कानून, नियमों एवं अन्तर्नियमों में आवश्यक परिवर्तन द्वारा निश्चित ही खुदरा निवेशक भिन्नात्मक अंशों में निवेश कर सम्पूर्ण अंश बाजार को प्रभावित करेंगे।

**मूल शब्द:** भिन्नात्मक अंश, विनियोग, अंश बाजार, खुदरा निवेशक, सेबी, अंश दलाल

### प्रस्तावना

वैश्विक महामारी कोविड-19 के बाद वैश्विक प्रतिभूति बाजार में खुदरा निवेशकों की भागीदारी में अभूतिपूर्व उछाल देखा गया है। हालांकि महामारी से पूर्व भी खुदरा निवेशकों में स्थायी वृद्धि परिलक्षित हो रही थी। कोविड-19 महामारी के कारण अंश बाजार में खुदरा निवेशकों जिनमें जनरेशन वार्ड (मिलेनियल्स) तथा जनरेशन जेड शामिल है, का घातांकीय प्रवाह देखा गया है अर्थात् स्कन्ध बाजार में वर्ष 1980 से 2010 के बीच जन्में व्यक्तियों का अत्यधिक अन्तः प्रवाह हुआ है। भारत भी इस हेतु कोई अपवाद नहीं है। सेबी के आंकड़ों के अनुसार वित्तीय वर्ष 2022-23 की 31 मार्च 2022 को समाप्त होने वाली 10 महीनों की अवधि में भारत में लगभग 3 करोड़ नए डीमेट खातें खोले गये जोकि वित्तीय वर्ष 2020 की तुलना में लगभग 4 गुना है। खुदरा निवेशकों की निवेश राशि अधिक नहीं होने के बावजूद भी चूंकि उनके द्वारा अधिक मात्रा में व्यवहार किये जाने से सम्पूर्ण बाजार पर असर अवश्य पड़ता है अतः कहा जा सकता है कि खुदरा निवेशक भी बाजार को प्रभावित करते हैं। रेडिटि उपयोगकर्ताओं द्वारा संचालित गेम-स्टॉप प्रवाह जहां उन्होंने अल्पकालीन चाप या दबाव बनाकर हेज फण्ड के खिलाफ दाव लगाया, जिसके परिणामस्वरूप लगभग दो सप्ताह में मूल्य में लगभग 1500 प्रतिशत की वृद्धि हुई और खुदरा निवेशकों की क्षमता की यह साक्षी है। महामारी के बीच बाजार में खुदरा निवेशकों की भागीदारी से वित्तीय स्थिरता आई है।

आज भी बढ़ती हुई तकनीक को देखते हुये हम भारतीय स्कन्ध बाजार में एक नया आयाम जोड़ सकते हैं जो कि 'भिन्नात्मक अंशों में विनियोग' है। खुदरा निवेशकों के कम राशि के विनियोग को देखते हुये भारतीय स्कन्ध विनियोग बाजार में भिन्नात्मक अंशों के क्रय-विक्रय की स्थिति निश्चित ही एक नया अध्याय होगी। भिन्नात्मक अंश, निवेशकों को एक कम्पनी के अंश का एक टुकड़ा खरीदने की अनुमति देते हैं जो पूर्ण अंश से कम हो सकता है। एमआरएफ, पेज इण्डस्ट्रिज, हनीवेल ऑटोमेशन, श्रीसीमेण्ट, 3एम इण्डिया, एबोट्ट इण्डिया, बोश्च, पी एण्ड जी हाइजिन ऐसी

कम्पनियों के उदाहरण हैं जिनका प्रति अंश मूल्य वर्तमान में दस हजार रुपये से अधिक है। एमआरएफ का अंश मूल्य तो लगभग 74,000रु. प्रति अंश है। इन ऊँचे मूल्य वाले अंशों में खुदरा निवेशक द्वारा विनियोग लगभग असम्भव सा प्रतीत होता है। यदि इन अंशों के भिन्न अंश अर्थात् इनके टुकड़े खरीदने की आज्ञा दे दी जाये तो खुदरा निवेशक भी इन ऊँचे मूल्य वाले अंशों में विनियोग करने में सक्षम हो जायेंगे। उदाहरण के लिए पेज इण्डस्ट्रिज के अंश का प्रति अंश बाजार मूल्य 42,500रु. है। खुदरा निवेशक इसके भिन्न अंश 0.1 को 4,250रु. में खरीद सकता है। इस प्रकार खुदरा निवेशकों को उस कम्पनी का चयन करने की अनुमति मिल जायेगी जिसमें वे निवेश करना चाहते हैं। यह बड़े अंशों में प्रवेश के लिए बाधाओं को कम करने और खुदरा निवेशकों की कम विनियोजित राशि के विविधीकरण को सक्षम करने में मदद करता है। अब, कमीशन मुक्त व्यापार की पेशकश करने वाले ऑनलाइन क्रय-विक्रय प्लेटफॉर्म के प्रसार ने संयुक्त राज्य अमेरिका, जापान, कनाडा, यूके और ऑस्ट्रेलिया जैसे देशों में छोटे खुदरा निवेशकों के लिए भिन्नात्मक अंशों में निवेश को सम्भव एवं आकर्षक बना दिया है। वर्तमान में भारत में भी ऐं कई ऑनलाइन अंश विनियोग के प्लेटफॉर्म उपलब्ध हैं जो शून्य ब्रोकरेज खातों की पेशकश के साथ निवेशकों के अत्यन्त लोकप्रिय हैं इममें, जेरोधा, अपस्टॉक्स, और ऐंजल ब्रोकिंग प्रमुख हैं। धीरे धीरे बड़े मूल्य वाले अंशों के भिन्न अंशों में निवेश की आवश्यकता बढ़ेगी।

इस दिशा में जेरोधा ने एक स्टार्ट अप प्रारम्भ करते हुये सेबी के नियामक सेन्ड बॉक्स ढाँचे के तहत भारत में भिन्नात्मक अंशों में निवेश की अनुमति देने का एक ढाँचा तैयार करने के लिये आवेदन किया था, लेकिन इसे अस्वीकार कर दिया गया था। आवेदन में मुख्य रूप से स्टॉक दलालों के लिए सेबी मास्टर सर्कुलर के खण्ड 25.1 और 25.3 में छूट की मांगी की गई थी, जो दलालों द्वारा प्रधान और ग्राहकों के अभिकर्ता के रूप में किए गये लेनदेन के स्पष्ट विभाजन और गैर-परिवर्तनीयता, भुगतान डिलीवरी और उसके अन्तर्निहित पहलू से सम्बन्धित नियमों के निर्धारित करता है। यह उल्लेखनीय है कि जिन देशों में भिन्नात्मक अंशों में निवेश

की अनुमति है, वे ऐसे देशों में मुख्य आधार पर ग्राहकों के साथ व्यापार करने के लिये स्कन्ध दलालों की क्षमता के आधार पर अनुमति देने में सक्षम है किन्तु भारत में मौजूदा ढाँचे के तहत यह वर्तमान में स्वीकार्य नहीं है। यूएस में एक स्कन्ध दलाल दो तरीके से भिन्नात्मक अंशों में व्यवहार करते हैं

1. दलाल द्वारा अंश बाजार से किसी कम्पनी का एक पूर्ण अंश खरीद लिया जाता है और बाद में वह खुदरा निवेशकों को उसके भिन्नात्मक अंश बाजार कीमतों के आधार पर बेचता है, अथवा
2. दलाल खुदरा निवेशकों के एक पूर्ण अंश की राशि तक के लिये आदेश इकट्ठे करता है, पूर्ण अंश के बाजार मूल्य तक की राशि एकत्रित हो जाने के बाद वह अंश खरीदता है तथा निवेशकों को उनके अंश खातों में भिन्नात्मक अंश उपलब्ध करवा देता है। यह स्थिति भारत में सम्भव नहीं है क्योंकि वर्तमान में भारत में स्कन्ध दलालों को केवल अभिकर्ता एजेंट के रूप में कार्य करने की अनुमति है तथा निवेशकों द्वारा दिये गये सभी आदेश स्कन्ध विनिमय बाजार में निष्पादित होते हैं।

### भारत में उठाये गये कदम

इस नई उभरती अवधारणा की पहचान की दिशा में एक कदम के रूप में कम्पनी कानून समिति ने 21 मार्च 2022 को अपने प्रतिवेदन में भिन्नात्मक अंतररे करे जारी करने, रखने और स्थानान्तरित करने में सक्षम बनाने के लिए कम्पनी अधिनियम, 2013 में संशोधन की सिफारिश की है। प्रतिवेदन में प्रस्तावित संशोधनों में तालिक एक – अनुसूची 1 की धारा 4(1)(ई)(प) और पैराग्राफ 4 में संशोधन शामिल है जिसमें भिन्नात्मक अंशों की मान्यता के लिए प्रतिबन्ध शामिल है। समिति ने स्पष्ट रूप से कहा है कि ये सिफारिशें केवल नये अंशों के निर्गमन से सम्बन्धित हैं न कि विलय, बोनस, अथवा अधिकार अंश से सम्बन्धित गतिविधियों के कारण उत्पन्न होने वाले भिन्नात्मक अंशों से। प्रतिवेदन की सिफारिशों में यह भी है कि ऐसे भिन्नात्मक अंश केवल डीमेट रूप में ही जारी किये जाने चाहिए। एक अन्य कदम में, नेशनल स्टॉक एक्सचेंज  $\text{NSE}$  ने रेगुलेटरी सेण्डबॉक्स फ्रेमवर्क के तहत अपने प्लेटफॉर्म पर अमेरिकी अंशों में व्यापार की शुरुआत की, जिसमें भिन्नात्मक मात्रा/मूल्य में व्यापार करने का विकल्प था। परिणामस्वरूप, भारतीय खुदरा निवेशक भारतीय रिजर्व बैंक द्वारा निर्धारित उदारीकृत प्रेषण योजना के तहत एन.एस.ई आई एफएससी प्लेटफॉर्म पर व्यापार कर सकते हैं। अब सीएलसी प्रतिवेदन के साथ, भिन्नात्मक निवेश की अवधारणा की मान्यता के लिए आवाज प्रखर हो रही है। सन्दर्भ को देखते हुये कॉर्पोरेट और प्रतिभूति के ढाँचे में संरचनात्मक परिवर्तन अपरिहार्य हो सकते हैं।

### आवश्यक परिवर्तन

इस संरचनात्मक परिवर्तन हेतु सबसे महत्वपूर्ण प्रभाव मौजूदा कानूनी ढाँचे के कारण भारत में दलालों के कार्य करने के तरीके पर होना है। अर्थात् चूंकि भारत में दलाल एक अभिकर्ता के रूप में कार्य करते हैं उन्हें भिन्नात्मक अंशों में व्यवहार करने हेतु मौजूदा कानून में महत्वपूर्ण परिवर्तन करने होंगे। इसके अलावा एक व्यावहारिक तंत्र को सूचीबद्ध करने के लिये भिन्नात्मक अंश निवेश के अन्य प्रमुख पहलुओं पर एक विस्तृत विचार अत्यन्त आवश्यक है। इसमें शामिल है –

**(अ) व्यापार योग्य प्रतिभूतियाँ:** सर्वप्रथम उन प्रतिभूतियों का निर्धारण करना होगा जिनके भिन्नात्मक अंश बनाये जा सकते हैं एवं उन्हें अलग से सूचीबद्ध करना होगा ताकि उनका क्रय-विक्रय किया जा सके। भिन्नात्मक निवेश की अनुमति देने वाले देशों में अंशों में भिन्नात्मक व्यापार की अनुमति दी गई है जबकि कुछ अन्य देश इसे एक्सचेंज ट्रेडेड फण्ड (MF) में भिन्नात्मक निवेश की अनुमति देते हैं। भिन्नात्मक व्यापार को उन अंशों तक सीमित रखने पर भी विचार किया जा सकता है जिनमें भारी मात्रा में उच्च स्तरीय कारोबार होता है क्योंकि यह ज्यादातर आसानी से उपलब्ध बाजार

सुनिश्चित करेगा। उदाहरण के लिये संसेक्स और निफ्टी के अधिकतम मूल्य वाली 50 कम्पनियों के अंशों तक भिन्नात्मक अंशों में निवेश को सीमित किया जा सकता है।

**(ब) मतदान अधिकार:** भिन्नात्मक निवेश की दशा में सबसे बड़ी समस्या मतदान अधिकार है। इस बारे में चिन्तन किया जाना आवश्यक है। यदि दलाल द्वारा अंश क्रय करके उसके भिन्नात्मक अंशों को बेचा जाता है तो वोट आमतौर पर दलालों के माध्यम से पारित किये जायेंगे। यह कम्पनी के अन्तर्नियमों पर भी निर्भर करेगा कि क्या कम्पनी के मूलभूत नियम भिन्नात्मक अंशों में निवेश की अनुमति देते हैं एवं इनसे सम्बन्धित विस्तृत नियम बनाने की आवश्यकता होगी। उदाहरण के लिए, अमेरिका में, किसी कम्पनी के अंशों पर प्रोक्सी वोट एकत्र किये जाते हैं, लेकिन इस शर्त के साथ कि जारीकर्ता ऐसे वोटों की गणना नहीं कर सकता है। जबकि यह व्यवस्था भिन्नात्मक अंशधारियों को याचना करने से परहेज करती है और निवेशकों को इस बात की सहमति देनी होती है कि उनके पास रखे हुये भिन्नात्मक अंशों पर कोई मतदान अधिकार नहीं होगा।

**(स) कमीशन शुल्क:** भिन्नात्मक अंशों में व्यापार की सुविधा देने वाले दलालों द्वारा कोई कमीशन या शुल्क नहीं लिया जाना चाहिए। गुट वाले अंशों के व्यापार पर लेन-देन शुल्क का भार निवेशकों के लिये समान अर्थहीन हो जायेगा क्योंकि इससे निवेशकों को लेन-देन से जुड़ी लागतों को कवर करने के लिये पर्याप्त प्रत्याय अर्जित करने की आवश्यकता होगी।

**(द) मूल्य निर्धारण:** भिन्नात्मक निवेश के प्रचलित ढाँचे वाले प्रान्त में, दलालों के पास स्टॉक की एकल इकाई खरीदने और निवेशकों को इसके छोटे टुकड़े बेचने या व्यापार को संभालने के लिये कुल आदेश देना लचीलापन होना चाहिए। इस प्रकार, आदेश देने और निष्पादन के बीच सम्भावित समय अन्तराल के कारण भिन्नात्मक अंशों की कीमत निर्धारण करना मुश्किल हो जाता है। इस प्रकार दलाल की मतमानी को खत्म करने के लिए मूल्य निर्धारण के लिए एक आधारभूत सैद्धान्तिक ढाँचा आवश्यक है। यू.एस. सिक्योरिटीज एण्ड एक्सचेंज कमीशन ने भिन्नात्मक अंशों के मूल्य निर्धारण के लिए एक नियमन आदेश जारी किया है जो विनिमय बाजारों में उच्चतम बोली मूल्य और न्यूनतम ऑफर मूल्य जैसे कारकों पर विचार करता है। दलालों को खरीदते समय सर्वोत्तम उपलब्ध प्रस्तावित मूल्य पर और बेचते समय सर्वोत्तम उपलब्ध विक्रय बोली मूल्य पर निवेशक व्यापार को निष्पादित करने की आवश्यकता होती है।

**(य) आदेश का प्रकार:** चूंकि भिन्नात्मक अंशों का मूल्य निर्धारण काफी हद तक दलालों के आदेशों को निष्पादित करने के तरीके पर निर्भर करता है, दलालों द्वारा अनुमत आदेशों के प्रकार भिन्न हो सकते हैं। जबकि कुछ दलाल बाजार और लिमिट ऑर्डर दोनों की अनुमति नहीं दे सकते हैं। कुछ दलालों ने भिन्नात्मक अंशों के आदेश के निष्पादन के लिए विंडो ट्रेडिंग पद्धति का भी विकल्प चुना है जिससे प्रत्येक विंडो ट्रेड की समय सीमा तक आदेश एकत्रित किये जाते हैं और एक साथ निष्पादित होते हैं।

**(र) हस्तान्तरणीयता:** यदि दलाल निवेशकों के साथ मूल आधार पर व्यापार करते हैं, तो वे अन्य दलालों को भिन्नात्मक अंशों के हस्तान्तरण की अनुमति नहीं दे सकते हैं। ऐसे मामलों में, भिन्नात्मक अंशों का परिसमापन किया जा सकता है और किसी भी पूर्ण अंश को हस्तान्तरित किया जाएगा। चूंकि अंशों की पूरी इकाइयां भारत में डिपॉजिटरी (सीडीएसएल और एनएसडीएल) के पास निवेशकों के नाम पर हैं, इसलिए हस्तान्तरणीयता कोई मुद्दा नहीं है। जबकि दलालों द्वारा मूल आधार पर किए गए व्यापारों के

मामले में अंश दलाल के नाम पर रखे जाते हैं, जिससे हस्तान्तरणीयता से सम्बन्धित मुद्दे पैदा होते हैं।

कोरिया में, वित्तीय सेवा आयोग ने विदेशी सूचीबद्ध अंशों में भिन्नात्मक/आंशिक व्यापार की सुविधा के लिये दो प्रतिभूति कम्पनियों को नामित किया। जबकि दलालों के माध्यम से भिन्नात्मक व्यापार एक परीक्षण समाधान है। भारत में कोरिया जैसे मॉडल का पता लगाया जा सकता है, जिससे सेबी दलालों द्वारा प्रदान की जाने वाली सेवाओं के समान सेवाओं प्रदान करने के लिए विशिष्ट संस्थाओं/निकायों का नामित/स्थापित करता है जो, भिन्नात्मक व्यापार की अनुमति देते हैं। हालांकि, इसके लिये व्यवहार्यता के दृष्टिकोण से मूल्यांकन की आवश्यकता होगी। यह ध्यान देने योग्य है कि इन विधियों में एक बात समान है। बिचौलियों की उपस्थिति कानून बनाने वाले अधिकारियों को मौजूदा कानून और बुनियादी ढाँच में किये जाने वाले संशोधनों को कम करने की अनुमति देती हैं हालांकि, सीएससी रिपोर्ट कम्पनियों को सीधे आंशिक अंश जारी करने के लिये सक्षम करने की सिफारिश करती है।

यह यदि सक्षम किया जाता है तो मुख्य भूमिका निभाने के लिये बिचौलियों की आवश्यकता को समाप्त कर सकता है, लेकिन मौजूदा कानून में जटिल वैचारिक परिवर्तनों की आवश्यकता होगी। जिसमें अन्य बातों के साथ-साथ भिन्नात्मक अंशों के कर तंत्र, मतदान अधिकारों की मान्यता और भिन्नात्मक अंशों पर लाभांश और सम्बन्धित पहलू शामिल हैं। जबकि भारत में भिन्नात्मक निवेश की अवधारणा को मान्यता देने की दिशा में एक कदम उठाया गया है, इस विचार के वास्तविकता में होने से पहले अभी भी बहुत कार्य होना शेष है।

### निष्कर्ष

अंश बाजार में खुदरा निवेशकों की महत्वपूर्ण भूमिका होती है किन्तु इनके द्वारा उच्च मूल्य वाले अंशों में व्यापार नहीं किया जाता है। भिन्नात्मक अंशों में निवेश की अनुमति होने से खुदरा निवेशक भी बड़े मूल्य वाली कम्पनियों में निवेश करने में सक्षम हो पायेंगे। प्रमुख मुद्दों एवं समस्याओं के आधार पर कानून, नियमों एवं अन्तर्नियमों में आवश्यक परिवर्तन द्वारा निश्चित ही खुदरा निवेशक भिन्नात्मक अंशों में निवेश कर सम्पूर्ण अंश बाजार को प्रभावित करेंगे।

### सन्दर्भ सूची

1. टैक्समेन, मासिक पत्रिका जून 2022
2. <https://investing-guides.com/reviews/fractional-shares-brokers/?msclkid=07aedb1725411c858946b858fe9fef07>
3. <https://www.investopedia.com/terms/f/fractionalshare.asp#:~:text=A%20fractional%20share%20is%20a%20portion%20of%20an,combine%20new%20common%20stock%20using%20a%20predetermined%20ratio.>
4. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/fractional-share/>