



**САНХҮҮГИЙН ЗОХИЦУУЛАХ ХОРОО**

**ХӨРӨНГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН 2013 ОНЫ 3 ДУГААР  
УЛИРЛЫН СТАТИСТИК ҮЗҮҮЛЭЛТИЙН  
ТОЙМ ТАНИЛЦУУЛГА**

**Боловсруулсан:**

**А.Авир  
Ц.Цэрэнтогтох  
Н.Нарантуяа  
Ж.Мядагбадам**

**УЛААНБААТАР ХОТ  
2013.12.10**

## НЭГДҮГЭЭР БҮЛЭГ: ЭДИЙН ЗАСГИЙН ӨСӨЛТ БОЛОН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ХӨГЖЛИЙН ХАРИЛЦАН ХАМААРАЛ:

Үнэт цаасны зах зээлийн өгжилд макро эдийн засгийн болон институциональ хүчин зүйлсүүд хүчтэй нөлөөлдөг бөгөөд Калдерон-Росселлийн загвараар үнэт цаасны зах зээлийн өгжлийг эдийн засгийн өсөлтийн болон үнэт цаасны зах зээлийн суурь үзүүлэлтүүдээр тайлбарладаг. Өөрөөр хэлбэл, эдийн засгийн өсөлт болон зах зээлийн хөрвөх чадварын харилцан хамаарал, шүтэлцээнээс үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн цаашдын хувь заяа хамаарна гэж тайлбарласан байдаг.

2013 оны эхний 9 сарын байдлаар дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хэмжээ 12,266.4 тэрбум төгрөгт болж, өмнөх оны мөн үеийнхээс 22.1 хувиар, 2005 оны зэрэгцүүлэх үнээр өмнөх оны мөн үеийнхээс даруй 11.5 хувиар өсч, 4,369.7 тэрбум төгрөгт хүрсэн байна.

График-1

### 2. ДНБ-ий улирлын өсөлт (өмнөх улирлаас), %



Эдийн засгийн өсөлт өмнөх оноос саарахад дараахь үчин зүйлс нөлөөлөхөөр байна. Үүнд:

1. 2012 онд хөрөнгө оруулалтын эрх үйц орчин тодорхойгүй байсантай холбоотой гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтын хэмжээ буурсан;
2. Дэлхийн эдийн засгийн өсөлт саарсан;
3. Улсын нэгдсэн төсвийн алдагдал болон гадаад өрийн хэмжээ нэмэгдсэн;
4. Инфляци өссөн;
5. Төгрөгийн ханш суларсан.

Манай орны үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн түвшин доогуур, санхүүгийн бодит зуучлалын шинжээ олоогүй өнөөгийн нөхцөлд эдийн засгийн өсөлтөөс үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил шууд хамаарах шинжтэй байна.

Хөгжингүй үнэт цаасны зах зээлтэй орнуудын хувьд эдийн засгийн өсөлтөд санхүүгийн зуучлал болон үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил нь гурван үндсэн сувгаар нөлөөлнө гэж үздэг. Үүнд:

- I. Хадгаламжийн түвшинг өсгөснөөр, сул өлөөтэй хуримтлалыг үр ашигтай хөрөнгө оруулалтын төслийн санхүүжилтэд хуваарилах замаар эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлдөг. Мөн McKinnon (1973) ба Shaw (1973) нар үнэт цаасны зах

зээлийн зуучлалын өгжил нь капиталын бүтээмж, хадгаламжийн түвшин г өсгөх замаар хөрөнгө оруулалтын далайцыг нэмэгдүүлж, энэ нь эргээд эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлдөг гэж тодорхойлсон;

- II. Үнэт цаасны зах зээлийн зуучлал нөхөнгө оруулагч тодорхой төслийг санхүүжүүлэхэд, харин зээлдэгчийн хувьд өртөг багатай хөрөнгийн эх үүсвэрийг татахад гарч буй үйлдлийн зардлуудыг тус тус бууруулснаар эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлдөг;
- III. Үнэт цаасны зах зээлийн зуучлал нөхөнгө оруулагчдад эрсдлээ оновчтой удирдах замаар өрөнгөө үр ашигтай хуваарилах боломжийг бүрдүүлснээр эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлдөг гэж үзсэн.

Энэхүү тоймоор бид манай орны үнэт цаасны зах зээлийн өгжил болон эдийн засгийн өсөлтийн харилцан хамаарлыг эконометрикийн учир шалтгааны тестээр шинжилж, дараахь гурван харилцан хамаарлын аль хэлбэрт оршиж байгааг илрүүлэхийг зорив. Үүнд:

1. Үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил эдийн засгийн өсөлтийн учир шалтгаан болох нь;
2. Эдийн засгийн өсөлт үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг дэмжигч болох нь;
3. Үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил ба эдийн засгийн өсөлт нь харилцан нэг нэгнийхээ учир шалтгаан нь болдог.

Судалгааны өгөгдлөөр 2005 оны 1 дүгээр сараас 2013 оны 11 дүгээр сар хүртэлх хугацааны зах зээлийнүнэлгээ болон дотоодын нийт бүтээгдэхүүн (ДНБ)-ий өгөгдлийг ашиглав.

Жич: Үндэсний статистикийн хороо /ҮСХ/-ноос ДНБ-ий өгөгдлийг сараар тооцдоггүй тул бид улирлын өгөгдлийг сард хөрвүүлэн тооцсон ба үнэлгээг хийхээс өмнө уг хоёр өгөгдлийн хоорондын хамаарал /корреляци/ **0.85** байв.

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/04/13 Time: 16:52

Sample: 2005M01 2013M11

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
MC does not Granger Cause GDP	99	2.55551	0.1132
GDP does not Granger Cause MC		4.86899	0.0297

**Шинжилгээний дүн:** Зах зээлийнүнэлгээ нь ДНБ -ий учир шалтгаан болохгүй байсан ба эсрэгээрээ ДНБ нь зах зээлийн үнэлгээний учир шалтгаан болж байв. Иймд дээр дурьдсан хамаарлуудаас эдийн засгийн өсөлт үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг дэмжигч учир шалтгаан нь болдог гэсэн таамаглал батлагдаж байна.

Эдийн засгийнөсөлтөөс зах зээлийн үнэлгээний дүн хамаарч байгаа нь өөрөө мөчлөг дагасан шинжтэй буюу эдийн засгийн өсөлттэй жилүүдэд хэт халах буюу үнэт цаасны үнэ, ханш дагаж огцом нэмэгддэг бол эдийн засгийн уналттай жилүүдэд зах зээл дээрх хувьцааны үнэ ханш эрс буурч байв.

Үнэт цаасны зах зээлийнөгжилд эдийн засгийнөсөлтөөс гадна макро эдийн засгийн голлогч хувьсагчид болох хүн амын орлогын түвшин, банкны зуучлалын оролцоо, нийт хадгаламжийн хэмжээ, макро эдийн засгийн тогтвортой байдлын үзүүлэлтүүд буюу инфляци, төгрөгийн ханш, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт зэрэг нь нөлөөлдөг талаар эрдэмтэн судлаачид өөрийн ажилд дурьдсанаас манай орны хувьд мөнгөний үзүүлэлтүүд,

инфляци, гадаадын шууд өрөнгө оруулалт үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд голлогч нөлөөг үзүүлж байна.

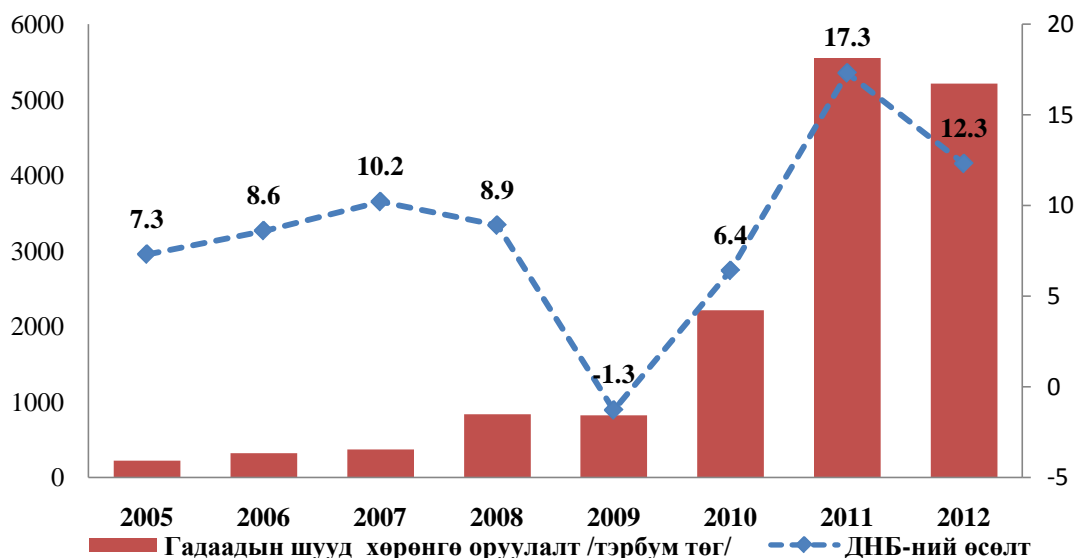
Хэрэглээний үнийн улсын индекс (ХҮУИ) 2013 оны 10 дугаар сард өмнөх сарынхаас 1.4 хувь, оны эхнээс 9.7 хувь өмнөх оны мөн үеийнхээс 10.8 хувиар өсчээ. **Хэрэглээний үнийн индекс буюу инфляцийн түвшин өндөр байх нь эргээд үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд шууд сөргөөр нөлөөлж байна.**

Мөнгөний нийлүүлэлт (M2) 2013 оны 10 дугаар сарын эцэст 8,717.7 тэрбум төгрөг болж, өмнөх сарынхаас 235.7 тэрбум төгрөг буюу 2.8 хувиар, өмнөх оны мөн үеийнхээс 1,585.1 тэрбум төгрөг буюу 22.2 хувиар өсчээ. Гүйлгээнд байгаа бэлэн мөнгө 2013 оны 10 дугаар сарын эцэст 824.8 тэрбум төгрөг болж, өмнөх сарынхаас 50.2 тэрбум төгрөг буюу 5.7 хувиар буурч, өмнөх оны мөн үеийнхээс 107.2 тэрбум төгрөг буюу 14.9 хувиар өсчээ.

Аж ахуйн нэгж, иргэдэд олгосон нийт зээлийн өрийн үлдэгдэл 2013 оны 10 дугаар сарын эцэст 10,488.8 тэрбум төгрөг болж, өмнөх сарынхаас 335.3 тэрбум төгрөг буюу 3.3 хувь, өмнөх оны мөн үеийнхээс 3,633.4 тэрбум төгрөг буюу 53.0 хувиар өсчээ. Хугацаа хэтэрсэн зээлийн өрийн үлдэгдэл 2013 оны 10 дугаар сарын эцэст 169.4 тэрбум төгрөг болж, өмнөх сарынхаас 16.0 тэрбум төгрөг буюу 10.4 хувь, өмнөх оны мөн үеийнхээс 36.9 тэрбум төгрөг буюу 27.8 хувиар өсчээ. **Иргэд аж ахуй нэгжид олгох зээлийн хэмжээний өсөлт нь үнэт цаасны зах зээлийн зуучлалын хөгжилд мөн сөргөөр нөлөөлж байна.**

Гадаадын шууд өрөнгө оруулалтын хэмжээ 42 хувь, өгрөгийн ханш 23 хувиар буурсан нь эдийн засгийн өсөлт болон үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд шууд сөргө нөлөөг үзүүлж байна. **2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар үнэт цаасны арилжааны үнийн дүнд эзлэх гадаадын аж ахуй нэгж, иргэдийн хувь 44 хувь болж өмнөх оны жилийн эцсийн дүнгээс 48 хувиар буурснаас харагдаж байна.**

График-2



## ХОЁРДУГААР БҮЛЭГ: ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ХӨГЖЛИЙН ҮЗҮҮЛЭЛТИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

Олон улсын валютын сан болон Дэлхийн банкнаас үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг илэрхийлэгч үзүүлэлтүүд, эдийн засгийн өсөлтийн харилцан хамаарлын талаарх томоохон судалгааны ажлуудыг гүйцэтгэсэн бөгөөд тэдгээр ажлуудад үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг зах зээлийн үнэлгээ, хөрвөх чадвар, бүртгэлтэй хувьцаат компанийн тоо, үнэт цаасны индексийн үзүүлэлтээр голчлон тодорхойлж байна.

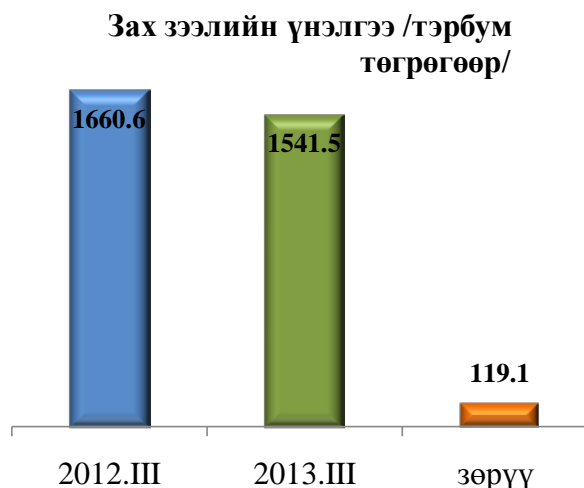
Аливаа улсын үнэт цаасны зах зээлийн нийт эдийн засгийн бүтцэд эзлэх хувийг зах зээлийн үнэлгээгээр илэрхийлэх ба уг үнэлгээг “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-д бүртгэлтэй хувьцаат компаниудын нийтэд гаргасан үнэт цаасны тоог тухайн өдрийн хаалтын ханшаар үржүүлэн тооцдог.

Зах зээлийн үнэлгээний үзүүлэлт нь 2011 онд хамгийн өндөр буюу 2 их наяд 168 тэрбум хүрсэн боловч 2012 оноос тасралтгүй буурах хандлага ажиглагдаж байна.

График-3

2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар 1,541.5 тэрбум төгрөгт хүрсэн нь өмнөх оны өм үеийнхээс 119.1 тэрбум төгрөгөөр буюу 7.17 хувиар, 2012 оны жилийн эцсийн үндэс даруй 258.4 тэрбум төгрөгөөр буюу 14.36 хувиар тус тус буурсан үзүүлэлттэй байна.

ТОП 20 индекс, зах зээлийн үнэлгээний хөдөлгөөн шууд хамааралтай байгаа нь зах зээлийн үнэлгээний дийлэнх хувийг 30 хувьцаат компани дангаараа бүрдүүлж байгаатай холбоотой.



2005 оны 1 дүгээр сараас 2013 оны 10 дугаар сар хүртэлх хугацааны зах зээлийн үнэлгээний 94 үзүүлэлт дээр статистикийн шинжилгээ хийхдээ эдгээр үзүүлэлтүүдийг логарифм хэлбэрт шилжүүлэн нэгж язгуурын тестээр шинжилж үзэхэд, өөрийн түвшин дээр тогтворгүй, харин нэгдүгээр эрэмбийн ялгавар авахад тогтворжиж байв.

Мөн зах зээлийн үнэлгээний үзүүлэлтүүдэд улирал болон сарын юлөөлөл байгаа эсэхийг шинжилвээс 2, 7 дугаар саруудын юлөөлөл бусад саруудаас өндөр байгаа нь ажиглагдав.

Нэгдүгээр эрэмбийн ялгавар авч тогтворжуулсан үзүүлэлтэд эконометрикийн ARIMA загвараар шинжилж үзэхэд, дараахь үр дүн ажиглагдав.

Dependent Variable: Зах зээлийн үнэлгээ  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/05/13 Time: 01:25  
 Sample (adjusted): 2005M07 2013M11  
 Included observations: 101 after adjustments  
 Convergence achieved after 3 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.033482	0.033398	1.002543	0.3186
AR(1)	0.376819	0.089684	4.201634	0.0001
AR(5)	0.257404	0.088814	2.898234	0.0046
R-squared	0.211895	Mean dependent var		0.035369
Adjusted R-squared	0.195812	S.D. dependent var		0.136830
S.E. of regression	0.122704	Akaike info criterion		-1.328828
Sum squared resid	1.475518	Schwarz criterion		-1.251151
Log likelihood	70.10582	Hannan-Quinn criter.		-1.297382
F-statistic	13.17448	Durbin-Watson stat		1.842451
Prob(F-statistic)	0.000009			
Inverted AR Roots	.86	.31+.71i	.31-.71i	-.55-.44i
	-.55+.44i			

Шинжилгээний дүнгээс үзэхэд, зах зээлийн үнэлгээний үзүүлэлт нь өөрийн авторегресс нэг, тавдугаар хоцролтоос инерцээс ихээхэн хамааралтай болох нь харагдлаа.

Үнэлэгдсэн загварыг графикаар үзүүлбэл, дараахь байдалтай байна.

График-4

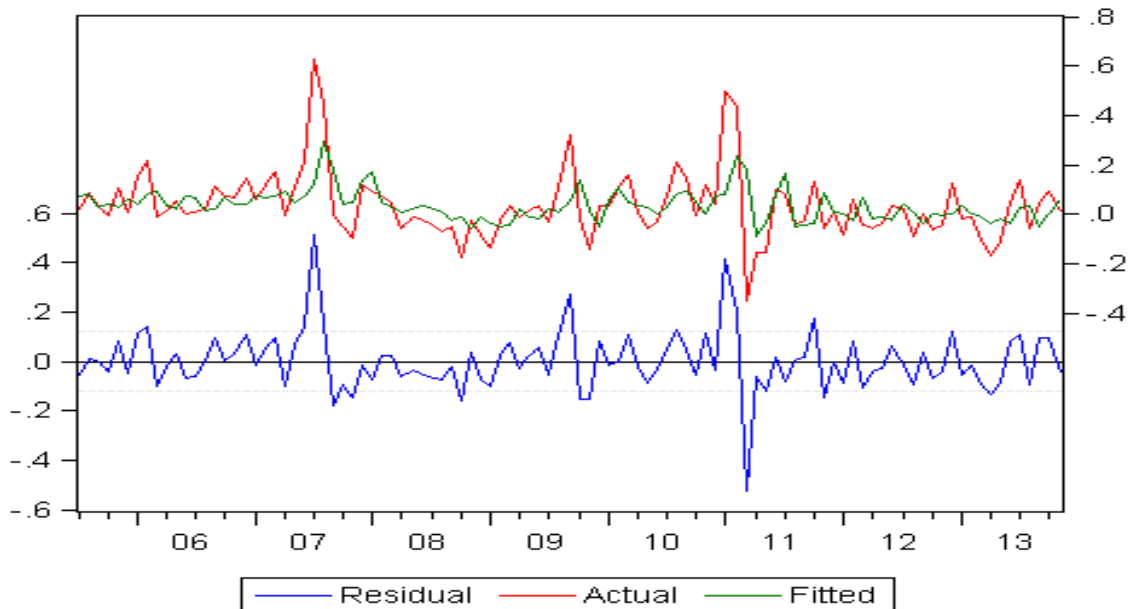


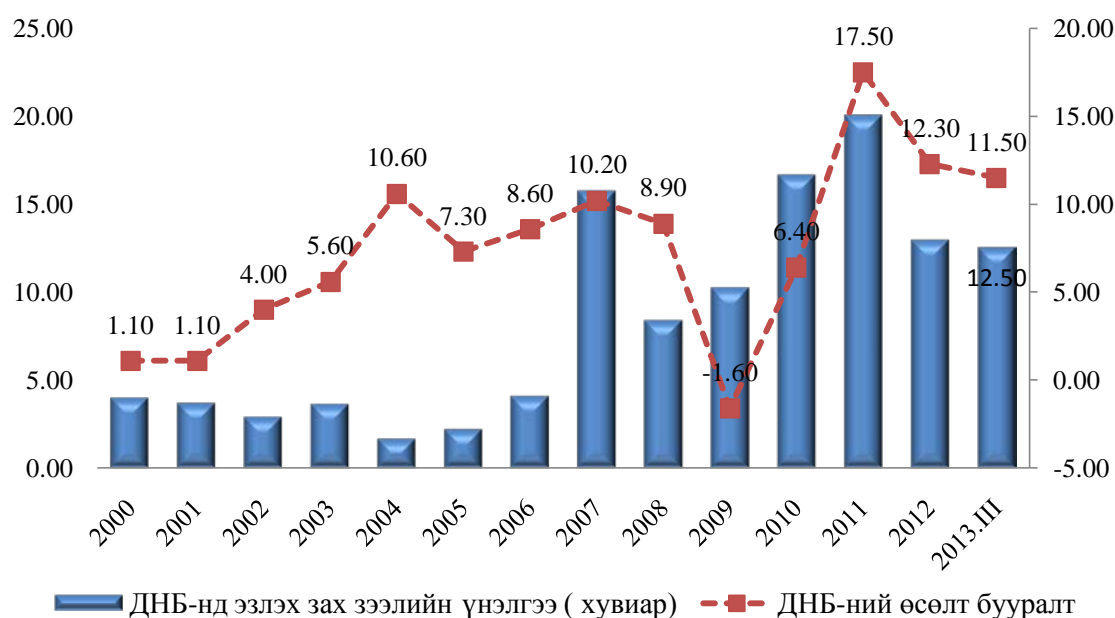
График 4-ийн дүнгээс харахад, үнэлэгдсэн утгад тулгуурлан прогноз хийвэл 95 хувийн итгэх түвшинд ач холбогдолтой болох нь ажиглагдлаа. Цаашид 2014 оны 1 дүгээр улирлын тоон мэдээлэл нэмж тусгах замаар зах зээлийн үнэлгээний үзүүлэлтэд богино хугацааны таамаглал хийхээр төлөвлөсөн болно.

### Зах зээлийн үнэлгээний дотоодын нийт бүтээгдэхүүнд эзлэх хувь:

2013 оны эхний 9 сарын байдлаар ДНБ-ий нэрлэсэн хэмжээ 12,266.4 тэрбум төгрөгөөр тооцогдож байгаа ба энэхүү дүнд гуравдугаар улирлын үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээг харьцуулж үзэхэд 12.5 хувийг эзэлж байна.

График-5

### Зах зээлийн үнэлгээний ДНБ-д харьцуулсан харьцаа



Зах зээлийн үнэлгээн ий өсөлтийн хурд 2005 оноос 2011 он хүртлэх хугацаанд тогтмол өсөх хандлагатай байв. 2011 онд хамгийн өндөр өсөлтөд хүрсэн хэдий ч эргээд 2012 оны эхнээс буурах чиг хандлага ажиглагдав.

Тухайлбал, 2011 оны зах зээлийн үнэлгээний өсөлтийг төрийн зүгээс хөрөнгийн зах зээлийг хөгжүүлэх чиглэлээр бодлогын баримтыг баталсан, Монгол улсын иргэд, аж ахуй нэгжид “Эрдэнэс таван толгой” ХК-ийн хувьцаагүнэ төлбөргүй эзэмшүүлэх шийдвэр гарсан, “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК дээр арилжаа, төлбөр тооцоо, хадгаламжийн МПТ системийг нэвтрүүлэх гэрээ байгуулсан болон гадаад эдийн засгийн таатай нөлөө буюу дэлхийн зах зээлд ашигт малтмалын экспортын эрэлт, үнэ нэмэгдсэнээс уул уурхайн салбарын компаниудын хувьцааны үнэ огцом өссөнтэй холбож үзлээ.

Зах зээлийн үнэлгээний огцом өсөлт нь цочмог нөлөөлөлд оршдог, бодлогын хувьсагч үзүүлэлтүүдээр жолоодогдох боломжтой бөгөөд үнэлгээ өөрөө үнэт цаасны зах зээлийн жөгжлийг төлөөлж чадахуйц бодит хувьсагч үзүүлэлт гэдэг нь харагдав. Зах зээлийн үнэлгээ өсөж, буурах нь нийт бүртгэлтэй хувьцаат компанийн хувьцааны тоо, хувьцааны үнийн дүн, гадаадын хөрөнгө оруулагчдын шийдвэрээс шууд хамааралтай байна.

## Бүртгэлтэй хувьцаат компанийн тоо:

2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар Хороонд 323 хувьцаат компани бүртгэлтэйгээс, төрийн өмчийн оролцоотой 30, төрийн өмчит 23, хувийн өмчит 270 компани байна. Нийт бүртгэлтэй компани, бирж дээр үнэт цаас нь арилжигдсан болон арилжаалагдаагүй компанийн тоог графикаар үзүүлбэл дараахь байдалтай байна.

График-6

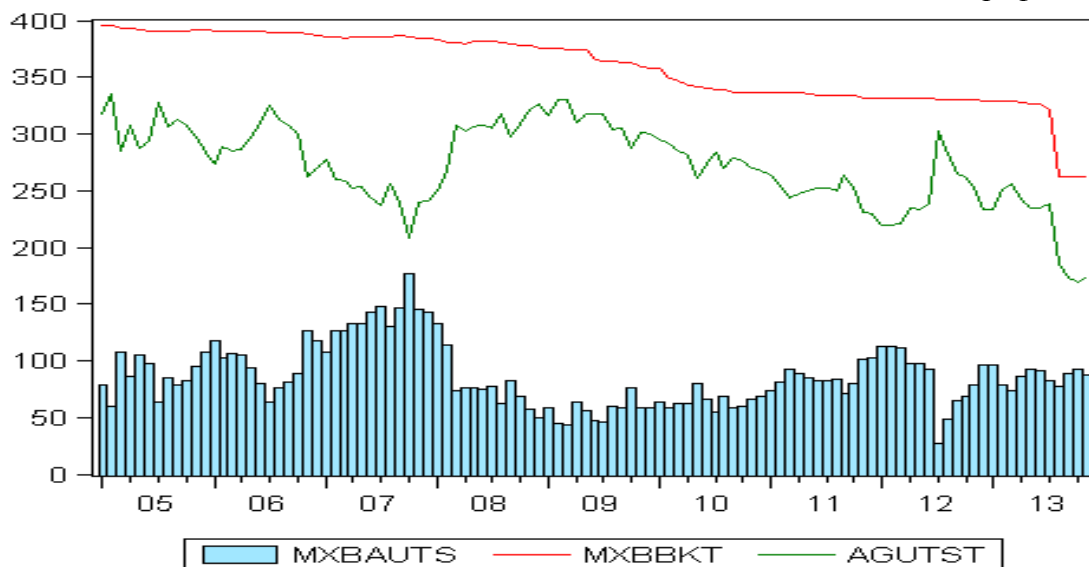
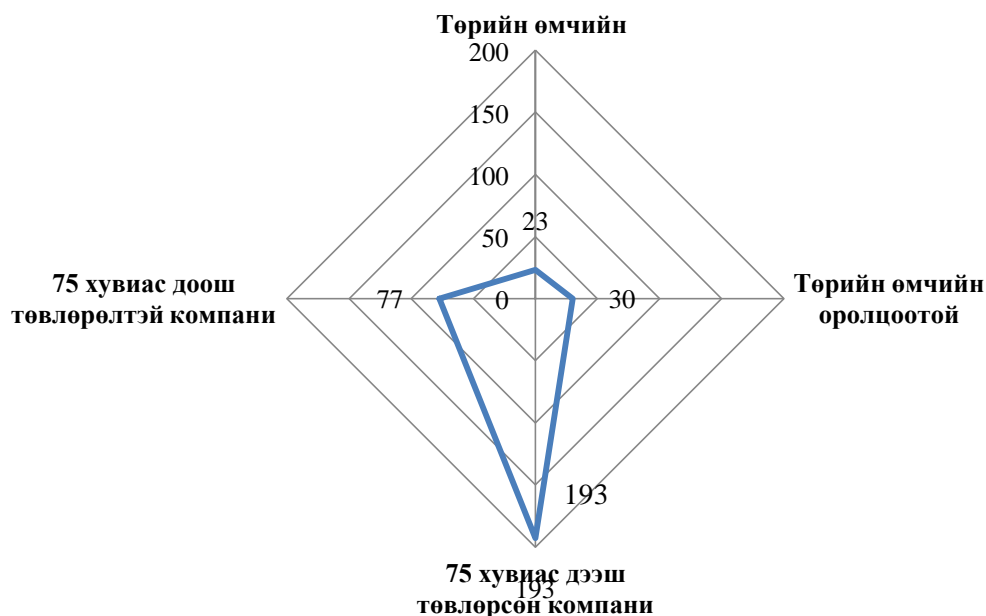


График 6-гаас харахад нийт бүртгэлтэй хувьцаат компанийн тоо тасралтгүй буурах хандлагатай байгаа бөөрөжгийн биржид бүртгэлтэй хэдий ч үнэт цаас нь арилжигдахгүй байгаа компанийн тоо тогтмол өсөх хандлага ажиглагдав.

2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар нийт бүртгэлтэй хувьцаат компаниудын төвлөрлийг графикаар үзүүлбэл дараахь байдалтай байна. Графикаас үзэхэд нийт бүртгэлтэй хувьцаат компаниудаас төрийн өмчийн болон төрийн өмчийн оролцоотой компаниудыг хасч тооцоход 75 хувиас дээш төвлөрөлтэй 193 хувьцаат компани байгаа нийт бүртгэлтэй компанийн 60 хувийг эзэлж байна.

График-7

## Хувьцаат компанийн төвлөрөл





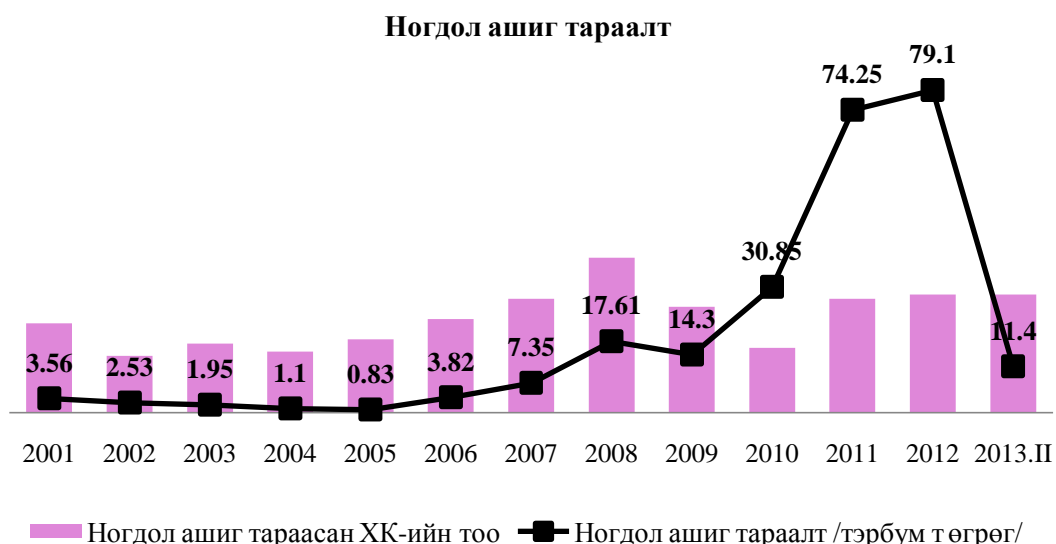
2010 онд Улсын Их Хурлаас Компанийн тухай хуулийн шинэчилсэн найруулгыг баталж, Хороо тус хуулийг хэрэгжүүлж эхэлснээс хойшхи хугацаанд хувьцаат компаниудын хуулиар хүлээсэн үүргийн хэрэгжилт эрс дээшилсэн байна.

**Хуулиар  
хүлээсэн үүргийн  
хэрэгжилт**

График-8



График-9



2013 оноо өмнөх хугацаанд өрөнгийн зах зээл дээр бүртгэлтэй хувьцаат компаниудын хуваарилсан ногдол ашгийн хэмжээ жил бүр өссөн дүнтэй байв. Хэдийгээр ногдол ашигөгч буй компаниудын тоо харилцан адилгүй байгаа ч нийт тараагдаж буй ногдол ашгийн дүн, нэгж хувьцаанд ногдох мөнгөн хөрөнгийн хэмжээ тогтмол нэмэгдсэн үзүүлэлттэй байв.

Харин 2013 оны 2 дугаар улирлын байдлаар нийт 29 хувьцаат компани 11.4 тэрбум төгрөгийн ногдол ашиг тараах шийдвэрийг гаргасан нь тараасан компанийн тоо өөрчлөлтгүй, ногдол ашгийн дүн огцом буурчээ.

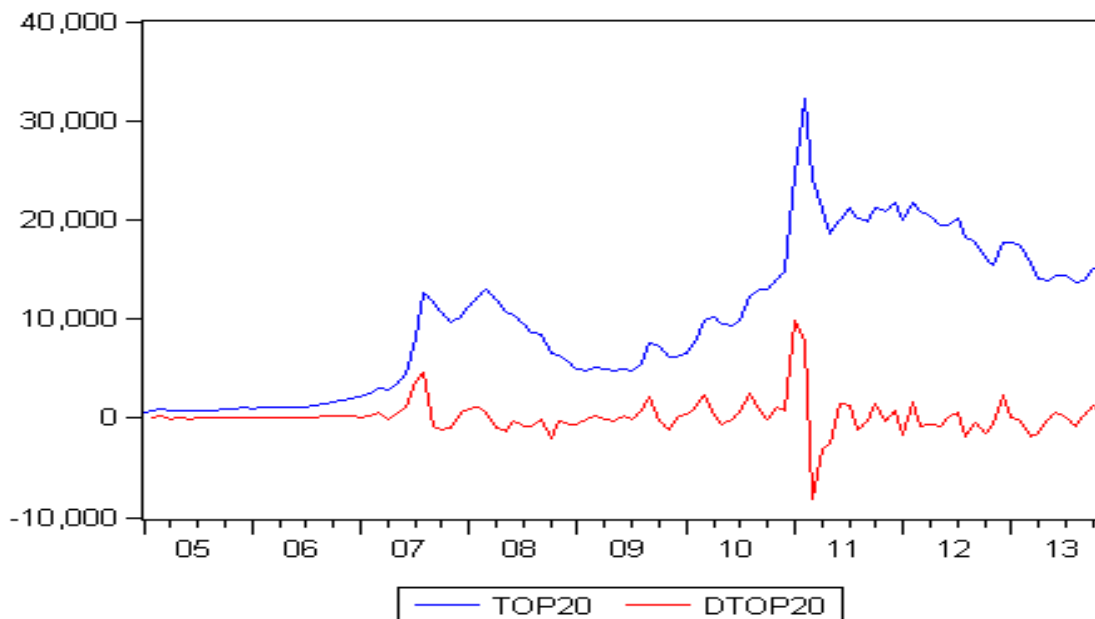
## ТОП-20 индекс болон үнэт цаасны зах зээлийн үр ашгийн шинжилгээ:

2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар ТОП-20 индексийн дээдүзүүлэлт 18,301.93, доод үзүүлэлт 13,188.46, дундажүзүүлэлт 15,051.74 нэгж байв. ТОП-20 индекс 15,141.45 нэгж болсон өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 918.54 нэгжээр, 2012 оны жилийн эцсийн дүнгээс 2573.06 нэгжээр тус тус буурчээ.

ТОП-20 индексийн бууралтад Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хувьцаат компанийн хувьцааны төвлөрөл, гадаадын хөрөнгө оруулагчдын үнэт цаасны зах зээлд хийх хөрөнгө оруулалт буурсан зэрэг нь шууд нөлөө үзүүлсэн гэж дүгнэж байна.

График-10

ТОП-20 индекс (2005.01-2013.11)



Аливаа зах зээлийн үр ашигт байдлыг ерөнхийд нь хуваарилалтын (allocationally), үйл ажиллагааны (operationally), мэдээллийн (informationally) гэсэн гурванүндсэн үр ашигт хэлбэрээр тодорхойлдог бөгөөд тухайлбал, үнэт цаасны зах зээлийн үр ашигт байдал нь мэдээллийн үр ашгийн хэлбэрт орших ёстой гэж үздэг. Гаднын практикаас үзэхэд аливаа улсын үнэт цаасны зах зээлийн үр ашигтай эсэхийг үр ашигт зах зээлийн төсөөллийн /efficient market hypothesis/ загварыг ашиглан тооцож байна.

Уг загварыг судлаач Bachelier (1900), Samuelson (1965), Fama (1970), Rubinstein (1975), Jensen (1978) нар ньөөрийн бүтээлүүдээр судалж, хөгжүүлжээ. Зах зээлийн үр ашгийн төсөөллийн загвар нь үнэт цаасны зах зээлийг доорхи гурван ангилалд хуваадаг. Үүнд:

- I. Weak form efficiency: Үнэт цаас, индексийн үнэ болон өгөөжийн өнгөрсөн хугацааны мэдээлэл зах зээлийн үнэ тогтолтод шууд нөлөөлдөг;
- II. Semi strong efficiency: Үнэт цаас, индексийн үнэ болон өгөөжийн талаарх олон нийтэд нээлттэй мэдээлэл зах зээлийн үнэ тогтолтод нөлөөлдөг;
- III. Strong form efficiency: Үнэт цаас, индексийн үнэ болон өгөөжийн талаарх зах зээлд оролцогчдын хувийн мэдээллүүд зах зээлийн үнэ тогтолтод нөлөөлдөг.

Энэхүү тойм үзүүлэлтээр бид 2005 оны 1 дүгээр сараас 2013 оны 11 дүгээр сарыг дуусах хүртэлх хугацааны ТОП-20 индексийнүзүүлэлт ийг логарифм өгөөжийн хэлбэрт

шилжүүлэн зах зээлийн үр ашгийн таамаглалын загвараар үнэт цаасны зах зээлийн үр ашигт байдлыг тооцов.

Үр ашигт зах зээлийн таамаглалыг шалгахын өмнө бид ТОП-20 индексийн өгөгдлөөс логарифм өгөөжийг тооцсон ба уг үнэт цаасны индекс ба түүний өгөөжийн үзүүлэлтийн статистик шинжийг хүснэгтээр үзүүлбэл дараахь байдалтай байна.

Хүснэгт-1

Үзүүлэлт	ТОП-20 индекс	Индексийн өгөөж
Mean	10053.91	0.030374
Median	9640.150	0.000000
Standard Deviation	7413.321	0.136747
Kurtosis	2.286250	6.797875
Skewness	0.409171	1.370363
Minimum	601.0600	-0.290000
Maximum	32301.69	0.610000
Sum	1075768.	3.250000
Count	107	107

ТОП-20 индексийн өгөөжийг мөн нэгж язгуурын тестээр шинжилж үзэхэд өөрийн эрэмбэ дээр тогтвортой байсан тул ТОП-20 индексийн логарифм өгөөжийн өгөгдлийг ARIMA загвараар бус ARMA загвараар тооцож, үнэт цаасны зах зээлийн үр ашигтай эсэхийг тогтоох боломжтой нь харагдаж байна. Иймд бид Eviews 6.0 програмыг ашиглан ТОП-20 индексийн логарифм өгөөжийн өгөгдлийг ARMA загвараар тооцов. Үүнд:

Dependent Variable: ТОП20 индексийн өгөөж

Method: Least Squares

Date: 12/05/13 Time: 17:10

Sample (adjusted): 2005M06 2013M11

Included observations: 102 after adjustments

Convergence achieved after 3 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025470	0.043580	0.584441	0.5603
AR(1)	0.430363	0.085911	5.009426	0.0000
AR(5)	0.300039	0.084468	3.552082	0.0006
R-squared	0.270022	Mean dependent var		0.028824
Adjusted R-squared	0.255275	S.D. dependent var		0.137324
S.E. of regression	0.118508	Akaike info criterion		-1.398710
Sum squared resid	1.390359	Schwarz criterion		-1.321505
Log likelihood	74.33422	Hannan-Quinn criter.		-1.367447
F-statistic	18.31026	Durbin-Watson stat		1.799770
Prob(F-statistic)	0.000000			

Тэгшитгэлийн үр дүнгээр, ТОП -20 индексийн логарифм өгөөж нь авторегресс  $ar(1)$ ,  $ar(5)$  хэлбэрт илэрхийлэгдсэн бөгөөд  $\rho$  параметрийн утга **0.43**, **0.30** гарсан болно.

Үр дүнд  $\rho = 1$  буюу манай орн үнэт цаасны зах зээл үр ашигтай гэсэн таамаглалыг няцааж,  $\rho \neq 1$  буюу үр ашиггүй гэсэн таамаглал батлагдав. Үнэлэгдсэн тэгшитгэлийн үр дүнгээс үлдэгдэл хувьсагчийг коррелиограммын тестээр шинжилж үзэхэд,

95 хувийн итгэх завсарт харьяагдаж байгаа тул манай тэгшитгэлд moving average процес агуулагдаагүй байгаа нь харагдав.

**Зах зээлийн өрвөх чадвар** : ᠖ рөж чадвар нь ү өт цаасны зах зээлд буй капиталын эргэц буюу хурдыг илэрхийлэгч суурьзүүлэлт билээ. Тоймд хөрвөх чадварыг биржид арилжаалсан үнэт цаасны үнийн дүнг зах зээлийн үнэлгээнд харьцуулан хувиар тооцоход дундажаар 4.4 хувьтай байв. /Төрийн өмчид ногдох хувьцааны зах зээлийн үнэлгээг хасч тооцсон болно/

График-11

**Зах зээлийн хөрвөх чадварын хувь (2005.01-2013.11)**

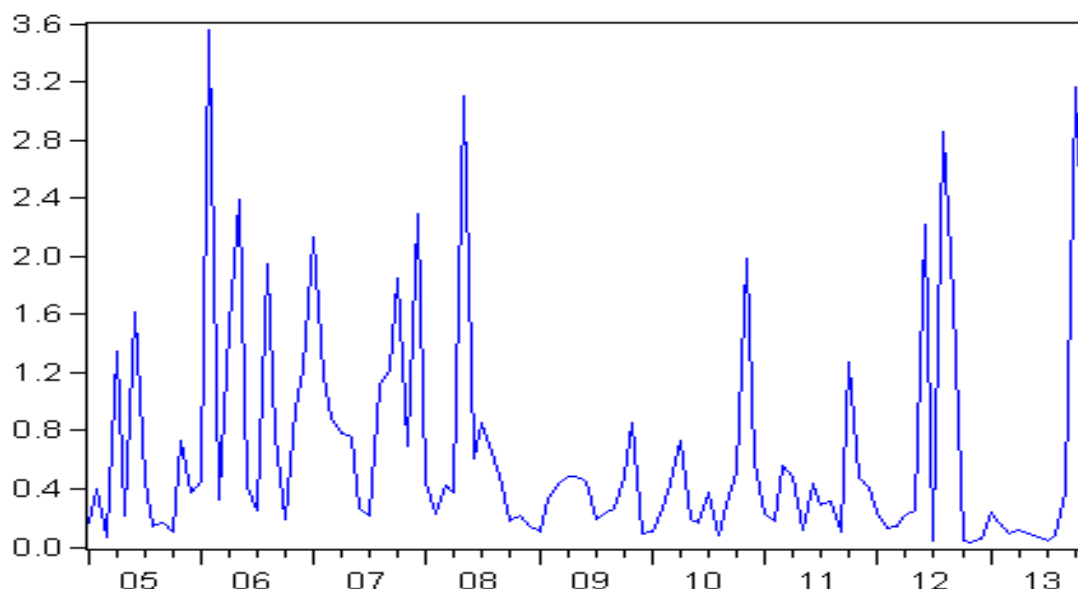


График 11-ээс үзэхэд, зах зээлийн хөрвөх чадвар макро эдийн засгийн болон институциональ хүчин зүйлсээс гадна сар, улирлын юлөөллөөс ихээхэн хамааралтай үзэгдэл болох нь ажиглагдав. Тиймд бид хувьцааны арилжааны үнийн дүн болон хөрвөх чадварын хооронд корреляци байгаа эсэхийг шалгаж үзвэл, өндөр хамаарал буюу 0.66 гарсан нь хувьцааны арилжаа зах зээлийн хөрвөх чадвараас 66 хувийн хамааралтай болох харагдлаа.

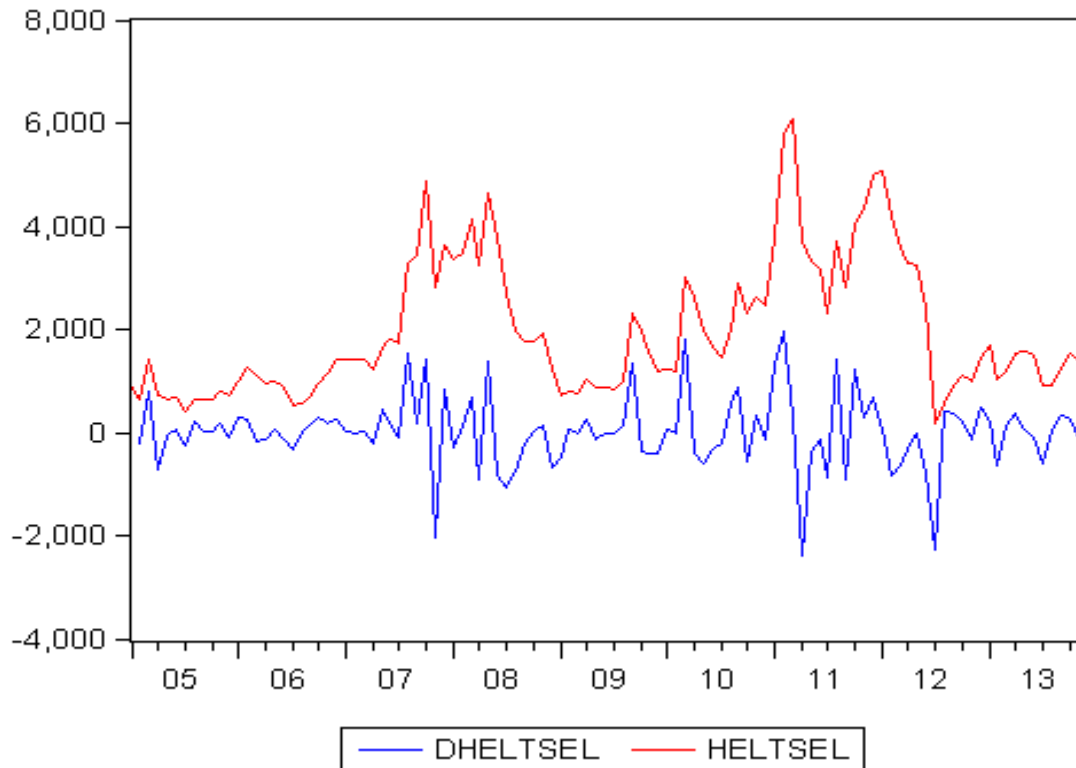
Хүснэгт-2

Хамаарал	Нийт арилжигдсан хувьцааны үнийн дүн	Зах зээлийн хөрвөх чадвар
Зах зээлийн хөрвөх чадвар	0.66	1.00
Нийт арилжигдсан үнийн дүн	1.00	0.66

Цаашид Хорооны үзвээс хөрвөх чадварын үзүүлэлтийг зах зээлийн хөгжлийн бодлогын хувьсагч буюу жолоодлогын хэрэгсэлзүүлэлтээр сонгон, цаг хугацааны өгөгдөл тооцоолол хийж, бодлогын дүгнэлтэд ашиглах нь ач холбогдолтой гэж үзлээ.

**Хийгдсэн хэлцлийн тоо:**

2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар бирж дээр өссөн дүнгээр нийт 14435 хэлцэл хийгдсэн нь өмнөх оны мөн үеийнхээс даруй 11084 мянган хэлцлээр буюу 43 хувиар, 2012 оны жилийн эцсийн дүнгээс 12554 ширхэгээр буюу 46.52 хувиар тус тус буурсан үзүүлэлттэй байв.



2005 оны 1 үдээр сараас 2013 оны 11 дүгээр саруудад хийгдсэн хэлцлийн тоон өгөгдлийг шинжлэхэд уг үзүүлэлт нь өгөгдсөн түвшиндээ тогтворгүй байсан тул нэгдүгээр эрэмбийн ялгавар авч тогтворжуулан шинжилгээ хийхэд, инерцийн болон шокын юлөөлөл байхгүй байв.

Тогтворжуулсан үзүүлэлтийн графикаас үзэхэд, 2007-2009, 2011-2012 онуудад эдийн засгийн болон үнэт цаасны зах зээлийн өсөлтөөс хамааран идэвхжил явагдсан нь харагдаж байна. Бирж дээр хийгдэж буй нийт хэлцлийн 50-60 хувийг иргэд өрсөдийн ХОЭБ -ээр баталгаажуулсан хувьцааг арилжаанд оруулах, нэгдмэл сонирхолтой этүүд хяналтын багцыг бүрдүүлэх үйл явцаас ихээхэн хамааралтай байв.

Цаашид: Үнэт цаасны газраас 2014 оны 2 дугаар улирлаас эхлэн үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүдийг нарийвчлан шинжлэх, үүнд эдийн засаг эконометрикийн шинэлэг арга техникүүдээр шинжилж богино болон дунд хугацааны таамаглал дэвшүүлэхээр зорьж байна.

## ГУРАВДУГААР БҮЛЭГ: ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН БҮТЭЭГДЭХҮҮН, ҮЙЛЧИЛГЭЭНИЙ ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ, ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ДЭД БҮТЭЦ

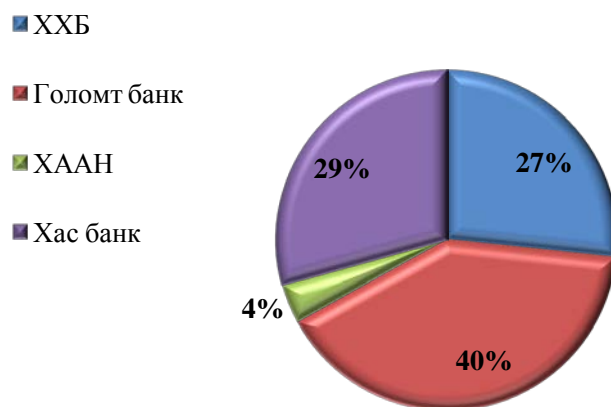
2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар Хорооноос олгосон тусгай зөвшөөрөл бүхий үйл ажиллагаа явуулж буй арилжаа эрхлэх 1, өлбөр тооцоо хадгаламжийн 1, брокер, дилерийн 87 компани, Засгийн газрынүнэт цаасны зах зээлд харилцагчийн нэрийнөмнөөс түүний даалгавраар хөрөнгө оруулалт хийх бусад ажилүйлчилгээ эрхлэх 11 арилжааны банк, ассет менежментийн 1 компани байгаагаас давхардсан тоогоор андеррайтерийн тусгай зөвшөөрөлтэй 25, хөрөнгө оруулалтын зөвлөхийн үйлчилгээ үзүүлэх 17 компани бүртгэлтэй байна.

### Төлбөр, тооцооны үзүүлэлтүүд:

2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар төлбөр тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн дансаар 154 харилцагчийн 1,294 удаагийн нийт 1,101.9 тэрбум өгрөгийн орлог о, 1,948 харилцагчийн 3,496 удаагийн нийт 1,119.9 тэрбум өгрөг ийн зарлагын үйлгээ хийгдсэн байх бөгөөд төлбөр тооцоо гүйцэтгэх арилжааны 4 банкаар дамжуулан банк хооронд 7.7 тэрбум төгрөгийн орлого, зарлагын үйлгээний төлбөрийг тус тус гүйцэтгэжээ. Төлбөр тооцоо гүйцэтгэгч 4 банкны гүйлгээний дүнг графикаар үзүүлбэл:

График-13

Арилжааны гүйлгээнд эзлэх хувь



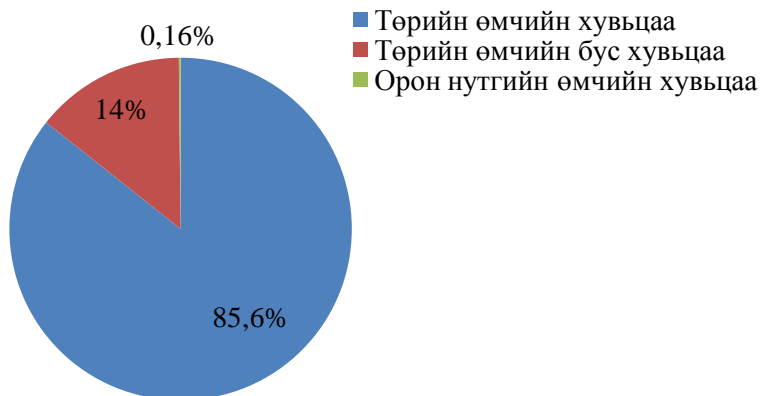
### Хадгаламжийн үзүүлэлтүүд:

Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжид 2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар нийт 329 ХК-ийн 1.4 их наядөгрөгийн зах зээлийн үнэлгээ бүхий 18.1 тэрбум ширхэг үнэт цаас хадгалагдаж байгаагаас төрийн өмчийн 39 ХК-ийн 15.5 тэрбум ширхэг, орон нутгийн өмчтэй 9 ХК-ийн 29.0 сая ширхэг, 10 өрлийн 251,664 ширхэг компанийн бонд, 94 төрлийн 5.1 сая ширхэг Засгийн газрын бонд тус тус хадгалагдаж байна.

Үүнээс 6 төрлийн 18.7 мянган ширхэг Компанийн бонд, 34 төрлийн 2.3 сая ширхэг Засгийн газрын бонд нь биржийн бус зах зээлд буюу хаалттай хэлбэрээр бүртгэгдсэн байна.

Нийт хадгалагдаж буй үнэт цаасыг өмчлөлийн төрлөөр нь графикаар үзүүлбэл:

График-14



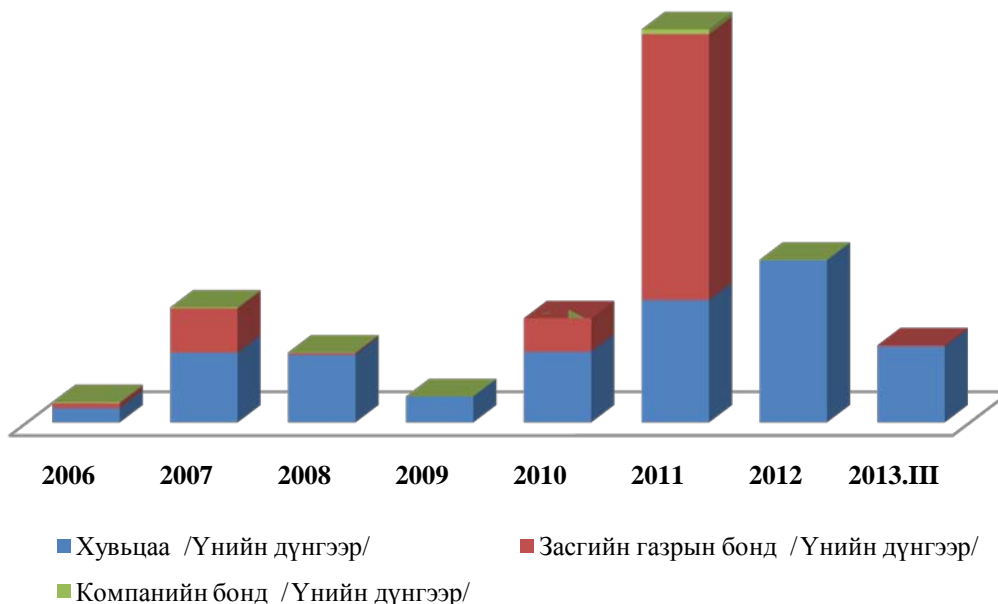
**Арилжаа, брокер, дилерийн үзүүлэлтүүд:**

**Үнэт цаасны арилжаа:** 2013 оны 3 дугаар улиралд “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК дээр нийт 212 удаагийн арилжаагаар 59.3 сая ширхэг хувьцааг 67.7 тэрбум өгрөгөөр арилжаалагдсан бол 10,000 ширхэг 1.01 тэрбум төгрөгийн үнэ бүхий Засгийн газрын бондыг тус тус арилжаалсан байна.

2013 оны байдлаар компанийн бондын арилжаа болон анхдагч зах зээлийн арилжаа явагдаагүй байна. 2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаарх хувьцааны арилжааны дүнг өмнөх оны мөн үетэй харьцуулбал 74.5 тэрбум төгрөг өөр буюу 52 хувиар буурсан үзүүлэлттэй байна.

График-15

**Арилжааны дүн /тэрбум төгрөгөөр/**



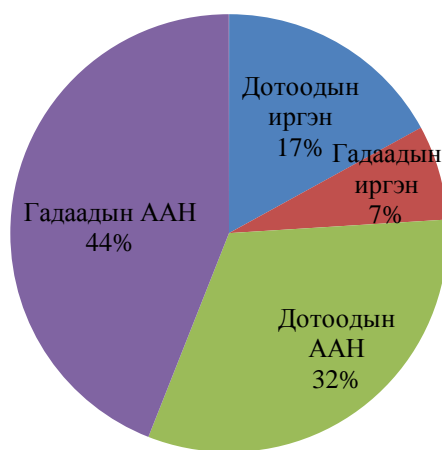
2005 оны 1 үгээр сараас 2013 оны 11 үгээр сарын хугацаан дахь үнэт цаасны арилжааны үзүүлэлтэд улирал болон сарын нөлөөлөл оршин байгаа эсэхийг улирлын нөлөөллийн хувьсагчаар шалган үзэхэд **зургаа, найм, ес, арав, арван нэгүгээр** саруудад бусад саруудаас хүчтэй нөлөөлөлтэй байгаа нь ажиглагдав.

**Үнэт цаасны зах зээлийн харилцагч, өрөнгө оруулагчийн бүтэц:** 2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар төвлөрсөн хадгаламжид шинээр 7,105, холболтын 1,783 данс нээгджээ. Харилцагчийн өрлөөр тооцвол Монгол иргэн 6,091, гадаадын иргэн 62, Монголын 52, гадаадын 5 аж ахуйн нэгж дансаа нээлгэсэн байна.

Үнэт цаасны хоёрдогч зах зээл эхэлсэнээс хойших хугацаанд өрсөт н хадгаламжид өссөн дүнгээр шинээр 773,291 данс, холболтоор 131,033 данс тус тус нэгдсэнээс 769,042 нь дотоодын иргэн, 1,706 гадаадын иргэн, 2,388 дотоодын аж ахуй нэгж, 155 нь гадаад аж ахуй нэгж дансаа нээлгэжээ. 2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаар нийт арилжааны үнийн дүнд гадаад аж ахуй нэгжийн эзлэх хувь 44 хувийг, до тоодын аж ахуйн нэгжийн арилжааны үнийн дүнд эзлэх хувь 32 хувь, Гадаадын иргэн 7 хувийг, дотоодын иргэн 17 хувийг тус тус эзэлж байна.

Гадаадын аж ахуй нэгжийн нийт арилжааны үнд эзлэх хувь 2012 оны мөн үетэй харьцуулахад 47 хувиар буурсан үзүүлэлттэй байна.

**Арилжаанд эзлэх хувь**



Харилцагчийн бүтцээс үзэхэд, үнэт цаасны арилжааны дүнд эзлэх гадаадын аж ахуй нэгжийн хувь буурч байгаа нь эргэн үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд сөргөөр нөлөөлөх нь дамжиггүй бөгөөд цаашид гадаадын хөрөнгө оруулагчдыг энэхүү зах зээлд татах тэдгээрийн эрэлт хэрэгцээнд нийцсэн шинэ үзэгдэхүүн үйлчилгээг нэвтрүүлэх, үйлчилгээний чирэгдэлийг арилгах шаардлага тулгаараад байна.

Үнэт цаасны газраас боловсруулан Хорооны хуралдаанаар батлуулахаар бэлдэж буй Кастодианы журам, Хөрөнгө оруулалтын сангийн хуульд нийцүүлсэн багц журмууд батлагдснаар гадаадын өрөнгө оруулагчдын эрэлт хэрэгцээнд нийцсэн шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ нэвтрэх боломж, бололцоо нээгдэнэ гэж үзэж байна.

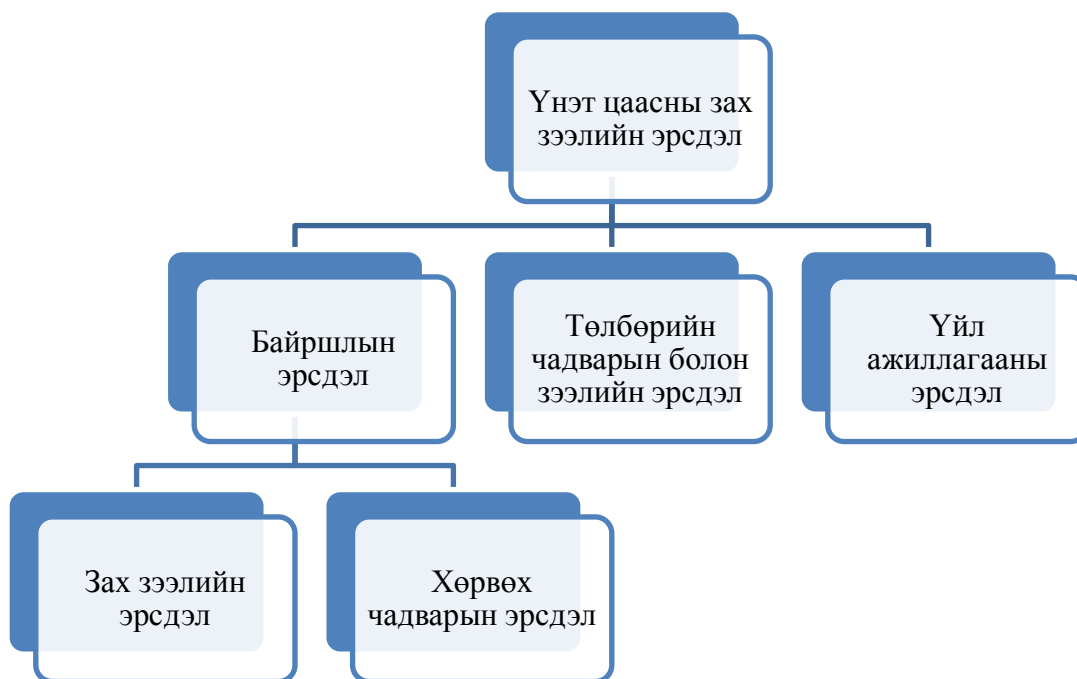


## ДӨРӨВДҮГЭЭР БҮЛЭГ: ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ЭРСДЭЛ:

Үнэт цаасны жгжингүй зах зээлтэй орнуудад санхүүгийн зах зээлд учирдаг эрсдлүүдийг тохиолдсоны дараа бус, тохиолдохоос нь өмнө илрүүлэн үнэлж, урьдчилан сэргийлэх арга хэмжээг авч хэрэгжүүлдэг.

Үнэт цаасны зах зээлд дараахь нийтлэг эрсдлүүд тохиолдож байна. Үүнд:

Хүснэгт-2



2008 онд тохиосон эдийн засаг, санхүүгийн хямралаас хойш үнэт цаасны зах зээлийн мэргэжлийн оролцогчдын үйл ажиллагааны эрсдэлд судлаачид ихээхэн анхаарал хандуулж, эрсдлийн чиглэлээр томоохон судалгаа шинжилгээний ажлуудыг хийж эхэлсэн.

Манай орны үнэт цаасны зах зээлд эрсдлийн удирдлагын нэгдсэн тогтолцоог нэвтрүүлэх, үндсэн үйл ажиллагаанд учирч буй зах зээлийн, төлбөрийн чадварын, үйл ажиллагааны эрсдлийг бууруулах, үүнээс сэргийлэх чиглэлээр “ҮЦТ ТТХТ” ХХК дээр зах зээлийн эрсдлээс урьдчилан сэргийлэх зорилгоор төлбөрийн баталгааны санд 299.8 сая төгрөгийг төвлөрүүлээд байна. Төлбөр тооцоо гүйцэтгэх дөрвөн банкин дээр төлбөрийн чадварын эрсдлээс сэргийлэх зорилгоор нийт 861.8 сая төгрөгийг байршуулсан.

Мөн Хорооны 2006 оны 29 дүгээр тогтоолоор батлагдсан “Үнэт цаасны зах зээлд мэргэжлийн үйл ажиллагаа эрхлэх тусгай зөвшөөрлийн тухай журам” -ын дагуу үйл ажиллагааны эрсдлээс урьдчилан сэргийлэх зорилгоор брокер, дилер, андеррайтерийн компаниуд хувь нийлсэн хөрөнгийн 3 хувиар үйл ажиллагааны эрсдлийн санг байгуулан өөрийн компанийн тусгайлсан дансанд байршуулж байна.

Зах зээлийн, төлбөрийн чадварын болон үйл ажиллагааны эрсдлүүдээс хамгийн их тохиолдож буй эрсдэл нь яах аргагүй үйл ажиллагааны эрсдэл голчлон тохиолдож байна. 2011 оноос 2013 оны хооронд иргэд, аж ахуй нэгжээс Хороонд хандан гаргасан аргад гомдлын судалгаанаас хэд 39 брокер, дилерийн компани харилцагчийн зөвшөөрөлгүйгээр тухайн үеийн зах зээлийн ханшаар 303.3 сая төгрөгийн үнэт цаасыг

арилжаалсан нь 2013 оны 10 дугаар сарын 31-ний хаалтын ханшаар тооцоход 1,222.0 сая төгрөгийн хохирлыг учруулсан байна.

Дээрх судалгаанаасүзэхэд үйл ажиллагааны эрсдлийн удирдлагын тогтолцоог боловсронгуй болгох шаардлага байгаа нь харагдаж байгаа тул цаашид Үнэт цаасны газраас үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн санхүүгийн болон үйл ажиллагааны зохистой харьцааны шалгуурыгүзүүлэлтийг боловсруулах , улмаар эрсдэлд суурилсан хяналтын тогтолцоог нэвтрүүлэх чиглэлийн ажлуудыг хийхээр төлөвлөж байна.

Зэрэгцээд Хорооны удирдлагын зүгээс газрын албан хаагчдад эрсдлийн математик, статистикийн чиглэлээр сургалт, судалгааны чиглэлд дэмжлэг үзүүлэх шаардлагатай.

### **Дүгнэлт:**

Газар сүүлийн 2 жилийн хугацаанд төсөвт батлагдсан орон тооноос дутуу хүнтэйгээр ажиллаж байгаа нь зөв ажлын хуваарилалт, хариуцлагын бүтэц, зохион байгуулалтыг хэрэгжүүлэх боломж бүрдэхгүй байна. Үүнээс үүдэн үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүй, зохицуулалтын систем, эдийн засагт үзүүлэх нөлөөлөл, давуу ба сул тал, эрсдлийн өнөөгийн байдлын иж бүрэн судалгаа , шинжилгээ хийх, зах зээлийн өгжлийн бодлогыг шинжлэх ухааньүндэслэлтэй боловсруулах, зах зээлийн өгжилд нөлөөлөх хүчин зүйлс, эрсдлийг удирдах бодлогын болон техникийн арга үйг амьдралд хэрэгжүүлэх зэрэг суурь ажлууд орхигдож буйг тэмдэглэх нь зүйтэй гэж үзэв.

Нэмж дүгнэхэд, арилжааны 11 банкууд Засгийн газрын үнэт цаасны арилжаанд Хорооноос олгосон тусгай өвшөөрлийн хүрээнд оролцож байгаа, тус газар 2014 оноос кастодиан, өрөнгө оруулалтын сан, хөрөнгө оруулалтын менежментийн компанийн тусгай зөвшөөрлийг олгох, түүнд хяналт тавих үүргийг хэрэгжүүлэхийг зах зээлд банкны төлөөлөл бүхий конгломерат аж ахуйн нэгжүүд оролцож эхэлсэнтэй уялдуулан тэдгээрийн нэгдсэн хяналтын харилцааг хариуцан зохицуулах бүтэц, нэгжийн өөрчлөлт ийг даруй зохион байгуулах зүй ёсны шаардлага бид бүхний өмнө тулгараад байна.

## **ҮНЭТ ЦААСНЫ ГАЗАР МЭРГЭЖЛИЙН ОРОЛЦОГЧДЫН ХЭЛТЭС**