



САНХҮҮГИЙН ЗОХИЦУУЛАХ ХОРОО

ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН 2014 ОНЫ ГУРАВДУГААР УЛИРЛЫН ТОЙМ МЭДЭЭЛЭЛ



Улаанбаатар хот 2014 он

**ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН 2014 ОНЫ ГУРАВДУГААР ДУГААР
УЛИРЛЫН ТОЙМ МЭДЭЭЛЭЛ
Удиртгал**

Энэхүү тоймоор 2013 оны 3 дугаар улирлын байдлаарх үнэт цаасны зах зээлийн арилжаа, төлбөр тооцоо, хадгаламжийн үзүүлэлтүүдийн өнөөгийн байдал болон үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд макро эдийн засгийн үзүүлэлтүүдийн үзүүлж буй нөлөөллийг шинжлэн улмаар тус Хорооны зүгээс зах зээлийг эрчимжүүлэх чиглэлээр авч хэрэгжүүлсэн болон цаашид авч хэрэгжүүлэхээр зорьж байгаа бодлогын арга хэмжээнүүдийг тоймлон авч үзлээ.

Монгол улсад 1990-1994 онд үнэт цаасны зах зээл үүсч хөгжих нийгэм, эдийн засаг, хууль эрх зүйн нөхцөл үндсэндээ бүрэлдэн бий болсон бөгөөд төвлөрсөн төлөвлөгөөт эдийн засгийн тогтолцооноос зах зээлийн эдийн засгийн тогтолцоонд шилжихэд үнэт цаасны зах зээл нь өмч хувьчлалын арга хэрэгсэл хэлбэрээр анх үүсэн бий болсон.

1991 оны 01 дүгээр сарын 18-ны өдөр Монголын хөрөнгийн бирж байгуулагдаж, 1992 оны 02 дугаар сараас хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгээр анхдагч зах зээлийн арилжааг явуулж эхэлсэн. Өмч хувьчлалын эхэн үед 2 сая гаруй иргэнд эрхийн бичиг олгож, үүнээс 1.2 сая иргэнд Хөрөнгийн биржээр дамжуулан төрийн өмчит 475 компанийн хувьцааг эзэмшүүлсэн. 1994 оны 9 дүгээр сард “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль” батлагдаж, мөн оны 11 дүгээр сард Үнэт цаасны хороог байгуулжээ. 1995 оны 8 дугаар сарын 28-ны өдөр хоёрдогч зах зээлийн арилжаа хөрөнгийн бирж дээр явагдаж эхэлсэн.

Манай орны үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн хувьд хөгжиж буй зах зээлтэй орнуудад нийтлэг тулгарч буй үнэт цаасны зах зээлийн санхүүгийн зах зээлд эзлэх хувь бага, хөрвөх чадварын түвшин доогуур, бүс нутгийн интеграцид үзүүлэх нөлөөлөл сул зэрэг нийтлэг асуудалтай мөн адил тулгарч байна.

Олон улсын болон бүс нутгийн интеграцийн хөгжилд нэгдэж, гадаадын томоохон хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгийг өөрийн орны үнэт цаасны зах зээлд татах, тэдгээрийн сонирхлыг нэмэгдүүлэхэд зайлшгүй хууль эрх зүйн зохицуулалтыг олон улсын нийтлэг хэм хэмжээнд нийцүүлэх, бүртгэл, тайлагналын тогтолцоог боловсронгуй болгох, цахим арилжааны болон төвлөрсөн хадгаламжийн бүртгэлийн тогтолцоог нарийвчлан зааглах, хөрөнгө оруулагчдын өмчлөх эрхийг баталгаажуулах харилцааг боловсронгуй болгох шаардлага тулгарч байна.

Үүний хүрээнд 2014 оны 01 дүгээр сарын 01-ний өдрөөс хүчин төгөлдөр үйлчилж эхлээд байгаа Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийг Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулах байгууллагуудын олон улсын байгууллага /IOSCO/ тавигддаг зөвлөмж, стандартын хүрээнд боловсруулан баталсан нь олон улсын түвшинд тавигддаг нийтлэг зохицуулалтыг агуулснаараа давуу юм.

Мөн Улсын их хурлаас 2013 оны 10 дугаар сарын 03-ны өдөр Хөрөнгө оруулалтын сангийн тухай хуулийг батласан бөгөөд хөрөнгө оруулалтын сангийн эрх зүйн зохицуулалт бий болсноор үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулалтын нэгж эрх арилжигдах, урт хугацаанд хэрэгжих төсөл, хөтөлбөрүүдэд шаардлагатай санхүүжилтийн эх үүсвэрүүдийг үнэт цаасны зах зээлээс босгох эрх зүйн орчин бүрдээд байна.

Манай орны үнэт цаасны зах зээлийн 20 жилийн явцаас харахад нийт эдийн засаг дахь хуримтлалын түвшин доогуур байгаа нь эргээд үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд ихээхэн сөрөг нөлөөллийг үзүүлж байна. Үүнээс гадна дараах хүчин зүйлс нь үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд сөрөг нөлөөг үзүүлж байна. Үүнд:

- Дотоодын хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасанд хөрөнгө оруулалт хийхээсээ илүүтэйгээр банкны хадгаламжид хөрөнгөө байршуулан ашиг хүртэх сонирхол өндөр байгаа;
- Үнэт цаасны зах зээлийн хувь хэмжээ бага, мэргэжлийн томоохон хөрөнгө оруулагчид байхгүй, оролцогчдын тоо хязгаартайгаас үүдэн төлөвлөж буй хөрөнгийг босгоход бэрхшээлтэй;
- Үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтөөс шууд хамааралтай буюу мөчлөг дагасан шинжтэй, өсөлттэй жилүүдэд үнэт цаасны үнэ, ханш огцом нэмэгдэж хөөсрөл үүсдэг;
- Нээлттэй хувьцаат компаниудын хяналтын багц нэгдмэл сонирхолтой этгээдүүдийн гарт төвлөрсөн, компанийн засаглал сул, дийлэнх компаниудын хувьд гэр бүлийн бизнесийн шинжтэй;
- Иргэдийн үнэт цаасны зах зээлийн мэдлэг, мэдээлэл дутмаг, итгэх итгэл сул байгаа зэрэг.

Тус Хорооны зүгээс үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд сөргөөр нөлөө үзүүлж буй дээрх асуудлыг шийдвэрлэх чиглэлээр холбогдох арга хэмжээнүүдийг цаг тухайд нь авч хэрэгжүүлж байгаа хэдий ч төрийн эрх барих дээд байгууллагын зүгээс үнэт цаасны зах зээлийг эдийн засгийн хөгжлийн тэргүүлэгч салбаруудын түвшинд авч үзэж, бодлого, хөтөлбөрийг боловсруулах шаардлагатай байна.

Ингэж гэмээнэ санхүүгийн зах зээлд банкны салбарын давамгайл байдлыг бууруулах, урт хугацааны хөрөнгө оруулалтын төсөлд шаардлагатай эх үүсвэрийг гадаад, дотоод эх үүсвэрээр урт хугацаанд санхүүжүүлэх улмаар арилжааны банкны зээлийн хүүг бууруулж, хадгаламжийг үр ашигтай хөрөнгө оруулалтын чиглэлд дахин хувиарилалт хийх боломж, нөхцөл бүрдэх юм.

Энэхүү тойм мэдээллийн нэгдүгээр хэсгээр үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүдийн өнөөгийн байдал, дэд бүтцийн үзүүлэлтүүд, хувьцаат компанийн хуулиар хүлээсэн үүргийн хэрэгжилт авч үзэх бол, хоёр, гуравдугаар бүлгээр үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил болон макро эдийн засгийн голлогч үзүүлэлтүүдийн хоорондын хамаарлын шинжилгээг хийж, зах зээлд тулгарч буй эрсдлүүдийг авч үзэхийг зорьсон бөгөөд мөн төрийн зохицуулах байгууллагын зүгээс авч хэрэгжүүлж буй болон цаашид авч хэрэгжүүлэхээр төлөвлөж буй бодлогын саналуудыг авч үзсэн болно.

НЭГДҮГЭЭР БҮЛЭГ.
ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ҮЗҮҮЛЭЛТҮҮДИЙН 2014 ОНЫ 3 ДУГААР
УЛИРЛЫН ҮЗҮҮЛЭЛТҮҮДИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

Үнэт цаасны зах зээлийн гарцын төлөв буюу зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүдийг зах зээлийн үнэлгээ /ЗЗҮ/, түүний дотоодын нийт бүтээгдэхүүнд /ДНБ/ эзлэх хувь, ТОП-20 индекс, хөрвөх чадварын түвшин, үнэт цаасны арилжааны үзүүлэлтүүдээр төлөөлүүлэн авч үздэг.

Үнэт цаасны зах зээлийн нийт эдийн засагт болон санхүүгийн зах зээлд эзлэх хувь хэмжээг илтгэгч гол үзүүлэлт нь зах зээлийн үнэлгээ бөгөөд 2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар 1585.2 тэрбум төгрөгөөр хэмжигдэж байгаа нь өмнөх оны мөн үеийнхээс 43.5 тэрбум төгрөгөөр буюу 2.8 хувиар өсч, 2013 оны жилийн эцсийн дүнгээс 85.2 тэрбум төгрөгөөр буюу 5.1 хувиар буурсан үзүүлэлттэй байна.

Тайлант хугацаанд ТОП-20 индексийн дээд үзүүлэлт 16163.81 нэгж, доод үзүүлэлт 15657.49 нэгж, дундаж үзүүлэлт 15878.44 нэгж байв. ТОП-20 индексийг өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 656.3 нэгжээр буюу 4.3 хувиар өсч, 15797.75 нэгж болсон байна. Тайлант хугацаанд ТОП-20 индексийн үзүүлэлтийг 2013 оны жилийн эцсийн дүнтэй харьцуулахад 504.06 нэгжээр буюу 3.1 хувиар буурчээ.

График-1

ТОП-20 индекс болон зах зээлийн үнэлгээ



Үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээний 80 хувийг зах зээлийн үнэлгээ өндөртэй 30 хувьцаат компани дангаараа бүрдүүлж байгаа бөгөөд зах зээлийн үнэлгээний үзүүлэлтэд макро түвшинд эдийн засгийн өсөлт болон гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтын хэмжээ ихээхэн хамааралттай байна.

2011 онд зах зээлийн үнэлгээний хэмжээ 2168.5 тэрбум төгрөг байсан нь зах зээлийн үнэлгээний хамгийн дээд түвшинд хүрсэн үзэгдэл бөгөөд энэ нь тухайн оны ДНБ-ний 20 хувьтай тэнцсэн. 2011-2012 онд манай улсын эдийн засгийн өсөлт нь уул уурхайн салбарын огцом өсөлтөөс шалтгаалан нэмэгдэж хөрөнгийн биржид арилжигдаж байсан уул уурхайн хувьцаат компаниудын хувьцааны үнэ ханш огцом өссөн нь эргээд зах зээлийн үнэлгээг ихээр

нэмэгдүүлэх үндсэн нөхцөл болсон билээ. Тус Хорооноос үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ болон эдийн засгийн өсөлтийн хоорондох харилцан хамаарлыг судлах чиглэлээр статистик шинжилгээнүүдийг хийж байгаа бөгөөд дээрх шинжилгээний үр дүнгээр эдийн засгийн өсөлт нь үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээнд шууд нөлөө үзүүлэгч болох нь харагдаж байна.

Тус Хорооны зүгээс үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээг өсгөх, санхүүгийн зах зээлд эзлэх хувь хэмжээг нэмэгдүүлэх чиглэлээр тодорхой арга хэмжээнүүдийг цаг тухайд нь авч хэрэгжүүлж байгаа бөгөөд үүнд зах зээлд арилжигдах бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний нэр төрлийг нэмэгдүүлэх чиглэлээр засгийн газрын өрийн хэрэгслийг анхдагч болон хоёрдогч зах зээлийн арилжааг “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-иар дамжуулан арилжаалах, зах зээлийн зохицуулалттай этгээдүүдээр дамжуулан хөрөнгө оруулагчдад зуучлалын үйлчилгээг үзүүлэх чиглэлээр Сангийн яамтай хамтран ажиллаж байгаа болно.

Хүснэгт-1

	ДНБ-нд эзлэх зах зээлийн үнэлгээ / хувиар /	ДНБ-нд үнэт цаасны арилжааны эзлэх дүн / хувиар /	Хөрвөх чадвар	Бүртгэлтэй ХК-ийн тоо
1995	2,3	0,15%	6,33%	475
1996	2,8	0,69%	24,97%	449
1997	5,2	1,46%	28,13%	435
1998	4,4	1,32%	30,00%	430
1999	3,7	0,35%	9,51%	418
2000	4	1,38%	34,84%	410
2001	3,7	3,02%	81,58%	400
2002	2,9	3,71%	130,43%	403
2003	3,63	1,75%	51,72%	402
2004	1,66	0,88%	53,04%	395
2005	2,2	0,43%	0,38%	392
2006	4,1	0,49%	1,22%	387
2007	15,7	2,23%	2,29%	383
2008	8,4	1,02%	0,14%	376
2009	10,2	0,38%	0,09%	358
2010	16,6	1,10%	0,58%	336
2011	20	3,23%	0,41%	330
2012	12,9	1,04%	0,06%	328
2013	9,5	0,62%	0,20%	329
2014.III			1,01%	304

Хүснэгт 1-т үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн голлогч үзүүлэлтүүдийн ерөнхий төлөвийг авч үзсэн бөгөөд хүснэгтээс үзэхэд манай орны үнэт цаасны зах зээл нь хөгжиж буй зах зээлийн шинжийг агуулсан зах зээлийн үнэлгээний дийлэнх хэсгийг цөөн тооны хувьцаат компанийн арилжаанаас хамааралтай, хөрвөх чадварын түвшин доогуур, зах зээлийн идэвх сул байгаа нь харагдаж байна. Үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадвар доогуур байгаа нь эргээд гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулагчдын зах зээлд хөрөнгө оруулах сонирхлыг бууруулах үндсэн шалтгаан болоод байна.

Төрийн өмчийн хороо, “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК болон Лондонгийн хөрөнгийн бирж хооронд байгуулсан үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийг шинэчлэх мастер гэрээний

хүрээнд МІТ системийг 2012 оны 7 дугаар сарын 02-ны өдрөөс ашиглаж эхлээд байгаа бөгөөд дээрх систем нь олон тооны хэлцлийг биелүүлэх, day trade буюу өдрийн арилжааг хийдгээрээ давуу талтай систем юм.

Гэвч үнэт цаасны зах зээлд оролцогч брокер, дилерийн компаниудын системд хандах хандлага болон “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК, “ҮЦТТХТ” ХХК-ийн төлбөр, тооцооны системүүдийн уялдаа холбоо дутагдалтайгаас дээрх арилжааг эхлүүлэх ажиллагаа нилээд удаашрах хандлагатай байна.

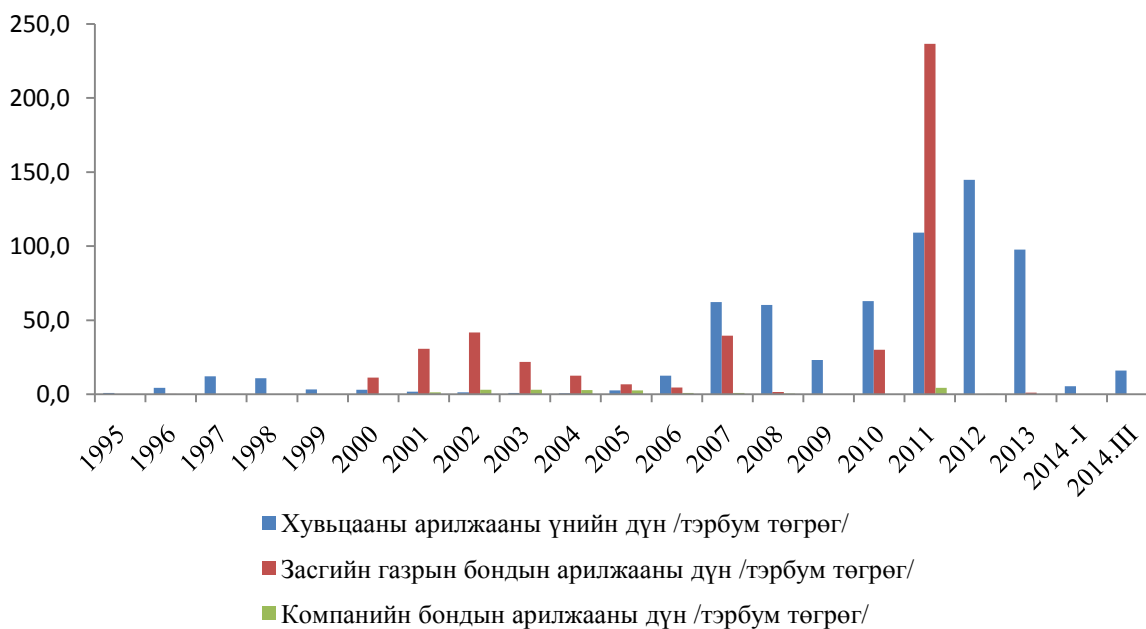
Тус Хорооны 2014 оны 91 дүгээр тогтоолоор “үнэт цаасны арилжаа, төлбөр тооцооны горимд авах арга хэмжээ”-г батлаад байгаа бөгөөд тогтоолын холбогдох заалтаар зах зээлийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэх чиглэлээр “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-д өдрийн арилжааг нэвтрүүлэх асуудал туссан болно.

Дээрх арилжааг нэвтрүүлснээр үнэт цаасны зах зээлд оролцож буй харилцагч нь өөрийн авсан хувьцаагаа ханшийн зөрүүнээс ашиг олох зорилгоор тухайн өдөртөө болон дараа өдрүүдэд арилжаалах боломж бүрдэх юм.

Цаашид тус Хорооны зүгээс үнэт цаасны зах зээлийн санхүүгийн зах зээлд эзлэх хувь хэмжээг нэмэгдүүлэх чиглэлээр нарийвчилсан судалгааг хийн, эдийн засгийн мөчлөгийг дагасан бус мөчлөгийг сөрсөн бодлого арга хэмжээнүүдийг авч хэрэгжүүлэхээр ажиллаж байна.

Үнэт цаасны арилжааны үзүүлэлтүүд:

2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар нийт 190 удаагийн арилжаагаар 31.1 сая ширхэг хувьцааг 15.9 тэрбум төгрөгөөр арилжсан байна. Нийт арилжааны хэмжээг өмнөх оны мөн үетэй харьцуулбал хувьцааны арилжааны үнийн дүн 3.1 тэрбум төгрөгөөр буюу 16.3 хувиар буурсан үзүүлэлттэй байна.



Арилжаа, төлбөр тооцоо, хадгаламжийн МІТ системийг нэвтрүүлснээр багцын арилжаа гэх шинэ арилжааны системийг зах зээлд ашиглаж байгаа бөгөөд дээрх арилжаагаар хийгдсэн хэлцлийн үнийн дүн нь нийт арилжааны тогтмол 50-60 хувийг эзэлж байна. Тайлант хугацаанд 7.6 тэрбум төгрөгийн багцын арилжаа хийгдсэн нь нийт арилжааны үнийн дүнгийн 47.8 хувийг

эзэлж байна.Тайлант хугацаанд компанийн болон Засгийн газрын бондын арилжаа явагдаагүй байна.

2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар үнэт цаасны зах зээлийн голлогч үзүүлэлтүүд болох зах зээлийн үнэлгээ, ТОП-20 индексийн хэмжээ өмнөх оны мөн үеийнхээс өссөн боловч арилжааны хэмжээ буурсан үзүүлэлттэй байна. Арилжааны хэмжээ дорвитой нэмэгдэхгүй байгаад дараах хүчин зүйлс нөлөөлж байна. Үүнд:

- Улс орны эдийн засгийн өсөлт удааширч, уул уурхайн салбарын хувьцаат компаниудын хувьцааны үнэ ханш буурсан;
- Гадаадын иргэн, аж ахуйн нэгжүүдийн үнэт цаасны зах зээлээс бүтээгдэхүүн худалдан авах сонирхол буурч хөрөнгө оруулалтын хэмжээ багассан;
- Өмч хувьчлалын үр дүнгээр нийт бүртгэлтэй хувьцаат компанийн хяналтын багц нэгдмэл сонирхолтой этгээдүүдийн гарт төвлөрч, зах зээлд нийлүүлэлтийн хомсдол бий болсон;
- Аж ахуй нэгжүүд үнэт цаасны зах зээлд үнэт цаас гарган санхүүжилтийн эх үүсвэрээ шийдвэрлэхээс илүүтэйгээр банкны зээлийн санхүүжилтийг чухалчлах хандлага давамгайл байгаа;
- Засгийн газрын анхдагч болон хоёрдогч зах зээлийн арилжаа “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-иар хараахан арилжигдаж эхлээгүй;
- Компанийн бондын болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаа хөгжөөгүй байгаа зэрэг.

ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ДЭД БҮТЦИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ:

Аливаа улсын үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийн хөгжлийг үндсэн зургаан үзүүлэлтээр авч үздэг. Үүнд:

- Үнэт цаасны зах зээлийн харилцааг нарийвчлан зохицуулсан хууль, тогтоомжтой эсэх;
- Төлбөр, тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн оновчтой тогтолцоо бүрдсэн эсэх /clearing and settlement/;
- Төлбөр тооцооны горим нь олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн хэлбэрийг агуулсан эсэх /settlement cycle/;
- Кастодианы үйлчилгээ үнэт цаасны зах зээлд нэвтэрсэн эсэх;
- Арилжааны хяналтын тогтолцоотой эсэх;
- Үнэт цаасны зах зээлд гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулагчдын арилжааны дүнд эзлэх хувь;

Дээрх үзүүлэлтүүдийн хүрээнд манай орны үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийн өнөөгийн нөхцөл, байдал, тулгамдаж буй асуудлуудыг авч үзэхийг зорив.

2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар Хорооноос олгосон тусгай зөвшөөрөл бүхий үйл ажиллагаа явуулж буй арилжаа эрхлэх 1, төлбөр, тооцоо, хадгаламжийн 1, брокер, дилерийн 70 компани, Засгийн газрын үнэт цаасны анхдагч болон хоёрдогч зах зээлд харилцагчийн нэрийн өмнөөс түүний даалгавраар хөрөнгө оруулалтын ажил үйлчилгээ эрхлэх 11, мөнгөн хөрөнгийн төлбөр гүйцэтгэх 5 арилжааны банк, хөрөнгө оруулалтын менежментийн 2 компани, давхардсан тоогоор андеррайтерийн тусгай зөвшөөрөлтэй 27, хөрөнгө оруулалтын зөвлөхийн үйлчилгээ үзүүлэх 17, кастодиан үйлчилгээ үзүүлэх арилжааны 2 банк байна.

Тайлант хугацаанд тус Хорооноос Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн шинэчилсэн найруулгын хүрээнд зохицуулалттай этгээдэд дараах тусгай зөвшөөрөл болон зөвшөөрлийг тус тус олгоод байна. Үүнд:

Хүснэгт-2

д/д	Тусгай зөвшөөрлийн төрлөөр	2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар өссөн дүнгээр
1	Тусгай зөвшөөрөл шинээр авсан <i>Брокер, дилерийн</i> <i>Хөрөнгө оруулалтын менежмент</i> <i>Хөрөнгө оруулалтын зөвлөх</i> <i>Кастодианы үйлчилгээ эрхлэх</i>	1 2 1 2
2	Тусгай зөвшөөрөл нэмж авсан	1
3	Тусгай зөвшөөрлийг түдгэлзүүлсэн	12
4	Тусгай зөвшөөрлийг сэргээсэн	-
5	Тусгай зөвшөөрлийг сунгасан	-
6	Тусгай зөвшөөрлийг хүчингүй болгосон	8
7	Хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн хэмжээ, бүтцэд өөрчлөлт оруулсан	6
8	Гүйцэтгэх захирлаа шинээр томилсон	4
9	Оноосон нэрээ өөрчилсөн	1
10	Орон нутагт салбар нээх зөвшөөрөл авсан	-
11	Номиналь данс эзэмших зөвшөөрөл авсан	1
12	Гадаад улсын үнэт цаасны зах зээлд үнэт цаас худалдах, худалдан авахад зуучлах зөвшөөрөл авсан	3

Үнэт цаасны зах зээлийн харилцааг нарийвчлан зохицуулсан хууль эрх зүйн орчин бүрдсэн эсэх;

Улсын их хурлаас 2013 оны 5 дугаар сарын 24-ны өдөр Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийг батласан бөгөөд дээрх хууль нь 2014 оны 01 дүгээр сарын 01-ний өдрөөс хүчин төгөлдөр үйлчилж эхлээд байна. Үнэт цаасны зах зээлийн тухай шинэ хуулиар үнэт цаасыг анхдагч зах зээлд гаргах, нийтэд санал болгон худалдах, хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компани гадаад улсад үнэт цаас гаргах, гадаад улсад бүртгэлтэй компани Монгол Улсад үнэт цаасаа гаргах, хадгаламжийн бичиг болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг бүртгүүлэх арилжихтай холбоотой шинэлэг зохицуулалтын орчинг бий болгосон.

Түүнчлэн үнэт цаасны зах зээлд зохицуулалттай үйл ажиллагаа эрхлэх этгээдийн үйл ажиллагааг нарийвчлан зааглаж, шинэ үйлчилгээний төрлүүд болох кастодиан, хөрөнгө оруулалтын сан, хөрөнгө оруулалтын менежмент, үнэт цаасны итгэмжлэн удирдах, санхүүжих чадавхийн зэрэглэл тогтоох компанид тусгай зөвшөөрөл олгох, үнэт цаасны зах зээлд оролцогчдод хууль зүйн зөвлөгөө, аудит болон хөрөнгийн үнэлгээний үйлчилгээ үзүүлэх этгээд тус Хороонд бүртгүүлэх харилцааг тус тус зохицуулаад байна.

Мөн өөрийгөө зохицуулах байгууллага болон дотоод мэдээлэл эзэмшигч, зах зээлийг урвуулан ашиглах үйлдлийг таслан зогсоож хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалсан зохицуулалтын орчин бий болоод байна.

Мөн 2013 оны 10 дугаар сарын 03-ны өдөр Улсын их хурлаас Хөрөнгө оруулалтын сангийн тухай хуулийг батлан гаргаад байгаа бөгөөд дээрх эрх зүйн орчин бүрдсэнээр үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулалтын сангууд бий болох, сангийн нэгж эрхийг биржийн арилжаагаар дамжуулан арилжих, тус санд хөрөнгө оруулсан хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгийг найдвартай хадгалах, мэргэшсэн этгээд сангийн хөрөнгийг мэргэжлийн түвшин оновчтой удирдах болон сангийн төрлүүдийг нарийвчлан зааглаж, сангийн үйл ажиллагааг зохицуулах эрх зүйн орчин бүрдээд байна.

Тус Хорооны зүгээс үнэт цаасны зах зээлийн харилцаа, үнэт цаас гаргагч болон зохицуулалттай этгээд, хөрөнгө оруулалтын сангийн чиглэлээр 43 журам, 5 заавар, 1 аргачлалын батлан гаргаж оролцогч этгээдүүдээр мөрдүүлэн ажиллаж байна.

Үнэт цаас гаргагчдын болон зохицуулалттай этгээдийн үйл ажиллагаанд газар дээрх болон зайнаас хяналт, шалгалтыг тогтмол хэрэгжүүлэн ажиллаж байгаа бөгөөд цаашид эрсдэлд суурилсан хяналт, шалгалтын тогтолцоог бий болгох, зохицуулалттай этгээдийн зохистой харьцааны шалгуур үзүүлэлтүүдийг боловсруулах чиглэлээр журмын төслийг боловсруулахаар ажиллаж байна.

Зохицуулалттай этгээдийн зохистой харьцааны шалгуур үзүүлэлтийн журмыг боловсруулснаар эрсдэлд суурилсан хяналт, шалгалтын тогтолцоонд шилжихэд нэг алхам урагшилах, зах зээлийн болон үйл ажиллагаа, төлбөрийн чадварын эрсдлээс урьдчилан сэргийлэх, хөрөнгө оруулагчдыг эрсдэлээс хамгаалах боломж бүрдэх юм.

Төлбөр, тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн оновчтой тогтолцоо бүрдсэн эсэх, төлбөр тооцоо гүйцэтгэх арилжааны горим.

Манай орны үнэт цаасны арилжааны болон арилжааны дараах төлбөр тооцоо, хадгаламж бүртгэлийн ажиллагааг “MIT” системийн trade болон CSD, “ҮЦТТТХТ” ХХК-ийн E-clearing house гэсэн програмуудын хүрээнд гүйцэтгэж байна.

2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар төлбөр тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн дансаар 335 харилцагчийн 1495 удаагийн нийт 1,145,912 сая төгрөгийн орлого, 1783 харилцагчийн 2572 удаагийн нийт 1,148,773.8 сая төгрөгийн зарлагын гүйлгээ хийгдсэн байна.

Тайлант хугацаанд “ҮЦТТТХТ” ХХК-иар дамжуулан банк хоорондын гүйлгээгээр “Толомт банк” ХХК 3,759.5 сая төгрөгийн “Худалдаа хөгжлийн банк” ХХК 1,383.5 сая төгрөг, “Хас банк” ХХК 1,446.3 сая төгрөг, “ХААН банк” ХХК 2,096.1 сая төгрөгийн гүйлгээ хийсэн байна. Мөн хугацаанд брокер, дилерийн тусгай зөвшөөрөлтэй 62 компани 724.3 сая төгрөгийн барьцаа хөрөнгийг, 68 компанийн 345.6 сая төгрөгийг төлбөрийн баталгааны санд тус тус байршуулаад байна.

График-3

"ҮЦТТТХТ" ХХК-иар дамжуулан хийгдсэн банк хоорондын гүйлгээний хувь



Үнэт цаасны хоёрдогч зах зээл эхэлснээс хойш төвлөрсөн хадгаламжид өссөн дүнгээр шинээр 783,534 холболтын 133,044 данс нээгдсэнээс, дотоодын иргэний 779,187 гадаадын иргэний 1,760 дотоодын аж ахуйн нэгжийн 2,414, гадаадын аж ахуйн нэгжийн 173 данс бүртгэлтэй байна.

2013 оны 3 дугаар улиралд төвлөрсөн хадгаламжид шинээр нийт 8,211 данс нээгдсэнээс, дотоодын иргэн 8,146 гадаадын иргэн 35, дотоодын аж ахуй нэгж 20, гадаадын аж ахуйн нэгжүүд 10 данс нээлгэсэн байна. Тайлант хугацаанд нээлгэсэн дансны тоог өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 1,2 хувиар өссөн үзүүлэлттэй байна. Төвлөрсөн хадгаламжид нээгдсэн нийт дансны 99 хувийг дотоодын иргэн, аж ахуйн нэгжийн данс эзэлж байгаа бол үлдсэн нэг хувийг гадаадын иргэн, ААН данс эзэлж байна.

Манай орны үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийн хүрээнд төлбөр тооцооны T+3 горимын дагуу арилжааны төлбөр, тооцоог гүйцэтгэж байгаа хэдий ч дэд бүтцийн шинэчлэлийн хүрээнд төлбөр, тооцооны тусгайлсан CCP програм хангамж суурилдаагүй бөгөөд дээрх ажиллагааг MIT системийн CSD, “ҮЦТТХТ” ХХК-ийн E-clearing house системийг давхар ашиглаж байна. Дээрх хоёр програмыг давхар ашигласнаар гараар гүйцэтгэх ажиллагааг нэмэгдүүлж байна.

Кастодианы үйлчилгээ үнэт цаасны зах зээлд нэвтэрсэн эсэх:

2014 оны 01 дүгээр сарын 01-ний өдрөөс хүчин төгөлдөр үйлчилж байгаа Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулиар үнэт цаасны өмчлөх эрхийн бүртгэлийн үйл ажиллагааг үнэт цаасны төвлөрсөн болон тухайлсан бүртгэлийн төрөлтэй байхаар зохицуулагдсан бөгөөд төвлөрсөн бүртгэлийн үйл ажиллагааг төвлөрсөн хадгаламжийн байгууллага эрхлэхээр харин тухайлсан бүртгэлийг үнэт цаасны зах зээлд кастодиан үйл ажиллагаа эрхлэх тусгай зөвшөөрөлтэй этгээд тус тус эрхлэхээр зохицуулагдсан.

Тус Хорооны 2014 оны 8 дугаар сарын 27-ны өдрийн 295 дугаар тогтоолоор “Голомт банк” ХХК-д, 2014 оны 10 дугаар сарын 21-ний өдрийн 388 дугаар тогтоолоор “Худалдаа хөгжлийн банк” ХХК-д тус тус үнэт цаасны зах зээлд кастодианы үйл ажиллагаа эрхлэх тусгай зөвшөөрлийг олгоод байна.

Банк, түүний охин хараат компани үнэт цаасны зах зээлд кастодианы үйлчилгээг үзүүлснээр гадаад, дотоодын иргэд, аж ахуйн нэгжийн үнэт цаас болон бусад санхүүгийн хэрэгслийг найдвартай хадгалах /watchdog/, үнэт цаас болон ногдол ашгийн мөнгөн төлбөр, тооцоог шуурхай гүйцэтгэх, хувьцаа эзэмшигчийн олгосон итгэмжлэлээр дамжуулан хувьцаа эзэмшигчдийн хуралд оролцож санал өгөх, жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашиг хамгаалагдах боломж бүрдэнэ гэж үзэж байна.

Түүнчлэн гадаадын томоохон хөрөнгө оруулагчдыг манай орны үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулах сонирхлыг нэмэгдүүлэх, хөрөнгө оруулалтын сангийн хөрөнгийг найдвартай хадгалан, сангийн хөрөнгийг хууль бусаар захиран зарцуулагдах явдлыг гаргуулахгүй байх давуу тал бий болох юм.

Мөн тус Хорооны зүгээс Үнэт цаасны өмчлөх эрхийн бүртгэлийн үйл ажиллагааг Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн дагуу дээрх үйлчилгээг үзүүлэгч байгууллагуудын үйл ажиллагааны уялдаа холбоог сайжруулах, төрөлжүүлэх чиглэлээр шаардлагатай арга хэмжээг цаг тухайд нь авч хэрэгжүүлж байгаа бөгөөд цаашид тухайлсан бүртгэлийн үйл ажиллагааг кастодиан банк дагнан эрхлэх тогтолцоог бий болгох тал дээр холбогдох төлөвлөгөөг боловсруулахаар ажиллаж байна.

Ингэснээр үнэт цаасны төвлөрсөн бүртгэлд бүртгэлтэй байгаа дансыг тухайлсан бүртгэлийн үйл ажиллагаа эрхлэх тусгай зөвшөөрөлтэй этгээдэд шилжүүлэх, дээрх этгээд нь төвлөрсөн бүртгэлийн үйл ажиллагаа эрхлэгч этгээдтэй бүртгэлээ тулган баталгаажуулах боломж бүрдэх юм.

Үнэт цаасны зах зээлд гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулагчдын арилжааны дүнд эзлэх хувь:

2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар арилжааны үнийн дүнд гадаадын аж ахуйн нэгжийн эзлэх хувь 2013 оны мөн үетэй харьцуулахад 7 хувь болж 6.3 дахин буурсан бол дотоодын аж ахуйн нэгжийн арилжааны үнийн дүнд эзлэх хувь 37 хувь болж 1.2 хувиар өсчээ. Харин гадаад иргэний арилжааны үнийн дүнд эзлэх хувь 8 хувь болж өмнөх оны мөн үеийнхээс 1 хувиар өссөн бол дотоодын иргэдийн хувь өмнөх оны мөн үеийнхээс 48 хувиар буюу 2.8 дахин өссөн дүнтэй байна. Хөрөнгө оруулагчдын арилжаанд эзлэх хувь хэмжээг хүснэгтээр үзүүлбэл дараах байдалтай байна.

Хүснэгт-3

	Нийт хувьцааны гүйлгээний дүн /тэрбум төгрөгөөр/	Нийт арилжаанд эзлэх%	
		Гадаад	Дотоод
2006	18	27.2	72.8
2007	102.4	37.5	62.5
2008	62.3	24.1	75.9
2009	23.2	31.9	68.1
2010	92.8	62.2	37.8
2011	109.1	23.6	76.4
2012	144.7	92	8
2013	97.6	12	88
2014-III	15.9	15	85

2014 оны 3 дугаар улирлын арилжааны үнийн дүнд гадаадын иргэд, аж ахуйн нэгжийн эзлэх хувь өмнөх оны мөн үеийнхтэй харьцуулахад буурсан нь дараах хүчин зүйлс нөлөөлсөн гэж үзэхээр байна. Үүнд:

- Улс орны эдийн засгийн нөхцөл, байдал тааруу, гадаадын хөрөнгө оруулалтын эрх зүйн орчин тодорхойгүйгээс гадаадын болон дотоодын биржид бүртгэлтэй уул уурхайн компаниудын хувьцааны үнэ, ханш унасан;
- Шинэ системтэй уялдан арилжааны банкинд үнэт цаасны мөнгөн төлбөр тооцооны данс нээх, түүний гүйцэтгэлийн ажилбаруудыг гүйцэтгэхэд аль аль талдаа чирэгдэл үүссэн;

- Гадаадын хөрөнгө оруулагчдын хэрэгцээ, шаардлагад нийцсэн, тэдгээрийн өмчлөх эрхийг нь баталгаажуулах, эрхээ хэрэгжүүлэх үндсэн хэрэгсэл нь болох кастодиан банкны үйлчилгээ зах зээлд харахан нэвтрээгүй, хөрөнгө оруулалтын сангууд үүсэн бий болоогүй;
- Зах зээлд шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний нийлүүлэлт дутмаг, хөрвөх чадварын түвшин доогуур байгаа зэрэг нь нөлөө үзүүлж байна.

Тус Хорооны зүгээс гадаадын хөрөнгө оруулагчдыг манай үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулах сонирхлыг нэмэгдүүлэх, зуучлалын үйлчилгээг чирэгдэлгүй хүргэх чиглэлээр гадаад, дотоодын харилцагчийн үнэт цаасны төлбөрийн үйлчилгээг заавал төлбөр тооцоо гүйцэтгэгч банкинд өөрийн биеэр ирэхгүйгээр брокер, дилерийн компанийн номинал дансаар дамжуулан гүйцэтгүүлэх боломжийг бүрдүүлээд байгаа бөгөөд Хорооны 2014 оны 159 дүгээр тогтоолоор номинал дансны зохицуулалтыг холбогдох журамд нэмэлт байдлаар оруулаад байна.

Түүнчлэн Хорооны 2014 оны 91 дүгээр тогтоолын хүрээнд байгуулагдсан ажлын хэсгээс харилцагч төлбөр тооцоо гүйцэтгэгч банкаа чөлөөтэй сонгох, төлбөр тооцооны эскроу данс нээхтэй холбоотой харилцааг уян хатан болгох чиглэлээр холбогдох судалгааг хийн, төлбөр тооцоо гүйцэтгэгч 4 арилжааны банкны төлөөлөлтэй уулзаж, нэгдсэн нэг шийдэлд хүрэх чиглэлд анхаарал хандуулан ажиллаж байна.

Мөн Монгол улсын иргэдэд гадаад улсын үнэт цаасны зах зээл дээрээс үнэт цаас худалдах, худалдан авахад зуучлалын үйлчилгээ үзүүлж буй болон үзүүлэхээр зорьж буй зохицуулалттай этгээдүүдэд дээрх зөвшөөрлийг олгох, хяналт тавих ажиллагааны зохицуулалтыг Хорооны 2014 оны 7 дугаар тогтоолоор батлагдсан “Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн үйл ажиллагааны журам”-д нэмэлт байдлаар оруулаад байна.

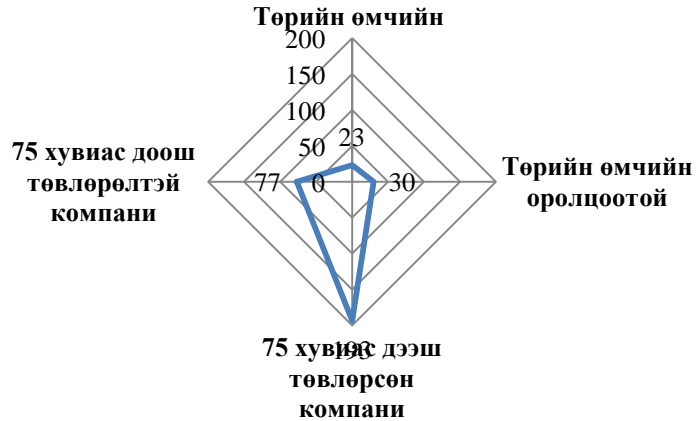
БҮРТГЭЛТЭЙ ХУВЬЦААТ КОМПАНИУДЫН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

2014 оны гуравдугаар улирлын байдлаар тус Хороонд 311 компани бүртгэлтэйгээс, төрийн өмчийн оролцоотой 23, төрийн өмчит 30, хувийн өмчит 258 компани байгаа бол “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-ийн бүртгэлд нийт 245 хувьцаат компани үүнээс төрийн өмчит 21, төрийн өмчийн оролцоотой 16, хувийн өмчит 208 компани бүртгэлтэй байна.

Хөрөнгийн биржийн арилжаанаас харахад нийт бүртгэлтэй компанийн тоо тасралтгүй буурахын зэрэгцээ хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй боловч үнэт цаас нь арилжигддаггүй компанийн тоо тогтмол өсөх хандлага ажиглагдаж байна.

Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хувийн өмчит компаниудын дийлэнх хувь нь өмч хувьчлалын арга хэрэгсэл хэлбэрээр үүсгэн байгуулагдсан тул сонгодог шинжээ олж чадаагүй өнөөг хүрлээ. Сонгодог утгаараа үүсэн бий болоогүй хувьцаат компаниудын хувьцааны хяналтын багцыг нэгдмэл сонирхолтой этгээдүүд төвлөрүүлэх нөхцөл бүрдэхэд тухайн үеийн зохицуулалтын орчин, мэргэжлийн зуучлагч байгууллагуудын ёс зүйгүй алхам ихээхэн нөлөөлсөн юм. 2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар тус Хороонд бүртгэлтэй 193 хувьцаат компани нь 75 ба түүнээс дээш хувийн төвлөрөлтэй байна.

Хувьцаат компанийн төвлөрөл



Тус Хорооны зүгээс төвлөрөл өндөртэй хувьцаат компаниудын төвлөрлийг задлах, зах зээл дэх бүтээгдэхүүнийг нэмэгдүүлэх чиглэлээр төвлөрөл өндөртэй хувьцаат компаниудад хаалттай болон хязгаарлагдмал хариуцлагатай компани болох, эсвэл зах зээлд нэмж хувьцаа гаргуулах чиглэлээр холбогдох арга хэмжээнүүдийг авч хэрэгжүүлэн ажиллаж байна. Мөн хөрөнгийн биржийн бүртгэлийг цэгцлэх, бүртгэлийн нэр хүндийг өсгөх чиглэлээр төвлөрөл өндөр, өмч хөрөнгө нь үрэгдсэн хувьцаат компаниудыг бүртгэлээс хасах, түүнчлэн хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах үүднээс эрсдэлгүй үнэт цаасанд хөрөнгөө оруулах боломжийг бүрдүүлэх чиглэлээр хөрөнгийн биржийн арилжааны самбарыг А, В, самбарт хуваах ажлуудыг тус тус хийгээд байна.

2010 онд Компанийн тухай хуулийн шинэчилсэн найруулга батлагдснаас хойших хугацаанд хувьцаат компанийн хуулиар хүлээсэн үүргийн хэрэгжилт эрс сайжирсан төлөв ажиглагдаж байна.

Хүснэгт-4

Хувьцаат компанийн хуулиар хүлээсэн үүргийн хэрэгжилт



Тайлант хугацаанд 27 хувьцаат компани 52.2 тэрбум төгрөгийн ногдол ашиг хувиарлахаар хувьцаа эзэмшигчдийн хурлаараа шийдвэрлэсэн байна.

Үнэт цаасны бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний нийлүүлэлт нь хувьцаат компанийн нөхцөл, байдал, төлөвөөс ихээхэн хамааралтай байдаг бөгөөд манай орны дийлэнх аж ахуй нэгжүүд

үнэт цаасны зах зээлд үнэт цаас гаргахаасаа илүүтэйгээр банкны богино хугацаат зээлийн эх үүсвэрийг илүүд үзэх хандлага давамгайлж байгаа бөгөөд гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулагчдын эрэлт хэрэгцээнд нийцсэн тэдгээрийн сонирхлыг татахуйц бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний сонголт хангалтгүй байна.

“Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-ийн бүртгэлд 100 хувь төрийн өмчит хувьцаат компанийн 1,965,759,932 ширхэг хувьцаа, төрийн өмчийн оролцоотой хувьцаат компанийн төрийн өмчийн 72,552,967 ширхэг хувьцаа зах зээлд арилжигдахгүй байна.

Иймд төрийн өмчийн болон төрийн өмчийн оролцоотой хувьцаат компаниудын хувьцааг зах зээлд арилжаалах шаардлага тулгарч байгаа бөгөөд төрийн эрх барих дээд байгууллага болох Улсын их хурлын зүгээс дээрх асуудалд анхаарал хандуулах нь зүйтэй юм. Төрийн өмчийн оролцоотой хувьцаат компанийн зах зээлийн үнэлгээг хүснэгтээр үзүүлбэл дараах байдалтай байна.

Хүснэгт-4

Компанийн тоо	Гаргасан хувьцааны тоо	Зах зээлийн үнэлгээ төгрөгөөр
16 ХК	120,743,643	490 107 178 985,00

Төрийн өмчийн оролцоотой хувьцаат компанийн нийтэд санал болгон гаргасан хувьцааны зах зээлийн үнэлгээний дүн нь 2014 оны 3 дугаар улирлын зах зээлийн үнэлгээний 31 хувийг дангаараа бүрдүүлж байна. 100 хувь төрийн өмчит хувьцаат компанийн болон төрийн өмчийн оролцоотой компанийн төрд оногдох хувьцааг зах зээлд нээлттэй арилжаалснаар зах зээлийн үнэлгээний хэмжээ эрс нэмэгдэх боломжтой болох нь харагдаж байна.

Үнэт цаасны анхдагч зах зээлийн арилжаа:

2014 оны эхний гурван улирлын байдлаар “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-ийн анхдагч зах зээлийн арилжаагаар “Мерекс” ХК 26.0 сая ширхэг энгийн хувьцаа арилжаалагдаж, нийт 2.6 тэрбум төгрөгийг хөрөнгийн зах зээлээс татан төвлөрүүлсэн байна.

2005-2014 онуудын хооронд нийт 18 хувьцаат компани Санхүүгийн зохицуулах хороонд үнэт цаасаа бүртгүүлэн шинээр болон нэмж үнэт цаас гаргаад байгаа бөгөөд дээрх компаниудын хувьцааны арилжаа нь “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-ийн нийт арилжааны 20 буюу түүнээс дээш хувийг эзэлж байна. Шинээр болон нэмж үнэт цаас гаргасан хувьцааны бүтцийг авч үзвэл 53 хувь нь олборлох болон боловсруулах салбарын аж ахуй нэгжүүд эзэлж байна.

Үнэт цаасны анхдагч зах зээлийн арилжааны хэмжээ сүүлийн жилүүдэд дорвитой нэмэгдэхгүй байгаа бөгөөд анхдагч зах зээлд үнэт цаасаа арилжаалсан компанийн тоо, татан төвлөрүүлсэн хөрөнгийн дүнг хүснэгтээр үзүүлбэл дараах байдалтай байна:

Хүснэгт-5

д/д	Компанийн нэр	Үйл ажиллагааны чиглэл	Тоо ширхэг	Үнийн дүн
1	Зоос банк	Банк санхүү	1,999,768.00	2,022,528,900.00
2	Монгол шилтгээн	Зочид буудал	1,000,000.00	800,000,000.00

3	БиДиСек	Санхүүгийн зуучлал	8,400,014.00	3,375,346,500.00
4	Оллоо	Мэдээлэл технологи	5,820,299.00	582,029,900.00
5	Хай Би Ойл	Тос тосолгооны маиериал үйлдвэрлэл	6,738,361.00	1,128,474,814.00
6	Монинжбар	Барилга угсралт	10,000,000.00	1,000,000,000.00
7	Женко тур бюро	Аялал зуучлал	78,895,885.00	8,259,239,676.00
8	Туул сонгино усны нөөц	Хөрөнгө оруулалт дэд бүтэц	13,200,000.00	13,200,061,250.00
9	Гермесцентр	Худалдаа үйлчилгээ	23,562,900.00	2,356,290,000.00
10	Анод банк	Банк санхүү	18,618,171.00	20,107,624,680.00
11	Ремикон	Барилгын материал үйлдвэрлэл	50,488,202.00	5,048,820,200.00
12	Хөх ган	Ган төмөр үйлдвэрлэл	30,395,272.00	3,195,456,280.00
13	Монфреш шүүс	Ундаа усны үйлдвэрлэл	692,432.00	69,243,200.00
14	Нако түлш	Түлш үйлдвэрлэл	1,180,195.00	270,264,655.00
15	Силикат	Барилгын материал үйлдвэрлэл	16,222,300.00	3,650,017,500.00
16	Шарын гол	Уул уурхай	1,646,257.00	18,301,439,069.00
17	Э транс ложистикс	Тээвэр	7,700,000.00	924,000,000.00
18	Мерекс	Барилгын материал	26,000,000	2,600,000,000
Нийт дүн			276,560,056.0	84,290,836,624.0

Үнэт цаасны зах зээлийн анхдагч зах зээлийн арилжаа идэвхтэй нэмэгдэхгүй байгаад дараах хүчин зүйлс нөлөө үзүүлж байна. Үүнд:

- дотоодын хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасанд хөрөнгө оруулалт хийхээсээ илүүтэйгээр банкны хадгаламжид хөрөнгөө байршуулан ашиг хүртэх сонирхол өндөр байгаа;
- Үнэт цаасны зах зээлийн хувь хэмжээ бага, мэргэжлийн томоохон хөрөнгө оруулагчид байхгүй, оролцогчдын тоо хязгаартайгаас үүдэн төлөвлөж буй хөрөнгийг босгоход бэрхшээлтэй;
- Үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтөөс шууд хамааралтай буюу мөчлөг дагасан шинжтэй, өсөлттэй жилүүдэд үнэт цаасны үнэ, ханш огцом нэмэгдэж хөөсрөл үүсдэг;
- Нээлттэй хувьцаат компаниудын хяналтын багц нэгдмэл сонирхолтой этгээдүүдийн гарт төвлөрсөн, компанийн засаглалын сул байдал;
- Иргэдийн үнэт цаасны зах зээлийн мэдлэг, мэдээлэл дутмаг, итгэх итгэл бага байгаа зэрэг.

Тус Хорооны зүгээс анхдагч зах зээлийн арилжааг идэвхжүүлэх чиглэлээр үнэт цаасны зах зээлд андеррайтерийн тусгай зөвшөөрөлтэй этгээд нь шинээр болон нэмж гаргасан үнэт цаасыг Хороонд бүртгүүлсний дараа олон нийтэд санал болгох, худалдах ажиллагааг book building буюу захиалгын бүртгэлийн аргаар захиалгыг хүлээн авах биелүүлэх ажиллагааг өөрийн програм хангамжийн хүрээнд шийдвэрлэх нь эргээд анхдагч зах зээлийн арилжааг идэвхжүүлэх боломж бүрдэнэ гэж үзэж байгаа болно.

Тус Хорооны даргын 2014 оны 237 дугаар тушаалаар Үнэт цаасны зах зээлийн орон тооны бус бодлогын зөвлөлийг байгуулсан бөгөөд уг зөвлөлөөс үнэт цаасны зах зээлийг хөгжүүлэхийн тулд юуны өмнө зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлэх бодлогыг төрөөс

хэрэгжүүлэх шаардлагатай гэж үзэн УИХ, Засгийн газарт дараахь арга хэмжээг авч хэрэгжүүлэх чиглэлээр зөвлөмжийг боловсруулаад байна. Үүнд:

- Татварын бодлогоор үнэт цаасны зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтийг дэмжих;
- Хөрөнгийн бирж дээр бүртгэлтэй төрийн өмчит компанийн хувьцааг үнэт цаасны арилжаанд оруулах;
- Төрийн өмчийн компаниудын хувьчлалын үйл ажиллагааг зохион байгуулахдаа үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийг ашиглах, илүү үнэд хүргэх чиглэлийг баримтлах;
- Хувийн тэтгэврийн сангийн үйл ажиллагааны талаар авч хэрэгжүүлэх арга хэмжээний талаар;
- Үнэт цаасны төлбөр тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн төв” ТӨХХК-ийн чиглэлд авч хэрэгжүүлэх арга хэмжээний талаар;
- Макро эдийн засгийн тогтвортой байдлыг хангах зэрэг.

Цаашид хэрэгжүүлэх арга хэмжээ: Дээрх тойм, мэдээллээс үзэхэд үнэт цаасны зах зээлийг хөгжүүлэх чиглэлээр дараах зорилтыг дэвшүүлэн ажиллах шаардлагатай байна. Үүнд:

- Үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийн уялдааг холбоог сайжруулж, электрон арилжааны болон өдрийн арилжааг шуурхай нэвтрүүлэн хөгжүүлэх;
- Үнэт цаасны өмчлөх эрхийн төвлөрсөн болон тухайлсан бүртгэлийг гүйцэтгэгч зохицуулалттай этгээдүүдийн үйл ажиллагааг уялдуулан, кастодианы үйлчилгээг зах зээлд шуурхай нэвтрүүлэх;
- Олон улсын болон бүс нутгийн санхүүгийн зах зээлийн хөгжилтэй хөл нийлүүлэн алхах чиглэлээр хамтын ажиллагааг өрнүүлэх, үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн бодлогыг мөчлөг дагасан бус мөчлөг сөрсөн байдлаар шинэчлэн боловсруулах;
- Гадаадын хөрөнгө оруулагчдыг үнэт цаасны зах зээлд татах, тэдгээрийн эрэлт, хэрэгцээнд нийцсэн бүтээгдэхүүн үйлчилгээг бий болгох;
- Иргэдийн үнэт цаасны зах зээлийн мэдлэг, мэдээллийг дээшлүүлэх, итгэлийг сэргээх.

Хянасан: ҮЦГ-ын даргын үүргийг түр орлон гүйцэтгэгч

Т.Жамбаажамц

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын МОХ-ийн хянан шалгагч

Ц.Цэрэнтогтох

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын мэргэжилтэн

Ж.Мядагбадам

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын МОХ-ийн мэргэжилтэн

Н.Нарантуяа

**САНХҮҮГИЙН ЗОХИЦУУЛАХ ХОРОО
ҮНЭТ ЦААСНЫ ГАЗАР**



САНХҮҮГИЙН ЗОХИЦУУЛАХ ХОРОО

ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН 2014 ОНЫ ГУРАВДУГААР УЛИРЛЫН ТОЙМ МЭДЭЭЛЭЛ



Улаанбаатар хот 2014 он

ХОЁРДУГААР БҮЛЭГ.

ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛ БОЛОН МАКРО ЭДИЙН ЗАСГИЙН ХУВЬСАГЧДЫН ХАРИЛЦАН ХАМААРАЛ

Үнэт цаасны зах зээлийг макро түвшинд дотоод, гадаадын хуримтал болон хөрөнгө оруулалтын хэмжээг нэмэгдүүлэх замаар эдийн засгийн өсөлтөнд бодит нөлөө үзүүлдэг санхүүгийн хэрэгсэл гэж үздэг бол микро түвшинд бол компаниудад бага зардлаар их хэмжээний санхүүжилтийн эх үүсвэрийг бий болгогч бүрдүүлэгч гэж үздэг.

Үнэт цаасны зах зээлийн харилцаа хөгжсөн орнуудын аж ахуйн нэгжүүд нь банкны санхүүжилтээс илүүтэйгээр үнэт цаасны зах зээлд үнэт цаасаа гаргах замаар санхүүжилт татах сонирхолтой байдаг бөгөөд энэ нь эргээд чанаргүй зээлийн эрсдлийг давхар бууруулах, хадгаламжийн хүүг бууруулж байдаг.

Тухайн улсын үнэт цаасны зах зээлд үр ашигтай тогтолцоо бүрэлдэж чадсан нөхцөлд хуримтлалыг үр өгөөж өндөртэй хөрөнгө оруулалтын төслийг санхүүжүүлэх боломжийг олгож байдаг бөгөөд зах зээл үр ашигтай байх тусам хөрөнгө оруулагч нарт очих өгөөжийн хувь нэмэгддэг байна. Сонгодог үнэт цаасны зах зээлийн харилцаа бол хувийн секторын хөрөнгө оруулалтын төслийн санхүүжилтэнд /IPO/ иргэд, аж ахуйн нэгжийн сул чөлөөтэй хуримтлалыг зарцуулдагт зорилго нь чиглэгддэг байна.

Үнэт цаасны зах зээл нь хуримтлалыг хөрөнгө оруулалтанд дайчлахаас гадна, хөрөнгө оруулагчдад төслийн хэрэгжилтийн үр дүн, компанийн үйл ажиллагаанд хяналт тавьж компанийн үнэ цэнэ, ашгийг хамгийн боломжит түвшинд байлгаж чадаагүй удирдлагын багийг өөрчлөх, өөр чадварлаг удирдлагын багийг олж тавих боломжийг давхар олгодог байна.

Дээр дурьдсан үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөөллийн сувгуудыг судлахад зайлшгүй үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүд болон макро эдийн засгийн хувьсагчдын хоорондох харилцан хамаарлыг шинжлэх шаардлага бий болдог.

Үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтөд бодит нөлөө үзүүлдэг эсэхийг судалдаг судлаачид болох Levine ба Zervos /1998/ нарын судалгаагаар эдийн засгийн ирээдүйн өсөлтийг таамаглахад үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүд голлох үүрэгтэй болохыг өөрийн судалгааны ажлаараа нотолсон байна.

Институциональ хүчин зүйлсийн нөлөөлөл хэр байгаагаас гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулагчийн тухайн орны үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулах эсэх нь ихээхэн хамаардаг байна. Үнэт цаасны зах зээлийн институциональ хүчин зүйлс гэдэгт улс төрийн орчин, төрийн зохицуулах байгууллагын зохицуулалт, хяналт, хууль эрх зүйн тогтолцоо, иргэдийн хуулийг хэрэгжүүлэх ухамсар, эдийн засгийн эрх чөлөөний үзүүлэлтүүдийг хамруулан ойлгодог.

Calderon Rossell /1991/ үнэт цаасны зах зээлийн өсөлтийн хэсэгчилсэн тэнцвэрийн загварыг хөгжүүлсэн бөгөөд энэхүү загвар нь үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилд макро эдийн засгийн болон институциональ хүчин зүйлсийн нөлөөллийг нэг тэгшитгэлд авч үзснээрээ давуу талтай загвар юм. Энэхүү тойм ажилд дээрх загварын үндсэн арга зүйг ашиглаж судалгааг хийсэн болно.

Энэхүү тоймоор үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтийг зах зээлийн үнэлгээний үзүүлэлтээр төлөөлүүлэн авч үзсэн бөгөөд түүнд нөлөөлөгч макро эдийн засгийн хувьсагч үзүүлэлтүүдээр дараах хүчин зүйлсийг сонгон авсан болно. Үүнд:

	Зах зээлийн хөгжлийг илэрхийлэгч үзүүлэлт
	Дотоодын нийт бүтээгдэхүүн ий нэрлэсэн дүн
	Банкны секторын үзүүлэлт буюу M2 мөнгө
Макро эдийн засгийн хүчин зүйлс	Хадгаламжийн хэмжээ
	Үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадварын түвшин
	Макро эдийн засгийн тогтворжилтийн үзүүлэлтүүд
	Төгрөгийн ам доллартай харьцах ханш

Тойм ажилд 2006 оны 01 дүгээр сараас 2014 оны 9 дүгээр сарын хоорондох сарын үзүүлэлтүүдийг Үндэсний статистикийн хороо, Монголбанк, “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК, “ҮЦТТТХТ” ХХК-иас олон нийтэд гаргадаг тоон мэдээлэлд тулгуурлан шинжилгээг хийв.

Калдерон-Росселл нь үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг илэрхийлэх бүтцийн загварыг анх хөгжүүлсэн байх бөгөөд энэхүү загвар нь үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг 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 үр дүн хамаарна гэж үздэг загвар юм.

Үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үнэлгээг дараах байдлаар загварчилсан. Үүнд:

$$Y = P * V \quad /1/$$

Y- Тухайн орны мөнгөн тэмдэгтээр илэрхийлэгдсэн зах зээлийн үнэлгээний дүн;

P- Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хувьцаат компанийн тоо;

V- Тухайн орны мөнгөн тэмдэгтээр илэрхийлэгдсэн бүртгэлтэй компаниудын хувьцааны дундаж үнэ.

Дээрх загварыг өргөтгөвөл:

$$Y = PV = Y(G, T) \quad /2/$$

$$V = V(G, P),$$

$$P = P(T, V) \quad /3/$$

G- тухайн орны мөнгөн тэмдэгтээр илэрхийлэгдсэн үндэсний нийт орлого;

T- үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадвар.

Тэгшитгэлийн хувьсагч тус бүрээр бичвэл дараах байдалтай байна. Үүнд:

$$\log V = \alpha_1 \log G + \alpha_2 \log T \quad /4/$$

$$\log P = \mu_1 \log G + \mu_2 \log T \quad /5/$$

$$\log Y = \theta_1 \log G + \theta_2 \log T \quad /6/$$

Өмнөх тэгшитгэлүүдийг нэгтгэн авч үзвэл:

$$\log Y = \log(PV) = \alpha_1 \log G + \alpha_2 \log T + \mu_1 \log T + \mu_2 \log T \quad /7/$$

$$\log Y = (\alpha_1 + \mu_1) \log G + (\alpha_2 + \mu_2) \log T \quad /8/$$

$$\theta_1 = \alpha_1 + \mu_1 ; \theta_2 = \alpha_2 + \mu_2 \quad /9/$$

Дээрх тэгшитгэлийг макро эдийн засгийн хувьсагч болон институциональ хувьсагчдийг оруулан өргөтгөвөл дараах хэлбэртэй болж байна.

$$Y_{it} = \alpha_i + \delta Y_{it-1} + \beta M_{it} + \gamma P_{it} + \varepsilon_{it} \quad /10/$$

Y_{it}- Зах зээлийн үнэлгээ ба ДНБ-ий харьцаа;

α_i- Тэгшитгэлийн сул гишүүн буюу тэгшитгэлд ороогүй хувьсагчдын нөлөөлөл;

ε_{it}- Тэгшитгэлийн алдаа буюу цагаан шуугиан процесс;

M_{it}-Макро эдийн засгийн хувьсагчдын олонлог;

P_{it}- Институциональ хувьсагчдын олонлог.

Дээрх тэгшитгэлээс институциональ хүчин зүйлсийг хасаж тойм ажилд үнэлэгдэх хувьсагчдыг оруулж өгвөл дараах тэгшитгэлийг гарган авч болох юм.

$$\log(y_t) = \alpha + b_1 \log(gdp) + b_2 \log(m2) + b_3 \log(saving) + b_4(liduidity) + b_5(inf) + b_5 \log(exchange\ rate) + d1 + @seas(...) + e_t \quad /11/$$

Тайлбарлагдагч хувьсагч буюу хамааран хувьсагч: Зах зээлийн хөгжлийг илэрхийлэгч хамааран хувьсагчаар бид зах зээлийн үнэлгээний логарифм авсан үзүүлэлтийг сонгосон.

Тайлбарлагч хувьсагч буюу үл хамааран хувьсагч:

Орлогын түвшин: Үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ болон бодит орлогын түвшин нь хоорондоо өндөр хамааралтай тул уг үзүүлэлтийг үл хамааран хувьсагчаар сонгов. Орлогын түвшинг нэрлэсэн ДНБ-ийн логарифм авсан үзүүлэлтээр төлөөлүүлэн авч үзсэн бөгөөд дээрх үзүүлэлтийн коэффициент нь эерэг хамаарал үзүүлдэг.

Банкны салбарын зуучлалын хөгжил: Банкны салбарын хөгжил нь үнэт цаасны зах зээлийн хөгжилтэй харилцан хамааралтай үзүүлэлт тул бид үл хамааран хувьсагч үзүүлэлтээр сонгосон. Банкны салбарын үзүүлэлтүүдийг M2 мөнгөний логарифм авсан утгыг оруулсан бөгөөд дээрх үзүүлэлтийн коэффициент нь эерэг хамаарал үзүүлдэг.

Хадгаламж: Энэхүү үзүүлэлт нь үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээний дүнд шууд нөлөөлдөг тул хадгаламжийн дүнгийн логарифм утгыг оруулсан бөгөөд дээрх үзүүлэлтийн коэффициент нь сөрөг хамаарал үзүүлдэг.

Үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадвар: Хөрвөх чадвар өндөр, эргэц хурдтай байгаа нөхцөлд хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулах сонирхол төдий чинээ өндөр байдаг. Хөрвөх чадварын үзүүлэлт нь зах зээлийн хөгжлийг удирдах боломжтой суурь хувьсагч бөгөөд нийт арилжигдсан үнэт цаасны үнийн дүнг тухайн хугацааны зах зээлийн үнэлгээний дүнд харьцуулан тооцов.

Макро эдийн засгийн тогтвортой байдал: Макро эдийн засаг тогтвортой байгаа нөхцөлд үнэт цаас гаргагч болон хөрөнгө оруулагчийн үнэт цаасны зах зээлд оролцох сонирхлыг нэмэгдүүлдэг ба үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн суурь нөхцөл нь болж өгдөг. Үнэт цаас гаргагчдын ашигт ажиллагаа нь төрөөс явуулж буй мөнгө, санхүүгийн бодлогоос ихээхэн хамааралтай тул бид макро эдийн засгийн тогтвортой байдлыг хэмжигч хэрэгслүүдийн нэг болох инфляцийн түвшинг сонгож тооцоонд ашиглав. Дээрх үзүүлэлтийн коэффициент нь сөрөг хамаарал үзүүлдэг.

Төгрөгийн доллартай харьцах ханш: Хөрөнгийн үнэт цаасны зах зээлд гадаадын иргэд аж ахуйн нэгжүүдэд үнэт цаасанд хөрөнгө оруулахад зайлшгүй төгрөгийн доллартай харьцах ханшний нөлөөлөл чухал ач холбогдолтой тул сонгон авсан болно. Дээрх үзүүлэлтийн коэффициент нь голчлон сөрөг хамаарал үзүүлдэг.

ШИНЖИЛГЭЭНИЙ ХЭСЭГ:

Шинжилгээнд 2006 оны 01 дүгээр сараас 2014 оны 9 дүгээр сарын хоорондох өгөгдлийг ашиглав. Дотоодын нийт бүтээгдэхүүний улирлын нөлөөллийг арилгасан дүнг Үндэсний статистикийн хорооноос авсан бөгөөд M2 мөнгө, нийт хадгаламжийн хэмжээ, төгрөгийн валютын ханш, инфляцийн түвшинг Монголбанкны сарын статистикийн мэдээллээс авч ашиглав. Зах

зээлийн үнэлгээ, хөрвөх чадварын мэдээллийг “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-ийн сарын статистик мэдээллээс авч ашиглав.

Манай орны хувьд ДНБ-ийг сараар тооцдоггүй тул улирлын өгөгдлөөс eviews 8.1-програмын Frequency conversion options хувиргалтыг ашиглан сарын ДНБ-ийг гаргаж авсан. Дотоодын нийт бүтээгдэхүүнээс бусад хувьсагчдын хувьд улирлын зохицуулалт хийгээгүй бөгөөд инфляци, хөрвөх чадварын түвшингөөс бусад үзүүлэлтээс логарифм авсан болно.

$$\log(y_t) = \alpha + b_1 \log(gdp) + b_2 \log(m2) + b_3 \log(saving) + b_4(liduidity) + b_5(inf) + b_5 \log(exchange rate) + d1 + @seas(...) + e_t$$

Энд:

Log(gdp) - орлогын логарифм (улирлын нөлөөг арилгасан ДНБ);

Log(m2) - мөнгөний нийлүүлэлтийн логарифм;

Log(saving) - нийт хадгаламжийн хэмжээний логарифм;

liquidity - үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадварын үзүүлэлт;

Inf - инфляцийн түвшин;

Log(exchange rate) - төгрөгийн ам доллартай харьцах ханш.

Нэгж язгуурын тестийн үр дүнгээс үзэхэд үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадварын үзүүлэлтээс бусад нь анхны хэлбэртээ тогтворгүй хэдий ч нэгдүгээр эрэмбийн ялгавар авсны дараа тогтвортой байв.

	Анхны хэлбэрт			1-р эрэмбийн ялгавар		
	Хугацааны хоцролт	t-статистик	Магадлалын утга	Хугацааны хоцролт	t-статистик	Магадлалын утга
Инфляфи	12	-1.60	0.1017	12	-10.47	0.0000
Log(Валютын ханш)	12	-1.86	0.6669	12	-7.17	0.0000
Хөрвөх чадвар	12	-5.48	0.0000**	-	-	-
Log(ДНБ)	12	-2.80	0.1981	12	-1.867	0.05**
Log(M2)	12	-1.61	0.7811	12	-4.27	0.0000
Log(Хадгаламж)	12	-2.16	0.5037	12	-3.03	0.0027**
Log(Зах зээлийн үнэлгээ)	12	-1.85	0.6725	12	-6.68	0.0000

Эдийн засгийн хувьсагч үзүүлэлтүүдийн хоорондын цаг хугацааны хамаарал илэрхийлэгч динамик загваруудаас сүүлийн жилүүдэд олонх судлаачдын судалгаандаа ашиглаж байгаа арга бол вектор авторегресс загвар юм. Дээрх загвараар Төв банк болон Сангийн яам нь мөнгөний ба сангийн бодлогын үр нөлөөг шинжлэхдээ өргөн ашиглаж байна.

Вектор авторегресс загвар нь бүтцийн ерөнхий тэгшитгэлд бодлогын хувьсагчийг багтаасан тэгшитгэлийг агуулж байдаг бөгөөд бодлогын тэгшитгэл нь бодлогын зарчим болон бодлогын шок гэсэн хоёр үндсэн хэсэгт хуваагддаг.

Үнэлэгдсэн тэгшитгэлээс бодлогын үр нөлөөний шинжилгээ хийж болох бөгөөд энэ нь бодлогын шок буюу цочрол нь эдийн засгийн хувьсагч үзүүлэлтэд цаг хугацааны явцад хэрхэн нөлөө үзүүлж байгааг тогтооход чиглэгддэг.

Тойм судалгаанд орсон хувьсагч үзүүлэлтүүд нь өөрийн эрэмбэ дээрээ тогтворгүй нэгдүгээр эрэмбийн ялгавар хэлбэрт шилжүүлсний дараа тогтворжиж байгаа нөхцөлд тэгшитгэлийг вектор авторегресс загвараар болон вектор хэлбэр алдаа засварлах загвар VEC-ийн аль нэгээр нь үнэлэх эсэхэд johansen cointegration тестийг ашигладаг бөгөөд дээрх тест нь хувьсагчдын хооронд урт хугацааны шугаман хамаарал оршин байгаа эсэхийг шинжилдэг.

Вектор авторегресс загварын хугацааны хоцролтыг сонгохдоо судалгаанд ашиглаж буй тоон мэдээллийн өгөгдөл харьцангуй богино тул аль болох бага хоцролт сонгохыг зорьсон бөгөөд хүснэгтээр үзүүлбэл дараахь байдалтай байна. Тэгшитгэлийг үнэлэхдээ SC, HQ шалгуурыг үндэсэлсэн болно.

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: INF LIQUIDITY LOGEXCHANGE LOGGDP LOGM2 LOGSAVING LOGZZY

Exogenous variables: C

Date: 11/09/14 Time: 21:18

Sample: 2006M01 2014M09

Included observations: 92

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-175.3090	NA	1.24e-07	3.963240	4.155115	4.040683
1	497.5539	1228.706	1.60e-13	-9.598999	-8.063997*	-8.979459*
2	565.7922	114.2249	1.07e-13*	-10.01722	-7.139094	-8.855585
3	610.6909	68.32406*	1.23e-13	-9.928063	-5.706808	-8.224328
4	658.4772	65.44648	1.38e-13	-9.901678	-4.337297	-7.655847
5	712.9008	66.25482	1.43e-13	-10.01958	-3.112075	-7.231654
6	757.1968	47.18492	2.02e-13	-9.917323	-1.666688	-6.587297
7	826.9138	63.65460	1.86e-13	-10.36769	-0.773930	-6.495568
8	883.4205	42.99421	2.73e-13	-10.53088*	0.406008	-6.116659

Johansen-ийн коинтегрэйн тестийн үр дүнгээс үзэхэд манай хувьсагчдын хооронд урт хугацааны буюу коинтегрэйн зөвхөн нэг хамаарал оршин байгааг Max-Eigen болон Trace тестийн үр дүнгээс харагдаж байна. Үр дүнг хүснэгтээр үзүүлэв.

Date: 11/09/14 Time: 21:21

Sample (adjusted): 2006M05 2014M06

Included observations: 98 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: INF LIQUIDITY LOGEXCHANGE LOGGDP LOGM2 LOGSAVING LOGZZY

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.422115	149.2633	125.6154	0.0008
At most 1	0.301950	95.52192	95.75366	0.0519
At most 2	0.224189	60.29439	69.81889	0.2264
At most 3	0.212721	35.41739	47.85613	0.4262
At most 4	0.066264	11.97852	29.79707	0.9326
At most 5	0.051849	5.259461	15.49471	0.7807
At most 6	0.000426	0.041787	3.841466	0.8380

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.422115	53.74134	46.23142	0.0067
At most 1	0.301950	35.22753	40.07757	0.1592
At most 2	0.224189	24.87700	33.87687	0.3934
At most 3	0.212721	23.43887	27.58434	0.1555
At most 4	0.066264	6.719059	21.13162	0.9641
At most 5	0.051849	5.217673	14.26460	0.7142
At most 6	0.000426	0.041787	3.841466	0.8380

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Johansen-ийн коинтегрэйн тестийн үр дүнгээс үзэхэд үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлт болон макро эдийн засгийн хувьсагч үзүүлэлтүүдийн хоорондын харилцан хамаарлыг вектор авторегресс загвараар бус вектор хэлбэрт алдаа засварлах загвар буюу VEC загвараар үнэлэх боломжтой болох нь харагдаж байна. Загварын үнэлгээг хийж үзвэл дараах байдалтай байна.

$$\log(33Y_t) = -1.2 + 156.2\log(gdp_t) - 351.8\log(saving_t) - 233.5\log(m2_t) + 22.7(liquidity_t) - 3.57(inf_t) - 26.9\log(exrate_t)$$

[2.65]
[-4.33]
[2.65]
[6.50]

[-4.91]
[-0.56]

Үнэлгээний үр дүнгээс үзэхэд 33Y-ний нэг хувийн өөрчлөлтөнд хадгаламжийн хэмжээ 3,5 хувиар, инфляцийн түвшин 3.5 хувиар, валютын ханш 0,27 хувиар тус тус бууруулах нөлөө үзүүлдэг байна.

Харин 33Y-ний нэг хувийн өөрчлөлтөнд үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадварын түвшин 22 хувиар, m2 буюу мөнгөний нийлүүлэлт 2,3 хувиар, дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хэмжээ 1,5 хувиар өсгөж байгаа нь ажиглагдаж байна.

Шинжилгээний үр дүнгээс үзэхэд макро эдийн засгийн засгийн голлогч үзүүлэлтүүд болох дотоодын нийт бүтээгдэхүүн, мөнгөний нийлүүлэлт микро түвшний үзүүлэлт болох хөрвөх чадварын түвшин нь зах зээлийн үнэлгээнд эерэг нөлөө үзүүлдэг, дээрх хувьсагчдын нөлөөллөөс зах зээлийн үнэлгээний өсөлт ихээхэн өндөр хамааралтай болох нь харагдаж байна. Харин нийт хадгаламжийн хэмжээ, инфляцийн түвшин, валютын ханш зэрэг хүчин зүйлээс сөрөг хамааралтай байна.

Онолын хувьд дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хэмжээ, мөнгөний нийлүүлэлтийн хэмжээ, хөрвөх чадварын түвшин өсөх нь зах зээлийн үнэлгээг шууд нэмэгдүүлэх үндсэн хүчин зүйлс болдог бөгөөд иргэд, аж ахуйн нэгжүүд сул чөлөөтэй хөрөнгийг үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулалт хийхээсээ илүүтэйгээр банкны хадгаламжид байршуулах нь эргээд зах зээлийн үнэлгээний нийт хэмжээг бууруулах гол шалтгаан болж байна.

Гадаадын хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулалт хийхдээ тухайн улсын төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийг ихээхэн анхаарч ханшний эрсдэлээс сэргийлдэг бөгөөд төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш тогтворгүй байх нь гадаадын хөрөнгө оруулагчдыг үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулах сонирхлыг бууруулж, зах зээлийн үнэлгээний хэмжээнд шууд сөрөг нөлөөлөл үзүүлдэг.

Инфляцийн түвшин нь эдийн засгийн тогтвортой байдлыг илэрхийлэгч үндсэн үзүүлэлт бөгөөд инфляцийн түвшин өндөр байх нь нийт эдийн засгийн тогтвортой байдалд сөрөг нөлөөлөл үзүүлдэг.

Энэхүү тойм ажлаар үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил болон макро эдийн засгийн хувьсагч үзүүлэлтүүдийн харилцан хамаарлыг ерөнхий байдлаар авч үзсэн бөгөөд дээрх шинжилгээг нарийвчлан боловсруулах, бодлогын нөлөөлөл, хариу үйлдлийг тооцоход нилээд цаг хугацаа, програм хангамжийн хангалт шаардлагатай байна.

Монгол банк болон Сангийн яамнаас төрийн мөнгөний болон сангийн бодлогыг боловсруулахад хууль эрх зүйн зохицуулалтыг баримтлахаас гадна нийт эдийн засгийн үзүүлэлтүүдийн өнөөгийн байдал, цаашдын хандлага, бодлогын хувьсагчдын эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг судлан бодлого, хөтөлбөрөө боловсруулж байна.

Цаашид Хорооны зүгээс үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүдийг шинэчлэн тооцох аргачлалыг боловсруулах, түүнд нөлөөлөгч макро эдийн засгийн болон микро түвшиний хувьсагч үзүүлэлтүүдийн харилцан хамаарлыг бүтцийн системт тэгшитгэлээр үнэлэх, бодлогын нөлөөллийг тооцоолох програм хангамж, мэргэшсэн сургалтаар боловсон хүчнийг хангах нь зүйтэй юм.

Хянасан: ҮЦГ-ын даргын үүргийг түр орлон гүйцэтгэгч

Т.Жамбаажамц

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын хянан шалгагч

Ц.Цэрэнтогтох

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын мэргэжилтэн

Ж.Мядагдадам

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын мэргэжилтэн

Н.Нарантуяа

ГУРАВДУГААР БҮЛЭГ:

ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ЭРСДЛИЙН ШИНЖИЛГЭЭ

Эрсдэл гэж тодорхойгүй байдлаас бий болдог нөхцөл, шалтгааныг ойлгодог бөгөөд үнэт цаасны зах зээлд оролцогчид нь эрсдэл, өгөөжийн харьцаанд нийцүүлэн хөрөнгө оруулалтын шийдвэр гаргах шаардлага тулгардаг бөгөөд тус зах зээлийн үзүүлэлтүүд нь огцом хэлбэлзэлтэй санамсаргүй буюу стохастик шинжийг ямагт агуулж байдаг.

Дээрх нарийн нийлмэл үзүүлэлтүүдэд тулгуурлан хөрөнгө оруулалтын шийдвэр гаргахад зайлшгүй эконометр, статистикийн шинжилгээг хийх шаардлага тулгарч байдгаараа бусад зах зээлээс ялгаатай юм.

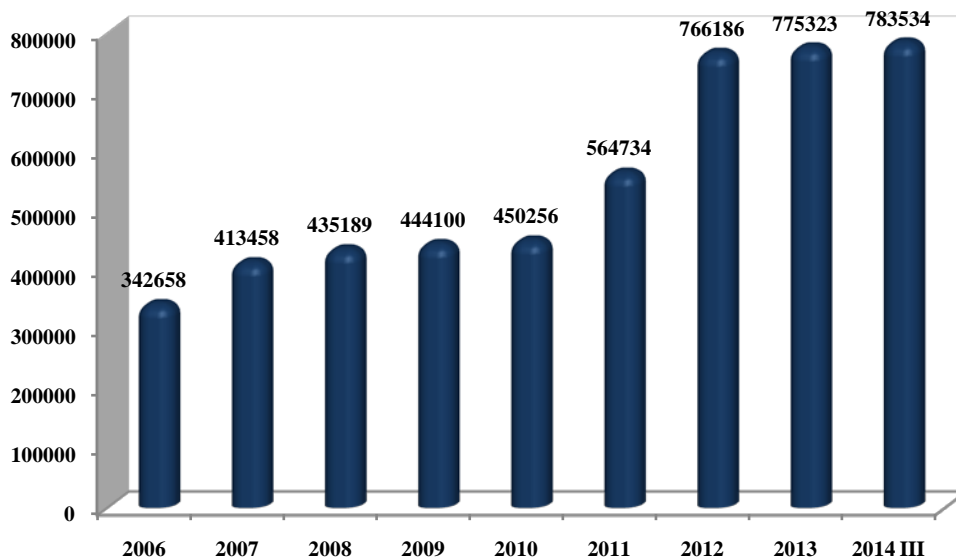
Манай орны үнэт цаасны зах зээлд хүснэгтэд үзүүлсэн дараах эрсдэлүүд хамгийн өндөр нөлөөлөл үзүүлж байна. Үүнд:

д/д	Үнэт цаасны зах зээлд учирч буй эрсдлийн төрлүүд	Тодорхойлолт
1.	Улс төрийн эрсдэл	Төрийн эрх барих дээд байгууллагаас Үнэт цаасны зах зээлийн чиглэлээр баримталж буй бодлого, шийдвэрт өөрчлөлт орсноос үүсэх эрсдэлийг;
2.	Үйл ажиллагааны эрсдэл	Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээд болон тэдгээрийн холбогдох ажилтны мэргэжил, ёс зүйн алдаатай үйл ажиллагаанаас үүдэн харилцагчид учруулах эрсдлийг;
3.	Төлбөр, тооцооны эрсдэл	Үнэт цаас худалдан авч буй тал нь төлбөр тооцоо гүйцэтгэх ажиллагаанд төлбөрийн чадваргүй болсноос үүсэх эрсдлийг;
4.	Зах зээлийн эрсдэл	Хөрөнгө оруулагч, харилцагчдын эзэмшиж буй багц нь зах зээлийн нөхцөл байдал, ханшний хэлбэлзлээс шалтгаалан үнэ цэнэ нь буурахыг
5.	Хөрвөх чадварын эрсдэл	Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн санхүүгийн зохистой харьцаа алдагдснаар төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадвар алдагдаж, санхүүгийн хүндрэлд орохыг ойлгодог;

1. Улс төрийн эрсдэл:

2010-2011 онд төрөөс үнэт цаасны зах зээлийг хөгжүүлэх чиглэлээр тодорхой бодлого, хөтөлбөрийг баталж, “Эрдэнэс таван толгой” ХК-ийн гаргасан хувьцааны 10 хувийг иргэдэд үнэ төлбөргүйгээр эзэмшүүлэх шийдвэр гаргасан. Дээрх шийдвэрээс шалтгаалан иргэд брокер, дилерийн компаниар дамжуулан үнэт цаасны дансаа нээх ажиллагаа эрчимжсэн үүнийг графикаар үзүүлбэл:

Төвлөрсөн хадгаламжид нээгдсэн дансны тоо (өссөн дүнгээр)



Дээрх графикаас үзэхэд 2010-2012 оны хооронд брокер, дилерийн компаниар дамжуулан үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжид иргэд дансаа нээх ажиллагаа эрчимжсэн нь харагдаж байгаа бөгөөд 2013 оноос иргэд дансаа нээх ажиллагаа тогтворжих хандлагатай болоод байна. Иргэдийн эзэмшсэн “Эрдэнэс таван толгой” ХК-ийн хувьцаа олон улсын болон дотоодын хөрөнгийн биржид хэзээнээс арилжигдаж эхлэх, иргэд дээрх хувьцаагаа эргэлтэд хэрхэн оруулах эсэх өнөөг хүртэл тодорхойгүй байгаа нь үнэт цаасны зах зээлд итгэх иргэдийн итгэлийг алдагдуулах, зах зээлд тодорхойгүй байдлыг бий болгоод байна.

Мөн 2012-2013 онд гадаадын хөрөнгө оруулалтын эрх зүйн орчин тодорхойгүйгээс үүдэн уул уурхайн салбар зогсонго байдалтай байгаа нь эргээд үнэт цаасны зах зээлд гадаадын хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгө оруулах сонирхлыг эрс бууруулаад байна. Учир нь гадаадын хөрөнгө оруулагчид манай орны үнэт цаасны зах зээлээс голчлон уул уурхайн салбарын үнэт цаасанд хөрөнгө оруулах сонирхол өндөр байдагтай холбоотой билээ.

Түүнчлэн 2012 онд Монголбанкны ерөнхийлөгч Сангийн сайдын хамтарсан тушаалаар Засгийн газрын өрийн хэрэгслийг Монголбанкаар дамжуулан арилжихаар шийдвэрлэсэн нь эргээд хөгжиж буй үнэт цаасны зах зээлд эрсдэлгүй, өгөөж өндөртэй бүтээгдэхүүний хомсдлыг бий болгож, иргэд аж ахуйн нэгжүүд Засгийн газрын өрийн хэрэгслийг биржээр дамжуулан худалдан авч, ашиг хүртэх боломжийг боогдуулсан.

Засгийн газрын өрийн хэрэгслийг Монголбанкаар дамжуулан арилжиж эхэлснээр арилжааны банкууд өндөр өгөөжтэй үнэт цаасанд өөрийн сул чөлөөтэй эх үүсвэрийг байршуулах сонирхлыг нэмэгдүүлж, эдийн засагт нийлүүлэгдэх мөнгөний нийлүүлэлтийг эрс бууруулсан гэж үзэхээр байна.

Дээрх нөхцөл байдлаас дүгнэн үзэхэд манай орны үнэт цаасны зах зээл нь улс төрийн шийдвэрээс ихээхэн хамааралтай, эрсдэлд өртөмтгий болох нь харагдаж байна.

2. Үйл ажиллагааны эрсдэл:

Хорооны Үнэт цаасны газраас 2010 оноос 2013 оны хооронд иргэдээс хандан гаргасан өргөдлийн судалгааг хийж гүйцэтгэсэн бөгөөд тус судалгаагаар Хороонд 2010 онд 171, 2011 онд 106, 2012 онд 66, 2013 онд 53 өргөдлийг гаргасан байх бөгөөд 2010, 2011 онуудад иргэдээс хамгийн их өргөдөл гаргасан байна.

Учир нь дээрх хугацаанд төрөөс “Эрдэнэс таван толгой” ХК-ийн 1072 ширхэг хувьцааг үнэ төлбөргүй эзэмшүүлэх шийдвэр гарсантай холбогдуулан иргэд БДК-иар дамжуулан үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжид шинээр данс нээх ажиллагаа идэвхжсэн.

ХОЭБ-ээр өмнө нь данс нээлгэж байсан иргэдийн дансанд “Эрдэнэс Тавантолгой” ХК-ийн 1072 ширхэг хувьцааг шууд шилжүүлсэнтэй холбогдуулан иргэд дансны үлдэгдэлтэй танилцах явцад өмч хувьчлалаар эзэмшиж байсан хувьцаа нь худалдагдсан, бусдын өмчлөлд шилжсэн талаарх хууль бус үйлдлийг мэдэж, өмчлөх эрхээ сэргээж өгөхийг хүссэн өргөдлийг тус Хороонд ихээр гаргасан байна.

Иргэдээс Хороонд хандан гаргасан өргөдлийг төрөлжүүлэн авч үзвэл дараах байдалтай байна: Үүнд:

1. Иргэдийн хувьцааг тэдний зөвшөөрөлгүйгээр анхан шатны баримтгүйгээр худалдах, бусад этгээдийн дансанд шилжүүлэх;
2. Өмч хувьчлалын эрхийн бичгээр эзэмших эрх олж авсан хувьцааг үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн бүртгэлд санаатайгаар болон болгоомжгүйгээр бүртгэлгүй үлдээсэн;
3. Иргэдийн өмчлөлийн хувьцааг хууль бус баримт үйлдэн худалдах, бусад этгээдийн дансанд шилжүүлэх,
4. Нотариатын үйл ажиллагаа эрхлэх эрх бүхий этгээдтэй үгсэн тохиролцох, эсхүл тамга тэмдэгийг хуурамчаар үйлдэн төлөөлөл үүсгэх замаар иргэдийн хувьцааг хууль бусаар худалдах, бусдын өмчлөлд шилжүүлэх;
5. Иргэдийн худалдах захиалга өгч биелэгдсэн хувьцааны болон ногдол ашгийн мөнгийг тараах нэрийдлээр хувьдаа авч завших;
6. үнэт цаасны үнэ ханшийг өсгөх, бууруулах зорилгоор иргэдийн дансаар дамжуулан үнэт цаас худалдах, худалдан авах гүйлгээг хийх;
7. Иргэдийн дансанд буй хувьцааг тэдний мэдээлэлгүй байдлыг далимдуулан хууль бусаар худалдаж, эргээд худалдан байршуулах үйлдэл гаргах;
8. Иргэдийн захиалгын гэрээнд тусгасан нөхцөлийг өөрчлөн захилга өгөх, арилжааны програмд өгсөн захиалгаас дутуу болон илүү байдлаар шивэх;
9. Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн бүртгэлд ХОЭБ-ээр хувьцаа эзэмшиж, дансаа нээлгээгүй овог, нэр төсөөтэй, регистрийн дугаарын бүртгэлгүй иргэдийн мэдээллийг ашиглан хуурамч бичиг баримт үйлдэн завших.

Дээрх нийтлэг 9 зөрчлөөс дийлэнх хувийг иргэдийн хувьцааг тэдний зөвшөөрөлгүйгээр анхан шатны баримтгүйгээр худалдах, бусад этгээдийн дансанд шилжүүлэх, хууль бус баримт үйлдэн худалдах үйлдэлтэй холбоотой өргөдөл нийт өргөдлийн 70 хувийг эзэлж байна.

Иргэдийн хувьцааг тэдний зөвшөөрөлгүй худалдах, бусдын дансанд шилжүүлэх ажиллагааг голчлон үнэт цаасны зах зээлд брокер, дилерийн үйл ажиллагаа эрхлэгч этгээдийн брокер, дилерүүд холбогдох нь их байгаа бөгөөд дээрх хууль бус үйл ажиллагаа нь үнэт цаасны зах зээлд үйл ажиллагааны эрсдлийг бий болгох үндсэн шалтгаан болж байна.

Үйл ажиллагааны эрсдлийг бууруулах брокер, дилерийн компанийн ажилтнуудыг ёс зүйн хэм хэмжээг мөрдүүлэх чиглэлээр тус Хорооны зүгээс холбогдох сургалт, сурталчилгааг хийж байгаа боловч үнэт цаасны зах зээлийн өөрийгөө зохицуулах байгууллагын чадавх бүрэн бэхжээгүй, ёс зүйн хороогүй байгаа нь ихээхэн нөлөө үзүүлж байна.

Тус Хорооны зүгээс 2010 онд “ҮЦТТТХТ” ХХК-тай хамтран иргэдийн хувьцаагаа худалдаж олсон мөнгийг брокер, дилерийн компаниар дамжуулан тараагдаж байсан ажиллагааг зогсоож Монгол банк дахь “ҮЦТТТХТ” ХХК-ийн дансаар дамжуулан иргэдийн арилжааны банк дахь дансанд шууд шилжүүлж байх эрх зүйн техник технологийн орчинг бүрдүүлсэн билээ. Ингэснээр 2010 оноос хойших хугацаанд хийгдсэн арилжаанд харилцагчийн зөвшөөрөлгүйгээр тэдний хувьцааг худалдах, бусдын дансанд шилжүүлэх эрсдлийг эрс бууруулаад байна.

Мөн тус Хорооны 2013 оны 507 дугаар тогтоолоор “Зохицуулалттай этгээдийн үйл ажиллагааны эрсдлийн сангийн тухай журам”-ыг баталсан бөгөөд дээрх журмаар зохицуулалттай этгээдүүд нь хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн 3 хувиар тооцсон хөрөнгийг тусгайлсан дансанд байршуулж харилцагчдад учруулсан хохирлыг дээрх хөрөнгөөр байршуулах зохицуулалтыг бүрдүүлээд байна.

Цаашид зохицуулалттай этгээдийн эрсдлийн сангийн хөрөнгийг төлбөр тооцоо гүйцэтгэгч банк, МҮЦАЭХ эсхүл “ҮЦТТТХТ” ХХК-д тусгайлан данс нээж төвлөрүүлэх, дээрх сангийн хөрөнгийг үнэт цаасны зах зээлд оруулах чиглэлээр тус Хорооны зүгээс холбогдох судалгааны ажлыг хийж байна.

3. Төлбөр тооцооны эрсдэл:

2012 оны 7 дугаар сарын 02-ны өдрөөс “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-д МПТ системийг ашиглаж эхэлсэнтэй холбогдуулан брокер, дилерийн компаниуд төлбөрийн баталгааны болон барьцаа хөрөнгийн сангуудыг байршуулан арилжаанд оролцох шаардлага бий болсон. Дээрх байгуулагдсан сангууд нь үнэт цаасны төлбөр тооцоог Т+3 хугацаанд гүйцэтгэх явцад бий болох төлбөр, тооцооны эрсдлийг бууруулах зорилгыг агуулсан юм.

2014 оны 3 дугаар улирлын байдлаар 62 брокер, дилерийн компани 724.3 сая төгрөгийг барьцаа хөрөнгө хэлбэрээр төлбөр тооцоо гүйцэтгэх банкинд 68 брокер, дилерийн компани 345.6 сая төгрөгийг төлбөрийн баталгааны санд тус тус байршуулаад байна.

Тус Хорооноос 2014 онд “Үнэт цаасны арилжаа, төлбөр тооцооны горимд авах арга хэмжээний тухай” 91 дүгээр тогтоолыг баталсан бөгөөд дээрх тогтоолоор “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-ийн арилжаанд өдрийн арилжаа буюу day trade арилжааг нэвтрүүлэх арга хэмжээг тусгасан. Дээрх арилжаа нэвтэрснээр хөрөнгө оруулагч, харилцагч нар ханшийн

зөрүүнээс ашиг олох боломжийг олгохын зэрэгцээ үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадварыг эрс нэмэгдүүлэх боломж бүрдүүлэх юм.

Өдрийн арилжаа хийгдэж эхэлснээр T+3 төлбөр тооцооны горимд зайлшгүй дээрх эрсдлийн сангууд шаардлагатай бөгөөд төлбөр тооцооны хүрээнд учрах эрсдлийг тус сангуудаар бууруулах боломжтой болох юм.

4. Зах зээлийн эрсдэл:

Үнэт цаасны зах зээлийн эрсдлийг голчлон индекс, хөрөнгө оруулагчдын багцад багтсан хувьцааны ханшин дээр тулгуурлан судалгааг хийдэг бөгөөд энэхүү тойм ажлаараа ТОП-20 индексийн 2005 оны 01 дүгээр сараас 2014 оны 10 дугаар сарын хугацаан дахь ТОП-20 индексийн тоо мэдээллийг “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-иас авч шинжилгээнд ашиглав. Зах зээлийн эрсдлийг тооцоход үр ашигтай зах зээлийн төсөөллийн /efficient market hypothesis/ загварыг ашигласан болно.

Аливаа зах зээлийн үр ашигт байдлыг ерөнхийд нь хуваарилалтын (allocationally efficient), үйл ажиллагааны (operationally efficient), мэдээллийн (/informationally efficient) үр ашиг гэсэн гурван үндсэн хэлбэрээр авч үздэг бөгөөд тухайлбал, үнэт цаасны зах зээлийн үр ашигт байдал нь мэдээллийн үр ашгийн хэлбэрт орших ёстой гэж үздэг.

Үнэт цаасны зах зээлийн үр ашигтай эсэхийг үр ашигт зах зээлийн төсөөллийн загварыг ашиглан тооцдог. Зах зээлийн үр ашгийн төсөөллийн загвар нь онол, практикийн эрдэмтэн судлаачид болон зохицуулах байгууллагын бодлогын газрын шинжээч нарын зайлшгүй нарийвчлан судлах сэдэв бөгөөд хөгжлийн үндсэн үзүүлэлтүүдийн нэг билээ.

Уг загварыг судлаач Bachelier (1900), Samuelson (1965), Fama (1970), Rubinstein (1975), Jensen (1978) нар нь өөрийн бүтээлүүдээрээ 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 нь зах зээлийн үнэ тогтолтод нөлөөлдөг;
- III. Strong form efficiency: Үнэт цаас, индексийн үнэ болон өгөөжийн талаарх зах зээлд оролцогчдын хувийн мэдээллүүд нь зах зээлийн үнэ тогтолтод нөлөөлдөг.

Үнэт цаасны зах зээлийн үр ашгийн төсөөллийг зөвхөн weak form efficiency хэлбэрийг математик, статистикийн аргаар хэмжих боломжтойг Campbell ба MacKinley (1997) нар өөрийн бүтээлээр тогтоосон байна.

Тэд эконометрикийн шинжлэх ухааны орчин үеийн загваруудын нэг болох санамсаргүй тэнүүчлэл буюу random walk загварыг ашиглах нь зүйтэй гэж үзсэн бөгөөд уг загварыг томъёолбол:

$$P_t = \mu + P_{t-1} + \varepsilon_t \quad /1/$$

$$r_t = W_t + Y_t \quad /2/$$

$$W_t = \rho W_{t-1} + \xi_t \quad /3/$$

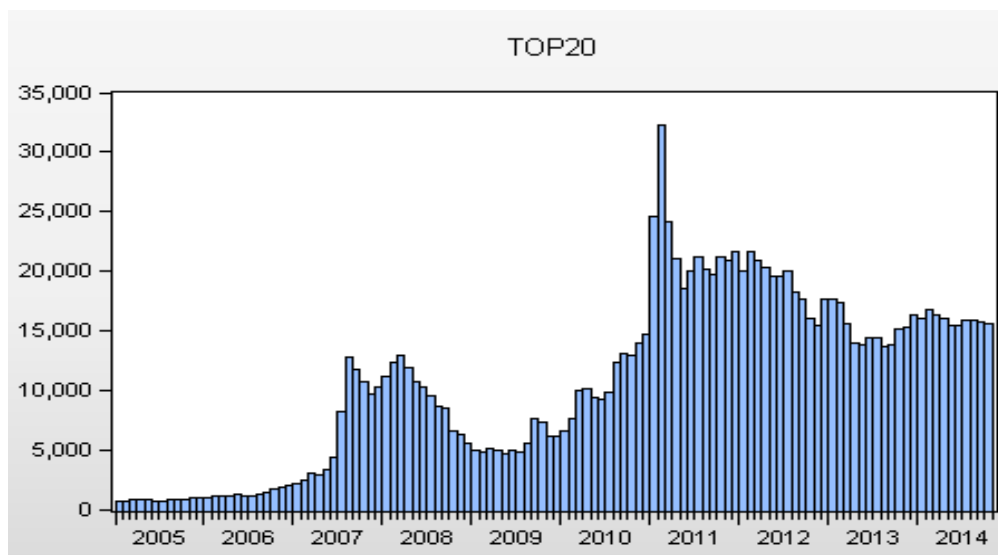
P_t - тухайн хугацааны үнэт цаасны зах зээлийн индекс;
 r_t - үнэт цаасны зах зээлийн индексийн логарифм өгөөж;
 W_t - макро эдийн засгийн гадаад, дотоод хүчин зүйлс;
 Y_t - системийн бус хүчин зүйлс буюу санамсаргүй хүчин зүйлс.

Тооцоололд гуравдугаар хэлбэрийн тэгшитгэлийн ρ параметрийг үнэлснээр тухайн зах зээлийн үр ашигт байдлыг дүгнэх боломжтой. Үүнд:

$\rho = 1$ үнэт цаасны зах зээл үр ашигтай;

$\rho \neq 1$ үнэт цаасны зах зээл үр ашиггүй гэж үзнэ.

График-1



ТОП-20 индексийн өгөгдлийн тогтвортой эсэхийг нэгж язгуурын тестээр шинжлэхэд, өөрийн эрэмбэ дээр тогтворгүй байсан боловч нэгдүгээр эрэмбийн ялгавар авахад тогтворжиж байв. Харин топ-20 индексийн өгөөжийн хувьд өөрийн эрэмбэ дээрээ тогтвортой байв.

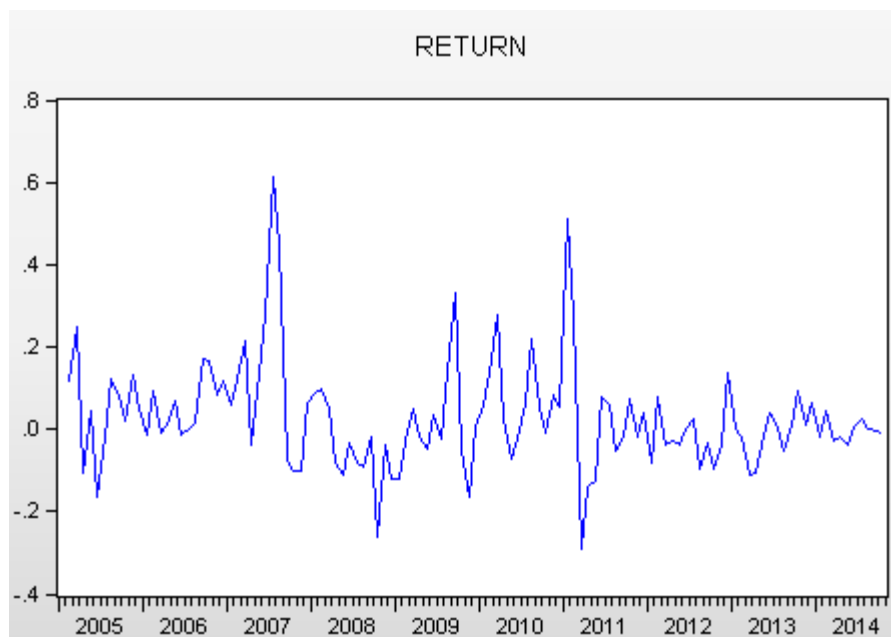
Хүснэгт-1

	Анхны хэлбэрт			1-р эрэмбийн ялгавар		
	Хугацааны хоцролт	t-статистик	Магадлалын утга	Хугацааны хоцролт	t-статистик	Магадлалын утга
Топ-20 индекс	12	-1.977	0.6071	12	-8.8736	0.0000**
Топ-20 логарифм өгөөж	12	-2.900	0.0040*	-	-	-

ТОП-20 индексийн өсөлтийн хувь өмнөх бүлэгт үзүүлсэн зах зээлийн үнэлгээ, арилжааны үзүүлэлтийн нэгэн адил 2007, 2011 онд огцом нэмэгдсэн байна. 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 дараах байдалтай байна.

Үзүүлэлт	Индексийн өгөөж	ТОП-20 индекс
Mean	0.0278	10603.85
Median	0.0035	10479.50
Standard Deviation	0.611	7264.42
Kurtosis	7.4635	2.18
Skewness	1.467	0.21
Minimum	0.6111	601.00
Maximum	-0.2892	32302.00
Sum	3.25	1251255.00
Count	117	118

График-2



Нэгж язгуурын тестийн дүнгээс үзвэл, 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 8.0 програмыг ашиглан ТОП-20 индексийн логарифм өгөөжийн өгөгдлийг ARMA загвараар тооцов. ARMA загварыг үнэлэхэд авто коррляцийн болон хэсэгчилсэн автокоррляцийн эрэмбээр AR, MA загварын эрэмбийг тодорхойлох шаардлагатай болдог тул доорх тестээр шинжилгээг хийхэд дараахь байдалтай байна.

Date: 11/12/14 Time: 03:02
 Sample: 2005M01 2014M10
 Included observations: 117

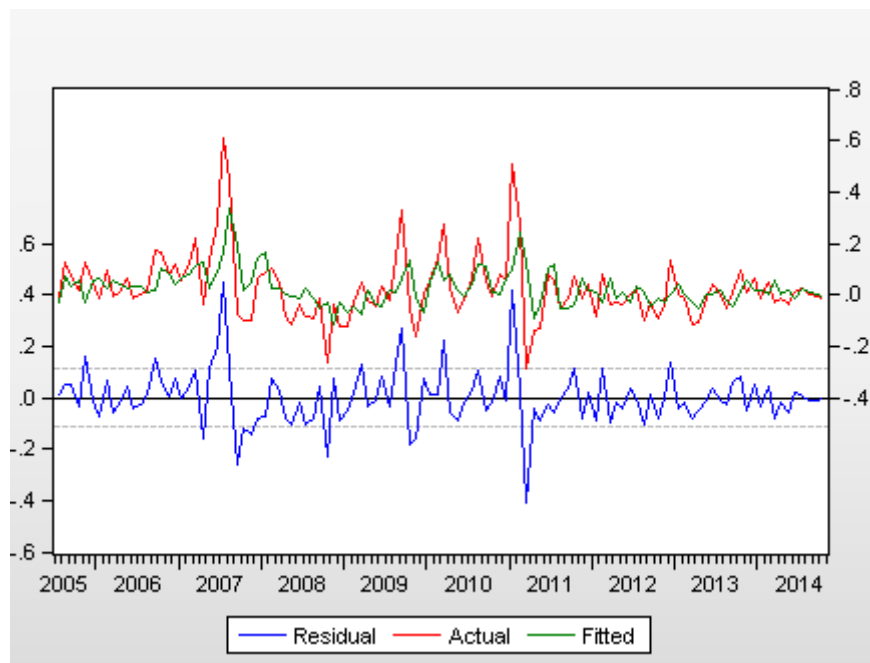
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.397	0.397	18.897	0.000
		2 -0.002	-0.189	18.897	0.000
		3 -0.104	-0.035	20.216	0.000
		4 -0.025	0.045	20.296	0.000
		5 0.278	0.314	29.893	0.000
		6 0.265	0.015	38.730	0.000
		7 0.063	-0.042	39.239	0.000
		8 -0.027	0.038	39.330	0.000
		9 -0.002	0.065	39.330	0.000
		10 0.105	0.026	40.776	0.000
		11 0.054	-0.122	41.154	0.000
		12 -0.033	-0.025	41.303	0.000
		13 -0.083	-0.035	42.220	0.000
		14 -0.186	-0.202	46.919	0.000
		15 -0.153	-0.117	50.131	0.000
		16 -0.039	0.035	50.340	0.000
		17 -0.043	-0.050	50.598	0.000
		18 -0.070	-0.073	51.285	0.000
		19 -0.104	0.005	52.835	0.000
		20 -0.111	0.054	54.618	0.000
		21 -0.147	-0.121	57.746	0.000
		22 -0.088	0.011	58.876	0.000
		23 -0.041	0.044	59.130	0.000
		24 -0.031	0.050	59.276	0.000
		25 -0.053	-0.075	59.699	0.000

Шинжилгээний үр дүнгээс үзэхэд хоёр функцийн эрэмбээс үзэхэд AR(1), AR(5) процесс болох харагдаж бөгөөд тухайн хэлбэрт тэгшитгэлийг үнэлж үзвэл дараахь байдалтай байна.

Dependent Variable: RETURN
 Method: Least Squares
 Date: 11/12/14 Time: 17:03
 Sample (adjusted): 2005M07 2014M10
 Included observations: 112 after adjustments
 Convergence achieved after 2 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	0.440542	0.079381	5.549714	0.0000
AR(5)	0.301879	0.077692	3.885606	0.0002
R-squared	0.265415	Mean dependent var		0.027821
Adjusted R-squared	0.258737	S.D. dependent var		0.130210
S.E. of regression	0.112106	Akaike info criterion		-1.521042
Sum squared resid	1.382461	Schwarz criterion		-1.472497
Log likelihood	87.17836	Hannan-Quinn criter.		-1.501346
Durbin-Watson stat	1.842152			
Inverted AR Roots	.90	.33+.73i	.33-.73i	-.56-.45i
	-.56+.45i			

Үнэлэгдсэн тэгшитгэлийн үлдэгдэлийг correlogram of residuals үзэхэд үлдэгдлийн утга авто корреляцийн болон хэсэгчилсэн автокорреляцийн функцүүдийн завсарт харьяагдаж байгаагаас үзэхэд MA процесс агуулагдаагүй байна. Үнэлэгдсэн тэгшитгэлийн үлдэгдлийн графикиас үзвэл дараахь байдалтай байна.



Үнэлэгдсэн тэгшитгэлийн үлдэгдлээс үзэхэд 2007, 2009, 2011 онуудад огцом өндөр савлагаа явагдсан бөгөөд загварын алдааг ARCH загвараар шинжилж үзэхэд ач холбогдолгүй гарсан тул дээрх загварыг цаашид ARCH, GARCH загвараар үлдэгдлийн хэлбэлзлийг үнэлэх шаардлагагүй гэж үзлээ.

Тэгшитгэлийн үр дүнгээр, ТОП-20 индексийн логаримф өгөөж нь авторегресс **ar(1)**, **ar(5)** хэлбэрт илэрхийлэгдсэн бөгөөд ρ параметрийн утга **0.44**, **0.30** гарсан болно.

Үр дүнд $\rho = 1$ буюу манай орны үнэт цаасны зах зээл үр ашигтай гэсэн таамаглалыг няцааж, $\rho \neq 1$ буюу үр ашиггүй гэсэн таамаглал батлагдсан болно.

Зах зээлийн үр ашгийн загварын шинжилгээний үр дүнгээр Монгол Улсын үнэт цаасны зах зээл үр ашигтай зах зээлийн шинжийг агуулаагүй, **зах зээлийн эрсдэл** өндөр байгаа нь харагдаж байна. Өөрөөр хэлбэл үнэт цаасны зах зээл нь өнгөрсөн хугацааны индексийн өгөөж болон үнийн өөрчлөлтөнд агуулагдаж буй мэдээллээс хамааралгүй, зах зээл дэх дотоод мэдээлэл эзэмшигч, мэргэжлийн оролцогч байгууллагын шууд оролцоо буюу үгсэн тохиролцох замаар зохиомлоор үнэ ханш тогтож, энэ нь эргээд үнэт цаасны индекст нөлөөлж буйг харуулж байна.

Зах зээлийн үр ашигт тогтолцоо бүрдээгүй нь дараах хүчин зүйлсээс хамааралтай гэж үзэв. Үүнд: Нийт бүртгэлтэй компаниудын дийлэнх олонхийн үнэт цаас арилжаалагддаггүй, компаниудын хувьцааны төвлөрлийн хэмжээ маш өндөр, зах зээл шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний нийлүүлэлтгүйгээс хомсдолд орсон, мэргэжлийн оролцогч байгууллагууд санхүүгийн болон ёс зүйн хувьд төлөвшөөгүй, гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулалт дутагдалтай байгаа нь эргээд хөрөнгийн биржид арилжигдаж буй хувьцааны үнэ ханшийг огцом савлуулах зах зээлийн эрсдлийг бий болгож байна.

Тус Хорооны зүгээс 2014 оны 01 дүгээр сарын 15-ны өдрийн 5 дугаар тогтоолоор “Үнэт цаасны дотоод мэдээлэл, түүнийг эзэмшигчээс үнэт цаасны зах зээл дээр явуулах үйл ажиллагааны тухай журам”-ыг баталсан. Дээрх журмаар дотоод мэдээлэл эзэмшигчийн үнэт

цаасны зах зээл дээр явуулах үйл ажиллагааг нарийвчлан зохицуулж, дотоод мэдээлэл эзэмшигч дээрх мэдээллээ ашиглан зах зээлд оролцохыг хориглох, оролцсон тохиолдолд хүлээлгэх хариуцлагыг нарийвчлан зохицуулсан.

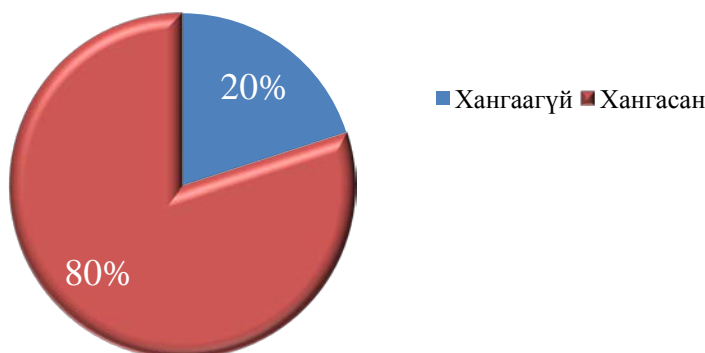
Мөн тус газраас Үнэт цаасны зах зээлийг урвуулан ашиглахыг хориглох тухай буюу манипуляцийн журмыг боловсруулан “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК, “ҮЦТТТХТ” ХХК, МҮЦАЭХ-ноос холбогдох саналыг авч тусган Хорооны 2014 оны 11 дүгээр сарын хуралдаанд хэлэлцүүлэхээр боловсруулаад байна. Дээрх хоёр журамд үнэт цаасны зах зээлд хэрэгжиж эхэлснээр дотоод мэдээлэл эзэмшин арилжаанд оролцох, зах зээлийг урвуулан ашиглах үйлдлээс урьдчилан сэргийлж таслан зогсоож, дээрх үйлдлийг гаргасан этгээд захиргааны хариуцлага хүлээлгэх нөхцөл бүрдэх юм.

5. Хөрвөх чадварын эрсдэл:

Үнэт цаасны зах зээлийн хөрвөх чадварын эрсдлийн шинжилгээг хийхдээ зохицуулалттай этгээдүүдийн 2014 оны 3 дугаар улирлын тайлангийн нэгтгэлд тулгуурлан шинжилгээг хийлээ. Санхүүгийн тайлангийн шинжилгээнд нийтлэг ашиглагддаг эргэлтийн хөрөнгийн харьцаа, төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын харьцаа болон өр төлбөр ба эзэмшигчийн өмчийн харьцаа гэсэн гурван үндсэн харьцааг ашигласан болно.

Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдүүдийн тайлангийн нэгтгэлээс үзэхэд тайлангийн нэгтгэлд хамрагдсан компаниудын 80 хувь нь дээрх харьцааг ханган ажилласан бол 20 хувь нь хангаагүй байна.

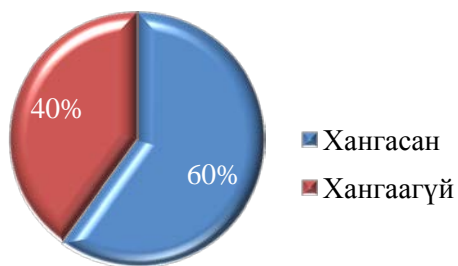
Эргэлтийн хөрөнгийн харьцаа



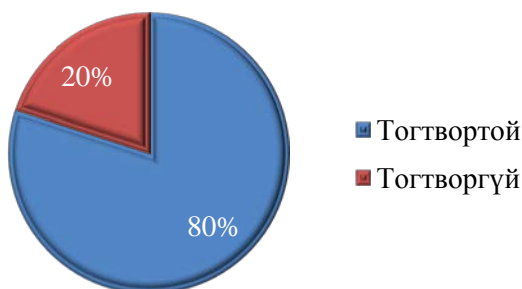
Төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын харьцааг тооцож үзэхэд тайлангийн нэгтгэлд хамрагдсан үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдүүдийн 60% нь богино хугацааны өр төлбөрөө өөрийн мөнгөн хөрөнгө, түргэн борлогдох үнэт цаасаар төлөх боломжтой байна. Харин 40% нь богино хугацаат өр төлбөрөө мөнгөн хөрөнгө, түргэн борлогдох үнэт цаасаар төлөх чадваргүй бөгөөд цаашдаа эргэлтийн хөрөнгө харьцаа нь доголдох магадлалтай байна.

Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн тайланд урт хугацааны хөрвөх чадварын харьцааг тооцож үзвэл тайланд хамрагдсан компаниудын 80% нь урт хугацааны өр төлбөрийн эрсдэлд орох магадлал бага байгаа бол үлдэх 20% нь урт хугацааны өр төлбөрийн эрсдэлд орох өндөр магадлалтай буюу өр төлбөрийн хэмжээ нь хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн хэмжээнээс их байна.

Төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын харьцаа



Урт хугацаат төлбөрийн чадварын харьцаа



2014 оны гуравдугаар улирлын тайлангийн нэгтгэлд хамрагдсан компаниудын хөрвөх чадварын харьцааны үзүүлэлт ерөнхийдөө өндөр байгаа нь Үнэт цаасны хорооны 2005 оны 30 дугаар тогтоолоор батлагдсан “Мэргэжлийн байгууллагуудын үйл ажиллагааны шалгуур үзүүлэлтүүдийг батлах журам”-аар зохицуулалттай этгээдүүд нь хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн 30 хувиас доошгүй нь эргэлтийн хөрөнгө байна гэж зохицуулалт байдаг нь ихээхэн нөлөө үзүүлсэн байна. Цаашид үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн тайлан тэнцэлд хийгдэх хөрвөх чадварын харьцааг эрсдэлд суурилсан хандлагад тулгуурлан боловсруулах шаардлага тулгараад байна.

Дүгнэлт:

Цаашид тус Хорооны зүгээс үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн зохистой харьцааны шалгуур үзүүлэлтийн журмыг шинэчилэхээр ажиллаж байгаа бөгөөд дээрх журмыг эрсдэлд суурилсан хяналт, шалгалтын онол, арга зүйн хүрээнд боловсруулахаар зорьж байна.

Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалттай этгээдийн зохистой харьцааны шалгуур үзүүлэлтийн журам батлагдснаар зохицуулалттай этгээдүүдийн төлбөрийн чадварын үзүүлэлтийг тооцоход шаардлагатай тайлангийн үзүүлэлтүүдийг төрөлжүүлэн нэгтгэж, зохистой харьцааны үзүүлэлтийг тооцох боломж бүрдэх юм.

Дээрх журам батлагдсанаар түүнийг даган гарах шаардлагатай зах зээлийн эрсдэл, үйл ажиллагааны эрсдэл, хөрвөх чадварын эрсдлийг зохицуулалттай этгээдүүд өөрийн үйл ажиллагаандаа тооцох, эрсдлүүдээс урьдчилан сэргийлэх арга хэмжээний талаарх зөвлөмжийг 2015 онд боловсруулахаар ажиллах юм.

Хянасан: ҮЦГ-ын даргын үүргийг түр орлон гүйцэтгэгч

Т.Жамбаажамц

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын хянан шалгагч

Ц.Цэрэнтогтох

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын мэргэжилтэн

Ж.Мядагбадам

Боловсруулсан: ҮЦГ-ын мэргэжилтэн

Н.Нарантуяа

