

## ХОЁР. ҮНЭТ ЦААСЖУУЛАЛТ

### *2.1. Үнэт цаасжуулалтын талаарх ерөнхий ойлголт*

1980 оны эхэн үеэс хүмүүс уламжлалт банкны зээлээс илүүтэйгээр хөрөнгийн зах зээл дээр арилжигдах боломжтой бүтээгдэхүүнүүдийг сонирхож эхэлсэн. Энэхүү чиг хандлага нь хөрөнгө оруулалтын банкны үйл ажиллагааг өргөжүүлж, арилжааны банкуудын үүрэг оролцоог багасгасан байна. Энэ үеэс өмнө олон улсын санхүүгийн зах зээл дээр ихэнх хэлцэл банкны ердийн зээлтэй холбоотойгоор хийгддэг байсан бол эдийн засаг өөрчлөгдөн санхүүгийн шинэ төрлийн бүтээгдэхүүнүүд бий болж хөрөнгийн зах зээл хурдацтай хөгжиж эхэлжээ.

Энэхүү даяарчилсан өөрчлөлтүүдийн үйл явцыг маш олон төрлөөр томъёолдог бөгөөд цаана нь маш олон төрлийн эдийн засгийн микро, макро хүчин зүйлс нөлөөлсөн байдаг. Ихэнх судлаачид зах зээлийн бүтцийн өөрчлөлт болон санхүүгийн секторт орсон бусад бүтэц зохион байгуулалтын шинэчлэлээс улбаалан зээлдэгч болон хөрөнгө оруулагчдын хүрээ өөрчлөгдсөн гэж үздэг ба үүнтэй холбоотойгоор шинэ санхүүгийн бүтээгдэхүүнүүд үүсчээ. Эдгээрийн нэг нь үнэт цаасжуулалт юм.<sup>1</sup>

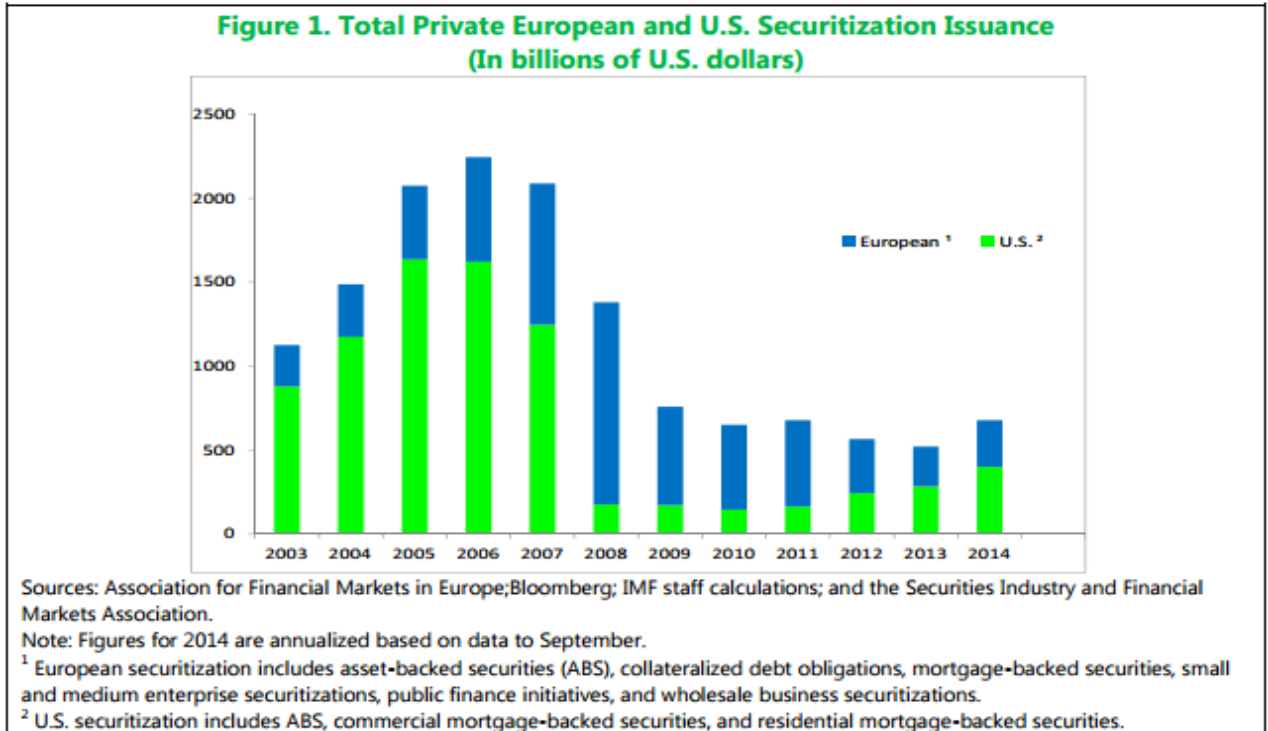
Үнэт цаасжуулалт нь энгийн хоёр талт санхүүгийн харилцааны хэлбэрийг /зээл, авлага, лизинг г.м./ чөлөөтэй арилжигдах хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл эсхүл үнэт цаасанд хөрвүүлдэг процесс юм. Энэхүү процесс нь зээлийн эрсдэлийг үр дүнтэй шилжүүлэх замаар санхүүгийн системийг бэхжүүлдэг механизм (Arner болон Schou-Zibell 2008) бөгөөд зөвхөн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэхээс гадна, зогсонги байдалд орсон өр, зээлийг илүү хөрвөх чадвартай, арилжих боломжтой болгодог. Нөгөөтэйгүүр, үнэт цаасжуулалтыг эдийн засагт шаардлагатай байгаа хөрөнгө оруулалт татахад бус санхүүгийн баланс дээр арбитраж хийх зориулалттайгаар ашиглахад эрсдэлтэй байдаг (Arner болон Schou-Zibell 2008). Үнэт цаасжуулалттай холбоотой учирч болзошгүй эрсдэлийг 2008 оны ипотекийн санхүүгийн хямрал маш тод харуулсан билээ.

2008 оны санхүүгийн хямралаар 30 жилийн турш тасралтгүй явсан үнэт цаасжуулалтын процесс зогсож, уг зах зээлд оролцогчдод үнэт цаасжуулалтын хөгжил, түүний санхүүгийн зах зээлд гүйцэтгэх үүргийн талаар эргэцүүлэн харах хугацаа гарсан. Уг хямралаас үүдэн хүмүүсийн үнэт цаасжуулалтын зах зээлд итгэх итгэл алдагдаж, ихээхэн шүүмжлэх болсон бөгөөд үүнээс хойш уг зах зээлийн үзүүлэлт маш их хэмжээгээр буурч, 2014 оны 9-р сарын байдлаар АНУ болон Европын нийт үнэт цаасжуулсан бүтээгдэхүүний хэмжээ 2003 оныхоос хоёр дахин бага байна.

---

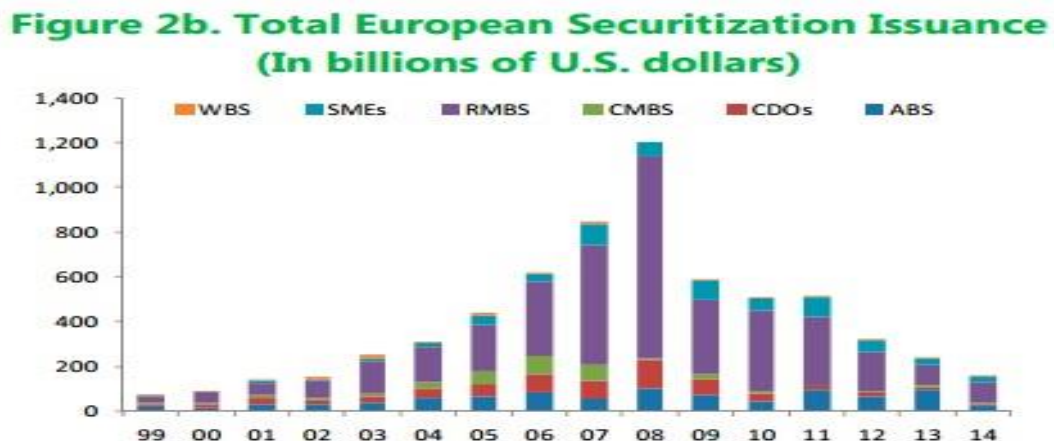
<sup>1</sup> Asset securitization - HANS PETER BÄR,

Зураг 12. Европ болон АНУ-ын үнэт цаасжуулалтын хэмжээ (тэрбум ам.доллар)



Орон сууц болон худалдаа, үйлчилгээний зориулалттай үл хөдлөх хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас (RMBS and CMBS), барьцаат өрийн хэрэгсэл (CDOs) болон жижиг дунд үйлдвэрлэлийн үнэт цаасжуулалтын үзүүлэлтүүд огцом буурсан бол хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас болон бөөний худалдааны үнэт цаасжуулалтын үзүүлэлт өмнөх онуудын дундаж үзүүлэлтдээ эргэн хүрсэн боловч хэмжээгээрээ нийт Европын үнэт цаасжуулалтын зах зээлийн ердөө 1/5-ийг эзэлдэг байна.

Зураг 13. Европын нийт үнэт цаасжуулалт



Үнэт цаасжуулалт нь бусад санхүүгийн бүтээгдэхүүнүүдийн адил давуу болон сул талтай ба тухайн нөхцөлөөс хамааран санхүүгийн системд маш ашигтай эсхүл ямар ч ашиггүй байх боломжтой. Нэг талаас санхүүгийн байгууллагуудад санхүүжилтийн зардлыг бууруулах, хөрөнгө хэмнэх, үнэт цаас гаргагч болон хөрөнгө оруулагчдад эрсдэлээ тараан байршуулах, хөрвөх чадвар муутай хөрөнгийг хөрвөдөг үнэт цаас болгох, зээлийн урсгалыг дахин сэргээж шаардлагат зээлдэгчдэд хүргэх зэрэг ихээхэн ач холбогдолтой. Нөгөө талаас үнэт цаасжуулалт нь банкны систем дэх эсхүл банкны системээс гадуурх зээлийн урсгалыг нэмэгдүүлдэг бөгөөд зээлийн хэмжээ болон суурь хөрөнгийн үнийг хэт өсгөх эрсдэлтэй. Ингэснээр уг зах зээл нь зээлээс хэт хамааралтай болж зээлд тавигдах шалгуур шаардлагын хяналт суларч, сайтар нягталж шалгалгүйгээр шууд зээл олгох эрсдлүүд үүсч байсан байна. Мөн өнгөрсөн хугацаанд хөрөнгө оруулагчид зөвхөн зээлжих зэрэглэлээс хамааруулан хөрөнгө оруулалт хийснээр уг салбарт ихээхэн хүндрэл учирсан байна.

Түүнчлэн хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас гаргах нь үнэт цаас гаргагч болон хөрөнгө оруулагч аль алинд ашигтай процесс юм. Үнэт цаас гаргагч нь суурь хөрөнгийн үнийн дүнгээс илүү өндөр үнээр шинэ үнэт цаасны багц бий болгох үндсэн зорилготой бөгөөд үнэт цаасжуулалтын үйл явцыг үр дүнтэй болгохын тулд үнэт цаас гаргасны үр дүнд бий болох мөнгөн урсгал нь уг үнэт цаасжуулалтыг бий болгоход зарцуулагдсан зардлаас өндөр байх шаардлагатай. Харин хөрөнгө оруулагчдын хувьд хөрөнгийн зах зээл дээр хөрөнгө оруулалт хийх боломжтой шинэ төрлийн бүтээгдэхүүн бий болж, цаашид зах зээлийн цар хүрээ ихэсч, эрсдлийг тараан байршуулахад дэмжлэг болдог байна.<sup>2</sup>

## ***2.2. Үнэт цаасжуулалтын төрөл***

Өнөөгийн байдлаар үнэт цаасжуулалтын суурь хөрөнгийн төрөл ихсэж, санхүүгийн байгууллагаас эхлээд худалдаа, аж үйлдвэрлэлийн компаниуд хэрэглэх болсон ба дараах төрлүүдтэй байна. Үүнд:

*Суурь хөрөнгөөс хамааран:*

- Ирээдүйд олох орлогыг үнэт цаасжуулах - худалдаа, экспортын үйл ажиллагаанаас олох орлого г.м.
- Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас /ABS/ - жижиглэнгийн зээл, зээлийн карт, авто машины зээл, лизингийн төлбөр г.м.
- Орон сууцаар баталгаажсан үнэт цаас /RMBS/
- Офис, үйлдвэрлэл, дэлгүүр, агуулахын зориулалттай хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас
- Баталгаат өрийн хэрэгсэл /Collateralized Debt Obligations, CDOs/

*Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчээс хөрөнгийг хэрхэн тусгаарлахаас хамааран:*

- Хөрөнгийг шууд худалдах /cash transaction/;
- Зохиомлоор тусгаарлах /synthetic transaction/.

*Үнэт цаас гаргагчийн байршлаас хамааран:*

- Дотоод шилжүүлэг - анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч болон үнэт цаас гаргагч нэг улсад байх

---

<sup>2</sup> [http://www.seacen.org/GUI/pdf/publications/research\\_proj/2011/rp86/rp86\\_complete.pdf](http://www.seacen.org/GUI/pdf/publications/research_proj/2011/rp86/rp86_complete.pdf) - page 28

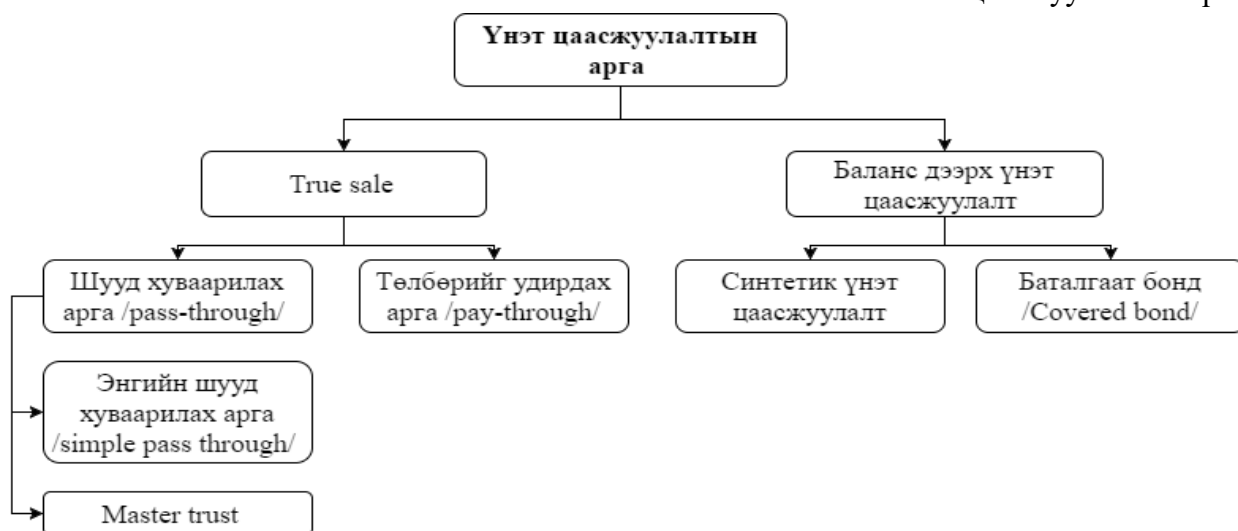
- Хил дамжсан шилжүүлэг - анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч болон үнэт цаас гаргагч өөр өөр улсад байх

Онолын хувьд, орлогын урсгалтай ямар ч төрлийн хөрөнгийг үнэт цаасжуулж болох ч бодит байдал дээр зээл болон санхүүгийн хөрөнгөөр баталгаажуулсан үнэт цаасжуулалт зах зээлийн дийлэнх хувийг эзэлдэг байна.

### 2.3. Үнэт цаасжуулалтын арга

Үнэт цаасжуулалт нь дотроо “бодит борлуулалт” /true sale/ эсхүл баланс дээрх үнэт цаасжуулалт гэсэн 2 арга хэлбэртэй.

Схем 1. Үнэт цаасжуулалтын арга



Бодит борлуулалт гэдэг нь үнэт цаасжуулалтын сонгодог загвар бөгөөд 1 эсхүл хэд хэдэн байгууллагын хөрөнгийг нэгтгэн багцалж, түүнийг тусгай зориулалтын компани буюу тухайн хөрөнгийг өөрийн баланс дээр шилжүүлэн авч, түүгээрээ баталгаажуулан үнэт цаас гаргах зориулалттай үүсгэн байгуулагдсан компанид шилжүүлэх үйл явцыг хэлдэг. Уг тусгай зориулалтын компанийн гаргасан үнэт цаасны хүүг багцад орсон хөрөнгийн ирээдүйн орлогоор төлөх ба анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч эсхүл тусгай зориулалтын компанийн хөрөнгөөс төлөхгүй.<sup>3</sup>

#### 2.3.1. Бодит борлуулалтын арга

##### 2.3.1.1. Бодит борлуулалтын үйл явц

Бодит борлуулалтын үйл явцыг дэлгэрэнгүй авч үзье:

1/ Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч өөрийн баланс дээр үнэт цаасжуулахад тохиромжтой тодорхой онцлог шинжийг агуулсан зээлийн багц, тухайлбал, тогтвортой мөнгөн урсгалтай, нэг төрлийн жигд шалгуур, дуусах хугацаа болон хүүгийн төлбөр төлөх давтамж, анхны үүрэг

<sup>3</sup> <https://www.nbrb.by/bv/articles/8216.pdf> - National bank of the Republic of Belarus

гүйцэтгүүлэгчээс хараат бус, өмчлөх эрхийг шилжүүлэх боломжтой багцыг бүрдүүлнэ.

2/ Дээрх хөрөнгийн багцыг тусгай зориулалтын компанид зээлийн үлдэгдлийн нэрлэсэн үнээр шилжүүлэх (худалдах). Тусгай зориулалтын компани нь хараат бус, дампуурлаас ангид, анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн төлбөрийн чадварын эрсдэлээс тусгаарлагдсан хуулийн этгээд байна. Уг компанийг үнэт цаасжуулалтын үйл ажиллагаатай холбоотойгоор тусгайлан үүсгэн байгуулдаг. Тусгай зориулалтын компани зээлийн багцыг хөрөнгө оруулагчийн эрх ашигт нийцүүлэн эзэмших үүрэгтэй бөгөөд хөрөнгийн зах зээл дээр үнэт цаас гаргах замаар төлбөрөө төлнө.

3/ Гаргасан үнэт цаасны зээлжих зэрэглэл нь түүнийг баталгаажуулж буй багцаас хамаардаг. Учир нь үнэт цаасжуулсан хөрөнгөөс орж ирэх мөнгөн урсгал нь хөрөнгө оруулагчдад төлбөрөө төлөх цорын ганц эх үүсвэр болдог. Харин анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч нь үнэт цаасжуулсан зээлийн эзэмшигч биш тул зээлтэй холбоотойгоор ямар нэгэн шаардлага гаргах эрхгүй ба хөрөнгө оруулагч нь тусгай зориулалтын компани эсхүл анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн эсрэг хохирол барагдуулах тухай нэхэмжлэл гаргах эрхгүй байдаг.

4/ Тусгай зориулалтын компанийн гаргаж буй үнэт цаас ихэвчлэн дотроо хэд хэд ангилагддаг. Жишээ нь: Хүүгийн хэмжээ болон төлбөр хуваарилалтын ялгаатай байдлаас хамааран А буюу дээд, В буюу дунд, С буюу бага гэж ангилагдана. Дээд ангиллын үнэт цаас авсан хөрөнгө оруулагч нь хоёрдогч ангиллаасаа давуу эрхтэй байх ба хөрөнгийн багцын төлбөрийг эхний ээлжид төлүүлдэг бол зөвхөн үүний дараагаар дунд, дараа нь бага нь төлөгддөг дараалалтай. Ийм учраас дунд болон бага ангиллын үнэт цаасны хүү нь хамгийн өндөр байна. Дээд ангиллын үнэт цаас нь бусад 2 ангиллын үнэт цаасаар баталгааждаг тул харьцангуй эрсдэл багатай. Иймээс дээд ангиллын үнэт цаас нь зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллагаас өндөр зэрэглэлтэй байдаг боловч хүү нь хамгийн бага ба тусгай зориулалтын компанийн хувьд хямд өртгөөр дахин санхүүжилт татах арга болж өгдөг байна. В болон С ангиллын гаргаж буй үнэт цаасны хэмжээг тогтоохдоо зээлийн багцын бүхий л зардлыг шингээснээр дээд ангиллын үнэт цаасанд хамгийн өндөр зэрэглэл тогтоолгох боломжтой болдог. В ангиллын үнэт цаас нь хөрөнгө оруулалтын зэрэглэлтэй байдаг бол бага ангилал нь зэрэглэл тогтоолгодоггүй бөгөөд сонирхсон хөрөнгө оруулагч байхгүй тохиолдолд анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчид эргүүлэн худалддаг байна.

5/ Үнэт цаасжуулалтын хэлцэлд үйлчилгээ үзүүлэгч этгээд оролцдог ба энэ этгээд нь зээлдэгчдийн төлбөрийг цуглуулах, өр төлбөрийн асуудал гаргасан тохиолдолд холбогдох арга хэмжээ авах, барьцаа хөрөнгийг өөрийн эзэмшилд шилжүүлэх зэрэг үүрэг гүйцэтгэдэг. Дээрх үүргийг тусгай зориулалтын компани өөрөө гүйцэтгэх боломжгүй учир зөвхөн анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч болон хөрөнгө оруулагчдын хооронд зуучлах үүрэгтэй бөгөөд ямар нэгэн ажилтангүй. Үйлчилгээ үзүүлэгчийн үүргийг ихэвчлэн анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч өөрөө гүйцэтгэдэг ба үүргээ гүйцэтгэхэд шаардлагатай бүтэц тогтолцоо болон системтэй байдаг. Зарим тохиолдолд эдгээр үүргийг тусдаа, бие даасан зээлийн үйлчилгээ үзүүлдэг байгууллага гүйцэтгэнэ.

6/ Үнэт цаасжуулалтын үйл ажиллагаанаас олсон хүүгийн ашиг /зээлийн жигнэсэн дундаж

хүүгээс гаргасан үнэт цаасны жигнэсэн дундаж хүү болон үйлчилгээний төлбөрийг хасч тооцсон дүн/-ийг анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч авдаг. Энэхүү хэлцэлд оролцогч бүх талууд тодорхой хэмжээний ашиг олдог. Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч нь зардлаа багасган мөнгөн хөрөнгө татах хугацааг сунгах, дахин санхүүжилтийн эх үүсвэрийг төрөлжүүлэх, багцад орсон зээлийн эрсдэлийг бууруулах, балансаас зээлийн хөрөнгийг хассанаар өөрийн хөрөнгийн зохистой харьцаа, хөрвөх чадвар болон бусад санхүүгийн үзүүлэлтүүдээ сайжруулах боломжтой. Харин хөрөнгө оруулагчид нь анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн дампуурлын эрсдэлээс тусгаарлагдсан үнэт цаасанд хөрөнгө оруулах, төрөл бүрийн зээлжих зэрэглэл, болон хүүтэй үнэт цааснаас сонгох боломжтой. Ийм төрлийн үнэт цаасны ашиг нь ихэвчлэн бусад засгийн газрын үнэт цааснаас илүү байдаг. Тусгай зориулалтын компани нь ашгийн төлөө бус харин үнэт цаасжуулалтын үйл ажиллагааны зориулалтаар үүсгэн байгуулагддаг ба тусдаа ашгийн төлөөх этгээдэд хамаардаггүй байна.

### 2.3.1.2. Бодит борлуулалтын аргын төрөл

Схем 1-т дурдсанчлан бодит борлуулалтын арга нь дотроо **шууд хуваарилах (pass-through), төлбөрийг удирдах (pay-through)** гэсэн 2 төрөлтэй хуваагддаг.

**1/ Шууд хуваарилах арга** нь зээлийн багцаас орж ирж буй мөнгөн урсгалыг холбогдох шимтгэл зардлыг хасч, үнэт цаасны төлбөрт шууд хувь тэнцүүлсэн дүнгээр буюу тухайн хугацаанд, тухайн хэмжээ болон хэлбэлзэлтэйгээр хуваарилахыг хэлдэг бол **төлбөрийг удирдах арга** гэдэгт тусгай зориулалтын компани зээлийн багцын төлбөрөөс үл хамааран хөрөнгө оруулагчдад урьдчилж тохирсон хугацаанд төлбөр төлөх арга хэмжээг авч ажиллах аргыг ойлгоно.

Мөн сүүлийн арга нь зээлийн багцаас орж ирэх төлбөрийн хугацаа болон үнэт цаасны төлбөр төлөх хугацааны зөрүүтэй байдлыг залруулах үүднээс тусгай зориулалтын компани баталгаат хөрөнгө оруулалтын гэрээ эсхүл нэмэлт баталгааг ашиглахыг хэлнэ.

Баталгаат хөрөнгө оруулалтын гэрээ нь тогтмол хүүгийн орлогыг хангадаг ба тусгай зориулалтын компани хөрөнгө оруулагч болон анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн зээлдэгч хоорондын мөнгөн урсгалыг тэнцвэржүүлэхийн тулд нэмэлт хөрөнгө оруулалт хийх шаардлага гардаг тул энэхүү гэрээг ашигладаг. Үүний тулд тусгай зориулалтын компани нь банктай хүүгийн түвшин өөрчлөгдөх эрсдэлээс хамгаалсан баталгаат хөрөнгө оруулалтын гэрээ байгуулдаг.

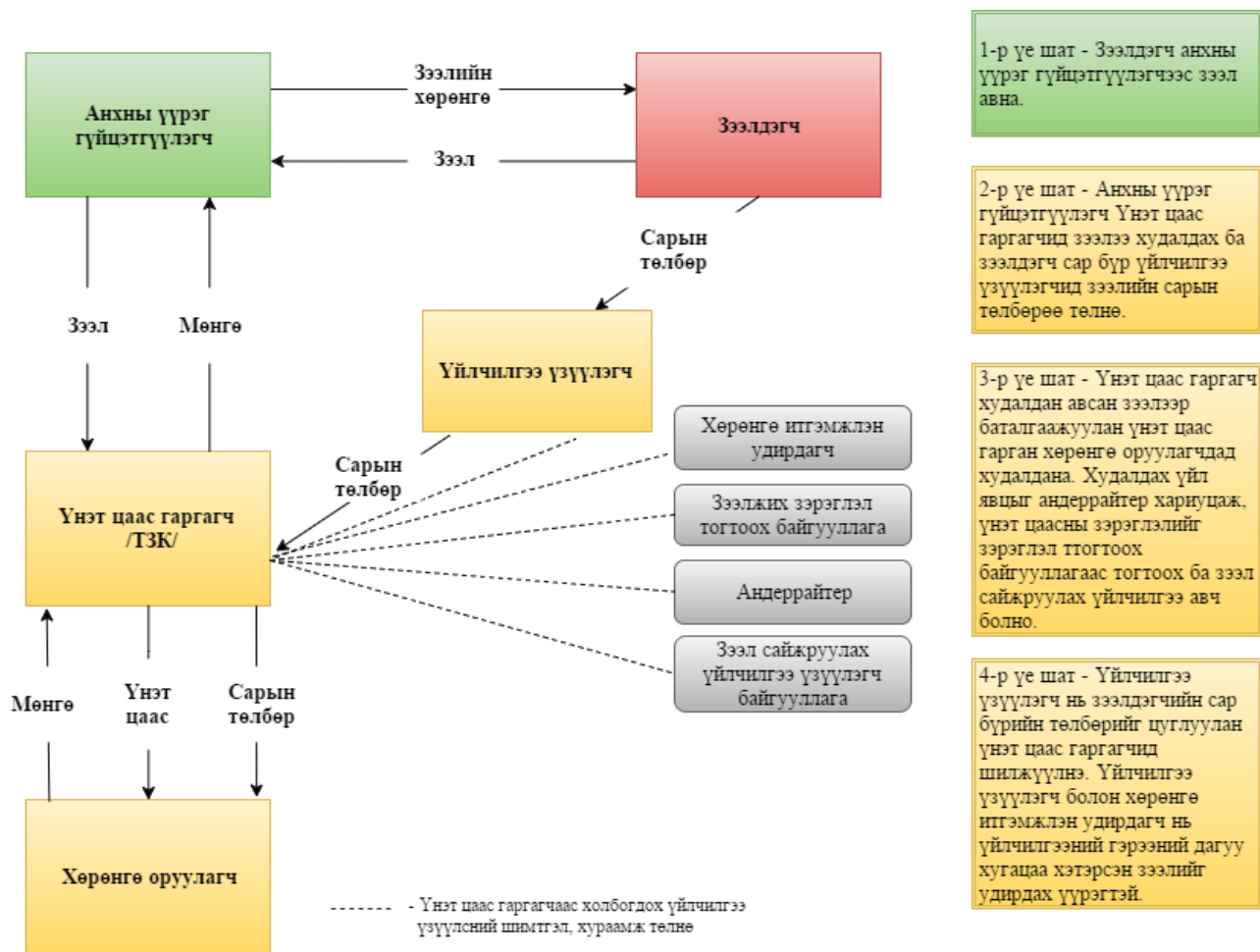
Харин дээр дурдсан нэмэлт баталгаа гэдэг нь анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн зүгээс үнэт цаасны үнэ эсхүл зэрэглэлийг өсгөх үүднээс гуравдагч талын баталгаа гаргах арга хэмжээ авахыг хэлнэ. Нэмэлт баталгааг зээлийн багцын эрсдэлийг багасгах, үнэт цаасны зэрэглэлийг өсгөх зориулалтаар бүхий л үнэт цаасжуулалтын арга хэрэгсэлд ашиглаж болох ба энэхүү баталгаа нь хөрвөх чадварыг хангахад дэмжлэг болох, зээлийн багцад орсон зээлийн хугацаа хэтрэлтээс үүссэн хомсдолыг хааж, хөрөнгө оруулагчдыг төлбөрөө тогтмол авах бололцоогоор хангадаг. Ингэхдээ өөрийн нөөц хөрөнгө, гадны зээл, үйлчилгээ үзүүлэгчийн урьдчилгаа зэргийг ашиглана. Өөрийн нөөц хөрөнгө нь бүхэлдээ гаднаас санхүүждэг эсхүл үнэт цаасжуулалтаас олсон хүүгийн зөрүүний ашгийг цуглуулсан дүнгээс бүрддэг байна.

Шууд хуваарилалтын арга нь үнэт цаасжуулалтад хамгийн их хэрэглэгддэг ч тухайн зээлийн багцаас орж ирэх мөнгөн урсгал нь тогтворгүй тохиолдолд энэхүү аргыг хэрэглэхэд хүндрэлтэй байдаг тул зарим тохиолдолд төлбөр удирдах аргыг хэрэглэдэг.

Шууд хуваарилах аргыг хэрэглэхдээ **энгийн шууд хуваарилах** (simple passthrough) тохиолдолд тусгай зориулалтын нэг компаниар зөвхөн нэг удаагийн үнэт цаасжуулалтын үйл ажиллагаа буюу тодорхой нэг зээлийн багцаар баталгаажуулсан, нэг удаагийн гаргалттай, багцаас орж ирэх мөнгөн урсгалыг шууд хуваарилах ба зээлийн төлбөр бүрэн төлөгдөхөд үнэт цаасны хугацаа дуусч, тусгай зориулалтын компани татан буугдана.

**2/ Мастер траст (master trust)** буюу анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч нь үнэт цаасжуулалтаас олсон санхүүжилтийн дүнгээс илүү хэмжээний өөрийн шаардах эрхээр сан үүсгэн байгуулж, үүний дор нэг зэрэг эсхүл дараалан хэд хэдэн удаа үнэт цаас гаргах ба нийт гаргасан үнэт цаасны дүн нь санд цуглуулсан бүх хөрөнгийн нийт дүнгээс илүү эсхүл тэнцүү байж болохгүй. Ихэвчлэн хөрөнгө оруулагчдаас татсан санхүүжилт нь тухайн санд орсон шаардах эрхийн нийлбэр дүнгээс бага байдаг. Энэхүү шаардах эрх нь 2 мөнгөн урсгалыг бий болгодог: үнэт цаасжуулсан хөрөнгийн төлбөрөөс олсон хөрөнгө оруулагчийн орлого мөн зээлийн багцад орсон бусад хөрөнгөөс үүсэх анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн орлого. Энэ нь тусгай зориулалтын компанид баталгаа болж буй зээлийн төлбөрийн хугацаанаас үл хамаарч үнэт цаас гарган, актив пассив талын хүүгийн төлбөрийн хугацааг зохицуулдаг. Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч нь үнэт цаасжуулалтаас олсон санхүүжилтийн оронд өөрийн хөрөнгийг мастер трастад шилжүүлдэг. Мастер траст нь энгийн шууд шилжүүлэх аргаас илүү уян хатан бүтэцтэй тул зээлийн картыг үнэт цаасжуулахад илүүтэй хэрэглэдэг байна.

Схем 2. Бодит борлуулалтын ерөнхий бүтэц



1-р үе шат - Зээлдэгч анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчээс зээл авна.

2-р үе шат - Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч Үнэт цаас гаргагчид зээлээ худалдах ба зээлдэгч сар бүр үйлчилгээ үзүүлэгчид зээлийн сарын төлбөрөө төлнө.

3-р үе шат - Үнэт цаас гаргагч худалдан авсан зээлээр баталгаажуулан үнэт цаас гарган хөрөнгө оруулагчдад худалдана. Худалдах үйл явцыг андеррайтер хариуцаж, үнэт цаасны зэрэглэлийг зэрэглэл тогтоох байгууллагаас тогтоох ба зээл сайжруулах үйлчилгээ авч болно.

4-р үе шат - Үйлчилгээ үзүүлэгч нь зээлдэгчийн сар бүрийн төлбөрийг цуглуулан үнэт цаас гаргагчид шилжүүлнэ. Үйлчилгээ үзүүлэгч болон хөрөнгө итгэмжлэн удирдагч нь үйлчилгээний гэрээний дагуу хугацаа хэтэрсэн зээлийг удирдах үүрэгтэй.

### 2.3.2. Баланс дээрх үнэт цаасжуулалт

Энэхүү үнэт цаасжуулалтын төрөл нь уламжлалт загварт хамаардаггүй боловч Баруун Европ болон Азид өргөн тархсан. Уг арга нь анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн хөрөнгийг нэг багц болгон бүтэн үнээр нь үнэт цаас гаргах замаар худалдах ба ингэхдээ уг хөрөнгийг анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн баланс дээр үлдээнэ. Олон улсад баланс дээрх санхүүжилтийн үндсэн 2 төрөл байдаг: **синтетик үнэт цаасжуулалт** болон **баталгаат бонд**.

#### 2.3.2.1. Синтетик үнэт цаасжуулалт

*Синтетик үнэт цаасжуулалт* нь багц хөрөнгийг шууд худалдах бус харин түүний зээлийн эрсдэлийг үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл ашиглан шилжүүлж шаардах эрхийг анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн баланс дээр үлдээх аргыг хэлнэ. Хамгийн өргөн тархсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл бол төлбөрийн чадварын своп (credit default swap — CDS) болон зээлийн нот (credit linked notes — CLN) юм. Төлбөрийн чадварын своп гэж гуравдагч талын төлбөрийн чадварын эрсдэлээс хамгаалсан 2 талын хооронд байгуулагдсан гэрээг хэлнэ. Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч нь хөрөнгө оруулагчдад эрсдэлийн нэмэгдэл төлөх бол хөрөнгө оруулагчид нь анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчид зээлийн багцтай холбоотой алдагдлыг нөхөн олгоно. Энэхүү хэрэгсэл нь энгийн баталгааны



зарчмаар ажилладаг.

Үнэт цаасжуулалтын синтетик эсхүл сонгодог аргын аль нэгийг анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн зорилгоос хамааран сонгодог. Синтетик аргыг хэрэглэхэд бага зардалтай ба анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч нь хямд, тогтмол дахин санхүүжилтийн суурьтай, өөрийн багцын зээлийн эрсдэлийг бууруулах сонирхолтой, өөрийн хөрөнгийн зохистой харьцааны үзүүлэлтийг сайжруулах, хөрөнгийн төвлөрлийн эрсдэлээс сэргийлэхэд синтетик үнэт цаасжуулалтын арга нь хурдан, уян хатан чанараараа илүү тохиромжтой.

Харин үнэт цаасжуулалтын сонгодог арга нь эсрэгээрээ хөрөнгийг өөрийн балансаас хасч анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн зэрэглэлээс үл хамааран тухайн хөрөнгийн хөрвөх чадварыг сайжруулах тохиолдолд илүү оновчтой юм. Энэ арга нь синтетик аргатай харьцуулахад тухайн хөрөнгийг зээлийн, хүүгийн болон валютын эрсдэлээс зайлахад боломж олгодог.

#### 2.3.2.2. Баталгаат бонд

*Баталгаат бонд* нь анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн баланс дээрх хөрөнгийн багцаар баталгаажуулсан үнэт цаас гаргах аргыг хэлнэ. Энэхүү арга нь Баруун Европт илүү өргөн тархсан ба бусад аргатай харьцуулахад хөрөнгийн багцыг тусгай зориулалтын компанид худалддаггүй харин анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч өөрөө уг хөрөнгөөр баталгаажуулсан бонд гаргадаг. Ийм төрлийн бонд гаргахад хөрөнгө оруулагчийг анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн дампуурлаас хамгаалсан хуулийн орчин зайлшгүй байх шаардлагатай. Анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч байгууллага нь /ихэнх тохиолдолд банк/ өөрийн баланс дээр баталгаа болж буй хөрөнгийн багцыг холбогдох хуулийн дагуу тусгайлан бүртгэнэ. Банк дампуурсан тохиолдолд энэхүү багцыг худалдаж, олсон хөрөнгийг бондын төлбөрт зарцуулна. Гэвч энэхүү худалдсан дүн нь бондын төлбөр төлөхөд хүрэлцэхгүй бол хөрөнгө оруулагчид үнэт цаас гаргагчаас нөхөн төлбөр олгуулах тухай шаардлага гаргах эрхтэй байна. Үнэт цаасжуулахад зориулагдсан хөрөнгө нь статик бус динамик багц болох ба баталгаа болж буй зээлийн төлбөрийн хугацаанаас хамаарахгүй бөгөөд банк нэг багцаар баталгаажуулан олон удаа бонд гаргах боломжтой байдаг. Үүнээс гадна багцад орсон аль нэг хөрөнгийн төлбөр урьдчилан төлөгдсөн эсхүл төлөгдөх боломжгүй болсон тохиолдолд тухайн хөрөнгийг өөр шинэ хөрөнгөөр солин багцын чанарыг хадгалдаг.

Баталгаат бонд гаргахад нэмэлт баталгаа болгон “их хэмжээний баталгаа” (overcollateralization)-г ашигладаг ба энэ нь зээлийн багцын үнийн дүн нь дахин санхүүжилтийн дүнгээс илүү гарахыг хэлнэ. Үнэт цаасжуулалтад зориулагдсан хөрөнгө нь баталгаат бонд гаргах тухай хуулийн шаардлагыг хангах ёстой. Үнэт цаасжуулалтын сонгодог аргатай харьцуулахад баталгаат бондын зэрэглэл нь анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн зэрэглэлээс хамаарах боловч анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн дампуурлаас хөрөнгө оруулагчийг хамгаалсан хуулийн зохицуулалт болон “их хэмжээний баталгаа”-ны чанараас (урьдчилан төлөх эрсдэлгүй, асуудалтай зээлийг солих, баталгаа болж буй хөрөнгөнд тавигддаг хуулийн шаардлага, багцын чанарыг тогтмол хангах) хамааран уг бонд нь маш өндөр зэрэглэлтэй байдаг. Гэсэн ч энэхүү арга нь зөвхөн хөрөнгийн хөрвөх чадварыг сайжруулах зориулалттай бол үнэт цаасжуулалтын сонгодог арга нь анхны үүрэг

гүйцэтгүүлэгчид үүнээс гадна зээлийн, хүүгийн, валютын эрсдэлийг бууруулах, хөрөнгийн зохистой харьцааг сайжруулах зэрэг олон давуу талыг бий болгодог.

Үүнээс дүгнэхэд үнэт цаасжуулалтын аль нэг аргыг сонгохдоо тухайн үнэт цаасжуулах зорилго, баталгаа болж буй хөрөнгийн шинж чанар болон тухайн анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн оршин байгаа улсын хууль эрх зүй, татварын орчин, нягтлан бодох бүртгэлийн онцлог зэргээс хамааран сонгодог. Гэвч 2008 оны санхүүгийн хямралын үр дүнд үнэт цаасжуулалтад тавигдах шаардлага улам нарийсч, анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн баланс дээр хадгалах арга руу илүү чиглүүлэн уг аргыг нэгдсэн нэг стандартад оруулах шаардлагыг чангатгаж байна.

## ***2.4. Үнэт цаасжуулалтын олон улсын туршилага***

### **2.4.1. Америкийн Нэгдсэн Улс**

Үнэт цаасжуулалтын зах зээл хамгийн анх 1970 онд АНУ-д бий болсон ба АНУ-ын Засгийн газрын баталгаатай орон сууцны зээлийг үнэт цаасжуулан Үндэсний орон сууцны холбоо (GNMA or “Ginnie Mae”)–гоор дамжуулан гаргасан. Уг үнэт цаасжуулалтаар олон улсын зах зээлээс хөрөнгө оруулалт татах шугамыг нээж, орон сууцжуулахад шаардлагатай хөрөнгө татах зорилготой байсан. АНУ-ын Конгрессоос Орон сууцны яаралтай санхүүжилтийн тухай хуулийг баталснаар Холбооны орон сууцны зээлийн корпораци (Freddie Mac or FHLMC)-ийг банкнаас бусад зээлийн үйл ажиллагаа эрхэлж буй байгууллага (жишээлбэл хадгаламж зээлийн хоршоо)-аас орон сууцны зээлийг худалдан авах замаар хүүгийн эрсдэлийг удирдахад дэмжлэг үзүүлэх зорилгоор үүсгэн байгуулж байсан. Дээрх хуулинд Fannie Mae болон Freddie Mac-д Засгийн газрын баталгаатай эсхүл даатгагдсан орон сууцны зээлийг худалдан авч, худалдах эрхтэй гэж заасан. Freddie Mac нь 1971 онд хамгийн анхны ердийн зээлээр баталгаажуулсан үнэт цаас гаргасан бол 1977 онд “Bank of America” анхны хувийн орон сууцны зээлээр баталгаажуулсан шууд хуваарилах бонд гаргасан<sup>4</sup>.

1970-аад оны туршид банкирууд болон хуульчид үнэт цаасжуулалтын илүү нарийн төвөгтэй бүтцийг бий болгох чиглэлээр ажилласан ба үүнд 1986 онд Конгрессоос Татварын шинэчлэлийн тухай хуульд Үл хөдлөх хөрөнгийн зээлийн хөрөнгө оруулалтын шугамын /REMIC/ талаар заалтууд тусган баталснаар дэмжлэг болсон бөгөөд төрөл бүрийн хугацаа болон түүхтэй зээлийг ангилан үнэт цаасжуулах үйл явцыг илүү уян хатан болгосон. Орлогын урсгал бий болох боломжит хөрөнгийг багцлан балансаас хассан бөгөөд ингэснээр санхүүгийн байгууллагад зохицуулагч байгууллагаас тавьсан хөрөнгийн зохистой харьцааг хангахад дэмжлэг болж, хэрэглэгчийн орон сууцны эрэлтийг хангахад шаардлагатай санхүүжилтийн хэмжээ ихсэх зэрэг давуу талтай тул АНУ болон бусад улс оронд үнэт цаасжуулалтын төрөл ихэссэн. 1980-оны дунд үеэр хамгийн анхны автомашины зээл болон зээлийн картын орлогоор баталгаажсан үнэт цаас гарсан.

1980 оны сүүлээс 1990-ээд онд үнэт цаасжуулалтын зах зээлийн тэсрэлт болсон нь АНУ-ын Үл хөдлөх хөрөнгийн зээлийн хөрөнгө оруулалтын шугамын зохицуулалт, Үнэт цаас болон биржийн хорооны дүрэм, журамд нэмэлт өөрчлөлтүүд орсонтой холбоотой байсан ба мөнгөний зах

---

<sup>4</sup> <http://whoswholegal.com/news/features/article/31673/securitisation-brief-history-road-ahead>

зээлийн сан, хөрөнгө оруулалтын сан болон бусад төрлийн мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчид буюу тэтгэврийн сан, даатгалын байгууллагуудын тоо ихэссэнээр уг зах зээлийн хөгжилд улам түлхэц болж өгсөн. 1990 онд худалдаа, үйлчилгээний зориулалттай үл хөдлөх хөрөнгийг үнэт цаасжуулж эхэлсэн байна. АНУ-аас гадна Их Британи, Япон улсуудад үнэт цаасжуулалтын зохицуулалтыг тусгасан хуулийг баталсан. Орон сууц, автомашин, гар утас, зурагт зэрэг зээлдэгчийн авч буй зээлийн төрөл ихэссэн бөгөөд энэ нь үнэт цаасжуулалтын хэмжээг өсөхөд дэмжлэг болж байсан.

Хамгийн анх арилжааны болон хадгаламжийн банкууд үнэт цаасжуулалтын аргыг ашигладаг байсан бол хэрэглэгчийн зээлийн талбарт өөр олон төрлийн байгууллагууд оролцож өөрсдийн хөрөнгөө үнэт цаасжуулалтын аргаар санхүүжүүлж эхэлсэн.

Энэхүү зах зээлд зохицуулалтад хамрагддаггүй этгээдүүд оролцож эхэлснээр зээлийн стандартууд суларч, хамгийн анхны хоёрдугаар зэрэглэлийн орон сууцны зориулалттай үл хөдлөх хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас 1990 онд гарч байсан. Дараагийн 10 жилийн хугацаанд уг үнэт цаасжуулсан хоёрдугаар зэрэглэлийн үл хөдлөх хөрөнгийн зээлийн хэмжээ асар их болсон байв.

Үнэт цаасжуулалтын тэсрэлтэд нөлөөлсөн бас нэгэн шалтгаан бол тусгай зориулалтын компанийг ашиглан үнэт цаасжуулалтын аргаас баланс дээрх үнэт цаасжуулах аргыг хэрэглэх болсон шалтгаан байв. Өмнө нь банк аж ахуйн нэгж болон иргэдэд үл хөдлөх хөрөнгө худалдан авахад шаардлагатай мөнгөн хөрөнгө зээлдүүлж, ямар нэгэн асуудал гарсан тохиолдолд зээлдэгч тухайн банктай асуудлаа шийдвэрлэдэг байсан. Үнэт цаасжуулалтын бүтэц гарч ирснээс хойш энэхүү процесс тэр чигтээ өөрчлөгдсөн.

Банкууд үл хөдлөх хөрөнгөө маш их хэмжээний багцад оруулан худалдаж байсан ба энэхүү үл хөдлөх хөрөнгө нь багцын ердөө 10 мянганы нэг болдог байв. Харин жижиг аж ахуйн нэгжийн зээлийг тусгай зориулалтын компаниар дамжуулан санхүүжүүлдэг байсан. Энэхүү зээлийн процесс өөрчлөгдсөнтэй холбоотойгоор ямар нэгэн зээлд асуудал тулгарахад тухайн зээлдэгчид чиглэсэн ямар нэгэн арга хэмжээ авах боломжгүй байсан ба тодорхой авах арга хэмжээ болон хохирол барагдуулах үйл ажиллагаа нь зөвхөн үйлчилгээ үзүүлэгч, хөрөнгө итгэмжлэн удирдагч буюу томоохон хөрөнгө оруулагчдын өмнө үүрэг хүлээсэн байгууллагуудын баримт бичгүүдэд тусгагдсаны дагуу шийдвэрлэгддэг байв.

Ихэнх хэлцэлүүд нь зээлийн дэмжлэгтэй эсхүл своп хэлцэл давхар хийгдэж байсан тул хэлцэлд оролцогч талын аль нь илүү эрсдэл хүлээх мөн хэнээс мөнгөн төлбөр гаргах эрхтэй эсэх нь тодорхойгүй байсан. Энэ бүх тодорхойгүй байдал 2008 оны хямралд нөлөөлсөн байдаг. Үүний дагуу олон улсын зохицуулагч байгууллагуудын зүгээс төрөл бүрийн гарч болзошгүй хямралыг зохицуулах дүрэм, журмыг боловсруулж эхэлсэн.

#### **2.4.2. Оросын Холбооны Улс**

ОХУ-д анх 2004 онд дэлхийн хамгийн том эрчим хүчний компаниудын нэг болох “Газпром” ХК-ийн Европ руу экспортолж ирээдүйд олох газын орлогыг үнэт цаасжуулан евробонд гаргаж, 1.25 тэрбум долларын хөрөнгө оруулалтыг 7.201 хувийн хүүтэйгээр татсан байна.

Уг хэлцлийг доллароор эсхүл еврогийн өрийн хэрэгсэл хэлбэрээр бүтэцжүүлэн “Газпром”-ын үүсгэн байгуулсан SPV-тусгай зориулалтын компаниар (Gazprom International S.A.) дамжуулан

гаргасан. Уг компанийн гаргасан өрийн хэрэгсэлд “Газпром” ХК болон түүний худалдаа хариуцсан “Газэкспорт” ХХК-иас баталгаа гаргаж, нөөцийн данстай байх механизмыг бий болгох замаар уг бүтцэд дэмжлэг үзүүлсэн байна.

Хууль эрх зүйн орчны тогтвортой байдал болон дээрх дэмжлэгийн нөлөөтэйгээр Стандарт энд Пүрс, Фитчээс хөрөнгө оруулалтын түвшингийн зэрэглэлийг ВВВ- гэж тогтоосон. Энэ нь зээлийн өртгийг бууруулаад зогсохгүй хөрөнгө оруулагчдын хүрээг өргөжүүлэх боломжийг бий болгосон. Учир нь АНУ-ын тэтгэврийн сангууд нь эрсдэлтэй гэсэн зэрэглэлтэй үнэт цаасанд хөрөнгө оруулах нь хуулиараа хориотой. “Газпром” ХК-ийн рейтинг 2005 онд дээшилсэнтэй холбоотойгоор Стандарт энд Пүрс, Фитчээс баталгаат өрийн хэрэгслийн зэрэглэлийг ВВВ болгосон байна.

Үүний дараагаар 2005 онд автомашины болон хэрэглээний зээлийг үнэт цаасжуулж, нийт 240 сая ам.долларын хэлцэл хийгдсэн байна. Харин 2006 онд лизингээс олох орлого, хэрэглээний зээл, автомашины зээл, орон сууцны зээл зэргээр баталгаажуулсан 8 хэлцэл, ирээдүйд олох орлогоор баталгаажуулсан 3 хэлцэл тус тус хийгдсэн байна.<sup>5</sup>

### **2.4.3. Бүгд Найрамдах Хятад Ард Улс**

Өнөөгийн байдлаар БНХАУ-ын үнэт цаасжуулалтын зах зээл хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг ихээхэн татаад байгаа билээ. Энэхүү зах зээлийн давуу талыг БНХАУ-ын Засгийн газар удаан хугацааны туршид хэлэлцсэний эцэст 2005 онд уг зах зээлийг нэвтрүүлэх чиглэлээр дорвитой арга хэмжээ авч эхэлсэн.

Банкны салбарыг зохицуулагч байгууллага буюу БНХАУ-ын Ардын банк болон Сангийн яамны зүгээс хамгийн анхны үнэт цаасжуулсан хэлцэл хийх зааврыг гаргасан ба үүнд тусгай зориулалтын траст үүсгэн байгуулах мөн түүний үйл ажиллагаа, үнэт цаасжуулалтын татварын асуудал болон албан ёсны тайлагналын талаар тусгасан байна.

БНХАУ-д банкны хөрөнгө (аж ахуйн нэгжийн зээл болон орон сууцны зээл)-ийг үнэт цаасжуулах 2 ч удаагийн туршилтыг Хөгжлийн банк болон Барилгын банкны зүгээс 2005 онд хийсэн. Эхний хэлцэл нь өөр өөр салбарын (харилцаа холбоо, эрчим хүч, орон сууц, нийтийн үйлчилгээний болон тээврийн) 29 зээлдэгчдэд олгосон 51 зээлийн багцыг үнэт цаасжуулсан байна. Нийт үнэт цаасжуулсан зээлийн хэмжээ нь 4.2 тэрбум юань байсан ба зээлийн дундаж хугацаа 7.63 жил байсан ч хэлцэл хийх үед зээлийн дуусгавар болох хугацаа дунджаар 0.9 жил буюу анх хугацааны 13 хувьтай тэнцэхүйц болсон байна. Богино хугацаатай сертификат гаргахдаа урт хугацаат, өндөр ашигтай зээлээр баталгаажуулсан нь хангалттай өндөр зөрүү гаргаж байсан ба үнэт цаасжуулсан зээлийн жилийн дундаж хүү 5.3 хувь бөгөөд А ангиллын сертификат нь 2.5 хувь, В ангилал нь 3.1 хувийн ашигтай байсан.

Энэхүү хэлцэлд хөрөнгө оруулагчийн санааг хамгийн ихээр зовоосон асуудал нь хууль эрх зүйн орчны орчин баталгаажуулж байдал байлаа. Хамгийн том 5 зээлдэгч тус бүр багцын нийт дүнгийн 5 хувиас дээш хувийг эзэлж байсан ба хамгийн том зээлдэгч 14.36 хувийг эзэлж байсан.

---

<sup>5</sup> <http://www.rcb.ru/rcb/2006-11/7682/?nohide=1>

БНХАУ-ын банкны систем дэх томоохон тоглогчдын нэг анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгч байсан тул түүний нэр хүнд, энэ зах зээлийн анхны хэлцэл зэргээс шалтгаалж төрөөс дэмжлэг үзүүлж байсан нь дээрх эрсдэлүүдийг зөөлрүүлж байсан.

## ***2.5. Үнэт цаасжуулахад учирч болох эрсдэлүүд***

Үнэт цаасжуулалтын эрсдэлийг дотор нь баталгааны болон үнэт цаасжуулалтын эрсдэл гэж 2 хуваадаг (Hans Peter Bar). Баталгааны эрсдэл гэдэгт хөрөнгийн багц болон түүнээс хамааралтай бүхий л эрсдэлүүд буюу зээлийн эрсдэл, зээлийн урьдчилсан төлбөрийн эрсдэл, зээлийн хугацаа хэтрэлт хамаарах бол үнэт цаасжуулалтын эрсдэлд бүтцийн болон эрх зүйн эрсдэл орно. Зарим тохиолдолд үнэт цаасжуулалтын эрсдэлийг гол оролцогч этгээдүүдийн эрсдэлээр ангилдаг (А.Селивановский). Жишээлбэл, тусгай зориулалтын компанийн дампуурах магадлал, хөрөнгө оруулагчийн эрсдэл буюу баталгаа болж буй хөрөнгийн баталгаатай эсэх, хүчин төгөлдөр эсэх зэрэг.

Нөгөөтэйгүүр эрсдэлийг 5 үндсэн бүлэгт хуваадаг. Нэгт салбарын эрсдэл буюу зээлийн эрсдэл, хөрвөх чадварын эрсдэл, урьдчилсан төлбөрийн эрсдэл, үл хөдлөх хөрөнгийн үнийн уналт ордог бол хоёрт улс орны эрсдэл, гуравт санхүүгийн эрсдэл буюу валютын болон хүүгийн эрсдэл, дөрөвт хууль эрх зүйн эрсдэл, тавт үнэт цаас гаргагчийн үйл ажиллагаатай холбоотой эрсдэл тус тус орно.

Түүнчлэн зарим тохиолдолд хөрөнгийн багцад орсон зээл эрхийн доголдолтой болох тохиолдолд хөрөнгө оруулагчдын зүгээс үнэт цаасандаа нэмэлт баталгаа шаарддаг бөгөөд нэгэнт балансаас хасагдсан ч тухайн хөрөнгө эрхийн доголдолтой болоход анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийн нэр хүндэд нөлөөлөх боломжтой ба зээлдэгчдийн зүгээс барьцаа хөрөнгөтэй холбоотой арга хэмжээ авч эхлэх зэрэг асуудлууд гарч эхэлдэг.

Үнэт цаасжуулалтын бүтэц төвөгтэй болох тусам мэдээллийн ил тод байдал хангалтгүй болж үнэт цаасны үзүүлэлтэд анализ хийж, урьдчилан таамаглахад асуудалтай болдог. Мөн уг баталгаат үнэт цаасны орлогыг дахин баталгаажуулан үнэт цаас үргэлжлүүлэн гаргах тохиолдолд үнэт цаасжуулалтын бүтэц улам төвөгтэй болж, ил тод байдал алдагддаг.

## ***2.6. Үнэт цаасжуулалтад гол анхаарах асуудал***

### **2.6.1. Олон улсын валютын сангийн байр суурь**

Олон улсын валютын сангаас үнэт цаасжуулалтын зах зээл нь 1990-ээд оны сүүл хүртэл 30 жилийн хугацаанд эдийн засагт эсхүл зах зээлд ямар нэгэн хохирол учруулалгүйгээр хөгжсөн гэж үзсэн. Гэвч олон улсын санхүүгийн хямралын өмнөх жилүүдэд санхүүгийн зуучлагчид хөрөнгө оруулалтын хэрэгслээр /vehicle/ дамжуулан чанар муутай суурь зээлийг багцлан их хэмжээний шимтгэл хураамж олох боломжтой гэдгийг ойлгосноор ийм төрлийн үнэт цаас гаргах хэлбэр маш их өөрчлөгдсөн.

Хямралын үед болон хямралын дараагаар ч хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны үзүүлэлтэд их хэмжээний өөрчлөлт орсон ба үүнээс дүгнэхэд үнэт цаасжуулалт бүр хоорондоо харилцан

адилгүй байна. Зохицуулагч байгууллага нь үнэт цаасжуулалтын зах зээлийн ололт амжилтыг үндэслэн үнэт цаасжуулалтын онцлогийг тодорхойлж, аливаа шинэчлэл хийхдээ гарын авлага болгох хэрэгтэй гэж үзсэн.

ОУВС-ийн үнэт цаасжуулалтыг бэхжүүлэх, эрсдэлийг бууруулах чиглэлээр уг зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлтэд чиглэсэн авч хэрэгжүүлэх цогц арга хэмжээний талаар санал гаргасан.

Дээрх арга хэмжээний хамгийн ач холбогдолтой нь санхүүгийн зуучлалын бүхий л элементийг сайжруулах /нийлүүлэлттэй холбоотой шинэчлэл/, “чанарын өндөр түвшний үнэт цаасжуулалт” гэдэг тэмдгийг гаргах зорилгоор санал боловсруулах, мөн банкнаас бусад тусгай мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын суурийг сайжруулах /эрэлттэй холбоотой шинэчлэл/ юм.

#### 2.6.1.1. Санхүүгийн зуучлалыг сайжруулах

Үнэт цаасжуулалтын зах зээлийн нийлүүлэлт талын үүргийг сайжруулан эрсдэлийг бууруулахын тулд бодлого боловсруулагчид өмнөх туршлагад суурилан дараах 3 арга хэмжээ авах шаардлагатай:

1/ Чанаргүй зээл үргэлж үнэт цаасжуулалтын үзүүлэлтэд муугаар нөлөөлдөг тул суурь зээл олгох туршлага, зээлийн чанарыг сайжруулах;

2/ Үнэт цаасжуулалтын зуучлагчдыг үнэлгээ хийхэд хялбар, ил тод бүтцийг бий болгоход дэмжлэг үзүүлэх;

3/ Зээлжих зэрэглэлийг илүү зөв ашиглах. Зэрэглэл тогтоох үйл явцын мэдээллийг ил тод болгосноор уг зах зээл илүү ил тод, найдвартай болно.

#### 2.6.1.2. Үнэт цаасжуулалтын эрэлтийг нэмэгдүүлэх

1/ Үнэт цаасжуулалтын суурь эрсдэлийн онцлогийг тодорхойлж өгөх.

2/ Хөрөнгө оруулагчид ихэвчлэн зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллагаас тогтоодог зэрэглэлтэй ижил эрсдэлийн нэгдсэн нэг үзүүлэлттэй байхыг илүүд үздэг. Заасан зэрэглэлээс доогуур зэрэглэлтэй хөрөнгийг эзэмших боломжгүй байдаг учраас нэгдсэн зэрэглэлд орсон өөрчлөлт нь хөрөнгө оруулагчдыг тухайн хөрөнгийг худалдах, худалдан авах зайлшгүй шийдвэр гаргахад хүргэдэг.

Бодлого боловсруулагчдын зүгээс төрөл бүрийн хөрөнгө оруулагчдыг (жишээлбэл, банк бус санхүүгийн байгууллага) энэ зах зээлд нэвтрүүлэх орчныг бий болгох замаар үнэт цаасжуулалтын зах зээлийг бэхжүүлэх боломжтой. Европт банк бус санхүүгийн байгууллагууд нь АНУ-тай харьцуулахад үнэт цаасжуулалтын зах зээлд илүү үүрэгтэй байсан. Үүнд хүрэхийн тулд мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын суурийг бий болгож, үүнд шаардлагатай зээлийн чанарын тайлагналын стандарт, баримт бичгийн стандарт, татварын хөнгөлөлттэй орчныг бүрдүүлэх зэрэг арга хэмжээ авах нь зүйтэй.<sup>6</sup>

3/ ОУВС-аас 2015 онд гаргасан “Үнэт цаасжуулалт, цаашдын бодлого” сэдэвт хэлэлцүүлгийн

---

<sup>6</sup> <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/POL012915A.htm>

тэмдэглэлд дараах бодлогын зөвлөмжүүдийг тусгасан байна. Үүнд:

### 3.1. Зээлийн үйл ажиллагаа

- Үнэт цаасны баталгаа болж буй суурь зээл нь маш чанартай байх талаар өргөн хэмжээний зохицуулалтын арга хэмжээ авах шаардлагатай.
- Додд-Франкийн хуульд үнэлгээний үйл явцад тавих хяналтыг нэмэгдүүлэхээр нэмэлт заалтууд орсон ба бусад улсын хуулиудад ч орох магадлалтай байгаа. Зээлийн ажилтан үнэлгээчнийг сонгож, тухайн үнэлгээчний үйл ажиллагааны талаар тэмдэглэл хөтлөн үл хөдлөх хөрөнгийн үнэлгээний бүртгэлд оруулж, үнэлгээний үйл явцын бүрэн байдлыг хангахад дэмжлэг үзүүлнэ.
- Зээл олгох үйл ажиллагаанд гол анхаарах зүйлс бол (i)хөрөнгийн шаардлага болон хуулийн шаардлагыг тодорхойлоход эрсдэлд суурилсан арга хэмжээ авах, (ii) зээлдэгчийн зээл үнэлгээний харьцаа, өр орлогын харьцаа, хоёрдогч барьцааны хязгаар зэрэгт онцгой анхаарал хандуулах юм.

### 3.2. Үнэт цаасжуулалтын зуучлагчид

- Үнэт цаасжуулалтын эрсдэлгүй эрүүл үйл ажиллагааны орчин бүрэлдээгүй ч анхны үүрэг гүйцэтгүүлэгчийг үнэт цаасжуулалт хийх эдийн засгийн сонирхолтой байх талаар хангаж өгөх;
- Зохицуулагч байгууллагын зүгээс зээлийн багцын чанарын үзүүлэлтийг үйлчилгээ үзүүлэгчээс эхлээд хөрөнгө оруулагчид, зохицуулагч байгууллагууд болон бусад сонирхсон талуудад ил тод болгох талаар зөвлөмж өгөх;
- Үнэт цаасжуулалтын хамгийн энгийн бүтцийг онцгой төрлийн төвөгтэй үнэт цаасжуулалтаас илүүтэйгээр дэмжих. Илүү нарийн төвөгтэй үнэт цаасжуулалтад зохицуулалтын болон хөрөнгийн өндөр шаардлага тавих;
- Зээлийн багцын чанар, барьцаа хөрөнгөнд өөрчлөлт орох бүрт хөрөнгө оруулагчдад мэдээлж байх;
- Үйлчилгээ үзүүлэгч, хөрөнгө итгэмжлэн удирдагч болон хөрөнгө оруулагчдын эрх, үүргийн тодорхойгүй байдлыг багасгах чиглэлээр бүхий л арга хэмжээ авах;
- Зохицуулагч байгууллага нь үйлчилгээ үзүүлэгчийн эрх үүргийг банк гүйцэтгэж байгааг мөн хөрөнгө итгэмжлэн удирдагч, хөрөнгө оруулагч хоорондын ашиг сонирхлын зөрчлийн талаар байнга санаж байх шаардлагатай;

### 3.3. Зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллага

- Зохицуулагч байгууллага нь зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллага болон үнэт цаас гаргагчийн хоорондох харилцааг ил тод болгосон дүрэм, журам гаргах шаардлагатай.

### 3.4. Хөрөнгө оруулагч

- Стандарт тогтоогчдын зүгээс үнэт цаасжуулалтын мөнгөн урсгалын шинж чанар болон эрсдэлийг бууруулах механизмыг анхааралдаа авах шаардлагатай. Базелийн хороо болон Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага (IOSCO)-ын зүгээс үнэт цаасжуулалтын тогтвортой зах зээлийн хөгжилд саад учруулж буй хүчин зүйлсийг тодорхойлох

шинжилгээ хийж байна. Мөн энгийн, ил тод үнэт цаасжуулалтын бүтцийг тодорхойлох, хөгжүүлэх шалгуурыг боловсруулсан. Гэвч стандарт тогтоогч байгууллагын зүгээс үнэт цаасжуулалтын холбогдох бүтцийн онцлогийг тогтоож өгөх нь зүйтэй.

- Зохицуулагч байгууллагууд нь үнэт цаасжуулалтын зах зээлд оролцогчидтой энэхүү салбарын чиг хандлагын талаар хэлэлцүүлэг форум зохион байгуулах нь зүйтэй ба ингэснээр зах зээлд оролцогчид ирээдүйд аливаа эрсдэл гарсан тохиолдолд илүү хурдан, шуурхай арга хэмжээ авч, санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангахад дөхөм болно.

### **2.6.2. Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллагын байр суурь (IOSCO)**

- Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллагаас хөрөнгө оруулагчдыг үнэт цаас гаргагчийн мэдээллийн ил тод байдал, үнэт цаасжуулалтын бүтэц болон суурь хөрөнгийн эрсдэлтэй холбоотой багц мэдээллээр хангах шаардлагатай гэж үзсэн. Үүний дагуу Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллагаас хөрөнгө оруулагчдад бүтээгдэхүүний эрсдэлийн үзүүлэлт буюу үнэт цаасжуулалтын мөнгөн урсгалын талаар шинжилгээ хийхэд шаардлагатай мэдээлэл, зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллагаас гаргасан бүтээгдэхүүний зээлжих чадварын талаарх мэдээллийг холбогдох нууцын зарчим болон бусад хууль журамд нийцүүлэн авах хэрэгтэй талаар зөвлөсөн.
- Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллагаас нягтлан бодох бүртгэлийн асуудал, тэр дундаа нэгтгэсэн тайлагналын асуудал, үнэт цаасжуулалтын зохицуулалт орчны ялгаатай байдлаас үүсэх сөрөг үр дагаврыг багасгах талаар авах арга хэмжээ зэрэгт ихээхэн анхаарал хандуулж байгаа бөгөөд энэ чиглэлээр тодорхой арга хэмжээ авах, шийдвэр гаргах чиглэлээр ажиллах талаар зөвлөсөн.