

## 2. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ҮЙЛ АЖИЛЛАГААНЫ ЗАРЧИМ, СТАНДАРТ

Гүйцэтгэсэн: Н.Нарантуяа

Гишүүд: Б.Тэмүүжин, Б.Батцэцэг,  
С.Будбаяр, Х.Хурцбилэг

СЗХ, Зах зээлийн судалгаа, хөгжлийн газрын ахлах референт, [narantuya@frc.mn](mailto:narantuya@frc.mn)

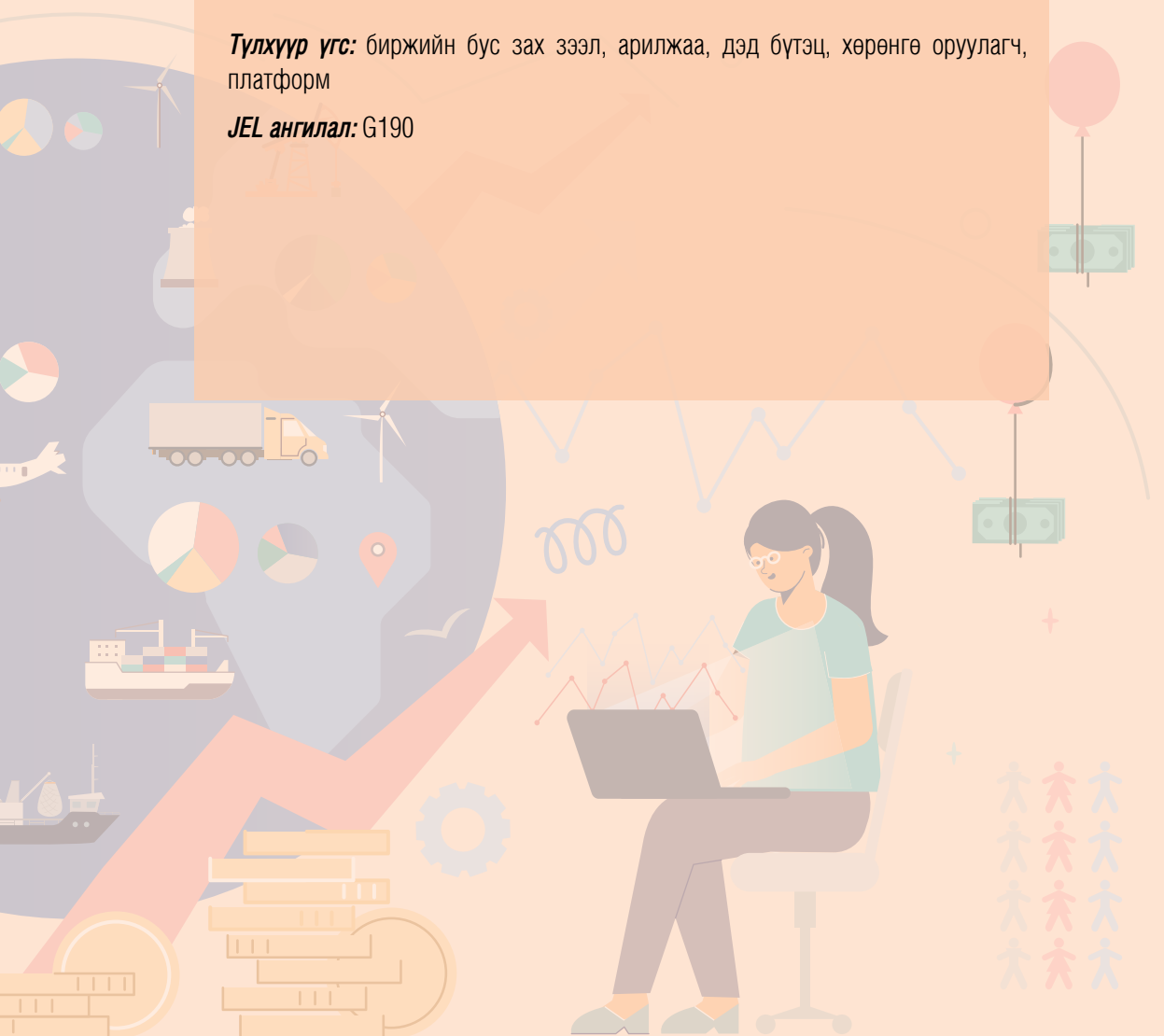


## ХУРААНГУЙ

Энэхүү судалгаагаар биржийн бус зах зээлд арилжаалагддаг үнэт цаасны шалгуур, оролцогч талууд, дэд бүтэц, зохион байгуулалтын талаар судалж олон улсад явагдаж буй өнөөгийн байдлыг тодорхойлоход зорьсон.

**Түлхүүр үгс:** биржийн бус зах зээл, арилжаа, дэд бүтэц, хөрөнгө оруулагч, платформ

**JEL ангилал:** G190



## АГУУЛГА

ХУРААНГУЙ.....	71
НЭГ. УДИРТГАЛ.....	73
ХОЁР. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ЭРХ ЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ, АРИЛЖААЛАГДДАГ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЭЛ.....	74
ГУРАВ. ҮНЭТ ЦААС ГАРГАГЧ БОЛОН САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЭЛД ТАВИГДДАГ ШААРДЛАГА.....	81
ДӨРӨВ. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛД ОРОЛЦОГЧИД ТАВИХ ШАЛГУУР, НӨХЦӨЛ.....	87
ТАВ. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙГ УДИРДАН ЗОХИОН БАЙГУУЛДАГ БАЙГУУЛЛАГА.....	88
ЗУРГАА. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ДЭД БҮТЭЦ, ПРОГРАММ ХАНГАМЖ.....	91
ДОЛОО. САНАЛ, ДҮГНЭЛТ.....	93
НАЙМ. ЭХ СУРВАЛЖ.....	94

## ЗУРГИЙН ЖАГСААЛТ

Зураг 1. К–ОТС–н бүрдэл.....	80
------------------------------	----

## ХҮСНЭГТИЙН ЖАГСААЛТ

Хүснэгт 1. Японы бондын зах зээлийн өөрийгөө зохицуулах 3 байгууллагын хамрах хүрээ.....	75
Хүснэгт 2. Биржийн бус болон үнэт цаасны биржийн шалгуурын харьцуулалт.....	86
Хүснэгт 3. Их 20 орны ССР–г хэрэгжүүлж буй өнөөгийн байдал.....	91
Хүснэгт 4. ССР ашигладаг улсууд.....	91

## НЭГ. УДИРТГАЛ

Биржийн бус зах зээл (ББЗЗ) нь бизнесээ өргөжүүлэх, үйл ажиллагаагаа сайжруулахад санхүүжилт шаардлагатай гарааны буюу жижиг, дунд бизнес эрхлэгчдэд зориулсан үнэт цаас арилжих шалгуур багатай бирж юм.

Монгол Улсын хувьд уг зах зээлийн эрхзүйн орчныг бүрдүүлээд, үйл ажиллагааг эхлүүлснээр нэг жилийн хугацаа өнгөрөөд байна. Уг хугацаанд ББЗЗ дээр арилжих бондын арилжаа нэлээн идэвхтэй байгаа ба 2022 оны 3 дугаар улирлын байдлаар нийт 54 үнэт цаас гаргагчийн 67 компанийн бонд гарсан бөгөөд 681.7 тэрбум төгрөгийн хөрөнгийн санхүүжилтийг босгоод байна. Түүнчлэн өнөөг хүртэл нэг төрлийн буюу өрийн бичгүүд л арилжигдсан ба хувьцаа болон бусад санхүүгийн хэрэгслүүд гараагүй байна.

Иймд ББЗЗ–ийн өрийн хэрэгслийн арилжаа идэвхтэй явж байгаа, мөн бусад санхүүгийн хэрэгслүүдийг бий болгох зорилгын хүрээнд тус зах зээлийн үйл ажиллагааг олон улс жишиг зарчмуудтай нийцүүлснээр хөрөнгө оруулагчдын итгэлийг нэмэгдүүлэх, арилжих бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний төрөл нэмэгдэх, зах зээлд танигдах зэрэг давуу талыг бий болгоно.

Олон улсын стандартад нийцсэн ББЗЗ–ийн талаар таван агуулгын хүрээнд судалсан болно. Үүнд: ББЗЗ–ийн эрхзүйн зохицуулалт, зохион байгуулалт, арилжих бүтээгдэхүүн, үйлчилгээнд тавигдах шаардлага, хөрөнгө оруулалтад оролцогч талууд болон дэд бүтцийн талаар багтсан болно.

## ХОЁР. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ЭРХ ЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ, АРИЛЖААЛАГДДАГ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЭЛ

Биржийн бус зах зээл гэдэг нь оролцогчдын арилжааг дилерийн сүлжээ эсвэл арилжаанд оролцож буй талууд өөрсдөө хийдэг харьцангуй бага зохицуулалттай зах зээлийг хэлнэ.

Өндөр шаардлагатай биржид болон биржийн бус зах зээлд компани үнэт цаасаа амжилттай гаргана гэдэг нь тухайн үнэт цаасанд хөрөнгө оруулагчдын итгэх итгэлийг нэмэгдүүлж улмаар илүү их хөрөнгө татаж компанийнхаа үнэ цэнийг нэмэгдүүлэх боломж бий болгох сайн нөлөөтэй байдаг.

### ЯПОН УЛС

Эрх зүйн зохицуулалт, арилжаалагддаг үнэт цаас: Япон улсад Санхүүгийн хэрэгсэл, биржийн тухай хууль /FIEA–Financial Instruments and Exchange Act/ болон Үнэт цаас, биржийн тухай хууль /Securities and Exchange Act/–аар биржийн бус зах зээлийн арилжааг зохицуулдаг байна. FIEA нь Японы дотоодын санхүү, хөрөнгийн зах зээл, үнэт цаас болон бусад санхүүгийн хэрэгслийг зохицуулдаг үндсэн хууль.

Япон улсын биржийн бус зах зээлийн арилжааг зохицуулдаг Санхүүгийн хэрэгсэл, биржийн тухай хууль буюу Financial Instruments and Exchange Act–д OTC–тай холбоотой 90 гаруй заалт байдаг ба жишээ дурдвал дараах байдалтай байна:

- "Үүсмэл санхүүгийн хэлцэл" гэдэг нь үүсмэл хөрөнгийн зах зээлийн гүйлгээ, үүсмэл хөрөнгийн биржээс гадуурх хэлцэл, гадаад зах зээлийн үүсмэл хөрөнгийн хэлцлийг хэлнэ.
- "Үүсмэл хөрөнгийн биржээс гадуурх гүйлгээ" гэсэн нэр томъёо нь санхүүгийн хэрэгслийн зах зээл болон гадаад санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлд (Засгийн газрын тогтоолоор зааснаас бусад тохиолдолд) хийгддэг хэлцлийг хэлнэ.
- Талууд үнэт цаасыг зарах буюу худалдан авахаар амласан гүйлгээ (Засгийн газрын тогтоолоор зааснаас бусад) эсвэл ирээдүйд тодорхой хугацаанд төлөх төлбөр, мөн үнэт цаасыг дахин худалдах, эргүүлэн худалдаж авах үед үндсэн үнэт цаас болон Засгийн газрын тогтоолоор заасан бусад актууд хийгдсэн бол зөрүүг төлөх буюу хүлээн авах замаар тэдгээрийн төлбөр тооцоог хийж болно;
- Харилцагчийн үнэт цаасыг худалдах, худалдан авах, эсвэл санхүүгийн үүсмэл хэрэгслийн биржийн зах зээлээс бусад гүйлгээ хийх захиалгыг хүлээн авахдаа Санхүүгийн хэрэгслийн бизнесийн операторын тодорхойлолт/ мэдэгдлийг харилцагчид өгөх ёстой. Худалдан авагчийн нөгөө тал болох борлуулалт, худалдан авалт эсвэл гүйлгээг гүйцэтгэх, эсвэл худалдах, худалдан авах, гүйлгээ хийх зуучлагч, зуучлагч, агентлагийн үйлчилгээ үзүүлэх болно.

Ихэнх тохиолдолд бонд болон үнэт цаасны гүйлгээ биржийн бус зах зээл (OTC) дээр явагддаг.

Онцлог: OTC бүртгэлийн системийг 1963 онд нэвтрүүлсэн бөгөөд энэ нь одоогийн Японы үнэт цаасны дилерүүдийн автоматжсан холбоо (JASDAQ)–ийн эхлэл тавигдаж байсан үе юм. OTC бүртгэлийн систем нь 1983 онд шинэ OTC зах зээл болж уламжлалт хөрөнгийн биржүүд үйл ажиллагаа явуулахтай зэрэгцэн гарааны бизнесүүдэд хөрөнгө босгох зах зээл болсон.

Зохицуулалт: Тус улсын биржийн бус зах зээл, дотоодын санхүү, хөрөнгийн зах зээлийн арилжааг Японы Засгийн газрын Хэрэг эрхлэх газрын бүрэлдэхүүн хэсэг болох санхүүгийн үйлчилгээний агентлаг /FSA/ нь голчлон зохицуулдаг. Үнэт цаас, биржийн хяналтын хороо нь тус агентлагийн үнэт цаасны зах зээлийн хэрэгжилтийг хангадаг байгууллага юм.

Санхүүгийн болон хөрөнгийн зах зээлийн хууль тогтоомжийг зохицуулдаг төрийн байгууллага болох Японы Засгийн газар болон Сангийн яамнаас Засгийн газрын тушаал, сайдын захирамж хэлбэрээр холбогдох хууль тогтоомжийг гаргадаг.

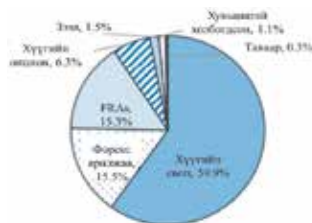
Японы санхүүгийн үйлчилгээний агентлаг нь 2013 онд биржийн бус зах зээлийн арилжаа (гүйлгээ) тайлагналын шаардлагыг хэрэгжүүлж, зах зээлд оролцогчдыг гүйлгээгээ үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоонд тайлагнахыг үүрэг болгосон. Японы үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоо нь биржийн бус зах зээлд бондын арилжаа эрхлэгчдэд зориулсан дүрэм, зааврыг боловсруулаад байна.

Тус улсын тухайд биржийн бус зах зээлийн зохицуулалтыг уян хатан, зөөлөн гэж үзэж байна. Учир нь Япон улсад биржийн бус зах зээлд арилжаа хийх хууль эрх зүйн орчныг бүрдүүлэн, тайлагнах дүрэм журам зэргийг нарийвчлан тодорхойлж, OTC-г хөгжих боломжийг бүрдүүлсэн байв.

Ихэнх тохиолдолд бонд болон үнэт цаасны гүйлгээ OTC дээр явагддаг. Японы үнэт цаасны төлбөр тооцооны корпорац нь 2012 оны 10 дугаар сараас эхлэн Японы иений хүүгийн своп хэлцэл /interest rate swap/-ийг хийж эхэлсэн бөгөөд одоогоор Японы болон дэлхийн санхүүгийн байгууллагуудаас бүрдсэн 26 клирингийн оролцогч, 100 гаруй харилцагч, үйлчлүүлэгчид OTC-д оролцож байна.

### *Хүснэгт 1. Японы бондын зах зээлийн өөрийгөө зохицуулах 3 байгууллагын хамрах хүрээ*

		Анхдагч зах зээл	Хоёрдогч зах зээл		
			Биржийн бус зах зээл	Биржийн бус	EXCHANGE арилжааны систем
Японы Засгийн газрын бонд		Засгийн газар	Японы үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоо		Японы биржийн групп /Уламжлалт зах зээл/
Компанийн бонд	Токиогийн про-bond зах зээлд бүртгэлгүй үнэт цаас	Японы үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоо	Японы үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоо		Японы биржийн групп /Токиогийн хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хөрвөх бондууд/
	Токиогийн про-bond зах зээлд бүртгэлтэй үнэт цаас	Токиогийн хөрөнгийн бирж	Токиогийн хөрөнгийн бирж	Японы үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоо	N/A



Хүүгийн своп хэлцэл нь хоёр талын хооронд өөр өөр төрлийн хүүгийн төлбөр солилцох хэлцлийн нэг төрөл юм. Эдгээрийг хүүгийн эрсдэлээс хамгаалах, бондоос өөр хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл гэх мэт өргөн хүрээний зорилгоор идэвхтэй ашигладаг.

Хүүгийн своп хэлцлийг зөвхөн санхүүгийн байгууллагууд төдийгүй санхүүгийн бус корпорацууд мөн идэвхтэй арилжаалдаг. АНУ-ын тухайд биржийн бус зах зээлд үүсмэл үнэт цаасны гүйлгээний дүнгээс зээлийн хүүгийн своп (IRS) нь хамгийн өндөр хувийг эзэлдэг. Санхүүгийн бус корпорацууд дилерүүд, түүний дотор банкуудад тогтмол хүүгийн төлбөр төлж, тэднээс хөвөгч хүүгийн төлбөрийг хүлээн авдаг.

## АМЕРИКИЙН НЭГДСЭН УЛС

**Эрх зүйн зохицуулалт, арилжаалагддаг үнэт цаас:** АНУ-ын биржийн бус зах зээлийн арилжааг Биржийн тухай хууль /Exchange Act/ болон Үнэт цаасны тухай хууль /Securities Act/-аар зохицуулдаг байна. Тус улсын биржийн бус зах зээлд хувьцаа, компанийн бонд, Засгийн газрын үнэт цаас болон форвард, своп, опцион зэрэг дериватив хэрэгслүүд арилжаалагддаг.

Биржийн бус зах зээлд деривативыг арилжаалснаар дараах эрсдэлүүдийг удирдах боломж бий болно:

- Хүүгийн эрсдэл

Банкнуд ихэвчлэн корпорацуудад хүүгийн индекстэй холбоотой хувьсах хүүтэй зээл олгодог. Гэвч компаниуд хүүгийн өсөлтөд өртөхийг хүсэхгүй байгаа тул тогтмол хүүтэй зээл авахыг илүүд үздэг. Компаниуд хүүгийн своп хэлцлээр үүнийг хийх боломжтой бөгөөд энэ нь зээлийн хугацаанд тогтмол хүүг үр дүнтэйгээр түгжих боломжтой.

- Валютын эрсдэл

Хэрэв тухайн компани импортлогч, экспортлогч бол долларын ханш бусад улс оронд бараа худалдаж авах, борлуулахдаа хэрэглэж буй валюттай харьцах эрсдэлийг үүрдэг. Валютын дериватив нь компанид ханшийг түгжих замаар энэ эрсдэлийг удирдах боломжийг олгодог.

- Бараа бүтээгдэхүүний үнийн эрсдэл

Аливаа бараа бүтээгдэхүүний эрэлт нэмэгдэхийн хэрээр тухайн компани нь үнээ нэмж, олборлолтоо нэмэгдүүлж, илүү их ашиг олохыг зорьдог. Биржийн бус зах зээлийн дилер нь ОТС деривативаар үнийн эрсдэлээс хамгаалах боломжтой.

АНУ-ын биржийн бус зах зээлийн арилжааг зохицуулдаг Үнэт цаасны биржийн тухай хууль буюу Securities exchange Act-д ОТС-тай холбоотой дараах заалтуудыг тус тус тусгасан байдаг:

- Үнэт цаасны бирж болон биржийн бус зах зээл дээр ихэвчлэн хийгддэг үнэт цаасны гүйлгээ нь үндэсний нийтийн ашиг сонирхлын үүднээс хийгддэг бөгөөд энэ нь эдгээр хэлцэл, үйл ажиллагаа, түүнтэй холбоотой асуудлыг зохицуулах, хянах шаардлага бий болдог. Үүнд албан тушаалтан, захирал, үнэт цаасны үндсэн эзэмшигчдийн хийсэн гүйлгээг оролцуулан зохих тайлан гаргах, үнэт цаасны зах зээлийн тогтолцоо, үнэт цаасны гүйлгээ бүрдүүлэлт, төлбөр

тооцоо хийх тогтолцооны саад тотгорыг арилгах, механизмыг боловсронгуй болгох, улс хоорондын худалдаа, үндэсний зээл, Холбооны татварын эрх мэдлийг хамгаалах, үндэсний банкны систем, Холбооны улсын харилцааг хамгаалах, илүү үр дүнтэй болгохын тулд үнэт цаас, түүнтэй холбоотой хөрөнгө оруулалт, зохицуулалт, хяналтыг үндэслэлтэй, үр дүнтэй болгох шаардлагыг тавих хэрэгцээ үүсдэг.

**Онцлог:** OTC Bulletin Board /OTCBV/ буюу биржийн бус зах зээлийн мэдээллийн самбар нь АНУ-ын хадгаламжийн бичиг, дотоодын болон гадаадын үнэт цаасны биржид бүртгэлгүй олон тооны компаниудын үнэт цаасны үнийн санал, сүүлийн борлуулалтын үнэ, үнийн дүнгийн мэдээллийг харуулдаг дилер хоорондын үнийн саналын цахим систем юм.

OTC Link гэдэг нь биржид бүртгэлтэй үнэт цаас, биржийн бус зах зээлийн үнэт цаас, гадаадын үнэт цаас болон зарим компанийн өрийн бичгийн үнийн санал, сүүлийн борлуулалтын дүн, үнийн дүнгийн мэдээллийг харуулдаг цахим систем. Мөн захиалагчдад зарах/худалдан авах мессеж илгээх, хүлээн авах боломжийг олгодог бөгөөд арилжаа хийх зорилгоор дээрх 2 системийг ашиглаж болдог.

OTC зах зээл нь үнэт цаас гаргагчдыг OTCQX, OTCQB, OTC Pink гэсэн 3 түвшинд хуваадаг. OTC Pink нь хамгийн өндөр эрсдэлтэй, өндөр таамаглал бүхий үнэт цаасыг багтаадаг ба

- Одоогийн мэдээлэл
- Хязгаарлагдмал мэдээлэл
- Мэдээлэлгүй гэсэн 3 бүлэгт хуваадаг.

### **OTCQX:**

OTCQX-г АНУ-ын компаниуд болон олон улсын компаниудын гэж хуваадаг ба энэ нь хоорондоо маш төстэй. АНУ-ын компаниудын үнийн санал дараах 2 шатлалтай:

- OTCQX U.S. Premier – үндэсний бирж дээр санал авах эрхтэй
- OTCQX U.S.

Олон улсын компаниудын шатлал:

- OTCQX өөр улсад үйл ажиллагаа явуулдаг компаниуд
- OTCQX өөр улсад үйл ажиллагаа явуулдаг эрсдэл өндөртэй компаниуд

**Зохицуулалт:** Санхүүгийн салбарын зохицуулах газар /FINRA/ болон Үнэт цаас, биржийн хороо /SEC/ нь Үнэт цаасны тухай хууль тогтоомжийн хэрэгжилтийг хангах, биржийн бус зах зээлд үйл ажиллагаа явуулдаг брокер, дилерийн үйл ажиллагааг зохицуулдаг. Зөвхөн FINRA-н шаардлагыг хангасан брокер дилерүүд OTCBV дээр үнэт цаасны үнийн санал авах хүсэлт гаргах боломжтой.

Бусад биржүүдээс ялгаатай нь АНУ-ын OTC зах зээлийн групп нь өөрийгөө зохицуулагч байгууллага биш юм. Үнэт цаасны тухай хууль тогтоомжийн хэрэгжилтийг SEC, брокер дилерүүдийг FINRA зохицуулдаг ба OTC зах зээлийн арилжааг SEC түдгэлзүүлж болно. Гэсэн хэдий ч зах зээлийн стандартыг хангахгүй байх эсвэл олон нийтийн ашиг сонирхлыг зөрчиж байвал OTCQX болон OTCQB зах зээлээс хасах боломжтой. Бүх биржийн бус зах зээлийн үнэт цаасны арилжааг FINRA бүрэн зогсоох, түдгэлзүүлэх, зохицуулах эрх бүхий өөрийгөө зохицуулагч байгууллага мөн.

OTCBB–ийн эрх олгох журмын дагуу үнэт цаасаа OTCBB–д бүртгүүлэх тохиолдолд АНУ–ын Үнэт цаас, биржийн хороо болон банк, даатгалын зохицуулагч хороонд санхүүгийн тайлангаа ирүүлсэн байхыг шаарддаг. Ихэнх үнэт цаас гаргагчид үндэсний үнэт цаасны бирж дээр арилжаалахад бүртгүүлэх доод шаардлагыг хангадаггүй ба эдгээр компаниуд нь дээр дурдсан 2 зохицуулагч байгууллагад санхүүгийн аудитаар баталгаажуулсан тайланг илгээдэггүй нь олон нийтэд найдвартай байдал, итгэл үнэмшил төрүүлдэггүй байна.

## БҮГД НАЙРАМДАХ СОЛОНГОС УЛС

**Эрх зүйн зохицуулалт, арилжаалагддаг үнэт цаас:** БНСУ–ын биржийн бус зах зээлийн арилжааг Санхүүгийн хөрөнгө оруулалтын үйлчилгээ, хөрөнгийн зах зээлийн тухай хууль /FSCMA/–аар зохицуулдаг. Тус улсын биржийн бус зах зээлд хувьцаа болон бонд арилжаалагддаг байна.

Мөн Солонгос улсын биржийн бус зах зээлийн деривативын арилжааг Санхүүгийн үйлчилгээний хороо /FSC/ зохицуулдаг байна. Тус улсын биржийн бус зах зээлд фьючерс болон опцион, своп зэрэг үүсмэл үнэт цааснууд арилжаалагддаг. Дериватив хэрэгслийг БНСУ–ын Үнэт цаас, фьючерсийн тухай хуулиар зохицуулдаг. Солонгосын дериватив арилжааны хэмжээ 2011 онд оргил үеэсээ огцом буурсан ч 2015 оноос хойш индексийн бүтээгдэхүүний арилжаа нэмэгдсэнээр тодорхой хэмжээгээр сэргэсэн. 2011 онд дамын арилжааг таслан зогсоохын тулд хатуу зохицуулалтууд хэрэгжиж эхэлснээс хойш үүсмэл хөрөнгийн зах зээлийн тогтвортой байдал тогтвортой хөгжиж байна.

Хуулийн үндэслэл

Үнэт цаас, фьючерсийн биржийн тухай хуулийг Санхүүгийн хөрөнгө оруулалтын үйлчилгээ, хөрөнгийн зах зээлийн тухай хуультай нэгтгэж дараах нэмэлт заалтуудыг тусгасан: Үүнд:

40 дүгээр зүйл (Биржтэй холбоотой шилжилтийн арга хэмжээ)

- (1) Энэхүү хууль хүчин төгөлдөр болох үед хуучнаар Солонгосын Үнэт цаас, фьючерс биржийн тухай хуулийн дагуу Солонгосын үнэт цаас, фьючерсийн биржийг энэ хуулийн 373 дугаар зүйлд заасны дагуу бирж гэж үзнэ.
- (2) Энэхүү хууль хүчин төгөлдөр болох үед Үнэт цаас, фьючерсийн гүйлгээ хаагдсан боловч эцэст нь БНСУ–ын үнэт цаас, фьючерс биржийн тухай хуулийн дагуу Солонгосын үнэт цаасны дилерүүдийн автоматжсан холбоо (KOSDAQ) зах зээл, үнэт цаасны бирж мөн Солонгосын үнэт цаас, фьючерсийн биржээр нээгдсэн фьючерс зах зээл тогтворгүй байдал үүсгэдэг тул деривативын зах зээлд ижил нөхцөлөөр хаагдсанд тооцно.
- (3) Өмнөх Үнэт цаас, биржийн тухай хуулийн 95 дугаар зүйлийн 1 дэх хэсэг эсвэл Фьючерсийн арилжааны тухай хуулийн 27 дугаар зүйлийн 1 дэх хэсэгт заасны дагуу гэрээг зөрчсөний улмаас учирсан хохирлыг барагдуулах нөөц санг энэ хуулийн 394 дүгээр зүйлд заасны дагуу нийцүүлсэн.
- (4) Энэ хууль хүчин төгөлдөр болох үед хуучин Солонгосын Үнэт цаас, фьючерс биржийн тухай хуулийн 25 дугаар зүйлийн дагуу байгуулагдсан зах зээлийн үр ашгийг дээшлүүлэх хороог энэ хуулийн 414 дүгээр зүйлд заасны дагуу зах зээлийн үр ашгийг дээшлүүлэх хороо мөн гэж үзнэ.

**Онцлог:** Өнөөгийн байдлаар биржийн бус зах зээлийн арилжааг хууль эрх зүйн хүрээнээс гадуурх үйл ажиллагаа гэж үзэж байгаа тул Солонгос улсад биржийн бус зах зээл харахан хөгжөөгүй байна. Сүүлийн үед шууд хөрөнгө оруулалт дэлгэрч, үнэт цаасаа олон нийтэд санал болгох үйл ажиллагаа өсөлттэй байгаа энэ үед биржийн бус зах зээлийг сонирхох арилжаанд оролцогчид нэмэгдэж байна.

**Зохицуулалт:** 2005 оны 7 дугаар сараас эхлэн Солонгосын санхүүгийн хөрөнгө оруулалтын нийгэмлэг /KOFIA/ нь ОТС–г зохицуулж эхэлсэн. Тус улсад 2 үндэсний үнэт цаасны бирж байдаг ба хөрөнгийн биржид бүртгүүлэх шаардлагыг хангаж чадахгүй байгаа компаниуд биржийн бус зах зээлд хувьцаагаа арилжаалах боломж үүсэж байна. /Freeboard–ялангуяа венчур компани болон ЖДҮ эрхлэгчдэд/

Гэвч 2013 оны 7 дугаар сард Хөрөнгийн биржид ЖДҮ эрхлэгчдэд зориулсан Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй зах зээл нээсний дараа Freeboard–н шаардлага үгүй болсон.

Ийнхүү Санхүүгийн үйлчилгээний хороо болон Санхүүгийн хөрөнгө оруулалтын нийгэмлэг нь ОТС зах зээлийн үүргийг ил тод, нээлттэй, бүртгэлгүй хувьцааны гүйлгээг дэмжих суваг хэмээн дахин тодорхойлж, нэрээ К–ОТС болгон өөрчилсөн.

KOFIA нь арилжааны чухал мэдээллийг цуглуулж, түгээх замаар ОТС тогтмол орлогын зах зээлийн ил тод, үр ашигтай байдлыг хангахад чухал үүрэг гүйцэтгэдэг. KOFIA нь бондын арилжаа эрхлэгчдэд гүйлгээ хийхэд нь туслах зорилгоор үнийн санал, хүсэлтийг бодит цаг хугацаанд харуулдаг Бондын үнийн саналын системийг ажиллуулдаг. KOFIA нь бондтой холбоотой бусад олон төрлийн мэдээллийг өгдөг. Бондын бүх гүйлгээг гүйлгээ хийснээс хойш 15 минутын дотор KOFIA–д мэдээлэх ёстой.

Мөн хөрөнгийн биржээс гадуурх албан ёсны арилжаанд идэвхтэй оролцох мэдээллийг хөрөнгө оруулагчдад өргөнөөр олгох, бүртгэлгүй хувьцааны талаар зохицуулалтын арга хэмжээ авах шаардлагатай. Нэмж дурдахад дунд болон урт хугацаанд биржээс гадуурх шинэлэг платформуудыг бий болгохын тулд бүртгэлгүй хувьцааны хууль ёсны арилжааг хязгаарласан журамд нэмэлт өөрчлөлт оруулах шаардлагатай гэж Солонгосын хөрөнгийн зах зээлийн институт дүгнэсэн байна.

Үндсэндээ, ОТС зах зээл нь хувийн хөрөнгийн зах зээлийн домэйн тул түүний хэмжээг нарийн тооцоолох боломжгүй юм. Гэсэн хэдий ч Солонгосын Үнэт Цаасны Хадгаламжийн Төвөөс гаргасан хөрөнгийн биржид ороогүй үнэт цаасны талаарх тооцоолсон мэдээллээс харахад 2020 онд 30 тэрбум орчим бүртгэлгүй үнэт цаасыг буюу 1.3 их наяд воныг биржийн бус зах зээл дээр арилжсан байна.

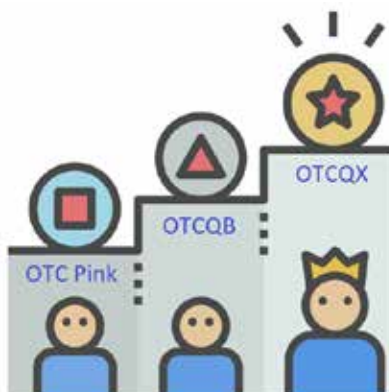
Зураг 1. К-ОТС–н бүрдэл

<p>К-ОТС</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Санхүүгийн хөрөнгө оруулалтын үйлчилгээ, хөрөнгийн зах зээлийн тухай хуулийн дагуу КОFIA–с байгуулж ажиллуулдаг институциональ, системчилсэн ОТС платформ юм.</li> <li>• Хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасны компаниудын тусламжтайгаар тухайн компаниудын хүсэлтээр бүртгүүлсэн эсвэл КОFIA–аас томилогдсон, бүртгэлд хамрагдаагүй компаниудын хувьцааг арилжаалах боломжтой.</li> </ul>
<p>К-ОТСВВ</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Хамгийн бага шаардлагыг хангасан тохиолдолд БНСУ–ын бирж болон К-ОТС зах зээл дээр арилжаалагддаггүй, бүртгэлгүй хувьцааг арилжаалахыг зөвшөөрдөг мэдээллийн самбарыг хэлнэ.</li> <li>• Хөрөнгө оруулагчид үнэт цаасны фирмүүдийн хооронд хэлэлцээр хийх замаар К-ОТСВВ дээр арилжаа хийж болно.</li> </ul>
<p>К-ОТС PRO</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Бүртгэлгүй компаниудын санхүүжилт, байгууллагын болон мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдад бүртгэлгүй хувьцааны гүйлгээг жигд явуулахад дэмжлэг үзүүлэх зорилгоор КОFIA–аас нэвтрүүлж, ажиллуулдаг зөвхөн гишүүдийн арилжааны платформ болно.</li> <li>• Хөрөнгө оруулагчид бүртгэлгүй хувьцааг арилжаалахын тулд хэлэлцээр, тендер, дуудлага худалдаа гэх мэт янз бүрийн хэлбэрээр оролцох боломжтой.</li> </ul>

## ГУРАВ. ҮНЭТ ЦААС ГАРГАГЧ БОЛОН САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЭЛД ТАВИГДДАГ ШААРДЛАГА

Энэхүү бүлэгт АНУ-ын биржийн бус зах зээлд оролцоход дотоодын болон гадаад компаниудад тавигдах шаардлагыг судалсан. Мөн харьцуулан судалж дүгнэлт гаргах зорилгоор АНУ-ын Нью-Йорк-ийн хөрөнгийн биржид дотоодын компаниуд бүртгэгдэхэд тавигдах ерөнхий шаардлагыг оруулсан. Дүгнэлтэд Нью-Йорк-ийн хөрөнгийн бирж болон OTCQX примэйрийг харьцуулсан. OTC-QX примэйр нь АНУ-ын биржийн бус зах зээлийн хамгийн өндөр шаардлага бүхий самбар юм.

Биржийн бус зах зээлд үнэт цаас гаргагчдыг OTCQX, OTCQB, OTC Pink гэсэн 3 өөр зах зээлд хуваадаг ба хоорондоо эрсдэлийн түвшингээр ялгаатай байдаг. Хамгийн өндөр шаардлагыг хангаж зах зээлд нэвтэрч чадсан компаниуд OTCQX-д ордог бол OTCQX-ийн шаардлагыг хангаж чадаагүй компани нь OTCQB-д ордог. OTCQX-д Америкийн нэгдсэн улсын компани болон олон улсын компани орох шаардлагын хувьд ялгаатай байдаг ба дотор нь OTC болон OTC примэйр гэж хуваадаг.



OTCQX-д АНУ-ын компаниуд ороход тавигдах шаардлага

- Жилийн эсвэл улирлын эцсийн байдлаар нийт 2 сая ам.долларын хөрөнгөтэй байх;
- Хамгийн сүүлийн санхүүгийн жилийн эцсийн байдлаар дараах шаардлагын дор хаяж нэгийг нь хангасан байх:
  - (i) 2 сая ам.долларын орлоготой;
  - (ii) 1 сая ам.долларын цэвэр биет хөрөнгөтэй;
  - (iii) 500,000 ам.долларын цэвэр орлоготой;
  - (iv) Олон нийтэд арилжигдсан үнэт цаасны зах зээлийн хэмжээ 5 сая доллар байх.
- Биржийн тухай хуулийн 3a51-1-д заасны дагуу дараахын аль нэгийг хангана:
  - (i) үнэт цаасаа санал болгох үнэ 5 ам.доллар ба түүнээс дээш;
  - (ii) хэрэв компани нь дор хаяж гурван жил тасралтгүй үйл ажиллагаа явуулж байгаа бол 2 ам.сая долларын цэвэр биет хөрөнгөтэй байх, харин гурваас доош жил тасралтгүй үйл ажиллагаа явуулж байгаа тохиолдолд 5 сая ам.долларын цэвэр биет хөрөнгөтэй байх ба

энэхүү шаардлага нь тайлант хугацааны төгсгөлд, эсвэл завсрын хөрөнгийн өсөлтийн үр дүнд хангагдаж болно;

(iii) сүүлийн гурван жилд хамгийн багадаа 6 сая ам.долларын дундаж орлоготой байх.

- Бүрхүүлийн<sup>2</sup> компани байж болохгүй;
- Дампуурах, дахин зохион байгуулагдах үйл ажиллагааны эрсдэлгүй байх;
- Бизнесээ нээсэн муж бүртээ сайн байр суурьтай байх;
- Тус бүр хамгийн багадаа нэг лот<sup>3</sup> хувьцаа эзэмшдэг 50–аас доошгүй хувьцаа эзэмшигчтэй байх;
- Компани ОТСQX–д орох хүсэлт гаргахаас өмнөх хуанлийн дараалсан 30 хоногийн хугацаанд хувьцааны хаалтын үнэ хамгийн багадаа 0.1 ам.доллар байх.

*ОТСQX–д олон улсын компаниуд ороход тавигдах шаардлага*

- Жилийн эсвэл улирлын эцсийн байдлаар нийт 2 сая ам.долларын хөрөнгөтэй байх;
- Хамгийн сүүлийн санхүүгийн жилийн эцсийн байдлаар дараах шаардлагын дор хаяж нэгийг нь хангасан байх:
  - (i) 2 сая долларын орлоготой;
  - (ii) 1 сая долларын цэвэр биет хөрөнгөтэй;
  - (iii) 500,000 долларын цэвэр орлоготой;
  - (iv) дэлхийн зах зээлийн үнэлгээ 5 сая доллар байх.
- Биржийн тухай хуулийн 3a51–1–д заасны дагуу дараахын аль нэгийг хангана:
  - (i) үнэт цаасаа санал болгох үнэ 5 доллар ба түүнээс дээш;
  - (ii) хэрэв компани нь дор хаяж гурван жил тасралтгүй үйл ажиллагаа явуулж байгаа бол 2 сая долларын цэвэр биет хөрөнгөтэй байх, харин гурваас доош жил тасралтгүй үйл ажиллагаа явуулж байгаа тохиолдолд 5 сая долларын цэвэр биет хөрөнгөтэй байх;
  - (iii) сүүлийн гурван жилд хамгийн багадаа 6 сая долларын дундаж орлоготой байх;
- Бүрхүүлийн компани байж болохгүй;
- Шаардлага хангасан гадаадын хөрөнгийн биржид хуанлийн 40–өөс доошгүй хоногийн өмнө үнэт цаасаа бүртгүүлсэн байх; хэрэв компани нь үнэт цаасаа шаардлага хангаагүй, АНУ–ын бус хөрөнгийн биржид бүртгүүлсэн тохиолдолд гүйцэтгэх албан тушаалтан, захирал, компанийн 10–аас дээш хувийн хувьцааг эзэмшигч бүрийн хувийн мэдээлэл болон ОТС маркет группэд шаардлага хангасан эсэх талаар шийдвэр гаргахад шаардлагатай гэж үзсэн бусад материалуудыг ирүүлж ОТСQX–д орох хүсэлтээ гаргаж болно.

*ОТСQX примэйрт АНУ–ын компаниуд ороход тавигдах шаардлага*

- ОТСQX U.S.–д ороход тавигдах бүх шаардлагыг хангасан байх;

2. Shell company- өөрийн хөрөнгөгүй компани, хөрөнгө нь зөвхөн мөнгө эсвэл түүнтэй адилтгах хөрөнгөөс бүрдсэн компани

3. Lot- Бирж дээр худалдан авсан нэгж санхүүгийн хэрэгслийн нэгжийн тоо хэмжээ, нэг лот 100 хувьцаатай тэнцэнэ

- Олон нийт эзэмшдэг хувьцааны тоо хэмжээ хамгийн багадаа 500,000, эсхүл олон нийт эзэмшиж буй хувьцааны зах зээлийн үнэлгээ хамгийн багадаа 1 сая ам.доллар байх;
- Санхүүгийн сүүлийн жилд, эсвэл сүүлийн 3 жилийн хоёрт нь хамгийн багадаа 500,000 ам.долларын цэвэр орлоготой байх, эсхүл хувьцаа эзэмшигчдийн өмч хамгийн багадаа 2.5 сая ам.доллар; (с) бүртгэлтэй үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ 35 сая ам.доллар байх;
- Тус бүр хамгийн багадаа нэг лот хувьцаа эзэмшдэг 100–аас доошгүй хувьцаа эзэмшигчтэй байх;
- Компани ОТСQX–д орох хүсэлт гаргахаас өмнөх хуанлийн дараалсан 30 хоногийн хугацаанд хувьцааны хаалтын үнэ хамгийн багадаа 1 ам.доллар байх.

Компани нь санхүүгийн тайлангаа хувьцаа эзэмшигчдийн жилийн хурлыг хуралдуулахаас хуанлийн 15–аас доошгүй хоногийн өмнө хувьцаа эзэмшигчдэд хүргэх

*ОТСQX примэйрт олон улсын компаниуд ороход тавигдах шаардлага*

- ОТСQX примэйрт ороход тавигдах бүх шаардлагыг хангасан байх;
- Сүүлийн санхүүгийн жилийн тайлангаар
  - (a) 100 сая ам.долларын орлоготой байх;
  - (b) 500 сая ам.долларын дэлхийн зах зээлийн үнэлгээтэй байх;
  - (c) өмнөх 3 жилийн мөнгөн гүйлгээний нийт дүн 100 сая ам.доллар;
  - (d) өмнөх 2 жил тус бүрийн мөнгөн гүйлгээний доод хэмжээ 25 сая ам.доллар байх;
 Эсхүл, (a) 75 сая ам.долларын орлоготой;
- (b) 750 сая ам.долларын дэлхийн зах зээлийн үнэлгээтэй байх.

*ОТСQВ–д ороход тавигдах шаардлага*

- Хуанлийн сүүлийн 30 өдөр, өдөр бүрийн ОТС зах зээл дээрх хаалтын үнэ хамгийн багадаа 0.01 ам.доллар байх;
- Хэрэв компани ОТСQX–ээс ОТСQВ руу шилжсэн бол өмнөх хуанлийн 30 хоногийн дор хаяж нэгт нь хаалтын ханш 0.01 ам.доллар байх;
- Дампуурах, дахин зохион байгуулагдах үйл ажиллагааны эрсдэлгүй байх;
- Хууль тогтоомжийн дагуу сайн байр суурьтай байх;
- Өргөдөл гаргах, өргөдлийн жилийн хураамжаа төлдөг байх;
- ОТС вэбсайт дээр компанийн одоогийн, үнэн зөв мэдээллийг оруулдаг байх;
- SEC<sup>4</sup>–д бүртгэлтэй шилжүүлгийн агентыг ашиглаж ОТС зах зээлд компанийн хувьцааны талаарх (эргэлтэд байгаа хувьцаа, гаргасан хувьцаа, эрх бүхий хувьцаа, гаргасан түүх гэх мэт) мэдээллээр хангуулах;
- Компанийнхаа одоогийн танилцуулгыг үнэн зөв эсэхийг баталгаажуулж, хяналтын хувьцаа эзэмшигчид, захирал болон мэргэжилтнүүдийн мэдээллийг агуулсан ОТСQВ жилийн гэрчилгээг ирүүлэх;

---

4. SEC- U.S. Securities and Exchange Commission

### *ОТС Пинк–д ороход тавигдах шаардлага*

Хамгийн өндөр эрсдэлтэй үнэт цаасыг багтаасан ОТС Пинк нь олон нийтэд нээлттэй болгосон мэдээллийн түвшинд үндэслэн одоогийн мэдээлэл, хязгаарлагдмал мэдээлэл, мэдээлэлгүй гэсэн гурван ангилалд хуваагддаг.

### *Одоогийн мэдээлэл /Current information/*

ОТС зах зээл дээрх одоогийн мэдээллийн статустай компаниудад SEC Exchange Act тайлагналын шаардлагад нийцэж байгаа болон өөрсдийн Альтернатив тайлангийн стандартын<sup>5</sup> дагуу ОТС зах зээл дээр одоогийн мэдээллээр хангадаг компаниуд багтдаг. ОТС зах зээлийн одоогийн мэдээллийн статустай компанийн шаардлагыг хангахад:

- Санхүүгийн тайланг аудитаар баталгаажуулсан бол аудиторын тайланг байршуулах ёстой;  
Хэрэв компанийн санхүүгийн тайланд аудит хийгдээгүй бол санхүүгийн жил дууссанаас хойш 120 хоногийн дотор жил бүр Өмгөөлөгчийн захидал, Өмгөөлөгчийн захидлын гэрээг нийтлэх ёстой;
- Хэрэв биржийн тухай хуулийн тайлагналын шаардлагад хамаарахгүй бол компани нь тайлант улирал бүрийн сүүлийн өдрөөс хойш 45 хоногийн дотор улирлын санхүүгийн тайлангаа нийтлэх ёстой;
- ОТС зах зээл дээрх компанийн профайл хуудас нь одоогийн бөгөөд үнэн зөв байх ёстой;
- SEC Дүрмийн 15c2–11<sup>6</sup>-ийн тодруулгыг дагаж мөрдөх
- Хэрэв SEC дараах зүйлсийн аль нэгийг нь мэдээлсэн эсвэл 4 хоногийн дотор мэдээ ирүүлбэл компани 8–K<sup>7</sup> маягыг бөглөх ёстой:
  - Гаргах эсвэл устгах үйл ажиллагаатай холбоотой зардал
  - Үнэт цаасны борлуулалт
  - Үнэт цаасны эзэмшигчийн эрхийн материаллаг өөрчлөлт
  - Үнэт цаас гаргагчийн итгэмжлэгдсэн нягтлан бодогчийн өөрчлөлт
  - Үнэт цаас гаргагчийн хяналтын өөрчлөлт
  - Байгууллагын дүрэм, дүрэмд оруулсан нэмэлт өөрчлөлт;
  - Санхүүгийн жилийн өөрчлөлт
  - Үнэт цаас гаргагчийн ёс зүйн дүрэмд нэмэлт, өөрчлөлт оруулах, эсвэл ёс зүйн дүрмийн заалтаас татгалзах
  - Үнэт цаас гаргагчийн чухал гэж үзсэн бусад үйл явдал

5. Alternative Reporting Standard- OTC Disclosure & News Service-ээр дамжуулан мэдээллийн ил тод байдлыг хангах шаардлагыг хэлнэ.

6. SEC Rule 15c2-11- зах зээлд оролцогч үнэт цаасны үнийн санал гаргахаас өмнө тухайн компани олон нийтэд нээлттэй мэдээлэлтэй байхыг шаарддаг.

7. Form 8-K- "одоогийн тайлан" гэж нэрлэдэг бөгөөд хувьцаа эзэмшигчдийн мэдэх ёстой томоохон үйл явдлуудыг зарлахын тулд компаниуд SEC-д мэдүүлэх ёстой тайлан юм.

Одоогийн мэдээллийн статусыг хадгалахын тулд компани нь OTC Disclosure & News Service<sup>8</sup>-ийг жилийн 4,200 ам.долларын төлбөртэй, нэг удаагийн 500 ам.долларын төлбөртэй бүртгүүлэх ёстой.

#### *Хязгаарлагдмал мэдээлэл /Limited information/*

ОТС зах зээл дээрх мэдээллийн хязгаарлагдмал статустай компаниудыг “Yield” тэмдгээр тодорхойлдог бөгөөд OTC Markets цахим хуудсанд компанийн талаарх санхүүгийн болон үндсэн мэдээлэл байршдаг. Мэдээлэл нь Үнэт цаасны хороо (SEC)-д тайлагнадаггүй, эсвэл Одоогийн мэдээллийн /current information/ шаардлагыг хангахуйц хангалттай бус байдаг. Хязгаарлагдмал мэдээллийн статустай компани нь дараах зүйлсийг ил тод болгох шаардлагатай:

- Тайлан баланс, орлогын тайлан, гаргасан болон эргэлтэд байгаа хувьцааны нийт тоо зэргийг багтаасан тайланг жил болон улирлаар гаргах;
- Санхүүгийн тайланг GAAP<sup>9</sup>-ийн дагуу бэлтгэсэн байх;
- ОТС зах зээл дээрх компанийн профайл хуудас нь одоогийн бөгөөд үнэн зөв байх ёстой.
- Хязгаарлагдмал мэдээллийн статусыг хадгалахын тулд компани нь OTC Disclosure & News Service-ийг жилийн 4,200 ам.долларын төлбөртэй, нэг удаагийн 500 ам.долларын төлбөртэй бүртгүүлэх ёстой.

#### *Мэдээлэлгүй /No information/*

ОТС зах зээл дээр мэдээлэлгүй статустай компаниудыг “stop” тэмдгээр заадаг бөгөөд олон нийтэд одоогийн болон шинэчлэгдсэн найдвартай мэдээлэл өгдөггүй.

#### **Америкийн компаниуд Нью-Йорк-ийн хөрөнгийн биржид бүртгэгдэхэд тавигдах ерөнхий шаардлага**

Нью-Йорк-ийн хөрөнгийн биржийн листингийн ерөнхий стандартын дагуу компани нь зах зээлийн үнэ цэн болон санхүүгийн стандартын дараах хамгийн бага шаардлагыг хангасан байх ёстой:

#### *Хувьцааны тархалтын хувьд:*

Үнэт цаасаа NYSE-д бүртгүүлэх эсвэл шилжүүлэх хүсэлтэй компани дор хаяж 1.1 сая олон нийт эзэмшдэг хувьцаатай байх ёстой бөгөөд дараах гурван шалгуурын аль нэгийг хангасан байх ёстой:

100 хувьцаатай хамгийн багадаа 400 ба түүнээс дээш хувьцаа эзэмшигчтэй байх, сүүлийн зургаан сарын хугацаанд сард дунджаар 100,000-аас доошгүй хувьцаа арилжаалагдсан байх.

Нийт хувьцаа эзэмшигчдийн тоо хамгийн багадаа 2,200, сүүлийн зургаан сарын хугацаанд сард дунджаар 100,000-аас доошгүй хувьцаа арилжаалагдсан байх.

Нийт хувьцаа эзэмшигчдийн тоо хамгийн багадаа 500 байх, сүүлийн 12 сарын хугацаанд хувьцааны арилжаалагдсан тоо хэмжээ сард дунджаар 1 сая ширхэг байх.

8. OTC Disclosure & News Service- Компаниуд мэдээллээ нэн даруй түгээж, АНУ-ын хөрөнгө оруулагчид, зах зээлийн мэдээлэл түгээгч, хөрөнгө оруулалтын мэдээллийн сан, хэвлэл мэдээллийн хэрэгсэл, брокер дилерийн өргөн хүрээний хэрэглэгчдэд ил тод байдлыг бий болгодог.

9. GAAP- Generally Accepted Accounting Principles

*Зах зээлийн үнэлгээний хувьд:*

Олон нийт эзэмшдэг хувьцааны зах зээлийн нийт үнэлгээ нь IPO гаргасан компаниудын хувьд хамгийн багадаа 40 сая ам.доллар, үнэт цаасаа NYSE–д бүртгүүлэх эсвэл шилжүүлэх хүсэлтэй компаниудын хувьд 100 сая ам.доллар байх ёстой. Мөн, нэгж хувьцааны хаалтын үнэ (IPO гаргаж байгаа компаниудын хувьд санал болгох үнэ) хамгийн багадаа 4 ам.доллар байх ёстой.

*Санхүүгийн байдлын хувьд:*

Үнэт цаас гаргагч нь санхүүгийн стандартын дараах хоёр шалгуурын нэгийг хангасан байх ёстой.

**Орлогын тест /Earnings test/**

- Стандарт орлогын тест. Тасралтгүй үйл ажиллагаанаас олсон татварын өмнөх орлого, мөн хөрөнгө оруулагчдын орлого, алдагдлын цөөнхийн хувь<sup>10</sup>, хорогдол, өөрийн хөрөнгийн дараах татварын өмнөх орлогын нийт дүн (i) хамгийн сүүлийн 2 санхүүгийн жил тус бүрд хамгийн багадаа 2 сая ам.доллар байх ба сүүлийн гурван санхүүгийн жилд нийт 10 сая ам.доллар, мөн гурван жилийн дүн эерэг буюу (ii) хамгийн сүүлийн санхүүгийн жилд хамгийн багадаа 5 сая ам.доллар байх ба сүүлийн гурван санхүүгийн жилд нийт 12 сая ам.доллар байх.
- Шинээр гарч ирж буй өсөлттэй компаниудын хувьд. АНУ–ын үнэт цаасны хуулийн<sup>11</sup> дагуу компанид зөвхөн хоёр жилийн хугацаанд аудитаар баталгаажуулсан санхүүгийн тайлангаа тайлагнах боломжийг олгодог. Хэрэв тасралтгүй үйл ажиллагаанаас олсон татварын өмнөх орлого, мөн хөрөнгө оруулагчдын орлого, алдагдлын цөөнхийн хувь, хорогдол, өөрийн хөрөнгийн дараах татварын өмнөх орлогын нийт дүн хамгийн багадаа жил тус бүрийн хамгийн бага шаардлага 2 сая ам.долларыг оролцуулан сүүлийн 2 санхүүгийн жилд 10 сая ам.доллар байх.

**Дэлхийн зах зээлийн үнэлгээний тест /Global market capitalization test/**

- Хамгийн багадаа 200 сая ам.долларын олон нийтийн хувьцааны дэлхийн зах зээлийн үнэлгээ. Олон нийтийн компаниуд энэ стандартын дагуу листингд орохын тулд дор хаяж арилжааны дараалсан 90 өдрийн турш нэгж хувьцааны хаалтын ханш хамгийн багадаа 4 ам.доллар байх.

OTCQX примэйр болон Нью–Йорк–ийн хөрөнгийн биржийн листингт орох шууд харьцуулагдах боломжтой зарим шаардлагуудыг хүснэгтэд өрж харуулав.

*Хүснэгт 2. Биржийн бус болон үнэт цаасны биржийн шалгуурын харьцуулалт*

	OTCQX примэйр	NYSE
Сүүлийн санхүүгийн жилийн эцсийн байдлаарх орлогын шаардлага	\$2,000,000	\$5,000,000
Олон нийт эзэмшдэг хувьцааны тоо хэмжээ	500,000	1,100,000
Олон нийт эзэмшиж буй хувьцааны зах зээлийн үнэлгээ	\$1,000,000	\$100,000,000
100 хувьцаа эзэмшдэг хувьцаа эзэмшигчдийн тоо	100	400
Листингд орохын тулд тавигдах хаалтын үнийн шаардлага	Дараалсан 30 хоногийн турш \$1	Дараалсан 90 хоногийн турш \$4

10. Minority interest- томоохон толгой компанийн хяналтанд байдаг компанийн хувьцаа юм.

## ДӨРӨВ. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛД ОРОЛЦОГЧИД ТАВИХ ШАЛГУУР, НӨХЦӨЛ

Биржийн бус зах зээл нь албан ёсны бус боловч, зохион байгуулалт сайтай, нэг болон хэд хэдэн дилерүүдийн төвлөрсөн арилжааны сүлжээ гэдгээрээ хөрөнгийн биржээс ялгаатай. Дилер нь үнэт цаасны үнэ тогтоох, худалдах, худалдан авах замаар зах зээлд оролцогчийн үүрэг гүйцэтгэдэг. Энэ нь бусад үйлчлүүлэгч, дилерүүдэд ижил үнэ санал болгоно гэсэн үг биш.

Дилерүүд нь биржийн бус зах зээлээс хэдийд ч гарч болдог боловч энэ нь хөрвөх чадвар алдагдах, зах зээлд оролцогчдын худалдах, худалдан авах чадварыг алдагдуулах эрсдэл дагуулдаг. Хөрөнгийн бирж дээр үнэт цаасны үнэ ханш ил тод байдаг тул хөрвөх чадвар сайтай байдаг. Харин биржийн бус зах зээл дээр ил тод байдал бага, дүрэм журам арай сул зохицуулалттай байдаг. 2007 онд АНУ-ын ипотекийн зах зээлд гарсан хямралын улмаас үүссэн бүх үнэт цаас болон санхүүгийн үүсмэл хэрэгсэл биржийн бус зах зээл дээр арилжаалагдсан.

Дилерүүд нь үнэ тогтоох, үнийн санал асуух, тохиролцохдоо утсаар, мэйлээр, мессежээр харилцдаг. Улмаар үнийн саналыг цахим мэдээллийн самбар дээр байршуулдаг боловч хүн бүр нэвтрэх боломжгүй байдаг.

Ерөнхийдөө биржийн бус зах зээлд үндсэн хоёр ангилал бий. Эхнийх нь үйлчлүүлэгчийн зах зээл буюу дилер болон хувь хүмүүс эсхүл хэдхэн сан зэрэг мэргэжлийн хөрөнгө оруулагч хоорондын хоёр талт арилжааг хэлнэ. Дилерүүд ихэвчлэн үнэт цаас, санхүүгийн үүсмэл хэрэгсэл болон тэдгээрийг худалдаж авах, худалдахад бэлэн байгаа үнийг жагсаасан "дилерийн гүйлгээ" хэмээх их хэмжээний цахим мессежээр дамжуулан үйлчлүүлэгчидтэйгээ холбоо тогтоодог.

Харин хоёр дахь ангилал буюу дилер хоорондын зах зээл дээр дилерүүд бие биедээ үнийн санал тавин арилжаа хийдэг. Дилер, дилертэйгээ шууд холбогдох бөгөөд ингэснээр цаг алдалгүй хурдан шуурхай ажиллах боломжтой юм.

Биржийн бус зах зээлийн арилжаанд ихэвчлэн хамтын хөрөнгө оруулалтын сан, хедж сан зэрэг мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчид оролцох хандлагатай байдаг. Гэсэн хэдий ч Колумбын их сургуулийн 2013 оны судалгаагаар нэгж хувьцааны үнэ 5.0 ам.доллараас бага Penny stocks буюу ЖДҮ эрхлэгчдийн хувьцааг жижиг хөрөнгө оруулагчид эзэмшдэг байна.

Биржийн бус зах зээл дээр томоохон мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдаас эхлээд жижиг хөрөнгө оруулагч зэрэг аль ч хөрөнгө оруулагчид бүртгэлтэй брокер дилерээр дамжуулан оролцож болно.

---

11. US Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)

## ТАВ. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙГ УДИРДАН ЗОХИОН БАЙГУУЛДАГ БАЙГУУЛЛАГА

**JASDAQ:** Япон улсын хувьд биржийн бус зах зээлийн үйл ажиллагааг Японы үнэт цаасны дилерүүдийн автоматжсан холбоо (Japan Association of Securities Dealers Automated Quotation –JASDAQ) явуулдаг.

Японы Үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн холбоо 1963 онд биржийн бус зах зээлийн платформоор дамжуулан уг арилжааг хийж эхэлсэн. 1991 онд энэхүү системийг цахим зах зээлд шилжүүлж, 2004 онд JASDAQ үнэт цаасны бирж болон тусгай зөвшөөрөлтэй үйл ажиллагаа явуулах болсон. Улмаар Осакагийн хөрөнгийн бирж нь 2010 онд JASDAQ–ийг худалдаж авсан. 2013 онд Осакагийн хөрөнгийн бирж болон Токиогийн хөрөнгийн бирж (TSE) нэгдэж, Японы биржийн групп байгуулагдахад JASDAQ мөн нэгдсэн. Ингэснээр JASDAQ нь биржийн группийн дор охин компани хэлбэртэйгээр үйл ажиллагаа явуулдаг бие даасан компанийн түвшинд ажилладаг.

Өнөөдөр JPX нь Нью-Йоркийн хөрөнгийн бирж болон NASDAQ–ын дараа дэлхийд гурав дахь том бирж юм.

Компаниуд Японы хөрөнгийн биржид бүртгүүлэхийн тулд хамгийн бага хувьцаа эзэмшигчдийн тоо, зах зээлийн үнэлгээ, цэвэр хөрөнгө, ажилласан жил зэрэг хэд хэдэн шалгуурыг хангасан байх ёстой. Анхны болон венчур шатны бизнесүүдэд анхаарлаа хандуулдаг тул JASDAQ–ийн жагсаалтад тавигдах шаардлагууд нь илүү тогтсон бизнесүүдийг зохион байгуулдаг Токиогийн хөрөнгийн биржээс илүү зөөлөн, уян хатан шаардлага тавьдаг.

**NASDAQ (INDEXNASDAQ: .IXIC):** АНУ–д National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) нь Нью-Йоркийн хөрөнгийн биржтэй харьцуулахуйц АНУ–ын томоохон хөрөнгийн бирж. Энэ нь хүмүүст үнэт цаасыг цахим хэлбэрээр худалдаж авах, зарах платформ ба ихэвчлэн хувьцаа хэлбэрээр байдаг.

1971 онд анх нэвтрүүлж байх үед NASDAQ–ийн зорилго нь компьютержсон системийг ашиглан хувьцааны арилжааг илүү хурдан, хүртээмжтэй болгох явдал байв. Гарааны бизнесүүдийн хувьд (ихэвчлэн технологийн компаниуд) NASDAQ–д бүртгүүлэх нь Нью-Йоркийн хөрөнгийн биржээс илүү хурдан хөрөнгө босгож, өсөх арга байсан.

Энэхүү шинэ загвар нь сонирхол татахуйц байсан, учир нь компаниуд хөрөнгийн зах зээлд гарах болсон шалтгаан нь бизнесээ эргүүлэн татахын тулд хөрөнгө босгох явдал юм. NASDAQ нь хөрөнгийн зах зээл дэх өрсөлдөөнийг бий болгосноор хөрөнгийн өсөлтийг дэмждэг.

NASDAQ–ийн бүрэлдэхүүн хэсгүүд:

NASDAQ нь арилжааны платформ ба индекс гэсэн хоёр бүрэлдэхүүн хэсэгтэй.

NASDAQ–ийн эхний бүрэлдэхүүн хэсэг болох арилжааны платформ нь арилжаа хийхдээ худалдан авагч болон худалдагчдын хүссэн үнийг тохируулах системийг ашигладаг.

Жишээлбэл, Apple–ийн 50 ширхэг хувьцааг нэг ширхгийг нь 295 ам.доллараар худалдаж авах хүсэлтэй худалдан авагч, тэр үнээр худалдахад бэлэн байгаа худалдагч байвал NASDAQ тохирох арилжааг гүйцэтгэдэг.

NASDAQ-ийн хоёр дахь бүрэлдэхүүн хэсэг болох индексийг "NASDAQ composite" гэж нэрлэдэг бөгөөд энэ нь Dow Jones Industrial Average эсвэл S&P 500 зэрэгтэй адилхан жишиг индекс юм.

NASDAQ Composite-ийн зорилго нь биржийн ерөнхий гүйцэтгэлийг илэрхийлэх явдал юм.

NASDAQ нь тооцоололдоо олон төрлийн үнэт цаасыг ашигладаг бөгөөд үүнд NASDAQ-д бүртгэлтэй бүх хувьцаанууд байдаг бөгөөд тэдгээрийн дийлэнх нь технологийн салбарт байдаг.

Ерөнхийдөө NASDAQ нь Apple, Facebook, Amazon-ийн эх орон болох технологийн компаниудын зах зээлд гарах газар гэж ойлгогддог.

NASDAQ-ийн өөр хувилбарууд:

NASDAQ болон Нью-Йоркийн хөрөнгийн бирж нь Хойд Америкт арилжаалагддаг бүх үнэт цаасны дийлэнх хувийг бүрдүүлдэг.

NASDAQ гарч ирэх хүртэл худалдаачид Нью-Йоркийн хөрөнгийн биржийн Уолл Стрит дэх арилжааны талбай руу очиж худалдах, худалдан авах шаардлагатай болсон.

Нью-Йоркийн хөрөнгийн бирж нь дуудлага худалдааны маягийн хэлбэрээр худалдаачдын хооронд нүүр тулсан харилцан тохиролцоонд тулгуурладаг бол NASDAQ нь брокероор дамжуулан дэлхий даяарх худалдан авагч, худалдагчдад арилжаа хийх боломжийг олгодог.

**KOSDAQ:** Солонгосын үнэт цаасны дилерүүдийн автоматжсан холбоо (Korea Securities Dealers Automated Quotations-KOSDAQ) нь 1996 онд байгуулагдсан Korea Exchange (KRX)-ийн хоёрдогч арилжааны зөвлөл юм. Анх Солонгосын Санхүүгийн Хөрөнгө Оруулалтын Нийгэмлэгээс Солонгосын Хөрөнгийн Биржээс бие даасан хөрөнгийн зах зээл болгон үүсгэн байгуулсан KOSDAQ нь Америкийн түнш NASDAQ-ийн загвараар хийгдсэн.

KOSDAQ бол NASDAQ шиг цахим хөрөнгийн зах зээл юм. Зах зээлийн нээлттэй цаг нь KST-ийн 09:00–15:00 цаг хүртэл байна.

KOSDAQ нь KRX-ийн ЖДҮ болон венчур зах зээлийг зохицуулах салбар хэлбэрээр ажиллаж байна. 2015 оны 2 дугаар сарын 9-ний өдрийн байдлаар KOSDAQ-д 1061 компани бүртгэлтэй байгаа бол KRX-ийн үнэт цаасны зах зээлд (KOSPI) 769 компани бүртгэлтэй байна.

Нөгөөтээгүүр, KONEX (Солонгосын Шинэ Бирж) бол KOSDAQ-д бүртгүүлэхээс өмнө зөвхөн жижиг, дунд бизнес (ЖДҮ) болон венчур компаниудад зориулагдсан үйл ажиллагаа явуулдаг үнэт цаасны бирж юм. KONEX нь ЖДҮ болон венчур хөрөнгө оруулагчдад хөрөнгө босгох, хөрөнгө оруулалт татахад нь дэмжлэг үзүүлэх зорилгоор байгуулагдсан бөгөөд 2013 оны 7 дугаар сарын 01-ний өдрөөс үйл ажиллагаагаа эхэлсэн.

Одоогийн байдлаар KONEX портал дээрээ 71 компани бүртгэлтэй, i-KONEX нь зөвхөн Солонгос хэл дээр байна.

1986 оны 7 дугаар сард Солонгосын Засгийн газар "Жижиг бизнест олон нийтэд арилжаалагдах хөрөнгийг идэвхжүүлэх зах зээлийн байгууллага" гэх бодлогын арга хэмжээг баталсан. Энэ нь жижиг, дунд бизнес эрхлэгчдэд нээлттэй хувьцаагаар дамжуулан хөрөнгө босгох, хөрөнгө

оруулагчдад хөрөнгө оруулалтын шинэ чиглэл өгөх боломжийг олгох зорилготой байв. 1987 оны 4 дүгээр сард зах зээлийн зохион байгуулалтад хүрч, эхний гурван компани бүртгэгдсэн.

1996 оны 5 дугаар сард зах зээлийг эрчимжүүлэх, орчин үеийн болгох, бүрэн компьютержуулах зорилгоор KOSDAQ үнэт цаасны биржийг байгуулсан.

1997 онд Валютын хямралын үеэр KOSDAQ-ийн зах зээлийн индексүүд огцом унаж, хөрөнгө оруулагчид их хэмжээний хохирол амссан боловч Солонгосын эдийн засаг хурдан сэргэсний улмаас KOSDAQ-ын зах зээлийн үнэлгээ 2000-аад он хүртэл хурдацтай сэргэж, зах зээлийн үнэлгээ өссөн байна. 2001 онд KOSDAQ хороо нь Үнэт цаасны гүйлгээний тухай хууль дээр үндэслэн байгуулагдсан. Үүний дараа 2005 оны 01 дүгээр сард Үнэт цаас, фьючерсийн биржийн тухай хуулийн дагуу Солонгосын хөрөнгийн бирж, KOSDAQ, Солонгосын фьючерс бирж, KOSDAQ хорооноос бүрдсэн Солонгосын бирж (KRX) байгуулагдав. Мөн KOSDAQ зах зээлийн хороо нь KOSDAQ арилжааг хариуцдаг.

KOSDAQ-д бүртгэлтэй компаниудын холбоо нь KOSDAQ-д бүртгэлтэй бизнесүүдийг дэмжих, KOSDAQ-д бүртгэлтэй компаниудын ашиг тусын тулд бодлого, боловсролын хөтөлбөр боловсруулах зорилгоор үйл ажиллагаагаа явуулж байна.

## ЗУРГАА. БИРЖИЙН БУС ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ДЭД БҮТЭЦ, ПРОГРАММ ХАНГАМЖ

Биржийн бус зах зээлийн дэд бүтцийн бүрэлдэхүүн:

- Төвлөрсөн тооцооны төв
- Бирж
- Электроник платформ
- Арилжааны сан: ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх арга хэрэгсэл.

### Төвлөрсөн тооцооны төв (ССР)

2009 Санхүүгийн хямралын дараа Их 20 орны удирдагчид уулзаж дэлхийн биржийн бус деривативын зах зээлийн шинэчилсэн. Үүний үр дүнд 2009 оны 9 дүгээр сард тус зах зээлд дериватив стандарт гэрээний (2009 Pittsburgh summit) дагуу бирж дээр арилжигдаж ССР-ээр дамжуулан тооцоо хийх болсон.

ССР нь холбоотой талуудын болон үйл ажиллагааны эрсдэлээс сэргийлдэг. Гэхдээ ССР нь эрсдэлийн удирдлага зарчим болон засаглалын сайн тогтолцоотой байснаар холбоотой талуудын эрсдэлийг бууруулдаг.

ССР-г биржийн бус зах зээлийн дээр үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжих үед хэрэглэх стандарттай. Учир нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг банкнууд харилцагчдынхаа гадаад валют, зээлийн хүүгийн эрсдэлийг хэдж хийхээр ашигладаг. Түүнчлэн тэтгэврийн сан, даатгалын компаниуд, хөрөнгийн менежерүүд болон санхүүгийн бус корпорацууд бэлэн мөнгөний хэлбэлзэл, хүүгийн түвшний хөдөлгөөнтэй холбоотой эрсдэлийг бууруулах зорилгоор биржийн бус зах зээл дэх үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцдог.

### Хүснэгт 3. Их 20 орны ССР-г хэрэгжүүлж буй өнөөгийн байдал

ССР нэвтрүүлсэн ба дараагийн шат ахиулсан		ССР-г нэвтрүүлэхээр ажиллаж байгаа
Австрали	Солонгос	Аргентин
Бразил	Мексик	Энэтхэг
Канад	Сингапур	Индонез
Хятад	Өмнөд Африк	ОХУ
Европын холбоо	Швейцар	Саудын Араб
Хонг Конг	Турк	
Япон	АНУ	

### Хүснэгт 4. ССР ашигладаг улсууд

Д/д	Байршил	ССР-ийн нэр
1	Австрали	ASX clear
2	Австрали	ASX clear (futures)
3	Бразил	BM&F BOVESPA ("B3")
4	Чили	ComDer
5	Хятад	Shanghai Clearing House

6	Колумб	Comara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia
7	Хонг Конг	OTC Clearing Hong Kong SAR
8	Энэтхэг	India Clearing Corporation Limited (CCIL)
9	Энэтхэг	NSE Clearing Limited
10	Энэтхэг	Metropolitan Clearing Corporation of India Limited
11	Япон	Japan Securities Clearing Corporation
12	Солонгос	Korea Exchange
13	Мексик	Asigna
14	ОХУ	NBCI National Clearing Centre
15	Сингапур	SGX Derivatives Clearing Ltd.
16	Өмнөд Африк	JSE Clear
17	Турк	Istanbul Settlement and Custody Bank Inc.
18	Их Британи	ICE Clear Europe Ltd.
19	Их Британи	LCH Ltd.

Биржийн бус зах зээлийн арилжаанд тооцооны төвийг ажиллуулах эсэхэд зах заалд оролцогчид болон бүтээгдэхүүнээс хамаардаг.

Биржийн бус зах зээл дээр Төвлөрсөн тооцооны төвийг үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд хэрэглэдэг ба өнөөгийн манайх шиг бондын зах зээлийн арилжаанд тооцооны төв ажиллуулах нь зардал ихтэй юм.

Төвлөрсөн тооцооны төвийг ажиллуулахад хангуулах шаардлагатай шаардлагууд

- Дефолт болох үеийн олон талын цэвэршүүлэлт хийх, арилжааны үйл явцыг явуулах, гэрээг солихын тулд хууль эрх зүйн болон эдийн засгийн нөхцөл байдлыг стандартчилах;
- Буруу сонголтоос сэргийлэхийн тулд бүтээгдэхүүн цогц бус буюу дангаараа арилжигдах;
- Хөрвөх чадвартай бүтээгдэхүүн байх;
- Бүтээгдэхүүн нь эрсдэл үүсгэх;
- Бүтээгдэхүүний арилжих тоо хэмжээ хангалттай байх.

2009 оны Санхүүгийн хямралын дараа ББЗЗ–ийн мэдээллийн ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх шаардлагыг тавих болсон. 2009 онд зохион байгуулагдсан G20–ийн Питтсбургийн дээд хэмжээний уулзалтын дараа хэрэгжүүлсэн эрсдэлийг бууруулах шинэчлэлийн нэг нь дэлхийн өнцөг булан бүр дэх биржийн бус зах зээлийн (ОТС) деривативын арилжааны мэдээллийг тайлагнах байсан. Энэхүү шинэчлэл нь зах зээлийг урвуулан ашиглах /manipulation/–аас сэргийлэх, ил тод нээлттэй байх, шинээр гарч ирж буй системийн эрсдэлийг бууруулах зорилготой тул дэлхийн хэмжээнд үнэн зөв, тууштай мэдээлэгдсэн арилжааны мэдээллийг цуглуулах нь дахин санхүүгийн хямрал давтагдахаас урьдчилан сэргийлэхэд чухал ач холбогдол болсон.

## ДОЛОО. САНАЛ, ДҮГНЭЛТ

1. Нью-Йоркийн хөрөнгийн биржийн хувьд ОТСQX примэйртэй харьцуулахад орлогын шаардлага 2.5 дахин, олон нийт эзэмшдэг хувьцааны тоо хэмжээний шаардлага 2.2 дахин, олон нийт эзэмшиж буй хувьцааны зах зээлийн үнэлгээний шаардлага 100 дахин, 1 лот хувьцаа эзэмшдэг хувьцаа эзэмшигчдийн тооны шаардлага 4 дахин, листингд ороход тавигдах хаалтын үнийн шаардлага 4 дахин өндөр байна. Үүнээс үзэхэд Нью-Йоркийн хөрөнгийн биржид бүртгэгдэх шаардлагыг хангахад хамгийн өндөр шаардлагатай биржийн бус зах зээлийн самбар гэж үздэг ОТСQX примэйрт үнэт цаасаа гаргасан компани хүртэл ихээхэн хол, боломжгүй мэт харагдаж байна. Иймд биржийн бус зах зээл нь зайлшгүй байх шаардлагатай бөгөөд том биржийн шаардлагыг хангаж үл чадах жижиг, дунд компаниуд нь биржийн бус зах зээлд оролцогчдын томоохон төлөөлөл байдаг.
2. Манай улсын хувьд ББЗЗ дээрх үнэт цаасны бүртгэлийн журамд үнэт цаасны шалгуур зөвхөн чанарын үзүүлэлтийг тусгасан ба бусад ББЗЗ дээрх шиг жилийн орлого, хөрөнгийн хэмжээ зэрэг тоон үзүүлэлтүүдийг нарийвчлан тусгаагүй. Иймд ББЗЗ-д үнэт цаас гаргах зорилтот бүлгийг тодорхойлоогүй харагдаж байна.
3. ББЗЗ нь зах зээл үүсгэгч гэсэн тогтолцоогоор ажилладаг ба зах зээлийн арилжаа нь дилер хоорондын болон брокероос харилцагчид гэсэн хоёр хэсэгтэй явагддаг. Зах зээлийн арилжаанд АНУ-ын мэргэжлийн болон жижиглэнгийн хөрөнгө оруулагч хоёулаа орж болдог зохицуулалттай байна.
4. Япон Улсын хувьд ББЗЗ-ийн үйл ажиллагааг Мэргэжлийн холбоо явуулдаг байсан бол Осакагийн хөрөнгийн биржид нэгдэж, улмаар Японы биржийн группийн дор охин компани хэлбэртэйгээр ББЗЗ нь бие даан үйл ажиллагаагаа явуулж байна. АНУ-ын хувьд ББЗЗ-ийн арилжаагаар томоохон байр суурийг эзэлдэг ба бие даасан бирж үйл ажиллагаа явуулдаг. Солонгос Улсын хувьд анх ББЗЗ үүсэхэд шинээр компани үүсгэн байгуулагдаж улмаар биржүүд нь нэгдэх үед Солонгосын биржүүдийн группэд нэгдсэн. Үүнээс дүгнэхэд ББЗЗ-ийн биржүүд биржийн групп рүү нэгдэх хандлагатай байгаа ба бие даасан бирж эсвэл мэргэжлийн холбоо уг үйл ажиллагааг эрхэлдэг байна.
5. ББЗЗ-ийн дэд бүтэц нь үнэт цаасны биржтэй адилхан бөгөөд төвлөрсөн тооцооны төв маржин арилжаа хийгддэг, санхүүгийн үүсмэл хэрэгсэл арилжигддаг нөхцөлд ажиллах зөв нөхцөл бүрддэг байна. Түүнчлэн ББЗЗ-д төвлөрсөн тооцооны төв ажиллахад бүтээгдэхүүн, үйлчилгээнд хэд хэдэн шаардлага тавьдаг байна. Иймд одоогийн манай ББЗЗ-аар зөвхөн өрийн бичиг арилжигдаж, төлбөрийг урьдчилан 100 хувь байршуулж байгаа тул тооцооны үйл ажиллагаа “Клирингийн төв” ХХК-аар дамжиж буй нь тохиромжтой.
6. Гаднын биржийн бус зах зээл дээр бонд, хувьцаа, санхүүгийн үүсмэл хэрэгсэл гэх мэт олон төрлийн бүтээгдэхүүн арилжаалагддаг. Манай зах зээлийн хувьд нэг төрлийн үнэт цаас арилжигддаг нь уг зах зээлийг бизнес эрхлэгчдэд таниулах шаардлагатайг илтгэнэ.

## НАЙМ. ЭХ СУРВАЛЖ

1. Asian Bond Online. "Bond Market Guide". 2016  
[https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmg/abmf\\_jpn\\_bmg2016-chp2.pdf](https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmg/abmf_jpn_bmg2016-chp2.pdf)
2. Anthony L.G., PLLC. "OTC Markets Listing Requirements". 2022  
<http://www.legalandcompliance.com/securities-law/otc-market-compliance/otc-markets-listing-requirements/>
3. Cromwell Coulson. "Exploring The Fundamentals: How The OTC Markets Work". 2021  
<https://blog.otcmarkets.com/2021/06/21/exploring-the-fundamentals-how-the-otc-markets-work/>
4. Financial Instruments and Exchange Act  
<https://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>
5. Finance strategists, [https://learn.financestrategists.com/finance-terms/nasdaq/?gclid=Cj0KCQjw166aBhDEARIsAMEyZh5r\\_UcxkmbKUI2C4QHwrO21VfOqp2RnLFXzksoxQd5v2T-VpZUcl\\_8aAh4IEALw\\_wcB](https://learn.financestrategists.com/finance-terms/nasdaq/?gclid=Cj0KCQjw166aBhDEARIsAMEyZh5r_UcxkmbKUI2C4QHwrO21VfOqp2RnLFXzksoxQd5v2T-VpZUcl_8aAh4IEALw_wcB)
6. ISDA. "OTC Derivatives: OTC Derivatives: Benefits to U.S. Companies Benefits to U.S. Companies"  
<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/02/ISDA-OTC-Derivatives-Benefits-to-US-Companies.pdf>
7. INOUE Shiori, MIKI Shota\* & GEMMA Yasufumi. "The Japanese Yen Interest Rate Swap Market Observed from OTC Derivative Transaction Data". 2021  
[https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/rev\\_2021/data/rev21e03.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2021/data/rev21e03.pdf)
8. Kawai Daisuke, Hasegawa Masaki & Yagi Risa. "An analysis of the transaction network in the Japanese OTC derivatives markets". 2021  
[https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/srhonbun/20210707\\_SR\\_Derivative\\_ArticleEN.pdf](https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/srhonbun/20210707_SR_Derivative_ArticleEN.pdf)
9. Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/j/jasdaq.asp>
10. Kiff, John, et al. "Applying the Central Clearing Mandate: Different Options for Different Markets." (2022).
11. Kim & Minki. "Korea's Over-The-Counter Market: Current State and Challenges for Revitalization". 2021  
[https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub\\_detail\\_view?year=2021&zcd=002001017&zno=1620&cno=5780](https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?year=2021&zcd=002001017&zno=1620&cno=5780)
12. Korea Financial Investment Association. "Market operation"  
[http://eng.kofia.or.kr/wpge/m\\_22/about/markeOperation.do](http://eng.kofia.or.kr/wpge/m_22/about/markeOperation.do)
13. Kosdaq, <http://www.koreanlii.or.kr/w/index.php/KOSDAQ?ckattempt=1>
14. <http://www.legalandcompliance.com/securities-law/otc-market-compliance/otc-markets-listing-requirements/>

15. U.S. Securities and Exchange Commission. “Over-the-Counter Market”. 2013

<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>

16. U.S. Securities and Exchange Commission. “OTC Derivatives Dealers”

<https://www.sec.gov/rules/final/34-40594.htm>

17. NYSE requirement

<https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/cross-border-listings-handbook/north-america/new-york-stock-exchange/topics/principal-listing-and-maintenance-requirements-and-procedures#:~:text=A%20company%20seeking%20to%20list,the%20most%20recent%20six%20months.>