



4

ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗОХИЦУУЛАЛТ БА ОЛОН УЛСАД

П.Байгалмаа

ХУРААНГУЙ

Блокчейн технологи нь хөрөнгийн зах зээлийн дэд бүтцэд хувьсал хийж байна. Сүүлийн жилүүдэд түүний зарим давуу талуудаас дурдвал төлбөр тооцоо шуурхай хийх, бүртгэл хөтлөлт, өгөгдлийг нэгтгэх зэрэг үйлдлүүдийг зах зээлд оролцогчид үнэт цаас гаргах, үнэт цаасны гүйлгээ хийхэд ашиглах сонирхол нэмэгдэж байна. Тиймээс зарим улс орны зохицуулагч байгууллагууд блокчейн технологийг ашиглан үнэт цаасны амьдралын мөчлөгийг хөнгөвчлөх, ашиг тусыг хүлээн зөвшөөрч, түүнийг уламжлалт үнэт цаасны хуулийн хүрээнд хамруулах, эсхүл шинээр тогтоосон зохицуулалтуудтайгаа хослуулан ашиглаж байгаа ба дижитал үнэт цаасны үйлчилгээ эрхэлдэг аж ахуйн нэгжүүдэд тусгай зөвшөөрөл олгож байна.

Санхүүгийн зохицуулах хорооны 2022–2025 оны үйл ажиллагааны стратеги төлөвлөгөөний Зорилт 1. “Уян хатан зохицуулалт, цахим технологид суурилсан санхүүгийн зах зээлийг дэмжих”-ийн Дэд зорилт 1.1.3–т “цахим технологид суурилсан болон шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг бодлогоор дэмжих, технологийн стандартыг нэвтрүүлэх” гэж тусгасан.

Энэхүү Дэд зорилтыг хэрэгжүүлэх ажлын хүрээнд “Токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалт ба олон улсын туршлага” гэсэн сэдэвт судалгааны ажлыг гүйцэтгэлээ.

Уг судалгаагаар токенжуулсан үнэт цаас, түүний зохицуулагч байгууллага, зохицуулалтын эрх зүйн актууд, зах зээлд нэвтэрсэн болон хууль зөрчсөн токенуудын талаар холбогдох мэдээлэл өгөхийг зорьсон төдийгүй өөрийн саналыг дэвшүүлсэн болно.

Түлхүүр үгс: токен, токенжуулсан үнэт цаас, блокчейн, сэндбокс

JEL ангилал: G10, G20, G30

ЗЭСХГ–ын ахлах референт

АГУУЛГА >>>

I.	УДИРТГАЛ	98
II.	ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААС	98
	2.1. Токенжуулсан үнэт цаас, түүний төрөл	98
	2.2 Токенжуулсан үнэт цаасны давуу ба сул тал	100
	2.3 Токенжуулсан үнэт цаас үүсгэх ба гаргах	103
	2.4 Токенжуулсан үнэт цаасны эдийн засгийн үр өгөөж	105
III.	ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗОХИЦУУЛАЛТ БА ОЛОН УЛСАД	107
	3.1. Токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалт	107
	3.2. Олон улсын туршлага	109
	3.2.1 Америкийн нэгдсэн улс /АНУ/	255
	3.2.2 Европын Холбоо /ЕХ/	257
	3.2.3 Сингапур Улс	258
	3.2.4 Япон Улс	259
	3.2.5 Хонконг Улс	260
	3.2.6 Монгол Улс	261
IV.	ЗАХ ЗЭЭЛД НЭВТЭРСЭН ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ БОДИТ ЖИШЭЭ	122
V.	ХУУЛЬ ТОГТООМЖИЙН ХЭРЭГЖИЛТ ХАНГААГҮЙ ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЖИШЭЭ	122
VI.	ДҮГНЭЛТ, САНАЛ	124
VII.	АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ	127

ЗУРАГ, ХҮСНЭГТИЙН ЖАГСААЛТ

Зураг 1.	Дэлхийн токенжуулсан үнэт цаасны зах зээлийн хэмжээ	107
Зураг 2.	Токенжуулсан үнэт цаасны эрх зүйн зохицуулалттай улс орон	109
Зураг 3.	TZERO–ийн биржийн арилжаа	116
Зураг 4.	NYALA–ийн биржийн арилжаа	117
Зураг 5.	INX–ийн биржийн арилжаа	118
Зураг 6.	Ногоон бондын санхүүжилт	119
Зураг 7.	АНУ–ын Төрийн сангийн бондын биржийн арилжаа	120
Зураг 8.	ICTG токен.....	121
Зураг 9.	ICTG токены арилжаа.....	121
Хүснэгт 1.	SWOT шинжилгээ	101
Хүснэгт 2.	Уламжлалт үнэт цаас болон токенжуулсан үнэт цаас	101

I. УДИРТГАЛ

Блокчэйн технологийн ашиг тусыг уламжлалт үнэт цаасны амьдралын мөчлөгт авчирч, үр ашигтай, өргөжүүлэх боломжтой, санхүүжилтийн шинэлэг хөрөнгө босгох загвар бий болгосон нь токенжуулсан үнэт цаас юм.

Өнөөдөр энэхүү токенжуулсан үнэт цаас санхүүгийн зах зээлд нэвтэрснээр уламжлалт санхүүд нөлөөлж, шинэ цахим ертөнцтэй холбогдож нэгэн цогц болон идэвхтэй хөгжиж байна.

Boston Consulting Group-ийн тооцоолсноор 2030 он гэхэд дэлхийн дотоодын нийт бүтээгдэхүүн (ДНБ)-ий 10 хувь нь токенжино. Энэ нь 16 их наяд ам.доллартой тэнцэх хэмжээний хувьцаа, бонд, үл хөдлөх хөрөнгө гэх мэтийг блокчэйн ашиглан бүртгэж, удирдана¹² гэж таамаглаад байна.

Иймээс “Токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалт ба олон улсад” гэсэн сэдэвт судалгаандаа Дэлхийн токенжуулсан үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн чиг хандлагыг илэрхийлж буй АНУ, Европын холбоо, Сингапур, Япон, Хонконг зэрэг улс орныг сонгон зохицуулалтыг судалсан.

Эдгээр улс орнууд токенжуулсан үнэт цаас нь хөрөнгийн өмчлөлийг илэрхийлдэг гэж үзэж үнэт цаасны ангилалд хамруулан үнэт цаасны тухай хууль, тогтоомжийн хүрээнд бүтэцлэн хяналт, зохицуулалтыг хэрэгжүүлж байна. Түүнчлэн эдгээр улс орнуудын зохицуулагч байгууллагууд нь зохицуулалтын тогтолцоогоо тодорхой болгох, зах зээлийн тогтвортой

байдал, оролцогчдын эрх ашгийг хамгаалах асуудалд илүү анхаарал хандуулж байна.

Монгол Улсын хувьд токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалт хараахан бүрдээгүй ч токен үйлчилгээний систем буюу дэд бүтэц тавигдсан гэж үзлээ.

Энэхүү судалгааны зорилго нь санхүүгийн зах зээлийн хөгжлөөр тэргүүлэгч улс орнуудын эрх зүйн зохицуулалтын чиг хандлагыг тандан судалж, онцлог, туршлага дээр нь тулгуурлан цаашид манай улсын санхүүгийн зах зээлд токенжуулсан үнэт цаас нэвтрэх үед эрх зүйн зохицуулалт хийх хэрэгцээ, шаардлага үүсэхэд, зохицуулалтын бодлогыг оновчтой авч хэрэгжүүлж, ашиглахад нь дүгнэлт, санал дэвшүүлэхэд оршино.

Уг судалгааны ажил нь 6 бүлэгтэй. Судалгааны хоёр, гурав дугаар бүлэгт харгалзан токенжуулсан үнэт цаасны тодорхойлолт, түүний давуу ба сул тал, амьдралын мөчлөг, эдийн засгийн өгөөжийг тодорхойлсон ба улс орнуудад хэрэгжиж буй токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалтын талаар тусгасан. Харин дөрөв ба тавдугаар бүлэгт санхүүгийн зах зээлд нэвтэрсэн болон хууль тогтоомжийн хэрэгжилт хангаагүй токенжуулсан үнэт цаасны жишээнүүдийг авч үзсэн болно.

Монгол Улсын хувьд хэрэглээний тохиолдол, эмпирик өгөгдөл хангалтгүй тул индуктив аргыг энэхүү судалгаанд баримталаа.

¹ <https://www.ledgerinsights.com/bcg-addx-estimate-asset-tokenization-to-reach-16-trillion-by-2030/>

² <https://medium.com/realplatform/asset-tokenization-a-market-estimated-at-68-000-billion-by-2030-d02d2275d194>

II. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААС

Токенжуулсан үнэт цаас бий болсноор дэлхийн зах зээлд хөрөнгө оруулалт, худалдаа хийх арга хэлбэр өөрчлөгдөж байна.

Энэхүү бүлэгт токенжуулсан үнэт цаасны

тодорхойлолт, түүний давуу ба сул тал, эдийн засгийн өгөөж болон токенжуулалтын үйл явцын талаар тоймлон хүргэх болно.

2.1. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААС, ТҮҮНИЙ ТӨРӨЛ

Уламжлалт санхүүгийн системд хөрөнгийн эзэмшлийн бүртгэл, менежмент нь банк, бирж, төлбөр тооцооны төв гэх мэт төвлөрсөн байгууллагуудаар дамждаг. Эдгээр зуучлагчид өмчлөлийн шилжүүлгийг дэмжиж, бичиг баримтыг хадгалж, зохицуулалтын хэрэгжилтийг баталгаажуулдаг нь цаг хугацаа, зардал шаардсан, зөвхөн хэсэгчилсэн хүртээмжтэй байдаг бөгөөд жижиг хөрөнгө оруулагчдыг хөрөнгийн зах зээлд оролцоход саад болдог.

Иймээс санхүүгийн зах зээлд оролцогч талууд зохицуулалттай уламжлалт үнэт цаасыг блокчэйн технологи ашиглан токенжуулж, дижитал хөрөнгийн зах зээлд нэвтэрч хөрөнгө оруулагчдад орон зай харгалзахгүйгээр санал болгосноор тэдний итгэлийг олж хөрөнгийн өгөөж нэмэгдэх боломжтой гэж үзсэн. Учир нь үнэт цаас бол эрх зүйн зохицуулалттай, бодит хөрөнгийн өмчлөлийг төлөөлдөг, харин

блокчэйн технологи нь сүлжээнд бичигдэж буй мэдээллийг хакердах, өөрчлөх болон луйвардах боломжгүйгээр хадгалах, бүртгэх, хянах, удирдах боломжийг зах зээлд оролцогчдод ил тод болгодог бөгөөд зардал цаг хугацааг хэмнэдэг зэрэг олон давуу талтай болно.

Ерөнхийдөө эндээс токенжуулсан үнэт цаас нь үнэт цаасыг төлөөлж, эзэмших эрхийг өгдөг токен юм. Жишээлбэл, токенжуулсан хувьцааг худалдаж авснаар эзэмшигч нь зохицуулалттай зах зээл дээр бүртгэлтэй хувьцааг худалдаж авсантай ижил эрхийг олж авна.

Одоогоор токенжуулсан үнэт цаасыг ангилах, тодорхойлох **дэлхийн нэгдсэн ангилал зүй байхгүй** ч ихэнх улс орнуудад токенжуулсан үнэт цаасыг дараах төрөлд ³ авч үзэж болно гэжээ. Үүнд:

³ <https://www.hkgeb.gov.hk/en/greenbond/greenbondintroduction.html>

<https://www.nyala.de/en/>

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/tokenized-assets-on-public-blockchains-how-transparent-is-the-blockchain-20240403.html>

Корпорацийн бонд:	<ul style="list-style-type: none">• Бонд гэдэг нь үнэт цаас гаргагч хөрөнгө оруулагчдаас мөнгө зээлж, хүүгийн төлбөр болон хугацааны эцэст хөрөнгийн хэмжээг эргэн төлөх боломжийг олгодог хүүтэй үнэт цаас юм. Тухайлбал: Хонконг улсын Засгийн газрын ногоон бонд.
Хувьцаа	<ul style="list-style-type: none">• Хувьцаа нь хөрөнгө оруулагчдын худалдан авч болох компанийн өөрийн хөрөнгийн хэсэг юм. Компанийн хувьцаа эзэмшигч нь тухайн компанийн нэг хэсэг болж, улмаар тодорхой эрхтэй болдог. Тухайлбал: “Санхүүжилтийн ирээдүйн тухай” хуулийн дагуу хувьцаагаа токен болгосон Герман Улсын NYALA компани.
Төрийн сангийн үнэт цаас:	<ul style="list-style-type: none">• Төрийн сангийн үнэт цаас нь засгийн газраас гаргасан улсын өр юм. Эдгээр нь олон нийтийн зах зээлд хамгийн найдвартай хөрөнгө оруулалтын нэг гэж тооцогддог. Токенжуулсан төрийн сангийн үнэт цаас нь хөрөнгө оруулагчдад найдвартай, хөрвөх чадвартай хөрөнгө оруулалтын сонголтыг санал болгодог. Жишээлбэл: Олон нийтийн блокчейн дээр токенжуулсан АНУ-ын төрийн сангийн үнэт цаас.
Сангийн нэгжүүд:	<ul style="list-style-type: none">• Хөрөнгө оруулалтын сангууд нь хөрөнгийн нэгжүүдийг токенжуулж, хөрөнгө оруулагчдад хувьцаа, бонд, үл хөдлөх хөрөнгө гэх мэт олон төрлийн хөрөнгийн багцыг олж авах боломжийг олгодог. Токенжуулсан сангийн нэгжүүд нь хөрөнгө оруулагчдад хөрвөх чадвар, ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх боломжийг санал болгодог бол сангийн менежерүүд захиргааны нэмэлт зардлыг бууруулснаар ашиг тус хүртдэг. Тухайлбал: Wisdom Tree
Хөрвөх бонд:	<ul style="list-style-type: none">• Хөрвөх бонд нь хүүгийн төлбөр, эргэн төлөлтийн эрхээс гадна түүнийг гаргагч компанийн урьдчилан тогтоосон тооны хувьцаанд хөрвүүлэх эрхийг олгодог санхүүгийн хэрэгсэл юм. Энэ нь бонд болон хувьцааны боломжит оролцооны хослол бөгөөд эзэмшигч нь бондоос компанийн өмч рүү шилжих боломжийг олгодог. Тухайлбал: Сингапур улсын – PO-EMS

2.2. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ДАВУУ БА СУЛ ТАЛ

Азийн хөгжлийн банкны хүрээлэнгээс 2020 онд гүйцэтгэсэн “Блокчейн ба токенжигдсон үнэт цаас: Ногоон санхүүжилт татах боломж” судалгаанд токенжуулсан үнэт цаасны давуу

болон сул талуудыг хэд хэдэн судалгаа (Gatte-schi et al. 2018; Niranjnamurthy, and Jagannatha 2018; Duchenne 2018)–нд үндэслэсэн анхны SWOT шинжилгээг хийж үнэлсэн (Хүснэгт 1).

Хүснэгт 1. SWOT шинжилгээ

Давуу тал	Сул тал
<ul style="list-style-type: none"> • Ил тод байдал, мөрдөх, өөрчлөгдөхгүй байдал, аудит хийх боломжтой • ухаалаг гэрээгээр үр ашигтай ажиллаж, гүйлгээний зардлыг бууруулна • програмчлах чадвар, зохицуулалтын нийцтэй байдал 	<ul style="list-style-type: none"> • Шинэ технологи, ойлголт, ухамсар • платформууд болон зуучлалын ажиллагаа • хэрэглэгчийн туршлага, интерфейс • Fiat гарц • мэдээлэл цэвэрлэх асуудал • зохицуулалтын тодорхойгүй байдал
Боломж	Аюул занал
<ul style="list-style-type: none"> • Шинэ хөрөнгө оруулагчаар дамжуулан хөрөнгө оруулалтын урсгалыг нэмэгдүүлэх • бусад шинээр гарч ирж буй технологиудыг нэгтгэх • Дэлхийн хөрөнгө оруулагчдын бааз ба хэсэгчилсэн өмчлөлийн тусламжтайгаар хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэх • альтернатив санхүүгийн дэд бүтэц • жижиг дунд төслүүдэд хөрөнгө босгох уян хатан байдал 	<ul style="list-style-type: none"> • Сул талуудыг арилгах ахиц дэвшлийг саатуулж байна • зохицуулалтын тодорхойгүй байдал ба болзошгүй хориг

Эх үүсвэр: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/566271/adb-wp1079.pdf>

Энэхүү үнэлгээнээс токенжуулсан үнэт цаас нь одоогоор төлөвшөөгүй дэд бүтэц, зохицуулалтын тодорхойгүй байдлаас шалтгаалан хязгаарлагдмал байгаа ч санхүүгийн уламжлалт механизмтай харьцуулахад ихээхэн боломжит ашиг тустай

байна гэсэн дүгнэлт гарсан.

Иймээс токенжуулсан үнэт цаас ба уламжлалт үнэт цаасыг дараах байдлаар харьцуулж ялгаатай талыг нь харуулав (Хүснэгт 2).

Хүснэгт 2. Уламжлалт үнэт цаас болон токенжуулсан үнэт цаас

Үзүүлэлт	Уламжлалт үнэт цаас	Токенжуулсан үнэт цаас
Технологи ба дэд бүтэц	<p>Төвлөрсөн системүүд: Хөрөнгийн бирж, брокер, тооцооны төв зэрэг төвлөрсөн системээр үнэт цаасыг дамжуулан гаргаж, удирдаж, арилжаалдаг.</p> <p>Цаасан дээр суурилсан эсвэл цахим бүртгэл: Өмчлөлийг ихэвчлэн цаасан гэрчилгээ эсвэл төв байгууллагуудын хөтөлдөг цахим бүртгэлээр баримтжуулдаг.</p>	<p>Блокчейн технологи: Төвлөрсөн бус, тархмал дэвтэр технологи (Distributed ledger technology (DLT)) болох блокчейн дээр гаргаж, удирддаг.</p> <p>Дижитал токenuуд: Блокчейн дээр дижитал токен хэлбэртэй.</p>

Гаргах ба өмчлөх	<p>Гарах үйл явц: ихэвчлэн гар ажиллагаатай, брокер, кастодиан зэрэг зуучлагч хамардаг.</p> <p>Өмчлөлийн нотлох баримт: Өмчлөл нэгдсэн бүртгэлээр баталгааждаг ба цахим мэдээллийн санд биет гэрчилгээ эсвэл бичилт шаардаж болно.</p>	<p>Автоматаар дагаж мөрдөх ухаалаг гэрээнүүд: Ухаалаг гэрээ нь зохицуулалтын шаардлагуудыг дагаж мөрдөхийг автоматжуулж, засаглал болон компанийн үйл ажиллагааны ил тод байдлыг хангадаг.</p> <p>Шууд өмчлөх эрх: Өмчлөлийг блокчэйн дээр шууд бүртгэснээр зуучлагчгүйгээр бодит цагийн горимоор баталгаажна.</p>
Худалдах худалдан авах, төлбөр тооцоо	<p>Зуучлагч: Арилжаа нь ихэвчлэн брокер, бирж, тооцооны төв гэх мэт олон зуучлагчид оролцуулдаг.</p> <p>Төлбөр тооцоо хийх хугацаа: Төлбөр тооцоо нь хэд хэдэн өдөр (Т+2 эсвэл Т+3) үргэлжлэх, саатах боломжтой.</p>	<p>Реег to реег хоорондын худалдаа: Блокчэйн платформ дээр талуудын хооронд шууд арилжаа хийгддэг тул зуучлагчдын хэрэгцээг багасгана.</p> <p>Шуурхай төлбөр тооцоо: Блокчейн гүйлгээний шинж чанараас шалтгаалан агшин зуур эсвэл хэдэн минутын дотор (Т+0) төлбөр тооцоо хийгдэнэ.</p>
Хөрвөх чадвар ба зах зээлд нэвтрэх	<p>Тодорхой хөрөнгийн хөрвөх чадвар хязгаарлагдмал: Хувьцааны хөрвөх чадвар багатай тул үнэд нөлөөлөхгүйгээр хурдан худалдан авах, зарахад хүндрэлтэй байдаг.</p> <p>Хязгаарлагдмал хандалт: жижиг хувьцаа эзэмшигчдэд хязгаарлагдмал.</p> <p>Арилжааны цаг: Бирж нээлттэй байх тодорхой цаг, өдрөөр хязгаарладаг.</p>	<p>Хөрвөх чадвар: Бутархай эзэмшил нь дэлхийн хэмжээнд 24/7 цагийн турш арилжаалагдах боломжтой тул хөрөнгийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлдэг.</p> <p>Өргөн хүрээний хандалт: Дэлхий даяар хөрөнгө оруулагчдад үр дүнтэй санал болгох боломжтой. Токенууд нь токенжуулсан үнэт цаасны тодорхой хэсгийг төлөөлж чаддаг тул жижиг хөрөнгө оруулагчдад худалдан авах боломж олгодог.</p> <p>Итгэх итгэл: Блокчэйн технологийн ил тод байдал нь залилан мэхлэх эрсдэлийг бууруулж, хөрөнгө оруулагчдын системд итгэх итгэлийг нэмэгдүүлдэг.</p>
Зохицуулалт ба дагаж мөрдөх	<p>Тогтсон дүрэм журам: үнэт цаасны тухай хууль болон холбогдох бусад зохицуулалтын хуулиуд мөрдөнө.</p> <p>Дагаж мөрдөх: хууль тогтоомжид заасан нөхцөл шаардлагыг дагаж мөрдөх бөгөөд байнгын тайлан илгээх, жил бүр аудитад хамрагдана.</p>	<p>Хөгжиж буй дүрэм журам: Токенжуулсан үнэт цаас нь хөрөнгийн өмчлөлийг илэрхийлдэг тул ихэнх улс орны зохицуулагч байгууллагууд түүнийг үнэт цаас гэж үзэж Үнэт цаасны тухай хууль болон холбогдох бусад хууль тогтоомжоор зохицуулж байна.</p> <p>Мөн технологид суурилсан бүтээгдэхүүн үйлчилгээг сэндбокс орчинд турших боломж олгож байна.</p> <p>Автомат дагаж мөрдөх: Программ нь үүсгэсэн токен бүрд тавигдах шаардлагыг дагаж мөрдөх боломжийг олгодог. Ухаалаг гэрээнүүд нь аливаа гүйлгээнд KYC, AML, нас эсвэл тодорхой орон нутгийн шаардлагад нийцэж байгаа эсэхийг автоматаар баталгаажуулна.</p>
Ил тод байдал ба аюулгүй байдал	<p>Ил тод бус систем: Өмчлөлийн бүртгэл, гүйлгээний түүх, компанийн үйлдлүүдийг төвлөрсөн байгууллагууд удирддаг нь ил тод байдлыг хязгаарлахад хүргэдэг.</p> <p>Мэдээллийн хоцрогдол: Гүйлгээ, өмчлөлийн өөрчлөлтийн талаарх мэдээлэл гар аргаар боловсруулж тайлагнадаг тул мэдээлэл цаг тухай бүрд гаргах боломжгүй.</p> <p>Аюулгүй байдлын эрсдэл: Хүний оролцоотой тул залилан, хакердах, алдаа зэрэг эрсдэлд өртөмтгий.</p>	<p>Ил тод байдал: Блокчэйн дээр гүйлгээний түүх, өмчлөлийн бүртгэлийг бүрэн харах, хянах боломж олгодог тул ил тод бөгөөд өөрчлөгддөггүй тоон гарын үсгээр хангагдаж баталгааждаг.</p> <p>Бодит цагийн мэдээлэл: Хөрөнгө оруулагчид гүйлгээ, өмчлөлийн өөрчлөлт болон бусад холбогдох өгөгдлийн талаарх бодит мэдээллийг тухай бүрд авах боломжтой. Энэ нь шийдвэр гаргалтад нь эерэг нөлөө үзүүлдэг.</p> <p>Аюулгүй байдал: Блокчейн криптографийн аюулгүй байдал нь ухаалаг гэрээ, солилцооны хувьд найдвартай хамгаалалтын арга хэмжээ авдаг нь залилан болон хакердах эрсдэлийг бууруулж чаддаг.</p>

Эндээс дүгнэвэл токенжуулсан үнэт цаас, түүний арилжаа нь бүрэн дижитал бөгөөд блокчэйн сүлжээнд амьдардаг.

Токенжуудсан үнэт цаасны токен бүр нь үндсэн хөрөнгийн үнэ цэнийн тодорхой хэсгийг илэрхийлдэг. Энэ нь хэсэгчилсэн өмчлөлийг боломжтой болгож, хөрөнгө оруулалтыг илүү өргөн хүрээний хүмүүст хүргэж хүртээмжийг нэмэгдүүлдэг. Мөн төлбөр тооцоо, хоорондын арилжаа 24/7 турш түргэн шуурхай гүйцэтгэдэг.

Токенжуулалт нь тодорхой зуучлагчдыг халж, хөрөнгө оруулалтын үйл явцыг хялбарчлах замаар зардлыг бууруулах чадвартай (бонд гаргах зардлыг 90% хүртэл, хөрөнгө босгох

зардлыг 40% хүртэл бууруулдаг⁴) төдийгүй орон зай харгалзахгүйгээр гүйлгээ хийх боломжийг олгож, олон улсын хөрөнгө оруулалтын боломжийг нээж, хил дамнасан хөрөнгө оруулалтыг хөнгөвчилдөг.

Түүнчлэн блокчейны ил тод байдал нь токенжуулсан үнэт цаасны өмчлөлийн болон гүйлгээний мэдээллийг бодит цаг хугацаанд харах боломжийг олгодог. Энэ мэт токенжуулсан үнэт цаас олон эерэг талтай ч АХБ-ний хүрээлэнгийн СВOT шинжилгээнд дурдсан болон судлах явцад дараах эрсдэл тулгарах магадлалтай болохыг тодорхойлсон. Тухайлбал:

Зохицуулалтын тодорхой бус байдал:	<ul style="list-style-type: none"> Токенжуулсан үнэт цаасыг тусгайлан зохицуулах хууль эрх зүйн орчин хангалтгүй байна.
Аюулгүй байдал:	<ul style="list-style-type: none"> Токенжуулсан үнэт цаас нь кибер халдлагад өртөх эрсдэлтэй
Тогтворгүй байдал:	<ul style="list-style-type: none"> Токенжуулсан үнэт цаасны зах зээл харьцангуй шинэ тул тогтворгүй байдал ажиглагдаж болно.
Хөрвөх чадварын асуудал:	<ul style="list-style-type: none"> Боломж өндөр боловч бодит хөрвөх чадвар нь зах зээлд нэвтрүүлэх, худалдаалах платформын хөгжүүлэлтээс хамаарч байдаг.
Мэдлэг дутах:	<ul style="list-style-type: none"> Хөрөнгө оруулагчид нь шинэ, орчин үеийн технологи ашиглах чадваргүй байх эрсдэлтэй.

2.3. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААС ҮҮСГЭХ БА ГАРГАХ

Энэхүү хэсэгт хэрхэн токенжуулсан үнэт цаасны амьдралын мөчлөгийг тоймлоё. Токенжуулалт гэж хөрөнгийг олон жижиг хэсэг болгон задалж,

токен болгон хөрвүүлэх үйл явц юм. Эдгээр токenuуд нь хөрөнгийн эзэмшлийн тодорхой хувь эсвэл ашиглах эрхийг илэрхийлдэг.

⁴ <https://info.polymath.network/blog/introduction-to-tokenization-the-benefits-it-brings-and-how-it-works>

Төлөвлөлт

- **Токенжуулах үнэт цаасыг сонгох:** Хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг татах, блокчэйн технологид нийцтэй, эрсдэл багатай, хөрвөх чадвар өндөртэй үнэт цаасыг сонгох шаардлагатай. Жишээ нь, компанийн хувьцаа нь энгийн эсвэл давуу эрхтэй, хувьцаа эзэмшигчид санал өгөх эрх, ногдол ашиг хүртэх боломжтой.
- **Зорилгоо тодорхойлох:** Үнэт цаасыг яагаад токенжуулах гэж байгааг (жишээ нь, хөрөнгө оруулалтын хүртээмжийг нэмэгдүүлэх, хөрвөх чадварыг сайжруулах, гүйлгээний зардлыг багасгах) тодорхойлно.
- **Үнэт цаасны үнэлгээ, хууль эрх зүйн зохицуулалт:** Үнэт цаасны бодит үнэ цэнийг тогтоож, зах зээл дээрх эрэлт, ирээдүйн өгөөж, зах зээл, хууль эрх зүйн болон технологийн эрсдэлийг үнэлнэ. Эрх зүйн зохицуулалтад нь: Токен нь үнэт цаасны хууль тогтоомжид нийцэж байгаа эсэхийг баталгаажуулна (жишээ нь, АНУ-ын SEC-ийн журам). Үнэт цаасыг токенжуулахад хөрөнгө оруулагчдын эрхийг хамгаалах, тэдний оролцоог зохицуулна. Токенжуулалтын явцад мөнгө угаах, терроризмын санхүүжилтийг таслан зогсоох зорилгоор мөнгө угаахын эсрэг (Anti-Money Laundering (AML)) болон харилцагчийг таньж мэдэх (Know Your Customer (KYC)) журмуудын шаардлагыг хэрэгжүүлнэ. Энэ нь хөрөнгө оруулагчдыг шалгах, тэдний үнэн зөв мэдээллийг баталгаажуулах үйл явцыг багтаадаг. Үнэт цаас эзэмшигч нь токен гаргах эрхтэй байх ёстой.

Токен үүсгэх процесс

✓ **Платформыг сонгох:** Дээр дурдсан бүтцийг бий болгосны дараа сонгосон үнэт цаасыг дижитал хэлбэрт шилжүүлэхийн тулд тохиромжтой блокчэйн платформыг сонгоно. Үүнд (нийтлэг платформ):

- a. Ethereum: Ухаалаг гэрээний хамгийн түгээмэл блокчэйн.
- b. Binance Smart Chain: Татвар багатай, хурдан ажиллагаатай.
- c. Polygon: Хямд гүйлгээний төлбөртэй.
- d. Tezos: Засварлах боломжтой гэрээний дэмжлэгтэй.

✓ **Токенийн тодорхойлолт:** Блокчэйн платформыг сонгосны дараа үүсгэх токены бүтцээ тодорхойлно.

Токены нэр, токены тэмдэг (Symbol), хэдэн ширхэг токен гаргах, өгөгдлүүдийг (нэгж токены үнэ, токен хуваах боломжтой эсэх) тохируулна. Эдгээрийн дараа токеноо дараах стандартын аль нэгтэй нийцүүлж үүсгэнэ:

- ERC-20: Энгийн токенуудын стандарт.
- ERC-721: Цорын ганц (unique) үнэт цаасыг төлөөлөх токен.
- ERC-1400: Үнэт цаасны зориулалттай токены стандарт.

✓ **Токен гаргах (Deploy):** Токеноо үүсгэснээр хөрөнгө оруулагчдад нээлттэй болно. Энэ алхамд:

– **Ухаалаг гэрээг боловсруулах:** Хөгжүүлэлтийн орчинд токены ухаалаг гэрээг бичиж, туршина. Ухаалаг гэрээ нь кодчилсон гэрээнд заасан нөхцөл, болзлыг автоматаар баталгаажуулж, мөрдүүлж, гүйцэтгэдэг компьютерын программууд юм. Уг гэрээ байгуулснаар үнэт цаасны эзэмшил, ашиг хуваарилалт, гүйлгээний нөхцөлийг автоматаар удирддаг боломжтой болно. Ухаалаг гэрээг блокчэйн дээр байршуулж

блокчэйнтэй холбогддог бусад түрийвч ашиглан тохиргоо хийнэ.

– **Баталгаажуулалт:** Хөрөнгө оруулагчид өөрийн хувийн мэдээллийг баталгаажуулж, КҮС болон AML дүрэм журмыг дагаж мөрдөж буйг баталгаажуулна.

Зах зээлийн арилжаа

– **Анхдагч зах зээлийн арилжаа:** Стандартад нийцсэн бирж дээр зохицуулагч байгууллагаас зөвшөөрсөн үнэт цаасны токеныг бүртгүүлж хөрөнгө оруулагчдад анхны саналыг тавьж худалдаална. Хөрөнгө оруулагчид худалдаж авсан токеноор тухайн үнэт цаасыг эзэмшигч болно.

– **Хоёрдогч зах зээлийн арилжаа:** Анхдагч зах зээл дээр гаргасан үнэт цааснууд арилжаалж дууссаны дараа зохицуулагч байгууллагаас тус арилжааг хянаж, амжилттай болж, зөрчил илрээгүй, стандартад нийцсэн гэж үзсэн тохиолдолд хоёрдогч зах зээлийн арилжааг эхлүүлэх зөвшөөрөл олгогдсоноор хөрөнгө оруулагчид өөр хоорондоо уламжлалт үнэт цаасаа арилжаална. Ингэснээр хөрөнгө оруулагчдад токеноо өөр хоорондоо 24/7 хугацаанд арилжаалж, хөрөнгө оруулалт

хийх болон гарах боломж олгогдоно. Токен гаргагчдад ирэх захиалга болон зах зээлийн эрэлтээс хамааран токены үнийн түвшин тогтоогддог.

Зах зээлд нэвтэрсний дараа

Зах зээлд гарсны дараа токенжуулсан үнэт цаас нь байнгын менежмент шаарддаг.

Өмчлөлийн хяналт: Токены эзэмшил, шилжилт блокчэйн дээр автоматаар бүртгэдэг. Энэ нь ил тод, найдвартай байдлыг хангана.

Үнэт цаас гаргагч байгууллага: Ухаалаг гэрээгээр ногдол ашиг, саналын эрх эсвэл хүүгийн төлбөрийг зохицуулна. Мөн хууль эрх зүйн шаардлагын дагуу тогтмол тайлагнах ба санхүүгийн үзүүлэлтийг тухай бүр олон нийтэд мэдээлж ажиллана.

Үнэт цаас гаргагч болон бирж нь хакерын довтолгооноос хамгаалах систем хөгжүүлэх болон блокчэйн сүлжээний найдвартай байдалд хяналт тавьж шалгаж хийж хамтран ажиллана. Токенжуулсан үнэт цаасыг бүртгэсэн дижитал хөрөнгийн биржүүд нь токен болон хөрвөх чадварыг хангах замаар экосистемийг бүрдүүлнэ.

2.4. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЭДИЙН ЗАСГИЙН ҮР ӨГӨӨЖ

Уламжлалт болон токенжуулсан үнэт цаас нь одоогийн болон ирээдүйн санхүүгийн экосистемд чухал үүрэг гүйцэтгэдэг.

Уламжлалт үнэт цаас бол санхүүгийн зах зээлийн үндсэн бүрэлдэхүүн хэсэг бөгөөд хөрөнгө, хөрөнгө оруулалт, эрсдэлийн удирдлагын механизмыг бүрдүүлдэг. Түүнчлэн хөрөнгө оруулагчдад мөнгөний орлого, капиталын ашиг, ногдол ашиг болон төсвийн ашиг хэлбэрээр орлого олоход хүргэдэг. Мөн эдийн засгийн түвшинд хамгийн

чухал болох компаниудын хөрөнгө оруулалт, инновац, бүтээн байгуулалтын төслүүдийн санхүүжилт, ажлын байр бий болгох зэрэг томоохон үр нөлөөг авчирдаг төдийгүй зах зээлийн ил тод байдал, хөрөнгө оруулагчдын хамгаалалтыг баталгаажуулсан зохицуулалтын тогтолцоогоор зах зээлийн үр ашиг эдийн засгийн өсөлт, санхүүгийн тогтвортой байдал, нийгмийн хөгжилд эерэг нөлөө үзүүлдэг.

Токенжуулсан үнэт цаас ч мөн адил, тэрээр уламжлалт санхүүгийн системд шинэ

хандлагыг авчирч, хөрөнгө оруулалтын эрх чөлөө, шилжилтийн хурд, боломжит ашиг тусыг нэмэгдүүлж эдийн засагт эерэг нөлөө авчирч байна. Тухайлбал:

<p><i>Нэгдүгээрт</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• токенжуулалт нь санхүүгийн зах зээлд хөрөнгийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлнэ. Энэ нь үнэт цаасыг хувааж эзэмших боломжийг олгосноор өндөр ханштай үнэт цаасыг шууд худалдан авах санхүүгийн чадамжгүй хүмүүст хөрөнгө оруулалт хийх боломжийг олгоно. Мөн үнэт цаасыг токен болгон хөрвүүлснээр дэлхийн зах зээл дээр 24/7 цагаар ажиллах дижитал платформоор арилжаалах боломжтой.
<p><i>Хоёрдугаарт</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• токенжуулалт нь зах зээлийн үр ашгийг нэмэгдүүлнэ. Блокчейн технологи нь брокер, эскроу үйлчилгээ, хуулийн зөвлөх зэрэг олон зуучлагчдыг оролцуулдаг уламжлалт үйл явцыг хялбаршуулсан. Токенжуулалт нь ухаалаг гэрээгээр дамжуулан эдгээр олон алхмуудыг автоматжуулж, зардлыг бууруулж, гүйлгээний хугацааг хурдасгасан. Блокчейн дээр бүртгэгдсэн гүйлгээ нь үнэт цаасны эзэмшил, шилжүүлгийн тодорхой, хувиршгүй түүхийг үүсгэж хадгалдаг. Энэхүү ил тод байдал нь залилан мэхлэлтийг бууруулж, илүү найдвартай гүйлгээ хийх, аудитын найдвартай баримтыг бий болгодог учраас зах зээлд оролцогчдын итгэлийг олж хүртээмжийг нэмэгдүүлнэ.
<p><i>Гуравдугаарт,</i></p>	<ul style="list-style-type: none">• токенжуулалт нь зохицуулалтыг дагаж мөрдөх, аюулгүй байдлыг хангахад тусална. Токенуудыг ухаалаг гэрээгээр программчилснаар хууль эрх зүйн хүрээнд автоматаар зохицуулалтыг дагаж мөрдөнө. Тухайлбал токеныг худалдаж авах, тэдгээрийг шилжүүлэх, шаардлагатай бол бүх шилжүүлгийг зохицуулах байгууллагад мэдээлэх зэрэг үйл ажиллагаа багтана. Блокчэйн технологийг ашигласнаар бүх гүйлгээ шифрлэгдсэн, өөрчлөгддөггүй. Энэ нь гүйлгээний ерөнхий аюулгүй байдлыг сайжруулж, хөндлөнгийн оролцоо болон зөвшөөрөлгүй нэвтрэх эрсдэлийг бууруулдаг.

III. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗОХИЦУУЛАЛТ БА ОЛОН УЛСАД

Улс орнууд токенжуулсан үнэт цаасны боломжит ашиг тусыг хүлээн зөвшөөрч, хөрөнгө оруулагчдыг хохирлоос хамгаалахын зэрэгцээ салбарын инновац, өсөлтийг дэмжиж зохицуулахаар ажиллаж байна.

Иймээс энэхүү бүлэгт токенжуулсан үнэт цаасыг зохицуулах шаардлага, олон улсын зах зээлийн өнөөгийн байдал, сонгосон улс оронд мөрдөж буй зохицуулалтын эрх зүйн актуудын талаар дурдана.

3.1. ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗОХИЦУУЛАЛТ

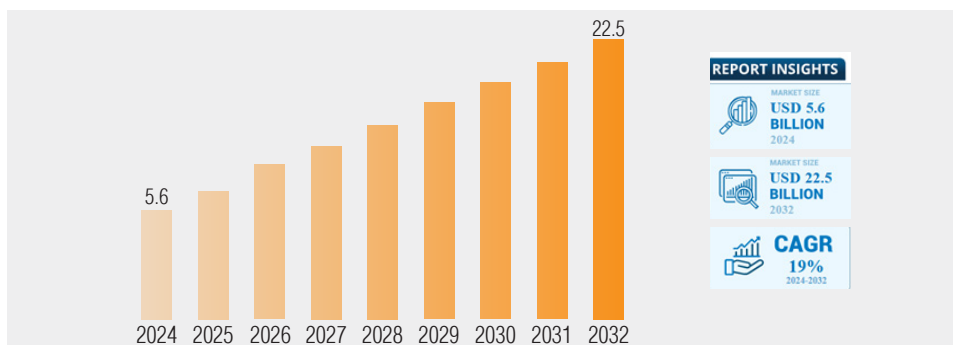
Токенжуулсан үнэт цаас нь блокчейн болон крипто технологид суурилсан үнэт цаасны шинэ төрөл бөгөөд уламжлалт үнэт цаасны санхүүжилт, хөрөнгө оруулалтын зах зээлийг илүү хүртээмжтэй, ил тод болгох боломжийг олгодог. Түүнчлэн тэрээр хөрөнгө оруулагчдад ашиг хүртэх эрх, эсвэл зах зээлийн үнийн өсөлтөөс үр ашиг, өгөөж хүртэх боломж өгдөг.

Тиймээс хөрөнгийн зах зээлд оролцогчдын сонирхлыг татаж, хүрээгээ улам бүр тэлж байна. Boston Consulting Group-ийн тооцоолсноор 2030 он гэхэд дэлхийн ДНБ-ий 10 хувь нь токенжино. Энэ нь 16 их наяд ам.доллартой

тэнцэх хэмжээний хувьцаа, бонд, үл хөдлөх хөрөнгө гэх мэтийг блокчэйн ашиглан бүртгэж, удирдах болно гэж таамаглажээ.

Мөн Business research insights хуудсанд нийтэлсэн “Дэлхийн токенжуулсан үнэт цаасны зах зээлийн судалгааны 2032” тайланд Дэлхийн токенжуулсан үнэт цаасны зах зээлийн хэмжээ 2024 онд ойролцоогоор 5.6 тэрбум ам.доллаароор үнэлэгдсэн бөгөөд 2032 он гэхэд 22.5 тэрбум ам.долларт хүрч, CAGR (compounded annual growth rate) 19 орчим хувиар өсөх төлөвтэй байна гэж⁵ тэмдэглэжээ.

Зураг 1. Дэлхийн токенжуулсан үнэт цаасны зах зээлийн хэмжээ



Эх үүсвэр: <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports>

⁵ <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/tokenized-securities-market-103933>

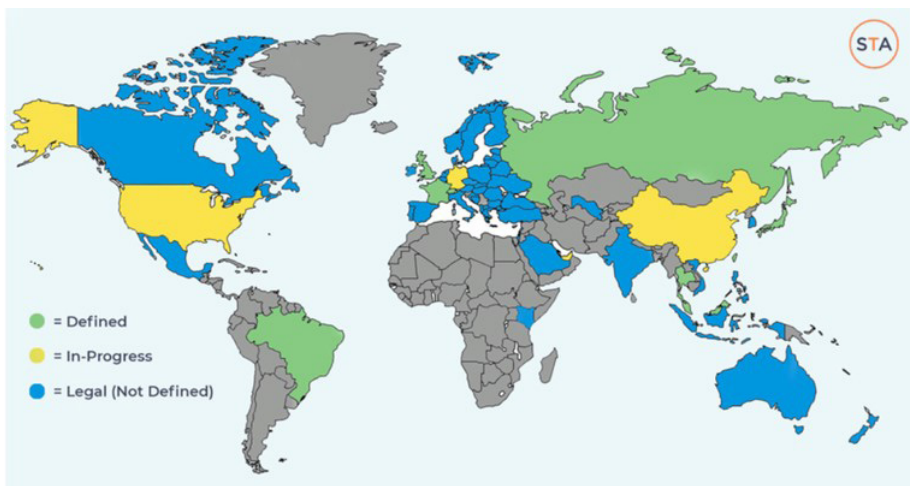
Ийнхүү тус зах зээл хөгжихийн хамт түүнийг зохицуулах зайлшгүй хэрэгцээ шаардлага үүссэн:

Хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах:	<ul style="list-style-type: none">• Санхүүгийн зохицуулах байгууллагууд энэ зах зээлийг идэвхтэй хянаж, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах үүргээ гүйцэтгэх хэрэгтэй.• Хөрөнгө оруулагчдад эрсдэлийн талаар мэдээлэл өгөх, хөрөнгө оруулалтын үйл явц ил тод байх нөхцөлийг хангах зохицуулалт шаардлагатай.
Зах зээлийн тогтвортой байдал:	<ul style="list-style-type: none">• Зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангахын тулд токенжуулсан хөрөнгийг хэрхэн үнэлэх, шилжүүлэх талаар тодорхой дүрэм хэрэгтэй.
Хууль ёсны тодорхой байдал:	<ul style="list-style-type: none">• Токенжуулсан үнэт цаас ямар нөхцөлд үнэт цаас гэж тооцогдох талаар хууль тогтоомжийг тодорхой болгох шаардлагатай.• Блокчейн системийн найдвартай байдал, аюулгүй байдалд шаардлага тавих хэрэгтэй. Учир нь үүнтэй холбоотойгоор татвар, гэрээний хариуцлага болон зохицуулалтын журамд зөрчилдөөн гарах магадлалтай.
Мөнгө угаалт, терроризмын санхүүжилтийг хязгаарлах:	<ul style="list-style-type: none">• Токенжуулсан үнэт цаасны платформууд нь хэн нэгэн хуурамч нэрээр оролцох боломжийг олгож болзошгүй тул AML ба KYC шаардлагыг хэрэгжүүлэх хэрэгтэй.
Олон улсын зохицуулалттай нийцэх:	<ul style="list-style-type: none">• Токенжуулалт нь олон улсын хил дамнасан арилжаанд ашиглах боломжтой тул тухайн улсын дотоод дүрэм болон олон улсын зохицуулалтын уялдаа холбоог хангах шаардлагатай.

Одоогоор **Олон улсын түвшинд** токенжуулсан үнэт цаасыг санал болгох **нийтээр хүлээн зөвшөөрөгдсөн нэгдсэн зохицуулалтын тогтолцоо байхгүй** ч дэлхийн ихэнх улс орнууд токенжуулсан үнэт цаасыг уламжлалт үнэт цаасны хуулийн хүрээнд хамруулж зохицуулж байна. Цөөн улс орон уламжлалт болон шинээр тогтоосон зохицуулалтын хослолыг ашиглаж байна.

Тухайлбал АНУ, Европын холбоо зэрэг улс орнууд зохицуулалтын иж бүрэн тогтолцоог бий болгоход ахиц дэвшил гаргаж байгаа ч бусад бүс нутагт бодлого боловсруулах эхний шатандаа байна.

Дэлхийн улс орнуудын токенжуулсан үнэт цаасны эрх зүйн зохицуулалтыг Зураг 2–т харуулав.

Зураг 2. Токенжуулсан үнэт цаасны эрх зүйн зохицуулалттай улс орон

Эх үүсвэр: <https://blog.stomarket.com/defining-security-tokens-list-of-all-countries-with-legal-definitions>

3.2. ОЛОН УЛСЫН ТУРШЛАГА

Дэлхийн токенжуулсан үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн чиг хандлагыг илэрхийлж буй АНУ, Европын холбоо, Сингапур, Япон, Хонконг зэрэг улс орны туршлагаас авч үзье:

3.2.1 Америкийн нэгдсэн улс /АНУ/

АНУ-ын Үнэт цаас, биржийн хороо (*Securities and Exchange Commission (SEC)*⁶), Санхүүгийн үйлдвэрлэлийн зохицуулах газар (*Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*⁷) болон Түүхий эдийн фьючерс арилжааны комисс (*Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*⁸), Санхүүгийн гэмт хэрэгтэй тэмцэх сүлжээ (*Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN)*) нь үнэт цаасны токенжуулалтын үйл ажиллагааг зохицуулахад чухал үүрэг гүйцэтгэдэг ба одоогоор зохицуулалттай

холбоотой ямар нэгэн албан ёсны удирдамж баталж гаргаагүй байна.

АНУ-д арилжааны гүйлгээг зохицуулдаг хууль нь Худалдааны нэгдсэн хууль (the Uniform commercial Code (UCC)) бөгөөд үүнийг бүх муж улсууд ерөнхийд нь баталдаг.

UCC нь шилжүүлэг, үнэт цаасны ашиг сонирхол зэрэг арилжааны гүйлгээний харилцааг зохицуулдаг.

АНУ-д токенжуулсан үнэт цаасыг зохицуулагч гол байгууллага нь SEC юм.

SEC нь 1933 оны Үнэт цаасны тухай хууль⁹ болон 1934 оны Үнэт цаасны биржийн тухай хууль¹⁰-ийн дагуу токенжуулсан үнэт цаасыг үнэт цаас гэж ангилах тул токенжуулсан үнэт

⁶ SEC Official Website: <https://www.sec.gov/>

⁷ FINRA Official Website: <https://www.finra.org/>

⁸ CFTC Official Website: <https://www.cftc.gov/>

⁹ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

¹⁰ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

цаасыг бүртгэх, ил болгох, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах зэрэгт үнэт цаасны зохицуулалтын хууль, тогтоомж, стандартыг дагаж мөрдөхөө мэдэгдсэн.

Үнэт цаасны тухай хууль нь АНУ–д үнэт цаасны анхны борлуулалтыг зохицуулах зорилгоор гаргасан холбооны анхны томоохон хууль тогтоомж билээ. Тус хуулийн гол зорилго нь компаниудад үнэт цаасыг олон нийтэд санал болгохдоо ил тод байдлыг хангах, залилан мэхлэхээс урьдчилан сэргийлэх, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалахад оршино. Уг хуулийн дагуу компаниуд санхүүгийн нарийвчилсан мэдээлэл, эрсдэл болон бусад материаллаг баримтуудыг багтаасан бүртгэлийн мэдэгдлийг SEC–д гаргах ёстой.

Харин Үнэт цаасны биржийн тухай хуулиар хувьцаа, бонд зэрэг үнэт цаасны хоёрдогч арилжааг зохицуулна. Хуулийн гол зорилго нь үнэт цаасны бирж, брокер, дилерийн үйл ажиллагаанд хяналт тавих замаар зах зээлийн ил тод, шударга байдлыг хангах, үр ашигтай байлгахад оршино. Уг хуулиар Үнэт цаасны тухай хуулийг хэрэгжүүлэх, арилжааны үйл ажиллагаанд хяналт тавих, брокер, дилер, хөрөнгийн биржийг зохицуулах эрхийг SEC–д олгосон. Мөн хувьцаат компаниуд хөрөнгө оруулагчдыг мэдээллээр хангахын тулд жил, улирал бүр тайлан гаргах гэх мэт тайлангаа тогтмол гаргах ба SEC арилжааны шударга байдлыг хангах үүднээс биржүүдийг бүртгэж, үйл ажиллагааг нь зохицуулж хянана. Түүнчлэн SEC зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах, залилан мэхлэх, дотоод мэдээлэл хийх, луйвардуулахаас сэргийлэх болон холбогдох бусад дүрэм журмын хэрэгжилтэд хяналт тавина чиг үүрэгтэй болохын хуульчилсан.

Энэ хууль батлагдсан явдал АНУ–ын санхүүгийн зах зээлийг үндсээр нь өөрчилж, хөрөнгө оруулагчдын итгэлийг хамгаалах, үнэт цаасны зах зээлийн шударга байдлыг хадгалах зохицуулалтын тогтолцоог бүрдүүлсэн гэж үздэг.

SEC нь токенжуулсан үнэт цаасыг үнэт цаас мөн эсэхийг Howey Test ашиглан тодорхойлдог. Дээд шүүхээс 1946 онд Howey тест¹¹–ээр хэлцэл нь хөрөнгө оруулалтын гэрээ, улмаар АНУ–ын хуулийн дагуу үнэт цаас болох эсэхийг тодорхойлно гэжээ. Хэрэв токенжуулсан үнэт цаас нь 1. мөнгөөр хөрөнгө оруулалт хийж байгаа эсэх, 2. үнэт цаас нь нийтлэг аж ахуйн нэгжид хамаарах эсэх, 3. ашгийн хүлээлттэй эсэх, 4. ашиг нь юуны түрүүнд бусдын хүчин чармайлтаас гардаг эсэх гэсэн шалгууруудыг хангасан бол үнэт цаас гэх ба SEC зохицуулдаг.

Токенжуулсан үнэт цаас нь Үнэт цаасны тухай хуульд зааснаар Үнэт цаас гаргагчид токенжуулсан үнэт цаасыг бүртгүүлэх эсвэл чөлөөлөх зохицуулалтын гурван журам (D журам (Private Placements)¹², S журам (Off–shore Offers and Sales)¹³, A+ журам (Conditional Small Issues Exemption)¹⁴)–д заасан тодорхой шалгуурыг хангасан тохиолдолд олон нийтэд санал болгох боломж бүрддэг.

D журам: компаниудад үнэт цаасыг олон нийтэд санал болгохгүйгээр, хязгаарлагдмал хүрээнд хөрөнгө босгох боломжийг олгодог. Энэхүү журам нь хувийн байршуулалт (Private Placement)–ын хүрээнд гаргасан үнэт цаасыг үнэт цаасны бүртгэлд оруулах шаардлагаас чөлөөлдөг.

S журам: АНУ–ын үнэт цаас гаргагчид гадаадын хөрөнгө оруулагчдад үнэт цаас санал болгох

¹¹ <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>

¹² <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/private-placements-under-regulation-d-investor-bulletin>

¹³ <https://www.sec.gov/rules/1998/02/offshore-offers-and-sales-regulation-s-effective-date-60-days-after-publication>

¹⁴ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR68d879261fb42fb>

үед АНУ–ын үнэт цаасны хуулиас чөлөөлөгдөх боломжийг олгодог. Энэ журам нь үнэт цаасыг АНУ–ын хуулийн хүрээнд бус, гадаадын зах зээлд борлуулахад чиглэгддэг.

А+ журам: бага хэмжээний үнэт цаас гаргах үйл явцыг хялбаршуулж, хөрөнгө босгох боломжийг дунд, жижиг бизнесүүдэд олгодог. Энэ нь үнэт цаасыг бүртгэлд оруулах зардал, цаг хугацааг багасгадаг бөгөөд илүү олон төрлийн хөрөнгө оруулагчдад нээлттэй байдлыг хангадаг.

Эдгээр арга замууд нь инновац болон зах зээлийн өсөлтийг хангахын зэрэгцээ токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалтын шаардлагыг удирдахад тусалдаг.

Эндээс SEC нь үнэт цаасны шалгуурыг хангах тогтолцоог бий болгодог. Мөн SEC шинэ токенжуулалтын төслүүдийг хамгаалагдсан хязгаарлагдмал орчинд турших боломжийг бүрдүүлж, салбарын оролцогчидтой эрх зүйн орчныг сайжруулахаар идэвхтэй хамтран ажиллаж байна.

FINRA нь токенжуулсан үнэт цаастай холбоотой брокерууд, дилерүүд болон платформууд салбарын стандартад нийцэж байгаа эсэхэд хяналт тавьж, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалдаг.

Токенжуулсан үнэт цаасны хувьд компаниуд FINRA–аас зөвшөөрөл авч, үйл ажиллагаагаа тогтмол тайлагнах шаардлагыг дагаж мөрдөх ёстой. Үүнд брокерууд эрсдэлээ зөв тооцох, AML болон KYC протоколуудыг дагаж мөрдөж, ил тод, ёс зүйтэй үйл ажиллагаа явуулах зэрэг орно. Нэмж дурдахад токенжуулсан үнэт цаасны арилжааны платформууд нь хоёрдогч зах зээлийн гүйлгээг зохицуулахын тулд FINRA–д Альтернатив арилжааны систем (ATS) хэлбэрээр бүртгүүлнэ. Эдгээр эрх зүйн шаардлагыг хэрэгжүүлэх замаар FINRA нь инновацыг

дэмжих, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах, зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах, уламжлалт санхүүгийн зах зээлд токенжуулсан үнэт цаасыг найдвартай нэгтгэхийг дэмждэг. FINRA–ийн хяналт нь зах зээлд оролцогчдын итгэлцэл, тогтвортой байдлыг бий болгоход чухал үүрэг гүйцэтгэдэг.

FinCEN нь токены арилжаанд AML болон KYC шаардлагыг зохицуулдаг.

Хэрэв токенжуулсан үнэт цаас нь алт, газрын тос, тэр ч байтугай криптовалюта зэрэг барааны гүйцэтгэлтэй холбоотой бөгөөд деривативууд оролцдог бол CFTC нь түүнд залилан мэхлэх, луйврын эсрэг зах зээлийн шударга байдлын дүрмийг дагаж мөрдүүлэхэд хяналт тавина. Токенжуулсан деривативыг санал болгодог платформууд нь CFTC–д бүртгүүлж, тайлагнах, үйл ажиллагааны стандартыг дагаж мөрдөх ёстой.

3.2.2 Европын Холбоо /ЕХ/

Европын Комисс 2020 оны 9 дүгээр сард нийтэлсэн Крипто хөрөнгийн зах зээлийн журам (The Markets in Crypto–Assets Regulation (MiCA)¹⁵)–д Европын үнэт цаас, зах зээлийн газар (The European Securities and Markets Authority (ESMA)¹⁶) болон Европын банкны газар (European Banking Authority (EBA)¹⁷) нь ЕХ–ны токены зах зээлийг зохицуулна гэж мэдэгдсэн.

ESMA нь санхүүгийн зах зээл, түүний дотор токенжуулсан үнэт цаасыг, ECB нь Мөнгөний бодлого болон төв банкны дижитал валютуудыг хянадаг.

ЕХ–ны гишүүн улсууд токенжуулсан үнэт цаасыг Санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийн удирдамж (Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)), Проспектийн журам (Prospectus Regulation),

¹⁵ <https://legalnodes.com/article/mica-regulation-explained>

¹⁶ ESMA Official Website: <https://www.esma.europa.eu/>

¹⁷ <https://www.eba.europa.eu/homepage>

Крипто-хөрөнгийн зах зээлийн журам (Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA))–аар зохицуулдаг.

MiFID II¹⁸–д токенжуулсан үнэт цаасыг “санхүүгийн хэрэгсэл” гэж тодорхойлсон ба хууль тогтоомжийн дагаж мөрдөх нөхцөл, шаардлага, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах талаар тусгасан байдаг.

MiCA¹⁹ нь блокчейн, виртуал хөрөнгийн зохицуулалтыг оновчтой болгох, хэрэглэгчид болон хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах зорилготой. Энэ нь токенжуулсан хөрөнгийн ил тод байдлыг хангах, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах зэрэг крипто хөрөнгийн дүрмийг тогтоодог. MiCA–аас ойрын хугацаанд зарим тоон хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчдэд цогц зохицуулалт хийх асуудлыг эцэслэн боловсруулж батлах төлөвтэй байна.

Харин Prospectus Regulation (EU 2017/1129) нь ЕХ–нд үнэт цаасыг олон нийтэд санал болгох асуудлыг зохицуулдаг.

Токенууд нь Төлбөрийн үйлчилгээний удирдамж II (Payment Services Directive II (PSD2)²⁰)–ын дагуу “цахим мөнгө” гэсэн шалгуур, үнэт цаас гаргагч нь тусгай зөвшөөрөл авсан байх, хөрөнгийн доод хэмжээ, аюулгүйн хамгаалалт болон хэрэглэгчийн эрхийг хамгаалах стандарт зэрэг бусад шаардлагыг хангасан байх ёстой.

ЕХ–ны Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн сангийн журам (the EU Central Securities Depositories Regulation (CSDR))–ын 3(2)16–д үнэт цаасыг үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн сангийн бүртгэлийн маягтаар

бүртгэсэн тохиолдолд л арилжааны газарт бүртгүүлэх боломжтой гэж заасан байдаг.

Үнэт цаас гаргагчдад Зах зээлийг урвуулан ашиглах журам (Market Abuse Regulation (MAR))²¹–д заасны дагуу санхүүгийн зах зээлийн шударга, ил тод байдлыг хангах, токены талаар танилцуулга болох цагаан цаас (White paper) гаргах, хуулийн этгээд байх, үр дүнтэй хяналтын тогтолцоотой байх зэрэг шаардлага тавигддаг, мөн үнэт цаастай холбоотой дотоод мэдээллийг хууль бусаар задруулах болон зах зээлийг урвуулан ашиглахыг хатуу хориглосон.

Мөн Мөнгө угаахтай тэмцэх 5–р удирдамж (the 5th Anti–Money Laundering Directive (5AMLD))²² заасны дагуу токен солилцох платформуудыг бүртгүүлэх, KYC–ийн иж бүрэн процессыг гүйцэтгэж, сэжигтэй үйл ажиллагааг илрүүлж үндэсний эрх бүхий байгууллагад мэдээлэх үүрэг хүлээдэг.

Мэдээлэл хамгаалах ерөнхий журам (General Data Protection Regulation (GDPR))–ыг бас мөрддөг. Энэ нь токенжуулалтын платформ дотор өгөгдлийг удирдах болон хамгаалахад чухал нөлөө үзүүлдэг. Түүнчлэн ЕХ–ноос DLT туршилтын дүрмийг баталж 2023 оны 3 дугаар сараас хэрэгжүүлсэн. Энэ дүрэм нь тодорхой токенжуулсан санхүүгийн хэрэглүүрийг гаргах, арилжаалах, төлбөр тооцоо хийхэд DLT ашиглах туршилтыг зөвшөөрдөг.

3.2.3 Сингапур Улс

Сингапур Улсын Мөнгөний албаны хуульд заасны дагуу банк санхүү, хөрөнгийн зах зээл, даатгал, төлбөрийн салбарт зохицуулалт хийж,

¹⁸ https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/markets-financial-instruments-directive-ii_en

¹⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1114>

²⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32015L2366>

²¹ <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Glossary/UKPracticalLaw/13f4a4589e8db11e398db8b09b4f043e0?transition-Type=Default&contextData=%28sc.Default%29>

²² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32018L0843>

хяналт тавих чиг үүргийг Сингапурын Мөнгөний удирдах газар (Monetary Authority of Singapore (MAS)²³) гүйцэтгэдэг бөгөөд тус байгууллага нь 1971 байгуулагдсан.

Харин Үнэт цаас ба фьючерсийн тухай хууль (Securities and Futures act (SFA))²⁴–аар MAS–т токенжуулсан үнэт цаасны үйл ажиллагаанд хяналт, зохицуулалт тавих чиг үүргийг хамруулсан. Сингапурт токенжуулсан үнэт цаасанд хамаарах тусгай зохицуулалтын хууль дүрэм байхгүй. Иймээс MAS нь уламжлалт үнэт цаастай адил “ижил үйл ажиллагаа, ижил эрсдэл, ижил зохицуулалт” гэсэн зохицуулалтын зарчмуудыг токенжуулсан үнэт цаасанд ашиглахаас гадна үнэт цаасны токен гаргах талаар иж бүрэн удирдамж боловсруулсан. Энэ нь токенуудыг үйл ажиллагаанд нь үндэслэн үнэт цаасны токен, төлбөрийн токен, хэрэглээний токен гэсэн үндсэн гурван төрөлд хувааж, дижитал токеныг зохицуулах юм.

MAS нь Сэндбокс зохицуулалтын хүрээгээр дамжуулан инновацыг дэмжиж, финтекийн компаниудад хяналттай орчинд токенжуулсан үнэт цаасыг турших боломжийг олгодог. Энэ нь финтек компаниудад зохицуулалтын бүх стандартыг дагаж мөрдөхийг баталгаажуулж, хяналттай орчинд өөрсдийн шийдлээ туршиж үзэх боломжийг нээж өгсөн.

Сингапурын бирж (Singapore Exchange (SGX))²⁵ нь Сингапурт токенжуулсан үнэт цаасыг зохицуулах, хөгжүүлэхэд идэвхтэй оролцдог. SGX нь зах зээлийн үр ашиг, ил тод байдлыг нэмэгдүүлэхийн тулд Дижитал хөрөнгийн бирж дээр арилжаалагддаг токенжуулсан үнэт цаасыг SGX–ийн бүртгэлийн дүрэм болон MAS тогтоосон зохицуулалтын тогтолцоонд нийцэж

байгаа эсэхэд хяналт тавьдаг.

Хэрэв токен нь өмчлөл, өр эсвэл хөрөнгө оруулалтын ашиг сонирхлыг илэрхийлдэг бол түүнийг үнэт цаас гэж үзэх бөгөөд SFA болон Төлбөрийн үйлчилгээний тухай хууль (Payment Services Act (PSA))²⁶–ийг мөрдөнө.

PSA нь цахим мөнгө, дотоодын болон хил дамнасан төлбөр тооцоо, дижитал токен зэрэг төрөл бүрийн үйлчилгээний зохицуулалтын тогтолцоог бүрдүүлсэн. Тус хуулийн дагуу үйлчилгээ үзүүлэгчдэд тусгай зөвшөөрөлтэй байх ба мөнгө угаахтай тэмцэх, хэрэглэгчийн эрхийг хамгаалах стандартыг дагаж мөрдөх ёстой.

SFA нь Сингапурын үнэт цаас, фьючерс болон бусад санхүүгийн хэрэгслүүдийн зохицуулалтын тогтолцоог бүрдүүлсэн. Энэ нь үнэт цаас, түүний дотор токенжуулсан хөрөнгийг гаргах, арилжаалах харилцааг зохицуулдаг. SFA нь ил тод байдал, шударга ёс, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах шаардлагыг дагаж мөрдсөнийг баталгаажуулдаг. Мөн үүнд зуучлагчийн тусгай зөвшөөрөл, үүрэг, мөнгө угаахтай тэмцэх стандарт хамаарна.

3.2.4 Япон Улс

Япон Улсын Санхүүгийн үйлчилгээний агентлаг (Japan's Financial Services Agency (JFSA))²⁷ нь Санхүүгийн хэрэгсэл ба биржийн тухай хууль (Financial Instruments and Exchange Act (FIEA))–д заасны дагуу токенжуулсан үнэт цаасыг уламжлалт үнэт цаастай ижил түвшинд зохицуулж байна.

Японы виртуал ба крипто хөрөнгийн арилжаа эрхлэгчдийн холбоо (Japan Virtual and Crypto

²³ <https://www.mas.gov.sg/>

²⁴ <https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001>

²⁵ <https://www.sgx.com/>

²⁶ <https://sso.agc.gov.sg/Acts-Supp/2-2019/Published/20190220?DocDate=20190220>

²⁷ <https://www.investopedia.com/terms/f/financial-services-agency-fsa.asp>

Assets Exchange Association (JVCEA)²⁸ нь төрийн байгууллага биш ч, өөрийгөө зохицуулагч байгууллагын хувьд JFSA-тай нягт хамтран ажилладаг. JVCEA нь токенжуулсан үнэт цаастай харьцдаг биржүүдэд салбарын стандарт тогтоох, AML, хэрэглэгчийн эрхийг хамгаалах, зах зээлийн шударга байдлыг хангуулах шаардлагыг дагаж мөрдөхийг шаарддаг.

FIEA-д 2019 онд нэмэлт өөрчлөлт орсон. Тус хуульд заасны дагуу токенжуулсан үнэт цаасыг санхүүгийн хэрэглүүр гэж үзэж, ил тод болгох, тусгай зөвшөөрөл олгох, хөрөнгө оруулагчийг хамгаалах хатуу шаардлага тавьдаг. JFSA нь AML шаардлагыг дагаж мөрдөж байгаа эсэхэд мөн дижитал токентой харьцдаг криптовалюта бирж, платформуудын үйл ажиллагааг хянадаг.

Үүнээс гадна Төлбөрийн үйлчилгээний тухай хууль (Payment Services Act (PSA)²⁹)-аар Япон дахь төлбөрийн үйлчилгээ, виртуал валют, тэр дундаа токенжуулсан үнэт цаасны арилжааг зохицуулдаг. Энэ нь төлбөрийн үйлчилгээ үзүүлэгчдэд тусгай зөвшөөрөл олгох, мөнгө угаахтай тэмцэх, хэрэглэгчийн эрхийг хамгаалах стандартыг дагаж мөрдөж, санхүүгийн тогтвортой байдал, аюулгүй байдлыг хангахад оршино.

Япон Улсад санхүүгийн хэрэгслээ бүртгүүлэхгүй арилжаа хийсэн бол Санхүүгийн хэрэгсэл ба биржийн тухай хуулийн 197–2–т заасны дагуу 5 жил хүртэл хугацаагаар хорих, эсвэл 5 сая хүртэл иенээр торгох, эсхүл хоёулангаар нь шийтгэдэг болно.

3.2.5 Хонконг Улс

Хонконг Улсад Үнэт цаас, фьючерсийн хороо (The Securities and Futures Commission (SFC)³⁰) нь санхүүгийн зах зээлийг, түүн дотор дижитал

хөрөнгө, токенжуулсан үнэт цаасыг хянадаг. Харин дижитал валют, тогтвортой зоос зэрэг банк, төлбөрийн системийг Хонконгийн Мөнгөний газар (Hong Kong Monetary Authority (HKMA)³¹) хянаж зохицуулдаг.

2023 оны 11 дүгээр сард SFC нь токенжуулсан үнэт цаастай холбоотой үйл ажиллагаа эрхэлдэг зуучлагчдад зориулсан токенжуулсан үнэт цаасны болон хөрөнгө оруулалтын бүтээгдэхүүний талаар Үнэт цаас ба фьючерсийн захирамж (Securities and Futures Ordinance (SFO)³²) гаргасан.

SFO-ын дагуу SFC нь тусгай зөвшөөрөл олгох, ил тод болгох, хөрөнгө оруулагчийг хамгаалах шаардлагыг дагаж мөрдөхийг шаардах чиг үүрэгтэй. SFO нь DLT эсвэл бусад дижитал дэд бүтцийг ашиглан хөрөнгийн өмчлөх эсвэл эдийн засгийн эрхийн дижитал дүрслэлийг уламжлалт үнэт цаасны адил зохицуулахаар бүтэцлэсэн. Тиймээс токенжуулсан үнэт цаас санал болгож буй компаниуд бусад төрлийн үнэт цаасыг санал болгодог шиг SFO-ийн дагуу бүтээгдэхүүний зөвшөөрөл, тусгай зөвшөөрлийн шаардлагыг дагаж мөрдөх ёстой.

Мөн SFC нь криптовалют, токенжуулсан үнэт цаас зэрэг дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын тодорхой тогтолцоог бий болгох үүднээс виртуал хөрөнгийн талаарх удирдамж (Guidance on Virtual Assets (SFC))-ийг гаргасан. Энэхүү удирдамж нь 2023 оны 6 дугаар сараас хэрэгжиж эхэлсэн. Удирдамжид олон нийтэд санал болгох SFC-ийн зөвшөөрөлтэй хөрөнгө оруулалтын бүтээгдэхүүнийг токенжуулах, токенжуулсан үнэт цаасны түгээлт, маркетинг, жижиглэнгийн худалдаанд нэвтрэх эрх олгох, анхан шатны арилжаанд тавигдах шаардлага зэргийг тодорхойлсон.

²⁸ <https://jvcea.or.jp/>

²⁹ <https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3965/en>

³⁰ <https://www.sfc.hk/en/>

³¹ <https://www.hkma.gov.hk/eng/>

³² <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571!en.pdf>

Мөн SFC нь компаниудад технологид суурилсан үнэт цаасны бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг тодорхой зохицуулалт бүхий хяналттай орчинд турших боломжийг олгох үүднээс зохицуулалтын хамгаалагдсан хязгаарлагдмал орчныг нэвтрүүлсэн болно.

3.2.6 Монгол Улс

Монгол Улсын хөрөнгийн зах зээл дээр хүчин төгөлдөр мөрдөгдөж буй эрх зүйн актууд тухайлбал Иргэний хууль, Компанийн тухай хууль, Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль, Хөрөнгө оруулалтын тухай хууль, Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны тухай хууль, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль болон Санхүүгийн зохицуулах хорооноос баталсан Үнэт цаас гаргагчийн үйл ажиллагаатай холбоотой журам, Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаастай холбоотой журам, Биржийн бус зах зээлийн үйл ажиллагааны журам, болон холбоотой бусад нарийвчилсан хууль тогтоомжуудад үнэт цаасыг токенжуулах, токенжуулсан үнэт цаасыг бүртгэх, блокчейн технологиор дамжуулан арилжих, өмчлөх, хадгалах, төлбөр тооцоог гүйцэтгэх зэрэг харилцааг зохицуулсан зохицуулалт тусгагдаагүй болно.

Өнөөдөр Санхүүгийн зохицуулах хороонд бүртгэлтэй 12 виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч санхүүгийн зах зээл дээр үйл ажиллагаа эрхэлж байна. Эдгээр виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчээр дамжуулан 2024 оны 2 дугаар улирлын байдлаар 724 виртуал хөрөнгө арилжаалагдаж байгаагаас 6.2 хувь буюу 45 нь дотоодын, 93.8 хувь буюу 679 нь гадаадын виртуал хөрөнгө³³ байна.

Мөн Санхүүгийн зохицуулах хорооноос технологид суурилсан эрх зүйн зохицуулалт нь бүрдээгүй санхүүгийн шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг зах зээлд нэвтрэхээс өмнө өөрийн хяналт, зохицуулалт дор хязгаарлагдмал хүрээг

хамарсан бодит орчинд, тодорхой цаг хугацаанд турших боломжийг олгохоор Сэндбоксыг алба байгуулан даруй 3 жил ажиллаж байна.

Биржийн бус зах зээлийн блокчейн арилжааны систем нь 2023 оны 11 дүгээр сард сэндбоксын орчинд орсон. Биржийн бус зах зээлийн арилжаанд блокчейн системийг нэвтрүүлснээр үнэт цаасны анхдагч болон хоёрдогч зах зээлийн арилжаа, төлбөр тооцоог автоматаар, цагийн хязгаарлалтгүй 24/7 гүйцэтгэх боломж бүрдсэн байна. Биржийн бус зах зээлийн блокчейн арилжааны систем нь 2024 оны 4 дүгээр сараас эхлэн үйл ажиллагаагаа явуулж эхэлсэн. 2024 оны 3 дугаар улирлын байдлаар тус платформоор нийт 92,480 ширхэг үнэт цаас 9.3 тэрбум төгрөгөөр арилжаалагдсан. Бондын жигнэсэн дундаж хүү 21.5 хувьтай байна.

Азийн хөгжлийн банкны санхүүжилтээр хэрэгжүүлсэн Төлбөрийн системийн шинэчлэл төслийн хүрээнд Токен үйлчилгээний системийг Монголбанк нэвтрүүлээд байна. Энэ нь хэрэглэгчийн эзэмшиж буй төлбөрийн картын мэдээллийг токен болгон хувиргаж, тухайн токеныг бүртгэлжүүлэн хадгалж, тодорхой хугацаанд төлбөр тооцоонд ашиглах зориулалт бүхий систем юм.

Монголбанкны Ерөнхийлөгчийн 2023 оны А-91 дугаар тушаалаар Төлбөрийн системийн журам баталсан. Энэхүү журмын 1.22-т “Картын мэдээллийг токен буюу 16-19 орон бүхий тусгай кодоор орлуулах, тухайн токеныг картын мэдээллээр эргүүлэн солих нь токенжуулах үйлдэл байна”, 1.23-т “Төлбөрийн картын мэдээллийг токенжуулан, ПОС дээр биет бус төлбөрийн картаар төлбөр тооцоо хийх боломжийг олгож байгаа программ хангамжийг хариуцан ажиллуулж байгаа этгээд нь цахим хэтэвч байна.” гэж токенжуулалтын талаар тусгасан байна.

³³ <https://www.frc.mn/resources/Images/Document/202408/0Dbc6/Uruul-toim-2024.II-2024.08.16-last.pdf>

Эндээс харвал үнэт цаасыг токенжуулах хууль эрх зүйн зохицуулалт бүрдээгүй ч токенжуулах

дэд бүтэц, төлбөрийн зохицуулалтын суурь нөхцөл тавигдсан гэж үзэхээр байна.

IV. ЗАХ ЗЭЭЛД НЭВТЭРСЭН ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ БОДИТ ЖИШЭЭ

Үнэт цаасыг блокчэйн дээр цахим токен болгон хувиргах үйл явц сүүлийн үед маш хурдацтай явагдаж байна. Уламжлалт үнэт цаасыг токенжуулснаар үр ашиг, хүртээмж нэмэгддэг талаар өмнөх бүлгүүдэд дурдсан.

Энэ бүлэгт хөрөнгө босгох болон бусад зорилгод зориулж токенжуулсан үнэт цаас гаргасан бодит жишээнүүдийг өгүүлэх болно.

tZERO (TZROP)³⁴—tZero Group Inc нь блокчэйн технологи болон токенжуулсан хөрөнгө оруулалтын платформ бүхий бүртгэлтэй санхүүгийн үйлчилгээний компани юм. Тэрээр худалдаа, хөрөнгө оруулалтын үйлчилгээг санал болгох зорилгоор криптовалютын бирж хэлбэрээр байгуулагдсан. tZero Group Inc нь АНУ–

ын Үнэт цаасны тухай хуулийн 144–р дүрмийн дагуу 2018 оны 8 дугаар сард токенжуулсан үнэт цаас (TZROP) арилжаалахаа зарласан ба дэлхийн 1,000 гаруй хөрөнгө оруулагчдаас нийтдээ 134 сая ам.доллар татан төвлөрүүлсэн.

TZROP нь tZERO платформ дахь өмчийг төлөөлдөг. TZROP нь токен эзэмшигчдэд ногдол ашиг хүртээх, токенжуулсан хөрөнгийн ил тод, үр ашигтай зах зээлийг хангах, tZERO–ийн ирээдүйн өсөлтөд хувь нэмэр оруулах зорилготой. Энэхүү платформ нь уламжлалт болон дижитал үнэт цаасны арилжааг хөнгөвчлөх, дагаж мөрдөх, зохицуулалтын стандартыг баримталдаг. Түүний нэгжийн үнэ бирж дээр 3.0 ам.доллар байна.

Зураг 3. TZERO–ийн биржийн арилжаа



Эх үүсвэр: <https://www.google.com/finance/quote/TZROP:OTCMKTS>

³⁴ tZERO Official Website: tZERO.com

NYALA³⁵ – Берлинд төвтэй, NYALA нь санхүүгийн үйлчилгээ үзүүлэгч болон институциональ хөрөнгө оруулагчдад дижитал хөрөнгийн арилжаа, хүүгийн орлого олох, түгээхээс эхлээд токенжуулалтын бизнесийн үндсэн салбарт цахим хөрөнгийн бүтээгдэхүүний шийдэл, API үйлчилгээг санал болгодог. NYALA нь EX-

ны блокчейн дээр зохицуулалттай үнэт цаас гаргах зөвшөөрөлтэй. Герман Улсын Цахим үнэт цаасны тухай хууль болон Санхүүжилтийн ирээдүйн тухай хууль (Future of Financing act)–ийн дагуу 2023 онд компанийн хувьцаагаа токен болгосон. Уг токен нь INX бирж дээр идэвхтэй арилжаалагдаж байна.

Зураг 4. NYALA–ийн биржийн арилжаа



Эх үүсвэр: <https://www.google.com/finance/quote/NVDA:NASDAQ>

INX³⁶ – INX Limited компани нь INX биржээр дамжуулан хувьцааныхаа нэг хэсгийг 2020 оны 8 дугаар сард токенжуулж олон нийтийн сүлжээнд санал болгохоо зарлаж 2021 оны 7 дугаар сараас арилжаалагдаж эхэлснээр хөрөнгө оруулагчдад биржийн хувьцааг худалдаж авах боломж олгосон. INX нь санхүүгийн зах зээлд дижитал хөрөнгө оруулалт хийх, худалдаалах шинэ платформыг санал болгодог бөгөөд тус компани нь тусгай зөвшөөрөлтэй хөрөнгө оруулалтын платформ юм.

INX токен нь хөрөнгө оруулагчдад компанийн хувьцаа эсвэл эрхийн хөрөнгийг криптовалют

³⁵ <https://www.nyala.de/>

³⁶ <https://www.coingecko.com/en/coins/inx-token>

хэлбэрээр эзэмших боломжийг олгодог. INX токен нь хууль ёсны бөгөөд үүний үр дүнд хөрөнгө оруулагчид стандартын нэгж хөрөнгө, хувьцаа эсвэл бонд зэрэг бэлэн хөрөнгийн эзэмших эрхийг блокчэйн технологи ашиглан эзэмшинэ. INX Токеныг крипто арилжааны платформ дээрх арилжааны төлбөрийг төлөхөд ашиглаж болох ба төвлөрсөн болон төвлөрсөн бус бирж дээр арилжаалах боломжтой.

Ингэснээр 75 улсын 7,200 жижиглэнгийн болон институциональ хөрөнгө оруулагчдаас 85 сая ам.долларын хөрөнгө босгосон.

INX Tokenд төлсөн хамгийн өндөр үнэ 2023 оны 8 дугаар сарын 06-ны өдөр бүртгэгдсэн 0.83 ам.доллар бол төлсөн хамгийн бага үнэ нь 2024

оны 5 дугаар сарын 16-ны өдөр бүртгэгдсэн 0.0599 ам.доллар байна.

Зураг 5. INX-ийн биржийн арилжаа



Эх үүсвэр: <https://www.coingecko.com/en/coins/inx-token>

Siemens-ийн цахим бонд – Германы инженерийн компани Siemens нь зуучлагчдыг багасгаж, худалдан авагчдын хүрээг нэмэгдүүлэхээр Polygon олон нийтийн блокчэйн дээр анхны дижитал бондоо гаргасан. Siemens бонд нь эдийн засгийн өсөлт, тогтвортой хөгжлийн төслүүдийг санхүүжүүлэхээс гадна байгаль орчин, нийгмийн болон засаглалын үүрэг хариуцлагыг дэмжих зорилготой.

Siemens³⁷ бол төрөл бүрийн салбарт хамгийн сүүлийн үеийн технологи, инновацын бүтээгдэхүүн нийлүүлдгээрээ алдартай Германы үндэстэн дамнасан конгломерат юм. 1847 онд үүсгэн байгуулагдсан Siemens нь 200 гаруй оронд үйл ажиллагаа явуулж, Европ болон дэлхийн хамгийн том аж үйлдвэрийн компаниудын нэг болтлоо өргөжин тэлсээр байна.

2021 оны 6 дугаар сард Цахим үнэт цаасны тухай хууль (Gesetz über elektronische Wertpa-

piere Germany's (eWpG)) хэрэгжиж эхэлснээр Герман улсад блокчэйн суурилсан цахим бонд гаргах боломж бүрдсэн.

Цахим үнэт цаасны тухай хуулийн дагуу Siemens нэг жилийн хугацаатай 60 сая еврогийн (64 сая доллар) бонд гаргасан. Бондыг шууд хөрөнгө оруулагчдад банкны дансаар нь худалдсан. Өөрөөр хэлбэл Siemens нь Цахим үнэт цаасны тухай хуулийн шинэ боломжуудыг ашиглаж, үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн газруудыг оролцуулалгүйгээр үнэт цаасыг хөрөнгө оруулагчдад шууд худалдсан. Тус бонд нь цаасан дээр суурилсан гэрчилгээ, төвлөрсөн төлбөр тооцоо хийх мөн банк зуучлагчийн үүрэг гүйцэтгэх шаардлагагүйгээр хөрөнгө оруулагчдад шууд зарах боломж олгосон.

Ийнхүү цааснаас татгалзаж, үнэт цаас гаргалтыг олон нийтийн блокчэйн рүү шилжсэн үйл явц нь уламжлалт бонд гаргахаас хамаагүй хурдан бөгөөд үр дүнтэй гүйлгээ болж чаджээ.

³⁷ <https://press.siemens.com/global/en/pressrelease/siemens-issues-first-digital-bond-blockchain>

Тус бондод Hauck Aufhduser Lampe Privatbank AG ажилласан. DeKaBank, DZ Bank болон Юнион Инвестмент компаниуд хөрөнгө оруулсан болно.

Хонконгийн Засгийн газар токенжуулсан ногоон бонд – Хонконгийн Засгийн газар тогтвортой хөгжлийг дэмжиж, уур амьсгалын өөрчлөлттэй тэмцэх тууштай байдлаа харуулах, ногоон санхүүжилтийн нэмэгдүүлэх зорилгоор ногоон бонд гаргах ажлыг удирдан зохион байгуулна гэдгээ 2017 онд зарласан. Засгийн газар уг ногоон бондын хөтөлбөрийг (Government Green Bond Programme (“GGB Programme”)) 2018 онд эхлүүлнэ гэжээ.

Хонконгийг ногоон, тогтвортой санхүүгийн төв болгох байр суурийг улам бататгахын

тулд Хонконгийн Мөнгөний газар нь GSB хөтөлбөрийн хүрээнд Засгийн газар бонд гаргах ажлыг хэрэгжүүлэхэд тусалдаг.

Хонконгийн Засгийн газар хоёр жилийн хугацаатай, 4.05 хувийн өгөөжтэй, ам.доллар, евро, хонконг доллар, юан гэсэн 4 мөнгөн тэмдэгтээр 6 тэрбум орчим хонконг доллар (766.8 сая доллар)–ын үнэлгээтэй дижитал ногоон бондыг хотын тогтвортой, дижитал санхүүжилт рүү тэмүүлэх ажлыг өргөжүүлэхээр гаргажээ. Энэ нь дэлхийн анхны олон валюттай дижитал бонд бөгөөд 2023 оны 02 дугаар сарын 07–ны өдөр нээж олон нийтэд санал болгосон³⁸.

GGB Programme–ийн хүрээнд хэрэгжүүлж буй төслүүд:

Зураг 6. Ногоон бондын санхүүжилт



U.S. Treasury bond – DeFi дэд бүтцийн Swarm Markets нь Apple, Tesla–ийн хувьцаа болон АНУ–ын Төрийн сангийн бонд, ETF зэрэг хөрөнгийн арилжаа Polygon блокчэйн дээр

эхлүүлсэн. Эдгээр токенжуулсан үнэт цааснууд нь жижиглэнгийн хөрөнгө оруулагчид худалдан авах хүртээмжийг нэмэгдүүлсэн.

³⁸ <https://www.theasset.com/article/50904/hk-government-debuts-hk-6-billion-digitally-native-green-bonds>

Зураг 7. АНУ-ын Төрийн сангийн бондын биржийн арилжаа



Эх үүсвэр: <https://swarm.com/products/>

Тус бирж дээр АНУ-ын Төрийн сангийн бонд (U.S. Treasury bond)-ыг худалдах, худалдан авах арилжааг гүйцэтгэж байна. Төрийн сангийн бонд нь АНУ-ын Засгийн газраас гаргадаг урт хугацааны өрийн үнэт цаас бөгөөд түүний жилийн дундаж өгөөж нь 4.5 хувь юм. Тус токенжуулсан бонд нь эрсдэл багатай, АНУ-ын засгийн газрын дэмжлэгтэй, Олон улсын үнэт цаасыг таних дугаарын /ISIN/ стандартад нийцсэн, ил тод, аюулгүй байдал болон зохицуулалтын нөхцөл шаардлагыг хангасан, бүртгэгдсэн болно³⁹.

Түүнийг санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдлыг хадгалах, инфляцыг хянах, мөн эрсдэлээс хамгаалах хэрэгслийг санхүүжүүлэхэд ашиглагддаг.

³⁹ <https://swarm.com/products/>

⁴⁰ <https://focus.mn/n/3cl>

ICTG токен – Монголын “АйСиТи Групп” ХК нь 2022 онд 195.4 тэрбум төгрөгийн зах зээлийн үнэлгээтэй, дата центр, газар зүйн мэдээллийн систем, блокчэйн платформ, үүлэн технологи зэрэг суурь дэд бүтцийг бие даан хөгжүүлдэг Монголын мэдээлэл технологийн тэргүүлэх компаниудын нэг юм.

“АйСиТи групп” ХК өөрийн нийт хувьцааны 10 хувьтай тэнцэх хэмжээний токенжуулсан хувьцааг хөрөнгө оруулагчдад нэг бүр нь 130 төгрөгийн үнэтэйгээр www.trade.mn крипто биржид бүртгүүлэн 2021 оны 5 дугаар сарын 24-ний өдөр арилжаалсан⁴⁰.

Зураг 8. ICTG токен



Эх үүсвэр: <https://www.ictgroup.mn/ictg-token>

Токений суурь болох “АйСиТи групп” ХК-ийн хувьцаа нь Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн төвд бүртгэлтэй.

1 ширхэг ICTG токен нь “АйСиТи Групп” ХК-ийн 1 ширхэг хувьцаанд хөрвөх ба токен эзэмшигч

хүсэлт гарган токеноо хувьцаанд хөрвүүлж, Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн төвд “АйСиТи Групп” ХК-ийн хувьцаа эзэмшигчээр бүртгүүлэх боломжтой⁴¹ ба trade.mn бирж дээр токен хэлбэрээр арилжааж болно⁴².

Зураг 9. ICTG токены арилжаа



Эх үүсвэр: www.trade.mn

⁴¹ <https://www.trade.mn/asset/ICTG/>

⁴² <https://www.facebook.com/groups/808260846489194/>

ICTG токены ханш 2024 оны 10 дугаар сард 30.10 төгрөг болж анхны санал болгосон үнээс

даруй 4 дахин унажээ.

V. ХУУЛЬ ТОГТООМЖИЙН ХЭРЭГЖИЛТ ХАНГААГҮЙ ТОКЕНЖУУЛСАН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЖИШЭЭ

Энэхүү судалгаанд сонгон судалсан орнуудын хувьд токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалтад уламжлалт үнэт цаасны зах зээл дээр мөрдөж буй зохицуулалтыг өргөн ашиглаж байна.

Тэгэхээр энэ бүлэгт хууль тогтоомжоор хүлээсэн нөхцөл шаардлагыг хангуулахаар авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээний талаар зарим жишээг авч үзэх болно.

Kin токен—Kik Interactive компаниас өргөн хэрэглээний дижитал валют байж, хэрэглэгчдийн оролцоог нэмэгдүүлэхийг зорьж Kin токен гаргасан. Kin токены төслийн гол санаа нь хэрэглэгчдийн үйл ажиллагааг (жишээ нь, контент бүтээх, харилцан үйлчлэл хийх, апп хэрэглэх) урамшуулахад оршсон.

SEC 2019 оны 6 дугаар сарын 04-ний өдөр Нью-Йоркийн өмнөд дүүргийн шүүхэд Kik Interactive Inc нь АНУ-ын үнэт цаасны тухай хууль тогтоомжид заасныг зөрчин токенжуулсан үнэт цаасыг бүртгүүлэхгүйгээр АНУ-ын хөрөнгө оруулагчдад санал болгож худалдсан гэх хэргийг мэдүүлсэн.

SEC-ийн гомдолд Kik өөрийн цорын ганц бүтээгдэхүүн болох цахим мессежийн аппликейшнд олон жилийн турш мөнгө алдсан бөгөөд компанийн удирдлага 2017 онд мөнгөгүй болно гэж дотооддоо таамаглаж байсан. Гэтэл 2017 оны эхээр компани нь тодорхой нэг

бүтээгдэхүүн рүү шилжихийг хичээж нэг их наяд дижитал токен борлуулах замаар санхүүжилт босгосон. Түүнчлэн Kik “Kin” токenuудаа олон нийтэд, мөн чинээлэг худалдан авагчдад хөнгөлөлттэй үнээр зарж, АНУ-ын хөрөнгө оруулагчдаас 55 сая гаруй ам.доллар татан төвлөрүүлсэн гэж дурджээ.

Үүний хариуд “Kik Interactive” Inc зүгээс токен гаргаж татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөр Kin гүйлгээний шинэ үйлчилгээний программ хөгжүүлэх, урамшуулах систем бий болгохоор төлөвлөсөн гэж мэдэгдсэн.

Харин SEC-ийн зүгээс “Kik Interactive” Inc нь Kin токеноо санал болгон зарж байх үед дээр дурдсан үйлчилгээ системд нь байгаагүй, энэ үйлдэл бол үнэт цаасны гүйлгээтэй холбоотой тул АНУ-ын Үнэт цаасны тухай хуулийн 5 дугаар хэсгийн бүртгэлийн шаардлагыг⁴³ зөрчсөн гэж буруутгасан.

Шүүх 2020 оны 9 дүгээр сарын 30-ны өдөр SEC-ийн гаргасан гомдлыг зөвшөөрч, маргаангүй баримтуудаар Kik нь холбооны үнэт цаасны хууль тогтоомжийг зөрчсөн болохыг тогтоов.

Kik-ийг АНУ-ын Үнэт цаасны тухай хуулийн 5(а) ба 5(с) хэсгийн бүртгэлийн заалтыг зөрчсөн тул хуулийн хэрэгжилтийг хангуулахыг үүрэг болгож, улмаар 5 сая ам.долларын торгууль оногдуулсан⁴⁴.

⁴³ Үнэт цаасны тухай хуулийн 5-р хэсгийн дагуу бүх үнэт цаас гаргагчид Үнэт цаас, биржийн хороонд (SEC) чөлөөлөгдөхгүй үнэт цаасыг бүртгүүлэх ёстой. 5-р хэсэг нь үнэт цаасыг худалдах санал болгож буй үнэт цаас гаргагчдад зориулсан хугацаа, түгээлтийн үйл явцыг зохицуулдаг.

⁴⁴ <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-262>

Grams токен – 2019 оны 10 дугаар сарын 11–ний өдөр “Telegram Group” Inc TON платформоор “Grams” токеныг олон нийтэд санал болгож хөрөнгө татсан.

Grams–ийн үндсэн зорилго нь блокчейн дээрх хурдтай, найдвартай гүйлгээ хийх дистрибуцийн системийг бүрдүүлэх байв. Ингэхдээ Telegram–ийн олон хэрэглэгчдийг түшиглэн Grams–ийн хэрэглээг өргөжүүлж, криптовалюта болон блокчейн технологийг хэрэглэгчдэд илүү хүртээмжтэй болгох зорилготой байсан. Grams–ийн төслийг 2018 онд эхлүүлсэн ч, SEC–ээс бүхэлд нь зогсоосон.

SEC Telegram–ын санал болгож буй токenuудыг хууль бус гэж үзсэн бөгөөд Grams–ийг “нэгэн төрлийн үнэт цаас” гэж тооцож, Telegram–ыг зах зээлийн зохицуулалтыг зөрчиж байна гэж мэдэгдсэн.

SEC–ийн мэдүүлэгт “Telegram Group” Inc нь 2018 оны 01 дүгээр сард өөрийн блокчейн болох “Telegram Open Network”, “TON Blockchain”–ээр гар утасны Telegram Messenger программыг хөгжүүлэх зорилгоор анхдагч арилжаагаараа дэлхий даяар 171 хөрөнгө оруулагчдад ойролцоогоор 2.9 тэрбум “Grams” токен зарж санхүүжилт босгосон гэжээ⁴⁵.

2020 оны 3 дугаар сарын 24–ний өдөр Нью–Йоркийн өмнөд дүүргийн шүүх “Grams”–ийн гүйлгээг хориглосон захирамж гаргасан.

Шүүхээс “Telegram Group” Inc–г Үнэт цаасны тухай хуулийн 5(а) ба 5(в) хэсгийн бүртгэлийн заалтыг зөрчсөн гэж үзсэн ба хууль бусаар «Grams» токен худалдсанаас олсон 1,224,000,000 ам.долларыг анхны токен худалдан авагчдад буцаан төлөх ба 18,500,000 ам.долларын иргэний торгууль ногдуулсан⁴⁶.

ICTG токен – Монголын “АйСиТи Групп” ХК–ны ICTG токен нь трэйд крипто бирж дээр токенжуулсан үнэт цаас хэлбэрээр арилжаалагдаж байгаа талаар энэхүү судалгааны гуравдугаар бүлэгт дурдсан билээ. Энэ токенжуулсан үнэт цаас нь виртуал хөрөнгө болон үнэт цаасны аль алийн шинж чанарыг агуулж байгаа ч Үнэт цаасны тухай хуульд зааснаар санхүүгийн хэрэгсэл гэж тооцогдох боломжгүй юм. Одоогоор тус токены үйл ажиллагаанд Санхүүгийн зохицуулах хорооноос ямар нэгэн арга хэмжээ аваагүй байна.

BitConnect – BitConnect⁴⁷ нь 2016 онд нээгдсэн криптовалютын хөрөнгө оруулалтын платформ юм. Тус платформ дээр худалдаж авах, арилжаалах, хадгалах боломжтой BitConnect–ийн өмчийн цахим BitConnect койн (BCC) гаргаж олон нийтээс хөрөнгө татсан.

Ингэхдээ хэрэглэгчид BitConnect–ийн платформ дээр тодорхой хэмжээний койныг хадгалж, өндөр өгөөжтэй «хүү»(имэйлээр 40–60 хувийн хүүгийн өгөөжтэй гэж зарласан) авна гэж амласан ба энэ нь зөвхөн BTC–оор хийгдсэн гүйлгээнүүдэд хамаарна гэжээ.

BTC–ийн гол амлалт нь “маш өндөр өгөөжтэй хүү”–г олон хэрэглэгчдэд санал болгосон. Тэд криптовалютын гүйлгээ хийх, хөрөнгө оруулах замаар өндөр ашиг олно гэж амласан хэрэглэгчид BitConnect–ийн платформд мөнгө байршуулж, өдөр тутмын болон сарын хүү авч байсан. Гэвч энэ нь олон талаараа хуурамч байсан. Учир нь шинэ гишүүдийг хөтлөн оролцуулж, тэдгээрийн хөрөнгийг эргүүлэн ашиглах замаар үйл ажиллагаа нь үргэлжилдэг байв.

Үүнийг эдийн засагт «Ponzi схем» гэж нэрлэдэг.

⁴⁵ <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-146>

⁴⁶ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-146>

⁴⁷ <https://www.sec.gov/enforcement-litigation/litigation-releases/lr-25286>

2017 оны 1 дүгээр сард BitConnect-ийн үнэ өсөж, олон хүмүүс хөрөнгө оруулалт хийсэн ч 2017 оны 12 дугаар сарын 31-ний өдөр BitConnect платформ хаагдсан. Энэ үеэс BitConnect нь олон улсын хөрөнгө оруулагчдын хувьд «Понзи схем» гэж тодорхойлоход хүргэсэн. Ингэж зарласны дараа BitConnect Coin (BCC)-ийн үнэ огцом унаж, олон мянган хэрэглэгч хохиров.

SEC-ээс шалгалт хийж тус койныг бүтээгчид нь залилангийн хэргээр буруутгагдсан. Зохицуулах байгууллагын зүгээс үүнийг “Понзи схем” гэж тэмдэглэсэн.

Түүнчлэн SEC-ээс Үнэт цаасны тухай хуулийн 5(a) болон 5(c) хэсгийн болон Үнэт цаасны биржийн тухай хуулийн 15(a) хэсгийн бүртгэлийн заалт, Үнэт цаасны тухай хуулийн 17(a) хэсэг, Үнэт цаасны биржийн тухай хуулийн 10(b) хэсэг болон үүнтэй холбоотой дүрмийн

10b-5 дахь залилангийн эсрэг заалтуудыг зөрчсөн төдийгүй хөрөнгө оруулагчдын цахим үнэт цаас авах шийдвэрт шууд болон шууд бусаар оролцсон гэж буруутгасан.

Үүсгэн байгуулагч Гленн Аркаро нь 2021 оны 9 дүгээр сард бусадтай хуйвалдан BCC-ыг ашигтай хөрөнгө оруулалт болгон хөрөнгө оруулагчдыг төөрөгдүүлэн хууран мэхлэх замаар хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг татаж хөрөнгө татсан гэм буруугаа хүлээн зөвшөөрсөн.

Холбооны шүүхээс дэлхий даяарх хөрөнгө оруулагчдыг залилан мэхэлсэн гэж Гленн Аркарог 40 гаруй орны 800 орчим хохирогчдод нөхөн төлбөр болгон 17,646,801 ам.доллар төлөх ба 2022 оны 9 дүгээр сард 38 сарын хугацаатай хорих ялаар шийтгэсэн.

VI. ДҮГНЭЛТ

Блокчэйд суурилсан токенжуулсан үнэт цаас хөгжиж, үнэт цаасны зах зээлийн салшгүй хэсэг болж, үнэт цаас гаргагчдад ашиг тусаа өгч эхлээд байна.

Үнэт цаасыг токенжуулах гэдэг нь хөрөнгийн өмчлөх эрхийг гинжин крипто токен болгон хувиргах үйл явцыг хэлнэ. Энэ нь өөрийн хөрөнгө, бонд, хөрөнгө оруулалтын сан, компанийн хувьцаа гэх мэт янз бүрийн төрлийн санхүүгийн хөрөнгийг төлөөлж болно.

Хөрөнгийн эзэмшлийг блокчейн дээр бүртгэснээр токенжуулсан үнэт цаас нь бодит цагийн төлбөр тооцоо хийх боломжийг олгож, үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн газар гэх мэт зуучлагчдын хэрэгцээг арилгадаг. Токенжуулсан үнэт цаасыг хэсэгчлэн хувааж болох бөгөөд энэ нь хөрөнгө оруулагчид

хөрөнгийн өмчийн багахан хэсгийг ч худалдаж авах, зарах боломжтой болгосон.

Түүнчлэн токенжуулсан үнэт цаасыг дэлхий даяар 24 цагийн турш арилжаалдгийн ачаар түүний хөрвөх чадвар сайжрах, хэсэгчилсэн өмчлөх замаар илүү их хөрөнгө оруулагчдыг татаж хүртээмж нэмэгдэх, мөн мэдээллийн ил тод байдал нь хөрөнгийн зах зээлд оролцогчдын зах зээлд итгэх итгэлцлийг нэмэгдүүлэх, санхүүгийн тунгалаг системийг бүрдүүлж эрсдэлийг бууруулах чухал алхмыг бүрдүүлж байна. Блокчейн технолог дээрх ухаалаг гэрээг нь дагаж мөрдөх хууль тогтоомжийг автоматжуулж баталгаажуулдаг ба захиргааны ажлыг оновчтой болгож, төлбөр тооцооны хугацааг богиносгож чадсанаар зардлыг бууруулдаг.

2030 он гэхэд үнэт цаас болон бусад хөрөнгийг токенжуулах нь хөрөнгийн төрөл бүрийн ангиллын уламжлалт гүйлгээний аргуудыг тасалдуулж, шинээр бий болгож, өргөн хүрээний хөрөнгө оруулагчдад, ялангуяа жижиглэнгийн үйлчилгээнүүдэд илүү хүртээмжтэй болгох боломжтой гэж үзэж байна.

Токенжуулсан үнэт цаас гарах, түүнд хөрөнгө оруулах хөрөнгө оруулагчдын урсгал улам бүр нэмэгдэх хандлагатай байгаа тул улс оруудын зохицуулагч байгууллагууд токенжуулсан үнэт цаасны боломжит ашиг тусыг хүлээн зөвшөөрч, хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалахын зэрэгцээ салбарын инновац, өсөлтийг дэмжих зохицуулалтыг бүрдүүлэн ажиллаж байна.

Одоогоор токенжуулсан үнэт цаасыг ангилах, тодорхойлох дэлхийн нэгдсэн ангилал зүй болон токенжуулсан үнэт цаасыг санал болгох олон улсын түвшинд нийтээр хүлээн зөвшөөрөгдсөн нэгдсэн зохицуулалтын тогтолцоо байхгүй болно.

АНУ–д SEC нь токенжуулсан үнэт цаасны зохицуулалтад уламжлалт үнэт цаасны хууль тогтоомжийг дагаж мөрдөхийг шаарддаг ба блокчэйн суурилсан үнэт цаасны тусгай дүрэм хараахан гараагүй. Энэ нь компаниуд одоо мөрдөж байгаа зохицуулалтад нийцүүлэн токенжуулсан бодит хөрөнгийг зохион байгуулах ёстой гэсэн үг юм. Сүүлийн үед SEC эдгээр хөрөнгөтэй харьцдаг бирж, брокеруудыг зохих ёсоор бүртгүүлэхэд анхаарч байна.

ЕХ–ны хувьд зохицуулалтын арга барил нь илүү хуваагдмал, улс бүр өөрийн гэсэн дүрэмтэй байдаг ч MiCA–аас холбогдох удирдамжийг гаргаж бүх гишүүн орнуудад криптогийн зохицуулалтыг стандартчилахаар ажиллаж байна. MiCA–аас тусгай зөвшөөрөл авсан бол ЕХ–ны аль ч гишүүн улсад үйл ажиллагаа явуулах боломжтой.

Сингапур, Хонконг зэрэг улсууд тодорхой удирдамж гаргаж, токенжуулалтыг илүү дэмжиж байгаа бол Япон Улс хууль эрх зүйн орчингоо хөгжүүлсээр байна.

Ийнхүү зах зээлд гарах токенжуулсан үнэт цаас нь үнэт цаасны холбогдох хууль тогтоомжийн нөхцөл шаардлагыг хангаж, биржид бүртгэлтэй, зөвшөөрөл авсан байх ёстой. Түүнчлэн хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах, AML болон KYC–ийн тухайлбал, харилцагчдыг шалгах үүргээ биелүүлэх, мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэх эрсдэлд үнэлэлт дүгнэлт өгөх, илрүүлсэн аливаа сэжигтэй үйл ажиллагааг мэдээлэх зэрэг шаардлагад нийцүүлж ажиллана. Хэрэв хууль тогтоомжийн шаардлагыг хангаагүй бол өндөр дүнтэй торгууль оногдуулах, үйл ажиллагааг зогсоох, хорих хүртэл арга хэмжээ авдаг.

Хөрөнгө оруулагчдын хувьд токенжуулсан үнэт цаас худалдаж авахад тусгай зөвшөөрөлтэй байх шаардлагагүй ч токенжуулсан үнэт цаасны бүтэц, зорилго, санал болгож буй төрлөөс хамааран хязгаарлагдмал хэмжээний хөрөнгө оруулагч худалдаж авах эрхтэй байж болно.

Монгол Улсын хувьд өнөөдөр токенжуулсан үнэт цаасны харилцааг зохицуулсан эрх зүйн орчин бүрдээгүй ч токен үйлчилгээний систем бий болж, Төлбөрийн системийн журам батлагдсан бөгөөд блокчэйн систем дээр бондын хоёрдогч зах зээлийн арилжаа амжилттай хийгдсэн зэргээс үзвэл токенжуулсан үнэт цаас санхүүгийн зах зээлд түрэн орж ирэх нь цаг хугацааны асуудал болсныг илтгэж байна.

Токенжуулсан үнэт цаасны зах зээл хурдацтай хөгжиж санхүүгийн салбарт шинэ боломжууд бүрдэж байна. Зохицуулалтын тодорхой хүрээ тогтоох нь хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах, зах зээлийн бүрэн бүтэн байдлыг хадгалахад чухал юм.

Иймд энэхүү судалгаанд үндэслэн дараах саналыг дэвшүүлж байна. Үүнд:

- уламжлалт үнэт цаасны хөрвөх чадварыг сайжруулах, хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлэхийн тулд токентжуулсан үнэт цаасыг санхүүгийн хэрэгсэлд хамруулж эрх зүйн зохицуулалтыг бүрдүүлэх;
- токентжуулсан үнэт цаасыг сэндбокс зохицуулалтын орчинд турших боломжийг бодлогоор дэмжих, үнэт цаас гаргагчдад таниулах;
- олон улсын зохицуулалтын байгууллагуудын хамтын ажиллагааг өргөжүүлэх, мэдээлэл солилцох

боломжийг нэмэгдүүлэх, туршлага судлах;

- токентжуулсан үнэт цаасны талаар мэдлэгийг хөрөнгө оруулагчдад өгөх;
- зохицуулагч байгууллагын албан хаагчдын техникийн мэдлэг, ур чадварыг нэмэгдүүлэх;
- токентжуулалтын экосистемийн хэвийн үйл ажиллагааг хангах харилцан ажиллах систем, стандартыг бий болгох.

Энэ зах зээлийг хөгжүүлэхэд зах зээлд оролцогч болон зохицуулагч талууд хамтын ажиллагаа чухал гэж үзэж байна.

VII. АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ

- U Ledger Insights. “BCG, ADDX estimate asset tokenization to reach \$16 trillion by 2030.” 2022. Available at: <https://www.ledgerinsights.com/bcg-addx-estimate-asset-tokenization-to-reach-16-trillion-by-2030/>
- Medium. “Asset tokenization: a market estimated at \$68,000 billion by 2030” 2024. Available at: <https://medium.com/realtplatform/asset-tokenization-a-market-estimated-at-68-000-billion-by-2030-d02d2275d194>
- Монгол Улсын хууль. “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай.” 2013. Эх үүсвэр: <https://legalinfo.mn/mn>
- Government bonds. “Government Sustainable Bond Programme” Available at: <https://www.hkgb.gov.hk/en/greenbond/greenbondintroduction.html>
- NYALA. “Raise more funds and increase your distribution power with digital assets” Available at: <https://www.nyala.de/en/>
- Board of Governors. “Tokenized Assets on Public Blockchains: How Transparent is the Blockchain?” 2024. Available at: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/tokenized-assets-on-public-blockchains-how-transparent-is-the-blockchain-20240403.html>
- Business Research. “TOKENIZED SECURITIES MARKET REPORT OVERVIEW” 2024. Available at: <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/tokenized-securities-market-103933>
- SEC Official Website: <https://www.sec.gov/>
- FINRA Official Website: <https://www.finra.org/>
- CFTC Official Website: <https://www.cftc.gov/>
- ESMA Official Website: <https://www.esma.europa.eu/>
- FRC Official Website: <https://frc.mn>
- MSE Official Website: <https://mse.mn/mn/aboutus>
- Securities and Exchange Commission “Securities act of 1933” Available at: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>
- U.S. Supreme Court. “Certiorari to the circuit court of appeals” 1946. Available at: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>
- National archives. “Code of Federal Regulations” 2024. Available at: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR68d879261fb42fb>
- Legal nodes “The EU Markets in Crypto-Assets (MiCA) Regulation Explained” 2024. Available at: <https://legalnodes.com/article/mica-regulation-explained>
- European Banking Authority Official Website: <https://www.eba.europa.eu/homepage>

- European Commission “Implementing and delegated acts – MiFID II” 2014. Available at: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/markets-financial-instruments-directive-ii_en
- The European Union. “Regulation (EU) 2023/1114 of the European parliament and of the Council of 31 may 2023” Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX-:32023R1114>
- The European Union. “Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market” Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32015L2366>
- Practical law. “Market abuse” Available at: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Glossary/UK-PracticalLaw/I3f4a4589e8db11e398db8b09b4f043e0?transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29>
- MAS Official Website: <https://www.mas.gov.sg/>
- Singapore Statutes Online. “Securities and Futures Act 2001” Available at: <https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001>
- Singapore Exchange Official Website: <https://www.sgx.com/>
- SFC Official Website: <https://www.sfc.hk/en/>
- HKMA Official Website: <https://www.hkma.gov.hk/eng/>
- Securities and Futures Ordinance. Available at: <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571!en.pdf>
- Санхүүгийн зохицуулах хороо. “Санхүүгийн салбарын тойм” 2024. Available at: <https://www.frc.mn/resources/Images/Document/202408/ODbc6/Urult-toim-2024.II-2024.08.16-last.pdf>
- Арилжаа эрхлэгчдийн холбоо. “Биржийн бус зах зээлийн тойм” Available at: <http://admin.masd.mn/storage/books/BBZZ%20toim%201.pdf>
- Trade.mn. “ICT security token” Available at: <https://www.trade.mn/asset/ICTG/>
- Азийн хөгжлийн банкны хүрээлэн “Блокчейн ба токенизацид үнэт цаас: Ногоон санхүүжилт татах боломж” судалгаанд: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/566271/adb-wp1079.pdf>