

# 11 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙГ ХӨГЖҮҮЛЭХЭД ТУЛГАМДАЖ БУЙ АСУУДАЛ, ТҮҮНИЙГ ШИЙДВЭРЛЭХ АРГА ЗАМ

Х.Нинжбадгар

## ХУРААНГУЙ

Дэлхийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн (дериватив) зах зээл нь МЭӨ 1792–1750 онд үүсэж, 1991 онд АНУ–ын биржийн бус зах зээл дээр албан ёсоор арилжаалагдаж эхэлснээс хойш тасралтгүй хөгжиж байна. 2008 оны санхүүгийн хямралын үед зохицуулалтгүй биржийн бус зах зээлд деривативын арилжаанаас үүдэн системийн эрсдэл үүсэж, дэлхийн санхүүгийн тогтвортой байдалд хүндрэл гарсан тул Их 20–н бүлэг (G20) болон Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллагаас (IOSCO) уг зах зээлийг зохицуулах олон улсын стандарт, зарчмуудыг баталсан байна. Үүний үр дүнд 2024 оны байдлаар бирж дээрх деривативын зах зээлийн үнэлгээ 87.6 их наяд ам.долларт, ОТС деривативын нэрлэсэн дүн 729.8 их наяд ам.долларт хүрчээ.

Энэ судалгаагаар үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн олон улсын зохицуулалтын орчин, IOSCO–гийн зарчим, стандарт, зөвлөмж болон Энэтхэг, Вьетнам, Казакстан зэрэг орны үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн үүсэл, хөгжил, өнөөгийн нөхцөл байдал, зохицуулалтын орчны туршлагыг судаллаа. Монгол Улсын хувьд хөрөнгийн зах зээл сүүлийн жилүүдэд эрчимтэй өсөж ДНБ–ний 16.3 хувьд хүрсэн бөгөөд үүсмэл санхүүгийн зах зээлийг хөгжүүлснээр уул уурхайгаас хэт хамаарлыг бууруулах, түүхий эдийн үнийн савлагааг тогтворжуулах, эрсдэлийг удирдах болон хөрөнгө оруулалтын өгөөжийг нэмэгдүүлэх боломжтой гэж үзэж байна.

**Түлхүүр үгс:** Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл, биржийн бус зах зээл (ОТС), биржээр арилжигддаг деривативууд (ETD).

**JEL ангилал:** G18, G23, G24

<sup>1</sup> СЗХ, ЗЗСХГ, Ахлах мэргэжилтэн, ninjbadgar@frc.mn

# АГУУЛГА

I.	УДИРТГАЛ .....	328
II.	ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛ .....	329
2.1	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн үүсэл хөгжил .....	329
2.2	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн төрөл, хэлбэр .....	332
2.3	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн үүрэг .....	335
2.4	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцогчид .....	336
III.	ОЛОН УЛСЫН ТУРШЛАГА БА ЗОХИЦУУЛАЛТЫН ОРЧИН .....	336
3.1	Дэлхийн үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн өнөөгийн байдал .....	336
3.2	Олон улсын стандарт, зохицуулалтын арга хэмжээ .....	340
3.3	Энэтхэг Улс .....	348
3.4	Вьетнам Улс .....	354
3.5	Казакстан Улс .....	354
IV.	МОНГОЛ УЛСЫН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ .....	356
4.1	Хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил .....	356
4.2	Үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн өнөөгийн байдал, хууль эрх зүйн орчин .....	357
4.3	Хөрөнгийн зах зээлийн идэвх, зах зээлд оролцогчид .....	360
4.4	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийг хөгжүүлэхэд тулгарч буй сорилтууд .....	361
	ДҮГНЭЛТ, ЗӨВЛӨМЖ .....	363
	АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ .....	366

## ХҮСНЭГТ, ЗУРГИЙН ЖАГСААЛТ

Хүснэгт 1.	Дэлхийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн үүсэл, хөгжил .....	329
Хүснэгт 2.	Биржээр арилжаалагдсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл /их наяд ам.доллар/ .....	337
Хүснэгт 3.	Зохицуулалтын үндсэн зарчим .....	343
Хүснэгт 4.	Зөвлөмжийн хураангуй .....	345
Хүснэгт 5.	Энэтхэг Улсын биржийн болон биржийн бус деривативын ялгаа .....	350
Хүснэгт 6.	SEBI-д бүртгэлтэй хөрөнгийн биржүүд .....	351
Зураг 1.	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээний төрөл .....	333
Зураг 2.	Форвард гэрээний позиц .....	334
Зураг 3.	Фьючерсийн гэрээний маржин шаардлага .....	334
Зураг 4.	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцогчид .....	336
Зураг 5.	Биржийн зах зээлд арилжаалагдсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл /их наяд ам.доллар/ .....	337
Зураг 6.	Биржийн арилжаа бүс нутгаар /их наяд ам.доллар/ .....	338
Зураг 7.	OTC деривативын нэрлэсэн дүн /их наяд ам.доллар/ .....	338
Зураг 8.	OTC деривативын зах зээлийн үнэлгээ /их наяд ам.доллар/ .....	339
Зураг 9.	Биржийн зах зээлд арилжаалагдсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэлд эзлэх зээлийн хувь .....	340
Зураг 10.	2008–2016 оны дэлхийн OTC деривативын нэрлэсэн дүн, зах зээлийн үнэлгээ .....	341
Зураг 11.	FSB-ийн гишүүн орнуудын хууль эрх зүйн шинэчлэлийн хэрэгжилт .....	342
Зураг 12.	Энэтхэг Улсын эдийн засгийн өсөлт .....	349
Зураг 13.	Энэтхэг Улсын хувьцааны биржийн дериватив (equity ETD) өсөлт ...	352
Зураг 14.	Санхүүгийн хэрэгсэл, түүний төрлүүд .....	358
Зураг 15.	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаа .....	358
Зураг 16.	Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцогч .....	359
Зураг 17.	Арилжаанд оролцогчдын эзлэх хувь .....	360

## I. УДИРТГАЛ

Дэлхийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн (дериватив) арилжаа нь анх МЭӨ 1792–1750 оны үед үүсэж, 1991 онд АНУ–ын биржийн бус зах зээл (ОТС) дээр үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалж эхэлснээр үүсмэл санхүүгийн зах зээл тасралтгүй хөгжсөөр иржээ. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь биржийн болон ОТС дээр арилжаалагддаг бөгөөд 2008 оны дэлхийн санхүүгийн хямралын үед дэлхийн ОТС деривативын нэрлэсэн дүн (notional amount) 598 их наяд ам.доллар, зах зээлийн үнэлгээ (market value) 35 их наяд ам.доллар байв. 2008 онд ОТС деривативын арилжаа зохицуулалтгүй явагдаж байснаас үүдэн системийн эрсдэлийг бий болгож, санхүүгийн зах зээлд хүнд сорилт тулгарсан. G20 бүлгийн орнуудын зүгээс зохицуулалтын орчныг бий болгох зорилгоор ОТС деривативын арилжааны стандартыг баталж гишүүн орнуудад биелүүлэх үүрэг хүлээлгэв. Мөн Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага (IOSCO) биржийн болон ОТС дээрх үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаатай холбогдох зөвлөмж, стандарт, зарчмуудыг боловсруулан гаргасан байна. Эдгээр зохицуулалтын үр дүнд 2024 оны байдлаар дэлхийн 50 гаруй томоохон бирж дээрх үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн нийт зах зээлийн үнэлгээ 87.6 их наяд ам.долларт хүрсэн бол ОТС деривативын нэрлэсэн дүн 729.8 их наяд ам.доллороор хэмжигдэж байгаа нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийн өсөлт, дэлхийн санхүүгийн системд

чухал байр суурийг илтгэн харуулж байна.

Энэхүү судалгаагаар Монгол Улсад үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийг нэвтрүүлэхэд тулгамдаж буй асуудлыг тодорхойлж, IOSCO–оос гаргасан биржийн болон ОТС деривативын зарчим, стандарт, зөвлөмжийг судлав. Мөн олон улсын туршлагыг судлахдаа сүүлийн жилүүдэд үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн хөгжлөөр дэлхийд тэргүүлж буй Энэтхэг Улс, 2017 онд анхны үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг зах зээлд амжилттай нэвтрүүлсэн Вьетнам Улс, бирж дээрх арилжаа эрчимтэй өссөнөөр биржийн бус зах зээлийн арилжаа огцом буурсан тул уг зах зээлийг идэвхжүүлэх зорилгоор Олон улсын своп ба деривативын холбоо (ISDA)–той хамтран ажиллаж буй Казакстан Улсын туршлагыг тус тус судаллаа.

Монгол Улсын хувьд хөрөнгийн зах зээл сүүлийн жилүүдэд эрчимтэй хөгжиж ДНБ–ны 16.3 хувьд хүрээд байна. Цаашид үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг зах зээлд нэвтрүүлэх нь олон давуу талтай. Тухайлбал, уул уурхайн бүтээгдэхүүнд суурилсан дериватив арилжааны хөгжлөөр дамжуулан эдийн засгийн уул уурхайгаас хэт хамаарлыг бууруулах, түүхий эдийн үнийн савлагааг тогтворжуулах боломжтой. Мөн биржийн болон ОТС дээрх бүтээгдэхүүний төрлийг өргөжүүлснээр зах зээлийн өсөлтийг нэмэгдүүлэхийн зэрэгцээ хөрөнгө оруулагч болон зах зээлийн оролцогчдод эрсдэлийг

удирдах, өгөөжийг нэмэгдүүлэх боломжийг бүрдүүлнэ.

Энэхүү судалгааны ажил нийт 6 бүлэгтэй. Дараагийн бүлэгт үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн талаар танилцуулна. Судалгааны

гуравдугаар бүлэгт олон улсын туршлага ба зохицуулалтын орчин, дөрөвдүгээр бүлэгт Монгол Улсын өнөөгийн байдлыг тусгасан болно. Сүүлийн бүлэгт дүгнэлт, зөвлөмжийг оруулав.

## II. ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛ

### 2.1 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЛИЙН ҮҮСЭЛ ХӨГЖИЛ

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл (дериватив) гэдэг нь үнэ цэн нь суурь хөрөнгийн үнээс хамаардаг санхүүгийн гэрээ юм. Суурь хөрөнгөд түүхий эд (алт, нефть), валют, хүүгийн түвшин, хувьцаа, бонд, хөрөнгийн зах зээлийн индекс зэрэг нийтлэг

хамаардаг. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн үндсэн зорилго нь эрсдэлээс хамгаалах (hedging), таамагт тулгуурласан арилжаа хийх (speculation), үнийн зөрүүнээс ашиг олох (arbitrage) зэрэг юм. (John Hull, 2017)

#### Хүснэгт 1. Дэлхийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн үүсэл, хөгжил

№	Үүсэл/ Цаг хугацаа	Тайлбар
1	Эртний Грек ба Ром (МЭӨ 625–550)	Грекийн гүн ухаантан Фалес ургац арвин байхыг урьдчилан таамаглаж “колл опцион”-той төстэй гэрээ байгуулсан.
2	Вавилон (МЭӨ 1792–1750)	Үүсмэл хэрэгслийн тухай ойлголт нь Вавилоны хаан Хаммурабигийн үед үүссэн.
3	Амстердамын хөрөнгийн бирж (17-р зуун)	Хамгийн анхны хувьцаанд суурилсан деривативын /форвард, фьючерс/ арилжаа явагдаж эхэлсэн.
4	Дожима цагаан будааны бирж, Япон (18-р зуун эхэн)	Японы фермерүүд цагаан будааны фьючерсийн гэрээг Осака хотод арилжиж эхэлснээр анхны таваарын бирж үүссэн гэж үздэг.
5	АНУ – Chicago Board of Trade (1848)	Дэлхийн хамгийн анхны фьючерсийн бирж /CBOT/ нээгдэж үр тарианы спот (биет) арилжааг хийж эхэлсэн.
6	Швейцар Улсын зохицуулалт (1881)	Швейцар улс түүхий эд, барааг ирээдүйд авах нөхцөлтэй гэрээг хориглов. Харин үнэт цаасаар баталгаажуулсан эсвэл тухайн бүс нутгаараа баталгаа гаргуулсан тохиолдолд зөвшөөрөх болов.
7	ОТС зах зээлийн хөгжил (1980-аад оноос)	ОТС шинэчлэл эхэлсэн бөгөөд Wall street хөрөнгө оруулалтын банкууд анхны барьцаат өрийн бичиг (CDO)-ийг гаргасан.

Эх сурвалж: Судлаачийн боловсруулалт

- Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь анх МЭӨ 1792–1750 оны үед Вавилоны хааны Хаммурабийн хуульд тусгагджээ. Хаммурабийн хууль нь хамгийн эртний бичгийн хэлбэрийн хууль бөгөөд чулуун баганад хуулийн зүйл заалтыг сийлсэн байдаг. Тус хууль нь иргэний болон арилжааны эрх зүйн зохицуулалтыг тусгасан бөгөөд уг хуулийн 48 дугаар зүйлд “Тухайн жилд ургац муу жил тохиовол тариачин ямар ч төлбөр хийхгүй байх эрхтэй бөгөөд зээлдүүлэгч хүүгийн төлбөрийг авахгүй.” гэсэн тохироо нь пут опцион (Put option) төрлийн санхүүгийн гэрээний зохицуулалтыг агуулсан байдаг. Мөн хил дамнасан арилжаа хийхдээ үр тариа зэрэг түүхий эд, барааг тохиролцсон үнээр ирээдүйд нийлүүлэхээр тохиролцсон нь өнөөгийн форвард гэрээтэй төстэй, зарим төрлийн гэрээнд хугацаа нь дуусах хүртэл гуравдагч этгээдэд шилжүүлж болдог ба “өмчлөгч” шилжих боломжтой үнэт цаасны шинж чанартай байжээ.
- МЭӨ 625–550 онд Гүн ухаантан Фалес “Өвлийн улиралд оливын ургац арвин болно.” гэж урьдчилан таамаглажээ. Үүний дагуу тэр тухайн нутгийн олив шахах төхөөрөмжүүдийг түрээслэх эрхийг урьдчилан хямд үнээр авах гэрээ байгуулжээ. Гэхдээ тэр эдгээрийг заавал түрээслэх үүрэг хүлээгээгүй — харин эрхтэй байсан. Хожим ургац үнэхээр арвин болж, төхөөрөмж хэрэгцээтэй болсон үед Фалес өөрийн эрхээ ашиглан төхөөрөмжүүдийг түрээслээд, бусдад өндөр үнээр дахин түрээслэх замаар ашиг олсон байна. Өнөөгийн санхүүгийн үг хэллэгээр бол Фалесийн байгуулсан гэрээ нь “колл опцион” (call option) буюу тодорхой үнээр хөрөнгийг ирээдүйд худалдан авах эрхийг олгох, гэхдээ заавал худалдан авах үүрэггүй гэрээ юм.
- 17-р зуунд Нидерланд Улсын Амстердам хотод дэлхийн хамгийн анхны хувьцаанд суурилсан деривативын арилжаа эхэлсэн гэж үздэг. Тухайн үед Амстердам хотын хөрөнгийн бирж болон ОТС дээр хувьцаанд суурилсан урт хугацааны форвард гэрээ болон ирээдүйд тодорхой үнээр худалдан авах нөхцөлтэй фьючерсийн арилжаа явагдаж эхэлжээ.
- Япон Улсын фермерүүд цагаан будааны фьючерсийн гэрээг Осака хотод арилжиж эхэлснээр анхны таваарын бирж (Dojima Rice Exchange) үүссэн гэж үздэг. Япон Улсын худалдаачид ирээдүйд ашиглах зорилгоор цагаан будааг агуулахад хадгалж, нөөцөлсөн цагаан будааг ирээдүйд худалдан авах эрхийн бичгийг худалддаг байв. Энэхүү эрхийн бичиг нь фьючерс гэрээний анхны хэлбэр юм.
- 1848 онд АНУ-д дэлхийн хамгийн анхны фьючерсийн бирж нээгдэв. Энэ нь Чикаго хотын худалдааны зөвлөл (CBOT) бөгөөд анхлан үр тарианы спот (биет) арилжааг хийх нэгдсэн

цэг болох, борлуулалт, худалдан авалт, хүргэлтийг зохион байгуулах, мэдээллийг төвлөрүүлэх, үнийн тодорхой байдлыг хангах, түүхий эдийн чанарын болон арилжааны төлбөрийн баталгааг хангах зэрэг төвлөрсөн зах зээлийн үүргийг гүйцэтгэж байжээ. 1865 оноос эхлэн CBOT-оос гэрээний төрлүүдэд стандартыг тогтоов. Гэрээг бүтээгдэхүүний чанар, тоо хэмжээ, хүргэлтийн хугацаа зэрэгтэй нийцүүлэн стандартчилсан. Мөн эрсдэлийг бууруулах зорилгоор clearinghouse буюу үнэт цаасны төлбөр тооцооны төвийг (CCP) байгуулав. Мөн маржин системийг нэвтрүүлж эхэлсэн. 2007 онд Чикаго хотын худалдааны зөвлөл (CBOT), Чикаго хотын хөдөө аж ахуйн биржтэй (Chicago Mercantile Exchange) нэгдэж CME Group болж өөрчлөгдсөн.

- 1881 онд Швейцар Улсад “Банкны мөнгөн тэмдэгт гаргах болон төлөх тухай хууль” – д тухайн үеийн банкны үйл ажиллагааг зохицуулах, санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангах зорилгоор үүсмэл санхүүгийн гэрээнүүдэд хязгаарлалт тавьж эхэлсэн. Хуулиар холбооны банкнууд өөрийн болон гуравдагч этгээдийн нэр дээр үнэт цаас, түүхий эд, барааг ирээдүйд худалдан авах эсвэл худалдах нөхцөл бүхий гэрээ байгуулахыг хориглосон бөгөөд энэ нь өнөөгийн ойлголтоор форвард болон фьючерсийн гэрээг хориглосон заалт юм. Гэхдээ тухайн арилжааг бүс нутгийн захиргаанаас

буюу кантоноос баталгаа гаргуулсан бол ийм төрлийн гэрээг байгуулахыг зөвшөөрсөн. Ийнхүү төрөөс баталгаатай буюу эрсдэлийн хамгаалалттай хэлцлийг дэмжиж, харин баталгаагүй, хэт спекулятив буюу эрсдэлтэй арилжааг хориглосон нь тухайн үеийн санхүүгийн сахилга бат, банкны эрсдэлийн удирдлагыг хангах гол зорилготой байжээ. Энэ хуулийн заалт нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг хууль эрх зүйн хүрээнд зохицуулсан анхны жишээнүүдийн нэг бөгөөд орчин үеийн деривативийн зах зээлийн эрсдэлийн удирдлагын үндэс болсон гэж үздэг.

- 1970–аад оноос хойш АНУ дахь деривативын зах зээл дэх технологи, инновацын гол төв болж хөгжив. Технологийн дэвшлийг санхүүгийн салбарт нэвтрүүлснээр технологид суурилсан биржүүд зах зээлд нэвтэрч эхэлжээ. 1973 онд Чикаго хотын Худалдааны бирж дээр анхны валют, паунд, дойч марк, иен болон песогийн фьючерсийн арилжаа явагдав. 1980 оноос OTC шинэчлэл эхэлсэн бөгөөд Wall street хөрөнгө оруулалтын банкнууд анхны барьцаат өрийн бичиг (CDO)–ийг гаргав. Тухайн үед деривативын арилжаа ихэвчлэн бирж дээр явагдаж байсан ч энэ байдал удаан үргэлжлээгүй бөгөөд 1991 он гэхэд OTC деривативын нэрлэсэн дүн нь бирж дээрх деривативын хэмжээг давсан байдаг (Pauletto, C., & Kummer, S, 2012).

## 2.2 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЛИЙН ТӨРӨЛ, ХЭЛБЭР

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээг худалдагч тал буюу sell position (short), худалдан авагч тал буюу buy position (long) талууд хоорондоо хуулийн хүрээнд байгуулдаг бөгөөд талуудын эрх үүргийг гэрээнд тодорхой зааж өгдөг. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг үндсэн шинж чанараар 2 ангилдаг. Үүнд:

1. Худалдагч тал буюу sell position (short), худалдан авагч тал буюу buy position (long) талууд гэрээгээр хүлээсэн үүргийг заавал биелүүлэх шинжтэй. Энэ нь аль нэг тал позицыг ашигтайгаар хааж, эрсдэлийг хедж хийх үед нөгөө тал гэрээний үүргийг заавал биелүүлдэг. Эдгээр төрлийн гэрээнд фьючерс гэрээ, форвард гэрээ, своп гэрээ орно.
2. Опцион гэрээ нь суурь хөрөнгийг урьдчилан тогтоосон үнээр арилжаалах нөхцөлтэй гэрээ бөгөөд худалдан авагч тал эрхээ хэрэгжүүлэх эсэхээ шийдсэний дараа худалдагч тал үүргээ биелүүлдэг. (CFA institute, 2021).

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг гэрээний үүргийн заавал биелэгдэх шинжээс хамааран биржийн болон биржийн бус зах зээл дээр арилжаалдаг.

### 1. Биржийн зах зээл

Бирж дээр арилжаалдаг үүсмэл санхүүгийн гэрээ нь тогтоосон стандартын дагуу хийгдсэн гэрээг санхүүгийн зуучлагчаар

дамжуулан бирж дээр арилжаалах бөгөөд гэрээний хэрэгжилтэд бирж хяналт тавьдаг.

### 2. Биржийн бус зах зээл

Биржийн бус зах зээлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зохицуулалт 2007 оны санхүүгийн хямралын дараагаас бий болсон. 2007 оноос өмнө үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл ямар ч зохицуулалтгүй арилжаалагдаж байсан нь санхүүгийн хямралын үед зах зээлд хүнд цохилтыг өгсөн бөгөөд биржийн бус зах зээлийн ил тод нээлттэй байдлыг сайжруулах, эрсдэлийг бууруулах шаардлага тулгарсан. 2008 оноос эхлэн АНУ-д ОТС деривативыг арилжаалахдаа арилжааны тооцоог CCP-р дамжуулан хийх, бүх арилжааг мэдээллийн санд (trade repository) бүртгэх, стандартчилагдсан гэрээг бирж дээр эсхүл цахим арилжааны платформоор арилжих, CCP-гээр дамжаагүй (хоёр тал) гэрээнд илүү өндөр хөрөнгийн шаардлага тавих зэрэг зохицуулалтыг бий болгосон. Үүний үр дүнд биржийн бус зах зээл нь биржийн зах зээлтэй ижил түвшинд хөгжиж иржээ.

### Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээний төрөл

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээний үндсэн 4-н хэлбэр байдаг. Үүнд: фьючерсийн гэрээ, форвард гэрээ, опцион гэрээ, своп гэрээ орно.

## Зураг 1. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээний төрөл



*Эх сурвалж: Судлаачийн боловсруулалт*

### 1. Своп гэрээ

Своп гэрээ нь цаг хугацааны үе тутамд хөрөнгийн ирээдүйн үнэ эсхүл хүүгийн түвшнээс хамааран мөнгөн урсгалыг солилцох гэрээ юм. Өөрөөр хэлбэл хэлцэлд оролцогч талууд өөрсдийн эзэмшиж буй төлбөрөө солилцох гэрээ юм. Своп хэлцэл нь биржийн бус зах зээлийн хамгийн энгийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн төрөл юм.

Валютын своп: Нэг валютаар нэрлэсэн төлбөрийг нөгөө валютаар илэрхийлсэн төлбөрөөр солилцох хэлцэл. Энэ нь валютын ханшийн эрсдэлийн эсрэг эрсдэлээс хамгаалах зорилгоор түгээмэл ашигладаг. Өөрөөр хэлбэл, гадаад валютын үндсэн төлбөр болон хүүгийн төлбөрийг өөр валютын үндсэн төлбөр болон хүүгийн төлбөрөөр солилцох юм.

Хүүгийн түвшний своп: Ижил валютаар нэрлэсэн хүүгийн төлбөрийг хэлцэлд

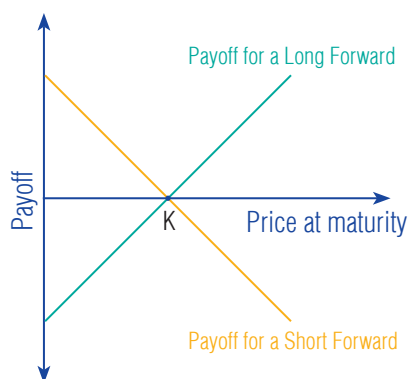
оролцогч талууд солилцох хэлцлийг хүүгийн түвшний своп хэлцэл гэдэг. Хүүгийн түвшний свопын хамгийн нийтлэг хэлбэр нь энгийн своп (plain vanilla swap) юм.

### 2. Форвард гэрээ

Тодорхой хөрөнгийг, тодорхой хугацааны эцэст, урьдчилан тохиролцсон үнээр худалдан авах, худалдах хэлцэл юм. Өөрөөр хэлбэл, гэрээнд заасан бараа, бүтээгдэхүүн, түүхий эдийг худалдах болон худалдан авах хугацаа, үнийг урьдчилан тохиролцож гэрээг байгуулдаг. Форвард гэрээ нь зөвхөн худалдан авагч, худалдагч талуудын хооронд байгуулагддаг тул ОТС дээр арилжаалах нь элбэг байдаг. Харин биржийн зах зээлд илүү хатуу гэрээний нөхцөлтэй форвард гэрээг зохион байгуулалттайгаар арилжаалдаг. ОТС форвард гэрээг арилжаалснаар цаг хугацаа, орон зайг хэмнэх арилжааны зардлыг бууруулах, хүссэн хэмжээгээрээ арилжаа

хийх давуу талтай боловч нэг тал гэрээний үүргээ биелүүлэхгүй байх тохиолдолд гарах эрсдэлийг удирдахад төвөгтэй.

**Зураг 2.** Форвард гэрээний позиц



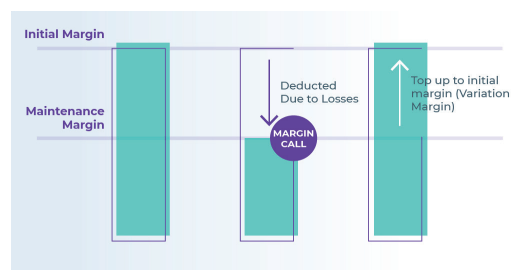
Арилжаанд оролцогч талууд ирээдүйд нэг тал нь хөрөнгийн үнэ өсөх (long position), нөгөө тал нь буурах (short position) гэсэн таамаглалтай байх нөхцөлд хөрөнгийн үнийг урьдчилан тохиролцох бөгөөд ирээдүйд хөрөнгийн зах зээлийн үнэ өсөх, эсхүл буурахаас хамаарч аль нэг талд үнийн эрсдэлийг үүсгэнэ. Үнийн эрсдэлд орсон тал гэрээний үүргээ биелүүлэхгүй байх магадлалтай хэдий ч, мэргэжлийн ёс зүйн хэм хэмжээг олон улсын түвшинд мөрдөх нь нийтлэг байдаг.

### 3. Фьючерсийн гэрээ

Фьючерсийн гэрээ нь форвард гэрээнээс ялгаатай нь зохион байгуулалттай бирж дээр арилжигддаг бөгөөд хөрөнгө, хугацаа, хэмжээгээрээ стандартчилагдсан байдаг. Иймээс талууд гэрээний үүргээ биелүүлэхгүй байх магадлал харьцангуй бага бөгөөд арилжааны ил тод байдал, эрсдэлийн удирдлагын түвшин илүү өндөр байдаг.

Харин арилжааны зардал харьцангуй өндөр бөгөөд фьючерсийн арилжаанд маржингийн шаардлага (margin requirement) шаарддаг. Арилжаанд оролцогч өөрийн брокерын компани дах дансанд анхны маржинг (initial margin) байршуулж арилжаанд орох бөгөөд заавал байлгах маржингийн (maintenance margin) хувь хэмжээг гэрээнд тусгасан байдаг.

**Зураг 3.** Фьючерсийн гэрээний маржин шаардлага



### 4. Опцион гэрээ

Тодорхой хэмжээний хөрөнгө арилжаалах эрхийг олгож буй хэлцэл бөгөөд опционы гэрээ нь форвард гэрээ, фьючерсийн гэрээтэй төстэй боловч хөрөнгийг ирээдүйд худалдан авах, худалдах эрхийг олгож байгаагаараа ялгаатай. Худалдан авах опцион (call option) нь тухайн опционыг худалдан авагч талд суурь үнэт цаасыг худалдаж авах эрхийг олгодог бол худалдах опцион (put option) нь суурь үнэт цаасыг худалдах эрхийг олгодог.

Худалдан авах опционыг хэрэгжүүлэх үед опцион худалдан авагч (опцион эзэмшигч) тал нь суурь үнэт цаасыг урьдчилан тохирсон хэрэгжүүлэх үнээр худалдаж авах

эрхтэй болдог. Харин опцион худалдагч тал (опцион бичигч) уг хэлцлийг биелүүлэх буюу суурь үнэт цаасыг худалдах үүргийг хүлээдэг. Америк загварын опцион (American option)–ыг дуусах хугацаа хүртэл

нь хэрэгжүүлэх боломжтой байдаг бол Европ загварын опцион (European option)–ыг зөвхөн тодорхой дуусах эцсийн өдөрт нь хэрэгжүүлэх боломжтой байдаг.

## 2.3 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЛИЙН ҮҮРЭГ

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь хөрөнгө оруулагчид болон зах зээлийн оролцогчдод эрсдэлийг удирдах, өгөөжийг нэмэгдүүлэх, зах зээлийн үнийн хөдөлгөөнийг ашиглах зэрэг олон үүргийг гүйцэтгэдэг.

### 1. Эрсдэлээс хамгаалах (hedging)

Эрсдэлээс хамгаалах үүрэг нь хөрөнгийн үнэ хүлээлтийн эсрэг чиглэлд хөдлөхөд үүсэх эрсдэлээс хамгаалахын тулд позицоо хаах явдал юм. Өөрөөр хэлбэл, тухайн хөрөнгийн үнийн хөдөлгөөнтэй холбоотой эрсдэлийн хэмжээ, хэлбэлзлийг бууруулахад чиглэсэн эрсдэлийг саармагжуулах стратеги бөгөөд уг стратегийг хэрэгжүүлэхдээ хөрөнгө оруулагч одоогийн позицоосоо эсрэг позиц нээх замаар өөрт нь сөргөөр нөлөөлөх үнийн өөрчлөлтөөс хамгаалдаг. Жишээ нь, алт гэсэн хөрөнгө оруулалтын актив дээр урт позицтой бол алтны фьючерс дээр богино позиц нээх замаар алт зарах үнээ түгжсэнээр алтны үнэ буурах эрсдэлээс хамгаална. Хамгаалалт нь эрсдэлийг бууруулдаг ч зардалтай учраас өгөөжийг бас бууруулдаг.

### 2. Таамагт тулгуурласан арилжаа хийх (speculation)

Таамагт тулгуурласан арилжаа хийх нь үнэт цаасны үнийн хэлбэлзлээс ашиг олохыг оролдох явдал юм. Спекуляц нь эрсдэлтэй үйл ажиллагаа. Хөшүүрэг ашиглах гэдэг нь хөрөнгө оруулалт хийх зорилгоор зээл авах үйл явц бөгөөд хөрөнгө оруулагчид суурь хөрөнгийн үнийн дүнгээс маш бага хэмжээний хөрөнгөөр өөрийн позицыг хөшүүрэгдэх боломжийг опционууд олгодог тул том хэмжээний спекуляцын арилжаануудыг бага дүнгээр гүйцэтгэх боломжтой байдаг. Энэ нь суурь хөрөнгийн үнэ өөрт тааламжтай чиглэлд хөдөлж байх үед хөшүүрэгтэй позицоос илүү их ашиг олох боломжийг олгодог.

### 3. Үнийн зөрүүнээс ашиг олох (arbitrage)

Үнийн зөрүүгээс ашиг олох зорилгоор хөрөнгийг нэгэн зэрэг худалдах, худалдан авах (өөрөөр хэлбэл, аль нэг нэг зах зээлд байгаа хөрөнгийг өөр зах зээлд хямд үнээр худалдаж авах) үйл ажиллагаа юм. Мөн нэг зах зээлээс эх үүсвэр хямдаар зээлээд, нөгөө зах зээлд өндөр хүүтэй эрсдэлгүй активт байршуулах боломжтой бол эрсдэл багатайгаар ашиг үүсгэдэг.

## 2.4 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЛИЙН АРИЛЖААНД ОРОЛЦОГЧИД

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд зорилгоос хамааран харилцан адилгүй оролцогчид нь хөрөнгө оруулалтын байна.

**Зураг 4.** Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцогчид



*Эх сурвалж: Судлаачийн боловсруулалт*

## III. ОЛОН УЛСЫН ТУРШЛАГА БА ЗОХИЦУУЛАЛТЫН ОРЧИН

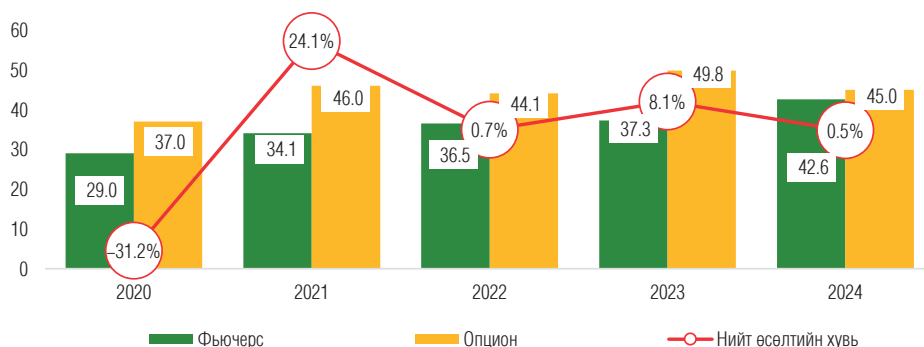
### 3.1 ДЭЛХИЙН ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

#### Биржийн зах зээл

2024 онд дэлхийн 50 гаруй томоохон биржүүдэд 87.6 их наяд ам.долларын үнийн дүн бүхий үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжаалагдсан нь өмнөх оноос 0.5 хувиар

өссөн үзүүлэлт юм. Үүний 42.6 их наяд ам.доллар буюу 48.6 хувийг фьючерсийн гэрээ, 45.0 наяд ам.доллар буюу 51.4 хувийг опцион гэрээ тус тус эзэлж байна.

**Зураг 5.** Биржийн зах зээлд арилжаалагдсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл /их наяд ам.доллар/



Эх сурвалж: Bank for International Settlements (BIS)

2024 онд биржээр арилжаалагдсан фьючерсийн гэрээний 99.2 хувийг хүүгийн түвшний фьючерсийн гэрээ эзэлж байгаагаас урт хугацаатай фьючерсийн гэрээ 38.7 их наяд

ам.доллар, богино хугацаатай фьючерсийн гэрээ 3.6 их наяд ам.доллар байна. Нийт 336.2 тэрбум ам.доллар гадаад валютын фьючерсийн гэрээг арилжаалсан байна.

**Хүснэгт 2.** Биржээр арилжаалагдсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл /их наяд ам.доллар/

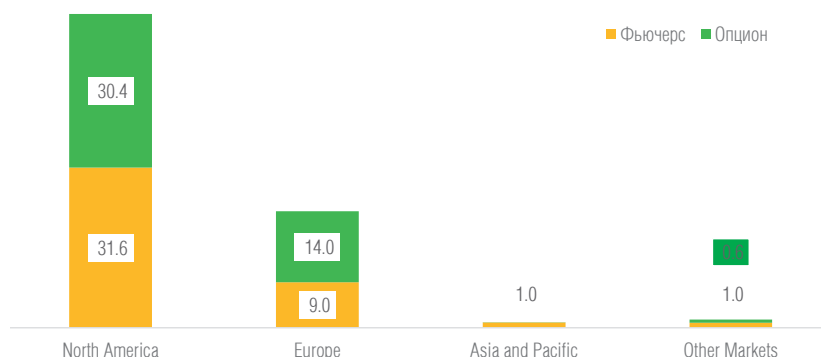
	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Futures</b>					
All markets	29.0	34.1	36.5	37.3	<b>42.6</b>
Interest rate	28.7	33.8	36.2	37.0	42.3
short-term	26.3	31.1	33.6	33.6	38.7
long-term	2.4	2.7	2.6	3.4	3.6
Foreign exchange	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Options</b>					
All markets	37.0	46.0	44.1	49.8	<b>45.0</b>
Interest rate	36.8	45.8	44.0	49.7	44.9
short-term	36.3	45.3	43.3	49.2	44.3
long-term	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
Foreign exchange	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

Эх сурвалж: Bank for International Settlements (BIS)

Опцион гэрээний хувьд 2024 онд биржээр арилжаалагдсан опцион гэрээний 99.7 хувийг хүүгийн түвшний опцион эзэлж байгаагаас урт хугацаатай опцион гэрээ 0.6 их наяд

ам.доллар, богино хугацаатай опцион гэрээ 44.3 их наяд ам.доллар байна. Нийт 124.7 тэрбум ам.доллар гадаад валютын опцион гэрээ арилжаалсан байна.

**Зураг 6.** Биржийн арилжаа бүс нутгаар /их наяд ам.доллар/



Эх сурвалж: Bank for International Settlements (BIS)

Нийт арилжааны 70.7 хувийг Хойд Америк (АНУ, Канад), 26.2 хувийг Европ, 1.2 хувийг Ази номхон далай, бусад зах зээл 1.9 хувийг тус тус эзэлж байна.

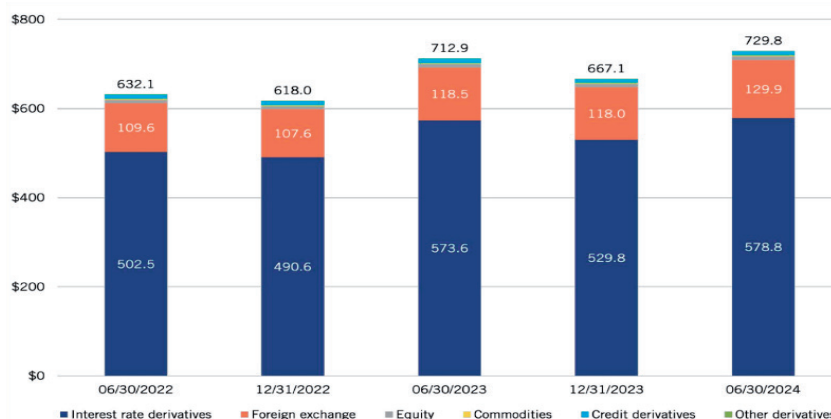
**Биржийн бус зах зээл**

2024 оны эхний хагаст дэлхийн ОТС деривативын зах зээлийн нэрлэсэн дүн 729.8 их наяд ам.долларт хүрч 2023 оны мөн үетэй харьцуулахад 2.4 хувиар, 2023 оны эцэстэй

харьцуулахад 9.4 хувиар тус тус өссөн байна.

Нийт гэрээний үлдэгдлийн 578.8 их наяд ам.долларыг хүүгийн түвшинд суурилсан дериватив, 129.9 их наяд ам.долларыг гадаад валютын дериватив, 8.7 их наяд ам.долларыг хувьцааны дериватив, 2.7 их наяд ам.долларыг түүхий эдийн дериватив, 10.1 их наяд ам.долларыг зээлийн дериватив тус тус бүрдүүлж байна.

**Зураг 7.** ОТС деривативын нэрлэсэн дүн /их наяд ам.доллар/

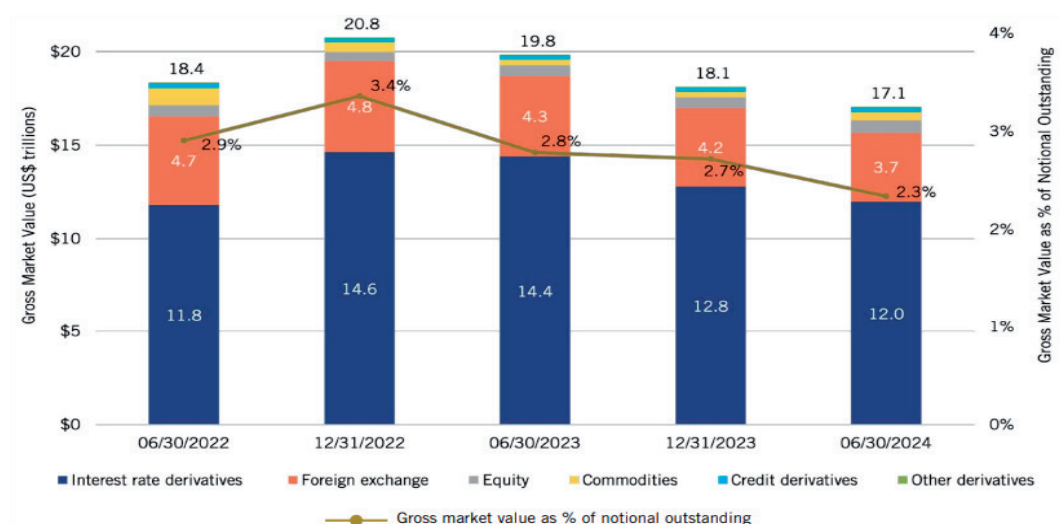


Эх сурвалж: Bank for International Settlements (BIS)

2024 оны эхний хагаст дэлхийн ОТС деривативын зах зээлийн үнэлгээ АНУ-ын хүүгийн бодлогын өөрчлөлтийн нөлөөгөөр өмнөх оны мөн үеийнхээс 14.0 хувиар буурч, 17.1 их наяд ам.долларт хүрсэн байна. Харин зах зээлийн нийт үнийн өсөлт өмнөх оны мөн үед 2.8 хувьтай байсан бол 2024 онд 2.3 хувь болж, 0.5 нэгж хувиар тус тус буурсан байна.

Хүүгийн түвшинд суурилсан дериватив (IRD)-ийн зах зээлийн нийт үнэлгээ 14.4 их наяд ам.доллараас 16.7 хувиар буурч 12.0 их наяд ам.доллар болсон бол валютын деривативын зах зээлийн нийт үнэлгээ 4.3 их наяд ам.доллараас 14.9 хувиар буурч 3.7 их ам.наяд доллар болжээ.

**Зураг 8.** ОТС деривативын зах зээлийн үнэлгээ /их наяд ам.доллар/

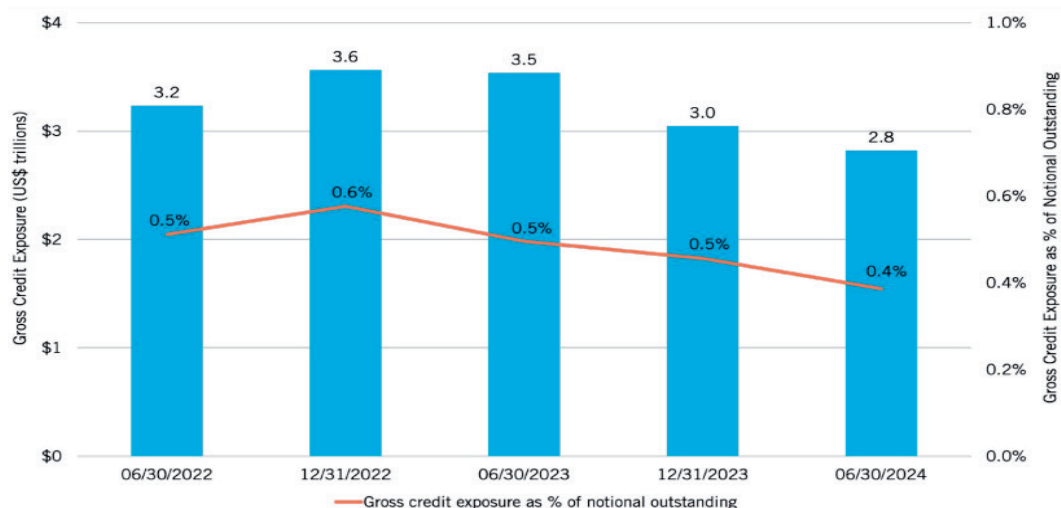


Эх сурвалж: Bank for International Settlements (BIS)

Биржийн бус зах зээл дээрх үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн нийт нэрлэсэн үлдэгдэлд эзлэх зээлийн дүн 0.4 хувьтай байна. 2024 онд нийт зээлийн эрсдэлийн

дүн 2.8 их наяд ам.долларт хүрсэн нь өмнөх оны мөн үеэс 20.2 хувиар буурсан үзүүлэлт юм.

**Зураг 9.** Биржийн зах зээлд арилжаалагдсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэлд эзлэх зээлийн хувь



Эх сурвалж: Bank for International Settlements (BIS)

## 3.2 ОЛОН УЛСЫН СТАНДАРТ, ЗОХИЦУУЛАЛТЫН АРГА ХЭМЖЭЭ

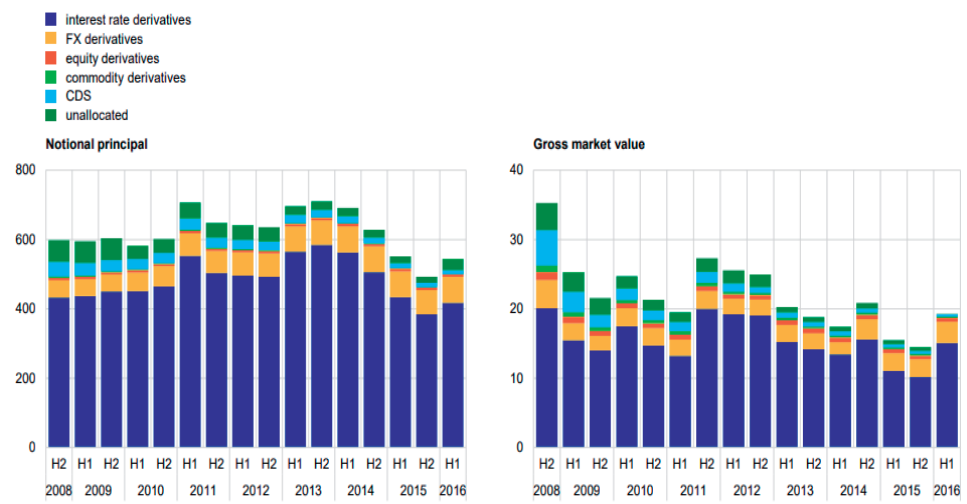
1991 онд АНУ-ын биржийн бус зах зээл дээр үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжаалагдаж эхэлснээс хойш тус улс дэлхийн үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн голлох тоглогч болсон. 2007 онд АНУ-ын ипотекийн зээлийн бизнесээс эхэлсэн хямрал нь зөвхөн тус улсын санхүүгийн зах зээлээр хязгаарлагдаагүй бөгөөд 2008 онд дэлхий дахинд тархаж, дэлхийн санхүүгийн

хямралд хүргэсэн. Энэ нь ОТС зах зээл дээрх үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаа зохицуулалтгүй байсантай холбоотойгоор системийн эрсдэлийг бий болгосон бөгөөд 2008 онд дэлхийн деривативын зах зээлийн нэрлэсэн дүн 598 их наяд ам.долларт, харин зах зээлийн нийт үнэлгээ 35 их наяд ам.долларт тус тус хүрсэн байна.

## Зураг 10. 2008–2016 оны дэлхийн ОТС деривативын нэрлэсэн дүн, зах зээлийн үнэлгээ

### Global OTC derivatives markets

(USD trillions; half-year data)



Source: Bank for International Settlements (BIS) semi-annual OTC derivatives survey data.

### G20 Commitments (2009)

2008 оны дэлхийн санхүүгийн хямралын дараа 2009 онд G20 бүлгийн орнуудын АНУ-ын Питтсбургийн дээд хэмжээний уулзалтаар (Pittsburgh, Pennsylvania, United States) гишүүн орнууд ОТС үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааны мэдээллийг тайлагнах, ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх шаардлагатай байгааг онцолж дараах шийдвэрийг гаргасан байна. Үүнд:

1. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн бүх арилжааны тооцоог CCP-гээр дамжуулан хийх,
2. Бүх арилжааг мэдээллийн санд (trade repository) бүртгэх,
3. Стандартчиллагдсан гэрээг бирж дээр

эсхүл цахим арилжааны платформоор арилжих,

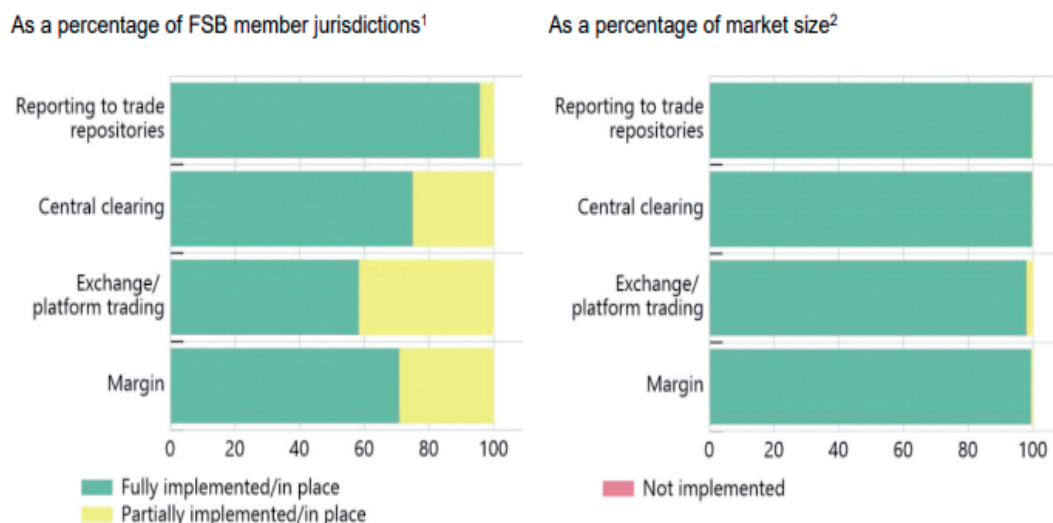
4. CCP-ээр дамжаагүй (хоёр талт) гэрээнд илүү өндөр хөрөнгийн шаардлага тавих зэрэг юм.

Энэхүү шийдвэрийн үр дүнг G20-ын гишүүн орнууд биелүүлэх үүрэгтэй бөгөөд улс бүр өөрийн хууль, зохицуулалтын баримт бичигт тусгах үүрэг хүлээв. Мөн 2009 онд байгуулагдсан Санхүүгийн тогтвортой байдлын зөвлөл (FSB) нь өөрийн гишүүдийн<sup>2</sup> эрх зүйн орчны шинэчлэл, түүний хэрэгжилтийг тогтмол хянаж эхэлсэн. FSB-ийн гишүүн орнууд дотоодын хууль, эрх зүйн зохицуулалтын орчинд өөрчлөлт

<sup>2</sup> Санхүүгийн тогтвортой байдлын зөвлөл (FSB) ийн гишүүд: G20-ын гишүүн орнууд, олон улсын стандарт тогтоогч байгууллагууд үүнд: Олон улсын төлбөр тооцооны банк (BIS), Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага (IOSCO), Олон улсын даатгалын зохицуулагчдын холбоо (IAIS), олон улсын санхүүгийн байгууллагууд (OУBC), Дэлхийн банк, Олон улсын эдийн засгийн хамтын ажиллагаа, хөгжлийн байгууллага (OECD), European Commission

хийж, зарим улс орнууд шинэ хуулийг боловсруулж, хууль баталсны дараа хэрэгжилтийг хангах нарийвчилсан журмыг боловсруулсан байна.

**Зураг 11.** FSB–ийн гишүүн орнуудын хууль эрх зүйн шинэчлэлийн хэрэгжилт



<sup>1</sup> The five EU members of the FSB are presented as separate jurisdictions. <sup>2</sup> Market size is proxied by single currency interest rate derivatives' gross turnover in April 2022 (Bank for International Settlements (BIS) 2022 Triennial Survey, Annex Table 9.1).

FSB–ийн гишүүн орнууд нь дэлхийн OTC деривативын нийт арилжааны дийлэнх хувийг эзэлдэг бөгөөд FSB–ийн гишүүн орнуудын дийлэнх хувь нь OTC деривативын зах зээлийн шинэчлэлийг амжилттай хэрэгжүүлжээ. Үүнд:

- Арилжааны мэдээлэл, тайлагналын шаардлага,
- Төвлөрсөн клиринг, арилжааны платформын зохицуулалт,
- Мөн клиринг хийгдээгүй деривативт тавигдах хөрөнгийн шаардлага, (margin) бодлогыг бүрэн хэрэгжүүлээд байна.

Харин дээрх шинэчлэлийг хараахан хэрэгжүүлээгүй орнуудын дэлхийн OTC

зах зээлд эзлэх хувь маш бага байна. Сүүлийн таван жилд гишүүн орнуудын дунд арилжааны мэдээллийг бүрэн тайлагнах шаардлагыг шинээр хэрэгжүүлсэн улс орон нэмэгдээгүй бөгөөд 2023 онд central clearing, арилжааны платформын зохицуулалтыг тусгасан нэг л тохиолдол бүртгэгдсэн ба тухайн улс орнууд хоорондын арилжааны мэдээллийн хуваалцах боломж хумигдвал хэвээр байгааг харуулж байна.

### Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага (IOSCO)–ын зарчмууд

IOSCO–оос үүсмэл санхүүгийн зах зээлийг зохицуулах дараах зөвлөмж, зарчим, стандартыг баталсан байна. Үүнд:

## 1. Токиогийн мэдэгдэл, 1998

1998 онд IOSCO–гийн Техникийн хорооноос гаргасан Токиогийн мэдэгдэлд “Биржээр арилжаалагддаг үүсмэл санхүүгийн гэрээг зохицуулах зарчим болон удирдамж”–ийг тодорхойлсон байдаг. Уг мэдэгдлийн зорилго нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн хөрөнгийн зах зээлд тогтвортой, ил тод орчныг бүрдүүлэх, хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах зохицуулалтыг төлөвшүүлэх, мөн зохицуулалтын сайн туршлагыг дэлгэрүүлэх юм.

Дэлхийн нийт 16 улсын зохицуулагч байгууллагуудын оролцоотойгоор гаргасан Токиогийн мэдэгдлээр “Түүхий эдийн фьючерсийн зах зээлийн зохицуулалтын тухай хоёр удирдамж”–ийг баталсан байна. Эдгээрийг хамтад нь “Токио удирдамжууд” (Tokyo Guidances) гэж нэрлэдэг бөгөөд тэдгээр нь зохицуулагч байгууллагууд болон өөрийгөө зохицуулагч байгууллагуудын (жишээлбэл, биржүүд) хариуцлагыг нэмэгдүүлэхэд чиглэсэн юм. Мөн уг удирдамжууд нь биет хүргэлттэй, нийлүүлэлт нь хязгаарлагдмал санхүүгийн бус хөрөнгө

болон түүхий эдэд суурилсан биржийн үүсмэл санхүүгийн гэрээг зохицуулахад ашигладаг.

“Токио удирдамжууд” нь хоёр үндсэн хэсгээс бүрдэнэ:

- Түүхий эдийн гэрээний шилдэг туршлага, удирдамж, стандарт (Design Guidance)
- Зах зээлийн хяналт ба мэдээлэл солилцох удирдамж (Surveillance Guidance).

## 2. Биржээр арилжаалдаг үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн эрх зүйн зохицуулалт, 1996

1996 онд IOSCO–ийн Хөгжиж буй зах зээлийн хорооноос гаргасан тайланд зөвхөн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалдаг биржийн зохицуулалтыг тусгасан. Биржээр арилжаалагддаг үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь гурван үндсэн ач холбогдолтой. Нэгдүгээрт, эрсдэлийг шилжүүлэх боломжийг бүрдүүлдэг; хоёрдугаарт, үнийг тогтоох үйл явцыг дэмждэг; гуравдугаарт, худалдан авагч болон худалдагчийн уулзах төвлөрсөн талбарыг бий болгосноор зах зээлийн үр ашгийг нэмэгдүүлдэг.

### Хүснэгт 3. Зохицуулалтын үндсэн зарчим

Зах зээлийн үр ашигтай байдлын зарчим	Санхүүгийн найдвартай байдлын зарчим	Үйлчлүүлэгчийг хамгаалах зарчим
1. Бүтээгдэхүүний загвар <ul style="list-style-type: none"> <li>• Бэлэн мөнгөний зах зээлийн харилцан хамаарал</li> <li>• Манипуляци хийхээс сэргийлэх</li> </ul>	1. Хөрөнгийн шаардлага <ul style="list-style-type: none"> <li>• Бирж</li> <li>• Клирингийн байгууллага</li> <li>• Клирингийн гишүүд</li> <li>• Санхүүгийн зуучлагчид</li> </ul> 2. Биржийн болон клирингийн байгууллага хоорондын хамаарал	1. Зөвшөөрөл /Бүртгэл/ Тусгай зөвшөөрөл олгох <ul style="list-style-type: none"> <li>• Бирж</li> <li>• Компани</li> <li>• Хувь хүн</li> </ul> 2. Захиалга гүйцэтгэх журам <ul style="list-style-type: none"> <li>• Сонгон шалгаруулах</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Нийлүүлэлт /бэлэн мөнгөөр хаах</li> <li>2. Захиалгын гүйцэтгэл             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Давуу байдал</li> <li>• Зах зээл үүсгэгч / Marker makers/</li> <li>• Биржийн гадуурх гүйлгээ</li> <li>• Ил тод байдал</li> </ul> </li> <li>3. Хяналт             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Урт позицыг тайлагнах</li> <li>• Гэрээний дуусах хугацааг хянах</li> </ul> </li> <li>4. Үйл ажиллагааны чадавх</li> <li>5. Комплаенс</li> <li>6. Хуулийн хэрэгжилт</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3. Маржин             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Маржинг тогтоох шалгуур</li> <li>• Маржинг тооцох давтамж</li> <li>• Маржин болгон ашиглах хөрөнгө</li> </ul> </li> <li>4. Харилцагчийн хөрөнгийг хамгаалах             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Харилцагчийн хөрөнгийг тусгаарлах</li> <li>• Бүртгэл</li> <li>• Хаана хадгалах эсэх</li> <li>• Даатгал эсхүл батлан даалтын сан</li> </ul> </li> <li>5. Төлбөрийн чадваргүй болох, дампуурах, дефолт үүсэх үеийн арга хэмжээ             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Харилцагчийн хөрөнгийг зохицуулах</li> <li>• Позицыг шилжүүлэх</li> </ul> </li> <li>6. Зах зээлийн доголдол             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Үнийн хязгаар</li> <li>• Зах зээлийг зогсоох автомат горим</li> <li>• Зах зээлийн доголдлын үеийн онцгой журам</li> <li>• Онцгой эрх</li> </ul> </li> <li>7. Санхүүгийн тайлагнал</li> <li>8. Комплаенс             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Зайны хяналт</li> <li>• Аудит</li> </ul> </li> <li>9. Хуулийн хэрэгжилт</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Давуу эрх</li> <li>• Цахим гүйлгээний алгоритм</li> <li>• Залилангийн эсрэг журам</li> <li>3. Бүртгэл хөтлөлт             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Бүх гүйлгээ</li> <li>• Дансны баримт</li> <li>• Хадгалалт</li> </ul> </li> <li>4. Арилжааны төлөөлөл болон тодруулга             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Эрсдэлийн тайлагнал мэдэгдэл</li> <li>• Сурталчилгааны материал</li> </ul> </li> <li>5. Бүтээгдэхүүний загвар</li> <li>6. Маргаан шийдвэрлэх тогтолцоо</li> <li>7. Комплаенс             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Бирж</li> <li>• Өөрийгөө зохицуулах байгууллага</li> </ul> </li> <li>8. Хуулийн хэрэгжилт             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Бирж</li> <li>• Өөрийгөө зохицуулах байгууллага</li> <li>• Зохицуулах байгууллага</li> </ul> </li> </ul>
--	---	---

### 3. Үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн зуучлагчдын зохицуулалтын олон улсын стандарт, 2012

G-20-ийн бүлгийн орнуудын удирдагчдын 2009 онд ОТС үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааны мэдээллийг тайлагнах, ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх шийдвэрийн хүрээнд 2012 онд IOSCO-с үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн зуучлагчдын зохицуулалтын олон улсын стандартыг боловсруулсан. Энэхүү

баримт бичгээр үүсмэл санхүүгийн зах зээлд үйл ажиллагаа явуулж буй зуучлагчдын олон улсын зохицуулалтын хүрээ, стандартуудыг тодорхойлсон. Эдгээр стандартуудын гол зорилго нь үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдал, ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх, зах зээлийн оролцогчдыг хамгаалах, хөрөнгө оруулагчдын итгэлийг бэхжүүлэх юм.

Үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн зуучлагч нь

(DMI) ОТС үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаа явуулах, зах зээлийг бүрдүүлэх, арилжааг зуучлах үйл ажиллагаа эрхэлдэг этгээдийг хэлнэ. Харин эцсийн хэрэглэгч буюу өөрийн эрсдэлийг удирдах зорилгоор

үүсмэл хэрэгслийг ашигладаг боловч арилжааг зуучлах, зах зээлийг бүрдүүлэх үйл ажиллагаа эрхэлдэггүй оролцогчид нь DMI-д хамаарахгүй.

#### Хүснэгт 4. Зөвлөмжийн хураангуй

№	IOSCO-ийн холбогдох зарчим / стандарт	Тайлбар
1	Зарчим 1 – DMI-ийн тодорхойлолт ба хүрээ	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь ОТС үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд зуучлагч, зах зээлийг бүрдүүлэгч, арилжаа хөнгөвчлөгч үүрэг гүйцэтгэдэг этгээд юм.</li> <li>Харин өөрийн эрсдэлийг хеджлэх буюу удирдах зорилгоор үүсмэл хэрэгсэл ашигладаг, гэхдээ зуучлах үйл ажиллагаа эрхэлдэггүй этгээдүүд DMI-д хамаарахгүй.</li> </ul>
2	Зарчим 2 – Зөвшөөрөл ба бүртгэлийн шаардлага	<p>DMI нь зах зээлийн зохицуулагч байгууллагаас тусгай зөвшөөрөл авах эсвэл бүртгүүлэх шаардлагатай.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Үйл ажиллагаа нь холбогдох хууль, дүрэм, стандартуудын дагуу явагдана.</li> <li>Бүртгэл, тусгай зөвшөөрлийг олгох, түдгэлзүүлэх, хүчингүй болгох эрхийг зохицуулагч байгууллага эдэлнэ.</li> </ul>
3	Зарчим 3 – Бизнесийн үйл ажиллагааны ёс зүй	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI-ийн үйл ажиллагаа нь ОТС үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн онцлогт нийцсэн байх ёстой.</li> </ul>
4	Зарчим 4 – Мэдээлэл хүргэх ба тайлагнах үүрэг	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь үйл ажиллагааны талаарх мэдээллээ тогтмол шинэчлэн зохицуулагч байгууллагад хүргүүлэх үүрэгтэй.</li> <li>Энэ нь тус байгууллагад DMI-ийн зөвшөөрөл олгох эсэх, хүчингүй болгох эсвэл түдгэлзүүлэх шийдвэр гаргахад дэмжлэг үзүүлдэг.</li> </ul>
5	Зарчим 5 – Ил тод байдал ба олон нийтэд мэдээлэх	<ul style="list-style-type: none"> <li>Зохицуулагч байгууллага бүр бүртгэл, зөвшөөрөл, түдгэлзүүлэлт, татгалзгал зэрэг мэдээллээ олон нийтэд ил тод мэдээлэх ёстой.</li> </ul>
6	Зарчим 6 – Хил дамнасан үйл ажиллагаа ба хамтын зохицуулалт	<ul style="list-style-type: none"> <li>Хэрэв DMI нь өөр улсад бүртгэгдээгүй атлаа үйл ажиллагаа эрхэлж байгаа бол тухайн хүлээн авч буй улсын (host jurisdiction) зохицуулагч байгууллага хяналт тавих ёстой.</li> <li>Улс орнуудын зохицуулагчид хоорондын хамтын ажиллагааг сайжруулж, давхардал, зөрчил, завсрын сул талуудыг арилгах үүрэгтэй.</li> <li>Шаардлагатай тохиолдолд хоёр тал, олон талт зохицуулалтыг уялдуулах хэрэгтэй.</li> </ul>

7	Зарчим 7 – Эрсдэлийн зохицуулалт ба хөрөнгийн шаардлага	<ul style="list-style-type: none"> <li>Зах зээлийн оролцогчид DMI–д санхүүгийн болон хөрөнгийн тодорхой шаардлага тавьж, зуучлагчийн хүлээх эрсдэлийг зохицуулах ёстой.</li> </ul>
8	Зарчим 8 – Бизнесийн ёс зүй ба шударга байдал	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь луйвар, худал мэдээлэл, зах зээлд манипуляци хийх үйлдэл зэрэг ёс зүйд харш үйлдлийг хориглох бизнесийн ёс зүйн стандартыг дагаж мөрдөнө.</li> <li>Энэ стандартыг ОТС зах зээлийн онцлог, бүтээгдэхүүн, эрсдэлд тохируулан хэрэгжүүлэх ёстой.</li> </ul>
9	Зарчим 9 – Харилцагч талуудтай шударгаар харилцах	
10	Зарчим 10 – Хөрөнгийн тусгаарлалт ба клиринг	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь үйлчлүүлэгчийн хөрөнгийг өөрийн хөрөнгөөс тусгаарласан дансны бүтэцтэй байх ёстой.</li> <li>Энэ нь клирингийн гүйлгээний аюулгүй байдлыг хангана.</li> </ul>
11	Зарчим 11 – Компанийн засаглал ба хяналт	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь зохих компанийн засаглалын тогтолцоотой, дотоод хяналтын бодлого, журамтай байх ёстой.</li> <li>Энэ нь төлөөлөгчдийн болон байгууллагын үйл ажиллагааг хянахад чиглэнэ.</li> </ul>
12	Зарчим 12 – Хяналт ба комплайнсын тогтолцоо	
13	Зарчим 13 – Эрсдэлийн удирдлага	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь бизнесийн эрсдэлийг тодорхойлох, үнэлэх, хянах, удирдах системтэй байх ёстой.</li> </ul>
14	Зарчим 14 – Дотоод хяналт ба удирдлагын үүрэг	<ul style="list-style-type: none"> <li>Удирдлага нь DMI–ийн бодлого, журам, хяналтын системийг боловсруулж хэрэгжүүлэх, мөн тэдгээрийн зохицуулалтын стандартад нийцэж буй эсэхийг хянах үүрэгтэй.</li> </ul>
15	Зарчим 15 – Бизнесийн тасралтгүй байдал	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь гамшиг, саатал зэрэг нөхцөлд хариу арга хэмжээ авах бэлэн байдалтай байх, тасралтгүй байдлын төлөвлөгөөтэй байх шаардлагатай.</li> </ul>
16	Зарчим 16 – Баримт бичгийн хяналт ба хадгалалт	<ul style="list-style-type: none"> <li>DMI нь ОТС үүсмэл хэрэгслийн арилжааны баримт бичгийг бүрдүүлэх, хадгалах, хянах үүрэгтэй.</li> <li>Эдгээр баримтуудыг тогтоосон хугацаанд хадгалах ёстой.</li> </ul>

**4. Түүхий эдийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийн хяналт, зохицуулалтын зарчим, 2023**

**Түүхий эдийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээний загварын зарчмууд**

Зарчим 1. Ил тод байх

Зохицуулагч байгууллага нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээг загварчлах шалгуурыг гаргах. Зохицуулагч байгууллагууд нь байнгын комплайнс, зохицуулалтын стандартыг ил тод тайлагнадаг байх.

Зарчим 2: Эдийн засгийн хангамж

Зохицуулагч нь боломжит хэрэглэгчдийн эрсдэлийн удирдлагын хэрэгцээг хангах, гэрээний төрлийг ил тод байлгах, батлах, хянах.

Зарчим 3: Бараа таваарын зах зээлтэй хамааралтай байдал

Гэрээний хугацаа болон нөхцөл нь гэрээ дуусах үеийн бүтээгдэхүүний үнэ цэнтэй уялдсан байх.

Барааг нийлүүлэх нөхцөлтэй гэрээнд тусгах зүйлс:

- Нийлүүлэлтийн үнэлгээ
- Нийлүүлэхнэгжийн хэмжээ
- Нийлүүлэх хэрэгслүүд
- Нийлүүлэх явц
- Нийлүүлэх цэг
- Нийлүүлэх тээврийн хэрэгсэл
- Шалгалт болон сертификатжуулалтын явц
- Тээвэрлэлт болон хадгалалтын төлбөр
- Гэрээг хүргэх сар
- Хуулийн хэрэгжилт

Зарчим 4: Үнэ ижил байх

Зарчим 5: Гэрээний хугацаа болон нөхцөл ил тод байх

#### **Зах зээлийн болон мэдээллийн ил тод байдлын зарчмууд**

Зарчим 6: Үнийн үнэлгээ дэх үнэ тайлагнах агентын үүрэг

Зарчим 7: Өгөгдөл болон мэдээллийн үүргийг нэмэгдүүлэх

Зарчим 8: Олон нийтэд мэдээлэх, ил тод байх

Зарчим 9: Биржийн бус зах зээлийн ил тод байдал

#### **Түүхий эдийн деривативын зах зээлийн хяналтын зарчмууд**

Зарчим 10: Зах зээлийн хяналтыг хийх зарчим

Зарчим 11: Мэдээллийг цуглуулах, шинжлэх, хянах

Зарчим 12: Мэдээлэл олж авах эрх

Зарчим 13: Хэлцлийн мэдээлэл цуглуулах

Зарчим 14: Позиц

#### **Түүхий эдийн деривативын зах зээлд үүссэн зөрчлийг шийдвэрлэх зарчмууд**

Зарчим 15: Зах зээлд интервенц хийх

Зарчим 16: Зах зээл дэх гэнэтийн үйл явдлууд

Зарчим 17: Хувьсан өөрчлөгдөж буй практик нийцэл

#### **Хууль сахиулах, мэдээлэл хуваалцах зарчмууд**

Зарчим 18: Комплайнсын программ

Зарчим 19: Зах зээлийн дайралтад хариу үйлдэл тэсвэр

Зарчим 20: Зах зээлийн болон зах зээлийн бус оролцогчдод хууль эрхзүйн орчныг мөрдүүлэх

Зарчим 21: Мэдээлэл хуваалцах

#### **Түүхий эдийн деривативын зах зээлийн технологийн хөгжлийн зарчмууд**

Зарчим 22: Шууд нэвтрэлт

Зарчим 23: Өндөр давтамжийн арилжаа ба алгоритмик арилжааны үүрэг

#### **Хөрөнгө оруулагчийн боловсрол болон мэдлэгийг дэмжих зарчмууд**

Зарчим 24: Хөрөнгө оруулагчийн боловсролыг дээшлүүлэх

#### **Олон улсын своп ба деривативын холбоо /ISDA/**

Олон улсын своп ба деривативын холбоо (ISDA)-ны мастер гэрээ нь ОТС деривативын арилжааг зохицуулахад тогтмол хэрэглэгддэг стандарт баримт бичиг юм. ОТС дериватив хэлцэл нь биржээр эсхүл брокероор дамждаггүй зөвхөн арилжаанд оролцогч талуудын хооронд хийгддэг. Эдгээр гэрээнүүд нь ихэвчлэн гадаад валют, хүүгийн түвшин зэрэг арилжаанд идэвхтэй

оролцдог бүх салбарыг хамардаг. ISDA-ийн мастер гэрээнд талуудын үүрэг хариуцлага, гэрээнд нөлөөлж болохуйц хүчин зүйлс, төлбөр тооцоо, нийлүүлэх зэрэг заалтуудаас багтсан бөгөөд гэрээг цуцлах, гэрээтэй холбоотой маргааныг шийдэх зэрэг хууль эрх зүйн зохицуулалтын заалтуудыг мөн тусгасан.

### **Мастер гэрээний үүсэл**

ISDA-ийн анхны мастер гэрээг арилжааг стандартчилах зорилгоор 1985 онд гаргасан. Гэрээ нь 1992 болон 2002 онд дахин шинэчлэгдсэн бөгөөд 2 гэрээг одоогоор хүчин төгөлдөр ашиглаж байна. ISDA-ийн мастер гэрээг дэлхийн томоохон банкнууд хоорондоо болон үндэстэн дамнасан корпорацууд ашигладаг. ISDA-ийн мастер гэрээ нь дэлхийн улс орон бүрийн хууль эрх зүйн ялгаа болон стандартын зөрүүг зохицуулан нэгтгэх боломж олгодог тул олон улсын түвшинд гэрээ байгуулахад өргөнөөр ашиглагддаг.

### **Мастер гэрээний давуу тал**

ISDA мастер гэрээ нь талууд гарын үсэг зурсны дараа арилжааг баталгаажуулдаг баталгаат баримт бичиг юм. ISDA мастер гэрээ нь ил тод, ойлгомжтой байхаас гадна, гэрээнд оролцогч хоёр талын хооронд хийгдэх бүх арилжаанд тавигдах стандарт

нөхцөлүүдийг заасан тул арилжаа хийгдэх бүрд гэрээний нөхцөлүүдийн талаар дахин хэлэлцэх шаардлагагүй, арилжааг автоматаар хийж, талуудын цаг хугацаа, хуулийн төлбөрийг хэмнэх зэрэг давуу талтай.

### **Мастер гэрээний бүтэц**

Хэдийгээр энэ нь ихэвчлэн банк, санхүүгийн байгууллагуудад зориулсан хэрэгсэл гэж үздэг ч мастер гэрээг олон улсын түвшинд өргөнөөр ашигладаг. Валютын болон хүүгийн своп зах зээл сүүлийн жилүүдэд өндөр өсөлтийг үзүүлж байна. Мастер гэрээгээр өдөр тутмын арилжаанд хэдэн их наяд долларыг бүрдүүлж байна.

ISDA-ийн мастер гэрээ нь Их Британи эсхүл Нью-Йорк муж улсын хууль тогтоомжийг дагаж мөрдөх эсэхийг тодорхойлдог. Мөн гэрээ дуусгавар болсон нөхцөлд хамрагдсан бүх гүйлгээг үнэлэх, хаах, түүнчлэн нягтлан бодох бүртгэлийн зохицуулалтыг тодорхой зааж өгсөн байдаг.

ISDA-ийн мастер гэрээ нь олон улсын хэмжээнд ОТС деривативуудыг бүрэн, уян хатан байдлаар баримтжуулахад зориулагдсан баримт бичиг бөгөөд үндсэн гэрээ, хуваарь, баталгаажуулалт, тодорхойлолтын товхимол, зээлийн дэмжлэгийн баримт бичгээс бүрдэнэ.

## **3.3 ЭНЭТХЭГ УЛС**

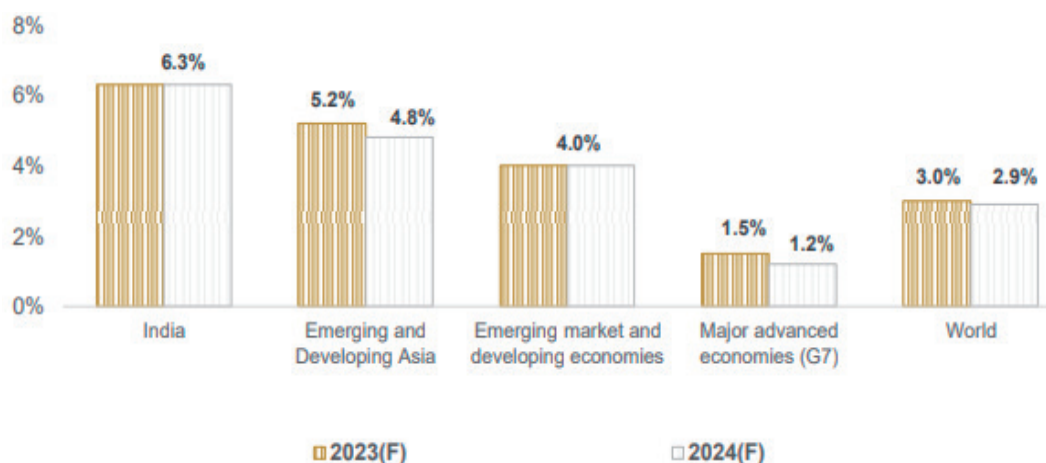
Энэтхэг Улс нь Өмнөд Азийн хамгийн том эдийн засагтай улс бөгөөд 2023 онд ДНБ нь 6.3 хувиар өсөж 3.4 их наяд ам.долларт

хүрсэн нь дэлхийд тавдугаар байр ба ДНБ-ий худалдан авах чадавхын үнэлгээгээр (PPP) дэлхийд гуравдугаар байрыг тус тус

эзэлж байсан. 2030 он гэхэд Энэтхэг Улсын эдийн засаг 7.3 их наяд ам.долларт хүрэх төлөвтэй байгаа бөгөөд Ази тивийн хоёр

дахь, дэлхийн гурав дахь том эдийн засаг болох төлөвтэй байна.

**Зураг 12.** Энэтхэг Улсын эдийн засгийн өсөлт



Эх сурвалж: IMF World Economic Outlook – October 2023

Сүүлийн жилүүдэд Энэтхэг улсын үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой, хурдацтай өсөлт нь зохицуулалтын орчин, эдийн засгийн тогтвортой байдал, технологийн дэвшил, хөрөнгө оруулагчдын идэвхжил зэрэг олон хүчин зүйлд тулгуурлаж байна.

Үнэт Цаасны Зохицуулах Хороо (SEBI) болон Энэтхэгийн Төв банкны хэрэгжүүлсэн бодлогын шинэчлэлүүд деривативын зах зээлийн ил тод байдал, эрсдэлийн удирдлагыг сайжруулж, олон улсын жишигт нийцсэн зохицуулалтын тогтолцоо бүрдүүлэхэд чухал үүрэг гүйцэтгэсэн бөгөөд дотоодын болон гадаадын хөрөнгө оруулагчдын оролцоо нэмэгдсээр байна.

**Энэтхэг Улсын деривативын зах зээлийн хөгжил, шинэчлэл**

Энэтхэг Улсын деривативын зах зээл 19-р зууны сүүлээр үүссэн бөгөөд 1875 онд түүхий эдийн фьючерс арилжаагаар эхэлсэн. 1950-аад оноос үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүйн орчин бий болсноор, зохицуулагч байгууллага бүрэлдэж, 1990-ээд оныг хүртэл төрийн хяналт давамгайлсан орчинд хөгжсөн. Харин 1991 онд чөлөөт эдийн засагт шилжсэнээр деривативын шинэ бүтээгдэхүүнүүд (гадаад валют (FX), хүүгийн түвшний своп (IRS), FRA зэрэг)-ийг зах зээлд нэвтрүүлэх боломжтой болсон.

1998 оноос SEBI-ын зөвшөөрлөөр биржийн дериватив арилжаа эхэлсэн бөгөөд санхүүгийн байгууллагуудын оролцоог нэмэгдүүлэх зорилгоор зохицуулалтууд шат дараатайгаар хэрэгжсэн. 2007 онд

RBI деривативын зах зээлийг илүү нарийн зохицуулах удирдамж гаргасан ч 2008 оны дэлхийн эзийн засгийн хямралын нөлөөгөөр зарим шинэчлэл хойшлогдож, системийн эрсдэлийг хянах шаардлагатай тулгарсан.

2009 оноос хойш хэрэглэгчийн мэдлэг, тохирох байдалд суурилсан зохицуулалт шаарддаг болсон бөгөөд дериватив бүтээгдэхүүний төрөл, оролцогчдын хүрээг аажмаар тэлжээ. 2013 оноос Энэтхэг Улсын төв банк (RBI) санхүүгийн зах зээлийг хөгжүүлэх бодлого баримталж, 2014–2019 онд Энэтхэг Улсын анхны олон улсын санхүүгийн үйлчилгээний төв (IFSC)–г байгуулснаар гадаад, дотоодын зах зээлд деривативын арилжаа хийх боломжтой болсон. 2020 оноос хойш Энэтхэг Улс өөрийнхөө ОТС деривативын зах зээлийг дэмжих зорилгоор олон

төрлийн арга хэмжээ авч хэрэгжүүлсэн. Тухайлбал, гадаадын иргэдийг INR хүүгийн дериватив, мөн валютын эрсдэлийг хеджлэх боломжийг олгож, арилжааны цагийн хязгаарыг сунгасан. Мөн 2020 онд «Bilateral Netting» хуулийг баталж, зээлийн эрсдэлийг бууруулж, хеджийн зардлыг багасгасан. Мөн GIFT City дахь гадаадын хөрөнгө оруулагчдад татварын хөнгөлөлт үзүүлж, Alternative Investment Funds CDS зах зээлд оролцох боломж олгосон бөгөөд урт хугацааны хөрөнгө оруулалтын бүтээгдэхүүнийг дэмжих зорилгоор бондын фьючерс зах зээлийн зохицуулалтыг бий болгосон.

Энэтхэг Улсын дотоодын санхүүгийн зах зээл дээрх деривативын арилжаа нь ОТС болон биржээр арилжигддаг деривативууд (ETD) гэсэн хоёр үндсэн хэсэгт хуваагддаг.

### Хүснэгт 5. Энэтхэг Улсын биржийн болон биржийн бус деривативын ялгаа

	Биржээр арилжигддаг деривативууд (ETD)	Биржийн бус зах зээлд арилжигддаг деривативууд (OTC Derivatives)
Арилжаа хийх газар, хэлбэр	Зохицуулалттай деривативын бирж дээр стандартчилагдсан гэрээ арилжигддаг. Жишээлбэл, Хөрөнгө оруулагч брокероор дамжуулан зохицуулалттай бирж дээр арилжаа хийдэг.	Хэрэглэгчийн онцгой хэрэгцээнд нийцүүлэн хоёр тал хооронд тохиролцож байгуулсан тусгайлсан гэрээ. Жишээлбэл – хоёр банк хооронд, эсхүл банк ба аж ахуйн нэгж хооронд арилжаа хийгддэг.
Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн төрөл	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фьючерс</li> <li>• Опцион</li> <li>• Бүртгэлтэй своп</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фьючерс</li> <li>• Опцион</li> <li>• Бүтэцлэгдсэн дериватив</li> </ul>

Клиринг	Гүйлгээг клирингийн төвөөр (clearing house) дамжуулан хийдэг. Тус байгууллага нь бүх гүйлгээнд үнэт цаасны зуучлагч (central counterparty)–ийн үүрэг гүйцэтгэдэг.	Төвлөрсөн клиринг  Гүйлгээг Дундын тооцооны байгууллага (CCP) дамжуулан хийдэг. CCP нь бүх гүйлгээнд үнэт цаасны зуучлагч (central counterparty)–ийн үүрэг гүйцэтгэдэг.	Хоёр талт клиринг  Гүйлгээ нь эсрэг талуудын хооронд хоёр талт байдлаар хийгддэг.
Маржин	Маржин нь зохицуулалттай деривативын биржийн дүрмээр тодорхойлогдоно.	Маржин нь CCP дүрмээр тодорхойлогдоно.	Маржин нь non-cleared маржин дүрэмд суурилдаг.

#### Хүснэгт 6. SEBI–д бүртгэлтэй хөрөнгийн биржүүд

№	Хөрөнгийн биржийн нэр	Биржээр арилжаалдаг бүтээгдэхүүн
1	Бомбэй хөрөнгийн бирж (Bombay Stock Exchange)	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Хувьцаа</li> <li>b. Хувьцааны дериватив</li> <li>c. Валютын дериватив (хүүгийн түвшний дериватив хамаарна.)</li> <li>d. Түүхий эдийн дериватив</li> <li>e. Өрийн хэрэгсэл</li> <li>f. Цахим алтны батламж – Electronic Gold Receipt (EGR)</li> </ul>
2	Калькутта хөрөнгийн бирж (Calcutta Stock Exchange)	–
3	Энэтхэг Улсын Метрополитан хөрөнгийн бирж (Metropolitan Stock Exchange of India)	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Хувьцаа</li> <li>b. Хувьцааны дериватив</li> <li>c. Валютын дериватив (хүүгийн түвшний дериватив хамаарна.)</li> <li>d. Түүхий эдийн дериватив</li> </ul>
4	Энэтхэг Улсын олон түүхий эдийн бирж (Multi Commodity Exchange of India)	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Түүхий эдийн дериватив</li> </ul>
5	Үндэсний түүхий эд, деривативын бирж (National Commodity & Derivatives Exchange)	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Түүхий эдийн дериватив</li> </ul>

6	Энэтхэг Улсын үндэсний хөрөнгийн бирж (National Stock Exchange of India)	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Хувьцаа</li> <li>b. Хувьцааны дериватив</li> <li>c. Валютын дериватив (хүүгийн түвшний дериватив хамаарна.)</li> <li>d. Түүхий эдийн дериватив</li> <li>e. Өрийн хэрэгсэл</li> </ul>
---	--	--

### Энэтхэг Улсын деривативын зах зээлийн өнөөгийн байдал

Энэтхэг Улсын деривативын зах зээлд хувьцааны биржийн дериватив (equity ETD) дийлэнх хувийг эзэлж байгаа нь

жигжлэнгийн хөрөнгө оруулагчид /retail/ болон өндөр хөрөнгөтэй хувь хөрөнгө оруулагчдын (HNI– High Net Worth Individuals) оролцоо 2019 оноос эрс нэмэгдсэнтэй холбоотой.

### Зураг 13. Энэтхэг Улсын хувьцааны биржийн дериватив (equity ETD) өсөлт

Year	Equity derivatives	FX derivatives	Interest rate derivatives	Commodity derivatives	Total (JSD bn)
1998	–	–	–	–	–
2001	8.45	–	–	–	8.45
2004	575.00	–	–	–	575.00
2007	2,940.92	–	–	–	2,940.92
2010	5,517.88	17,629.66	–	–	23,147.54
2013	7,718.97	14,356.96	–	–	22,075.93
2016	12,718.65	1,296.66	66.50	1,006.41	15,088.22
2019	43,920.99	2,271.09	63.79	966.25	47,222.11
2022	396,332.09	5,289.89	8.09	1,745.69	403,375.76

Эх сурвалж: SEBI Monthly Bulletin

Энэтхэг Улсын үндэсний хөрөнгийн бирж (NSE) нь 2023 оны байдлаар 4 жил дараалан арилжаалсан үүсмэл санхүүгийн гэрээний тоогоороо АНУ-ын CME Group-ийг давж дэлхийд тэргүүлсэн. Хувьцааны ETD зах зээлээс гадна, Энэтхэг Улс нь гадаад валют (FX), хүүгийн түвшин (IR), түүхийн эдийн ETD зах зээлүүдтэй бөгөөд эдгээр нь харьцангуй сайн хөгжсөн байдаг. 2022 онд Энэтхэг

Улсын нийт ETD зах зээлийн хэмжээ (нийт нэрлэсэн дүнгээр) ойролцоогоор 403 их наяд ам.доллар байсан. Үүний дотроос гадаад валют ба хүүгийн деривативуудын ETD зах зээл ойролцоогоор 5.3 их наяд ам.долларыг эзэлж байна.

OTC деривативын зах зээлийн гадаад валют (FX) болон хүүгийн түвшин (IR) дийлэнх хувийг эзэлдэг. 2022 онд Энэтхэг

Улсын ОТС деривативын зах зээл (нийт нэрлэсэн дүнгээр) ойролцоогоор 9.27 их наяд ам.доллар болсон нь дэлхийн 20 дахь том ОТС деривативын зах зээл Энэтхэг Улс болсон. Түүнчлэн, Энэтхэг Улсын рупи (INR) нь дэлхийд хамгийн их арилжаалагддаг валютуудын дотор 15–д багтжээ. Одоогоор Энэтхэг Улсад дотоодын ОТС хувьцаа болон түүхий эдийн деривативын зах зээл хөгжөөгүй байна.

ОТС деривативын зах зээл чухал нөлөө үзүүлсэн хүчин зүйлс:

- **Эдийн засгийн өсөлт:** Энэтхэг Улс бол дэлхийн хамгийн том, хамгийн хурдацтай хөгжиж буй эдийн засгуудын нэг бөгөөд хүн ам, эдийн засгийн хэмжээ нь санхүүгийн бүтээгдэхүүн, тэр дундаа ОТС деривативын зах зээлд өргөн хэрэглэгчийн суурийг бүрдүүлж байна. Эдийн засгийн өсөлт нь эрсдэлийн удирдлагын хэрэгслүүдийн эрэлттэй уялдан ОТС деривативын эрэлтийг улам нэмэгдүүлж байна.
- **Санхүүгийн салбарын өсөлт:** Сүүлийн жилүүдэд Энэтхэг Улсын банк, даатгал, хөрөнгийн зах зээлд хийгдсэн шинэчлэлүүд нь инновац, хөрөнгө оруулалтыг дэмжсэн санхүүгийн экосистемийг бүрдүүлж, ард иргэдийн санхүүгийн үйлчилгээний хүртээмжийг нэмэгдүүлсэн. Энэ нь деривативын зах зээлийн хөгжилд эерэг нөлөө үзүүлдэг.
- **Салбарын олон төрлийн бүтэц:** Энэтхэг Улсад мэдээллийн технологи,

үйлдвэрлэл, хөдөө аж ахуй, эмийн үйлдвэрлэл зэрэг олон салбар хөгжсөн бөгөөд тус бүрдээ өвөрмөц эрсдэлтэй тулгардаг. Эдгээр эрсдэлийг ОТС деривативын тусламжтайгаар илүү үр дүнтэй удирдах боломжтой тул зах зээл тэлэх хандлагатай байна.

- **Гадаадын хөрөнгө оруулалт ба рупиг олон улсын хэмжээнд гаргах бодлого:** Энэтхэг Улсын засгийн газар гадаадын хөрөнгө оруулалтыг идэвхтэй дэмжиж, үндэсний мөнгөн тэмдэгт болох рупиг олон улсын хэмжээнд ашиглахыг дэмжсэн бодлогыг хэрэгжүүлж байна. Энэ бодлого нь гадаадын хөрөнгө оруулагчдад Энэтхэг Улсын зах зээлд нэвтрэх боломжийг олгож, ОТС деривативын зах зээлийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлж байна.
- **Санхүүгийн хэрэгцээ:** Хувь хүн, аж ахуйн нэгжүүд эдийн засгийн тодорхойгүй байдал, зах зээлийн хэлбэлзлээс хамгаалахын тулд эрсдэлийн удирдлагын хэрэгслийг түлхүү ашиглаж байна. ОТС дериватив нь эдгээр хэрэгцээнд нийцүүлсэн уян хатан, онцгой шийдлүүдийг санал болгодог.
- **Зохицуулалтын орчин:** Энэтхэг Улсын зохицуулагч байгууллагууд зах зээлийг үр ашигтай, ил тод байдлаар ажиллуулахын тулд идэвхтэй ажиллаж, олон чухал шинэчлэл, журам нэвтрүүлсэн. Энэ нь санхүүгийн зах зээлийн оролцогч талуудыг татах нөхцөл болдог.

### 3.4 ВЬЕТНАМ УЛС

Вьетнам Улсын үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн хөгжил 2015 оноос эхэлсэн бөгөөд тус улсын засгийн газраас үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалах зарчим, зах зээлийн оролцогчдын зөвшөөрлийн шаардлага, эрсдэлийн удирдлага, хяналтын зохицуулалтуудыг тусгасан 42/2015/ND-CP, 11/2016/TT-BTC тогтоолуудыг баталсан.

- Decree No. 42/2015/ND-CP тогтоол
- 2015 онд Вьетнам Улсын Засгийн газраас “Үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн тухай” тогтоолыг гаргасан. Энэ тогтоол нь Вьетнам Улс дахь үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн зохицуулалт, бүтцийг тодорхойлсон. Үүнд, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн бүтээгдэхүүний төрөл (форвард, фьючерс гэх мэт), арилжаалах нөхцөл, журам, арилжаанд оролцогчдын эрх, үүрэг, клирингийн байгууллага, эрсдэл, хяналт, тайлагнал зэргийг хамарсан зохицуулалттай.
- Circular No. 11/2016/TT-BTC тогтоол
- 2016 онд Вьетнам Улсын Засгийн газраас 42/2015/ND-CP-ийн хэрэгжилтийг хангах тодорхой дүрэм, удирдамжийг гаргасан. Энэ тогтоол нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаа эрхлэх тусгай зөвшөөрлийн нөхцөл, биржийн

болон клирингийн үйл ажиллагааны нарийвчилсан зохицуулалт, брокер дилерийн шаардлага, тайлангийн формат, маржин систем, баталгаа, хязгаарлалтууд, эрсдэлийн удирдлага, хяналтын журмыг агуулсан.

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг Ханой хөрөнгийн биржээр (HNX) арилжаалдаг ба арилжааны бүртгэл, тооцоог Вьетнам Улсын Үнэт Цаасны Төвлөрсөн Хадгаламжийн Байгууллага (VSD) хэрэгжүүлдэг. 2017 оноос эхлэн анхны үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл VN30 индексийн фьючерс гэрээг зах зээлд нэвтрүүлсэн нь мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын дунд эрэлтийг үүсгэж, зах зээлийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлсэн. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг зах зээлд нэвтрүүлэхдээ системийн эрсдэлээс сэргийлэх зорилгоор барьцаа хөрөнгийн шаардлага, клирингийн хатуу зохицуулалтыг хэрэгжүүлсэн. Өнөөгийн байдлаар Ханой хөрөнгийн биржээр (HNX) индексийн фьючерс, засгийн газрын бондын фьючерс гэсэн 2 төрлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжаалагдаж байгаа бөгөөд зохицуулагч байгууллагын зүгээс үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг үе шаттайгаар нэвтрүүлэх, цаашид опцион гэрээг үе шаттай нэвтрүүлэх төлөвлөгөөтэй байна.

### 3.5 КАЗАКСТАН УЛС

Казахстан Улсад үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг биржээр анх 1996 онд арилжаалж

эхэлсэн байна. Тухайн жилд Казахстаны хөрөнгийн бирж (KASE) дээр үндэсний

валют болох тенге (KZT) болон АНУ–ын доллар (USD) хоорондын ханшийн фьючерс гэрээг анх удаа арилжаалсан нь тус улсын биржийн үүсмэл хэрэгслийн зах зээлийн эхлэл тавигдсан. Казахстан улсын хөрөнгийн зах зээл дээр гадаад валютын своп, форвард, фьючерс, индексийн фьючерс, хөрвөх чадвар өндөртэй хувьцааны фьючерс арилжаалж байна.

2022 онд Казахстаны Хөрөнгийн Бирж (KASE) дээр фьючерсийн арилжааны хэмжээ 7 тэрбум тенге (15.6 сая ам.доллар), 2023 онд фьючерс арилжаа нь 29 тэрбум тенге (56.8 сая ам.доллар) байна. Бирж дээр арилжаалж буй үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл:

- KASE индекс фьючерс
- USD/KZT\_TOM фьючерс
- Хамгийн хөрвөх чадвар өндөртэй хувьцааны фьючерс

2021 онд биржийн бус зах зээлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гадаад валютын своп USD/KZT арилжааны хэмжээ 3.7 тэрбум ам.доллар байсан бол 2022 онд 222 сая ам.доллар болж буурсан. Казахстаны биржийн бус зах зээлийн идэвхжил ихээхэн буурч, бирж дээр арилжаалагддаг бүтээгдэхүүнүүдийн эрэлт нэмэгдсэн.

Биржийн бус зах зээл дээр арилжаалж буй үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл:

- Гадаад валютын своп: USD/KZT, EUR/KZT, RUB/KZT
- Гадаад валютын форвард: USD/KZT and RUB/KZT

Казахстан улс нь биржийн бус үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааг зохицуулах,

мастер гэрээний стандарт нөхцөлүүдийг хууль эрх зүйн орчинд нэвтрүүлсэн бөгөөд ингэснээр биржийн бус зах зээлд валют, хүү, бусад хэрэгслүүдийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжааг илүү боловсронгуй болгох зорилготой. 2024 оны 2 дугаар сард Олон улсын своп ба деривативын холбоо (ISDA)–с Астанагийн олон улсын санхүүгийн төв (AIFC)–ийг “netting–friendly” буюу цэвэр авлагын таатай эрх зүйн орчинтой болохыг зарлав.

Энэ нь AIFC–ийн санхүүгийн зах зээлд хүчин төгөлдөр үйлчилж байгаа хуулийн дагуу ISDA мастер гэрээний “close–out netting” хаалтын харилцан суутгалын хэрэгжилтийг хүлээн зөвшөөрсөн юм.

ISDA–с энэхүү дүгнэлтийг гаргаснаар Казахстаны санхүүгийн зах зээлийг хөгжүүлэхэд чухал хувь нэмэр оруулах бөгөөд олон улсын болон үндэсний байгууллагуудыг үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалахад AIFC–ээс чухал дэмжлэг болох юм.

Хаалтын харилцан суутгал нь санхүүгийн салбарт ашиглагдаж байгаа хууль эрх зүйн механизм бөгөөд эсрэг тал үүргээ биелүүлээгүй тохиолдолд эрсдэлийг бууруулах чухал ач холбогдолтой. Өөрөөр хэлбэл өнөөгийн өглөг нь шууд төлөгдөх нөхцөлтэй болж хууль болон гэрээний дагуу хурдасдаг (тухайлбал, дампуурлын хэрэг үүсмэгц) харилцан суутгалын тусгай хэлбэр юм.

AIFC–ийн “неттинг” эрх зүйн болон бусад журмуудад тусгагдсан нэмэлт заалтууд нь байгууллагууд арилжаа хийхэд хууль эрх

зүйн баталгаатай байдлыг нэмэгдүүлэхээс гадна AIFC-д бүртгэлтэй байгууллагуудын үр ашгийг нэмэгдүүлэх, дотоодын зах зээлийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэх зэрэг олон давуу талтай. Хаалтын харилцан суутгал нь зөвхөн

санхүүгийн арилжааны эрсдэлийн удирдлагын чухал механизм байхаас гадна олон улсын шилдэг туршлагыг нэвтрүүлэх, аюулгүй, үр ашигтай, олон улсын хэмжээнд өрсөлдөхүйц санхүүгийн экосистемийг болгох давуу талтай.

## IV. УЛСЫН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

### 4.1 ХӨРӨНГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ХӨГЖИЛ

Монгол Улсын хөрөнгийн зах зээл сүүлийн 30 гаруй жилийн хугацаанд хөгжиж ирсэн бөгөөд 2024 оны байдлаар зах зээлийн үнэлгээ 13.0 их наяд төгрөгт хүрсэн нь үйлдвэрлэлийн аргаар тооцсон ДНБ-ий 16.3 хувьтай тэнцэхүйц хэмжээнд хүрсэн.

Монгол Улсад үнэт цаасны анхны арилжаа 1992 онд Монголын хөрөнгийн биржээр дамжин эхэлсэн бол, 1994 онд “Үнэт цаасны тухай” хууль батлагдсанаар хууль эрх зүйн зохицуулалтын үндэс бүрдэв. 2013 онд “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай” хуулийн шинэчилсэн найруулгыг баталснаар хөрөнгийн зах зээлийн эрх зүйн орчин олон улсын сайн туршлагад нийцүүлэн шинэчлэгдэх нөхцөл бүрдсэн.

2013 оны “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай” хуульд хөрөнгийн зах зээлийг биржийн болон биржийн бус гэж ангилан зохицуулсан. Үүний дагуу 2021 онд Санхүүгийн зохицуулах хорооноос “Биржийн бус зах зээлийн үйл ажиллагааны журам” болон бусад нарийвчилсан дүрэм, журмуудыг

баталснаар, үнэт цаасыг биржийн болон биржийн бус зах зээлээр дамжуулан арилжих эрх зүйн орчин бүрэн бүрдэж, хөрөнгийн зах зээлийн хөгжилд шинэ шат эхэлсэн.

2024 онд Монголын хөрөнгийн зах зээлд нийт 1.6 их наяд төгрөгийн үнэт цаас арилжаалагдсан. Харин ОТС дээр нийт 1.8 их наяд төгрөгийн үнийн дүн бүхий 131 өрийн хэрэгсэл бүртгэгдэж, үүнээс 1.7 их наяд төгрөгийг бодитоор амжилттай татан төвлөрүүлсэн байна. Мөн төгрөгийн арилжаанаас гадна 91.8 сая ам.долларын үнийн дүнтэй өрийн хэрэгсэл бүртгэгдэж, 71.9 сая ам.долларыг хөрөнгө оруулагчдаас амжилттай татан төвлөрүүлжээ.

2011 онд Хөдөө аж ахуйн гаралтай бараа, түүхий эдийн биржийн тухай хууль батлагдсанаар ХАА-н гаралтай бараа, түүхий эдийг биржээр дамжуулан арилжих эрх зүйн орчин бүрдсэн. Үүний үр дүнд 2024 оны байдлаар нийт 7 төрлийн бүтээгдэхүүн (ямааны завод ноос, ямааны ноолуур, хонины ноос, тэмээний ноос, тосны ургамал

зэрэг) арилжаалагдаж, нийт 995.9 тэрбум төгрөгийн гүйлгээ хийгдсэн байна.

2022 онд Уул уурхайн бүтээгдэхүүний биржийн тухай хууль батлагдсанаар уул уурхайн бүтээгдэхүүний арилжааг олон улсын стандартад нийцсэн, нээлттэй, ил тод, хараат бус, өрсөлдөөний үндсэн дээр зохион байгуулах эрх зүйн орчин бүрдсэн. Үүний

дагуу 2024 онд Уул уурхайн бүтээгдэхүүний биржээр нийт 24.8 сая тонн, 6 төрлийн бүтээгдэхүүн (нүүрс, төмрийн хүдэр, зэсийн баяжмал, хайлуур жоншны хүдэр, хайлуур жоншны баяжмал) 571 удаагийн арилжаагаар нийт 8.9 их наяд төгрөгийн гүйлгээ амжилттай хийгдсэн байна.

## 4.2 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ, ХУУЛЬ ЭРХ ЗҮЙН ОРЧИН

Монгол Улс 1990 оноос хойш зах зээлийн эдийн засгийн харилцаанд шилжиж, хувийн өмчийг хүлээн зөвшөөрснөөр арилжааны эрх зүйн харилцаа хөгжиж эхэлсэн. 1991 онд Аж ахуй нэгжийн тухай хууль, мөн өнөөг хүртэл хүчин төгөлдөр үйлчилж буй 1995 оны Векселийн тухай хууль зэрэг арилжааны эрх зүйд хамаарах олон хууль батлагдсан. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь гэрээний хэлбэрээр гүйцэтгэгддэг тул Монгол Улсад гэрээний эрх зүйн харилцааг “Иргэний хууль” зохицуулдаг.

### 1. Иргэний хууль

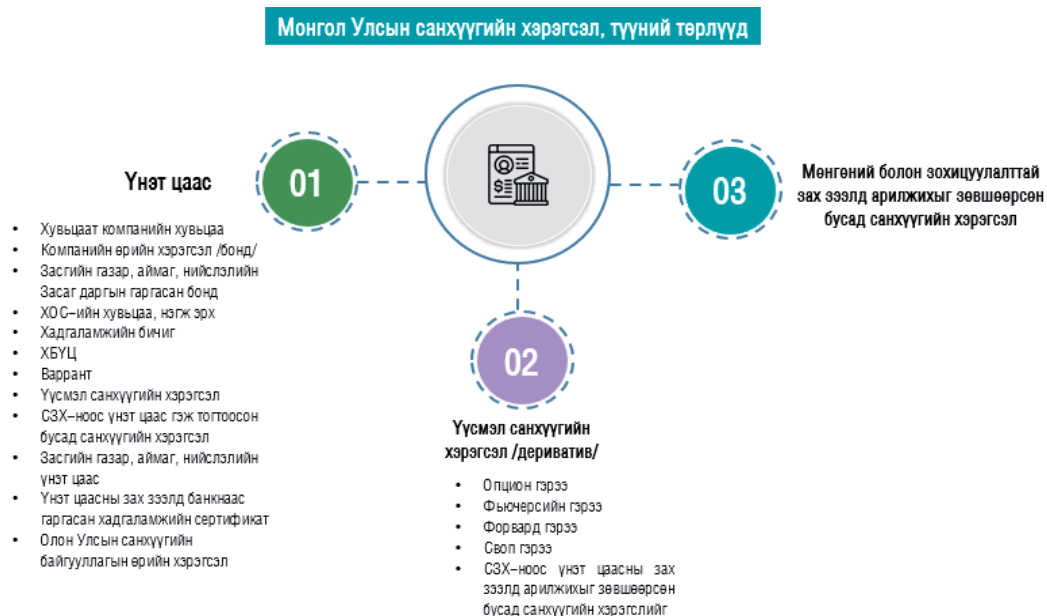
Иргэний хуулийн 269 дүгээр зүйлд зааснаар опцион гэрээг ирээдүйд эд хөрөнгө худалдах–худалдан авах гэрээ хэмээн тодорхойлсон байна. Харин бусад төрлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь Иргэний хуульд тусгайлан гэрээний харилцаагаар зохицуулагдаагүй (*269.1.Тодорхой цаг*

*хугацаа, эсхүл тодорхой үйл явдал болохоос өмнө ямар нэгэн зүйлийг худалдах, эсхүл худалдан авахаар гэрээний талууд тохиролцох буюу худалдан авагч талын санаачилгаар тодорхой эд хөрөнгийг олж авах эрхтэй байхаар гэрээ байгуулж болно. 269.2.Энэ хуулийн 269.1–д заасан гэрээнд худалдах–худалдан авах гэрээний талаарх энэ хуулийн холбогдох заалтууд нэгэн адил хамаарна.)* байна.

### 2. Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль

2013 онд батлагдсан Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн шинэчилсэн найруулгаар үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг хуулиар тодорхойлж, биржийн болон биржийн бус зах зээлд үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргах, арилжихтай холбогдсон нийтлэг харилцааг зохицуулсан эрх зүйн орчин бүрдүүлсэн.

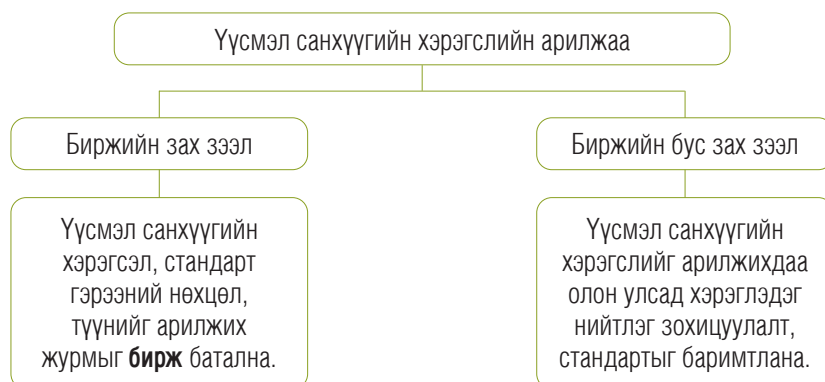
## Зураг 14. Санхүүгийн хэрэгсэл, түүний төрлүүд



*Эх сурвалж: Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль (2013)*

Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 19 дүгээр зүйлд “Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжих” харилцааг зохицуулж үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг биржийн болон биржийн бус зах зээл дээр гаргах, арилжих, оролцогчид тавих нөхцөл, шаардлага, суурь хөрөнгийн төрлийг тогтоох ерөнхий журмыг Санхүүгийн зохицуулах хороо (СЗХ) батлахаар тусгажээ.

## Зураг 15. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаа



Үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллага (бирж) нь үнэт цаас болон бараа бүтээгдэхүүнд суурилсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг хөрөнгийн биржээр арилжихад зохих үйлчилгээг үзүүлэх, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг бүртгэх, хасах болон арилжаанд оруулах журмыг батлах үүрэгтэй.

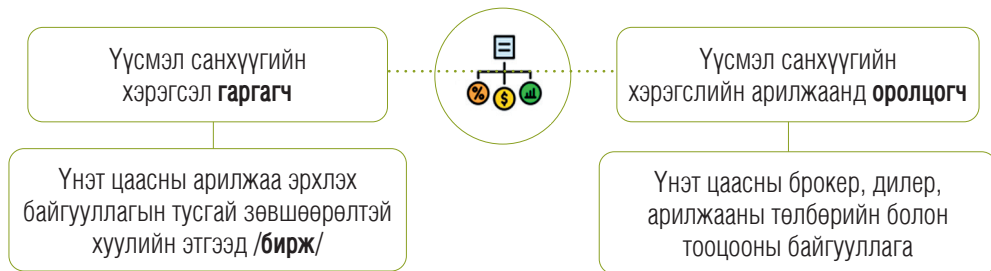
### 3. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагчид тавих нөхцөл, шаардлага, шалгуур болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт, түүнийг арилжих журам

СЗХ–ны 2023 оны 189 дүгээр тогтоолоор баталсан “Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагчид тавих нөхцөл, шаардлага, шалгуур болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт, түүнийг арилжих журам”–аар

үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагч болон арилжаанд оролцогч зохицуулалттай этгээдэд тавих нөхцөл, шаардлага, шалгуур тогтоох, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээний стандартыг СЗХ–ны бүртгэлд бүртгэх, бүртгэлээс хасахтай холбоотой харилцааг зохицуулна.

Дээрх журмаар биржийн зах зээлд үнэт цаасны үнэ, арилжааны индекс, гадаад валют, уул уурхайн бүтээгдэхүүн, хөдөө аж ахуйн гаралтай бараа, түүхий эдэд суурилсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэлтэй холбогдох харилцааг зохицуулсан байх бөгөөд биржийн бус зах зээлд арилжих үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн харилцаанд хамаарахгүй байхаар тусгасан.

#### Зураг 16. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцогч



Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагч нь Үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллагын тусгай зөвшөөрөлтэй хуулийн этгээд байх бөгөөд үнэт цаасны арилжаа эрхлэх зөвшөөрөлтэй гурван хуулийн этгээд байна. Үүнд: “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК, “Улаанбаатар үнэт цаасны бирж” ХК, “Чингис хаан хөрөнгийн бирж” ХХК болно.

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагчид тавих нөхцөл, шаардлага, шалгуур болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт,

түүнийг арилжих журмаар арилжаа эрхлэх байгууллага үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааг зохион байгуулах, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт гэрээний загварыг боловсруулах, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд хяналт тавих, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийг рвуулан ашиглахаас сэргийлэх, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлд оролцогчдын ашиг сонирхлын зөрчлөөс урьдчилан сэргийлэх зэрэг журмуудыг баталж нийтэд мэдээлэх үүрэгтэй байна.

### 4.3 ХӨРӨНГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ИДЭВХ, ЗАХ ЗЭЭЛД ОРОЛЦОГЧИД

2024 онд СЗХ–нд бүртгэлтэй 32 хөрөнгө оруулалтын менежментийн компани байна. Тус компаниудын хувьд 42 хувийн хөрөнгө оруулалтын сан, 6 хамтын хөрөнгө оруулалтын сангийн хөрөнгийг хөрөнгө итгэмжлэн удирдах гэрээний үндсэн дээр удирдан ажиллаж байна. Мөн СЗХ–нд бүртгэлтэй 6 хамтын хөрөнгө оруулалтын сан байгаагаас 3 нь хамтын нээлттэй, 2 нь хамтын хаалттай, 1 хамтын хаалттай биржээр арилжаалагдах сан (ETF) хэлбэртэйгээр үйл ажиллагаа эрхэлж байна.

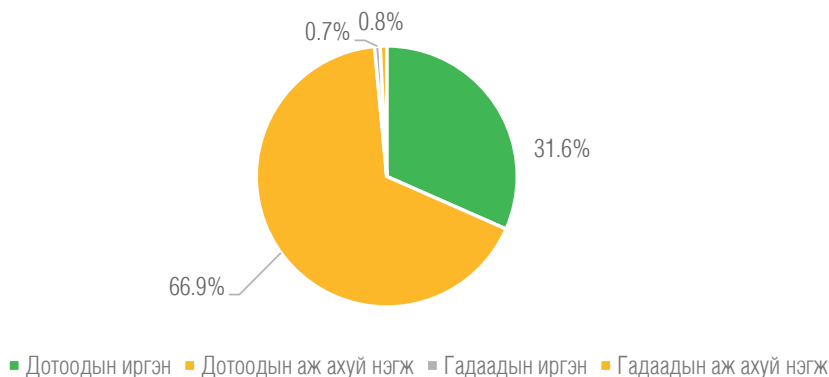
2024 онд үнэт цаасны арилжаа 1.6 их наяд төгрөгт хүрсэн бөгөөд хоёрдогч зах зээлийн арилжааны хөрвөх чадвар 2.5 хувьд хүрсэн. Монгол Улсын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийг тодорхойлох гол үзүүлэлтүүдийн

нэг болох хөрвөх чадвар бага байгаа нь хувьцааны хэт төвлөрөлтэй холбоотой. Монголын хөрөнгийн биржийн ТОП–20 индексэд багтах ХК–уудын хувьцааны төвлөрөл нийт хувьцааны 80.48 хувийг 5–аас дээш хувийн хувьцаа эзэмшигчид эзэмшиж байгаа нь хэт төвлөрөлтэй байна.

Нийт 1.6 их наяд төгрөгийн арилжааны 1.5 их наяд төгрөг нь үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллага буюу биржээр, харин 91.5 тэрбум төгрөг нь хамтын нээлттэй хөрөнгө оруулалтын сангаар тус тус гүйцэтгэгдсэн байна.

“Монголын хөрөнгийн бирж” ХК–ийн нийт хоёрдогч зах зээлийн арилжаанд оролцогчдыг ангилан авч үзвэл:

**Зураг 17.** Арилжаанд оролцогчдын эзлэх хувь



Дээрх арилжаанд давтагдсан тоогоор нийт 128,492 хүн, 2,489 аж ахуйн нэгж оролцож, 331,433 удаагийн арилжаа хийсэн бөгөөд үүний 97.4 хувийг дотоодын иргэн эзэлж байгаа нь хөрөнгийн зах зээл дээрх

дотоодын иргэн, аж ахуй нэгжийн оролцоо өндөр, мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчид болох хамтын ХОС, даатгалын компани, банк, ББСБ, ҮЦК–иудын идэвх сул байна.

## 4.4 ҮҮСМЭЛ САНХҮҮГИЙН ХЭРЭГСЛИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙГ ХӨГЖҮҮЛЭХЭД ТУЛГАРЧ БҮЙ СОРИЛТУУД

### 1. Хууль эрх зүйн болон зохицуулалтын орчин дутмаг

2024 оны 5 дугаар сард Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуульд нэмэлт, өөрчлөлт оруулах тухай хуулиар биржийн болон биржийн бус зах зээлд үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргах, арилжихтай холбогдсон илүү боловсронгуй болсон. Гэсэн хэдий ч үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээ, гэрээ байгуулснаас үүдэх эрх үүрэг, хохирол зэрэгтэй холбоотой нарийвчилсан зохицуулалт Иргэний хууль, Дампуурлын тухай хууль, Компанийн тухай хууль зэрэг холбогдох хууль тогтоомжид тусгагдаагүй байна. Тухайлбал, Иргэний хуульд зөвхөн “опцион гэрээг ирээдүйд эд хөрөнгө худалдах–худалдан авах гэрээ” гэж тодорхойлсон боловч бусад төрлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээг тодорхойлоогүй. Мөн Дампуурлын тухай хууль болон Компанийн тухай хуульд үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гэрээнээс үүсэх үүрэг, түүнээс гарах эрсдэлийг хэрхэн зохицуулах талаар тусгай зохицуулалт тусгагдаагүй байна.

### 2. Мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын зах зээлийн оролцоо бага

Монгол Улсын хөрөнгийн зах зээлийн хоёрдогч зах зээлийн арилжаанд гадаадын иргэн, аж ахуйн нэгжийн эзлэх хувь ердөө 1.5 хувь байгаа нь гадаадын хөрөнгө оруулагчдын оролцоо туйлын

бага байгааг харуулж байна. Мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгийн зах зээлд оролцоо сул байна. Тухайлбал, 2024 онд хийгдсэн нийт 1.6 их наяд төгрөгийн арилжааны ердөө 0.06 хувь буюу 91.5 тэрбум төгрөгийн арилжаа хамтын нээлттэй хөрөнгө оруулалтын сангаар дамжин хэрэгжсэн байна. Мөн тус онд тусгай зөвшөөрөлтэй үйл ажиллагаа явуулж буй 19 даатгалын компани бонд, хувьцааны хэлбэрээр нийт 100 тэрбум төгрөгийн хөрөнгө оруулалт хийсэн нь харьцангуй бага үзүүлэлт юм. Үүнээс гадна тэтгэврийн сангийн зохицуулалт хангалтгүй байгаа нь үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын оролцоо дутмаг байгааг тодорхой харуулж байна.

### 3. Биржийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн үйл ажиллагааны холбогдох журмуудыг батлаагүй

Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийн эрх зүйн орчин бүрдсэн хэдий ч, биржээр арилжаалах суурь хөрөнгө, гэрээний стандарт тодорхойгүй байна. Мөн арилжаа эрхлэх байгууллага (бирж) үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааг зохион байгуулах, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт гэрээний загварыг боловсруулах, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд хяналт тавих, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийг урвуулан ашиглахаас сэргийлэх,

үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлд оролцогчдын ашиг сонирхлын зөрчлөөс урьдчилан сэргийлэх зэрэг журмуудыг тухайн үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллага батлаагүй байна.

**4. Биржийн бус зах зээлийн арилжааны олон улсын ямар стандартыг мөрдөх эсэх тодорхойгүй**

Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулиар үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалахыг зөвшөөрсөн боловч биржийн бус зах зээл (ОТС) дээр арилжаалахад олон улсын нийтлэг зохицуулалтын стандартыг баримтална гэсэн хэт ерөнхий зохицуулалттай байна.

## ДУГНЭЛТ, ЗӨВЛӨМЖ

Үүсмэл санхүүгийн зах зээл нь МЭӨ 1792–1750 оны үед үүсэж, 1991 онд АНУ–ын биржийн бус зах зээл дээр үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжаалж эхэлснээр дэлхийн үүсмэл санхүүгийн зах зээл тасралтгүй хөгжсөөр иржээ. Тус зах зээл нь дэлхий дахинд биржийн бус (ОТС) хэлбэрээр илүү хөгжсөн байх бөгөөд 2024 оны байдлаар дэлхийн 50 гаруй томоохон бирж дээр нийт 87.6 их наяд ам.долларын дериватив арилжаалагдсан бол, харин биржийн бус деривативын нэрлэсэн дүн 729.8 их наяд ам.долларт хүрсэн байна.

ОТС деривативын олон улсын зохицуулалтын орчин 2008 оны дэлхийн санхүүгийн хямралын дараа үүссэн бөгөөд G20 бүлгийн ОТС деривативын арилжааны мэдээллийг тайлагнах, ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх зорилгоор үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн бүх арилжааны тооцоог ССР–гээр дамжуулан хийх, бүх арилжааг мэдээллийн санд (trade repository) бүртгэх, стандартчилагдсан гэрээг бирж дээр эсхүл цахим арилжааны платформоор арилжих, ССР–гээр дамжаагүй (хоёр талт) гэрээнд илүү өндөр хөрөнгийн шаардлага тавих зэрэг шаардлагыг гишүүн орнууддаа тавьсан. 2009 онд байгуулагдсан Санхүүгийн тогтвортой байдлын зөвлөл (FSB) нь G20–ийн бүлгийн хүрээнд санхүүгийн зах зээлийн эрх зүйн шинэчлэлийн хэрэгжилтийг хянан зохицуулж ирсэн. Үүний үр дүнд G20–ийн бүлгийн ихэнх улс орнууд FSB–ээс тавьсан шаардлагуудыг эрх зүйн орчиндоо

амжилттай тусган хэрэгжүүлсэн бол, харин эдгээр шинэчлэлийг бүрэн хэрэгжүүлээгүй цөөн улс дэлхийн ОТС деривативын зах зээлийн маш бага хувийг эзэлж байна.

1998 онд Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага (IOSCO)–аас биржээр арилжаалагдах үүсмэл санхүүгийн гэрээг зохицуулах зарчим, удирдамжийг тодорхойлсон бөгөөд 2012 онд үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн зуучлагчдын зохицуулалтын олон улсын стандарт, 2023 онд түүхий эдийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээлийн хяналт, зохицуулалтын зарчим зэрэг үүсмэл санхүүгийн зах зээлийг зохицуулах зөвлөмж, зарчим, стандартыг тус тус баталжээ.

Энэтхэг Улсын деривативын зах зээлд сүүлийн жилүүдэд тогтвортой эдийн засаг, олон улсын жишигт нийцсэн зохицуулалт, технологийн дэвшил, хөрөнгө оруулагчдын идэвхжил, бүтээгдэхүүний төрөлжилт зэрэг хүчин зүйлсийн үр дүнд өсөж Үндэсний хөрөнгийн бирж (NSE) нь 2023 оны байдлаар 4 жил дараалан арилжаалсан үүсмэл санхүүгийн гэрээний тоогоороо АНУ–ын CME Group–ийг давж дэлхийд тэргүүлсэн байна. Тус улсын ОТС деривативын зах зээл 2022 онд нэрлэсэн дүнгээр 9.27 их наяд ам.долларт хүрч, дэлхийн 20 дахь том зах зээлд тооцогдож байна. Дотоодын зах зээл дээрх деривативын арилжаа нь ОТС болон биржээр арилжигддаг (ETD) гэсэн хоёр үндсэн ангилалтай боловч, одоогоор хувьцаа

болон түүхий эдийн ОТС деривативын зах зээл Энэтхэгт хөгжөөгүй хэвээр байна.

Вьетнам Улсын үүсмэл санхүүгийн зах зээлийн хөгжил 2015 оноос эхэлсэн бөгөөд Ханой хөрөнгийн бирж (HNX)–ээр арилжаа хийж, арилжааны бүртгэл болон тооцоог Вьетнамын Үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн байгууллага (VSD) хариуцан хэрэгжүүлдэг болсон. 2017 онд VN30 индексийн фьючерс гэрээг зах зээлд нэвтрүүлснээр мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдын дунд эрэлт бий болж, зах зээлийн хөрвөх чадвар мэдэгдэхүйц нэмэгдсэн байна. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг нэвтрүүлэхдээ Вьетнамын зохицуулагч байгууллагууд системийн эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх зорилгоор өндөр барьцаа хөрөнгийн шаардлага болон клирингийн хатуу зохицуулалтын механизмыг хэрэгжүүлсэн нь онцлог юм. Өнөөгийн байдлаар Ханой хөрөнгийн биржээр (HNX) индексийн фьючерс, засгийн газрын бондын фьючерс гэсэн 2 төрлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл арилжаалагдаж байгаа бөгөөд зохицуулагч байгууллагын (The State Securities Commission of Vietnam) зүгээс үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг үе шаттайгаар нэвтрүүлэх, цаашид опцион гэрээг үе шаттай нэвтрүүлэх төлөвлөгөөтэй байна.

Казахстан Улсад үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн зах зээл анх 1996 онд үүсэж, Казахстаны хөрөнгийн бирж (KASE)–д үндэсний валют болох тенге (KZT) болон АНУ–ын доллар (USD)–ын ханшийн фьючерс гэрээг арилжаалснаар албан ёсоор

эхлэлээ тавьсан. Үүнээс хойш тус улсын зах зээлд гадаад валютын своп, форвард, фьючерс, индексийн фьючерс болон өндөр хөрвөх чадвартай хувьцааны фьючерс зэрэг бүтээгдэхүүнүүд арилжаалагдаж байна. 2022 онд Казахстаны Хөрөнгийн Бирж (KASE) дээр фьючерсийн арилжааны хэмжээ 7 тэрбум тенге (15.6 сая \$), 2023 онд фьючерс арилжаа нь 29 тэрбум тенге (56.8 сая \$) болж өссөн байна. 2021 онд биржийн бус зах зээлийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн гадаад валютын своп USD/KZT арилжааны хэмжээ 3.7 тэрбум ам.доллар байсан бол 2022 онд 222 сая ам.доллар болж буурсан. Казахстаны биржийн бус зах зээлийн идэвхжил ихээхэн буурч, бирж дээр арилжаалагддаг бүтээгдэхүүнүүдийн эрэлт нэмэгдсэн байна. Казахстан улс нь 2025 онд биржийн бус үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааг зохицуулах мастер гэрээний стандарт нөхцөлийг нэвтрүүлсэн бөгөөд энэ нь валют, хүү, бусад хэрэгслүүдийн арилжааг илүү боловсронгуй болгох, системийн эрсдэлийг бууруулах, зах зээлийн итгэлцлийг нэмэгдүүлэх ач холбогдолтой.

Монгол Улсын хувьд 2024 оны 5 дугаар сард Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуульд нэмэлт, өөрчлөлт оруулах тухай хуулиар үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн харилцааг зохицуулсан эрх зүйн орчин илүү боловсронгуй болсон. Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 19.1–т заасны дагуу СЗХ–ноос биржийн зах зээлд үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагчид тавих нөхцөл, шаардлага, шалгуур болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт,

түүнийг арилжихтай холбоотой харилцааг зохицуулсан журмыг баталсан. Харин Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 19.1–т зааснаар үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллага (“Монголын хөрөнгийн бирж” ХК, “Улаанбаатар үнэт цаасны бирж” ХК, “Чингис хаан хөрөнгийн бирж” ХХК) биржийн зах зээл дээр арилжих үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл, стандарт гэрээний нөхцөл, түүнийг арилжих журмыг батлаагүй байна. Мөн Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 19.3–т зааснаар гадна биржийн бус зах зээлд үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалах олон улсад хэрэглэдэг нийтлэг зохицуулалт, стандартыг баримтална гэсэн ч ямар байгууллагаас баталсан, ямар зохицуулалт, стандартыг баримтлах талаар тодорхой бус байна.

Судалгааны үр дүнд суурилан дараах саналыг боловсрууллаа:

1. Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл нь гэрээний эрх зүйн харилцаанд суурилсан тул Иргэний хууль болон бусад холбогдох хуулиудад (Дампуурлын тухай хууль, Компанийн тухай хууль гэх мэт) форвард гэрээ, фьючерсийн гэрээ, своп гэрээ, опцион гэрээ гэсэн үндсэн дөрвөн төрлийн гэрээний зохицуулалтыг нэмж тусгах, гэрээнээс үүсэх эрх, үүрэг болон эрсдэлийг нарийвчлан тусгах шаардлагатай.
2. Үнэт цаасны арилжаа эрхлэгчдийн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжааг зохион байгуулах журам, стандарт гэрээний

загвар боловсруулах, арилжаанд тавих хяналт, зах зээлийг урвуулан ашиглахаас сэргийлэх, оролцогчдын ашиг сонирхлын зөрчлөөс урьдчилан сэргийлэх зохицуулалтыг боловсруулж хэрэгжүүлэхдээ Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага (IOSCO)–ын стандарт, зарчим, зөвлөмжийг баримтлах;

3. Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 19.3–т “Биржийн бус зах зээл дээр үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжихдаа олон улсад хэрэглэдэг нийтлэг зохицуулалт, стандартыг баримтална.” гэж заасны дагуу Олон улсын своп ба деривативын холбоо (ISDA)–ны мастер гэрээний загварыг нэвтрүүлэх замаар арилжааны ил тод байдлыг сайжруулах, эрсдэлийг бууруулах.
4. Хамтын сан, даатгалын компаниуд, хувийн тэтгэврийн сангийн оролцоог дэмжих, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн арилжаанд оролцох зохицуулалтын таатай орчныг бүрдүүлэх;
5. Мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчид, арилжааны банк, хөрөнгө оруулалтын компаниудын дунд судалгаа явуулж, зах зээлийн эрэлт хэрэгцээнд нийцсэн үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг нэвтрүүлэх. Жишээлбэл, Засгийн газрын бондын фьючерс зэрэг бүтээгдэхүүнийг үе шаттай нэвтрүүлэх.

## АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ

### Монгол хэлээр

- Монгол Улсын хууль
  - Иргэний хууль (2002)
  - Үнэт цаасны тухай хууль (1994)
  - Дампуурлын тухай хууль (1997)
  - Хөдөө аж ахуйн гаралтай бараа, түүхий эдийн биржийн тухай хууль (2011)
  - Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль (шинэчилсэн найруулга) (2013)
  - Уул уурхайн бүтээгдэхүүний биржийн тухай хууль (2022)
- Журам
  - Биржийн бус зах зээлийн үйл ажиллагааны журам (2021)
  - Үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл гаргагчид тавих нөхцөл, шаардлага, шалгуур болон үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийн стандарт, түүнийг арилжих журам (2023)

### Гадаад хэлээр

- Hull, J. C. (2017). Options, futures, and other derivatives (9th ed.). Pearson Education.
- Pauletto, C., & Kummer, S. (2012, May 2). The history of derivatives: A few milestones.
- Bank for International Settlements (BIS). (2022). Exchange-traded derivatives statistics – Data. BIS Data Portal. [https://data.bis.org/topics/XTD\\_DER/data](https://data.bis.org/topics/XTD_DER/data)
- Bank for International Settlements (BIS). (2022). OTC derivatives statistics – Data. BIS Data Portal. [https://data.bis.org/topics/OTC\\_DER/data](https://data.bis.org/topics/OTC_DER/data)
- Hanoi Stock Exchange. (2023). Annual report 2023.
- Securities and Exchange Board of India. (2025, June 17). Securities and Exchange Board of India. <https://www.sebi.gov.in/index.html>
- European Central Bank. (2016, August). The bank lending channel of monetary policy transmission in the euro area. ECB Occasional Paper Series (No. 168). [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201608\\_article02.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201608_article02.en.pdf)
- Financial Stability Board. (2024, November 18). Promoting global financial stability: 2024 FSB annual report. <https://www.fsb.org/uploads/P181124-2.pdf>
- International Organization of Securities Commissions. (1996). Legal and regulatory framework for exchange-traded derivatives. Emerging Markets Committee.

- International Organization of Securities Commissions. (1998, September). The application of the Tokyo Communiqué to exchange-traded financial derivatives contracts. Technical Committee.
- International Organization of Securities Commissions. (2012, June). International standards for derivatives market intermediary regulation: Final report (FR03/12). Technical Committee.
- International Organization of Securities Commissions. (2023, January). Principles for the regulation and supervision of commodity derivatives markets: Final report (FR02). The Board.
- Astana Financial Services Authority (AFSA). (2022, September 11). Astana International Financial Centre achieves ISDA recognition as a netting-friendly jurisdiction. AIFC.kz. <https://afsa.aifc.kz/astana-international-financial-centre-achieves-isda-recognition-as-a-netting-friendly-jurisdiction/>

