ЭДИЙН ЗАСГИЙН ӨСӨЛТ БА ХӨРӨНГИЙН ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ХӨГЖЛИЙН ХАРИЛЦАН ХАМААРЛЫН АСУУДАЛ

Ц. Норовдондог /УИХ-ын Тамгын газрын Судалгааны төвийн дарга, доктор Ph.D/
Хамтран оролцсон: Ч. Онончимэг, Ж. Элбэгзаяа

Илтгэлийн агуулга:

1. Эдийн засгийн өсөлт ба хөрөнгийн зах зээлийн харилцан хамаарал
2. Монгол улсын эдийн засгийн өсөлт ба хөрөнгийн зах зээлийн хамаарлын шинжилгээ
3. Хөрөнгийн зах зээлд оролцогчдын засаглалыг сайжруулах асуудал

* * *

Эдийн засгийн өсөлт ба түүнд нөлөөлөх хүчин зүйлсийн хамаарлын асуудал нь эрдэмтэд, судлаачдын анхаарлын төвд байдаг макро эдийн засгийн судалгааны томоохон асуудал юм. Илтгэлийн сэдвийн хүрээнд эдийн засгийн өсөлтөд нөлөөлдөг гол хүчин зүйлсийн дундаас санхүүгийн зах зээл, тэр дундаа хөрөнгийн зах зээлийн эдийн засагт гүйцэтгэх үүрэг роль болон нөлөөллийн асуудлыг гадаад, дотоодын эрдэмтэн судлаачид, нэр хүнд бүхий эдийн засагчдын хийсэн онолын болон эмпирик судалгаанд тулгуурлан авч үзсэн болно.

Мөн Монгол улсын эдийн засгийн өсөлтийн төлөв байдал, түүнд хөрөнгийн зах зээл нөлөө үзүүлж буй эсэх талаар тодорхой тоо мэдээлэлд тулгуурлан дүн шинжилгээ хийх, цаашид хөрөнгийн зах зээлийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг нэмэгдүүлэх үүднээс зах зээлд оролцогчдын засаглалын чанарыг сайжруулах асуудал зайлшгүй чухал болохыг энэхүү судалгаагаар харуулахыг зорьсон болно.

1. Эдийн засгийн өсөлтөд хөрөнгийн зах зээлийн үүрэг

Эдийн засгийн уламжлалт онолын сэтгэлгээгээр, эдийн засгийн өсөлтийг байгалийн баялаг, капитал, ажиллах хүчин, хөдөлмөрийн бүтээмж, техникийн дэвшил зэрэг бодит хүчин зүйлүүд тодорхойлдог хэмээн ихэнх эрдэмтэн судлаачид үзэж байсан. Санхүүгийн зах зээлийн эдийн засагт нөлөөлөх нөлөөлөл нь харьцангуй бага бөгөөд сайн хөгжсөн санхүүгийн сектор нь эдийн засагт хуримтлалыг бий болгож богино хугацаандаа эффект үзүүлнэ гэсэн онолын тайлбарыг Бланшар нарын эрдэмтэд хэлж байсан байна.

Санхүүгийн зах зээл болон эдийн засгийн өсөлтийн хамаарлын талаархи анхны судалгааны бүтээлүүдийг Gurley J, Shaw E нар туурвисан бөгөөд санхүүгийн зах зээл болон эдийн засгийн өсөлтийн хооронд тодорхой нөхцөл шалтгаант уялдаа холбоо байдаг гэдгийг нотлох оролдлого хийжээ. Дэлхийн банкны эдийн засагч Николас Стерн " Эдийн засгийн систем хэвийн байх үед санхүүгийн зах зээлийн үүрэг роль анзаарагдахгүй мэт боловч нөхцөл байдал муудах үед санхүүгийн секторын хямрал нь маш их хортой үр дагаврыг авчирдаг" гэжээ.

Сүүлийн үеийн санхүү эдийн засгийн хямралуудын сургамж нь эдийн засагт гүйцэтгэж буй санхүүгийн секторын үүрэг ролийг үгүйсгэж болохгүй бөгөөд санхүүгийн сектор нь эдийн засгийн тогтвортой өсөлтийг бий болгоход чухал үүрэг бүхий салбар мөн гэдгийг эрдэмтэд хүлээн зөвшөөрч энэ асуудалд анхаарлаа хандуулах болсон байна.

Санхүүгийн салбар болон эдийн засгийн өсөлтийн харилцан хамаарлын асуудлыг орчин

үеийн хандлагаар нь анх Шумпетер Й хөндөж тавьсан бөгөөд эдийн засаг дахь санхүүгийн секторын хөгжил нь ДНБ болон 1 хүнд ногдох ДНБ-ний өсөлт зэрэг үзүүлэлтүүдэд эерэг нөлөө үзүүлдэг гэсэн дүгнэлт хийжээ.

Шумпетерийн үзэж байгаагаар " санхүүгийн зуучлагчид/ зөвхөн банкыг авч үзсэн/хөрөнгө татан төвлөрүүлж хөрөнгө оруулалтын төслүүдийг санхүүжүүлэх, эрсдэлийг удирдахад үйл ажиллагаагаа чиглүүлсэнээр бие даасан хөрөнгө оруулагчдаас илүү мэргэшсэн байдлаар компанийн үйл ажиллагаанд хяналт тавих боломжтой. Энэ нь эдийн засагт хийгдэж буй хэлцлийн тоог нэмэгдүүлж техникийн шинэчлэл хийх, эдийн засгийн хөгжлийг дэмжих хөшүүрэг болдог гэж үзжээ. Санхүүгийн салбар нь хөрөнгө оруулалтыг хамгийн сайн өгөөж өгөх төслүүдэд чиглүүлж хөрөнгийг дахин хуваарилалтыг явуулдаг тул өсөлтийг дэмжих катализатор болдог" гэсэн дүгнэлтийг хийжээ.

Шумпетер нь банкны салбарын үүрэг рольд ач холбогдол өгч байсан бол орчин үеийн судлаачид хөрөнгийн зах зээлийн үүрэг ролийг судлан шинжлэх болсон байна. Р. Камерона, Х. Патрик, Р. Голдсмит, Дж. Хикс нарын томоохон судлаачид энэ асуудлыг судалж эхэлсэн. 18-р зуунд Их британийг дэлхийн хүчирхэг гүрэн болгосон аж үйлдвэрийн хувьсгал нь зөвхөн технологийн дэвшлийн үр дүнд биш санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн үр дүнд бий болсон амжилт юм. Санхүүгийн зах зээлийн хөгжил нь эдгээр төслийг үйлдвэрлэлд нэвтрүүлэх боломжийг олгосон юм" гэж Дж. Хикс хэлсэн байна.

Санхүүгийн зах зээлийн эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөөг судлаачид онолын загварууд, эдийн засгийн математик аргуудыг ашиглан шинжлэх ухааны үндэслэлтэйгээр судалсан олон бүтээлүүд байна. Эдгээрээс нөлөө бүхий концепц нь посткейнсийн онолын төлөөлөгч Х. Минскийн дэвшүүлсэн "санхүүгийн хэврэг байдлын " тухай гипотез юм. Энэ онолоор бол, санхүүгийн интститут болон үйлдвэрлэлийн компаниудын эцсийн зорилго нь ашгийн төлөө байдаг учраас бодит секторт санхүүгийн хэрэгцээ / зээл, үнэт цаас гаргах/ өсөхийн хэрээр санхүүгийн институтууд энэхүү хэрэгцээг хангахыг тэмүүлнэ.

Зохицуулах байгууллагуудын зүгээс банкны заавал байлгах нөөц, бодлогын хүүг нэмэгдүүлэх, зээлийн хэмжээг хязгаарласан байлаа ч санхүүгийн зуучлагчид шинэ бүтээгдэхүүн үйлчилгээг бий болгох замаар энэхүү саадыг давж чаддаг. Тухайлбал, олгосон зээлээ үнэт цааст хөрвүүлэх, санхүүгийн институт хоорондоо зээлийн шугам нээх, синдикат хэлбэрээр хамтран зээл олгох, пассивийн удирдлагыг сайжруулах замаар урт хугацааны эх үүсвэрийг бий болгох зэрэг шинэлэг аргуудыг нэвтрүүлсээр байгаа нь санхүүгийн зах зээлийн хөгжилд түлхэц болж байна.

2. Хөрөнгийн зах зээлийн эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөөлөл

Санхүүгийн зах зээлийн эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөөллийг судлах 3 янзын хандлага буюу парадигм бий болжээ. Үүнд:

1. Санхүүгийн зах зээл дэх зээлдэгч –зээлдүүлэгчдийн харилцааны субьектив хүчин зүйлээс хамааралтай микроэдийн засгийн шалтгааныг судлах. Үүнд ёс зүйн эрсдэл, буруу сонголт, принципал-агентын харилцааны асуудал хамаарна. Амьдрал дээр зээлдүүлэгч болон зээлдэгчийн хооронд мэдээллийн үнэн зөвийн тухайд асуудал үүсдэг.

   Зээлдэгч төслийнхөө бодит байдал / эрсдэл, орлого гэх мэт/ -ын талаар туйлын үнэнийг мэдэж байдаг боловч зээлдүүлэгчийн хувьд зээлдэгчийн найдвартай байдлыг тодорхойлоход хүндрэлтэй. Зээлдэгч аль болохоор үнэнийг нууна, зээлдүүлэгч зээлдэгчийн үйл ажиллагаанд мониторинг хийх шаардлагатай болдог ч энэ нь зардал шаардана. Үүнээс үүдэн болгоомжлол үүсч хөрөнгө оруулалт хумигдсанаар эдийн засгийн өсөлт буурдаг гэж Дж. Стиглиц, Б. Смит нар үзжээ.

2. Эдийн засгийн өсөлтийн эндоген загварт санхүүгийн зах зээлийн үзүүлэлтүүдийн нөлөөг оруулж тооцоолох. М. Пагано, П. Хоуитт нарын эрдэмтэд энэ загвараар тооцоо хийж санхүүгийн зах зээл нь эдийн засгийн өсөлтөд шууд нөлөө үзүүлэх үү, эсвэл шинжлэх ухаан техникийн дэвшлээр дамжуулж нөлөө үзүүлэх үү гэсэн 2дмол парадигмийг судалж үзээд санхүүгийн зах зээлийн хөгжил болон эдийн засгийн өсөлтийн хооронд эерэг хамаарал байдаг гэдгийг онолын хувьд нотолжээ.
3. Эконометрик шинжилгээний арга. Эмпирик тооцооны аргаар эдийн засгийн өсөлт болон санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн хооронд мөн ийм эерэг хамаарал байдгийг “Барро-регрессийн” томьёоллоор тооцож гаргасан байна. Математик аппарат ашиглан олон янзын регрессийн шинжилгээнд санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн үзүүлэлтүүдийн нөлөөллийг оруулж тооцох замаар тооцооллуудыг хийдэг. Энэхүү парадигмийн төлөөлөгчид Р. Левин, Т. Бек, А. Демиргуч-Кунта, Р. Раджан нарыг нэрлэж болно.

Мэдээжийн хэрэг эдийн засгийн өсөлт ба санхүүгийн зах зээлийн хамаарлын асуудал нь онолын хувьд судлагдахуун хэвээр байсаар байгаа боловч “ санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн түвшин нь эдийн засгийн өсөлтийн катализатор мөн” гэдэг дээр онолчид, судлаачид санал нэгдсэн байна.

Нобелийн шагналт эрдэмтэн Самуэльсоний тодорхойлсоноор” Эдийн засгийн өсөлт болон хөрөнгө оруулалтын харилцан хамаарлын механизм нь “акселлераторийн зарчмаар” явагдах ба ДНБ-ийн бодит өсөлт нэмэгдэх нь бодит хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлнэ, бодит хөрөнгө оруулалт нэмэгдсэний үр дүнд ДНБ өснө” гэж үзжээ. Гэхдээ бодит хөрөнгө оруулалт гэдэгт зөвхөн үл хөдлөх хөрөнгө/ барилга байшин, машин тоног төхөөрөмж/ болон үйлдвэрлэлийн нөөцийг тооцсон байна.

Абрамов нарын эрдэмтэдийн дэлхийн 20 өндөр хөгжилтэй болон хөгжиж буй орнуудыг 1961-2005 оны хоорондхи 45 жилийн ДНБ-ний бодит өсөлт болон бодит хөрөнгө оруулалтын өсөлтийн хамаарлын судалгаа үүнийг мөн нотолжээ.

Эдгээр эрдэмтэдийн тооцоолсоноор, Өндөр хөгжилтэй орнуудын хувьд дунджаар ДНБ-ны бодит өсөлт 1%-иар нэмэгдэхэд 2,8%-ийн бодит хөрөнгө оруулалт шаардлагатай, тухайлбал, Их британид-3,7%, Германид 2,9%, Францад-2,7%, канадад-2,3%, АНУ-д 2,2%, Японд-1,8% байна гэсэн тооцоо хийжээ.

Дэлхийн банк болон ОУВС-ийн мэргэжилтнүүдийн янз бүрийн он жилүүдэд хийсэн судалгаагаар, “Хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн түвшин нь эдийн засгийн өсөлтөд шууд нөлөө үзүүлдэг” гэдгийг нотолжээ. Гэхдээ энэхүү шууд хамаарал нь аяндаа бий болдоггүй бөгөөд байнгын мониторинг, хөрөнгийн зах зээлийн дэд бүтцийн байгууллагуудын нягт уялдаа холбоо бүхий ажиллагаа, мөнгөний болон хөрөнгийн зах зээлийг зохицуулах байгууллагуудын үйл ажиллагаанаас хамаардаг гэжээ.

Эдийн засгийн өсөлтөнд санхүүгийн зах зээлийн үзүүлэх нөлөөлөл нь тухайн орны хөгжлийн түвшнээс шалтгаалан янз бүр байна. Өндөр хөгжилтэй орнуудын хувьд (G-8 – ийн орнууд, ОЭСР болон ЕС-ийн орнууд) санхүүгийн зах зээлийн эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөөл нь харьцангуй өндөр, эерэг хамааралтай байна гэдгийг Дэлхийн банкны судалгаагаар тогтоожээ. /табл/

Хөгжиж байгаа орнуудын хувьд байдал өөр байна. Улс бүрийн хөгжлийн түвшин өөр, эдгээр үзүүлэлтийг үнэн зөв тооцох статистик мэдээлэл хангалтгүй зэргээс шалтгаалан одоогийн байдлаар хжгиж байгаа орнуудын хувьд тооцоо судалгааг бүрэн дүүрэн гаргаж чадаагүй байгаа учраас эдгээр орнуудад санхүүгийн зах зээл нь эдийн засгийн өсөлтөд шууд нөлөө үзүүлж байна гэж хэлэхэд учир дутагдалтай гэж үздэг байна. Хөгжиж буй

орнуудын хувьд ядуурлыг бууруулах, тэгш бус байдлаг арилгах, инфляцийг бууруулах зэрэг олон асуудлууд байдаг нь судалгаа шинжилгээний явцад хүндрэл үүсгэдэг. Судлаачдын үзэж байгаагаар, санхүүгийн секторын хөгжил нь эдгээр орнуудын хувьд эцсийн дүндээ ядуурлыг бууруулахад нөлөө үзүүлэх боловч харамсалтай нь эхний үедээ тэгш бус байдлыг үүсгэдэг гэжээ.

Хөгжиж буй орнуудын хувьд инфляци өндөр байдгаас санхүүгийн зах зээлийн эдийн засагт үзүүлэх эерэг нөлөөллийг бууруулж байдаг. Эмпирик судалгаанаас үзэхэд, инфляц жилд 13-25% өсөхөд ЭЗӨ болон СЗЗ-ийн хооронд эерэг хамаарал ажиглагдахгүй. Иймээс инфляц бага байх нь СЗЗ-ийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийг сайжруулна гэж үздэг байна. Гэхдээ Хятад, Энэтхэг, Бразил зэрэг хөгжиж буй эдийн засагтай орнуудын хувьд бага зэрэг эерэг хамаарал байгаа болохыг судлаачид тогтоожээ.

3. Монгол улсын хөрөнгийн зах зээл ба эдийн засгийн өсөлтийн хамаарлын шинжилгээ

Монгол улсын эдийн засгийн төлөв байдал, түүнд үзүүлж байгаа санхүүгийн зах зээлийн хүчин зүйлийн нөлөөллийг тооцох үүднээс судалгааг 2 шаттайгаар гүйцэтгэв. Үндсэн схем:/ ЭЗӨ, инфляц, санхүүгийн зах зээлийн үзүүлэлтүүдийг графикаар харуулах/

1-рт: Санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн үндсэн үзүүлэлтүүдийг тодорхойлж тэдгээрийн өсөлт бууралтын динамик судалгаагаар харуулав. Үүнд:

1. Санхүүгийн секторын бүтцийн үзүүлэлт (Хөрөнгийн зах зээлийн нийт үнэлгээ/ нийт зээлийн хэмжээ)

   Хөрөнгийн зах зээлийн нийт үнэлгээ ба арилжааны банкуудын олгосон нийт зээлийн харьцаагаар санхүүгийн зах зээлд банкны сектор болон хөрөнгийн зах зээлийн аль нь илүү үүрэг рольтой байна вэ гэдгийг тодорхойлдог. / Дээрхи коэффициент 1-ээс их буюу бага байх нь СЗЗ-д хөрөнгийн зах зээл ба банкны салбарын аль нь давамгайлж байгааг харуулна/

   1995-2010 оны хооронд динамик судалгаанаас үзэхэд , 1995 он гэхэд дээрхи коэф 0.2 байсан бол 1997 онд 0.8 хүрч улмаар 2004-2005 онд 0.5 болсон байна. 2006 оноос бага зэрэг сэргэж 2010 оны эцэст 0.6 болсон. Өөрөөр хэлбэл, Монгол улсын санхүүгийн зах зээлд банкны сектор болон хөрөнгийн зах зээлийн гүйцэтгэж буй үүрэг 60/40-ийн харьцаатай байна гэж үзэж болох боловч Хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компаниудын хувьцааг үндсэндээ бодит хөрөнгө оруулалт гэж тооцох боломжгүй. / хувьчлалын журмаар үнэгүй тараагдсан хувьцаа учраас/ Үүнээс , хоёрдогч зах зээлийн арилжаа эхэлсэнээс хойш шинээр IPO хийж гаргасан хувьцаа болон бондын дүнг хөрөнгө оруулалтын үнэт цааст тооцож тооцвол хөрөнгийн зах зээлийн санхүүгийн зах зээл дэх үүрэг оролцоо маш бага гарах болно. / Шинээр гаргасан үнэт цаасны мэдээлэл тодорхойгүй, олдохгүй байв. /график дүрслэл 1/

2. Санхүүгийн зах зээлийн тэлэлт (Санхүүгийн нийт актив/ ДНБ) Энэхүү үзүүлэлтийг санхүүгийн нийт активийг ДНБ-нд харьцуулах замаар тооцдог. 1995-2010 оны хоорондхи динамик судалгаанаас үзэхэд, 1995 онд дээрхи үзүүлэлт 18,6% байсан бол аажмаар өссөөр 2010 оны эцэст 71,1% болсоноос үзэхэд санхүүгийн зах зээл тэлж байна гэдэг нь харагдаж байна/ финансовая глубина/.

3. Эдийн засаг дахь бодит хөрөнгө оруулалт (Нийт хөрөнгө оруулалт/ ДНБ) 1995-2010 оны динамик судалгаанаас үзэхэд, 1995-2008 оны хооронд дээрхи үзүүлэлт үндсэндээ тогтмол 20%-30% хооронд хэлбэлзэж байсан бол 2009 онд 32,5, 2010 онд 40,8% болж өсөх хандлагатай байгаа нь уул уурхайн салбарт оруулсан шууд хөрөнгө оруулалттай

холбоотой гэж үзэж болохоор байна.

4. Хөрөнгийн зах зээлийн эдийн засагт гүйцэтгэж буй үүрэг / ХЗЗ-ийн нийт үнэлгээ/ ДНБ/ Дээрх харьцааны 1995-2010 оны динамик судалгаанаас үзэхэд, 1995 онд 2,3%тай байсан бол 1997 онд 5,2% болж бага зэрэг өссөнөө 2004 онд 1,0% хүртэлээ буурсан байна. 2005 оноос энэ үзүүлэлт өсч 2010 онд 16,6% болсоноос үзэхэд хөрөнгийн зах зээл сэргэх хандлагатай болж эдийн засагт гүйцэтгэх үүрэг нь нэмэгдэх хандлагатай байна.

2-рт: Хөрөнгийн зах зээл, Санхүүгийн зуучлал болон Бодит хөрөнгө оруулалтын ДНБ-ний өсөлтөд нөлөөлж буй нөлөөллийг "Барро-регрессийн" аргачлалаар тооцож гаргав.

Ашигласан мэдээлэл

obs	G_GDP	MV_LO	FA_GDP	I_GDP
1996	2.4	27.6	19.7	20.9
1997	4	85.9	22.2	21.7
1998	3.5	41.9	25	28.8
1999	3.2	44.4	23.3	29
2000	1.1	60.7	18.3	24.3
2001	1	30.6	23.7	24.1
2002	3.9	15.3	31.7	23.3
2003	7	11.2	46.2	25.2
2004	10.6	4.9	41.5	27.3
2005	7.3	6.5	49.3	25.8
2006	8.6	10.7	51.1	23.7
2007	10.2	34.8	57.7	25.3
2008	8.9	19.6	51.2	27.2
2009	-1.6	23.4	62.1	32.6
2010	6.1	42.1	71.1	40.8

Эдийн засагч Баррогийн ДНБ-ний өсөлтөд хөрөнгийн зах зээлийн нөлөө, санхүүгийн зуучлалын нөлөө, бодит хөрөнгө оруулалтын нөлөөлөл хэр байгааг тодруулбал ДНБ-ний өсөлтийн хэдэн хувийг эдгээр 3 үзүүлэлт бүрдүүлж байгааг харуулах зорилгоор регрессийн тэгшитгэлээр тооцож үзлээ.

$$\Delta ДНБ_{өсөлт} = a + b * \frac{хөрөнгийн\ зах\ зээлийн\ үнэлгээ}{нийт\ зээлийн\ хэмжээ} + c * \frac{санхүүгийн\ актив}{ДНБ} + d * \frac{бодит\ хөрөнгө\ оруулалт}{ДНБ} + e$$

- ДНБ -нд хөрөнгийн зах зээлийн үзүүлэх нөлөөлөл
- ДНБ -нд санхүүгийн зуучлалын үзүүлэх нөлөөлөл
- ДНБ -нд бодит хөрөнгө оруулалтын үзүүлэх нөлөөлөл

Анхны үнэлгээ

Dependent Variable: G_GDP
Method: Least Squares
Date: 09/15/11 Time: 21:50
Sample: 1996 2010
Included observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.938744	5.066077	1.764431	0.1054
MV_LO	-0.020426	0.047595	-0.429162	0.6761
FA_GDP	0.142053	0.079006	1.798004	0.0996
I_GDP	-0.332217	0.249892	-1.329441	0.2106

R-squared	0.355942	Mean dependent var	5.080000
Adjusted R-squared	0.180290	S.D. dependent var	3.646956
S.E. of regression	3.301875	Akaike info criterion	5.450036
Sum squared resid	119.9262	Schwarz criterion	5.638850
Log likelihood	-36.87527	Hannan-Quinn criter.	5.448025
F-statistic	2.026404	Durbin-Watson stat	2.212346
Prob(F-statistic)	0.168629		

Анхны хийсэн үнэлгээний хувьд хөрөнгийн зах зээлийн ДНБ-нд нөлөөлөх магадлал нь 0,6761 буюу энэ нь статистикийн хувьд хамгийн ач холбогдол багатай буюу ДНБ-нд нөлөөлөл байхгүй байна. Онолын хувьд үнэлгээнд хамгийн ач холбогдол багатай / хөрөнгийн зах зээлийн/ үнэлгээг хасаж тооцвол дараахь үр дүн гарч байна.

* * *

Эцсийн үнэлгээ

Dependent Variable: G_GDP
Method: Least Squares
Date: 09/15/11 Time: 22:03
Sample: 1996 2010
Included observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.647040	4.846617	1.784139	0.0997
FA_GDP	0.160577	0.063884	2.513561	0.0272
I_GDP	0.372260	0.223801	-1.663357	0.1221

R-squared	0.345158	Mean dependent var	5.080000
Adjusted R-squared	0.236018	S.D. dependent var	3.646956
S.E. of regression	3.187660	Akaike info criterion	5.333308
Sum squared resid	121.9341	Schwarz criterion	5.474918
Log likelihood	-36.99981	Hannan-Quinn criter	5.331800
F-statistic	3.162519	Durbin-Watson stat	2.172780
Prob(F-statistic)	0.078853		

Эцсийн үнэлгээгээр манай улсын хувьд банкны салбарын зуучлал болон шууд хөрөнгө оруулалтын хэмжээ/ гадаадын/ ДНБ-ний өсөлтийн 34 хувийг бүрдүүлж байна гэсэн тооцоо гарч байна.

Бодит хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлэх нэг арга бол Хөрөнгийн бирж дээр –IPO гаргах. Дэлхийн хэмжээнд авч үзвэл IPO хөрөнгө оруулалтын хэмжээ сүүлийн үед хурдтай өсөх хандлагатай байна. IPO хөрөнгө оруулалтын өсөлтийн хурд болон эдийн засгийн бодит өсөлтийн хооронд корреляцийн өндөр хамаарал байдаг учраас хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн асуудалд түлхүү анхаарах цаг болжээ.

IPO хөрөнгө оруулалт нь үйлдвэрлэлийн хүчийн чадлыг нэмэгдүүлэх бодит хөрөнгө оруулалтад чиглэгдэх ёстой байдаг ч зах зээл шинэ тутам хөгжиж байгаа орнуудын хувьд хөрөнгийг өөр зориулалтаар ашиглах явдал байна. Монгол улсын хувьд хөрөнгө оруулалтын утгаараа IPO гаргах ажиллагаа эхлэл төдий байна. 1990-ээд оны үед ягаан, цэнхэр тасалбараар хувьчилсан 470 гаруй үйлдвэр аж ахуйн газруудад үндсэндээ хөрөнгө оруулалт хийгээгүй бөгөөд өмчлөх эрх шилжүүлэх ажиллагаа л явагдсан юм. Хөрөнгө оруулалтын IPO гаргасан байдлыг статистик мэдээллээс үзвэл, 1990-2010 оны байдлаар шинээр гаргасан хувьцаа - байгаа нь бодит хөрөнгө оруулалтын %, бонд - төгрөг нь % байгаас компанийн бонд , ЗГ -ын бонд байна.

Хөрөнгийн зах зээлийн потенциалыг эдийн засгийн өсөлтийн боломж болгон ашиглахад IPO хэлбэрээр гаргасан хувьцаа, болон бондын санхүүжилтийг зориулалтын дагуу бодит хөрөнгө оруулалтанд зориулж байгаа эсэхэд тавих хяналт, мониторинг чухал үүрэгтэй. Үүнтэй уялдан хөрөнгийн зах зээлд оролцогчдын удирдлага, менежмент засаглалын чанарын асуудлыг сайжруулах нь эн тэргүүний асуудал юм. Зах зээлд оролцогчдын засаглалыг сайжруулах үүднээс удирдлага, менежментийн шинэ арга, стандартуудыг нэвтрүүлэх, биржид бшртгэлтэй компаниудын засаглалыг сайжруулах, мэдээллийн үнэн зөв, ил тод байдлыг хангах шаардлагатай.

Эдгээр шаардлагуудыг хангаснаар компаниудын зээлжих чадварын үнэлгээ сайжрах бөгөөд энэ хэмжээгээр ур хугацаатай хөрөнгө оруулалтыг гадаад, дотоодын зах зээл дээрээс татах боломж бүрдэнэ. Эдийн засгийн өсөлтийг нэмэгдүүлэх гол хүчин зүйл болох бодит хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлэхэд хөрөнгийн зах зээлийн үүрэг роль чухал юм .

Хөрөнгийн зах зээлд оролцогчдын засаглалыг сайжруулах асуудал

Монгол улсын Ерөнхий сайд С. Батболд саяхан “ Хөрөнгийн зах зээл бол хөгжлийн хөшүүрэг “ сэдэвт төрийн өмчийн ААН, үнэт цаас, даатгалын салбарын төлөөлөлтэй хисэн уулзалтан дээр хэлсэн үгэндээ “... Хөрөнгийн зах зээл бол Монгол улсад бол шинэхэн хөгжиж буй салбар юм. Өнгөрсөн 18 жилд өсөлтийн бэрхшээл, туршлагагүйн балчирдал байсан нь мэдээж боловч өнөөгийн бодит шаардлага Та биднээс илүү ихийг хүсэн хүлээж

байна. Хөгжилтэй орнуудын иргэд гэрээсээ буюу гар утаснаасаа аль ч хөрөнгийн биржэд холбогдож, сонирхсон арилжаагаа хийх боломжоор хангагдах хэмжээнд хүрчээ. Манайд байдал ямар байна вэ?

Хувьцаа худалдах худалдан авах сонирхол бүхий хүн аль нэгэн брокер дилерийн компанийг царайчлах шаардлага гардаг. Үүнийг дагасан хүнд суртлаас иргэд халширч, яваандаа сонирхолгүй болдог. Хийгдэж байгаа арилжаа нь Засгийн газраас гаргасан бондын хэдэн төгрөг, аль хэзээний цэнхэр тасалбараар хувьчлагдсан цөөхөн компанийн хэдхэн хувьцаа. Ийм байж өнөөдөр таарахгүй. Өнөөгийн дэлхийн жишгээс бид дэндүү хол байна“ гэдгийг дурьдсан байна.

Мөн уул уурхайн салбарын хөгжлийг дагаад бидэнд хөрөнгийн зах зээлийн дэлхий нийтийн хөгжилтэй хөл нийлүүлэн алхах, энэ салбарт ахиц дэвшил гаргах шаардлага байна гэдгийг тоо баримтаар дурьдсан байна. Тухайлбал, Хонг-Конгийн хөрөнгийн биржид бүртгэгдсэн Хөшөөтийн нүүрсний орд газрын тусгай зөвшөөрлийг эзэмшдэг “Mongolia Energy Corporation Limited” компани нийт 6,1 тэрбум ширхэг хувьцаа гаргаж 27,0 тэрбум хонг-конг долларын санхүүжилтийг бий болгосон бол, Нью Йоркийн хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй Оюутолгойн ордын эзэмшигч Айвенхоу майнз компани 424,9 сая ширхэг хувьцаа гаргаж 5,6 тэрбум канад долларын эх үүсвэрийг тус тус бий болгож чаджээ. Өнөөдөр Торонто, Лондон, Хонг Конг, Нью Йоркийн хөрөнгийн биржүүдэд Монгол улсын уул уурхайн ордтой хамааралтай 20 гаруй компанийн хувьцаа арилжаалагдаж байна.

Гадаадын хөрөнгө оруулалттай компаниуд Монголын орд газрыг барьцаалан хөрөнгө босгож болоод байхад бид өөрсдөө яагаад хийж чадахгүй байгаа юм бэ? Тэдний туршлагаас суралцах боломж бүрэн бий. Гагцхүү идэвхи санаачлага, эрэл хайгуул, өрсөлдөх чадвар дутаж байна. Бид үүнд маш хурдан суралцах хэрэгтэй. Ингэснээр Оюутолгой, Таван толгой, Эрдэнэт, Монголросцветмет гэх зэрэг дэлхийн зах зээл дээр өрсөлдөхүйц томоохон төсөл, аж ахуйн нэгжүүдийн хувьцааг олон улсын болон дотоодын бирж дээр шууд гарган арилжаалах боломж бүрдүүлэх явдал нэн чухал . Бид үр ашигтай байхын тулд бүхий л үйл ажиллагаагаа олон улсын нийтлэг дэг журмаар явуулж, нэг хэлээр ярьж, тэнд үйлчилдэг зарчим, дүрмийг шууд авч хэрэгжүүлэх нь өнөөгийн зайлшгүй шаардлага болоод байна” гэсэн байна.

Монгол улсын засгийн газраас хэрэгжүүлж буй “Хөрөнгийн зах зээлийг хөгжүүлэх хөтөлбөр”, Ерөнхий сайдын гаргасан санал санаачлагатай уялдуулан хөрөнгийн зах зээлийг дэлхийн нийтлэг стандартын дагуу зөв зохион байгуулж төлөвшүүлэхэд ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ЗОХИЦУУЛАЛТЫН СТАНДАРТ болон КОМПАНИЙН ЗАСАГЛАЛЫН СТАНДАРТ –ыг нэвтрүүлэх асуудал туйлын чухал юм. Энэ асуудалд САнхүүгийн зохицуулах хороо болон зах зээлд оролцогч субьектууд онцгой анхаарах ёстой. Эдгээр стандартыг нэвтрүүлж зөв төлөвшүүлэхгүйгээр Монгол улсад хөрөнгийн зах зээл хөгжих, олон улсын зах зээлтэй интеграцид орох нөхцөл бүрдэхгүй юм.

1/ ҮЦЗЗ-ийн зохицуулалтын стандартыг нэвтрүүлэх асуудал

Олон улсын хэмжээнд Үнэт Цаасны Хороодын Олон Улсын Байгууллага /IOSCO/-аас 1998 онд гаргаж 2003 онд шинэчлэн баталсан “Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтын зорилго ба зарчим” /Objectives and Principles of Securities Regulation/, мөн 2001 онд баталсан “Үнэт цаасны төлбөр тооцооны зөвлөмж” хэмээх баримт бичгүүд байдаг. “Үнэт цаасны зохицуулалтын зорилго ба зарчим” хэмээх баримт бичигт Үнэт цаасны зохицуулалтын дараахь үндсэн 3 зорилтыг нийтээр дагаж мөрдөхөөр тодорхойлсон. Үүнд:

- Хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах
- Зах зээлийн үнэнч шударга, үр ашигтай, ил тод механизмыг бүрдүүлэх
- Системийн эрсдлийг бууруулах

Дээрх 3 зарчим нь хоорондоо нягт холбоотой, зарим тохиолдолд давхацсан шинж чанартай байдаг. Тухайлбал, зах зээл ил тод, үр ашигтай, цэвэр тунгалаг байх зарчим нь хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах, системийн эрсдлийг бууруулахад чиглэгдсэн байдаг бол эрсдлийг бууруулах чиглэлээр хэрэгжүүлж буй арга хэмжээнүүд нь хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалахад мөн чиглэгдэж байдаг юм. Мөн хяналт шалгалт, зөрчил илрүүлэх, хохирол гомдлыг барагдуулах, хууль хэрэгжүүлэх ажиллагаа болон зохицуулах байгууллагуудын хамтын ажиллагаа нь эдгээр зарчмуудыг хэрэгжүүлэхэд ихээхэн нөлөөтэй юм.

1. Хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах зарчим.

Хөрөнгө оруулагчид нь дотоод мэдээллийг ашиглан арилжаа хийх, харилцагчдын өмнүүр орж гүйлгээ хийх, харилцагчдын мөнгөн хөрөнгийг үрэгдүүлэх зэрэг хууль бус үйл ажиллага, манипуляцаас хамгаалагдсан байх ёстой.

Хөрөнгө оруулагчдыг шийдвэр гаргахад нь зайлшгүй шаардлагатай мэдээллээр бүрэн хангах нь маш чухал. Ингэснээр хөрөнгө оруулагчид юуны өмнө учирч болзошгүй эрсдэл болон үр ашгаа зөв тооцоолж, өөрсдийнхөө ашиг сонирхолыг хамгаалах боломжтой болно. Мэдээллийг ил тод байлгах шаардлагын гол үндэс болохын хувьд нягтлан бодох бүртгэл, аудитийн стандарт нь чанартай, олон улсын хэмжээнд хүлээн зөвшөөрөгдсөн байх шаардлагатай.

Зөвхөн эрх бүхий байгууллагаас лиценз авсан хүн, эсвэл байгууллага хөрөнгө оруулалтын үйлчилгээ үзүүлэх эрхтэй. Тухайлбал, зах зээлийн зуучлагч байгууллагууд болон биржийн операторууд. Эдгээр лиценз бүхий байгууллага болон хувь хүнд эхлэлтийн болон өөрийн хөрөнгийн шаардлага зайлшгүй тавигдана. Учир нь үнэт цаасны компаниуд нь харилцагчид болон хамтран ажиллагсадынхаа эрэлт хэрэгцээнд нийцсэн нөхцөлийг бүрдүүлж, харилцагчдын хөрөнгийг хамгаалах үүрэгтэй.

Зах зээлийн зуучлагч байгууллагуудын үйл ажиллагаанд хийх хяналт шалгалт нь зах зээлд оролцогчдод тавигдах минимум шаардлагыг хангуулах, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалахад чиглэгдсэн байх ёстой. Иймд уг шаардлагад нийцсэн хяналт шалгалт хийх, зөрчил илрүүлж, хохиролыг барагдуудах үр ашигтай систем байх ёстой. Юуны өмнө үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн хэрэгжилт маш сайн байх ёстой. Хяналт шалгалтын тогтолцооны үр ашигтай байдал нь зохицуулах байгууллагууд дотооддоо болон олон улсын түвшинд хэрхэн хамтран ажиллаж байгаагаас шалтгаална.

2. Үнэнч шударга, ил тод, үр ашигтай зах зээл

Зохицуулах байгууллагын зүгээс бирж болон арилжааны операторуудын үйл ажиллагааг зохицуулж буй байдал, арилжаатай холбоотой журам заавар нь зах зээл хир зэрэг шударга байгааг илэрхийлнэ. Зах зээлийн үнэнч шударга байх зарчим нь хөрөнгө оруулагчдыг арилжааны буруу практикаас хамгаална. Зах зээлийн зохион байгуулалт нь зах зээлд оролцогчдод ижил тэгш нөхцлийг бүрдүүлэх ёстой. Зохицуулагч зах зээлийн манипуляц болон бусад хууль бус ажиллагааг таслан зогсоох, арга хэмжээ авах үүрэгтэй.

Зохицуулагч байгууллага нь зах зээлийн холбогдолтой мэдээллүүд, үнэ ханшийн мэдээллийг хөрөнгө оруулагчид үнэнч шударгаар олж авч чадаж байгаа эсэх, зах зээлд үнэ бүрдэх, харилцагчдын захиалгыг биелүүлэх ажиллагаа үнэнч шударга хийгдэж байгаа эсэхэд хяналт тавина.

Үр ашигтай зах зээл дээр зах зээлийн үнэ бүрдэлтэд нөлөөлөх мэдээллүүдийг тодорхой үе шаттайгаар, тогтмол нийтэд хүргэж байгаа эсэхэд хяналт тавина. Ялангуяа мэдээллийг ил тод болгох, нийтэд хүргэх асуудал маш чухал.

3. Системийн эрсдлийг бууруулах

Хэдийгээр зохицуулагч байгууллага зах зээлд зуучлагч нь дампуурах эсэхийг урьдчилан таамаглаж чадахгүй ч гэсэн дампуурах эрсдлийн бууруулах ёстой. Жишээ нь, цэвэр хөрөнгө болон дотоодын хяналтын хэрэгслүүдийг ашиглана. Ийм тохиолдол гарсан тохиолдолд зохицуулагч үйл ажиллагааг нь таслан зогсоохдоо харилцагч, үйлчлүүлэгчдийг аль болохоор хохирол багатай байх арга хэмжээг авсан байх ёстой.

Эрсдлийг удирдах нь ялангуяа тасралтгүй ажиллагаатай, идэвхтэй зах зээлд маш чухал. Зохицуулагч нь эрсдлийн үр ашигтай менежментийг цэвэр хөрөнгө, бусад арга хэрэгслүүдийг ашиглан зохицуулна. Үр ашигтай, зөв зохион байгуулагдсан төлбөр тооцооны системтэй үед эрсдлийн менежментийг үр ашигтай явуулж болно. Дээрхи 3 зорилтын хүрээнд Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтын 8 төрлийн 30 зарчмыг баталгаажуулж, Олон Улсын Үнэт Цаасны Хорооны Байгууллага /IOSCO/-ын гишүүн орнууд холбогдох хууль тогтоомждоо тусган хэрэгжүүлэхээр заасан байдаг. Үүнд:

- ✓ Зохицуулагчтай холбоотой зарчмууд
- ✓ Өөрийгөө зохицуулах байгууллагын зарчмууд
- ✓ Үнэт цаасны зохицуулалтын албадан хэрэгжүүлэх зарчмууд
- ✓ Зохицуулагчийн хамтын ажиллагааны зарчмууд
- ✓ Үнэт цаас гаргагчдын дагаж мөрдөх зарчмууд
- ✓ Хамтын хөрөнгө оруулалтын зарчмууд
- ✓ Зах зээлд зуучлагчдын зарчмууд
- ✓ Хоёрдогч зах зээлийн зарчмууд

2/ Компанийн засаглалыг сайжруулах асуудал

АНУ -д 19 дүгээр зуунд нээлттэй буюу хувьцаа нь олон нийтэд чөлөөтэй арилжигддаг томоохон корпорациуд нэгдэх болон төрийн өмчит компаниуд хувьчлагдах үйл явц өрнөж байх тэр үед “Корпорацийн тухай“ Холбооны Улсын хуульд нэмэлт өөрчлөлт оруулснаар компанийн төлөөлөн удирдах зөвлөлд шийдвэр гаргах илүү эрх олгогдсон байна. Үүнтэй холбоотойгоор компанийн цөөн тооны буюу жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашиг хөндөгдөх болсон нь Компанийн засаглал болон Компанийн зохистой удирдлагыг шинэ түвшинд гаргах хэрэгцээ шаардлагыг бий болгожээ.

Мөн 1929 оны Их хямрал, 1997 оны зүүн Азийн санхүүгийн хямрал болон 2008 оны дэлхий нийтэд нүүрлэсэн санхүү эдийн засгийн хямралд бүсийн болон дэлхийн хэмжээний томоохон хөрөнгө оруулалт, банк санхүүгийн байгууллагын засаглалын зарчим, зүй зохист удирдлага, хяналтын зарчим алдагдсан нь зохих хэмжээгээр нөлөөлсөн гэж судлаачид үздэг байна.

Компанийн засаглал нь компанийн хувь нийлүүлэгч / хувьцаа эзэмшигч/ , менежер болон гүйцэтгэх удирдлагын шийдвэр гаргах эрх хэмжээний зохистой хуваарилалт юм. Өөрөөр хэлбэл аливаа компанийн томоохон хувьцаа эзэмшигч нь нийт хувь нийлүүлэгчдийн ашиг сонирхлыг хангах үүднээс компанийн өдөр тутмын болон урт хугацааны хэтийн төлөвлөлт, бодлогыг тодорхойлох чиг үүрэг бүхий Төлөөлөн удирдах зөвлөлийн санал, шийдвэрийг эрхэмлэн дээдлэх явдал байдаг.

Мөн зөвлөлийн бүрэлдэхүүнд хараат бус гишүүдийн оролцоог нэмэгдүүлэх, тэдгээрийн үйл ажиллагаанд хяналт тавих тогтолцоог сайжруулах болон мэдээллийн ил тод байдлыг хангахад компанийн зохистой удирдлагын зарчим чиглэгдэж байдаг.

$$\textbf{Q харьцаа} = \frac{\text{Пүүсийн зах зээлийн нийт үнэ цэнэ}}{\text{Нийт хөрөнгийн үнэ цэнэ}}$$

Компанийн сайн засаглал нь компаниудын, ялангуяа үнэт цаас нь нийтэд чөлөөтэй арилжаалагддаг хувьцаат компаниудын удирдлага, зохион байгуулалтын тогтвортой бөгөөд зохистой ажиллагааны нөхцөлийг бүрдүүлж хувьцаа эзэмшигчид болон компани хоорондын итгэлцэл хэвээр хадгалагдаж улмаар тухайн компаниудад хөрөнгө оруулалт татах чадвар болон харилцагч байгууллага, бизнесийн түншүүдийн дунд нэр хүнд нь өсөн нэмэгдэхэд чухал үүрэг гүйцэтгэдэг.

Өнөөдрийн байдлаар дэлхийн улс орнууд төдийгүй олон улсын байгууллагуудын хэмжээнд 1999 онд анх баталж, улмаар 2004 онд нэмэлт, өөрчлөлт оруулаад байгаа Эдийн засгийн хамтын ажиллагаа, хөгжлийн байгууллага /OECD/-ын батлсан “Компанийн засаглалын зарчмууд” -ыг хүлээн зөвшөөрөөд байна.

Компанийн засаглалын үндсэн 4 зарчим байдаг. Үүнд:

- Ил тод, нээлттэй байх
- Тайлагнадаг байх
- Хариуцлагатай байх
- Шударга, адил тэгш хандах

Сүүлийн үед Компанийн засаглалыг сайжруулах асуудалд төр засаг, хувийн хэвшлийн хүрээнд нэлээд олон чухал арга хэмжээнүүдийг авч байна. Тухайлбал:

- “Монгол Улсын Мянганы хөгжлийн зорилтод суурилсан “Үндэсний хөгжлийн цогц бодлого”, “Монгол Улсын Засгийн газрын үйл ажиллагааны хөтөлбөр“ –ийг батлсан
- Засгийн газрын 2009 оны 377 дугаар тогтоолын дагуу ҮХШХ-ноос Компанийн засаглалын хөгжлийн хөтөлбөр “ батлсан,
- Монгол Улсын Санхүүгийн Зохицуулах Хорооноос “Монголын компанийн засаглалын кодекс”-ийг 2007 оны 12 дугаар сарын 26-ны өдөр батлан гаргасан.

Хорооноос зөвлөмж болгон гаргасан уг кодексын зарчмуудыг Монгол Улсад үйл ажиллагаа явуулж буй компани бүр баримтлан ажилласнаар хувьцаа эзэмшигч болон компанийн Төлөөлөн удирдах зөвлөл /ТУЗ/ нь:

- Хувь нийлүүлэгчдийн хуралд оролцох замаар компанийн удирдах үйл ажиллагаанд оролцож хувьцаагаар гэрчлэгдсэн өмчлөх эрхээ шуурхай, баталгаатайгаар хянах боломжоор тэгш хангагдах эрхээ хэрэгжүүлэх бодит боломж бүрдэх;
- Хуралд оролцохдоо саналаа хэлэх, сонирхсон асуултаа тавьж зохих хариултыг авах, компанийн хийх аливаа сонирхлын зөрчилтэй эсвэл их хэмжээний хэлцэлтэй холбоотой асуудлаар ижил төрлийн хувьцаа эзэмшигчдэд адил тэгш эрх эдлэх, зөрчигдсөн эрхээ сэргээлгэх боломжтой болох;
- Ил тод байдлаар, хууль тогтоомжийн хүрээнд хувьцаа эзэмшигчдийн саналыг бүрэн хэлэлцүүлсний үндсэн дээр сонгогдсон, хангалттай тооны хараат бус гишүүд бүхий ТУЗ нь компанийн үйл ажиллагааг стратеги удирдлагаар бүрэн хангахын хамт гүйцэтгэх удирдлагын үйл ажиллагаанд байнгын зохистой хяналтыг тавьж, хувьцаа эзэмшигчдийн өмнө үйл ажиллагаагаа бүрэн дүүрэн тайлагнах;

- Компанийн өдөр тутмын үйл ажиллагааг ганцаар болон хамтын зарчим бүхий багаар /Кодекст зөвлөснөөр/ гүйцэтгэх удирдлага нь ТУЗ болон хувьцаа эзэмшигчдийн өмнө ажлаа тогтмол тайлагнах;
- Хөрөнгө оруулагч, хувьцаа эзэмшигчид шийдвэр гаргахад шаардлагатай компанийн санхүүгийн байдал, түүний эдийн засгийн үзүүлэлтүүд, өмч хөрөнгийн болон удирдлагын бүтэц зохион байгуулалт зэрэгтэй холбоотой үнэн зөв мэдээллээр цаг тухай бүрд нь хангагдах зэрэг боломжтой болох юм.

2010 онд УИХ -д өргөн барьсан Компанийн тухай хуульд нэмэлт, өөрчлөлт оруулах тухай хуулийн төсөлд хувьцаа эзэмшигчид, ялангуяа жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашгийг хамгаалах, компанийн засаглалыг нэвтрүүлэх, хуулийн зарим зүйл заалтыг олон улсын жишигт нийцүүлэх, компанийн үйл ажиллагаанд хяналт тавих төрөл бүрийн арга, боломжийг нээх зорилгоор Компанийн засаглалын кодекст заасан төлөөлөн удирдах зөвлөлийн хараат бус гишүүн, тохиромжтой этгээд болон тэдгээрийг сонгох, мэдээллийн ил тод байдал болон ногдол ашиг хуваарилах эсэх тухай тооцоо судалгаа, үндэслэл зэрэг мэдээллийг хувьцаа эзэмшигчдэд тайлагнах, хуулиар хүлээсэн үүргээ хэрэгжүүлээгүй этгээдэд авах арга хэмжээ болон хорооны эрх хэмжээтэй холбоотой бусад олон заалтуудыг уг хуулийн төсөлд тусган хэлэлцүүлж байна.

Компанийн засаглалыг сайжруулсанаар :

- Гаднаас хөрөнгө авах боломж нэмэгдэнэ.
- Хөрөнгийн зардлыг бууруулдаг
- Компанийн үйл ажиллагааг сайжруулдаг
- Компанийн үнэлэмжийг өсгөдөг
- Компанийн үйл ажиллагаанаас шалтгаалсан хямрал, дуулиант хэрэг гарах эрсдлийг бууруулдаг

Олон Улсын хэмжээнд Компанийн засаглалыг тооцохдоо Эдийн Засгийн Хамтын Ажиллагаа, Хөгжлийн Байгууллага буюу /OECD/ -аас гаргасан “Корпорацийн Засаглалын үнэлгээний загвар”-ын дагуу Тобины Коэффициентоор үнэлдэг. Тобины Q харьцаа нь хөрөнгийн зах зээл дээр арилжаалагдаж байгаа компанийн нийт хувьцааны зах зээлийн үнэ цэнийг тухайн компанийн нийт хөрөнгийн өнөөгийн үнэ цэнэтэй харьцуулсан харьцаагаар илэрхийлэгддэг. Q харьцаа нь 1-ээс бага 0-оос их байвал пүүсийн хөрөнгийн үнэ цэнэ хувьцааны үнэ цэнээс өндөр байна. Энэ нь хувьцаа зах зээлд хямд байгааг илтгэнэ. Харин Q харьцаа нь 1-ээс их байвал пүүсийн хувьцааны үнэ цэнэ хөрөнгийн үнэлгээнээс өндөр байгааг харуулах бөгөөд зах зээлд хувьцаа нь өндрөөр үнэлэгдэнэ.

Манай улсын хувьд хөрөнгө оруулагч, хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашгийг хамгаалах нь Санхүүгийн зохицуулах хорооны үндсэн чиг үүргийн нэг бөгөөд тус Хороо нь хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хувьцаат компани болон зохицуулалтын хүрээний байгууллагын удирдлагын зохистой үйл ажиллагаанд анхаарал хандуулж ажиллах ёстой.

Сүүлийн үед хөрөнгийн зах зээлийг либеральчлах, хөрвөх чадварыг сайжруулах, хөрөнгө оруулагчдыг татах асуудал судлачдын анхаарлыг татаж байна. Үүний тулд:

- Гадаадын хөрөнгө оруулагчдыг дотоодын хөрөнгийн зах зээлд ямар нэгэн хязгаарлалтгүй оролцуулах, дотоодын зах зээлийг дэлхийн зах зээлтэй нэгтгэх, хөрөнгийн урсгалыг саадгүй болгох
- Дотоодын компаниудын гадаад зах зээлд гарах үндсэн нөхцөл болох нягтлан бодох бүртгэл, аудит,мэдээллийн системийгнэвтрүүлэх
- Гадаадын хөрөнгө оруулагчид зах зээлд оролцсоноор арилжааны систем, хууль эрх зүйн орчныг сайжруулах асуудал тулгардаг. Ингэснээр хөрөнгө оруулагчдыг

улам бүр татдаг.

Дээрх байдлаар гадаадын хөрөнгө оруулалттай холбоотой хориг саадыг арилгаснаар хөрөнгийн зах зээлийн үйл ажиллагаа сайжирдаг. Дээрхээс дүгнэхэд зах зээлийн либеральчлах нь хөрөнгийн урсгалыг нэмэгдүүлэн хөрөнгийн зах зээлийн хөрвөх чадварыг сайжруулснаар эдийн засгийн өсөлтөнд нөлөөлдөг.

Монгол Улсын хувьд Хөрөнгийн зах зээл үүсэж хөгжсөнөөс хойших хугацааны хөрөнгийн зах зээлийн үзүүлэлтүүдээс харахад эдийн засгийн өсөлтөнд хамаарал ажиглагдсангүй. Гэвч уул уурхайн салбарын хөгжил эрчимжсэнтэй холбоотойгоор сүүлийн 3-4 жилийн хугацаанд хөрөнгийн зах зээл хөгжиж байна. Иймд хөрөнгийн зах зээлийн хууль, эрх зүйн орчинг боловсронгуй болгосоноор хөрвөх чадвар сайжирч энэ нь улмаар манай улсын эдийн засгийн хөгжилд эерэгээр нөлөөлөх боломжтой юм.

Сүүлийн үеийн судлаачдын хүчтэй тавьж буй нэг санаа нь хөрөнгийн зах зээл буюу үнэт цаасны зах зээл нь янз бүрийн механизмыг ашиглан хөрөнгө оруулалтыг үр ашигтай хуваарилснаар эдийн засгийн өсөлтөд хүрнэ. Механизмууд нь:

1. Хөрөнгийг цуглуулах: Энэ нь маш том хөрөнгө оруулалтын боломжит төслүүдэд хямд хөрөнгө оруулалт хийх зорилгоор хөрөнгийг төвлөрүүлэх.
2. Эрсдлийг ялгах: Энэ нь ялгаатай багц хөрөнгүүдийг тодорхойлсноор эргэн төлөгдөхгүй байх, бүтээмжийн эрсдлийг бууруулна.
3. Хөрвөх чадварын менежмент: Энэ нь хөрөнгө оруулалтын төслийг хөрвөх чадвараар хангах
4. Шалгаруулах: Төслийн мэдээллийг цуглуулж үнэлэн хамгийн ашигтайд нь хөрөнгийн сувгийг чиглүүлэх
5. Хяналт: Энэ нь зээлдэгчийн хэлэлцээрээ бүрэн гүйцэтгэж байгаа эсэхийг тодорхойлох