

МОНГОЛ УЛСЫН ҮНЭТ ЦААСНЫ ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ӨНӨӨГИЙН БАЙДАЛ

(Мэдээлэл лавлагаа - дүн шинжилгээ)

Ц. Норовдондог (Ph.D)

Үнэт цаасны зах зээл нь хөрөнгийн чөлөөт урсгалыг эдийн засгийн санхүүжилтэнд чиглүүлэх үүрэг бүхий санхүүгийн зах зээлийн томоохон бүрэлдэхүүн хэсэг бөгөөд үнэт цаасны төрөл бүрийн хэрэгсэлүүдээр дамжуулан ил тод, нээлттэй, шударга зарчмаар олон улсын хэмжээнд тогтоосон эрх зүйн зохицуулалтын нийтлэг стандартад нийцүүлэн үйл ажиллагаагаа явуулах ёстой.

Монгол улс 1990 оноос зах зээлийн эдийн засгийн харилцаанд шилжиж зах зээлийн үеийн аж ахуйн болон санхүүгийн шинэ хэв маягт шилжиж байна. Зах зээлийн эдийн засаг нь чөлөөт эдийн засгийн харилцаа болохын хувьд хувийн хэвшил хөгжих, чөлөөт өрсөлдөөн бий болох, санхүүгийн эх үүсвэрийг хөрөнгө оруулалтад татан төвлөрүүлэх, хөрөнгийн үр ашигтай хуваарилалт хийх олон төрлийн үр ашигтай арга механизмуудыг бий болгосон нь санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн явцад бий болгосон гайхамшигт ололт амжилт мөн бөгөөд үүний нэг хэсэг нь Үнэт цаасны зах зээл /Хөрөнгийн зах зээл/ юм.

Өнгөрсөн 20 жилд Монгол улсад ямарч гэсэн үнэт цаасны зах зээлийн үндэс суурийг тавьсан нь томоохон амжилт мөн боловч зах зээлийг бий болгох, хөгжүүлэх явцдаа бид маш их алдаа дутагдал гаргаж байна. Өнөөг хүртэл зах зээлийн төлөвшил, эрх зүйн орчин, зах зээлд оролцогчдын дагаж мөрдөх мэргэжлийн болон ёс зүйн дүрэм журам, зах зээлийн дэд бүтэц, орчин үеийн шинэлэг техник технологийг нэвтрүүлэх тал дээр төр засгийн зүгээс ч, зах зээлд оролцогчдын зүгээс ч санал санаачлага гарч идэвхитэй хөгжиж чадахгүй байна.

1. Монгол улсын үнэт цаасны зах зээлийн хөгжил, хэрэгжүүлсэн арга хэмжээ, үр дүн:

• **1991 - 1995**

1991 онд Хөрөнгийн бирж болон түүний харьяа 29 брокерийн пүүсийг аймаг орон нутагт байгуулсанаар Хөрөнгийн зах зээлийн дэд бүтцийн суурийг тавьсан. Өмч хувьчлалын комиссийн шийдвэрээр 476 улсын үйлдвэрийн газруудыг /1990 онд байсан Монгол улсын нийт хөрөнгийн 44,3% буюу 22 тэрбум төгрөг / хувьцаанд хөрвөх хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгээр нийт 1,2 сая иргэдэд эзэмшүүлсэн. Ваучераар явуулсан хувьчлал 1995 онд үндсэндээ дуусч иргэд хувьцаагаа Хөрөнгийн бирж дээр чөлөөлтэй арилжиж болохоор шийдвэрлэсэн. Үүний үр дүнд үнэт цаас гаргагч 476 ХК, 1,1 сая хувьцаа эзэмшигч, Хөрөнгийн бирж, брокерийн пүүсүүд зэрэг дэд бүтцийн байгууллагууд бий болсон

• **1995 - 2000**

1995 он гэхэд зарим брокерийн пүүсүүд дээр захиалаггүй болон “Эрдэнэт”, “Монголросцветмет” “Монголын харилцаа холбоо” зэрэг хувьчлах шийдвэр гаргаагүй компаниудын хувьцааг эзэмшихээр захиалга өгсөн Хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгийн үлдэгдэл, мөн хувьчлах шийдвэр гарсан боловч ХОЭБ-ээр батлгаажаагүй 104 ҮААГ-ын хувьцаа, мөн брокерийн пүүсүүдэд бүртгүүлсэн баталгаажгаагүй ХОЭБ зэрэг үлдэгдэлүүд байсан байна.

1995 онд Монголын Хөрөнгийн биржийн захирал шийдвэр гаргаж эдгээр ХОЭБ-ийн үлдэгдэлийг нэгтгэсэн Хамтын санг 29 брокерийн пүүсийн дэргэд байгуулах шийдвэр гаргасан. Гэвч брокерийн пүүсийн дэргэд байгуулагдсан хамтын сангууд нь үндсэндээ брокерийн пүүсүүдтэй нэгдмэл сонирхолтой удирдлага, харилцагчаас давуу

мэдээлэлтэй байж хувийн сонирголоор хөрөнгийг захиран зарцуулах болсон. 1995 онд Хамтын сангуудыг Хөрөнгө оруулалтын бие даасан сан болгох оролдлого хийгдэж Үнэт цаасны хорооноос тусгай зөвшөөрөл олгож эхлэв. Гэвч практик дээр ХОС-ууд жинхэнэ утгаараа ажиллаж чадаагүй бөгөөд санд төвлөрсөн ХОЭБ болон хувьцааг дур мэдэн захиран зарцуулж, хөрөнгийн үнэлгээг нь санаатай санамсаргүйгээр буулгах замаар үрэн таран хийж 2000 он гэхэд үндсэндээ эзэнгүйдэж дампуурсан юм.

1994 онд “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай” хууль батлагдан гарч Хөрөнгийн бирж, БДК, Хөрөнгө оруулалтын сан зэрэг зах зээлд оролцогч мэргэжлийн байгууллагуудад тусгай зөвшөөрөл олгож эхлэв. Мөн зах зээлд ажиллах мэргэжилтнүүдэд сургалт зохион байгуулах, аттестатчилах ажлыг ТББ-тай хамтран зохион байгуулж эхлэв. 1998 онд Хөрөнгийн биржид хийсэн шалгалтаар харилцагчдын дансанд байсан 1,035 тэрбум төгрөгийг эрсдэлд оруулж үгүй хийсэн зөрчил илрэв

• 2000 - 2005

1998 оны сүүлчээс эхлэн Хөрөнгийн бирж харилцагчдын дансанд байгаа хөрөнгийг найдвартай хадгалж хамгаалж чадаагүй, Брокер-дилерийн компаниуд харилцагчдын дансанд байсан хувьцаа, мөнгөн хөрөнгийг эзнийх нь зөвшөөрөлгүйгээр захиран зарцуулсан, хууль бусаар шилжүүлсэн, ашигласан зөрчил маш ихээр илрэх болов. Үнэт цаасны арилжааны явцад ХК-иудын хяналтын багцыг төвлөрүүлэх, үйл ажиллагааг нь зогсоох, өмч хөрөнгө эзэнгүйдэх, үйлдвэрлэлийн үндсэн үйл ажиллагаа зогсож улсын үйлдвэрийн газрууд дампуурах, хувьцааны үнэ ханш эрс буурах, үнэ ханшийг зохиомлоор өсгөх бууруулах үзэгдэл газар авав.

1995 - 2000 онд үндсэндээ ХК -иудын хяналтын багцийг эзэмшихийн төлөөх тэмцэл хөрөнгийн зах дээр өрнөж үүнд мэргэжлийн байгууллагууд татагдан орсон нь илэрхий болов. Хөдөө орон нутагт брокерийн пүүсүүд ажиллахаа больсон ба Үнэт цаасны хорооноос орон нутагт БДК -иудыг ажиллуулах талаар шахалт шаардлага тавиад ч нэмэргүй байв. Сүүлдээ орон нутагт брокерийн пүүсгүй аймгуудын харилцагчдыг шинээр байгуулагдсан БД компаниудад хүчээр шахам хариуцуулах, орон нутагт салбар төлөөлөгч ажиллуулах шаардлага тавих, БДК-иудыг нэгдэж нийлэхийг дэмжих байдлаар янз бүрийн байдлаар зохицуулалт хийх оролдлогыг ҮЦХ -ноос хийсэн боловч зах зээл идэвхгүй болсон, санхүүгийн хувьд боломжгүй хэмээн үндсэндээ орон нутагт үнэт цаасны зуучлалын үйл ажиллагааг зогсоох хэмжээнд хүргэсэн юм.

Мөн ХОС -ийн эзэд нь санд төвлөрүүлсэн хөрөнгийг дураараа захиран зарцуулах, сангийн гишүүдийн хурал хийх, хөрөнгийг өсгөх талаар санаачлагатай ажиллагүйгээс сангийн хөрөнгө үнэгүйдэж хариуцах эзэнгүй болсон байлаа. Иймд тухайн үед бүртгэлтэй байсан 16 ХОС -ийг бүртгэлээс хасах арга хэмжээ авсан байна.

• 2005 - 2007

Хувьцааны төвлөрөл хүчтэй явагдсанаас зах зээл идэвхгүй байдалд орсон тул шинэ төрлийн үнэт цаасыг зах зээлд гаргах, үнэт цаасны нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлэх талаар анхаарахаас өөр аргагүй байдал бий болов. Засгийн газрын богино хугацаат үнэт цаасыг хөрөнгийн биржээр арилжаалах болсон нь бага ч болов дэмжлэг болсон. Мөн барилгын компаниуд бонд гаргах замаар санхүүжилт хийж эхэлсэн. Үнэт цаасны мэргэжлийн байгууллагуудтай холбоотой зөрчил маш ихээр илрэх болсон тул Хорооноос тавих хяналт, зохицуулалтыг сайжруулах шаардлага бий болсон.

Хөрөнгийн бирж үнэт цаасны бүртгэл, арилжаа, төлбөр тооцоо, хадгаламжийн чиг үүргийг төвлөрүүлэн эрхэлж байсан нь зах зээлийн нийтлэг горим, хяналт зохицуулалтыг тодорхой хэмжээнд алдагдуулж байна гэж үзсэн тул Азийн хөгжлийн банкны хөтөлбөрийн хүрээнд үнэт цаасны төлбөр тооцоо, хадгаламжийн чиг үүргийг

салгаж Үнэт цаасны төлбөр тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн төв” 100% төрийн өмчит компанийг бие даасан хэлбэрээр байгуулсан байна. Ингэснээр харилцагчдын мөнгөн хөрөнгө болон үнэт цаасны бүртгэл, хадгалалт хамгаалалтыг биржээс тусгаарласан дэвшилтэт арга хэмжээ болсон. Мөн зарим компани шинээр үнэт цаас гаргаж зах зээлд арилжаалж эхлэв.

Хувьцааны хяналтын багц нь төвлөрсөн, үйл ажиллагаа нь зогсонги байдалд орсон, хувьцааны үнэ ханш нь унасан компаниудыг биржийн бүртгэлээс хасах талаар Хороо болон хөрөнгийн биржээс санаачлага гаргах болов. Ингэснээр хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй ХК-ийн тоо 336 болов. Мөн Анод банк, Зоос банк зэрэг банк санхүүгийн байгууллагууд шинээр хувьцаа гаргаж зах зээд арилжаалж эхэлсэн боловч эдгээр банкуудад хувьцаа гаргах үеийн санхүүгийн байдлын талаархи мэдээлэл дутагдалтай, зөвшөөрөл олгох болон арилжаалах процесст Монгол банк болон Санхүүгийн зохицуулах хороо хэрхэн хамтарч шийдвэр гаргаж хяналт тавьсан нь тодорхойгүй байгаагаас эдгээр банкуудын хувьцаа эзэмшигчид өнөөдрийн байдлаар хохирсон хэвээр байна.

Статистикаас үзэхэд, 2006 оноос зах зээлийн үнэлгээ өссөн, ТОП - 20 индекс 2007 онд огцом өссөн боловч хямрал эхэлсэнээс хойш буурсан, 2010 онд огцом өсөж 14759 төгрөгт хүрсэн, үнэт цаасны мэргэжлийн байгууллагуудын тоо 2001 онд 42 байсан бол буурсаар 2006 онд 25 болсон. 2006 оноос БДК, андеррайтерийн компаниуд шинээр байгуулагдаж одоо 52 мэргэжлийн зуучлагч компани ажиллаж байна. ҮЦЗЗ-д хувьцаа, Засгийн газрын бонд, компанийн бондыг арилжаалж байна. 1997 онд 54 ХК ногдол ашиг тараасан бол 1998 оноос ногдол ашиг тараалт үндсэндээ үгүй болжээ.

Өнгөрсөн онд 16 ХК ногдол ашиг тараасан байгаа нь нийт бүртгэлтэй компанийн 5% -д хүрэхгүй байна. ҮЦЗЗ -д нийт 6000 гаруй харилцагч данс нээлгэн үйлчлүүлж байгаагийн 90 гаруй % нь дотоод харилцагч, 225 гадаад харилцагч байна. Нийт арилжааны 60 орчим хувь нь дотоодын ААН, 30 гаруй хувьд гадаадын ААН оролцож байна. Өнөөдрийн байдлаар ДНБ -ны 10 орчим хувийг хөрөнгийн зах зээл бүрдүүлж байгаа нь хангалтгүй үзүүлэлт юм.

2. Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүйн орчин, төрөөс авч хэрэгжүүлсэн бодлогын арга хэмжээ

Монгол улсад үнэт цаасны зах зээлийг хөгжүүлэх талаар төрөөс авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээ, эрх зүйн орчин нь зах зээл идэвхтэй, нээлттэй, шударга, хяналттай хөгжих нөхцөлийг бүрдүүлж чадахгүй байна. Эрх зүйн орчны хувьд :

- “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль” 1994 онд батлагдсан, 2005 онд шинэчлэгдсэн
- “Компанийн тухай хууль” –
- “Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль” гэх мэт цөөхөн тооны хуулиар хязгаарлагдаж байна.

Үнэт цаасны зах зээлийн талаар төрөөс баримтлах бодлогыг тодорхойлох, эрх зүйн орчныг бүрдүүлэх талаар санаачлагатай алхамууд төдийлөн хийгдэхгүй байна. Засгийн газрын 2010 оны 115 тоот тогтоолоор “Хөрөнгийн зах зээлийг хөгжүүлэх чиглэлээр авч хэрэгжүүлэх арга хэмжээ”-ний жагсаалтыг баталсан. Энэхүү төлөвлөгөөнд зааснаар “Үнэт цаасны тухай хууль, Компанийн тухай хуульд өөрчлөлт оруулах, Хөрөнгийн бирж болон төлбөр тооцоо, хадгаламжийн үйл ажиллагааны дүрэм журмыг боловсронгж болгох, хяналт шалгалтын болон хууль эрх зүйн орчны уялдаа холбоог сайжруулах зэрэг цаг үеийн шинжтэй арга хэмжээнүүдийг авч хэрэгжүүлэхээр заажээ.

Мөнхөрөнгийн биржийн удирдлагыг гадаадын компанид шилжүүлэх, улмаар менежментийн хувьчлалд оруулахаар яригдаж байна. Хөрөнгийн зах зээлийн онол, практикийн асуудлаар мэргэшсэн шинжээчийн хувьд хэлэхэд, өнгөрсөн хугацаанд төрөөс авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээний төлөв байдлыг харахад, 1991 онд 1 удаа төрөөс дэмжлэг үзүүлж зах зээлийн анхдагч суурийг бий болгосноос хойш энэ зах зээл үндсэндээ тодорхой эрх зүйн зохицуулалт, бодлого төлөвлөлт, хяналтгүй явж ирсэн гэдгийг онцолж хэлмээр байна.

Өнгөрсөн үеийн практикаас харахад, зах зээлд бий болсон гажуудал, хөгжихгүй байгаагийн шалтгаан нь объектив гэхээс илүүтэй субъектив хүчин зүйлээс ихээхэн хамааралтай байна. Энэ зах зээл нь өөрөө маш их хэмжээний хөрөнгийг төвлөрүүлэх, завших, хууль бус үйл ажиллагаа явуулах боломжийг олгодгоороо зах зээлд оролцогч этгээдийн хөрөнгө эзэмших сонирхол, хууль зөрчих нөхцөлийг бүрдүүлж байдаг. Тийм ч учраас ҮЦЗЗ-ийн Олон улсын зохицуулах байгууллагаас зах зээлийн зохицуулалтын хэм хэмжээг тодорхой тогтоож, хатуу чанд мөрдүүлэхийг зөвлөсөөр ирсэн, зөвлөж ч байгаа. Эс бөгөөс зах зээлд оролцогч мэргэжлийн байгууллага, мэргэжилтнүүдийн шударга бус үйл ажиллагааны дүнд хөрөнгө оруулагчид хохирдогийн жишээг бид олон удаагийн дэлхийн санхүүгийн хямралаас харсан.

Өнгөрсөн хугацаанд эрх зүйн зохицуулалтын хүрээнд, зах зээлд ямар алдаа дутагдал гарав аа? Юуг анхаарах вэ?

- Өмч хувьчлалын бодлогыг Хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн бодлоготой уялдуулаагүйгээс зах зээлийн нэр хүнд унаж, зах зээлд оролцогчдын итгэл алдарсан
- Хөрөнгийн зах зээлийг тодорхой бодлого, төлөвлөлтгүй явуулж ирсэн. Хөрөнгийн биржээр өмч хувьчлалыг явуулахын өмнө ч дараа нь ч иргэд олон нийт, мэргэжилтнүүдийг сургаж бэлтгэх, аттестатчилах, олон нийтэд тайлбарлан таниулах ажиллагаа хийгдээгүй.
- Хөрөнгийн зах зээлийн эрх зүйн орчин, батлан гаргасан хууль бодлого шийдвэр нь зах зээлийн зохицуулалтын нийтлэг стандарт шаардлагыг хангахгүй байна. Үнэт цаасны хууль, Компанийн тухай хууль зэрэг одоогийн мөрдөж байгаа хууль нь зах зээлийн зарчимд нийцэхгүй байгаа. Асуудлыг бүрэн, уялдаа холбоотой тусгаагүй, хэрэгжүүлэх арга механизм нь тодорхой бус
- Зах зээлд зайлшгүй шаардлагатай хууль эрх зүйн орчин бүрдээгүй. Үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтыг дэмжих схем ажиллахгүй байна. Хөрөнгө оруулалтын сан, хөрөнгийн итгэмжлэгдсэн удирдлага, тусгай зориулалтын сангуудыг хөрөнгийн зах зээлд ашиглах, харилцагчдад үйлчилгээ үзүүлэх, зөвлөгөө өгөх, үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийг бүрдүүлэх, үнэт цаас гаргалтыг нэмэгдүүлэх, эрсэдлээс хамгаалах хяналт зохицуулалтын орчин бүрдээгүй байна.
- Зах зээлд оролцогчдын идэвхи санаачлага сул, зах зээлийн өөрийгөө зохицуулах зарчим, харилцан хяналт тавих нөхцөлийг бүрдүүлээгүй байна. Зах зээлд оролцогчдын үүсгэл санаачлагаар бирж болон бусад томоохон зуучлагч байгууллагыг үүсгэн байгуулахыг дэмжихгүй байна. Хөрөнгийн биржийн хувьцааг зах зээлд оролцогчид эзэмших, хамтын удирдлага хяналтын системийг бий болгоогүй.
- **Төрөөс анхаарах хамгийн чухал асуудал нь Үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийг бүрдүүлэх явдал юм.** Зах зээл нэгэнт оролцогчдын үүсгэл санаачлагаар хөгжиж чадахгүй байгаа тохиолдолд үнэт цаасны зах зээлийн дэд бүтцийг бий болгоход төрөөс тодорхой хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийх нь зайлшгүй. Тухайлбал, Үнэт цаасны зах зээл хөгжих суурь бүтэц нь харилцагчид, хөрөнгө оруулагчдад үйлчилгээ үзүүлэх дэд бүтэц буюу төлбөр тооцоо, төвлөрсөн хадгаламж, кастодиан үйлчилгээний нэгдсэн систем байдаг.
- Өөрөөр хэлбэл, орчин үеийн техник, технологийн дэвшлийн түвшинд мэдээлэл,

холбоо, программ хангамжийн томоохон дэд бүтцийг бий болгож аймаг, орон нутгийг холбох асуудал чухлаар тавигдаж байна. Үнэт цаасны төлбөр тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн төвийг 100% төрийн өмчит толгой компанийн хэлбэрээр ажиллуулж зах зээлд зуучлагчдын сүлжээнд холбох нь үнэт цаасны зах зээл болон эдийн засгийн аюулгүй байдалд нийцнэ.

- Хөрөнгийн бирж нь арилжаа эрхлэх үүрэг бүхий томоохон субъект мөн ч гэсэн харилцагчдын мөнгөн хөрөнгө, үнэт цаас арилжаанд шууд оролцогчдоос тусгаарлагдсан байх шаардлагатай. Мөн бусад орнуудын жишгээр цахим хэлбэрийн төвлөрсөн бус биржийн сүлжээг байгуулахад төрөөс анхаарах, хөрөнгө оруулалт хийх.
- Хөрөнгийн биржийн удирдлага, хувьчлалын асуудал нь санхүүгийн зах зээлийн аюулгүй байдал, харилцагчдын хөрөнгийн нууцлалтай холбоотой асуудал гэдгийг анхаарах.
- Зохицуулах байгууллага / Санхүүгийн зохицуулах хороо/-н эрх үүрэг, үйл ажиллагааг сайжруулах. Үнэт цаасны зах зээл нь санхүүгийн зах зээлийн өндөр түвшний мэргэжилтэй боловсон хүчнээр хангагдсан байх, мэргэжлийн шалгуур шаардлагыг өндөрсгөх
- Зах зээлд оролцогчдын захиалгаар, тэдний ашиг сонирхолд нийцсэн цоорхойтой хуулийг батлан гаргах, хуулийн хүрээнд луйвар хийх боломж байсаар байна. Иймд хууль, бодлого шийдвэрийн төслийг боловсруулахдаа мэргэшсэн, хараат бус шинжээчдийг оролцуулах, шийдвэр гаргах шатанд ажиллуулах шаардлага байна.
- Зах зээлд гарч буй хууль бус үйлдлийг таслан зогсоох, хариуцлагын механизмсыг өндөрсгөх, шүүх, хуулийн практикт үнэт цаасны хэргийг хянан шийдвэрлэх мэргэшсэн хуульчдыг бэлтгэх гэх мэт.

Үнэт цаасны зах зээл нь хүн төрөлхтөний түүхэнд бий болгосон санхүүгийн зах зээлийн “төгс” хэлбэр учраас маш нарийн зохицуулалт, хяналттай байх ёстой. Зохицуулалт, хяналтын систем, үйл ажиллагаа, дэд бүтэц нь стандарт түвшинд зохион байгуулагдах шаардлагатай тул Олон улсын Үнэт цаасны Зохицуулах байгууллага (IOSCO)-аас эрх зүйн зохицуулалтын 30 стандарт, хэрэгжүүлэх арга хэмжээний аргачлал, зааварчилгааг гаргасан байдаг.

Учир нь үнэт цаасны зах зээл хэдийн чинээн стандартад нийцсэн байдлаар хөгжнөв, төдийчинээн дэлхийн санхүүгийн зах зээлд интеграцчилалд орох, гадаадын хөрөнгө оруулалтыг ҮЦЗЗ рүү татах, эсвэл Монголын компаниуд гадаадын ҮЦЗЗ-д гарах нөхцөл бүрдэх юм. Мөн зах зээлд зуучлагсдад итгэж хөрөнгөө оруулж байгаа бүх хөрөнгө оруулагчид тэдний үйл ажиллагаа шударга, нээлттэй, ил тод байхыг шаарддаг учраас зах зээлийн эрх зүйн орчинг энэхүү нийтлэг шаардлагад нийцүүлэн бүрдүүлэх шаардлагатай.

