

THE IMPACT OF ECONOMIC UNCERTAINTY ON A COMPANY'S CAPITAL STRUCTURE

Bayaraa Narantungalag^I, Otgonjargal Indra^{II}

Abstract: Economic uncertainty directly influences debt-or-equity financing decisions. This study examines how economic uncertainty in Mongolia affects the capital structure of companies operating in the light and heavy industrial sectors. Financial data spanning 10 years from 18 Tier I and Tier II companies listed on the Mongolian Stock Exchange, along with Mongolia's economic uncertainty data from the World Uncertainty Index /WUI/, were collected, processed, and estimated using a Fixed Effects /FE/ model. The results indicate that companies operating in both sectors tend to favour debt financing over equity financing during periods of economic uncertainty, and — depending on the nature of their operations — tend to prefer long-term debt over short-term debt financing.

Keywords: capital structure, economic uncertainty, equity financing, debt financing

ЭДИЙН ЗАСГИЙН ТОДОРХОЙ БУС БАЙДАЛ КОМПАНИЙН КАПИТАЛЫН БҮТЦЭД ҮЗҮҮЛЭХ НӨЛӨӨ

Хураангуй: Өр эсвэл өмчийн санхүүжилтийн шийдвэр гаргалтад эдийн засгийн тодорхой бус байдал шууд нөлөөлдөг. Энэхүү судалгаагаар, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал, хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын капиталын бүтцэд ямар нөлөө үзүүлж буйг шинжилсэн. Судалгаанд, Монголын Хөрөнгийн Биржээс I, II-р зэрэглэлийн 18 компаниудын 10 жилийн санхүүгийн үзүүлэлтүүд болон Дэлхийн тодорхой бус байдлын индексээс /WUI/ Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлын өгөгдлүүдийг цуглуулан судалгааны зорилгод нийцүүлэн боловсруулж, тогтмол нөлөөллийн загвараар /FE/ үнэлсэн. Үр дүнд, эдгээр 2 салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд нь эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үед, өмчийн санхүүжилтээс илүү өрийн санхүүжилт ашиглах, мөн компаниудын явуулж буй үйл ажиллагааны чиглэлээс хамаарч богино гэхээс илүү урт хугацаат өрийн санхүүжилт ашиглах хандлагатай байдаг байна.

Түлхүүр үгс: капиталын бүтэц, эдийн засгийн тодорхой бус байдал, өмчийн санхүүжилт, өрийн санхүүжилт

^I School of Art and Science, National University of Mongolia, Associate Professor ,
(E-mail): tungaa51@num.edu.mn

^{II} School of Art and Science, National University of Mongolia, Economic Department
(E-mail): 24m1num1354@stud.num.edu.mn

УДИРТГАЛ

Дэлхийн хоёрдугаар дайны дараа Дэлхийн Банк, Олон Улсын Валютын Сан байгуулагдаж Үндэстэн Дамнасан Корпорацуудын нөлөө өссөнөөр даяарчлалын үйл явц улам эрчимжсэн. Улмаар, хөгжингүй улс орны эдийн засагт аливаа зүйл тохиолдоход, үр дүнд бусад хөгжиж буй улс орны эдийн засагт шууд нөлөөлдөг болсон. Жишээлбэл, “Lehman Brothers” банкны дампуурал, БНХАУ – АНУ-ын Худалдааны дайн, Брексит, Ковид – 19 цар тахал, Орос – Украины дайн зэрэг нь дэлхийн санхүү-эдийн засгийн орчинд асар их сөрөг нөлөө үзүүлж, эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг нэмэгдүүлсэн билээ. Тэгвэл, энэхүү эдийн засгийн тодорхой бус байдал гэж юу вэ? Түүнийг ямар аргачлалаар хэмждэг вэ?

Эдийн засгийн тодорхой бус байдал гэж эдийн засгийн ирээдүйн төлөвийг урьдчилан таамаглах боломжгүй нөхцөл байдлыг хэлнэ. Энэхүү тодорхой бус байдал нь ихэвчлэн гэнэтийн, таагүй явдлуудаас үүдэлтэй байдаг. Тодруулбал:

- Эдийн засгийн нөхцөл байдал: ДНБ-ийн өсөлт/бууралт, инфляцын түвшний хэлбэлзэл;
- Бодлогын тодорхой бус байдал: Аливаа улсын Засгийн газрын бодлогын шинэчлэлт, өөрчлөлт нь эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг нэмэгдүүлж, аль ч салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй аж ахуйн нэгжүүдийн татвар, худалдаа, салбарын тусгай зохицуулалтад нөлөөлдөг;
- Санхүүгийн зах зээлийн тогтворгүй байдал: Хөрөнгийн зах зээлийн хэлбэлзэл, хүүний өөрчлөлт зэрэг нь хөрөнгийн үнэлгээ болон хөрөнгө оруулагчдын итгэлд сөргөөр нөлөөлдөг;
- Бизнесийн хөрөнгө оруулалт: Зах зээлийн ирээдүйн төлөвийн тодорхой бус байдал нь хөрөнгө оруулалтыг буурахад хүргэдэг;
- Дэлхий дахинд болж буй үйл явдлууд: Геополитикийн хурцадмал байдал, улс хоорондын маргаан, цар тахал, мөн байгалийн гамшиг зэрэг дэлхий дахинд болж буй нөлөө бүхий үйл явдлууд нь аливаа улс орны нийлүүлэлтийн сүлжээ, худалдааны харилцаа, хэрэглэгчдийн зан төлөвийг төөрөлдүүлдэг.

Дээрх дурдсан хүчин зүйлүүд нь эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг нэмэгдүүлдэг бөгөөд энэхүү нөхцөл байдлын үеэр, компаниуд ихэвчлэн санхүүжилтийн эх үүсвэрээ дахин үнэлэх шаардлага гардаг. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал, зах зээлийн аль ч салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын санхүүжилтийн өртөг болон хүртээмж; хөшүүргийн эрсдэл, өгөөж; санхүүгийн уян хатан байдлыг хангахын тулд, удирдлагын зүгээс гаргаж буй стратегийн шийдвэрт шууд нөлөөлдөг гэсэн үг юм.

Ихэнх судлаачид эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг дараах тоон болон чанарын аргуудаар хэмждэг:

1. Тогтворгүй байдлын индекс /VIX/: Хөрөнгийн зах зээлийн тогтворгүй байдлыг хянадаг;
2. Дэлхийн тодорхой бус байдлын индекс /WUI/: Улс орнуудын эдийн засаг болон улс төрийн тодорхой бус байдлыг хэмждэг;
3. Эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдлын индекс /EPU/: Засгийн

газрын бодлогын өөрчлөлтөөс үүсэх тодорхой бус байдлыг, хэвлэл мэдээллийн аргаар хэмждэг;

4. Судалгаанд суурилсан хэмжүүр: Хэрэглэгчид болон бизнес эрхлэгчдээс эдийн засгийн ирээдүйн нөхцөл байдлын талаарх дэвшүүлж буй таамаглал, эргэлзээ зэргийг тодорхойлох судалгаа;
5. Санхүүгийн зах зээлийн хувьсагчид: Гадаад валют болон түүхий эдийн үнийн хэлбэлзэл, бондын өгөөж зэрэг үзүүлэлтүүд нь зах зээлийн тодорхой бус байдлыг тусгаж чаддаг.

Энэхүү судалгааны шинжилгээнд, Дэлхийн тодорхой бус байдлын индексийг /WUI/ ашиглах бөгөөд тухайн индекс нь Economist Intelligence Unit /EIU/-ийн улс орнуудын тайлангаас, “тодорхой бус байдал”, “эрсдэл”, “тогтворгүй байдал” гэх үгсийн давтамж болон бусад ойролцоо утгатай, хувирч болох боломжит бүх үгсийг түүж, дэлхийн улс орнуудын эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг хэмжих зорилготой. Тухайн индексийг анх 2019 оны 1-р сард, Олон Улсын Валютын Сангийн судлаачид болох Hites Ahir, Nicholas Bloom, Davide Furceri нар боловсруулсан.

WUI-ийг үүсгэхийн тулд, нийт үгийн тоог стандартчилах байдлаар, 1,000,000-аар үржүүлдэг. Үүний шалтгаан нь WUI-ийн утгыг өөр улс орнуудын хооронд харьцуулах; цаг хугацааны хувьд тогтвортой болон тайлбарлахад хялбар байх; мөн өргөн хүрээний шинжилгээ хийх үүднээс, энэхүү стандартчлалыг хийдэг.

Тухайн индекс нь ойролцоогоор 143 улсын /Монгол Улс багтана/ эдийн засгийн тодорхой бус байдлын мэдээллийг хамардаг бөгөөд тодорхой бус байдал нь аливаа улс орны эдийн засгийн өсөлт, инфляц, ажилгүйдлийн түвшин зэрэг хүчин зүйлүүдэд хэрхэн нөлөөлж буйг шинжлэхэд ашиглагддаг.

Судалгааны зорилго:

Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал, хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөллийг шинжлэхэд оршино.

Судалгааны зорилт:

Судалгааны ажлын зорилгын хүрээнд, дараах зорилтуудыг дэвшүүлсэн. Үүнд:

- Эдийн засгийн тодорхой бус байдал болон компанийн капиталын бүтцийн хамаарлыг онолын хүрээнд, тоймлон судлах;
- Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлын нөхцөл байдлыг шинжлэх;
- Сонгосон компаниудын санхүүгийн үзүүлэлтүүдийг цуглуулан холбогдох тооцоолуудыг хийж, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөг шинжилж, дүгнэлт өгөх.

Сэдвийн хамрах хүрээ:

Монголын Хөрөнгийн Биржээс хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй I, II-р зэрэглэлийн 18 компаниудыг сонгож, тухайн компаниудын 2013 — 2023 оны санхүүгийн үзүүлэлтүүдийг шинжилгээнд ашиглана.

Судалгааны ажлын таамаглаж буй үр дүн:

Компанийн капиталын бүтэц болон хөшүүрэг нь хоорондоо шууд холбоотой бөгөөд аливаа компаниуд эрсдэлээ зохих түвшинд байлгахын тулд, өрийн санхүүжилтийг бага ашиглах хандлагатай байдаг. Тиймээс, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэхэд, хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын өрийн санхүүжилтийн хугацааны төрөл өөр байна гэсэн үр дүнд хүрнэ гэж бодож байна.

СУДЛАГДСАН БАЙДАЛ

Chenglin Gao & Takuji W. Tsusaka. “Economic Uncertainty and Firms’ Capital Structure: Evidence from China”, 2023. Судалгаагаар 2006 – 2020 оны хооронд Шанхайн Хөрөнгийн Бирж болон Шэньжэний Хөрөнгийн Бирж дээр арилжаалагдсан, БНХАУ-д бүртгэлтэй, А – зэрэглэлийн 1,138 компанийн панел өгөгдлийн багц болон тогтмол нөлөөллийн загварыг /FE/ ашиглан, эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөллийг шинжилсэн. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нь БНХАУ-ын компаниудад, ялангуяа хувийн ААН-үүдийн өрийн харьцаанд сөргөөр нөлөөлсөн. Үр дүнд, компаниудын хөшүүрэг, 2008 оны Санхүүгийн хямралын үеэр буурч байсан бол, 2018 – 2019 оны АНУ – БНХАУ-ын Худалдааны дайн, 2020 оны Ковид – 19 цар тахлын үеэр өссөн байна.

Hoang Duc Le, Thao Thanh Cao, Tung Thanh Nguyen, Long Phi Tran. “Uncertainty and Capital Structure: Evidence from an Emerging Country”, 2021. Тус судалгаа нь 2010 – 2019 оны хооронд Вьетнамын Хөрөнгийн Биржид бүртгэлтэй, үйлдвэрлэлийн салбарын компаниудаас бүрдсэн түүврийг ашиглан, дараах үр дүнд хүрэв. Тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, компаниуд өрийн санхүүжилтээ бууруулдаг бөгөөд хөгжиж буй улс орнууд, ялангуяа Вьетнам дахь компаниуд өрийн санхүүжилтээс ихээхэн хамааралтай тул, бодлого боловсруулагчид тодорхой бус байдлын компанийн хөшүүрэгт үзүүлэх сөрөг нөлөөллийг бууруулах шийдэлтэй байх ёстойг энэхүү судалгаа харуулжээ.

Hyun Joong Im, Ya Kang, Janghoon Shon. “How Does Uncertainty Influence Target Capital Structure?”, 2020. Тус судалгаа нь 2003 – 2018 оны хооронд АНУ-ын үйлдвэрлэлийн салбарын компаниудын панел өгөгдлийн багц ашиглан, тодорхой бус байдал компаниудын капиталын бүтцэд хэрхэн нөлөөлж буйг судалсан. Үр дүнд, тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, татварын хамгаалалт буурч; санхүүгийн эрсдэлд оруулж болзошгүй зардлууд нэмэгдэж; агентын зөрчлүүд хурцдаж; улмаар оновчтой эсвэл зорилтот хөшүүргийн харьцаа буурахад хүргэдэг гэсэн дүгнэлтэд хүрсэн байна.

Brigitte Granville, Roman Matousek, Egor Sokolov. “The Impact of Economic Policy Uncertainty on Capital Structure: Evidence from Russia”, 2019. Энэхүү судалгаанд, эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал, 2000 – 2017 оны хооронд ОХУ-ын зах

зээлд үйл ажиллагаа явуулсан 16,000 гаруй компаниудын (230,000 ажиглалтын утга) капиталын бүтцэд үзүүлсэн нөлөөллийг шинжилсэн. Капиталын бүтцийг тодорхойлохын тулд, ашигт ажиллагаа; хөрөнгийн бүтэц; компанийн хэмжээ; татварын хамгаалалт; өрийн бус татварын хамгаалалт; компанийн өсөлт; эрсдэл зэрэг хувьсагчуудыг авсан. Улмаар, Pool загвар; тогтмол нөлөөллийн /FE/ болон санамсаргүй нөлөөллийн загваруудыг /RE/ ашиглан, 9 таамаглал дэвшүүлсэн. Үр дүнд, ач холбогдлын түвшинд эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал томоохон компаниудын капиталын бүтцэд бага нөлөөлсөн гэж гарсан байна.

Wennie, Vina C Nugroho. "The Effect of Uncertainty on Capital Structure: Evidence from Indonesia", 2019. Судлаачид, тухайн улсын тодорхой бус байдал, 2009 – 2019 оны хооронд Индонезийн Хөрөнгийн Биржид бүртгэлтэй компаниудын капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөг тодорхойлохын тулд, тэнцвэргүй панел өгөгдлийг ашигласан. Үр дүнд, тодорхой бус байдал болон компанийн зорилтот хөшүүргийн хооронд эерэг хамаарал гарсан байна.

СУДАЛГААНЫ АРГА ЗҮЙ

Энэхүү судалгааг хийхийн тулд, өмнө нь хийгдсэн хоёр судалгааны ажлыг барьж ажилласан. Тодруулбал:

- Chenglin Gao & Takuji W. Tsusaka. "Economic Uncertainty and Firms' Capital Structure: Evidence from China", 2023;
- Hoang Duc Le, Thao Thanh Cao, Tung Thanh Nguyen, Long Phi Tran. "Uncertainty and Capital Structure: Evidence from an Emerging Country", 2021.

Эхний судалгаа нь 2006 – 2020 оны хооронд Шанхайн Хөрөнгийн Бирж болон Шэньжэний Хөрөнгийн Бирж дээр арилжаалагдсан, БНХАУ-д бүртгэлтэй, А – зэрэглэлийн 1,138 компанийн панел өгөгдлийн багцыг ашиглан үл хамааран хувьсагчаар өрийн харьцаанууд, тайлбарлагч хувьсагчаар дэлхийн тодорхой бус байдлын индекс /WUI/ харьцаануудыг авч, тогтмол нөлөөллийн загвар /FE/ ашиглан эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөллийг шинжилсэн.

Өгөгдлийн хугацааны хувьд, БНХАУ-ын эдийн засаг өнөөгийн түвшинд хараахан хүрээгүй байх үед тохиосон 2008 оны Санхүүгийн хямрал, мөн тухайн улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлын түвшин өндөр байсан үе буюу АНУ – БНХАУ-ын Худалдааны дайн, Ковид – 19 цар тахлын үеийг хамарсан билээ. Энэ нь судлаачдад тухайн улсын эдийн засгийн түвшингээс хамааран, эдийн засгийн тодорхой бус байдал компаниудын хөшүүрэгт үзүүлэх нөлөө өөр байсан эсэхийг шалгах боломжийг олгосон юм.

Өмнө нь хийгдсэн судалгаанууд нь эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдлын /EPU/ нөлөөллийг голчлон судалдаг байсан (Zhang et al., 2015; Li et al., 2019; Chen & Chiang, 2020) бол энэхүү судалгаа нь зөвхөн дотоодын эдийн засгийн өөрчлөлтөөс илүү ерөнхий, өргөн хүрээний хэмжүүр болох дэлхийн тодорхой бус байдлын индекс /WUI/-ийг ашигласан.

Компанийн капиталын бүтцийн шийдвэр гаргалт нь эдийн засгийн гадаад орчинтой шууд холбоотой байдаг. Эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үеэр, аливаа эрсдэлүүд нэмэгдэж, хүлээгдэж буй өгөөжүүд буурах хандлагатай. Иймд, төлбөрийн чадвар буурсан компаниудын хэтийн төлөв асуудалтай болсон үед, компаниуд аль болох хөшүүргээ багасгадаг (Dick et al., 2013).

Хүлээгдэж буй өгөөжийн хэлбэлзэл нэмэгдэх нь Итали, Грек, Бразил, Энэтхэг, Аргентин, ОХУ зэрэг дампуурлын болон хяналтын зардал өндөртэй улс орнуудын аливаа компанийн хөрөнгө нийлүүлэгчдийг илүү өндөр эрсдэлд оруулдаг (Chen & Funke, 2009). Хөрөнгө оруулалтын бууралт нь гадаад санхүүжилтийн эрэлтийг бууруулдаг тул, компаниуд хөшүүргийн ашиглалтаа багасгахад хүргэдэг байна. Тиймээс, дараах таамаглалуудыг дэвшүүлсэн:

Н1. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нь БНХАУ-ын хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компаниудын хөшүүрэгт сөргөөр нөлөөлдөг.

Цаашилбал, БНХАУ-ын банкны зохицуулалтын хорооны /CBRC/ мэдээлснээр урт хугацааны санхүүжилт татахын тулд, компаниуд аж үйлдвэрийн, байгаль орчныг хамгаалах эсвэл урт хугацааны хөрөнгө оруулалтын төслүүдэд оролцсон байх ёстой. Төрийн өмчит компаниуд дээрх төслүүдэд оролцох илүү боломжтой байдаг тул, тухайн компаниудын урт хугацааны өрийн харьцаа хувийн ААН-үүдтэй харьцуулахад, илүү өндөр байдаг (Liu & Zhang, 2020). Тиймээс, дараах таамаглалыг дэвшүүлсэн байна:

Н2. Эдийн засгийн тодорхой бус байдалд, төрийн өмчит компаниудын өрийн түвшин, хувийн ААН-үүдтэй харьцуулахад бага өртдөг.

Тухайн судалгаанд, WUI-ээс БНХАУ-д үзүүлэх эдийн засгийн тодорхой бус байдлын нөлөөлөөс гадна 2008 оны Санхүүгийн хямрал, 2018 – 2019 оны АНУ – БНХАУ-ын Худалдааны дайн, мөн 2020 оны Ковид – 19 цар тахал зэрэг үйл явдлуудын нөлөөллийг авч үзсэн. Сүүлийн 20 жилийн БНХАУ-ын эдийн засгийн өөрчлөлт нь банк давамгайлсан системээс үнэт цаасны зах зээл давамгайлсан системд шилжсэнээр тодорхойлогддог (Alon et al., 2014). Энэхүү эдийн засгийн шилжилт нь гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлж, дэлхийн зах зээлтэй илүү хүчтэй харилцаа холбоог бий болгосон. Улмаар, дэлхийн эдийн засгийн тодорхой бус байдалд БНХАУ-ын зах зээл илүү өртөж байгаа тул, энэхүү үндэслэлээр дараах хоёр таамаглалыг дэвшүүлэв:

Н3. БНХАУ-ын компаниудын капиталын бүтцэд 2008 оны Санхүүгийн хямрал, 2018 – 2019 оны АНУ – БНХАУ-ын Худалдааны дайн, мөн 2020 оны Ковид – 19 цар тахал зэрэг үйл явдлууд нь өөр өөр нөлөө үзүүлсэн.

Н4. Төрийн өмчит компаниудын хувьд, эдгээр гурван хямралын өрийн харьцаанд үзүүлэх нөлөө, хувийн ААН-үүдтэй харьцуулахад, бага байна.

Үр дүнд, эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэхэд БНХАУ-ын төрийн өмчит компаниуд богино хугацаат өрийн санхүүжилтээ хувийн ААН-үүдтэй харьцуулахад, нэмэгдүүлдэг болох нь тогтоогдсон. Мөн компаниудын хөшүүрэг 2008 оны Санхүүгийн

хямралын үеэр буурч байсан бол, 2018 – 2019 оны АНУ – БНХАУ-ын Худалдааны дайн, 2020 оны Ковид – 19 цар тахлын үеэр өссөн гэсэн дүгнэлтэд хүрэв.

Хоёр дахь судалгаа нь 2010 – 2019 оны хооронд Вьетнамын Хөрөнгийн Биржид бүртгэлтэй, үйлдвэрлэлийн салбарын 49 компанийн түүврийг ашиглан, үл хамааран хувьсагчаар компаниудын хөшүүргийн үзүүлэлтүүд, тайлбарлагч хувьсагчдаар эдийн засгийн болон улс төрийн тодорхой бус байдлыг авч, OLS загвар, тогтмол /FE/ болон санамсаргүй нөлөөллийн загваруудаар /RE/ үнэлж, шинжилсэн байна.

Судлаачид Вьетнамын эдийн засаг болон улс төрийн тодорхой бус байдлын мэдээллийг Federal Reserve Bank of St. Louis-ийн өгөгдлийн сангаас авсан бөгөөд тухайн мэдээлэлд аливаа улсын улс төр, эдийн засгийн бодлого, худалдааны тэнцэл зэрэг улс орны эрсдэлд нөлөөлж болох бүх хүчин зүйлсийг тусгасан болно (Ahir et al., 2018). Эдийн засаг болон улс төрийн тодорхой бус байдлын компанийн капиталын

$$\text{Хөшүүрэг}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Тодорхой бус байдал}_t + \delta \text{Хяналт}_{it} + \text{ДНБ-ийн өсөлт}_t + \varepsilon_{it}$$

Энд, i нь компани бүрийг, t нь жил бүрийг төлөөлнө. Энэхүү тэгшитгэлд, судлаачид компанийн ерөнхий шинж чанарыг “Хяналт” хувьсагчид багтаасан. Үүнд, компанийн хэмжээ, ашигт ажиллагаа, мөн бэлэн мөнгөний харьцааг агуулсан байна.

Үр дүнд, тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам компаниуд хөшүүргийн сөрөг нөлөөллөөс зайлсхийхийн тулд, хөшүүргийн ашиглалтаа бууруулдаг бөгөөд хөгжиж буй улс орнууд, ялангуяа Вьетнам дахь компаниуд өрийн санхүүжилтээс ихээхэн хамааралтай учраас бодлого боловсруулагчид тодорхой бус байдлын компанийн хөшүүрэгт үзүүлэх сөрөг нөлөөллийг бууруулах шийдэлтэй байх; мөн эдгээр хугацаанд, өрийн санхүүжилтийг үндэслэлтэй ашиглах ёстой гэсэн дүгнэлтэд хүрэв.

Дээрх хоёр судалгаа нь аливаа улс орны эдийн засгийн түвшингээс шалтгаалан, эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд өөрөөр нөлөөлдөг бөгөөд тухайн тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, компаниуд өрийн санхүүжилтээ бууруулдаг гэсэн дүгнэлтэд хүрч байна. Улмаар, дээрх судалгааны ажлууд дээр үндэслэн, эдийн засгийн тодорхой бус байдал Монгол Улсын хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөллийг шинжлэхийн тулд, судалгааны таамаглалаа дараах байдлаар дэвшүүлэв. Үүнд:

Н1. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нь компаниудын хөшүүрэгт эерэгээр нөлөөлдөг.

Н2. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, хөнгөн үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд богино хугацаат өрийн санхүүжилт ашиглах хандлагатай.

Н3. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд урт хугацаат өрийн санхүүжилт ашиглах хандлагатай.

Хувьсагчдын хувьд, дээрх судалгааны ажлууд дээр үндэслэн, дараах үл хамааран болон тайлбарлагч хувьсагчдыг шинжилгээндээ ашиглах болсон.

Хүснэгт 1. Үл хамааран болон тайлбарлагч хувьсагчид

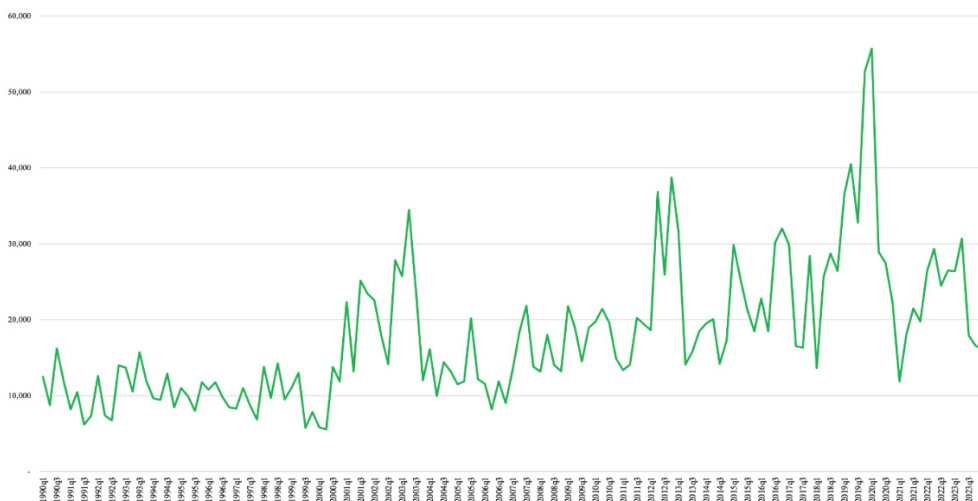
Үл хамааран хувьсагчид							
Нийт хөшүүргийн харьцаа		Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа			Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа		

Тайлбарлагч хувьсагчид							
WUI Монгол Улс	Эдийн засгийн өсөлт	Төсвийн зардал	Нийт хөрөнгийн өгөөж / ROA/	COVID – 19	МУ-ын 2016 оны эдийн засгийн уналт	WUI БНХАУ	ЕРУ ОХУ

Эх сурвалж: Өмнө нь судлагдсан судалгааны ажлууд дээр үндэслэн, шинжилгээндээ ашиглах хувьсагчид

Эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг дэлхийн тодорхой бус байдлын индексээр /WUI/ тодорхойлж байгаа бөгөөд энэхүү индекс нь дэлхийн улс орнуудын эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг хэмжих зорилготойгоор боловсруулагдсан индекс юм.

Зураг 1. 1990 – 2024 оны дэлхийн тодорхой бус байдлын индекс /WUI/

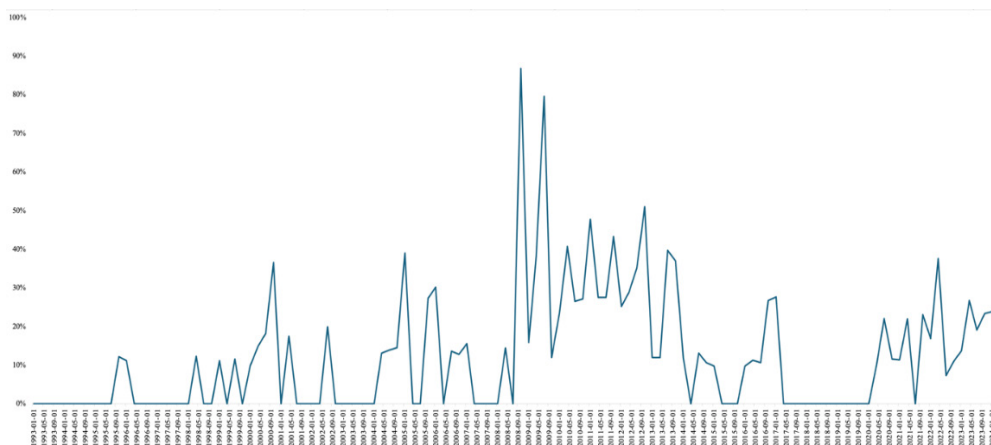


Эх сурвалж: World Uncertainty Index

Тухайн индекс нь аливаа улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлын хэмжүүр болох бөгөөд 143 улс орны үзүүлэлтийг, улирал тус бүрээр гаргаснаар судлаачдад эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг өөр улс орнуудын хооронд харьцуулж, илүү өргөн хүрээний чиг хандлагаар дүн шинжилгээ хийх боломжийг олгодог байна. Ихэнх судлаачид, дэлхийн тодорхой бус байдлын индексийг /WUI/ эдийн засаг болон бусад салбаруудад үзүүлэх нөлөөллийг шинжлэхэд ашигладаг бөгөөд өмнө нь судлагдсан судалгааны ажлууд нь зөвхөн дотоодын эдийн засгийн өөрчлөлтөөс илүү, өргөн хүрээний хэмжүүр болох дэлхийн тодорхой бус байдлын индексээс /WUI/ өөрийн улс орны эдийн засгийн тодорхой бус байдлын индексийг ашиглан, үр дүнд хүрсэн.

Тиймээс, энэхүү судалгаанд дэлхийн тодорхой бус байдлын индексээс, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлын индексийг шинжилгээндээ ашиглах үндэслэл болсон. Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдалд эдийн засгийн өсөлт; ДНБ; инфляцын түвшин; бодлогын хүү; валютын ханшийн өөрчлөлт; түүхий эдийн үнийн хэлбэлзэл; улс төрийн тодорхой бус байдал; геополитикийн зөрчилдөөн; байгаль орчин болон цаг уурын нөхцөл байдал; гадаад шок зэрэг хүчин зүйлс нөлөөлөх бөгөөд тухайн эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг тоо хэмжээгээр тодорхойлоход, Дэлхийн тодорхой бус байдлын индексээс /WUI/ Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг дараах байдлаар харуулж байна.

Зураг 2. МУ-ын 1993 – 2024 оны эдийн засгийн тодорхой бус байдал



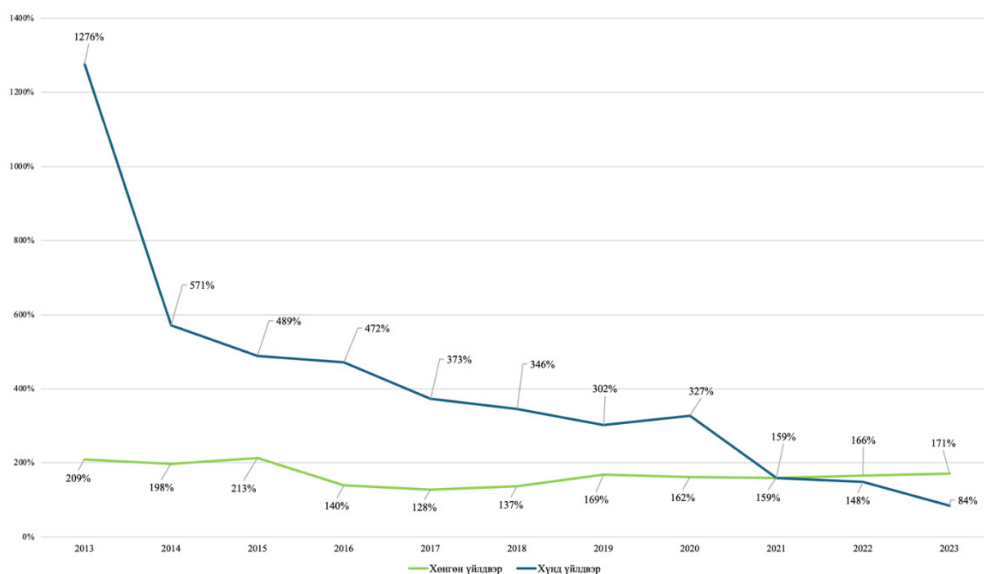
Эх сурвалж: *World Uncertainty Index*

Өр эсвэл өмчийн санхүүжилтийн шийдвэр гаргахад, тухайн эх үүсвэрүүдийн зардал; хөрөнгө оруулалтын боломж; мөнгөний бодлого; зээлийн хүртээмжтэй байдал; эдийн засгийн өсөлт зэрэг хүчин зүйлүүдийг зайлшгүй харгалзаж үздэг. Гэсэн хэдий ч, эдийн засгийг төлөөлөх, анхдагч индикаторуудын ирээдүйн төлөв байдал, яг төлөвлөсөн ёсоор гардаггүйг, бид ойрын жилүүдэд харж байна. Тиймээс, эдийн засгийн тодорхой бус

байдал болон компанийн капиталын бүтэц нь хоорондоо шууд хамааралтай.

Монгол Улс нь зах зээлийн эдийн засагт шилжээд 30 гаруй жил болж байгаа хэдий ч, эдийн засаг нь нэг салбараас хэт хараат бөгөөд дотоодын үйлдвэрээ хөгжүүлж чадаагүй байсаар байна. Аливаа улс орны хөгжлийн үзүүлэлтэд үйлдвэрлэлийн хөгжлийн нөхцөл байдал гол үүрэг гүйцэтгэдэг. Тиймээс, энэхүү судалгааны шинжилгээг хийхийн тулд, Монголын Хөрөнгийн Биржид бүртгэлтэй, I, II-р зэрэглэлийн хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй 18 компаниудыг сонгосон. Учир нь эдгээр хоёр салбарын капиталын бүтэц, эдийн засгийн өөрчлөлтөд үзүүлэх хариу үйлдэл, санхүүгийн стратеги, мөн эрсдэлийн удирдлага нь хоорондоо ялгаатай бөгөөд эдийн засгийн тодорхой бус байдал эдгээр компаниудын капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөг шинжилснээр, санхүүжилтийн стратегийн оновчтой шийдвэр гаргах боломжтой болно.

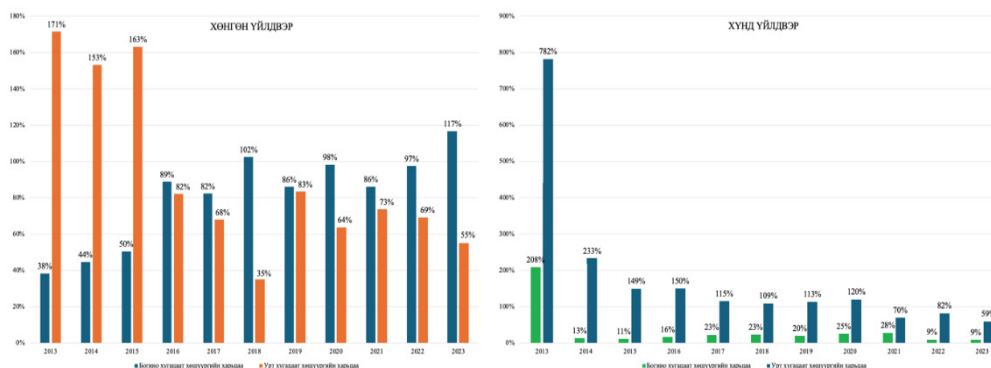
Зураг 3. МУ-ын 2013 – 2023 оны хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын нийт хөшүүргийн өөрчлөлт



Эх сурвалж: Монголын хөрөнгийн бирж

Өөрийн хөрөнгөтэй харьцуулахад, хөшүүргийн харьцаа нь компани өөрийн үйл ажиллагаа, өсөлтийг нэмэгдүүлэхийн тулд, өр төлбөр хэр хэмжээгээр ашиглаж байгааг харуулдаг. Энэ нь компанийн санхүүгийн бүтэц, эрсдэл, өнөөгийн нөхцөл байдал, мөн боломжит өгөөжийн талаарх ойлголтыг өгдөг. Сүүлийн 10 жилийн хугацаанд, хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын, нийт хөшүүргийн харьцаа тогтмол буурсан үзүүлэлттэй гарсан бол хөнгөн үйлдвэрийн салбар нь харьцангуй тогтвортой гарсан байна.

Зураг 4. МУ-ын 2013 – 2023 оны хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын богино болон урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа



Эх сурвалж: Монголын хөрөнгийн бирж

Богино болон урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа нь аливаа санхүүгийн шинжилгээ хийхэд, чухал үүрэг гүйцэтгэдэг бөгөөд компанийн оролцогч талуудад санхүүгийн стратегийн шийдвэр гаргалт болон эрсдэлийг удирдахад тусалдаг.

Монгол Улсын хөнгөн үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын нийт хөшүүрэгт, богино хугацаат хөшүүргийн харьцааны эзлэх хувь жил ирэх тусам нэмэгдэж байна. Харин, хүнд үйлдвэрийн салбарт энэхүү харьцаанууд нь 10 жилийн турш тогтмол буурсан үзүүлэлттэй гарсан хэдий ч, богино хугацаат хөшүүргийн харьцаатай харьцуулахад, урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа нь илүү их хувийг эзэлж байна.

Хөшүүрэг болон эдийн засгийн тодорхой бус байдал хоорондын хамаарлыг олон талаар тайлбарлаж болох юм. Жишээ нь, эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үед өндөр хөшүүргийн түвшинтэй компаниуд, төлбөрийн чадваргүй болох эрсдэлтэй байдаг. Улмаар, зээлийн нөхцөл чангарснаар компаниудад нэмэлт санхүүжилт татахад хүндрэлтэй болдог. Мөн, хөрөнгө оруулалт буурах, ажилтнуудаа цомхотгож ажилгүйдлийн түвшинг нэмэгдүүлэх зэрэг өргөн хүрээний, эдийн засгийн сөрөг үр дагаварт хүргэж болзошгүй. Харин, эдгээр хоёр зүйлийн хоорондын хамаарлыг ойлгосноор, компаниуд аливаа эдийн засгийн өөрчлөлтөд илүү стратегийн төлөвлөлттэй хариу үйлдэл үзүүлэх, мөн эрсдэлийг бууруулах арга хэмжээ авах бүрэн боломжтой. Өгөгдлийн хувьд, Монголын Хөрөнгийн Биржээс I, II-р зэрэглэлийн хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй 18 компаниудын 10 жилийн /2013 – 2023 он/ санхүүгийн тайлангаас өгөгдлөө цуглуулан, дараах хувьсагчуудаар регрессийн шинжилгээ хийж, тогтмол нөлөөллийн загвараар /FE/ үнэлсэн.

Үл хамааран хувьсагчаар, компанийн нийт, урт болон богино хугацаат хөшүүргийн харьцааны үзүүлэлтүүдийг авсан. Эдгээр харьцааны үзүүлэлтүүд нь компанийн өр

төлбөрөө нийт хөрөнгөөр нөхөх чадварыг хэмждэг бөгөөд хөрөнгө оруулагч болон зээлдүүлэгчдэд компанийн капиталын бүтэцтэй холбоотой, эрсдэлийг үнэлэхэд тусалдаг.

Тайлбарлагч хувьсагчдын хувьд, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг тоо хэмжээгээр тодорхойлоход ашиглагдана. Бусад эдийн засгийн үзүүлэлтийг төлөөлөх эдийн засгийн өсөлт, төсвийн зардал зэрэг хувьсагчууд нь Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдалтай шууд холбоотой. Төсвийн зардлын хувьд, улс төрийн тогтворгүй байдал нь Засгийн газрын төсвийн төлөвлөлтөд ихээхэн нөлөөлдөг тул, энэхүү хувьсагчийг шинжилгээндээ ашиглах шалтгаан болсон. Хөшүүрэгтэй хамааралтай өөр нэг хувьсагч болох нийт хөрөнгийн өгөөжийн /ROA/ харьцааг компанийн цэвэр ашгийг нийт хөрөнгөтэй харьцуулах байдлаар олсон бөгөөд энэхүү харьцааны үзүүлэлт нь компани ашиг олохын тулд, хөрөнгөө хэр үр дүнтэй ашиглаж буйг хэмждэг. Улмаар, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдалд нөлөөлсөн гадаад болон дотоод хоёр үйл явдлыг дамми хувьсагчаар оруулсан. Энэхүү дамми хувьсагчууд нь Монгол Улсын хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын капиталын бүтцэд гадаад эсвэл дотоод шок илүү нөлөөлөх эсэхийг шалгах зорилготой юм. Цаашилбал, БНХАУ, ОХУ нь гадаад худалдааны гол түнш улсууд бөгөөд эдгээр хоёр улсын Монгол Улсын эдийн засагт үзүүлэх нөлөө нь асар том билээ. Тиймээс, БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал болон ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал нь Монгол Улсын аль салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын капиталын бүтцэд илүү нөлөөлж буйг шинжлэхийн тулд, эдгээр хоёр улсын үзүүлэлтүүдийг шинжилгээндээ ашиглах болсон.

Хүснэгт 2. Тодорхойлогч статистикууд

Үзүүлэлт	Аж. утга	Дундаж	Медиан	Ст. хаз.	Min.	Max.
Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа	198	0.064	0.001	0.175	0.000	1.922
Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа	198	0.151	0.022	0.394	0.000	4.390
Нийт хөшүүргийн харьцаа	198	0.323	0.084	0.683	0.000	4.401
Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	198	0.229	0.234	0.084	0.098	0.398
ROA	198	0.039	0.022	0.158	-0.614	0.909

Эдийн засгийн өсөлт	198	0.046	0.056	0.041	-0.046	0.117
Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт	198	0.090	0.000	0.288	0.000	1.000
Төсвийн зардал	198	11,826,153	9,495,333	4,943,466	6,164,685	22,454,492
Ковид – 19	198	0.181	0.000	0.386	0.000	1.000
БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	198	0.189	0.208	0.115	0.040	0.383
ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал	198	302.668	232.698	133.586	169.230	577.142

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Капиталын бүтэц нь өр төлбөр болон өмчийн нийлбэр бөгөөд хөшүүргийн харьцаа нь капиталын бүтцэд, өрийн санхүүжилтийн эзлэх хувийг илэрхийлнэ. Тиймээс, нэгдүгээр таамаглал буюу “Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нь компаниудын хөшүүрэгт эерэгээр нөлөөлдөг” таамаглалыг дараах загваруудаар шалгасан:

$$\begin{aligned}
 &\text{Нийт хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
 &= \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
 &+ \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 &\text{Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
 &= \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
 &+ \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
 &+ \beta_6 \text{БНХАУ – ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_7 \text{ОХУ – ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_8 \text{Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт}_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
& \text{Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
& = \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
& + \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
& + \beta_6 \text{БНХАУ – ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_7 \text{ОХУ – ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_8 \text{Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт}_t
\end{aligned} \tag{3}$$

Энд, i нь компани бүрийг, t нь жил бүрийг төлөөлнө.

Хүснэгт 3. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөө

Хувьсагч	Нийт хөшүүргийн харьцаа	Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа	Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа
_cons	2.46042 (0.73271)	2.61944 (0.54831)	0.31758 (0.14980)
Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	0.03447 (0.15704)	-0.08364 (0.12501)	-0.01360 (0.03426)
Төсвийн зардал	-0.13771*** (0.04794)	-0.15860*** (0.03605)	-0.01681* (0.00985)
Ковид – 19	0.05392 (0.04115)	0.06478* (0.03570)	0.01467 (0.00976)
Эдийн засгийн өсөлт	0.77008** (0.38810)	0.98076** (0.37891)	0.19118* (0.10366)
Нийт хөрөнгийн өгөөж / ROA/	-0.33776** (0.13987)	-0.22328** (0.09877)	-0.00946 (0.02585)
БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	-0.28030* (0.14570)	-0.19227* (0.11620)	-0.01049 (0.03179)
ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал	0.00035* (0.00018)	0.00034*** (0.00013)	4.07E-05 (3.64E-05)
Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт	-	0.05000 (0.03891)	0.00964 (0.01066)
Загвар	FE	FE	FE

Ажиглалтын утга	198	198	198
R²	0.64	0.58	0.53

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Энд, ***, **, * харгалзан 1%, 5%, 10%-ийн ач холбогдлын зэргийг харуулна.

Эхний таамаглалын дагуу, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэг хувиар өсөхөд, хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын нийт хөшүүргийн харьцаа 3%-р нэмэгдэж байна. Нөгөө талаас статистикийн хувьд, ач холбогдлын түвшин өндөр гарсан хувьсагчууд болох төсвийн зардал, нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/, БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нь Монгол Улсын хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын нийт хөшүүргийн харьцаанд сөрөг; харин эдийн засгийн өсөлт, ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал нь эерэгээр нөлөөлж байна.

Цаашилбал, Монгол Улсын хөнгөн үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд, эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үеэр түргэн хугацаанд эх үүсвэрээр хангагдаж, хөрвөх чадвараа хадгалж үлдэхийн тулд, урт хугацаат өрийн санхүүжилтээс илүү, богино хугацаат өрийн санхүүжилтийг ашиглана гэж үзсэн тул, хоёрдугаар таамаглал буюу “Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, хөнгөн үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд богино хугацаат өрийн санхүүжилт ашиглах хандлагатай” таамаглалыг дараах загваруудаар шалгасан:

$$\begin{aligned}
 &\text{Нийт хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
 &= \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
 &+ \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
 &+ \beta_6 \text{БНХАУ – ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_7 \text{ОХУ – ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t
 \end{aligned} \tag{4}$$

$$\begin{aligned}
 &\text{Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
 &= \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
 &+ \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
 &+ \beta_6 \text{БНХАУ – ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_7 \text{ОХУ – ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_8 \text{Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт}_t
 \end{aligned} \tag{5}$$

$$\begin{aligned}
& \text{Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
& = \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
& + \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
& + \beta_6 \text{БНХАУ – ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_7 \text{ОХУ – ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_8 \text{Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт}_t
\end{aligned} \tag{6}$$

Энд, i нь хөнгөн үйлдвэрийн салбарын компани бүрийг, t нь жил бүрийг төлөөлнө.

Хүснэгт 4. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөө (Хөнгөн үйлдвэрийн салбар)

Хувьсагч	Нийт хөшүүргийн харьцаа	Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа	Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа
_cons	0.93016 (0.27590)	0.88657 (0.33860)	0.09518 (0.21394)
Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	-0.02969 (0.05837)	-0.01578 (0.07643)	-0.00501 (0.04879)
Төсвийн зардал	-0.04879*** (0.01802)	-0.05023** (0.02223)	-0.001693 (0.01406)
Ковид – 19	0.01480 (0.01520)	0.00814 (0.02182)	0.01206 (0.01406)
Эдийн засгийн өсөлт	0.24420* (0.14699)	0.09502 (0.23235)	0.16688 (0.14857)
Нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/	-0.49706*** (0.12864)	-0.27980** (0.11431)	-0.22890*** (0.06022)
БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	-0.01442 (0.05424)	-0.01338 (0.07079)	-0.01970 (0.04523)
ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал	9.36E-05 (7.02E-05)	7.20E-05 (8.17E-05)	2.79E-05 (5.17E-05)
Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт		0.00795 (0.02374)	0.01208 (0.01517)

Загвар	FE	FE	FE
Ажиглалтын утга	121	121	121
R²	0.88	0.64	0.66

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Энд, ***, **, * харгалзан 1%, 5%, 10%-ийн ач холбогдлын зэргийг харуулна.

Хоёр дахь таамаглалын дагуу, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэг хувиар өсөхөд, хөнгөн үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын богино хугацаат хөшүүргийн харьцааг 0.5%-р бууруулж, харин статистикийн хувьд, ач холбогдлын түвшин өндөр гарсан хувьсагч болох нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/ нь богино хугацаат хөшүүргийн харьцаанд сөргөөр нөлөөлж байна.

Цаашилбал, Монгол Улсын эдийн засаг уул уурхайн салбараас шууд хамааралтай учир, хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үеэр томоохон хэмжээний, урт хугацаат төслөө санхүүжүүлэхийн тулд, богино хугацаат өрийн санхүүжилтээс илүү, урт хугацаат өрийн санхүүжилтийг ашиглана гэж үзсэн тул, гуравдугаар таамаглал буюу “Эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэх тусам, хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд урт хугацаат өрийн санхүүжилт ашиглах хандлагатай” таамаглалыг дараах загваруудаар шалгасан:

$$\begin{aligned}
 &\text{Нийт хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
 &= \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
 &+ \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
 &+ \beta_6 \text{БНХАУ} - \text{ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_7 \text{ОХУ} - \text{ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t
 \end{aligned} \tag{7}$$

$$\begin{aligned}
 &\text{Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
 &= \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
 &+ \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
 &+ \beta_6 \text{БНХАУ} - \text{ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_7 \text{ОХУ} - \text{ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t \\
 &+ \beta_8 \text{Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт}_t
 \end{aligned} \tag{8}$$

$$\begin{aligned}
& \text{Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа}_{it} \\
& = \alpha_i + \beta_1 \text{Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_2 \log(\text{Төсвийн зардал})_t + \beta_3 \text{COVID } 19_t \\
& + \beta_4 \text{Эдийн засгийн өсөлт}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
& + \beta_6 \text{БНХАУ – ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_7 \text{ОХУ – ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал}_t \\
& + \beta_8 \text{Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт}_t
\end{aligned} \tag{9}$$

Энд, i нь хүнд үйлдвэрийн салбарын компани бүрийг, t нь жил бүрийг төлөөлнө.

Хүснэгт 5. Эдийн засгийн тодорхой бус байдал компанийн капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөө (Хүнд үйлдвэрийн салбар)

Хувьсагч	Нийт хөшүүргийн харьцаа	Урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа	Богино хугацаат хөшүүргийн харьцаа
_cons	9.54096 (3.93255)	6.04106 (2.14573)	0.53553 (0.44783)
Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	0.81864 (0.84294)	0.07359 (0.48720)	0.04123 (0.10229)
Төсвийн зардал	-0.58824** (0.25742)	-0.38142*** (0.14099)	-0.03320 (0.02949)
Ковид – 19	0.08996 (0.22006)	0.15037 (0.13860)	0.02513 (0.02929)
Эдийн засгийн өсөлт	1.65661 (2.07645)	2.58747* (1.47569)	0.24706 (0.30888)
Нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/	0.06798 (0.35820)	0.01750 (0.21348)	0.01741 (0.04610)
БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	-0.70587 (0.78178)	-0.44590 (0.45517)	-0.00587 (0.09476)
ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал	0.00142 (0.00100)	0.00100* (0.00051)	8.87E-05 (0.00011)
Монгол Улсын 2016 оны эдийн засгийн уналт		0.12304 (0.15225)	0.00551 (0.03175)

Загвар	FE	FE	FE
Ажиглалтын утга	77	77	77
R^2	0.52	0.48	0.28

Эх сурвалж: Судлаачийн тооцоолол

Энд, ***, **, * харгалзан 1%, 5%, 10%-ийн ач холбогдлын зэргийг харуулна.

Гурав дахь таамаглалын дагуу, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэг хувиар өсөхөд, хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын урт хугацаат хөшүүргийн харьцаа 7%-р нэмэгдэж байна. Нөгөө талаас статистикийн хувьд, ач холбогдлын түвшин өндөр гарсан хувьсагч болох эдийн засгийн өсөлт, ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал нь урт хугацаат хөшүүргийн харьцаанд эерэг; харин төсвийн зардал сөргөөр нөлөөлсөн.

Үр дүнд, дэвшүүлсэн гурван таамаглалуудаас 2 нь эмпирик үр дүнгээр батлагдаж, харин 1 нь дэмжигдсэнгүй. Энэ нь онолын хүлээлт бүх тохиолдолд бүрэн хэрэгжихгүйг илтгэх бөгөөд үүнд аливаа улс орны онцлог, өгөгдлийн хязгаарлалт, эсвэл загварын тодорхойлолт нөлөөлсөн байж болох юм.

Дүгнэлт

Эдийн засгийн тодорхой бус байдал, зах зээлийн аль ч салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын санхүүжилтийн өртөг болон хүртээмж; хөшүүргийн эрсдэл, өгөөж; санхүүгийн уян хатан байдлыг хангахын тулд, удирдлагын зүгээс гаргаж буй стратегийн шийдвэрт шууд нөлөөлдөг.

Өр эсвэл өмчийн санхүүжилтийн шийдвэр гаргахад, тухайн эх үүсвэрүүдийн зардал; хөрөнгө оруулалтын боломж; мөнгөний бодлого; зээлийн хүртээмжтэй байдал; эдийн засгийн өсөлт зэрэг хүчин зүйлүүдийг зайлшгүй харгалзаж үздэг хэдий ч, эдийн засгийг төлөөлөх анхдагч индикаторуудын ирээдүйн төлөв байдал яг төлөвлөсөн ёсоор гардаггүй болохыг бид ойрын жилүүдэд харж байна. Тиймээс, эдийн засгийн тодорхой бус байдал болон компанийн капиталын бүтэц нь хоорондоо шууд хамааралтай юм.

Хөшүүргийн харьцаанууд нь ихэвчлэн тухайн компанийн капиталын бүтцийг үнэлэхэд ашиглагддаг. Хөшүүргийн ашиглалт нь компанид олон талаар давуу тал болдогийн зэрэгцээ, санхүүгийн эрсдэл болон хараат байдлыг нэмэгдүүлэх, төлбөрийн чадвар алдагдах зэрэг сөрөг үр дагавруудыг бий болгож байдаг.

Монгол Улс нь зах зээлийн эдийн засагт шилжээд 30 гаруй жил болж байгаа хэдий ч, эдийн засаг нь нэг салбараас хэт хараат бөгөөд дотоодын үйлдвэрээ хөгжүүлж чадаагүй байсаар байна. Аливаа улс орны хөгжлийн үзүүлэлтэд үйлдвэрлэлийн хөгжлийн нөхцөл байдал гол үүрэг гүйцэтгэдэг. Тиймээс, энэхүү судалгааны шинжилгээг хийхийн тулд, Монголын Хөрөнгийн Биржид бүртгэлтэй, I, II-р зэрэглэлийн хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй 18 компаниудыг сонгосон. Учир нь

эдгээр хоёр салбарын капиталын бүтэц, эдийн засгийн өөрчлөлтөд үзүүлэх хариу үйлдэл, санхүүгийн стратеги, мөн эрсдэлийн удирдлага нь хоорондоо ялгаатай бөгөөд эдийн засгийн тодорхой бус байдал, эдгээр компаниудын капиталын бүтцэд үзүүлэх нөлөөг шинжилснээр, санхүүжилтийн стратегийн оновчтой шийдвэр гаргах боломжтой болно.

Монголын Хөрөнгийн Биржээс эдгээр 18 компаниудын 10 жилийн санхүүгийн үзүүлэлтүүд болон Дэлхийн тодорхой бус байдлын индексээс /WUI/ Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлын өгөгдлүүдийг цуглуулж, өмнө нь хийгдсэн судалгааны ажлууд дээр тулгуурлан энэхүү судалгаандаа 3 таамаглал дэвшүүлсэн бөгөөд таамаглал тус бүрээр регрессийн шинжилгээ хийж, тогтмол нөлөөллийн загвараар /FE/ үнэлсэн.

Үр дүнд, капиталын бүтэц нь өр болон өмчийн нийлбэр бөгөөд эдгээр нь хоорондоо урвуу хамааралтай буюу нэг нь өсөж байхад, нөгөө нь буурдаг. Тиймээс, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэг хувиар өсөхөд, эдгээр хоёр салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын нийт хөшүүргийн харьцаа 3%-р нэмэгдсэн бөгөөд энэ нь өрийн санхүүжилт нэмэгдэж, өмчийн санхүүжилт буурдаг гэсэн үг юм. Улмаар, хөнгөн үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд, эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үеэр түргэн хугацаанд эх үүсвэрээр хангагдаж, хөрвөх чадвараа хадгалж үлдэхийн тулд, урт хугацаат өрийн санхүүжилтээс илүү, богино хугацаат өрийн санхүүжилтийг ашиглана гэж үзсэн хэдий ч, шинжилгээний үр дүнд энэхүү үзүүлэлт нь 0.5%-р буурсан тул, энэхүү таамаглалын эмпирик үр дүн дэмжигдсэнгүй. Харин, хүнд үйлдвэрийн салбар эсрэгээрээ буюу Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэг хувиар өсөхөд, тухайн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниуд урт хугацаат өрийн санхүүжилтийг ашиглана гэж үзсэн бөгөөд шинжилгээний үр дүнд, тухайн үзүүлэлт 7%-р нэмэгдсэн тул, таамаглал батлагдсан.

Харин статистикийн хувьд, ач холбогдлын түвшин өндөр гарсан хувьсагчууд болох төсвийн зардал, эдийн засгийн өсөлт, нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/, БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал болон ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдлын Монгол улсын хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын өрийн санхүүжилтэд үзүүлж буй нөлөөг тус тусад нь авч үзсэн.

Төсвийн зардал болон нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/, БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нь компаниудын өрийн санхүүжилтийг тус тус 13%, 33% 28%-р бууруулсан бөгөөд Монгол Улсын төсвийн зардал нэмэгдсэнээр зээлийн хүүний түвшин өсөх, төсвийн бодлогын тодорхой бус байдал нэмэгдэх, хөрөнгө оруулагчдын итгэл буурах зэрэг хүчин зүйлээс шалтгаалан компаниуд өрийн санхүүжилтээ бууруулдаг гэж үзэж болох юм. Нийт хөрөнгийн өгөөж /ROA/ нэмэгдэх нь тухайн компаниудын хүүний зардал буурч; цэвэр ашиг, эрсдэлийн удирдлага болон үйл ажиллагааны ашиг нэмэгдсэнтэй холбоотойгоор, өрийн санхүүжилтээ бууруулдаг. Харин, БНХАУ-

ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал нэмэгдэх нь Монгол Улсын эдийн засагт сөргөөр нөлөөлөх бөгөөд энэ нь валютын ханш хэлбэлзэх; нийлүүлэлт тасалдаж, хязгаарлагдах; улмаар, зээлийн шалгуур, нөхцлийг чангатгах зэрэг нь компаниудын өрийн санхүүжилтэд сөргөөр нөлөөлнө.

Нөгөө талаас, эдийн засгийн өсөлт, Ковид – 19 цар тахал, ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал нь компаниудын өрийн санхүүжилтийг 77%, 5%, 0.03%-р нэмэгдүүлсэн бөгөөд эдийн засаг өсөх нь зээлийн эрэлт нэмэгдэх; хөрөнгө оруулалтын таатай орчин бүрдэх; зээлийн хүү буурах; хөрөнгийн зах зээлийн оролцоо нэмэгдэх зэрэг хүчин зүйлүүдээс шалтгаалан компаниудын өрийн санхүүжилтэд эерэг нөлөө үзүүлдэг. Харин, Ковид – 19 цар тахлын үед санхүү-эдийн засгийн тогтвортой байдлыг хангах; эдийн засгийн үйл ажиллагааг дэмжих; зээлийн тасалдал үүсгэхгүй байх зэрэг арга хэмжээнүүд нь компаниудад өрийн санхүүжилт татахад таатай орчин бүрдүүлсэн билээ. ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал нэмэгдэхэд, гадны хөрөнгө оруулагчдыг илүү найдвартай хөрөнгө оруулалтын сонголтуудыг эрэлхийлэхэд хүргэж, Монгол Улсын компаниудын санхүүжилтийн хүртээмжийг нэмэгдүүлснээр, компаниудын өрийн санхүүжилтийг өсгөхөд шууд бусаар нөлөөлж болох юм.

Энэ бүгдийг нэгтгэн дүгнэвэл, эдийн засгийн тодорхой бус байдал Монгол Улсын хөнгөн болон хүнд үйлдвэрийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй компаниудын капиталын бүтцэд тодорхой хэмжээгээр, эерэг болон сөргөөр нөлөөлж байгаа бөгөөд шинжилгээний ач холбогдлын түвшингээс харахад, Монгол Улс нь дотоодоос илүү гадаад шокт илүү мэдрэмтгий байдаг гэсэн дүгнэлтэд хүрч байна.

Цаашилбал, Монгол Улсын эдийн засгийн тодорхой бус байдлыг, тухайн улсын макро эдийн засгийн голлогч үзүүлэлтүүдийн өөрчлөлттэй нарийн уялдуулж тодорхойлох нь эдийн засгийн тодорхой бус байдлын үзүүлэлтийг илүү бодит гаргах, мөн хүнд үйлдвэрийн /уул уурхай/ салбарт үйл ажиллагаа явуулж буй бүх компаниудын санхүүгийн мэдээлэл, олон нийтэд нээлттэй байсан бол энэхүү судалгаанаас илүү нарийн шинжилгээ, дүгнэлт гарах боломжтой.

Ашигласан материал

- Chenglin Gao & Takuji W. Tsusaka. "Economic Uncertainty and Firms' Capital Structure: Evidence from China", 2023.
- Hyun Joong Im, Ya Kang, Janghoon Shon. "How Does Uncertainty Influence Target Capital Structure?", 2020.
- Hoang Duc Le, Thao Thanh Cao, Tung Thanh Nguyen, Long Phi Tran. "Uncertainty and Capital Structure: Evidence from an Emerging Country", 2021.
- Hites Ahir, Nicholas Bloom, Davide Furceri. "60 Years of Uncertainty", 2020.
- Brigitte Granville, Roman Matousek, Egor Sokolov. "The Impact of Economic Policy Uncertainty on Capital Structure: Evidence from Russia", 2019.
- Wennie, Vina C Nugroho. "The Effect of Uncertainty on Capital Structure: Evidence from Indonesia", 2019.
- Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt. "Financial Management Theory & Practice – 16th Edition", 2019.
- Jonathan Berk, Peter DeMarzo. "Corporate Finance – 4th Global Edition", 2017.
- Монголбанк. "Инфляцын тайлан", 2023.
- Монгол Улсын Их Сургууль Шинжлэх Ухааны Сургууль эдийн засгийн тэнхим. "Макро экономиксийн үндэс", 2012.
- Х. Мөнхжин. "Эдийн засгийн тодорхой бус байдал", 2021.

ХАВСРАЛТ**Хүснэгт 1. Монгол Улсын эдийн засгийн 2013 – 2023 оны мэдээлүүд**

Жил	WUI Монгол Улс	Эдийн засгийн өсөлт	Төсвийн зардал
2013	39.8%	11.7%	6,164,685
2014	13.1%	7.9%	7,144,568
2015	9.8%	2.4%	7,137,974
2016	26.7%	1.5%	9,495,333
2017	27.7%	5.6%	9,017,319
2018	29.4%	7.7%	9,317,221
2019	26.5%	5.6%	11,661,701
2020	22.1%	-4.6%	13,904,273
2021	23.1%	1.6%	15,630,444
2022	11.0%	5.0%	18,159,669
2023	23.4%	6.9%	22,454,492

Хүснэгт 2. БНХАУ-ын эдийн засгийн болон ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдлын 2013 – 2023 оны мэдээлүүд

Жил	БНХАУ-ын эдийн засгийн тодорхой бус байдал	ОХУ-ын эдийн засгийн бодлогын тодорхой бус байдал
2013	8.9%	169.2
2014	8.1%	232.7
2015	4.4%	206.3
2016	4.0%	183.7
2017	22.7%	215.6

2018	12.0%	197.5
2019	33.5%	284.1
2020	29.7%	490.7
2021	25.9%	333.5
2022	38.3%	577.1
2023	20.8%	438.8

Хүснэгт 3. Дамми хувьсагчид

Жил	МУ-ын 2016 оны эдийн засгийн уналт	Ковид - 19	Хүнд үйлдвэр	
2013	0	0	0	1
2014	0	0	0	1
2015	0	0	0	1
2016	1	0	0	1
2017	0	0	0	1
2018	0	0	0	1
2019	0	0	0	1
2020	0	1	0	1
2021	0	1	0	1
2022	0	0	0	1
2023	0	0	0	1