

ХУВЬЦААНЫ ДООГУУР ҮНЭЛЭЛТЭД НӨЛӨӨЛӨХ ХҮЧИН ЗҮЙЛИЙГ ШИНЖЛЭХ НЬ

Д.Одбилэг*, М.Цэвэлмаа**, С.Баттулга***

Хураангуй: Бидний судалгааны ажил нь Монголын хөрөнгийн биржийн (МХБ) анхдагч зах зээлд арилжаалагдсан хувьцаануудын (IPO) доогуур үнэлэлтийн зэргийг тодорхойлж, түүнд нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг уламжлалт санхүүгийн онолоор илрүүлэхэд оршино. IPO гаргасан бүх компанийн зах зээлийн мэдээлэл болон үнэт цаасны танилцуулга, санхүүгийн тайлан зэрэгт үндэслэн олон хүчин зүйлийн шугаман регрессийн загварыг ашигласан. Тооцооллын үр дүнд хувьцааны доогуур үнэлэлтийн зэрэг МХБ-н хувьд 8.86% байгаа ба нэрлэсэн үнэ, арилжааны хоцролт, IPO-н өмнөх үеийн хөшүүрэг зэрэг нь доогуур үнэлэлтэд сөрөг нөлөөтэй гарсан нь олон улсын судлаачдын судалгааны үр дүнтэй ижил байна. Мөн уул уурхай, боловсруулах салбарын хувьд хамаарах хувьсагчтай сөрөг хамааралтай байгаа нь тус салбарын компаниудын хувьд доогуур үнэлэгдэх явдал ажиглагдахгүй байгаатай холбоотой.

Түлхүүр үгс: Анхдагч зах зээлд хувьцаа гаргах, доогуур үнэлэлт, Нэрлэсэн үнэ

Analysis of Influencing Factors of IPO Underpricing

Abstract: The purpose of this article is to determine the underpriced equities that were traded on the primary market of the Mongolian Stock Exchange and to identify the classic financial theory-based elements that influence it. We utilized the Multiple Linear Regression model based on information on public-offering companies, securities, and financial reports. This article demonstrates that the level of underpricing on the Mongolian Stock Exchange is 8.86 percent, and par value, trading delay, and leverage before an initial public offering have a negative impact on underpricing. Moreover, the finding is comparable to several other studies. In addition, as either mining and quarrying sector or manufacturing sector, the reason for a negative correlation with the dependent variable is that neither the mining and quarrying sector nor the manufacturing sector contains underpriced companies.

Keywords: IPO, Underpricing, Face value

* МУИС, Бизнесийн сургууль, (E-mail): odbileg@num.edu.mn, ORCID:0000-0001-7036-6882

** МУИС, Бизнесийн сургууль, (E-mail): tselvelmaa_m@num.edu.mn

*** АШУҮИС, Био-Анагаахын сургууль, (E-mail): battulga@mnums.edu.mn

Оршил

Энэхүү судалгаагаараа хувьцааны зах зээлийн үр ашигт нөлөөлдөг хувьцааны доогуур үнэлэлтийн талаар судалж түүнд нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг тодорхойлох зорилготой.

Хувьцааны доогуур үнэлэлт нь компани олон нийтэд анхлан хувьцаагаа санал болгох үед олон нийтийн хүлээлтээс багаар дүнгээр хувьцаагаа үнэлснээс үүдэн илүү их хөрөнгө татах байсан боломжоо алдаж буйг хэлнэ. Олон улсын судлаачдын судалгаанд энэхүү хувьцааны доогуур үнэлэлт нь хувьцааны зах зээл хөгжиж байгаа орнуудад илрэх хэлбэр нь илүү хүчтэй байгаа дурьдсан байна. Хувьцааны зах зээлийн хөгжиж буй шатандаа явж байгаа Монгол улсын хувьд уг судалгаа нь заавал судлах шаардлагатай сэдвийн нэг билээ.

Олон судлаачдын судалгааны үр дүнгүүдээс харахад хувьцааны доогуур үнэлэлтийн учир шалтгааныг олон хүчин зүйлстэй холбож тайлбарласан байдаг бөгөөд эдгээр нь улс бүрт харицан адилгүй байдаг гэдгийг харж болно. Тэдгээр нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг ерөнхийд нь хоёр ангилж үзэж болно.

Нэгдүгээрт, хөрөнгө оруулагчид нь зах зээлийн мэдээлүүдэд суурилан ямагт рационал шийдвэр гаргана гэж үздэг уламжлалт санхүүгийн онолд суурилсан хүчин зүйлс

Хоёрдугаарт, хөрөнгө оруулагчид нь үл рационал бөгөөд санхүүгийн шийдвэр нь сэтгэл хөдлөл, итгэл үнэмшилд үндэслэдэг зан төлөвийн санхүүгийн хүчин зүйл нөлөөлнө гэж үздэг.

Энэхүү судалгаанд бид зөвхөн уламжлалт санхүүгийн онолд суурилсан хүчин зүйлүүдийг авч судалсан.

Судлагдсан байдал:

IPO-ийн доогуур үнэлэлтийн талаарх олон улсын судалгаа

IPO-ийн доогуур үнэлэлт нь дэлхий дахинаа илэрдэг нийтлэг үзэгдэл төдийгүй тэр дундаа Азийн орнуудад илүү өндөр зэргээр тохиолддог болохыг (Hashamuddin Yaakob, 2016) нар судалгаандаа дурьдсан. Мөн IPO-ийн доогуур үнэлэлтийн түвшин 1995-2005 онуудад Бангладеш улсад 480.72% (Islam, 2010), 1996-2000 онуудад Хятад 129.16% (Chi, 2005), 2004-2009 онуудад Энэтхэг улсад 242% (Neeta Jain, 2012), 1978-1984 онуудад Малайз улсад 166.7% (Dawson, 1987) байжээ.

Олон улсад IPO доогуур үнэлэгдэх шалтгааныг олон талаас нь судалж, тайлбарласаар ирсэн бөгөөд улс орон бүрд ялгаатай хүчин зүйлс нөлөөлж байгааг судалгааны ажлуудад дурьдсан байна. Тухайлбал, (Griff, 2007) нарын

судалгаанд Англи, Сингапур болон Малайз зэрэг улсуудад хувьцаа доогуур үнэлэгдэх нь төрийн өмчийн оролцоотой компаниудтай хүчтэй хамааралтай гарчээ. (Boulton, 2012) судалгааны үр дүнд IPO доогуур үнэлэгдэх нь улсуудын институцийн чанар, компанийн засаглалтай эерэг хамааралтай болохыг тогтоожээ. (Kirkulak, 2005) нарын 1998-2002 онуудад Япон улсад IPO гаргасан компаниудад хийсэн судалгааны үр дүнд эрэлт өндөр байгаа зах зээлд андеррайтерийн нэр хүнд нь хувьцааны доогуур үнэлэлтэй эерэг хүчтэй хамааралтай байсан бол эрэлт бага байгаа үед андеррайтер нь илүү их эрсдэлийг тооцох шаардлагатай болдог тул үнийг илүү оновчтой тогтоодог гэсэн дүгнэлт өгчээ. Мөн (Neurape, 2013) нарын Энэтхэг улсын жишээн дээр хийсэн судалгаагаар анхдагч зах зээлд хувьцаа гаргах нь андеррайтингийн нэр хүндтэй хүчтэй хамааралтай байжээ. Өөрөөр хэлбэл өндөр нэр хүндтэй андеррайтинггаар дамжуулан томоохон институциональ хөрөнгө оруулагчдыг татах боломж их байдаг бол харин нэр хүнд багатай андеррайтинг нь энэхүү холбоо хамаарал сул байхыг үл харгалзан санал болгох үнийг хэт ихээр тогтоох хандлага гардаг байна. Харин (Su, 2004) нарын судалгаанд Хятадын 183 компанийн тоон мэдээллийг ашиглан IPO доогуур үнэлэгдэхэд хөшүүрэг ихтэй компани олон нийтэд санал болгож буй хувь хэмжээ бага байх тусам хувьцаа доогуур үнэлэгдэх магадлал нэмэгддэг гэсэн дүгнэлтийг өгсөн.

(Ghosh.S, 2005) нь 1991-2001 онуудын Энэтхэг улс дахь IPO-үүдийг судалж үзсэн ба судалгааны үр дүнд хувьцааны доогуур үнэлэлтэд хугацааны хоцролт өндөр хамааралтай байсан буюу энэхүү хоцролт хэдий чинээ их байна төдий чинээ доогуур үнэлэгдэх магадлал өндөр байна. Мөн доогуур үнэлэлтэд компанийн үйл ажиллагаа явуулсан нас төдийлөн хамааралтай байгаагүй бол гаргаж буй хувьцааны хэмжээ хүчтэй сөрөг хамааралтай байжээ. Өөрөөр хэлбэл олон тооны хувьцаа гаргах нь доогуур үнэлэгдэх магадлалыг бууруулдаг байна.

(Ross, 1977), (Jensen.M, 1976), (Stewart C.Myers, 1984) нарын судалгаануудад өр төлбөр нэмэгдэх нь татварын хувьд давуу талтай хэдий ч санхүүгийн ачааллыг нэмэгдүүлж дампуурлын магадлалыг өсгөх, өрийн удирдлагатай холбоотой агентын зардал нэмэгдэх, хөрөнгө оруулалтыг санхүүжүүлэх боломжуудыг хязгаарлах зэрэг сөрөг талуудтай ба эдгээр нь компанийн үнэ цэнийг бууруулдаг гэж үзжээ.

Онолын хэсэг

IPO буюу компани анх удаагаа олон нийтэд хувьцаагаа санал болгох үйл явц нь бизнесийн цар хүрээгээ тэлэх санхүүжилтийн хамгийн том эх

үүсвэрүүдийн нэг байдаг. 1970-аад оноос эхлэн (Hans R.Stoll, 1970), (Logue, 1973), (Reilly, 1973), (G.Ibbotson, 1975) зэрэг судлаачид нь анх компаниуд нээлттэй болох үед тэдний хувьцааны үнэ арилжааны эхний өдрөө огцом өсөх хандлагатай байгааг ажиглажээ. Өөрөөр хэлбэл IPO-үүдийн арилжааны эхний өдрийн хаалтын ханш нь олон нийтэд санал болгож буй үнээсээ өндөр байжээ. Хувьцаагаа олон нийтэд санал болгож буй компанийн хувьд энэхүү үзэгдлийг хувьцааны доогуур үнэлэлт гэж нэрлэдэг бөгөөд энэ нь компани илүү их хөрөнгө татах байсан боломжоо алдаж буй шууд бус зардал юм. Хувьцааны доогуур үнэлэлт нь нэг талаас компанийн өсөн тэлэх боломжийг хязгаарлаж, нөгөө талаас хоёрдогч зах зээлд хөрөнгө оруулагчдын хооронд арбитражийн үйл ажиллагааг идэвхжүүлснээр зах зээлийн тогтворгүй байдал үүсгэх зэрэг сөрөг үр дагавруудыг бий болгодог байна.

Үнэлгээ хийх загвар болон хувьсагчид

IPO-ийн доогуур үнэлэлтийг тооцох загвар:

$$R = \frac{(P_i - P_0)}{P_0} \quad (1)$$

Энд: P_i арилжааны эхний өдрийн хаалтын үнэ,

P_0 хувьцааны нэрлэсэн үнийг илэрхийлнэ.

Хэрэв дээрх томъёолоор тооцоолоход эхний өдрийн өгөөж (R) эерэг бол доогуур үнэлэгдсэн, сөрөг бол илүү үнэлэгдсэн, тэгтэй тэнцүү бол зөв үнэлэгдсэн гэж үзнэ.

IPO-н доогуур үнэлэлтэд нөлөөх хүчин зүйлийг үнэлэхдээ дараах олон хүчин зүйлийн загварыг ашиглана:

$$y = \beta_0 + \beta_i x_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$i = 1, 2, \dots, 7$

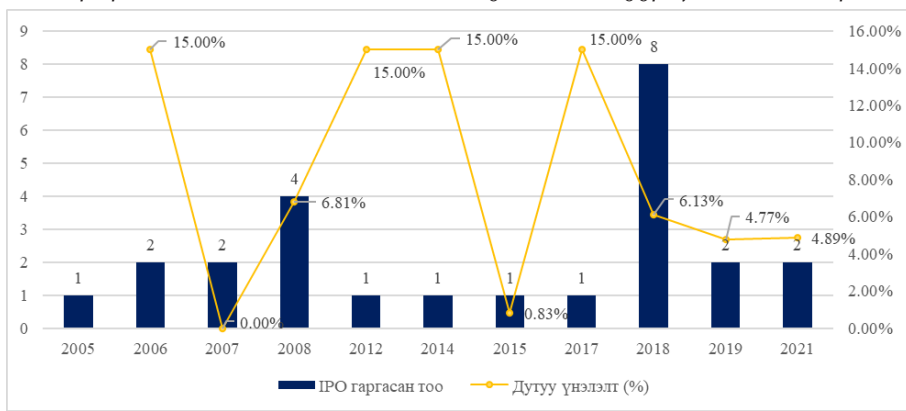
Судалгааны хэсэг

Монголын хөрөнгийн биржид (МХБ) анх удаа 2005 онд “Монгол шилтгэн” ХХК нь 800 сая төгрөгийн үнийн дүн бүхий 1 сая ширхэг хувьцааг олон нийтэд нээлттэйгээр санал болгон (IPO) арилжаалсан бөгөөд 2022 оны байдлаар нийтдээ 25 компани IPO гаргаж 194.9 орчим тэрбум төгрөгийг олон нийтээс татан төвлөрүүлжээ /Хавсралт 1/.

IPO-ийн доогуур үнэлэлтийн түвшинг 25 компанийн мэдээлэлд үндэслэн загвар 1-ээр тооцсон үр дүнг График 1 болон 2-т харууллаа. IPO-ийн доогуур

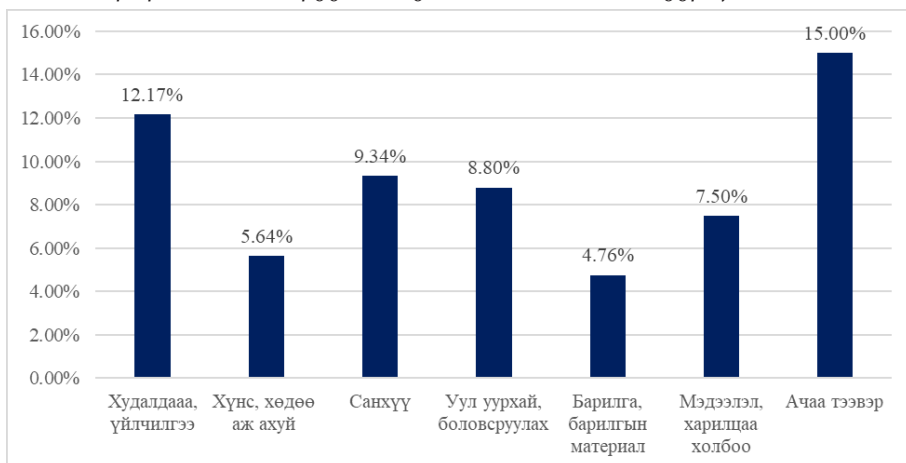
үнэлэлтийн хамгийн өндөр тохиолдол нь анхны IPO болох Монгол шилтгээн ХК-н хувьд 50% байсан бол хамгийн бага нь 2018 онд хийгдсэн Эрдэнэ ресурс девелопмент ХК-н хувьд эхний өдрийн өгөөжийн тооцооллоор -0.83% гарсан бөгөөд илүү үнэлэгдсэн гэсэн үр дүнтэй байгаа нь МХБ-д анхны илүү үнэлэгдсэн компани болсон.

График 1. IPO хийсэн тоо болон дундаж доогуур үнэлэлт оноор



Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол

График 2. Салбаруудын дундаж IPO-ийн доогуур үнэлэлт



Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол

Загварын үр дүнгээр нийт 25 компанийн 1 компанид илүү үнэлэлт, 6 компанийн хувьд зөв үнэлэлт, үлдсэн 18 компанийн хувьд доогуур үнэлэлттэй байгаа нь манай улсын хувьцааны зах зээлийн хувьд доогуур үнэлэгдэх асуудал нь зайлшгүй судлах шаардлагатайг илтгэж байна. Иймээс IPO-ийн доогуур үнэлэлтэд нөлөөлөх хүчин зүйлсийг олон хүчин зүйлийн загварыг ашиглан шинжилсэн.

Бид (2) загварыг ашиглан андеррайтерийн нэр хүнд, компанийн нас, нэрлэсэн үнэ, хөшүүрэг, салбарын ангилал, арилжааны хоцролт, хувьцааны тоо зэргийг тайлбарлагч хувьсагчдаар авч дараах (3) загварын дагуу IPO-н доогуур үнэлэлтэд нөлөөлж буй хүчин зүйлийн нөлөөллийг тооцлоо.

$$UNDERPRICING = \beta_0 + \beta_1 \ln(AGE) + \beta_2 \ln(SIZE) + \beta_3 (LEVERAGE) + \beta_4 \ln(DELAY) + \beta_5 (REPUTATION) + \beta_6 (FIELD) + \beta_7 \ln(PRICE) + \varepsilon_i \quad (3)$$

Үнэлгээнд ашиглах тайлбарлагч хувьсагчдыг сонгохдоо степвайс регрессийн (*stepwise regression*) аргыг ашигласан.

Хүснэгт 1. Загварын үнэлгээнд ашиглах хувьсагчид

	Хувьсагчид	Загварын тэмдэглэгээ	Хувьсагчдын тайлбар
Хамаарах хувьсагч	Доогуур үнэлэлт	UNDERPRICING	
Тайлбарлагч хувьсагчид	Компанийн нас	AGE	Компанийн үүсэн байгуулагдсан цагаас хувьцааны анхны арилжаа хийгдэх өдрийг хүртэлх хугацаагаар жилээр илэрхийлсэн утгаас натурал логарифм авч илэрхийлэгдэнэ.
	IPO-ийн өмнөх үеийн хөшүүрэг	LEVERAGE	Нийт өр төлбөрийг нийт хөрөнгөд харьцуулж тооцооллоо ⁴ .
	Хувьцааны хэмжээ	SIZE	Компанийн олон нийтэд санал болгож буй хувьцааны тоо ширхгээс натурал логарифм авсан утгаар илэрхийлэгдэнэ.
	Арилжааны хоцролт	DELAY	Компани IPO-г бүртгүүлсэн өдрөөс эхлэн анхны арилжаа явагдах өдрийг хүртэлх хоногоор илэрхийлэгдэнэ.
	Андеррайтерийн нэр хүнд	REPUTATION	Уг үзүүлэлтийг дамми хувьсагчаар авсан ба нэр хүнд өндөр андеррайтертай IPO бол 1, бусад тохиолдолд 0 гэж үзэв.

⁴ IPO гаргасан компанийн үнэт цаасны танилцуулгад тусгагдсан санхүүгийн тайланд үндэслэн тооцсон.

Тайлбарлагч хувьсагчид	Салбарын ангилал	FIELD	Компаниудын үйл ажиллагаа эрхэлж буй салбарыг санхүү (FINANCE), худалдаа үйлчилгээ (TRADE_SERVICE), барилга болон барилгын материал (CONST), хүнс хөдөө аж ахуй (FOOD), уул уурхай боловсруулах үйлдвэрлэл (MINING), мэдээлэл технологи (IT), тээвэр (TRANSPORT) гэсэн 7 бүлэгт ангилж тус бүрд нь дамми цуваа үүсгэсэн ба 6 цуваа нь загварт үнэлэгдэх бол үлдсэн нэг цуваа нь холбоос дамми (<i>reference dummy</i>) болно.
	Хувьцааны нэрлэсэн үнэ	PRICE	Анхдагч зах зээл дэх үнэ

Хүснэгт 2-т хамаарах болон тайлбарлагч хувьсагчдын тодорхойлох статистикийг харууллаа.

Хүснэгт 2. Хувьсагчдын тодорхойлох статистик

Symbol	MIN	MAX	Std.Dev	MEAN
IR	-0.01	0.15	0.06	0.07
AGE*	-1.11	3.22	1.03	1.62
PRICE*	3.22	9.39	1.42	5.36
SIZE*	13.98	19.11	1.39	16.67
DELAY*	0.00	5.57	1.76	3.42
LEVERAGE	0.00	0.96	0.32	0.37
REPUTATION	0.00	1.00	0.47	0.33
FINANCE	0.00	1.00	0.49	0.38
TRADE_SERVICE	0.00	1.00	0.39	0.19
FOOD	0.00	1.00	0.21	0.05
MINING	0.00	1.00	0.29	0.10
CONST	0.00	1.00	0.35	0.14
IT	0.00	1.00	0.29	0.10
TRANSPORT	0.00	1.00	0.21	0.05

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол * *In* авсан хувьсагчид

Мөн сонгон авсан бүх хувьсагчдын хоорондын хамаарлыг шинжилж Хүснэгт 3-т үзүүлсэн үр дүнгээс харахад арилжааны хоцролт болон компанийн нас гэсэн хувьсагчид хоорондоо хамааралтай байгаа ба бусад хувьсагчдын хооронд хамаарал ажиглагдахгүй байна.

Хүснэгт 3. Хувьсагчдын корреляцийн матриц

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
A	1.00													
B	-0.30	1.00												
C	-0.34	0.45	1.00											
D	0.16	-0.09	0.10	1.00										
E	0.07	0.63	0.44	0.27	1.00									
F	0.10	0.17	-0.07	-0.74	0.02	1.00								
G	-0.14	0.33	0.66	-0.07	0.40	0.07	1.00							
H	-0.02	-0.10	0.20	0.42	-0.19	-0.34	-0.38	1.00						
I	-0.04	0.24	-0.01	0.17	0.23	-0.16	-0.18	-0.11	1.00					
J	-0.06	0.02	-0.37	-0.49	-0.23	0.46	-0.26	-0.16	-0.07	1.00				
K	0.07	-0.38	-0.42	0.14	-0.08	-0.29	-0.32	-0.20	-0.09	-0.13	1.00			
L	0.04	-0.01	-0.30	-0.16	-0.25	0.12	-0.26	-0.16	-0.07	-0.11	-0.13	1.00		
M	0.33	-0.20	-0.25	-0.13	-0.01	0.32	-0.18	-0.11	-0.05	-0.07	-0.09	-0.07	1.00	
N	-0.38	0.31	0.40	-0.43	0.04	0.26	0.31	-0.22	-0.01	0.13	-0.09	-0.17	-0.09	1.00

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол

A. UNDERPRICING

B. AGE

C. LEVERAGE

D. SIZE

E. DELAY

F. REPUTATION

G. FINANCE

H. TRADE_SERVICE

I. FOOD

J. MINING

K. CONSTRUCTION

L. IT

M. TRANSPORT

N. PRICE

Бид IPO гаргасан нийт 25 компаниас “Женко тур бюро”, “Монгол шилтгээн”, “Хай би ойл”, “Би Ди Сек” компаниудыг өгөгдөл дутуу учраас хасч үлдсэн 21 компанийн хувьд (3) загварыг ашиглан тооцооллыг хийсэн үр дүнг дараах Хүснэгт 4-д харууллаа. Тооцооллоор зарим хувьсагч нь ач холбогдолгүй гарсан учраас тэдгээр хувьсагчдыг хасч үлдсэн нэрлэсэн үнэ, IPO-н өмнөх үеийн хөшүүрэг, арилжааны хоцролт, уул уурхайн салбарын ангилал зэрэг хувьсагчид нь IPO-н доогуур үнэлэлтэд ач холбогдолтой гарсан байна. Тухайлбал, нэрлэсэн үнэ, уул уурхайн салбар, хөшүүрэг, арилжааны хоцролтын 1 нэгжийн өөрчлөлтөд IPO-н доогуур үнэлэлт нь харгалзан 1.3, 10.1, 10.2, 1.9 нэгжээр сөрөг нөлөөтэй байна.

Хувьцааны нэрлэсэн үнэ сөрөг хамааралтай үнэлэгдсэн нь (Chitru S. Fernando, 1999) нарын судалгааны ажлын үр дүнтэй ижил байна. Өөрөөр хэлбэл хувьцааны нэрлэсэн үнэ бага байх нь институциональ хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг бууруулж, хувьцааны жижиглэнгийн худалдан авалтыг идэвхжүүлдэг ба улмаар хувьцаа доогуур үнэлэгдэх магадлалыг нэмэгдүүлдэг байна.

Хүснэгт 4. Тооцоолсон загварын үр дүн

Sample=118		
Included observations=18		
Dependent variables: UNDERPRICING		
Variables	Least Squares	
	Coeff.	P-value
PRICE	-0.013079	0.00*
MINING	-0.101966	0.00*
LEVERAGE	-0.102292	0.00*
DELAY	-0.01948	0.00*
C	0.279766	0.00*

* 1% ач холбогдлын түвшин

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол

Загварын статистик шалгуурууд

1. Мультиколлинар

Олон хувьсагчтай регрессийн загварын тайлбарлагч хувьсагчдын хооронд олон тооны хүчтэй корреляц байх тохиолдолд бий болдог бөгөөд шугаман регрессийн хувьсагчид нь хоорондоо хамааралгүй байна гэсэн шалгуурыг зөрчдөг. Тайлбарлагч хувьсагчдын корреляцийн матрицийг Хүснэгт 5-д харууллаа. Үр дүнгээс харвал хувьсагчдын хооронд хүчтэй (0.5-аас дээш) хамаарал ажиглагдаагүй.

Хүснэгт 5. Корреляцийн матриц

	UNDERPRICING	PRICE	MINING	LEVERAGE	DELAY
UNDERPRICING	1.00				
PRICE	-0.57	1.00			
MINING	-0.14	0.01	1.00		
LEVERAGE	-0.62	0.35	-0.45	1.00	
DELAY	-0.39	-0.15	-0.43	0.29	1.00

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол

2. Хетероскедастик

Тайлбарлагч хувьсагчдын тоон мэдээллүүд хомоскедастик эсэхийг Breusch-Pagan-Godfrey тестээр шалгаж үзсэн. Шалгуурын үр дүнд F статистик болон χ^2 статистикийн аль алиных нь магадлалын утга 0.1 буюу 10%-ийн түвшинд гомоскедастик байна гэсэн тэг таамаглал хүлээн зөвшөөрөгдсөн.

Хүснэгт 6. Хетероскедастикийн үр дүн

Test	Least Squares
Multiple R-squared:	0.872433
Heteroscedasticity	Breusch-Pagan-Godfrey test F-statistic=0.448281, Obs*R-squared=2.181841 Prob. F (4,13) = 0.7719, Prob. Chi-Square (4)=0.7024

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолол

Хамаарагч хувьсагчид нөлөө бүхий олон тайлбарлагч хувьсагчийг регрессийн шинжилгээнд авч үзсэн ч загварт оруулаагүй өөр хүчин зүйл байхыг үгүйсгэх аргагүй юм. Тухайн орхигдуулсан байж болох хувьсагчийг тоо мэдээ олох боломжтой тул загварт уг хувьсагч нөлөөтэй эсэхийг орхигдуулсан хувьсагчийн шалгуурыг /Omitted Variables Test/ ашиглан шинжилсэн. Үүний үр дүнд AGE, SIZE, REPUTATION зэрэг хувьсагчид нөлөөгүй учраас тэдгээрийг ашиглахгүй байж болно гэсэн тэг таамаглал 10%-ийн түвшинд хүлээн зөвшөөрөгдөж, загварт нөлөөгүй гэсэн дүгнэлтийг дахин баталсан. Харин эсрэгээрээ хамааралгүй буюу илүүдэл хувьсагчийн шалгуурыг /Redundant Variables Test/ явуулахад 1%-ийн ач холбогдлын түвшинд PRICE, LEVERAGE, DELAY, MINING зэрэг нь илүүдэл хувьсагч гэсэн таамаглал няцаагдсан.

Дүгнэлт

Энэхүү судалгааны ажлаар хувьцааны зах зээлийн үр ашгийг алдагдуулахад нөлөөлдөг үзэгдэл болох хувьцааны доогуур үнэлэлтийн мөн чанарыг судлах, түүнд нөлөөлж буй хүчин зүйлсийг илрүүлж зах зээлийн үр ашгийг хангахад хэрэгжүүлж болох боломжуудыг судлахыг зорьсон билээ.

IPO-ийн доогуур үнэлэлт нь дэлхий дахинаа илэрдэг нийтлэг үзэгдэл төдийгүй тэр дундаа Азийн хөгжиж буй орнуудад илүү өндөр зэргээр

тохиолддог болохыг олон судлаачдын судалгаагаар тодорхойлогдсан. Харин бидний тооцоолоор МХБ дэх IPO-үүдийн 76 хувьд нь доогуур үнэлэлт илэрсэн бөгөөд дундаж доогуур үнэлэлтийн зэрэг 8.86% байна. Тооцоолсон доогуур үнэлэлтийн түвшин нь Азийн бусад улсуудад хийгдсэн судалгааны үр дүнтэй харьцуулахад асар бага дүн боловч жижиг хөрөнгийн зах зээлтэй манай орны хувьд зах зээлийн үр ашигтай, хүртээмжтэй байдлыг хангахад сөргөөр нөлөөлж байна гэж дүгнэлээ.

Олон улсын судлаачид хувьцааны доогуур үнэлэлтийн учир шалтгааныг олон хүчин зүйлстэй холбож тайлбарласан байдаг бөгөөд тэдгээр хүчин зүйлсийг ерөнхийд нь хоёр ангилж үзэж болно. Нэгдүгээрт, хөрөнгө оруулагчид нь зах зээлийн мэдээллүүдэд суурилан ямагт рационал шийдвэр гаргана гэж үздэг уламжлалт санхүүгийн онолд суурилсан хүчин зүйлс юм. Хоёрдугаарт, хөрөнгө оруулагчид нь мэдээллийг рационалиар үнэлж тэр болгон чаддаггүй бөгөөд санхүүгийн шийдвэр нь сэтгэл хөдлөл, итгэл үнэмшилд үндэслэдэг гэж үздэг зан төлөвийн санхүүгийн онолын хүчин зүйлс байдаг. Энэхүү судалгаанд уламжлалт санхүүгийн онолын хувьсагчдыг авч загвараа үнэлсэн билээ. Үнэлгээний үр дүнд нэрлэсэн үнэ, IPO-н өмнөх үеийн хөшүүрэг болон арилжааны хоцролт нь IPO-ийн доогуур үнэлэлттэй сөрөг хамааралтай байна.

Сүүлийн жилүүдэд манай оронд биржийн бус зах зээлийг хөгжүүлэх томоохон алхмууд хийгдэж таатай орчин бүрэлдэж байгаатай холбоотойгоор компаниуд хоёр шатлалтай IPO-ийн боломжийг судалснаар харьцангуй бага зардлаар эх үүсвэрээ татан төвлөрүүлэх боломжтой гэж үзсэн. Эмпирик судалгааны үр дүнгээрээ Монгол улсын хувьд уламжлалт санхүүгийн онол буюу мэдээллийн тэгш бус байдлын нөлөө хүчтэй байгааг тодорхойлсон. Үүнтэй холбогдож олон нийтийн мэдээллийн хүртээмж, цар хүрээг нэмэгдүүлэх чиглэлд эрх зүйн орчныг бүрдүүлж чадвал хувьцаа нь хамгийн оновчтойгоор үнэлэгдэж, компаниудын алдагдсан боломжийг бууруулах боломжтой хэмээн үзлээ.

Энэхүү судалгааны ажлын хязгаарлалттай тал нь Монгол улсын хувьд IPO гаргасан туршлага бага байгаагаас түүврийн тоо цөөн, эрх зүйн орчны зохицуулалтын өөрчлөлтүүдтэй холбоотойгоор зарим тоон мэдээллийн олдоц хязгаарлагдмал байгаа зэрэг болно.

Ашигласан материал:

Ariff, M. P. (2007). Are government-linked IPOs underpriced? A three country. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 293-307. doi:10.1007/s11365-007-0040-5

- Baker, M. (2006). Investor Sentiment in the stock market. *Journal of finance*, 1645-1680.
- Boulton, T. J. (2012). The Impact of Institutional Quality on Initial Public Offerings. *SSRN Electronic Journal*.
- Chi, J. P. (2005). Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese Initial Public Offering (IPO) Markets. *Research in International Business and Finance*, 71-93.
- Chitru S. Fernando, S. K. (1999). Offer price, target ownership structure and IPO performance. *Center for Financial Institutions Working Papers*, 1-33.
- Dawson, S. (1987). Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 65-76.
- G.Ibbotson, R. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 235-272.
- Ghosh.S. (2005). Underpricing of IPOs: The Indian Experience Over the Last Decade. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45-57.
- Hans R.Stoll, A. J. (1970). Small Business and the New Issues Market for Equities. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 309-322.
- Hashamuddin Yaakob, M. N. (2016). Initial Public Offering underpricing performance in Malaysia (listed on main market). *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 124-133.
- Islam, A. A. (2010). An Empirical Investigation of the Underpricing of Initial Public Offerings in the Chittagong Stock Exchange. *International Journal of Economic and Finance*, 36-46.
- Jensen.M, M. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kirkulak, B. &. (2005). Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence from the Japanese IPO Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 451-470.
- Logue, D. E. (1973). On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 91-103.
- Neeta Jain, C. P. (2012). Underpricing of Initial Public Offerings in Indian Capital Market. 2012. *VIKALPA*, Volume 37.
- Neupane, S. a. (2013). Underwriter Reputation and the Underwriter-Investor

- Relationship in IPO Markets. *International Finance Market, Institutional and Money*, 105-126.
- Reilly, F. K. (1973). Further Evidence on Short-Run Results for New Issue Investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 83-90.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Stewart C. Myers, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 187-221.
- Su, D. L. (2004). Insider Ownership, and the Underpricing of IPOs in China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 37-54.

Хавсралт 1. Судалгаанд ашигласан IPO-үүдийн мэдээлэл

№	Симбол	Хувьдагт компанийн нэр	Бүртгэгдсэн хувьцааны тоо	Бүртгэгдсэн огноо	Олон нийтээс татан төвлөрүүлсэн хөрөнгө		Салда болгох хувь	Нэрлэсэн үнэ	Эхний өдрийн хаалтын үнэ	Арилжааны эхний өдрийн IR	Очуулын дундаж IR
					Хувьцааны тоо ширхэг	Нийт үнийн дүн /төг/					
1	BOGD	Богд Банк ХК	62,500,000	2021.11.03	12,500,000	31,750,000,000	20%	2,540	2572	1.26%	4.89%
2	CUMIN	Сэнтрал Экспресс Си Ви Эс	799,773,734	2021.09.17	119,966,060	24,952,940,480	15%	208	225.74	8.53%	
3	BODI	Бодь Даатгал ХК	235,319,718	2019.08.28	47,630,944	5,318,225,672	23%	113	118	4.42%	4.77%
4	INV	Иньвекор ББСБ ХК	1,727,918	2019.03.26	10,759,188	18,586,497,300	15%	1,600	1,682	5.13%	
5	MFC	Монгол Хүнс ХК	408,850,428	2018.12.17	122,655,128	8,585,858,960	30%	70	71.61	2.30%	
6	ADB	Ард Кредит ББСБ ХК	280,000,000	2018.11.30	70,000,000	5,285,000,000	25%	81	87.83	8.43%	
7	TUM	Түмэн шувуут ХК	200,000,000	2018.08.16	50,000,000	10,000,000,000	25%	200	211.28	5.64%	
8	AIC	Ард даатгал ХК	5,000,000	2018.06.13	7,500,000	5,250,000,000	30%	700	745.76	6.54%	6.13%
9	MNDL	Мандал даатгал ХК	6,243,016	2018.05.07	1,560,754	7,491,619,200	25%	48	49.9	3.96%	
10	ERDN	Эрдэнэ Ресурс Девелопмент Корпорейшн ХК	4,000,000	2018.04.04	3,898,000	2,494,720,000	3%	640	634.69	-0.83%	
11	MBW	Монгол баазьт ХК	6,417,000	2018.04.05	16,925,100	6,431,538,000	30%	380	410.32	7.98%	
12	LEND	ЛэндМН ББСБ ХК	800,000,000	2018.01.26	200,000,000	5,000,000,000	25%	25	28.75	15.00%	
13	ITLS	Айтуулс ХК	4,452,124	2017.09.17	13,387,980	1,338,798,000	39%	100	115	15.00%	15.00%
14	MIK	Мик холдинг ХК	20,709,320	2015.12.21	3,106,398	37,276,776,000	15%	12,000	12100	0.83%	0.83%

15	MRX	Мерекс ХК	5,005,000	2014.01.14	26,000,000	2,600,000,000	40%	100	115	15.00%	15.00%
16	ETR	Э-Транс лоялтигис ХК	6,200,000	2012.04.09	7,700,000	924,000,000	17%	120	138	15.00%	15.00%
17	HGN	Хөх ган ХК	101,317,557	2008.07.30	30,393,272	3,193,456,280	30%	100	115	15.00%	6.81%
18	NKT	Нако гүлд ХК	11,000,000	2008.06.24	1,180,195	270,264,655	11%	229	257	12.23%	
19	RMC	Ремикон ХК	127,642,623	2008.05.19	50,480,202	5,048,820,200	40%	100	100	0.00%	
20	HRM	Гермес центр ХК	78,543,001	2008.05.16	23,562,900	2,356,290,000	30%	100	100	0.00%	0.00%
21	OLL	Оллоо ХК	9,700,497	2007.09.12	5,820,299	582,029,900	40%	100	100	0.00%	
22	HBO	Хай би ойл ХК	5,000,000	2007.05.02	4,000,000	400,000,000	80%	100	100	0.00%	15.00%
23	BDS	Би Ди СЕК ХК	10,000,000	2006.06.22	7,500,000	750,000,000	75%	100	130	30.00%	
24	JTB	Желко тур бороо ХК	100,000,000	2006.01.17	78,893,885	8,259,239,676	79%	100	100	0.00%	50.00%
25	MSH	Монгол шилтгээн ХК	10,000,000	2005.05.25	1,000,000	800,000,000	10%	800	1200	50.00%	