

## КОМПАНИЙН БОНДЫН ЗЭЭЛЖИХ ЗЭРЭГЛЭЛ ТОГТООХ АРГАЗҮЙН ЗАРИМ АСУУДАЛ

Т.Лагнай\*, Б.Сайнжаргал\*\*

**Хураангуй:** Монгол улсад 1991 оны 1-р сард Хөрөнгийн бирж байгуулагдан, 1992 оны 2 –р сараас хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгээр анхдагч зах зээлийн арилжааг явуулж үйл эхэлсэн түүхтэй, Хөрөнгийн зах зээл дээр 2001 онд компанийн бондын анхны арилжаа явагдаж, өнөөг хүртэл нийт 12 компани бонд гарган санхүүжсэн. / МХБ-н мэдээлэл 2016 он/. Арилжааны байдлаас бондоор санхүүжилт авсан компанийн тоо цөөн, тэдгээрийн гаргасан компанийн бондын 30 гаран хувь нь борлогдоогүй байна. Хөрөнгийн, тэр тусмаа компанийн бондын санхүүжилтын хөгжилд дараах хүчин зүйлс, тухайлбал: Банкны өндөр хүүтэй, барьцаат хөрөнгө шаардсан зээлийн үйлчилгээнд компаниуд хамрагдаж сурсан нийтлэг байдал, хөрөнгө оруулагч нарыг татах, итгэлийг нь төрүүлэх урамшууллын механизм хомс, бонд гаргасан компаниудад зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ хийдэггүй зэрэг нь нөлөөлсөн гэж үзэж байна. Өндөр хөгжилтэй улс орнуудад бонд гарган санхүүжих үйл явц түгээмэл бөгөөд түүний эргэн төлөх чадварыг нь гуравдагч этгээд болох зээлийн зэрэглэл тогтоох байгууллага үнэлэн баталгаат байдлыг хангадаг. Бондын зээлжих зэрэглэл тогтоох нь хөрөнгө оруулагч, санхүүжигч талуудын эрсдэлийг бууруулж, итгэлцлийг нэмэгдүүлэх, үйл ажиллагаа бөгөөд зэрэглэлийн үнэлгээ нь холбогдох онол, аргазүйд суурилан хийгддэг. Компанийн бондын зээлжих зэрэглэлийг тогтооход институцийн, төлөөллийн, тоглоомын, лемоны зах зээлийн, магадлалын онолууд холбогдох бөгөөд эдгээр онолууд дээр суурилан дискерминант, пробит, ложит, зураглал (маппинг) зэрэг аргазүйг судлаачид боловсруулжээ. Эдгээр онол, аргазүйд тулгуурлан компанийн зэрэглэл тогтоогч олон улсад “Их гурав” гэгдэх Мүүди’с, Эс&Пи, Фитч компаниуд 100 гаруй жилийн туршлага, судалгаа, мэдээллийн бааздаа

\* МУИС-ийн Бизнесийн сургууль, (Email) laagii@yahoo.com

\*\* МУИС-ийн Бизнесийн сургууль

суурилан зэрэглэлийн үнэлгээг хийж ирсэн. Хямд зардлаар санхүүжилт олох гол арга нь компани бонд гаргах үйл ажиллагаа хэдий ч бондын эргэн төлөгдөх эсэхэд хөрөнгө оруулагч нарын итгэлийг бүрдүүлэхэд зээлжих зэрэглэлийн мэдээлэл чухал ач холбогдолтой. Бид олон улсад компанийн бондын зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг тогтоож буй сүүлийн үеийн чиг хандлага, аргазүйг судлан, Монгол улсын эдийн засгийн орчин нөхцөлд нийцсэн, боломжтой, үндэсний компаниудын онцлогыг тусгасан, компанийн бондын зээлжих зэрэглэл тогтоох аргазүйг боловсруулах шаардлагатай гэсэн дүгнэлтэд хүрсэн болно.

**Түлхүүр үг:** Компанийн бонд, зээлжих зэрэглэл, зэрэглэлийн үнэлгээ

### **Онолын хэсэг**

Зэрэглэл тогтоох байгууллага нь өрсөлдөөнт зах зээлийн нэгэн томоохон институци бөгөөд компанийн бондын санхүүжилт, түүний эргэн төлөлтийн асуудал нь макро түвшинд институцийн онолоор тайлбарлагдана. Бондын зах зээл дээр үүсч болох эхний томоохон эрсдэл бол мэдээллийн тэгш бус байдалтай холбоотой эрсдэл бөгөөд “тоглоомын онол”-оор тайлбарлагдаж байна. Энэ талаар хийгдсэн судалгааны ажлуудыг тоймлож үзэхэд, “Тоглоомын онол”-оос салбарласан “Лемоны онол”, “Сигналын онол”-уудад мэдээллийн тэгш бус байдлын талаар дэлгэрэнгүй судалсан байна. “Лемоны зах зээлийн онол” ёсоор бондын зах зээлд мэдээллийн хомсдол үүсгэхгүйн тулд гуравдагч этгээд болох бондын үнэлгээний байгууллагыг ашиглах нь чухал бөгөөд тэд хөрөнгийн зах зээлд үнэт цаас гаргах компани болон хөрөнгө оруулагч нарыг мэдээллээр холбож, “мэдээллийн тэгш бус байдал”-ыг арилгах үүргийг хүлээнэ.<sup>3</sup> Ийнхүү зээлжих зэрэглэл тогтоогч байгууллага нь *нэгд*, бонд гаргагч компани, түүний ажилтнууд, хөрөнгө оруулагч нарын аль алинаас нь хамааралгүй, бие даасан байдлаар зэрэглэлийн үнэлгээний мэдээлэл гаргадаг, *хоёрт*, зэрэглэлийн үнэлгээг мэргэжлийн, тодорхой судалгаа, шинжилгээ, аргазүйд тулгуурлан хараат бус байдалтай мэргэжлийн экспертүүдээр хийлгэдэг, *гуравт*, хөрөнгө оруулагч болон бонд гаргагч талууд тус тусдаа гаргадаг судалгаа шинжилгээний зардлыг зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллага хэмнэж, тэдгээр зардлуудыг нэгтгэн, хэмнэлт гаргадаг зэрэгтэй нь холбоотой юм. Мэдээлэл бүхий “агент” (компани), мэдээлэлгүйгээр шийдвэр гаргах гэж буй хөрөнгө оруулагч зэрэгцэн

<sup>3</sup> Norman.W and MacDonald.C. “What’s Wrong With the Triple Bottom Line?” Degrees.ca Newsletter, (July, 2004)

буй нөхцөлд стратегийн шинжтэй, товч тодорхой мэдээллийг шууд авч байх нь чухал юм гэж Crawford, V.P, and Sobel (1982)<sup>4</sup> нар үзсэн бөгөөд хожмын судлаачид үүнийг “chief talk mode” гэж нэрлэсэн.

Түүнээс хойш Battaglini, M. (2002),<sup>5</sup> Aumann, R.J. and S.Hart (2003),<sup>6</sup> Krishna, V. And J.Morgan (2004),<sup>7</sup> Ottaviani, M. And P.N. Sorensen (2006),<sup>8</sup> Kartik, N , M.Ottovani, Marco and F.Squintani (2007),<sup>9</sup> Mullainathan, S., J.Schwartzstein and A.Shleifer (2008)<sup>10</sup> нарын гүйцэтгэсэн судалгаануудад “мэдээллийн тэгш бус шинж чанар”-ыг арилгахын тулд мэдээлэл илгээгч болон хүлээн авагчийн хооронд мэдээллийг үр ашигтай тархаах арга замуудыг судалжээ. Эдгээр бүтээлүүдэд мэдээллийн тэнцвэрт байдалд чухал ач холбогдол өгч, зөвхөн гуравдагч этгээд үнэн зөв бөгөөд тэнцвэртэй мэдээллийг өгч чадна гэдгийг тодруулсан.

### Судалгааны хэсэг

Монгол улсын СЗХ-оос гаргасан тайлангаас үзэхэд, аж ахуй нэгжүүд гаднаас авсан нийт санхүүжилтийнхээ 89 орчим хувийг арилжааны банкнаас зээл авах замаар бүрдүүлжээ. Аж ахуйн нэгжүүд гаднаас авсан нийт санхүүжилтийнхээ 10 орчим хувийг хөрөнгийн зах зээл дээр хувьцаа гаргах замаар, үлдэх 0.5 хувь бонд гарган санхүүжүүлжээ.<sup>11</sup> 2015 оны байдлаар Санхүүгийн зохицуулах хороонд 303, “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК-нд 237, “Үнэт цаасны төлбөр, тооцоо, төвлөрсөн хадгаламжийн төв” ХХК-д 321 аж ахуй нэгж тус тус бүртгэлтэй байна. 2014 онд хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй тэдгээр аж ахуйн нэгжүүдээс 196 нь санхүүгийн тайлангаа хуулийн хугацаанд ирүүлсэн бол 181 нь хувьцаа эзэмшигчдийн хурлаа хийж, тэдгээрээс ердөө 27 компани нь 52.2 тэрбум төгрөгийн ногдол ашиг тараасан.<sup>12</sup>

Манай улсад Хөрөнгийн зах зээл, үнэт цаас гаргахтай холбоотой дараах хууль эрх зүйн орчин тодорхой түвшинд бүрдсэн. Тухайлбал, 2011 онд УИХ-

4 Crawford, V.P. and J. Sobel (1982) “Strategic Information Transmission,” *Econometrica* 50, pp.1431-1451

5 Battaglini, M. (2002), Multiple Referrals and Multidimensional Cheap Talk, *Econometrica*, 2002, Vol.70, Issue 4, pp 1379-1401

6 Aumann, R.J. and S.Hart (2003), Long Cheap Talk, *Econometrica* 71, 1619-1660

7 Krishna, V. and J.Morgan: Contracting for Information under Imperfect Commitment, *Rand Journal of Economics*, 39 (2008) No.4, 905-925

8 Marco Ottaviani, Peter Norman Sorensen (2006), *Journal of Economic Theory* 126, pp.120-142

9 N Kartik, M Ottaviani, F Squintani (2007), Credulity, lies, and costly talk, *Journal of Economic theory* 134 (1), 93-116

10 N Kartik, M Ottaviani, F Squintani (2007), Credulity, lies, and costly talk, *Journal of Economic theory* 134 (1), 93-116

11 СЗХ-ны 2015 оны тайлагнал.

12 Монголын Үнэт Цаасны Арилжаа Эрхлэгчдийн Холбоо

аас “Компанийн тухай хууль”, 2013 онд “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль”, 2014 онд СЗХ-оос “Үнэт цаас гаргагчаас мэдээллийг нийтэд тогтмол хүргэх тухай журам”, “Санхүүжих чадавхийн зэрэглэл тогтоох үйл ажиллагааны зохицуулалтын журам”, “Монголын компанийн засаглалын кодекс”, МХБ-ээс 2014 онд “Бүртгэлийн журам” зэрэг хууль, эрхзүйн актуудыг батлан гаргасан.

2001 оноос хойш нийт 12 компани 14 төрлийн энгийн бонд гарган зах зээлд арилжаалсан бөгөөд эдгээр компаниуд Монгол улсад мөрдөгдөж байгаа дараах хууль, заавар журмын дагуу хөрөнгийн болон бизнесийн үнэлгээг хийлгэсэн байна. Үүнд: Хөрөнгийн үнэлгээний хууль, Үнэт цаасны тухай хууль, Нягтлан бодох бүртгэлийн тухай хууль, Үл хөдлөх хөрөнгийн барьцааны тухай хууль, Компанийн тухай хууль, Аж ахуй нэгжийн тусгай зөвшөөрлийн тухай хууль, Дампуурлын тухай хууль, Санхүүгийн зохицуулах хорооны үнэт цаас гаргахтай холбоотой журам, Монголын хөрөнгийн биржийн Үнэт цаас худалдан борлуулах тухай журам гэх мэт. Өнөөдрийн байдлаар бонд гаргахын тулд компаниуд Монголын хөрөнгийн бирж, Санхүүгийн зохицуулах хорооны шаардлагуудын дагуу аудитын компаниар санхүүгийн тайлангаа баталгаажуулахын зэрэгцээ хөрөнгийн үнэлгээг хийлгэдэг.

Манай улсын компанийн бондын зах зээл, түүний онцлог талуудыг нэгтгэн авч үзвэл:

- Компанийн засаглал сул, мэдээллийн боломж нь хязгаарлагдмал, зарим мэдээллийг нь тооцоолох боломжгүй (*санхүүгийн болон санхүүгийн бус*)
- Санхүүгийн тайлангийн мэдээллийн бодит байдал эргэлзээтэй.
- Даатгал, тэтгэврийн салбар, хөрөнгө оруулалтын сан, бусад гэрээт хадгаламжийн институци зэрэг санхүүгийн тогтолцооны чухал бүрэлдэхүүн хэсгүүд хөгжөөгүй
- Дампуурлын тодорхойлолт нь олон улсынхаас зөрүүтэй
- Аж ахуйн нэгжүүд хөрөнгийн зах зээл дээр хувьцаагаа арилжаалахын тулд хөрөнгөө зөв үнэлүүлсэн байх шаардлагатай, гэтэл газар, байгалийн нөөц баялагийг аж ахуйн нэгжүүд өмчлөх эрхгүй, хөрөнгийн үнэлгээний зах зээлийн хөгжилт сул, мэргэжлийн түвшинд хийх үнэлгээ хийх үнэлгээчид цөөн,
- Үнэт цаасны арилжааны хэмжээ бага тул үнэт цаас хөрвөх чадвар муутай, иргэд болон аж ахуйн нэгжүүд тэдгээрийг худалдан авах сонирхол багатай
- Монгол улсын эдийн засагт банкны салбарын үүрэг оролцоо үнэт цаасны зуучлалаас илүү хөгжсөн тул хөрөнгө оруулалтын урт хугацааны

санхүүжилтийн эх үүсвэр дутагдалтай, үнэт цаасны зах зээлийн эдийн засгийн бодит өсөлтөд үзүүлэх нөлөөлөл сул

- Хөрөнгийн зах зээлийн талаар мэдээлэл авах боломж хязгаарлагдмал, аж ахуйн нэгжүүд мэдээллээ нууцалдаг, үнэлгээний зэрэглэл тогтооход шаардлагатай мэдээллийн бааз суурь бий болоогүй,
- Жижиг зах зээлтэй тул зарим салбарт маш цөөн буюу ганц компани үйл ажиллагаа явуулдаг,
- Хөрөнгийн зах зээл дээр бонд гаргах компаниудад тавьдаг шалгуур үзүүлэлтүүд олон улсынхаас ялгаатай.

Компанийн бондын санхүүжилтэд зэрэглэл тогтоох Макро хүчин зүйлсийг ашиглах, Салаа модны, Хиймэл оюун ухааны, “Маппинг” үнэлгээний, Математик төлөвлөлтийн аргууд байна. Судалгаанд Монголын компаниудын мэдээлэл боловсруулалт, түүний нээлттэй байдлаас хамаарч дараах аргуудыг ашиглах боломжгүй болсон.

- Макро хүчин зүйлийг ашиглах арга — Нэг улсын бүх компаниудын хувьд нийтлэг шинжтэй, улсын хэмжээний макроэдийн засгийн үзүүлэлтүүдийг ашиглан зээлжих зэрэглэл тогтоодог энэ аргыг улсын болон салбарын зэрэглэл тогтооход гол төлөв ашиглана.
- Салаа модны арга — Олон компанийн, олон жилийн санхүүгийн болон бусад мэдээллүүдийг агуулсан томоохон хэмжээний мэдээллийн баазаас олж тодруулсан нийтлэг шинжүүдийг судалгааны загвартаа тархах замаар зэрэглэл тооцдог уг аргыг одоогоор манай нөхцөлд ашиглах боломжгүй байна. Мэдээллийн баазыг бий болгож чадсан нөхцөлд цаашид ашиглах боломжтой аргуудын нэг юм.
- Хиймэл оюун ухааны (Neural Computing) арга — Программ хангамжийн шийдэл, мэдээллийн боломжоос шалтгаалан уг аргыг энэ аргыг ашиглаагүй. Нөгөө талаас зөвхөн санхүүгийн тоон үзүүлэлтүүдийг ашиглан тооцоолол хийдэг энэ аргыг ашиглах нь төдийлөн оновчтой бус байж болох магадлалтай.
- Дампуурлын загварууд дээр хийсэн шинжилгээ санхүүгийн мэдээлэл ашиглах аргын хэрэглээ хязгаарлагдмал байгааг харуулсан. Дампуурлыг тодорхойлж буй тодорхойлолт олон улсынхаас зөрүүтэй байгаагаас энэ төрлийн зарим аргыг шууд ашиглах боломжгүй болох нь харагдсан.

Компанийн бондын зээлжих зэрэглэлийг тооцохдоо олон улсын чиг хандлага болсон санхүүгийн ба санхүүгийн бус үзүүлэлтүүдийг цогц байдлаар авч үздэг зураглал буюу “Маппинг” үнэлгээний аргыг сонгосон. Энэхүү арга

нь:

- 1) Хөрөнгө оруулагч нарыг татах гол шалгуур нь зэрэглэлийн үнэлгээний чанарын асуудал юм. Иймээс олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн, стандарт шаардлагыг хангасан зэрэглэлийн мэдээлэл бэлтгэснээр гадны хөрөнгө оруулагч нарын итгэлийг хүлээх болно.
- 2) 2000 оноос хойш зэрэглэлийн үнэлгээг зөвхөн санхүүгийн тоон мэдээлэлд тулгуурлан тооцох хандлага цөөрч, компанийн засаглал, менежментийн бодлого, салбарын онцлог, технологийн шинэчлэл гэх мэт олон асуудлыг хамруулан тооцох болсон. Ингэж компанийн мэдээллийг бүхэлд нь авч үздэг аргуудын нэг бол “Маппинг” үнэлгээний арга юм.
- 3) Зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээнд бондоор санхүүжигч тухайн компанийн санхүүгийн тоон үзүүлэлтийн зэрэгцээ чанарын үзүүлэлтийг авч ашиглан тооцоолол хийдэг. Нийт зэрэглэлийн үнэлгээнд тоон бус үзүүлэлт 50 орчим хувийг эзэлдэг.
- 4) Мөн “Маппинг” аргаар үнэлгээний коэффициентүүдийг тооцохдоо санхүүгийн тоон мэдээллүүдийг авч үздэг. Санхүүгийн тоон мэдээллийг ашиглан дискриминант аргаар дампуурлын Z индексийг тооцон, тухайн компанийн өр төлбөрөө эргүүлэн төлөх боломж болон санхүүгийн хүндэрийн хэмжээг тогтооно.
- 5) Индексийн шугаман тэгшитгэлийг Пробит ба Ложит загвараар тайлбарладаг. Ложит загвар нь давхцуулан дундаж болгосон эрсдэлийн хүчин зүйлийг дахин ложит хувиргалт хийн дампуурлын магадлалын хувийг тооцоолно. Харин пробит загварт дампуурлын магадлалын хувь болон эрсдэлийн хүчин зүйлийн шугаман нэгдэл хоорондын хамаарлыг хуримтлагдсан стандарт хэвийн нягтралт функцээр илэрхийлнэ.

Судалгаа хоёр хэсгээс бүрдэж байгаа. *Нэгдүгээр хэсэгт:* МХБ-д бүртгэлтэй 63 компанийн санхүүгийн тайланг сонгосон бөгөөд үүний дунд 6 дампуурсан компанийг оруулсан. Бусад компанийг санамсаргүй түүвэр байдлаар сонгон дискриминант шинжилгээг хийж Z индексийг тооцсон. *Хоёрдугаар хэсэгт:* Сонгон авсан 63 компаниас дахин сонголт хийж 17 компанид зэрэглэлийн үнэлгээ хийсэн. Эдгээр 17 компани нь зэрэглэлийн үнэлгээ хийх боломжтой, тодруулбал харьцангуй мэдээлэл сайн, үйл ажиллагаа нь тогтвортой гэж үзсэн.

Хүснэгт 1. Z, TFL, LSO, LHS загваруудын үр дүнгийн нэгтгэл

Үзүүлэлт	Дампуурлын интервал	Дампуурч болзошгүй компани	Дампуурч болзошгүй компанийн эзлэх хувь / түүврийн хэмжээнд
Z загвар	<1.81	33компани	52%
TFL загвар	<0,2	10компани	16%
LS загвар	<0,037	18компани	29%
LHS загвар	<1,5459	53компани	84%

Сонгож авсан компанийн санхүүгийн байдлыг боломжит дампуурлын түвшин /санхүүгийн хүндрэл/ хэр зэрэг байгаа талаас нь коэффициентын аргуудаар урьдчилан тооцоход санхүүгийн тогтворгүй байдалтай байгаа компани багагүй байна.

Чанарын үзүүлэлтийг тооцсон 17 компани дээрээ дахин Z индексийг шинээр нэмж тооцсон. Ингэхдээ тайлбарлагч хүчин зүйлс буюу санхүүгийн харьцааны сонголтын хувьд Альтманы болон бусад эрдэмтдийн судалгааны ажилд дампуурлын шалтгааныг тайлбарлахад чухал ач холбогдолтой байсан харьцааг авлаа. Учир нь эдгээр хүчин зүйлс нь санхүүгийн бусад харьцаануудыг бодвол илүү сайн төлөөлж чадаж байсан нь эдгээр хүчин зүйлсийг ашиглаж болохыг харуулж байна.

Ложит болон Пробит загварын үр дүнгүүд нь ерөнхийдөө төстөй байлаа. Мөн эдгээр загварууд нь статистикийн хувьд ач холбогдолтой гарсан байна. Өмнө дурьдсан барууны болон оросын эрдэмтэдүүдийн тогтоосон дампуурлын эрсдэлийн загварт пробит загварыг түлхүү ашигласан байдаг. Мөн энд Akaike болон Schwarz шинжүүрүүдийн утга зэргээс харгалзан цаашид тэгшитгэлээ пробит загварын утгаар авсан.

$$Z = 1 - @CNORM(-(2.030868674 * X1 + 2.65170315 * X5 + 0.2368746042 * X7 + 1.213042128 * X9))$$

$$Z\_MGL = 2.030868674 * X1 + 2.65190315 * X5 + 0.2368346042 * X7 + 1.213042128 * X9$$

X1 - Ажилын капитал/нийт актив

X5 - Татварын өмнөх ашиг/нийт актив

X7 - Өөрийн хөрөнгө/нийт өр төлбөр

X9 – Борлуулалтын орлого/нийт актив

$Z\_MGL > -0.0771$  гарвал дампуурахгүй ба итгэх магадлал нь 100% тай.

Хэрэв  $-0.17577 < Z\_MGL < -0.0771$  гарвал дамдуурах магадлал бага ба энэ нь 98,92%

Хэрэв  $-0,47818 < Z\_MGL < -0,17578$  гарвал дамдуурах магадлалтай ба энэ нь 93,548%

$Z\_MGL < -0.47819$  гарвал 100% магадлалтайгаар дампуурна

Компани бондоор санхүүжихэд зэрэглэл тооцох үндсэн арга болох “Мэппинг”-нд суурилан дараах тэгшитгэлийг тооцсон болно.

$$\text{Зэрэглэл} = 0.2 * D1 + 0.2 * D2 + 0.1 * D3 + 0.4 * Z + 0.1 * Y$$

D1- нь чанарын үзүүлэлтийн нэгдүгээрт байгаа БИЗНЕСИЙН ҮНЭ ЦЭНЭ бөгөөд үүнийг асуулгын болон харьцуулалт хийх замаар оноо өгч тооцон гаргана.

D2-нь чанарын үзүүлэлтийн хоёрдугаарт байгаа ҮЙЛ АЖИЛЛАГААНЫ ХҮРЭЭ бөгөөд үүнийг асуулгын болон харьцуулалт хийх замаар оноо өгч тооцон гаргана.

D3-нь чанарын үзүүлэлтийн гуравдугаарт байгаа САНХҮҮГИЙН БОДЛОГО бөгөөд үүнийг асуулгын болон харьцуулалт хийх замаар оноо өгч тооцон гаргана.

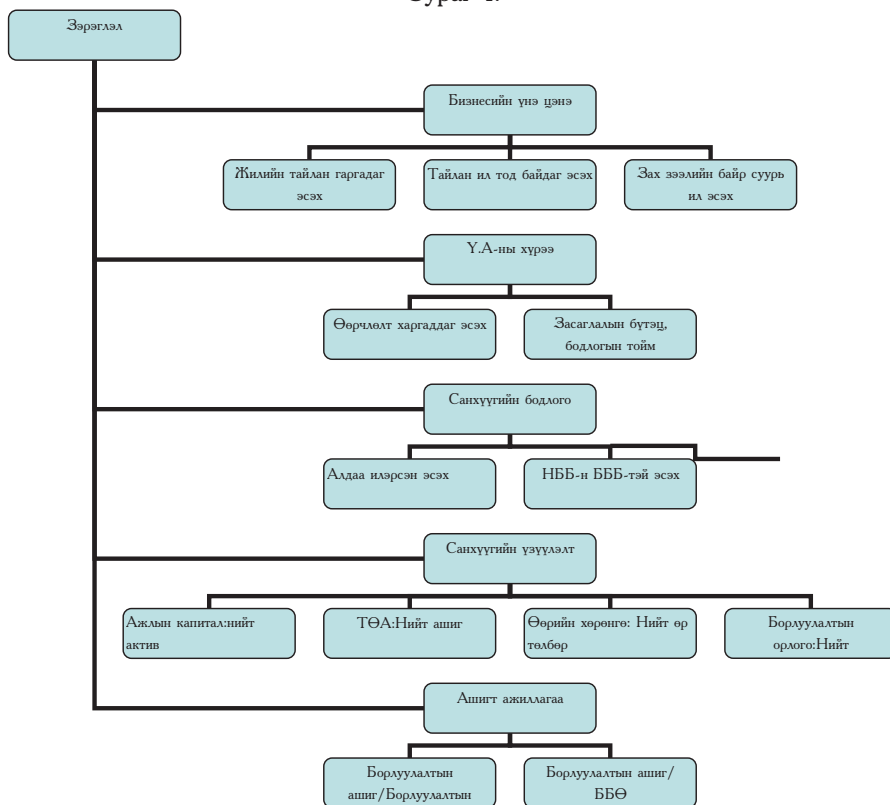
Z-нь тоон үзүүлэлт бөгөөд тухайн компанийн санхүүгийн тайлангийн үзүүлэлтээс авч тооцоолол хийж гаргана.

Y-н тоон үзүүлэлт бөгөөд тухайн компанийн орлогын тайлангаас тооцон гаргана.

Мэппинг-MGL” загвар



Зураг 1.



## ЗЭРЭГЛЭЛИЙН НЭГТГЭЛ

$$\text{Зэрэглэл} = 0.2 * D1 + 0.2 * D2 + 0.1 * D3 + 0.4 * Z + 0.1 * Y$$

## Хүснэгт 3.7 Зэрэглэлийн үнэлгээний нэгтгэл

№	Компанийн нэрс	D1	D2	D3	Z	Y	Зэрэглэл
1	“HG” ХК	2,4	3,6	0,9	4,8	1,5	13,2 Ва3
2	“APU” ХК	1,8	1,8	0,9	2,4	0,6	7,5 А3
3	“EDS” ХК	3	2,4	1,5	6	1,5	14,4 В1
4	“UBDS” ТӨХК	1,8	1,2	1,2	6	1,8	12 Ва2
5	“MHS” ХХК	2,4	1,8	1,2	7,2	1,8	14,4 В1

6	“G” ХК	0,2	0,6	0,9	1,2	0,6	3,5 Aa2
7	“UBBUK” ХК	3	1,8	1,2	6	1,2	13,2 Ba3
8	“SHG” ХК	1,8	1,8	0,9	3,6	0,9	9 Baa2
9	‘DTSC” ТӨХК	1,8	0,6	0,6	4,8	1,8	9,6 Baa3
10	“G” ХК	3,6	3	0,9	8	1,5	17 Caa1
11	“RE” ХК	3,6	2,4	0,9	6	1,5	14,4 B1
12	“DTC” ТӨХК	1,8	2,4	1,2	6	1,5	12,9 Ba3
13	“DDTSC” ТӨХК	2,4	1,8	0,9	7,2	1,8	14,1 B1
14	“UTSTS” ТӨХК	1,8	3	1,2	4,8	1,5	12,3 Ba2
15	“BG” ХК	3,6	3,6	1,8	7,2	1,5	17,7 Caa2
16	“TK” ХК	1,8	2,4	0,3	4,8	0,9	10,2 Baa3
17	“UsE” ХК	3,6	3,6	0,9	7,2	1,2	16,5 Caa1

Монгол Улсын зээлжих зэрэглэлийг “Фитч”, “Мүүди”-ийн зүгээс “B+”, “BB”, “B” гэсэн зэрэглэлүүдийг өгч байгаа бөгөөд олон улсад авсан зэрэглэлийн үнэлгээнээс дотоодын компаниудын зэрэглэл давамгайл байх боломжгүй байдаг. Өөрөөр хэлбэл манай улсын зээлжих зэрэглэл олон улсад BB буюу хөрөнгө оруулахад тийм ч таатай бус гэсэн үнэлгээтэй байгаа зэрэг нь дотоодын зах зээл дээрх бонд гаргагч нарын үнэлгээнд нөлөөлж байдаг. Бидний судалгаагаар ч гэсэн нийт зэрэглэл тооцсон компаниудын 70,5% нь B үнэлгээнд, 17,6 хувь нь C үнэлгээ авсан байгаа. Үлдсэн 11,7 % буюу A үнэлгээ авсан 2 компани нь үнэхээр манай улсын хувьд тэргүүлэгч компаниуд байгаа бөгөөд нийт зэрэглэлийн үнэлгээ хийсэн компанийн 70,5 хувь нь B үнэлгээтэй байгаа нь энэхүү загварын тооцоолол цаашид ашиглах боломжтой байгааг харуулж байна.

### **Дүгнэлт**

Монгол улс чөлөөт өрсөлдөөнт зах зээлийн харилцаа бүхий нийгэмд шилжээд 25 жил болсон хэдий ч хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил, төлөвшил хангалттай бус байна. Иргэд, аж ахуй нэгжүүд санхүүжилтээ банкнаас хайж, банкны өндөр хүүтэй, хугацаа богинотой, хөрөнгө барьцаалах нөхцөлтэй зээлийн үйлчилгээнд хамрагдах нь хэвийн үзэгдэл болсон.

Хөрөнгийн зах зээлээс хөрөнгө босгох оновчтой хэлбэрийн нэг нь компани урт хугацаат өрийн бичиг гаргах үйл ажиллагаа болно. Урт хугацааны өрийн

бичиг буюу бонд нь санхүүжигч талаасаа маш өндөр үүрэг хариуцлага, санхүүжүүлэгч талаасаа их хэмжээний эрсдэл дагуулсан үйл ажиллагаа байдаг. Гэвч үндэсний компаниуд хувьцаа, бонд зэрэг үнэт цаас гарган хөрөнгийн зах зээлээс санхүүжилт олох ажиллагаа удаашралтай байгаа нь 2001 оноос өнөөг хүртэл ердөө 12 компани бондоор санхүүжилт олж авсанаас харж болно. Мөн гаргасан бонд бүхэн арилжаанд орж чадаагүй, хөрөнгө оруулагч байхгүйгээс 38 орчим хувь нь буцаан дуудагдсан. Манай улсын хувьд Хөрөнгийн зах зээлийн чухал институт болох “зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллага” үүсэж хөгжөөгүй, эрх зүйн орчин тодорхой хэмжээнд бүрдсэн ч хэрэгжүүлэлт сул зэрэг нь Хөрөнгийн зах зээлийн хөгжилд сөрөг нөлөөлж байна. Олон улсын жишгийн дагуу зээлжих зэрэглэл тогтоох байгууллагыг институцийн хувьд хөгжүүлэх, өөрийн орны эдийн засгийн нөхцөл байдалд нийцэхүйц зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээ хийх арга зүйг боловсруулах шаардлага байна гэж үзсэн болно.

Судалгааны ажилд компанийн бондын зэрэглэл тогтоох байгууллагын зах зээл дээрх оролцоо, үүрэг хариуцлага, зорилго, зайлшгүй шаардлагыг онол практикийн үүднээс тодруулан авч үзсэн. Мөн МХБ-д бүртгэлтэй 63 компанийг санамсаргүй түүвэр байдлаар сонгон авч санхүүгийн шинжилгээ хийсэн. Эдгээрийн дундаас үзүүлэлт, мэдээлэл сайтай 17 компанийг сонгон, чанарын мэдээлэлд суурилан, олон улсад түгээмэл ашиглагддаг зээлжих зэрэглэлийн үнэлгээг тогтоодог “Маппинг” үнэлгээний аргыг гажуудуулахгүйгээр өөрийн орны онцлогт нийцсэн арга зүй боловсруулсан. Ингэхдээ Монголын эдийн засгийн чадвар, хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн түвшинд нийцэхүйц бондын эргэн төлөлтийн үнэлгээний Z индексийг дискерминант аргад тулгуурлан олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн Алтманы тэгшитгэлийг суурь болгон тооцсон.

“Маппинг –MGL” загварын тооцоололд тухайн компанийн засаглал, нийгмийн өмнө хүлээсэн хариуцлага, менежментийн бодлого, санхүүгийн тайлагналаа хянуулдаг эсэх, аудитаар баталгаажуулдаг байдал, нягтлан бодох бүртгэл хөтлөлт, бэлтгэн нийлүүлэгч худалдан авагч нарын түншлэл, тоног төхөөрөмж, технологийн шинэчлэл, санхүүгийн тайлангийн 20 орчим үзүүлэлт, харьцаанууд хамрагдсанаараа шинэлэг ажил болсон гэж судлаачийн зүгээс үзэж байна.

1-рт. Бонд бол нэг талаас үйлдвэрлэл үйлчилгээг эрхлэгч буюу зээлдэгч зах зээлээс харьцангуй бага зардал, хүүтэйгээр мөнгө босгож бизнесээ өргөжүүлэх арга хэрэгсэл, нөгөө талаас зээлдэгч буюу хөрөнгө оруулагч илүү үр ашигтай зүйлд хөрөнгөө оруулж, өсгөх боломж юм. Тиймээс бондын зах

зээлийг хөгжүүлэхийн тулд ЗТБ-г хөгжүүлэх, зэрэглэлийн үнэлгээг хийх аргагүйг боловсруулах явдал чухал.

2-рт. Монголын зарим компаниудын хувьд зээлжих зэрэглэлийнхээ үнэлгээг олон улсын байгуулагуудаар хийлгэж, олон улсын зах зээлээс хөрөнгө босгох боломж бий. Гэвч нэг талаас, бүх компанид ийм боломж байхгүй, нөгөө талаас хөрөнгө босгох шаардлага бүх компанид байдаг тул өөрийн нөхцөлд тохирсон, үндэсний хэмжээнд ашиглах боломжтой загвар боловсруулах нь чухал байна.

3-рт. Зэрэглэл тогтоох аргуудын харьцуулсан судалгааны үр дүн, Монгол орны бондын зах зээлийн өвөрмөц нөхцөл байдлыг харгалзан зэрэглэлийн үнэлгээг “Маппинг-MGL” загварт суурилан хийхийг санал болгож байна. Энэ загварыг ашиглан хийсэн бидний тооцоогоор судалгаанд хамрагдсан 17 компанийн дундаж үнэлгээ 11.6 буюу Ba2 байгаа нь манай улсын зэрэглэлийн үнэлгээтэй ерөнхийдөө нийцэж байна.

Цаашид бид судалгааг улам сайжруулж, илүү оновчтой, нийцтэй байдлаар үргэлжлүүлэн хийх нь дамжиггүй.

### **Ашигласан материал**

#### **Монгол хэл дээрх сурвалж**

1. Р.Батжаргал. “Бизнесийн үнэлгээний гарын авлага” Экимто., УБ:2010., хуудас:200-210
2. Б.Сайнжаргал, Н.Тунгалаг. “Олон Улсын Үнэлгээний Стандарт” 2007, Ес дэхь хэвлэл. Олон Улсын Үнэлгээний Стандартын Хороо. Монгол хэлнээ орчуулан хэвлүүлэх эрх “МОНМҮН” ТББ, УБ:2012, хуудас: 150 х., ISBN: 978-0-9569313-0-6
3. Б.Сайнжаргал, Н.Тунгалаг. “Олон Улсын Үнэлгээний Стандарт” 2011, Найм дахь хэвлэл. Олон Улсын Үнэлгээний Стандартын Хороо. Монгол хэлнээ орчуулан хэвлүүлэх эрх “МОНМҮН” ТББ, УБ:2008, хуудас: 400-471х., ISBN: 978-0-922154-83-Х
4. Г.Цэрэндавга. “Хөрөнгийн үнэлгээний эдийн засаг” Хэвлэлийн газар: Статистик ХХК., УБ:2002, хуудас:247 х
5. Т.Цэнд-Аюуш. “Компанийн засаглал”. Хэвлэлийн газар: “БИТ ПРЕСС” ХХК., УБ: 2010, хуудас 18-123 х
6. Дэлхийн Банк, Улс орнуудын Үнэлгээ. “Компанийн Засаглалын стандарт, дүрмийн хэрэгжилтийн үнэлгээний тайлан”. 2009
7. Монголын Үнэдсний Статистикийн Хороо. “ Монгол улсын статистикийн эмхэтгэл” ., он: 2012, 2011, 2010, 2009, 2008
8. Монголын Хөрөнгийн Бирж. Жилийн тайлан. Он: 2013, 2014., хуудас: 29

9. Санхүүгийн Зохицуулах Хороо. “Жилийн тайлан-2014”, 11-р х.
10. Компанийн Засаглалын Төв, Санхүүгийн Зохицуулах Хороо, Олон улсын санхүүгийн корпораци (IFC), Германы хамтын ажиллагааны нийгэмлэг (GIZ), Төрийн өмчийн Хороо. “Жилийн тайлангийн –ARAM төсөл “- 2015, 2016 он.
11. Монгол Улсын Компанийн тухай хууль.
12. Үнэт цаасны зах зээлийн хууль, тогтоомж, дүрэм, журмын эмхэтгэл. Боть1,2 УБ: 2014
13. Akerlof, Gerge A. “The Market for Lemons, Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, Vol .84, 1970.
14. Altman, E. (1968), Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, The Journal of Finance 23(4), pp.589-609.
15. Bolton, Patrick, Xavier Freixas and Joel Shapiro(2012) “The Credit Ratings Game,” Journal of Finance 67, pp.85-112
16. Crawford, V.P. and J. Sobel (1982) “Strategic Information Transmission,” Econometrica 50, pp.1431-1451
17. Doherty, Neil A., Anastasia Kartashevaz and Richard D. Phillips, “Competition among rating agencies and information disclosure”, Journal of Banking & Finance 21 (1997), pp.1395-1417
18. Frost, Carol Ann(2007) “Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies,” Journal of Accounting, Auditing & Finance 22, pp469-492
19. Gopalan, Radhakrishnan, Fenghua Songy and Vijay Yerramilli(2009) “Do Credit Ratings Agencies Underestimate Liquidity Risk?” Working Paper, October 2009
20. Kisgen, Darren J. (2006) “Credit Ratings and Capital Structur,” Journal of Finance, VOL.LXI, NO. 3
21. Kisgen, Darren J. and Philip E. Strahan (2010) “Do Regulations Based on Credit Ratings Affect a Firm’s Cost of Capital?,” Review of Financial Studies 23, pp.4324- 4347
22. Kisgen, Darren J. and Philip E. Strahan(2009), “Do Regulations Based On Credit Ratings Affect a Firm’s Cost of Capital,” Working paper
23. <http://www.jcr.co.jp/>
24. [www.afl-cio.org](http://www.afl-cio.org)
25. [www.nyse.com/attachment/amex\\_landing.htm](http://www.nyse.com/attachment/amex_landing.htm)
26. [www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)
27. [www.hkexnew.hk](http://www.hkexnew.hk)
28. <http://www.standardandpoors.com/home/jp/jp>