

МОНГОЛЫН ХӨРӨНГИЙН БИРЖИЙН БҮТЭЭГДЭХҮҮНИЙ ҮЗҮҮЛЭЛТИЙН ЗАРИМ СУДАЛГАА, ДҮГНЭЛТ

Б.Хүрэлбаатар*, Б.Болор**

Abstract: This research is to define last 10 years and/or 2007-2016 main factors of the financial ratios and share market value of the 53 companies ranked I and II at MSE (Mongolian Stock Exchange) represent 16 different sectors. At the end of 2016, Mongolia's share turnover is 3.3% lower than comparing to other developing country's market, stocks registered at the Stock exchange are too centralized, securities trading takes only 14.1% of total trade at MSE, 78% of listed companies are being not accountable for their responsibilities. Moving forward and to achieve better result, we need to promote the stock market operation, increase its compatibility at international markets, provide better opportunities for companies to collect their financial resources, to offer wide variety of products that meets investors specific needs and at last both companies and investors need to work more proactive.

Keywords: *P/B ratio, rate on equity, rate on assets, earnings per share, P/E ratio, payout ratio*

Оршил

Хүн амьдралынхаа анхдагч хэрэгцээ болох хоол хүнс, орон байр, хувцас, татвар гэх мэтийг өөрийн орлогоороо хангаж чаддаг болсны дараа ирээдүйн хэрэгцээндээ зориулж эсвэл тулгарч болох тодорхой бус байдал буюу эрсдлийг даван туулахын тул өнөөгийн хэрэгцээнээс илүү гарсан орлогыг хуримтлуулж, энэ хуримтлалаа эрсдэлгүй найдвартай газарт хадгалахаас гадна, өгөөж хүртэж улам бүр өсгөн арвижуулах хүсэлтэй байдаг. Хүний энэхүү хэрэгцээнээс хөрөнгө оруулалтын менежментийн бүхэл бүтэн салбар шинжлэх ухаан үүсэн бий болжээ.

Хөрөнгө оруулалтын хувилбар бүр харилцан адилгүй өгөөж, эрсдэлтэй, хугацаа болон оруулах хөрөнгийн хэмжээ өөр өөр байх ба хөрөнгө оруулагч нь хамгийн эрсдэл багатай, өгөөж өндөртэй хувилбарыг сонгож хөрөнгөө

* МУИС, Бизнесийн сургууль, (Email) khurlee2010@yahoo.com

** МУИС, Бизнесийн сургууль, (Email) bolor_buren@yahoo.com

байршуулахыг эрмэлздэг. Хөрөнгө оруулалтын хамгийн энгийн бөгөөд нийтлэг хэлбэр нь хадгаламж бөгөөд цаашлаад үл хөдлөх хөрөнгө, үнэт эдлэл, уран зураг худалдан авах, бизнес эрхлэх, үнэт цаас худалдан авах зэргээр олон хэлбэртэй байж болно.

Бид энэ судалгааны ажлаараа Монгол улсын хөрөнгийн зах зээлд арилжаалагдаж буй хувьцаа, хувьцаат компаниудын санхүүгийн гол үзүүлэлтүүдийг харьцуулан судалж, хувьцааны зах зээлийн үнэд нөлөөлөх тэдгээрийн нөлөөллийг тодорхойлж, дүгнэлт өгөхийг зорилоо.

Хувьцаат компаниудын зах зээлийн идэвхжилийг тодорхойлогч үндсэн үзүүлэлтүүд

Үнэт цаасны зах зээл нь компаниудын хувьд санхүүгийн нэмэлт эх үүсвэр олж авах нэг үндсэн талбар бөгөөд тэнд хувьцаа, бонд гарган арилжаалах замаар санхүүжилт олж авдаг. Капиталын зах зээл дээрх тухайн компанийн үнэлэмж, нэр хүнд, бие даасан байдал нь түүний хувьцааны үнэ ханшийн өсөлт, үр ашгийн үзүүлэлтүүдээр тодорхойлогдож байдаг. Энэхүү шинжилгээг зах зээлийн идэвхжилийн шинжилгээ гэж нэрлэх бөгөөд дараах үзүүлэлтүүдээр тооцоолон үнэлгээ өгнө. Үүнд:

1. Хувьцааны нэгжид ногдох ашиг (earnings per share-EPS):

$$\text{ХННА} = \frac{\text{Цэвэр ашиг} - \text{Давуу эрхийн хувьцааны ногдол ашиг}}{\text{Хувьцааны тоо}}$$

2. Нэгж хувьцааны зах зээлийн үнэ ба ашгийн харьцаа (price to earnings ratio-P/E ratio):

$$\text{Хувьцааны үнэ ба ашгийн харьцаа} = \frac{\text{Нэгжийн зах зээлийн үнэ}}{\text{Хувьцааны нэгжид ногдох ашиг}}$$

3. Ногдол ашиг олголтын хувь хэмжээ (payout ratio-POR):

$$\text{Хувьцааны ногдол ашиг олголт} = \frac{\text{Олгосон ногдол ашиг}}{\text{Хувьцааны нэгжид ногдох ашиг}}$$

4. Хувьцааны ханшийн коэффициент (price to book value ratio- P/B ratio):

$$\text{Ханшийн коэффициент} = \frac{\text{Зах зээлийн үнэ}}{\text{Бүртгэлийн үнэ}}$$

5. Өмчийн өгөөж (Return on equity-ROE):

$$\text{Өмчийн өгөөж} = \frac{\text{Цэвэр ашиг}}{\text{Эзний өмч}}$$

6. Хөрөнгийн өгөөж (return on assets-ROA):

$$\text{Хөрөнгийн өгөөж} = \frac{\text{Цэвэр ашиг}}{\text{Нийт хөрөнгө}}$$

Эдгээр харьцаанууд нь тухайн хувьцаат компанид хөрөнгө оруулах эсэх талаар шийдвэр гаргахад ашиглагддаг, тухайн компанийн зах зээлийн үнэлэмжийг тодорхойлоход хэрэглэгддэг чухал үзүүлэлтүүд юм. Нэгж хувьцаанд ногдох ашиг ба нийт хөрөнгийн өгөөж гэсэн үзүүлэлтүүдийн аль аль нь өмчийн зах зээлийн үнийг харуулдаг чухал үзүүлэлт бөгөөд хүүний хувь хэмжээ ба компанийн санхүүжилтийн өртгөөс хамаарна. Сүүлийн үед хөрөнгө оруулагчдын хувьд ашиг эсвэл үйл ажиллагааны мөнгөн урсгалын нөлөөгөөр бий болж буй зах зээлийн үнийг тогтооход компанийн өмчийн дансны үнэ нь илүү чухал болж хэмээн судлаачид үзэж байна.³

Бид судалгааны хэсэгт МХБ-д бүртгэлтэй зарим компаниудын дээрх үзүүлэлтүүдийг тодорхойлж, зах зээлийн үнэд нөлөөлөх нөлөөллийг судалсан болно.

Монгол улсын хувьцааны зах зээлийн өнөөгийн байдал

Монгол улсад 1990 ээд оны эхээр төвлөрсөн төлөвлөгөөт эдийн засгийн системээс зах зээлийн чөлөөт эдийн засгийн системд шилжсэнээр төрийн өмчийг хувьчилж, үүнтэй холбоотойгоор үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийн эхлэл тавигдсан билээ. Судлаачид Монгол улсын үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг 3 үе шаттайгаар авч үзсэн байдаг. Үүнд:

1. *Эхний үе шат (1990-1995 он)* 1990 онд Үндсэн хууль болон Иргэний хуульд нэмэлт өөрчлөлт оруулж, иргэдийн хувийн өмчийг албан ёсоор зөвшөөрсөн бөгөөд улмаар 1991 онд Монголын Хөрөнгийн Биржийг (цаашид МХБ) байгуулж, 1992 оны 2 сарын 7-нд МХБ дээр хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгээр улсын өмчийг хувьчлах анхны арилжаа явагдсан. Үнэт цаасны зах зээл дэх анхны арилжаа явагдсанаар үнэт цаасны зах зээлийн үндсэн бүтээгдэхүүн болох 470 хувьцаат

³ Mohamad H. Atyeh, Wael Al-Rashed, "Correlation among cost of capital, book value and shares prices: The case of Kuwait listed companies", Journal of Economics, Business and Management, Vol.3, No.1, 2015

- компанийн хувьцаа Хөрөнгийн Биржид бүртгэгдсэн байна.
2. *Хоёр дахь үе шат (1995-2005 он)* Монгол оронд 1995 оны 8-р сараас үнэт цаасны хоёр дахь зах зээлийн үйл ажиллагаа эхэлсэн гэж үздэг. Анхдагч зах зээлд хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгийг хувьцаа болгосон бол хоёр дахь зах зээлд хувьцааг мөнгө болгох, хувьцаа эзэмшигчид өөр хоорондоо хувьцааг худалдан борлуулах үйл ажиллагаа явагдсан.
 3. *Гурав дахь үе шат (2005-оноос одоо хүртэл)* 2005 онд “Монгол шилтгээн” хувьцаат компани МХБ-д шинээр бүртгүүлж, нийтдээ 44792 ширхэг хувьцааг борлуулсан нь хөрөнгийн зах зээлээс санхүүжилт татах боломж байгааг харуулсан, үнэт цаасны зах зээлд шинэ бүтээгдэхүүнийг гаргасан анхны тохиолдол байлаа. Улмаар 2006 онд Женко Тур Бюро, Зоос банк, Би Ди Сек зэрэг дараа дараагийн компаниуд МХБ-ийн шалгуур үзүүлэлтийн дагуу хувьцаагаа олон нийтэд гаргаж нийт 7,7 тэрбум төгрөгийн хөрөнгө оруулалтыг хуулийн этгээд болон хувь хүмүүсээс татан төвлөрүүлж, хувьцаагаа олон нийтэд санал болгон (IPO гаргаж) хөрөнгө оруулалтын үйл явцыг эрчимжүүлсэн гэж үзэж болох юм.

Хүснэгт 1-ээс харвал сүүлийн 10 жилд хувьцаат компанийн тоо жил дараалан буурсан байна. Үүний гол шалтгаан нь хязгаарлагдмал хариуцлагатай компани болж хэлбэрээ өөрчлөх, татан буугдах, дампуурах үйл явц юм. Энэ нь нэг талаасаа МХБ-ийн бүтээгдэхүүний тоо хэмжээ буурч, хөрөнгө оруулагчдын сонголт багасаж байгаа муу үзүүлэлт боловч, нөгөө талаасаа тус зах зээлд чанартай бүтээгдэхүүн нь шалгаран үлдэж байгаа буюу тооноос чанарт шилжиж буй зүй ёсны хөгжлийн үзэгдэл гэж байж болох юм. Цаашид хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компанийн тоо буурах төлөвтэй байгаа нь МХБ-д бүртгэлтэй хувьцаат компаниудын 2016 оны хууль, журам болон гэрээгээр хүлээсэн үүргийн хэрэгжилтийн нэгдсэн судалгаа⁴-наас харагдаж байна. Тус судалгаанаас үзвэл нийт хувьцаат компаниудын 22.9% нь хангалттай үнэлгээ авч, үлдсэн 77.1% нь компанийн засаглал, санхүүгийн тайлагнал, хувьцаа эзэмшигчдийн өмнө хүлээсэн үүргийн биелэлт, мэдээллийн ил тод байдал хангалгүй гэж үнэлэгджээ.

Зах зээлийн үнэлгээ, түүний ДНБ-д эзлэх хувь, ТОП-20 индекс нь 2011 онд дээд хэмжээндээ хүрч, хойшид буурсан үзүүлэлт ажиглагдаж байгааг эдийн засгийн хямрал, дэлхийн зах зээл дээрх түүхий эдийн ханшны уналттай холбоотой гэж тайлбарлаж болох юм. Өөрөөр хэлбэл уул уурхайн чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулж байсан орон нутгийн Таван толгой ХК, Адуун чулуун ХК зэрэг компаниудын үйл ажиллагааны идэвхжил, хувьцааны үнийн өсөлтийн нөлөөллийг дурдаж болох ч нөгөө талаас Таван толгой, Оюу толгой зэрэг

4 http://mse.mn/mn/company_other_news/215

үндэсний томоохон төслүүдийн нөлөөллөөр ДНБ өсч, түүнд эзлэх хөрөнгийн зах зээлийн эзлэх хувь буурч байна.

Хүснэгт 1. Хөрөнгийн зах зээлийн үндсэн үзүүлэлтүүд 2007-2016 он

Он	МХБ-д бүртгэлтэй компани	Зах зээлийн үнэлгээ / тэрбум ₮ /	ЗЗҮ/ ДНБ %	Шинээр үнэт цаас гаргасан	Нэмж үнэт цаас гаргасан	ТОП-20 индекс ¹	MSE all индекс ²
2007	384	717,6	15,6	2	2	10326,0	-
2008	377	514,7	7,9	4	1	5613,1	-
2009	358	620,7	10,2	-	-	6085,0	-
2010	337	1373,9	14,1	-	2	14471,1	-
2011	330	2168,6	16,5	-	3	20936,4	-
2012	328	1799,9	10,8	1	-	17461,1	-
2013	323	1670,5	8,7	-	-	15795,2	-
2014	304	1442,6	6,6	1	-	14814,5	-
2015	299	1262,5	5,4	1	5	12730,3	886,5
2016	227	1474,2	6,2	1	1	12456,1	858,5

Эх сурвалж: МХБ-ийн үнэт цаасны арилжааны тайлан

2013-2016 оны хооронд Санхүүгийн Зохицуулах Хороо (цаашид СЗХ)-ны зүгээс Японы Олон улсын хамтын ажиллагааны агентлаг (ЖАЙКА)-ын санхүүжилтээр “Хөрөнгийн зах зээлийн чадавхыг бэхжүүлэх” төслийн эхний шатыг хэрэгжүүлсэн. Мөн СЗХ-оос хөрөнгийн биржийн нэр хүндийг өсгөх, үнэт цаасны бүртгэлийн ангиллыг шинэчлэх, хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах хүрээнд өмч хөрөнгө нь үрэгдсэн, хувьцаа эзэмшигчдийн өмнө хуулиар хүлээсэн үүргээ сүүлийн гурваас дээш жилийн хугацаанд биелүүлээгүй компаниудын үнэт цаасыг бүртгэлээс хасах, хууль хяналтын байгууллагуудад шилжүүлэх зэргээр компанийн засаглал, санхүүгийн тайлагнал, мэдээллийн ил тод байдлыг сайжруулах тал дээр анхаарч, хөрөнгө оруулагчдын санхүүгийн боловсролыг сайжруулах, Монголын тэргүүлэх компаниудын удирдлагуудад хувьцаагаа олон нийтэд санал болгох, нээлттэй компани байхын давуу талыг ойлгуулахад чиглэсэн олон арга хэмжээ зохион байгуулжээ.

Хувьцаат компаниудын мэдээлэлд хийсэн судалгаа

МХБ-ээс 2016 онд хувьцаат компаниудын салбарын ангиллыг шинэчлэн 20 салбартайгаар тогтоосны дагуу ангилал I ба II-т багтаж байгаа 53 компанийг салбараар хүснэгт 2-т харуулаа. МХБ-ийн ангилал I ба II-т багтсан компаниудын дийлэнх хэсэг нь уул уурхай, аж үйлдвэр, барилга, үл хөдлөх хөрөнгийн салбарт үйл ажиллагаа явуулдаг компаниуд байна.

Хүснэгт 2. I ба II ангиллын хувьцаат компанийн салбарын ангилал

№	Салбар	Компанийн тоо	Хувийн жин
1	Хүнсний үйлдвэрлэл	8	15.1%
2	Хөнгөн үйлдвэрлэл	7	13.2%
3	Хүнд үйлдвэрлэл	1	1.9%
4	Уул уурхай	9	17.0%
5	Харицаа холбоо	1	1.9%
6	Санхүүгийн үйлчилгээ	1	1.9%
7	Үл хөдлөх хөрөнгө	7	13.2%
8	Жижиглэн худалдаа	2	3.8%
9	Аялал жуулчлал, зочлох үйлчилгээ	4	7.5%
10	Хэвлэл мэдээлэл	1	1.9%
11	Тээвэр ложистик	2	3.8%
12	Барилгын материал	1	1.9%
13	Барилга	6	11.3%
14	Ойжуулалт	1	1.9%
15	ХАА	1	1.9%
16	Газрын тос, хий	1	1.9%
Нийт		53	100.0%

Эх сурвалж: Монголын Хөрөнгийн Бирж

2016 оны байдлаар нийт зах зээлийн үнэлгээний 89.6 хувийг 30 компани бүрдүүлсэн бөгөөд эдгээр компаниудын ихэнх нь уул уурхай, аж үйлдвэрлэлийн салбарт үйл ажиллагаа явуулж байгаа нь уул уурхайн салбарын өсөлт, бууралттай холбоотойгоор дотоодын үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээнд шууд нөлөө үзүүлж байна⁵.

Хувьцаат компаниудын хувьцааны хөрвөх чадвар буюу эргэлт (нийт хувьцааны хэдэн хувь нь эргэлтэд орж байгааг харуулдаг үзүүлэлт)-ийг сүүлийн 10 жилийн байдлаар Хүснэгт 3-д харууллаа. Сүүлийн 10 жилийн мэдээллээс үзэхэд хамгийн оргил үедээ буюу 2012 онд нийт хувьцааны дөнгөж 8% нь л эргэлтэд орсон харагдаж байна.

Хүснэгт 3. Хувьцааны эргэлт

Он	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Хувьцааны эргэлт	4,8	5,6	2,9	4,6	5,2	8	5,8	1,7	2,4	3,3

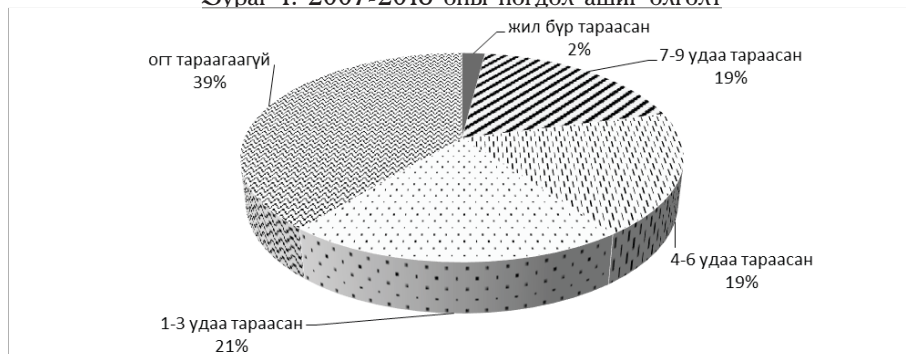
Эх сурвалж: Санхүүгийн зохицуулах хороо

Хувьцааны хөрвөх чадвар ийнхүү сул байгаа нь “Энэхүү зах зээлд хөрөнгө

⁵ СЗХ, Үнэт цаасны зах зээлийн тойм мэдээлэл, 2016 оны 4-р улирал

оруулах дотоод, гадаадын хөрөнгө оруулагчдын идэвх сул, тэдний эрх ашгийг хамгаалах, томоохон институционал хөрөнгө оруулагчдыг татах эрх зүйн орчин бүрдээгүй, биржид бүртгэлтэй хувьцаат компанийн хувьцааны дийлэнхи хувь цөөн тооны хувьцаа эзэмшигчдийн гарт төвлөрсөн, шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ зах зээлд нэвтрээгүйг эргээс шалтгаалсан⁶ хэмээн СЗХ дүгнэжээ.

Зураг 1. 2007-2016 оны ногдол ашиг олголт

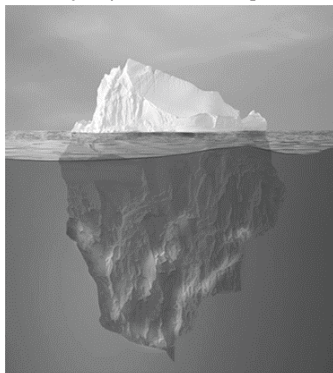


Эх сурвалж: МХБ-ийн ногдол ашиг тараасан компаниудын нэгдсэн судалгаа

Хөрөнгийн биржийн ангилал I ба II-т багтдаг, хувьцаа нь хамгийн идэвхтэй арилжаалагддаг нэр бүхий 53 компанийн сүүлийн 10 жилд ногдол ашиг тараасан судалгаанаас үзэхэд 39% нь ногдол ашиг огт тараагаагүй, 21% нь 1-3 удаа тараасан байгаа нь компаниудын 60% нь ногдол ашиг төдийлөн тараадаггүйг харуулах ба жил бүр ногдол ашиг олгосон компани дөнгөж 2%-ийг л эзэлж, ногдол ашиг тараасан жинлэсэн дундаж тоо нь 10 жилд 3,1 удаа гарч байна. Үүнээс үзэхэд манай хөрөнгийн бирж дээр арилжаалагдаж буй хувьцааны зах зээлийн үнэ, арилжаанд орох идэвх зэрэгт тухайн компани ногдол ашиг олгосон эсэх нь төдийлөн нөлөөлдөггүй дүр зураг харагдаж байна.

6 <http://www.frc.mn/data/show/4320>

Зураг 2. Хувьцааны төвлөрлийн байдал



Бидний тооцоолсноор Хөрөнгийн Биржийн ангилал I ба II-т багтдаг компаниудын нийт хувьцааны 86,3% нь огт эргэлтэд орохгүй, нэгдмэл сонирхолтой этгээдүүдийн гарт төвлөрч, зураг дээрх мөсөн уулын ил харагдаж байгаа хэсэг буюу 13,7%-ийн тал хувь нь л эргэлтэд орж арилжаалагддаг юм байна. Эндээс МХБ-ийн хувьцааны хөрвөх чадвар сул байгаагийн нэгэн шалтгаан нь хувьцааны хэт төвлөрөл гэж дүгнэж болох юм.

Хүснэгт 4-өөс харвал хувьцааны хаалтын ханш болон дундаж ханшийн хооронд төдийлөн эрс өөрчлөлт байхгүй буюу хоорондын хамаарал(корреляци)-ын коэффициент 98.31%-тай байгаа тул цаашид хувьцааны өгөөжийг дундаж ханшаар тооцсон үзүүлэлтээр авах нь зохимжтой гэж үзлээ.

Хүснэгт 4. Хувьцааны үнэ ханшийн үзүүлэлтүүд

Статистик мэдээлэл	Хаалтын ханш	Дундаж ханш	Нэгж хувьцааны дансны үнэ	Нэгж хувьцаанд тараасан ногдол ашиг	Хаалтын ханшийн өсөлт	Дундаж ханшийн өсөлт	Дансны үнийн өсөлт
Average	6270.74	5,817.09	5,152.67	1758.19	45.2%	51.5%	12.00%
Median	1346.00	1,326.42	697.02	61.55	3.5%	5.4%	3.99%
Maximum	120000.00	109,006.17	189,235.96	130000.00	2446.7%	5842.0%	1317.03%
Minimum	54.00	48.44	(1,351.79)	0.91	(99.9%)	(99.7%)	(1594.16%)
std.Dev	13,346.21	12,389.72	14,624.35	11,350.31	197.7%	316.8%	174.14%
Observations	522	522	506	160	403	410	448

Эх сурвалж: МХБ-ийн болон Компаниудын санхүүгийн тайланг үндэслэн судлаачдын тооцсон тойм

Судалгаанд хамрагдсан 53 компанийн 522 хаалтын ханшийн мэдээнээс тооцоход 93 нь 10,000 төгрөгөөс дээш үнийн дүнтэй байгаа бөгөөд хамгийн өндөр 120,000 төгрөгийн үнийн дүнтэй байсан “Сүү”ХК хувьцаагаа жижигрүүлснээр 2016 оны сүүлээр 128.16 төгрөг болгосон байна. Нэгжийн үнэ хэт өндөр байх нь арилжаанд сөрөг нөлөөтэй байдаг учраас нэгж хувьцааны үнийн хэт өсөлтийг саармагжуулах үүднээс хувьцааг жижигрүүлэх хандлага байгаа нь “АПУ” ХК зэрэг бизнесийн үйл ажиллагаа нь хэвийн үргэлжилж байгаа аж ахуйн нэгжүүдэд ажиглагдаж байна. Хувьцааг жижигрүүлснээр хөрөнгө оруулагчдын хувьцаа авах чадвар нэмэгдэж улмаар хувьцааны эрэлт өсөх, зах зээлийн ханш өсөх давуу талтай байдаг. Харин “Зоос гоёл” ХК нь 2015 онд хувьцаагаа 288 дахин томруулан нь нэгж хувьцааны нэрлэсэн үнийг 146,000 төгрөг болгон өсгөсөн байна. Ийнхүү хувьцааг нэгтгэх нь хөрөнгө оруулагчдын тоог багасгах, нэгж хувьцаанд ногдох өгөөжийг бодитой болгон, хариуцлага идэвхийг дэмжих зорилготой байж болох юм.

Судалгаагаар нэгж хувьцааны дансны үнийн өсөлт нь хувьцааны хаалтын ба дундаж ханшуудтай харьцуулахад илүү хэлбэлзэлтэй байгаа нь харагдаж байна. Энэхүү дансны үнийн хэлбэлзэлд компанийн үйл ажиллагаа, салбарын нөлөөлөл илүү туссан гэж урьдчилан дүгнэсэн болно.

Хувьцааны өгөөжийг зах зээлийн үнийн өсөлт болон ногдол ашгийн өгөөжийн нийлбэрээр тооцсон бөгөөд бүх мэдээллийн дундаж үзүүлэлт (медиан) нь урт хугацаанд харьцангуй тогтвортой 3.5-5.4% гэж гарлаа. Харин дундаж болон хэлбэлзлийн дээд ба доод утга нь ихээхэн хэлбэлзэл (эрсдэл)-тэй байгаа тул хөрөнгө оруулагчид зах зээлийн нөхцөл байдлыг зөв тооцоолж, оновчтой багц бүрдүүлэх шаардлага байгаа нь харагдаж байна.

Хүснэгт 5-аас үзэхэд хувьцааны зах зээлийн үнэлэмжийг харуулах үзүүлэлт болох хувьцааны ханшийн харьцааны дундаж нь 5.2 ба медиан нь 1.31 байгаа нь МХБ дээрх хувьцааны үнэ, түүнд ногдох хөрөнгөөс 31%-иар илүү үнэлэгдэж байна гэж хэлж болох ч цөөн хэдэн компанийн хувьцааны үнийн өсөлтөөс энэ үзүүлэлт шууд хамаарч байгаа нь судалгаанаас ажиглагдсан бөгөөд энэ харьцаа нь 2011 онд оргил хэмжээнд хүрч, сүүлийн 5 жилд буурах хандлагатай, өөрөөр хэлбэл компаниудын зах зээлийн үнэлэмж буурч иржээ. Хувьцаат компаниудын өмчийн өгөөж он тус бүрээр ихээхэн хэлбэлзэлтэй, 2012-2015 онд буурах хандлагатай бөгөөд урт хугацаанд дунджаар 12.6% байгаа нь хадгаламжийн жигнэсэн дундаж хүүгийн түвшинд байна гэж үзэж болох юм.

Нийт хөрөнгийн өгөөж нь харьцангуй тогтвортой байгаа хэдий ч өгөөжийн түвшин нь нэн доогуур гарч байгаа нь тус компаниуд хөрөнгөө хангалттай ашиглаж чадахгүй байгаа, хөрөнгийн бүтцэд өгөөж оруулдаггүй хөрөнгө их

байгааг илэрхийлэх байгаа болно.

Хүснэгт 5. Хувьцааны зах зээлийн идэвхжилийн үзүүлэлтүүд

Он	Хувьцааны ханшийн харьцаа P/B	Өмчийн өгөөж ROE	Хөрөнгийн өгөөж ROA	Нэгж хувьцаанд ногдох ашиг EPS	Хувьцааны Үнэ ашгийн харьцаа P/E	Ноогдол ашиг олголтын хувь Payout ratio
2007	4.8	20.48%	4.30%	745.9	680.3	29.0%
2008	0.4	44.79%	2.83%	1,008.1	77.1	149.5%
2009	(4.0)	-6.29%	1.94%	1,948.7	6.4	569.0%
2010	6.7	19.15%	5.56%	3,560.2	247.2	217.4%
2011	11.5	-3.95%	2.65%	614.4	666.1	4.7%
2012	4.7	14.14%	1.65%	761.9	3,152.3	5.8%
2013	8.1	7.29%	4.22%	672.5	(360.7)	7.2%
2014	8.1	7.08%	2.75%	880.6	2,889.2	4.7%
2015	6.4	3.15%	2.42%	596.2	(103.2)	4.3%
2016	5.0	19.94%	1.61%	683.0	(65.6)	1.9%
Дундаж	5.2	12.6%	2.99%	1139.85	718.09	80.7%

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолсноор

Нэгж хувьцаанд олгосон ногдол ашгийн олголтын хувийг авч үзвэл 2008-2010 онуудад орон нутгийн Таван толгой ХК-ын ногдол ашиг олголт мэдэгдэм нөлөөлөл үзүүлжээ. Тус компанийг оруулахгүйгээр тооцоход ногдол ашиг олголтын хувийн дундаж нь 9.7% (медиан нь 1.7%) гарч байгаа нь хамгийн эрсдэл багатай хөрөнгө оруулалт гэгдэх ЗГ-ын үнэт цаасны өгөөжийн түвшингээс доогуур байна.

Хүснэгт 6. Хувьцааны зах зээлийн идэвхжилийн үзүүлэлтүүд

Он	Хаалтын ханшийн өсөлт	Дундаж ханшийн өсөлт	Дансны үнийн өсөлт	Хувьцааны нийт өгөөж хаалтын хашаар	Хувьцааны нийт өгөөж дундаж хашаар	Хувьцааны нийт өгөөж дансны үнээр
2008	-23.47%	68.83%	12.17%	26.35%	117.41%	52.65%
2009	31.69%	-16.32%	-8.26%	179.97%	125.93%	119.48%
2010	171.82%	89.87%	4.03%	252.16%	168.50%	81.03%
2011	184.79%	276.55%	-9.00%	186.70%	278.46%	-7.13%
2012	6.31%	33.75%	40.78%	8.84%	35.68%	43.18%
2013	35.67%	13.36%	1.73%	37.51%	15.68%	4.08%
2014	0.24%	18.71%	23.83%	1.49%	19.94%	24.94%

2015	-7.23%	-7.27%	38.10%	-5.55%	-5.63%	39.54%
2016	-7.34%	-16.49%	2.13%	-6.66%	-15.62%	2.64%
Дундаж	45.22%	51.53%	12.00%	75.03%	80.95%	39.65%

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолсноор

Компаниудын нийт өгөөжийг хувьцааны үнийн өсөлт, ногдол ашиг олголтын нийлбэрээр тооцвол өгөөж харьцангуй өндөр байгаа боловч тогтворгүй, 2008-2011 онуудад хамгийн их байсан бөгөөд 2012 оноос эхлэн буурсан төлөвтэй байна. Энэ нь МХБ-д бүртгэлтэй уул уурхайн компаниудын үйл ажиллагаатай, тэр дундаа орон нутгийн Таван толгой ХК-ын үр дүнгээс шууд хамааралтай гарчээ.

Хувьцааны үнэ ханшид санхүүгийн голлох үзүүлэлтүүд хэрхэн нөлөөлж байгааг тодорхойлох зорилгоор дараах үзүүлэлтүүдийг сонгож авсан хамаарлын хүчийг тодорхойлох корреляцийн шинжилгээг хийсэн болно. Үүнд:

- Хувьцааны ханшийн харьцаа (P/B),
- Өмчийн өгөөж (ROE)
- Хөрөнгийн өгөөж (ROA)
- Нэгж хувьцаанд ногдох ашиг (EPS)
- Үнэ, ашгийн харьцаа (P/E)
- Ногдол ашиг олголтын хувь (Payout ratio)

Хүснэгт 7. Хувьцааны зах зээлийн идэвхжилтийн үзүүлэлтүүдийн хоорондын хамаарал

	Closing price	PB ratio	ROE	ROA	EPS	P/E	Div%
Closing price	1						
PB ratio	0.144803	1					
ROE	0.017199	-0.13386	1				
ROA	0.156093	0.030422	0.094061	1			
EPS	0.1485	-0.01756	0.058563	0.353082	1		
P/E	0.091324	0.537578	-0.00829	-0.01056	-0.0111	1	
Div%	-0.05472	-0.04065	0.219391	0.517544	0.843063	-0.03147	1

Эх сурвалж: Судлаачдын тооцоолсноор

Бидний тооцоолсон хамаарлын шинжилгээгээр хувьцааны зах зээлийн үнийн өсөлт бууралтанд хөрөнгийн өгөөж хамгийн их буюу 15.6%-ийн, нэгж хувьцаанд ногдох ашиг 14.85%-ийн, хувьцааны ханшийн харьцаа 14.48%-ийн нөлөөтэй гэж гарлаа. Өөрөөр хэлбэл дээр нэрлэсэн гурван үзүүлэлтээр хувьцааны үнийн өөрчлөлтийн 50%-ийг тайлбарлах боломжтой бөгөөд үлдсэн 50%-ийг нь компанийн дотоод болон салбарын зах зээлийн төлөв хандлагын

зэрэг санхүүгийн бус мэдээллээр тайлбарлаж болохоор байна.

Дүгнэлт

Манай улсын хувьд хувьцааны хөрвөх чадварын түвшин бусад хөгжиж буй зах зээлтэй орнуудтай харьцуулахад доогуур түвшинд байгаа нь хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компаниудын хувьцаа (I ба II ангиллын хувьцааны 86%) -ны хэт төвлөрөлтэй холбоотой юм байна. Хувьцааны энэхүү хэт төвлөрөл нь өмч хувьчлалын бодлогын алдаанаас, өөрөөр хэлбэл төрийн мэдэлд байсан өмчийг хувьчлахдаа аль болох их үнэд хүргэх, түргэн худалдах бодлого барьж, багцаар нь буюу 51%-ийг бүхлээр нь хамгийн өндөр санал өгсөн этгээдэд худалдах замаар хувьд шилжүүлсэн компани өнөөдрийн МХБ-ын I ба II ангилалд байгаа компаниудын дийлэнхи нь байгаа юм. Ийнхүү төвлөрүүлсэн хяналтын багцын хувьцаа нь арилжаанд ордоггүй буюу арилжааны идэвхийг сулруулж, цөөнхийн хувьцааг үнэгүйдүүлэх зэрэг олон сөрөг үйл явцын эхлэл болж байгаа нь 2016 оны эцсийн байдлаар хувьцааны арилжаа хөрөнгийн биржийн нийт арилжааны 14.1%-ийг эзэлж, нийт хувьцааны 3.3% нь л эргэлтэд орж байгаа үзүүлэлтээс харагдаж байна.

Хэдийгээр СЗХ, МХБ зэрэг байгууллагуудаас дээрх байдалд дүгнэлт хийж, хувьцааны зах зээлийг өргөжүүлэх, идэвхжүүлэх талаар олон арга хэмжээ авч, хувьцаат компаниудын засаглалыг сайжруулах, үнэт цаасаарх хөрөнгө оруулалтын талаар иргэдийн мэдлэг, мэдээллийг дээшлүүлэхэд чиглэлээр олон арга хэмжээ авч байгаа боловч үр дүн багатай байна. МХБ-ын 2016 оны тайлангаар нийт хувьцаат компаниудын 22% нь үүргээ хангалттай биелүүлсэн гэж дүгнэжээ.

Хэдийгээр хувьцааны арилжаа идэвхи султай, хувьцааны зах зээлийн үнэ үндэслэлтэй тогтож чадахгүй байгаа ч гэсэн хөрөнгө оруулалтын багцыг оновчтой бүрдүүлж чадвал урт хугацаанд хангалттай түвшний өгөөж олох боломж байгаа, хувьцаагаар хөрөнгө оруулалт нь хөрөнгө оруулалтын бусад хэлбэрүүдийг бодоход эргэлт түргэн, өгөөж өндөр, анхны хөрөнгө оруулалт бага шаардагддаг давуу талуудтай нь харагдаж байна.

Цаашид үнэт цаасны зах зээлийн хөгжлийг дэмжиж, олон улсын түвшинд өрсөлдөх чадварыг дээшлүүлэх, компаниудын эх үүсвэр татах боломжийг нэмэгдүүлэх, хөрөнгө оруулагчдын эрэлтэд нийцсэн сонголт сайтай бүтээгдэхүүн бий болгохын тулд:

- Төрийн байгууллагууд;
- Санхүүгийн зах зээлийн нэгдсэн хяналт, шалгалтын тогтолцоог бүрдүүлэх;
- Хөрөнгө оруулагч, үйлчлүүлэгчдийн эрх ашгийг хамгаалах эрх зүйн орчинг бүрдүүлэх;

- Компаниуд:
- Шинээр хувьцаа гаргах шаардлагыг бүхий л талаар хангах, гаргах;
- Компанийн засаглал, ил тод байдал, хариуцлагыг сайжруулах;
- Давуу эрхийн хувьцаа гэх мэт шинэ төрлийн бүтээгдэхүүн хөрөнгийн зах зээлд нийлүүлэх;
- Хөрөнгө оруулагчид:
- Хувьцаагаар хөрөнгө оруулалт хийх боломж, давуу талыг судлан, эзэмших,
- Судалгааны болон санхүүгийн зуучлах байгууллагуудын зөвлөгчидтэй хамтран хөрөнгө оруулалтын оновчтой багц зөв бүрдүүлэх зэргээр идэвх чармайлт гаргавал тодорхой үр дүнд хүрнэ гэж үзэж байна.

Ашигласан материал

1. МХБ, 2016 оны үнэт цаасны арилжааны тайлан, УБ,2017
2. СЗХ, Үнэт цаасны зах зээлийн тойм мэдээлэл, 2011- 2016 он
3. Mohamad H. Atyeh, Wael Al-Rashed, “Correlation among cost of capital, book value and shares prices: The case of Kuwait listed companies”, Journal of Economics, Business and Management, Vol.3, No.1, 2015
4. Simon Beninga, “Financial modeling”, 2014
5. Stephen H.Penman “Financial statement analysis and security valuation”, 2010
6. Surendra P.Agvaral, Reza M. Monem, Mohamed Ariff, “Price to book ratio as a valuation model: An empirical investigation”, Finance India, Vol. X, No.2, 1996
7. www.mse.mn
8. www.frc.mn

Хавсралт 1. Хувьцааны өгөөжийн түвшин

Simbol	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Дундаж
ADL	38.4%	47.0%	1540.6%	-24.6%	-68.0%	14.9%	-18.0%	-16.2%	57.7%	174.6%
APU	-97.1%	50.1%	218.3%	112.6%	-7.5%	9.5%	-7.7%	5.7%	-89.7%	21.6%
ATR	65.4%	184.7%	17.3%	111.1%	11.8%	41.1%	15.3%	-4.0%	0.0%	49.2%
BAN	-61.4%	105.9%	200.0%	24.8%	-59.7%	-11.9%	-37.7%	-14.8%	-19.0%	14.0%
BDL	-12.8%	15.9%	499.0%	162.7%	-58.0%	21.5%	-37.3%	-40.7%	-2.8%	60.8%
BDS	-13.7%	-45.4%	58.4%	40.0%	5.2%	-33.3%	-5.0%	-15.0%	-22.2%	-3.4%
BEU				2446.7%	64.9%	-28.7%	-20.3%	-46.9%	-57.6%	393.0%
BNG	-45.9%	5.9%	34.2%	51.5%	5.2%	39.5%	11.5%	-16.5%	-11.6%	8.2%
BTG	-10.0%		1455.8%	414.2%	-26.1%	-2.6%	-14.5%	-17.7%	-48.6%	218.8%
BUK	-64.9%	5.7%	1128.4%	615.1%	-63.4%	202.5%	19.0%	-7.6%	-98.9%	192.9%

CHE										
DHU	-8.2%	13.3%	-2.0%	260.0%	-16.7%	246.7%	-3.8%	10.0%	-9.1%	54.5%
DZG			-26.0%	555.2%	19.2%	-10.0%		-23.1%	-25.0%	81.7%
EER	-30.9%	20.9%	121.2%	-1.5%	1.8%	2.3%	2.2%	-14.9%	-1.3%	11.1%
ETR						-16.3%	-11.5%	20.0%	-10.8%	-4.7%
GHC	0.5%	32.8%	8.3%	828.1%	-4.2%	146.4%	5.9%	2.5%	-28.5%	110.2%
GOV	-65.9%	72.3%	38.3%	-6.2%	-9.8%	25.8%	36.7%	15.5%	22.0%	14.3%
GTL	28.4%	-38.0%	11.2%	235.7%	96.9%	138.9%	-13.6%	84.2%	-28.0%	57.3%
HBO	-15.2%	-25.1%	-10.0%	5.6%	-10.5%	100.0%	74.7%	-29.3%	-52.9%	4.1%
HGN		19.0%	57.1%	7.0%	-15.0%	-23.5%	-26.9%	-21.5%	-10.2%	-1.8%
HHS			50.0%	96.7%	51.5%		32.2%	-15.4%		43.0%
HRM		1.2%	-23.5%	3.7%	86.1%	66.3%	9.9%	-20.8%	41.6%	20.6%
HSR	12.2%	33.3%	13.4%	843.6%	-26.6%	95.9%	55.0%		-2.4%	128.0%
JTB	-56.3%	20.0%	0.1%	1.6%	-2.5%	-1.1%	1.1%	-16.7%	-9.3%	-7.0%
MCH	-73.3%	84.6%	53.8%	-22.5%	-31.5%	-19.0%	-12.8%	-38.5%	-2.9%	-6.9%
MDR	-3.8%	-1.0%	31.3%	-22.3%	-1.1%	-25.1%	-33.9%	-19.2%	16.3%	-6.5%
MIB	-63.5%	10.1%	17.3%	14.6%	131.5%	-27.6%	-1.9%	-35.7%	27.4%	8.0%
MIE	-2.6%	2.9%	27.9%	108.7%	-0.7%	151.1%	26.2%	-56.0%	28.7%	31.8%
MIK										
MMX	-62.6%	13.9%	56.5%	13.3%	-12.7%	56.3%	51.7%	-20.2%	0.6%	10.8%
MNB		31.0%	48.9%	203.1%		74.5%	30.9%	19.4%		68.0%
MNH	-4.8%	-5.0%	36.8%	152.3%	7.1%	76.5%	-33.9%	31.7%	-21.3%	26.6%
MNP									1.0%	1.0%
MNS	-9.1%	20.0%	13.3%	1.5%	88.4%	40.4%	28.8%	-48.3%	-38.3%	10.7%
MRX								-17.8%	-18.9%	-18.3%
MSH	-32.0%	-29.2%	-7.0%	60.5%	11.2%	-5.0%	-37.9%	35.6%	-20.0%	-2.6%
NEH	-20.7%	-8.7%	133.3%	26.5%	-12.1%	111.0%	52.3%	4.2%	6.8%	32.5%
NKT		7.0%	64.1%	-46.2%	5.7%	13.0%	34.0%	-28.6%	-5.0%	5.5%
NRS	1.0%	-1.0%								0.0%
OLL	-62.5%		100.0%	59.3%	-36.4%	-4.8%	-19.6%	-9.9%	-22.0%	0.5%
RMC		-25.0%	-1.5%	148.1%	8.1%	-11.1%	-41.1%	-45.5%	14.8%	5.9%
SHG	-25.0%	-29.3%	519.1%	8.1%	-22.0%	-12.5%	-21.6%	-36.2%	-28.6%	39.1%
SHV	-33.3%	26.9%	293.9%	17.7%	-34.6%	-23.0%	-35.1%	-29.3%	-18.5%	18.3%
SUL	387.7%	121.4%	160.1%	124.9%	119.1%	157.0%	74.1%	17.1%	4.1%	129.5%
SUU	11.1%	290.0%	438.1%	209.7%	23.1%	11.9%	34.0%	-18.3%	-99.9%	100.0%
TAH	5.2%	-19.3%	109.1%	35.8%	37.3%	78.1%	4.3%	55.4%	27.7%	37.1%

TCK	-66.2%	122.0%	87.7%	184.3%	18.0%	13.5%	34.3%	-5.3%	4.3%	43.6%
TEX	22.0%	0.0%	20.2%	15.6%	43.5%	29.0%		150.5%	281.6%	70.3%
TTL	1509.6%	6276.8%	3933.3%	105.4%	-20.0%	1.4%	-26.2%	-32.9%	-8.1%	1304.4%
TUS			-6.3%	166.7%	168.3%	15.0%	-83.8%	50.0%	-8.0%	43.1%
UID	-41.8%	91.9%	13.2%	34.9%	-34.5%	44.5%	6.4%	-9.3%	15.8%	13.5%
UYN	-6.5%	-26.0%	22.2%	370.4%	-51.7%	7.4%	-29.2%	-2.1%	-3.3%	31.2%
ZOO	-63.8%	85.0%	43.6%	21.0%	27.8%	-13.4%		5.4%	-47.6%	7.3%
Дундаж	26.35%	179.97%	252.16%	186.70%	8.84%	37.51%	1.49%	-5.55%	-6.66%	75.03%

Footnotes

- 1 Хагас жил бүрээр тухайн төрлийн бүртгэлтэй бүх компанийг зах зээлийн үнэлгээ, арилжааны өдрийн дундаж гүйлгээ гэсэн 2 үзүүлэлтээр байр эзлүүлж, хамгийн өндөр үзүүлэлттэй гарсан компаниудыг ТОП-20 индекс тооцох багцад сонгон авна.
- 2 МХБ нь 2015 оны 02 дугаар сарын 09-ний өдрөөс эхлэн MSE ALL индексийг албан ёсоор тооцож эхэлсэн. Нэгдсэн индексийн сагсанд МХБ-ийн үнэт цаасны бүртгэлд бүртгэлтэй, үнэт цаас нь олон нийтэд арилжигддаг хувьцаат компаниудын үнэт цаас орно.