

**Компанийн хэлбэрийг өөрчлөхөд хувьцаагаа  
эргүүлэн худалдан авахыг шаардах эрх ба  
хувьцааны үнэлгээ**

**Appraisal Rights and Share Valuation  
in the Context of Company Delisting**

Цэвээнгомбын Долгормаа

*Хууль зүйн ухааны бакалавр (LL.B.).  
Монгол Улсын Үндсэн хуулийн цэцийн  
Хууль зүйн газрын Ахлах зөвлөх  
Улаанбаатар хот, Монгол Улс  
dolgormaa90@gmail.com*



### [Товч утга]

Монгол Улсад сүүлийн жилүүдэд нээлттэй хувьцаат компаниас хаалттай хэлбэрт шилжих тохиолдол цөөнгүй гарч байгаа бөгөөд компанийн энэхүү өөрчлөлтийн явцад жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашиг хөндөгддөг. Компани хэлбэрээ өөрчлөх тохиолдолд жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хамгаалах механизмыг Компанийн тухай хуульд тусгасан бөгөөд үүнийг тодруулбал, тус шийдвэртэй санал нийлээгүй, эсхүл санал хураалтад оролцоогүй хувьцаа эзэмшигч эзэмшиж буй хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авахыг компаниас шаардах эрхтэй байна. Энэхүү эрхийн мөн чанар нь хувьцааг эргүүлэн худалдах үнийг зүй ёсоор тогтооход оршдог тул хувьцааны үнэлгээг тогтоох асуудал чухлаар тавигдана.

Энэхүү өгүүллийн хүрээнд хувьцааг компаниас эргүүлэн худалдан авахыг шаардах хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийн агуулгыг тодруулж, тухайн хувьцааны үнийг тогтоох асуудлыг хөндсөн болно. Компанийн тухай хуульд компанид хувьцааг зах зээлийн үнээр эргүүлэн худалдахаар заасан байна. Тус хууль дахь эргүүлэн худалдах хувьцааны үнийг тодорхойлоход чиглэсэн зохицуулалтуудыг авч үзэхэд эдгээр зохицуулалт нь энэ үнийг шударгаар тогтооход хангалтгүй байна. Иймд компанид эргүүлэн худалдах хувьцааны үнийг шүүхээс тогтоохдоо хуульд заасан дээрх зах зээлийн үнийг тухайн хувьцааны компанид эзлэх бодит үнэ цэн буюу хувьцааны шударга үнэ хэмээн тайлбарлаж хэрэглэх нь зүйтэй байна.

### [Түлхүүр үг]

Компаниас гарах эрх, жижиг хувьцаа эзэмшигч, хувьцааны үнэлгээ, хувьцааны шударга үнэ, хувьцааны зах зээлийн үнэ.

## I. Оршил

Манай улсад сүүлийн жилүүдэд хувьцаат компаниуд хаалттай хэлбэрт шилжих явдал цөөнгүй гарах болсон. Хувьцаат компани хувьцаагаа биржээр нийтэд чөлөөтэй арилжаалахыг зогсоохоор шийдвэрлэсэн тохиолдолд энэ нь компани болон түүний хувьцаа эзэмшигчдийн эрх, ашигт эерэг болон сөрөг үр дагаврыг бий болгодог. Энэхүү процесс нь үндсэндээ компанийн хувьцаа эзэмшигчдийн хоорондын сонирхлын зөрчилдөөнийг бий болгох бөгөөд нэг талд нь ноёлох хувьцаа эзэмшигчид нөгөө талд жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн ашиг сонирхол байдаг. Үүнээс жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашиг зөрчигдөх магадлалтай байдаг бөгөөд энд хөрөнгө оруулалтаа хэрхэн шударгаар эргүүлэн олж авах асуудал буюу хувьцааны үнийн асуудал хөндөгддөг.

Нээлттэй хувьцаат компани сайн дураараа хэлбэрээ өөрчилж, хаалттай хэлбэрт шилжих явдал нэмэгдэхийн хэрээр энэ процессын явцад жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хамгаалах зохицуулалтыг сайжруулах боломжийг улс орнууд эрэлхийлсээр байна. Энэхүү өгүүллээр хувьцаат компани хэлбэрээ өөрчилж хувьцаагаа биржид нээлттэй арилжаалахаа зогсоох тохиолдолд жижиг хувьцаа эзэмшигчийн эрхийг хамгаалах эрх зүйн зохицуулалт, тэр дундаа эргүүлэн худалдан авах хувьцааны үнийг тогтоох зохицуулалтыг судалж, оновчтой тайлбарлан хэрэглэх талаарх саналыг дэвшүүлнэ.

## II. Компанийн хэлбэрийг өөрчлөх асуудал

Манай улсын Компанийн тухай хуулийн 23 дугаар зүйлийн 23.1 дэх хэсэгт компанийг өөрчлөх асуудлын эрх зүйн үндсийг “Хувьцаат компанийг хязгаарлагдмал хариуцлагатай компани, хязгаарлагдмал хариуцлагатай компанийг хувьцаат компани болгох замаар компанийн хэлбэрийг өөрчилж болно.” гэж хуульчилсан байдаг. Сүүлийн жилүүдэд хувьцаат компани хэлбэрээ өөрчлөн хаалттай хувьцаат компани болон хязгаарлагдмал хариуцлагатай компанийн хэлбэрт шилжих явдал цөөнгүй гарах болсон.

Компани хувьцаагаа нийтэд арилжаалахаа болих шийдвэрийг гаргах нь хувьцаагаа олон нийтэд арилжаалдаг болон арилжаалдаггүй компанид тавих хуулийн шаардлага, зохицуулалтаас үүдэлтэй гэж үзэж болно. Үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллагад бүртгэлтэй байх нь тодорхой зардалтай бөгөөд тэдний ихэнх нь хуулиар тавьсан шаардлагыг дагаж мөрдөхтэй холбоотой зардлууд байдаг.<sup>1</sup> Иймд

<sup>1</sup> D. A. Zetzsche, “Going Dark under German Law: Towards an Efficient Regime for Regular Delisting”, Center for Business and Corporate Law Research Paper 0053/2013 (2013), 4.

хувьцаагаа биржээс хасах нь нийтэд хувьцаагаа арилжаалахтай холбоотой зарим сул талыг арилгадаг бөгөөд ийм шийдвэр гаргах нь компанийн хууль ёсны ашиг сонирхолд нийцэж байгаа буюу эдийн засгийн хувьд ашигтай байгаа тохиолдолд компани энэ шийдвэрийг гаргана. Ерөнхийдөө компани хувьцаагаа нийтэд арилжаалсан хэвээр байх тохиолдолд үүсэх зардал нь түүнтэй холбоотой өгөөжөөс бага байвал биржээс хувьцаагаа хасах шийдвэр гаргадаг.

Нийтэд хувьцаагаа арилжаалахтай холбоотой зардлыг нэмэгдүүлдэг нэг гол хүчин зүйл нь үүнтэй дагалддаг үүргүүд юм. Тухайлбал, тодорхой мэдээллийг тайлагнах, ил тод болгох үүрэг үүнд багтана. Хувьцаат компани нь хуульд заасан мэдээллийг хувьцаа эзэмшигчдэд нээлттэй мэдээлж байх шаардлагатай бөгөөд энэ талаар хуулиар тодорхой үүргийг хүлээдэг. Тухайлбал, Монгол Улсын Компанийн тухай хуулийн 98 дугаар зүйлийн 98.1 дэх хэсэгт хувьцаат компани нь жилийн санхүүгийн болон үйл ажиллагааны тайлан, компанийн нэгдмэл сонирхолтой этгээдийн нэр, тэдгээрийн эзэмшлийн хувьцааны төрөл, тоо болон Санхүүгийн зохицуулах хороо болон үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллагын дүрэм, журмаар тогтоосон бусад мэдээллийг өөрийн үнэт цаас эзэмшигчийн хүсэлтээр танилцуулах үүрэгтэй болохыг зааж хувьцаат компанийн мэдээллийг ил тод байлгах үүрэгтэй болохыг хуульчилсан байна. Компани хэлбэрээ өөрчилж, хувьцаа нь нийтэд арилжаалагдах нь зогссон тохиолдолд нийтэд ил тод байхтай холбоотой хуулийн зохицуулалтыг дагаж мөрдөх үүрэггүй болно. Зарим тохиолдолд мэдээллийг ил болгохтой холбоотой үүрэг нь компанийн нууц алдагдахад хүргэдэг бөгөөд энэ нь компанийн өсөлт хөгжилд сөрөг нөлөөтэй байдаг.<sup>2</sup>

Түүнчлэн компани хаалттай хэлбэрт шилжих шийдвэр нь тухайн компанийн ирээдүйн өсөлтийн сул төлөвтэй холбоотой байдаг бөгөөд компани зах зээлд хангалттай нэр хүнд олж, олон нийтэд танигдаж чадаагүй, эсхүл зах зээлд нэр хүнд нь унах зэргээр хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг татаж чадахгүй байгаа зэрэг тохиолдлуудад хаалттай хэлбэрт шилждэг.<sup>3</sup>

### **III. Компанийн хэлбэрийн өөрчлөлт ба жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хамгаалахад тулгамдаж буй асуудал**

Хувьцаат компани хэлбэрээ өөрчилж, хувьцаагаа нийтэд арилжаалахыг зогсоох явдал нь компанийн үйл ажиллагаа, статуст үлэмж хэмжээний нөлөө үзүүлэх нь маргаангүй билээ. Хувьцаа

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Martinez, S. Serve and C. Djama, “Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda”, SSRN, <https://ssrn.com/abstract=2591449>, 5.

нь нийтэд арилжаалагдахаа зогсож буй компанийн хувьцаа эзэмшигчид хөрөнгө оруулалтаас гарж, өөрийн хөрөнгөө нөхөж авах хязгаарлагдмал боломжтой үлддэг. Иймээс олон улсад компанийг өөрчлөх үйл явцад жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хамгаалах төрөл бүрийн механизмыг хуульчилсан байдаг. Тодруулбал, ноёлох хувьцаа эзэмшигчдийн шийдвэрт хориг тавих жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн хамгийн бага хувийг тогтоох, хувьцааг эргүүлэн худалдан авахыг компаниас шаардах эрхийг олгох, хоёр шатлалт зөвшөөрлийн үндсэн дээр шийдвэрийг баталгаажуулах зэрэг төрөл бүрийн зохицуулалт бий. Тухайлбал, Англид хоёр шатлалт зөвшөөрлийн тогтолцоог ашигладаг бол Хонг Конгийн хөрөнгийн биржид компанийн нийт хувьцааны 10 хувийг эзэмшиж байгаа хувьцаа эзэмшигч компанийн шийдвэрт хориг тавих эрхийг эдэлдэг байна<sup>4</sup>. Компанийн суурь өөрчлөлтийг хийхэд хэт өндөр шалгуур тавих нь компанийн шийдвэр гаргалтыг гацаанд оруулах эрсдэлтэй тул жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хамгаалах аргыг оновчтой сонгох шаардлагатай.

Манай улсын хувьд энэ тохиолдолд эсрэг саналтай байсан хувьцаа эзэмшигчид хувьцаагаа компанид эргүүлэн худалдах буюу компанийг худалдан авахыг шаардах эрхийг хэрэгжүүлэхээр хуульчилсан. Тодруулбал, Компанийн тухай хуулийн 53 дугаар зүйлд зааснаар нийлүүлэх, нэгтгэх буюу өөрчлөх замаар өөрчлөн байгуулагдаж байгаа компанийн саналын эрхтэй хувьцаа эзэмшигч нь өөрчлөн байгуулахын эсрэг саналтай байсан, эсхүл санал хураалтад оролцоогүй бол өөрийн эзэмшиж байгаа хувьцааг эргүүлэн худалдаж авахыг компаниас шаардах эрхтэй байна.

#### **A. Хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авахыг шаардах эрх (Appraisal right)**

Компани томоохон хэмжээний өөрчлөлт хийсэнтэй холбогдуулан тухайн өөрчлөлтийн эсрэг байсан хувьцаа эзэмшигч хувьцаагаа компанид “шударга үнэ”-ээр эргүүлэн худалдах боломжийг энэхүү эрх илэрхийлдэг<sup>5</sup>. Түүний үүслийн хувьд компанийн суурь өөрчлөлтүүдийг хийхэд хувьцаа эзэмшигчдийн нэгдмэл зөвшөөрөл шаардах шаардлагаас татгалзаж олонх зөвшөөрөхөд хангалттай гэх үзэлд шилжсэн үйл явцтай холбогдоно. Тодруулбал, 19 дүгээр зууны үед АНУ-д компанийн дүрмийг хувьцаа эзэмшигчдийн төртэй байгуулсан гэрээ гэж үздэг байсан үеэс энэ эрхийн үзэл санаа анх

<sup>4</sup> F. Alzumai, N. Alshammari, “Balancing Business Objectives and Shareholders’ Rights in Voluntary Delisting: A Comparative Analysis of Selected Legal Jurisdictions”, *Comparative Law Review* 14, no2 (2023), 65.

<sup>5</sup> P. V. Letsou, “The Role of Appraisal in Corporate Law”, *Boston College Law Review* 39, no4 (1998), 1121.

бий болсон. Тухайн үед төмөр замын, эсхүл өөр бусад хөгжиж буй аж үйлдвэрийн салбарт бүх хувьцаа эзэмшигчдийн зөвшөөрлийг компанийн суурь өөрчлөлт хийхэд шаарддаг байсан. Гэтэл зөвхөн ганц хувьцаа эзэмшигч компанийн үр ашиг бүхий өөрчлөлт, хэлцэлд хориг тавьж чадаж байгаа нь шүүхийн практикт ч, хууль зүйн бодлогын үүднээс ч тийм сайн зүйл биш болох нь аажимдаа тодорхой болж эхэлсэн байна.<sup>6</sup>

Ийнхүү нийт хувьцаа эзэмшигчдийн нэгдмэл зөвшөөрөл шаардах зохицуулалт хүчингүй болж, хувьцаа эзэмшигчид компанийн нэгдэл, өөрчлөлтөд хувь хүний түвшинд хориг тавих эрхээ алдсаны дараа компанид хувьцаагаа “шударга үнэ”-ээр эргүүлэн худалдах эрхийг эдлэх болсон.<sup>7</sup> Р.Томпсон энэхүү эрхийг компанийн зорилтот өөрчлөлтүүдийг дэмжихийн зэрэгцээ анх хөрөнгө оруулсан бизнесээс нь үндсээрээ өөр болсон бизнест үргэлжлүүлэн хөрөнгө оруулахаас татгалзсан хөрөнгө оруулагчдад хөрвөх боломж олгоход чиглэдэг гэж үзсэн байна.<sup>8</sup> Компанийг хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авахыг шаардах эрх нь зөвхөн ноёлох хувьцаа эзэмшигчдээс жижиг хувьцаа эзэмшигчдийг хамгаалаад зогсохгүй компанийн удирдлага болон ноёлох хувьцаа эзэмшигчдийг үйл ажиллагаагаа шударгаар хэрэгжүүлэхэд түлхэц болох чиг үүргийг мөн гүйцэтгэдэг болно.<sup>9</sup>

## **Б. Хувьцааны үнийг тогтоох асуудал**

Компани хувьцаагаа нийтэд арилжаалан хөрөнгө оруулалт татсаны дараа зах зээлийн манипуляц хийх замаар хувьцааны үнийг унагах, мөн бусад аргаар хувьцаа эзэмшигчийн хөрөнгө оруулалтын үнэ цэнийг бууруулах, олон нийтээс татан төвлөрүүлсэн хөрөнгийг эздэд нь өгөөж хүртээхгүйгээр, эсхүл харьцангуй бага хэмжээний өгөөж олгон ашиглаж, улмаар компанийг хаалттай хэлбэрт шилжүүлэх эрсдэл байдаг.

Монгол Улсад олон нийтэд хувьцаагаа нээлттэй арилжаалснаас тодорхой хугацааны дараа компанийг хаалттай хэлбэрт шилжүүлэх компаниуд сүүлийн жилүүдэд нэмэгдэж байна. Жишээлбэл, “Богд” банк 2021 оны 12 дугаар сард IPO гаргаж байсан бол 2025 оны 02 дугаар сард хэлбэрээ өөрчилж, хаалттай хувьцаат компани болон өөрчлөгдсөн<sup>10</sup>, “Мон бийф” компани 2022 оны 08 дугаар сард IPO

<sup>6</sup> W. J. Carney and K. Sharfman, “The Exit Theory of Judicial Appraisal”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 28, no1 (2023), 5.

<sup>7</sup> B. M. Wertheimer, “The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value”, *Duke Law Journal* 47, no4 (1998), 613.

<sup>8</sup> R. B. Thompson, “Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law”, *Georgetown Law Journal* 84, no1 (1995), 3-4.

<sup>9</sup> H. Iida, K. Sekiguchi, “Reappraising the Role of the Appraisal Remedy”, SSRN, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3151242](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3151242), 2.

<sup>10</sup> Богд банкны Хувьцаа эзэмшигчдийн хурлын 2025 оны 25/01 тоот шийдвэр.

гаргаж байсан бол 2023 оны 07 дугаар сард хэлбэрээ өөрчилж, хязгаарлагдмал хариуцлагатай компани болон өөрчлөгдсөн<sup>11</sup> байна.

Компанийн тухай хуулийн 53 дугаар зүйлд зааснаар жижиг хувьцаа эзэмшигчид компанийн өөрчлөн байгуулалтын эсрэг саналтай байсан, эсхүл санал хураалтад оролцоогүй бол өөрийн эзэмшиж байгаа хувьцаагаа эргүүлэн худалдаж авахыг компаниас шаардах эрхтэй бөгөөд энэхүү эрхийн салшгүй нэг хэсэг бол хувьцааг компанид “шударга үнэ”-ээр эргүүлэн худалдах явдал юм. Иймээс Компанийн тухай хууль дахь компанийн эргүүлэн худалдан авах хувьцааны үнийн талаарх зохицуулалтуудыг авч үзэх шаардлагатай.

Компанийн тухай хуулийн 53 дугаар зүйлийн 53.5 дахь хэсэгт зааснаар компани нь хувьцаа эзэмшигчийн шаардлагаар эргүүлэн худалдаж авах хувьцааг энэ эрх үүсэх үеийн зах зээлийн үнээр худалдан авахаар байна. Харин зах зээлийн үнийг тус хуулийн 55 дугаар зүйлийн 55.1 дэх хэсэгт “Компанийн эд хөрөнгө, эд хөрөнгийн эрхийн /компанийн хувьцаа болон бусад үнэт цаасыг оролцуулан/ зах зээлийн үнэ гэж тухайн эд хөрөнгө, эд хөрөнгийн эрхийн үнийн талаар бүрэн мэдээлэлтэй, түүнийг худалдах үүрэг хүлээгээгүй худалдагч болон эд хөрөнгө, эд хөрөнгийн эрхийн үнийн талаар бүрэн мэдээлэлтэй, худалдан авах үүрэг хүлээгээгүй худалдан авагч хоёрын харилцан тохиролцсон үнийг хэлнэ.” гэж тодорхойлсон байна. Энэхүү зохицуулалт компанийн хэлбэрийг өөрчилснөөс жижиг хувьцаа эзэмшигчид компанид хувьцаагаа эргүүлэн худалдах харилцаанд хамаарахгүй байна. Тодруулбал, Компанийн тухай хуулийн 53 дугаар зүйлийн дагуу хувьцааг эргүүлэн худалдах тохиолдолд тухайн компанийг хувьцааг худалдан авах үүрэг хүлээгээгүй худалдан авагч гэж үзэхгүй юм. Иймээс энэхүү зах зээлийн үнийг тодорхойлсон зохицуулалтыг уг харилцаанд хэрэглэх боломжгүй байна.

Компанийн тухай хуулийн 55 дугаар зүйлийн 55.8 дахь хэсэгт “Нийтэд худалдагдаж байгаа хувьцаа болон бусад үнэт цаасны зах зээлийн үнийг тогтоохдоо үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллагын болон бусад арилжааны албан ёсны мэдээнд тусгасан сүүлийн зургаан сарын жигнэсэн дундаж ханшийг харгалзана.” гэж заасан. Энэхүү зохицуулалтыг хувьцаат компаниас хаалттай хэлбэрт шилжиж буй компанийн тухайд хувьцааг эргүүлэн худалдан авах үнийг тогтооход харгалзах боломжтой байна. Жишээлбэл, “Говь” ХК-ийн Төлөөлөн удирдах зөвлөлийн 2025 оны 39 дүгээр тогтоолд хувьцааг эргүүлэн худалдан авах зах зээлийн үнийг хувьцааны сүүлийн зургаан сарын жигнэсэн дундаж ханшийг харгалзан тогтоосон байна.

---

<sup>11</sup> Мон бийф компанийн Хувьцаа эзэмшигчдийн хурлын 2023 оны 04 дүгээр тогтоол.

Гэхдээ бирж дээр арилжаалагдаж буй хувьцааны зах зээлийн үнэ нь түүний “шударга үнэ”-ийг шууд илэрхийлдэг гэж хэлэхэд учир дутагдалтай юм. Америкийн Компанийн загвар хуульд нийтэд арилжаалагдаж буй хувьцааны хувьд хувьцааг шударга үнээр буцаан худалдахыг шаардах эрхийг олгохгүй байхаар зохицуулж байсан хэдий ч зах зээлд хувьцааг зарах боломжтой байх нь жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хангалттай хамгаалж чадахгүй гэж үзэж тухайн зохицуулалтыг хожим өөрчилсөн байдаг.<sup>12</sup>

Хувьцааг компанид эргүүлэн худалдахыг шаардах эрхийн хамгийн гол хэсэг бол жижиг хувьцаа эзэмшигчдийг шударга бус үнээс хамгаалах явдал юм. Гэтэл зах зээлийн үнэ харьцангуй савлагаатай байдаг учраас ноёлох хувьцаа эзэмшигчид цаг хугацааны зөрүүнээс үүдсэн ашигт байдлыг өөрсөддөө бий болгох буюу өөрсдийн хувьд ашигтай цаг хугацааг сонгож шийдвэрээ гаргах боломжтой байдаг.<sup>13</sup> Компанийн суурь өөрчлөлтийн шинжтэй шийдвэрийг ноёлох хувьцаа эзэмшигчид зах зээлд нээлттэй арилжаалагдаж буй хувьцааны тодорхой хугацаан дахь хамгийн доод үнийн түвшинд хүрсэн үед гаргах тохиолдол ч байдаг.<sup>14</sup> Мөн компанийн зүгээс зориудаар хувьцааны үнэд нөлөөлөх үйл ажиллагаа явуулах боломжтой байдгийг ч анхаарах шаардлагатай. Түүнээс гадна компанийн ихэнх хувьцаа ноёлох хувьцаа эзэмшигчдийн гарт байдаг тул зах зээлд худалдаалагдаж буй хувьцааны компанийн нийт хувьцаанд эзлэх хувь нь харьцангуй бага байдаг. Эдгээр шалтгааны улмаас зах зээлийн үнэ хувьцааны шударга буюу бодит үнийг хангалттай илэрхийлж чадахгүй бөгөөд компанийн эргүүлэн худалдан авах хувьцааны үнийг тогтооход үүнийг шууд баримтлах нь оновчгүй юм.

Цаашилбал, Компанийн тухай хуулийн 55 дугаар зүйлийн 55.9 дэх хэсэгт “Компанийн хувьцаа болон бусад үнэт цаасны зах зээлийн үнийг тогтооходоо хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн хэмжээ, компанийн өөрийн хөрөнгө, ашиг зэргийн талаар бүрэн мэдээлэлтэй худалдан авагчийн санал болгосон боломжит үнэ болон бусад хүчин зүйлийг харгалзан үзнэ.” гэж заасан. Энэхүү зохицуулалт компани хаалттай хэлбэрт шилжиж байгаа нөхцөлд компанийн шийдвэртэй санал нэгдээгүй хувьцаа эзэмшигчид хувьцаагаа компанид буцаан худалдах үед хувьцааны үнийг тодорхойлоход хэрэглэгдэхгүй байна.

Харин Компанийн тухай хуулийн 55 дугаар зүйлийн 55.2 дахь хэсэгт компанийн төлөөлөн удирдах зөвлөл уг хуулийн 55.7 дахь хэсэгт заасныг баримтлан хувьцааны үнийг хараат бус үнэлгээний байгууллага, аудитын байгууллагын дүгнэлтийг үндэслэн

<sup>12</sup> Thompson, *supra* note 8.14.

<sup>13</sup> Wertheimer, *supra* note 7. 636.

<sup>14</sup> *Ibid.*

тодорхойлно гэж заасан байна. Компанийн эргүүлэн худалдан авах хувьцааны үнийг эцэслэн тогтоох эрх нь тухайн компанийн төлөөлөн удирдах зөвлөл, хувьцаа эзэмшигчдийн хуралд хадгалагдаж байна. Энд нэг анхаарах шаардлагатай зүйл байгаа нь үнэлгээний аргаас үл хамааран үнэлгээг гаргаж буй ажилтнаас хувьцааны үнэлгээ ихээхэн хамаарна. Тухайн үнэлгээний байгууллага нь төлбөр төлж, үйлчлүүлж буй үйлчлүүлэгчийнхээ хүсэл сонирхлыг илэрхийлсэн үнэлгээг гаргах хандлагатай байдаг. Жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн томилсон шинжээч үнэлгээг өндрөөр, компаниас томилсон шинжээч үнэлгээг илүү багаар үнэлэх хандлагатай байдаг.<sup>15</sup> Мөн ноёлох хувьцаа эзэмшигчдийн зүгээс компанийн капиталын бүтцийг өөрчлөх замаар хувьцааны үнэлгээнд нөлөөлөх боломжтой байдаг.

Компанийн тухай хуульд хувьцааны үнийг тогтоох субъектийг тодорхойлсноос өөрөөр хувьцааг эргүүлэн худалдан авах үнийг хэрхэн тодорхойлох талаар нарийвчилсан зохицуулалт байхгүй буюу зах зээлийн үнэ гэдэгт юуг хамааруулах, үүнийг хэрхэн тайлбарлан хэрэглэх талаар тодорхой зохицуулаагүй байна. Иймээс компанийн эргүүлэн худалдан авах хувьцааны шударга үнэ буюу зохист үнийг шүүхээс тогтоохдоо Компанийн тухай хуульд заасан компанийн эргүүлэн худалдан авах хувьцааны зах зээлийн үнийн талаарх зохицуулалтыг оновчтой тайлбарлан хэрэглэх нь жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрхийг хамгаалах чухал механизм болохоор байна. Хувьцааны үнийг талуудын тохиолцоогоор, эсхүл хувьцааны үнийг тогтоох ямар нэг аргачлалаар тогтоосон байлаа ч шүүх “шударга үнэ” гэх агуулгын хүрээнд хувьцааны үнийг цөөнх хувьцаа эзэмшигчийн хувьд шударга байхаар тогтоох боломжтой.<sup>16</sup>

Хувьцааг эргүүлэн худалдан авахыг шаардах эрхийн салшгүй нэг хэсэг бол хувьцаа эзэмшигч хувьцаагаа компанид шударга үнээр эргүүлэн худалдах боломж байдаг. Хэрэв шударга үнээр хувьцаагаа худалдахгүй бол энэ эрхийн мөн чанар үгүйсгэгдэнэ. Компани хэлбэрээ өөрчилснөөс шалтгаалан хувьцааг компанид эргүүлэн худалдахтай холбоотойгоор хувьцааны үнийн талаарх маргааныг шийдвэрлэсэн шүүхийн шийдвэрийг судлахад манай улсад энэ талаар аливаа шүүхийн шийдвэр байхгүй байна. Харин компани хувьцаат компаниас хязгаарлагдмал хариуцлагатай компанийн хэлбэрт шилжихдээ нэгж хувьцааны үнийг бууруулсантай холбоотойгоор хувьцааны үнийг эргүүлэн нэмж тогтоолгох (жижиг хувьцаа эзэмшигчид хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авахыг компаниас шаардаагүй) маргааныг иргэний хэргийн шүүхээс шийдвэрлэсэн байх боловч анхан болон

---

<sup>15</sup> Wertheimer, *supra* note 7. 613.

<sup>16</sup> Амарбаярын Бодьбилэг, “Хувьцааг эргүүлэн худалдаж авахыг шаардах эрхийг тайлбарлах нь”, <https://legaldata.mn/b/1597>, 2023, 16 дахь тал.

давж заалдах шатны шүүхийн шийдвэрийг хяналтын шатны шүүхээс хүчингүй болгож<sup>17</sup> хэргийг анхан шатны шүүхэд буцаасан байх тул эдгээр шийдвэрт дүн шинжилгээ хийх нь ач холбогдолгүй байна. Уг хэргийг одоогоор анхан шатны шүүхээс хянан шийдвэрлээгүй байна.

Харин компанийн хэлбэрийг өөрчлөхтэй хамааралгүй боловч хувьцааг эргүүлэн худалдан авахыг шаардах эрхийг хэрэгжүүлэхтэй холбоотой, тодруулбал, Компанийн тухай хуулийн 17 дугаар зүйлийн 17.2 дахь хэсэг, 53 дугаар зүйлийн 53.1.2 дахь заалтад заасан үндэслэлээр хувьцааг эргүүлэн худалдан авахыг шаардахдаа хувьцааны үнэлгээний талаар маргасан хэргийг шийдвэрлэсэн шүүхийн нэг шийдвэр байна. Нэгэнт хувьцааны үнэлгээтэй холбогдох асуудлыг энэхүү өгүүлэлд хөндөж байгаа учраас уг шүүхийн шийдвэрийг судалж үзэх нь зүйтэй байна.

Хэргийн агуулга, шийдвэр<sup>18</sup>: Нэхэмжлэгч нар нь А.С.Н ХХК-ийн жижиг хувьцаа эзэмшигчид бөгөөд нийлбэр дүнгээр тус компанийн нийт хувьцааны 0.9 хувийг эзэмшдэг байна. Тус компани нь компанийн нэр болон хувьцаа эзэмшигчдийн бүтцэд өөрчлөлт оруулж, хувьцаа эзэмшигчдийн хурлаар батлуулалгүй их хэмжээний хэлцэл хийсэн байна. Иймд дээрх жижиг хувьцаа эзэмшигчид Компанийн тухай хуулийн 17 дугаар зүйлийн 17.2 дахь хэсэг, 53 дугаар зүйлийн 53.1.2 дахь заалтад зааснаар өөрсдийн эзэмшлийн хувьцааг буцаан худалдан авахыг шаардсан мэдэгдлийг зохих журмын дагуу тус компанид хүргүүлжээ. Ингэхдээ компанийн 2015 оны санхүүгийн тайланд нэгж хувьцааны үнэлгээ 2014 онд 2024, 2015 онд 2176.38, 2016 онд 2768.69 төгрөгөөр тусгагдсан ба энэ нь Компанийн тухай хуулийн 53 дугаар зүйлийн 53.5 дахь хэсэгт “Компани нь хувьцаа эзэмшигчдийн шаардлагаар эргүүлэн худалдаж авах хувьцааг эрх үүсэх үеийн зах зээлийн үнээр худалдан авна” гэж заасантай нийцэж байна гэж тайлбарлаж нэгж хувьцааг 1500 төгрөгөөр буцаан худалдан авахыг шаардсан байна. Компанийн зүгээс тодорхой хариуг албан ёсоор өгөөгүй тул компанийг нэгж хувьцааг 1500 төгрөгөөр буцаан худалдан авахыг даалгуулах нэхэмжлэлийг шүүхэд гаргажээ. Хариуцагчийн зүгээс “А.С.Н ХХК-ийн нэгж хувьцааны зах зээлийн үнийн жигнэсэн дундаж үнэ 1149.36 төгрөг тул 1500 төгрөгөөр тооцохыг зөвшөөрөхгүй.” гэж маргажээ.

Шүүхээс энэхүү хувьцааны үнэлгээнд холбогдох асуудлыг

<sup>17</sup> Сүхбаатар дүүргийн Иргэний хэргийн анхан шатны шүүхийн 2024 оны 11 сарын 28-ны өдрийн 181/ШШ2024/04861 шийдвэр, Нийслэлийн Иргэний хэргийн давж заалдах шатны шүүхийн 2025 оны 03 сарын 21-ний өдрийн 210/МА2025/00483 магадлал, Улсын дээд шүүхийн 2025 оны 06 сарын 10-ны өдрийн 001/ХТ2025/00116 тогтоол.

<sup>18</sup> Сүхбаатар дүүргийн Иргэний хэргийн анхан шатны шүүхийн 2016 оны 12 сарын 12-ны өдрийн 181/ШШ2016/01515 шийдвэр.

шийдвэрлэхдээ “Нэхэмжлэгч нар дээрх зах зээлийн үнээс доогуур буюу нэгж хувьцааг 1500 төгрөгөөр тооцож, улмаар шүүх хуралдааны явцад үнийг багасгаж 1300 төгрөгөөр тооцоход татгалзах зүйлгүй гэж тайлбарлаж байх тул нэхэмжлэгчийн шаардсан хэмжээгээр хувьцааг нэг бүрийг нь 1300 төгрөгөөр буцаан худалдан авахыг А.С.Н ХХК-д даалгаж шийдвэрлэх үндэслэлтэй гэж үзлээ.” гэж шийдвэрлэсэн байна.

Энэхүү маргааны хувьд нэхэмжлэлийн шаардлагад дурдсанаар компанийн санхүүгийн тайланд нэгж хувьцааны үнэ илүү өндөр үнэлгээтэй байсан хэдий ч нэхэмжлэгч үнэлгээг бууруулж, 1300 төгрөгөөр худалдахыг зөвшөөрсний дагуу уг шаардлагад нийцүүлэн шүүх үнэлгээг тогтоосон байна. Гэвч нөгөө талаас, шүүхээс хэргийг шийдвэрлэсэн үндэслэл нь зөвхөн нэхэмжлэгчийн хүлээн зөвшөөрсөн үнэлгээнд үндэслэсэн байгаа бөгөөд шүүхээс хувьцааны шударга буюу зохист үнэлгээг тогтоох алхам хийгээгүй байна.

Хувьцааг эргүүлэн худалдан авахыг шаардах эрхийн жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашгийг хамгаалахад үр дүнтэй байх гол хүчин зүйл нь шүүхүүд хувьцааг хэрхэн үнэлж буйд оршдог. Хэрэв шүүхүүд үнэлгээг жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашгийг хамгаалах зорилготой нийцэхүйц тогтоохгүй бол тухайн хувьцаа эзэмшигчид энэхүү эрхийг ашиглах сонирхолгүй болж, оронд нь компанийн суурь өөрчлөлтийг эсэргүүцэх өөр аргуудыг хэрэглэнэ. Тухайлбал итгэл даах үүргийг зөрчсөн гэсэн үндэслэлээр нэхэмжлэл гаргаж болох бөгөөд энэ нь үнэлгээ тогтоолгохоос илүү үр ашиг багатай, шийдвэрлэхэд цаг хугацаа их шаарддаг.<sup>19</sup>

#### **IV. Хувьцааны үнэлгээг тогтоох аргачлал, үнэлгээнд харгалзах хүчин зүйлс**

Бусад улсад компанийн хувьцааны үнэлгээ тогтооход төрөл бүрийн аргууд ашигладаг бөгөөд эдгээрээс ирээдүйн мөнгөн урсгалын өнөөгийн үнэ цэцийг тооцох арга (discounted cash flow), харьцуулалтын арга, хөрөнгийн үнэлгээний арга зэрэг аргыг хамгийн өргөн хүрээнд ашиглаж байна.

Ирээдүйн мөнгөн урсгалын өнөөгийн үнэ цэцийг тооцох арга арга бол компанийн үнэлгээ нь түүний ирээдүйн мөнгөн урсгалын өнөөгийн үнэ цэнэтэй тэнцүү гэж үзэх аргачлал юм.<sup>20</sup> Энэхүү аргын дагуу компанид орж ирэх мөнгөн урсгалыг урьдчилан таамаглах бөгөөд энэхүү таамаглал нь өнгөрсөн хугацааны мэдээлэл, үйл ажиллагааны хэтийн төлөв, бусад хамаарал бүхий хүчин зүйлсийн

<sup>19</sup> Wertheimer, *supra* note 7. 626.

<sup>20</sup> M. R. Schwenk, “Valuation Problems in the Appraisal Remedy”, *Cardozo Law Review* 16, no3 (1994), 666.

талаарх мэдээлэлд суурилдаг. Үүний дараа мөнгөн урсгалын өнөөгийн үнэ цэнийг хорогдуулалтын хувийг ашиглан тооцоолно. Хорогдуулалтын хувийг салбарын онцлогтой уялдуулан гаргадаг.

Харьцуулалтын аргын хувьд энэ нь төстэй хоёр компанийн харьцуулалттай холбогдоно. Компанийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ, хөрөнгийн бүтэц, орлого, ашиг, санхүүгийн тайлангийн үзүүлэлт, хэтийн өсөлтийн төлөв, эрсдэл зэрэг үзүүлэлтүүд дээр тулгуурлан харьцуулж болохуйц компанийг тогтоосны дараа компанийн үнэлгээг тооцоолох боломжтой санхүүгийн үзүүлэлтүүдийг гарган компанийн үнэлгээг тогтоох арга юм.

Хөрөнгийн үнэлгээний арга нь ерөнхийдөө компанийн бүх хөрөнгийг үнэлж компанийн үнэлгээг тогтоох арга юм. Хэрэв хөрөнгийн зах зээлийн үнэ тодорхой байвал тухайн үнээр, энэ үнийг тодорхойлох боломжгүй байвал санхүүгийн тайланд тусгасан үнээр тооцоолно. Хувьцааны үнэлгээ хийх олон төрлийн аргаас шүүх тухайн компанийн онцлогийг харгалзан тохирох аргыг дангаар нь эсхүл хэд хэдэн аргыг хослуулан хэрэглэдэг.

Хувьцааны үнэлгээ тогтоох аргатай холбоотойгоор үнэлгээ тогтооход харгалзах хүчин зүйлсийг авч үзэх нь зүйтэй. Тухайлбал, энэ хүрээнд “minority discount”, синержи, үнэлгээ тогтоох огноо зэрэг хэд хэдэн асуудлууд хөндөгдөнө.

#### *“Minority discount”*

Жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эзэмшиж буй хувьцаа нь компанийн хяналтыг хэрэгжүүлэх эрхтэй ноёлох хувьцаа эзэмшигчдийн хувьцаатай харьцуулахад үнэ цэнийн хувьд бага байдаг гэж үздэг. Үүний шалтгаан нь ердөө л уг хувьцаанууд нь “цөөнх” бөгөөд компанийн засаглалд нөлөөлөх эрхгүй байдагтай холбоотой.<sup>21</sup> Энэхүү асуудлын хүрээнд компанийн суурь өөрчлөлтийг эсэргүүцсэн жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн хувьцааны үнээс “minority discount”-г хасаж тооцох эсэх асуудал гарч ирдэг ба ихэнх шүүх болон судлаачид хувьцааг ердөө цөөнхийн эзэмшилд байгаа гэх шалтгаанаар үнэ цэнийг нь бууруулан үнэлэх нь зохисгүй гэдэг дээр санал нэгддэг<sup>22</sup>.

Америкийн шүүхүүд ихэнх тохиолдолд “minority discount”-г үнэлгээнд оруулан тооцдоггүй бөгөөд үүний үндэслэлийг хувьцааны шударга үнэлгээ тогтоох эрх зүйн хамгаалалтын үндсэн зорилготой холбон тайлбарладаг. Тодруулбал, энэхүү хамгаалалтын үндсэн зорилго нь цөөнх хувьцаа эзэмшигчдийг зүй бус үйлдлээс хамгаалахад оршиж байгаа бөгөөд хэрэв энэ зорилгыг хангах гэж байгаа бол

<sup>21</sup> R. A. Booth, “Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings”, SSRN, <https://ssrn.com/abstract=285649>, 4.

<sup>22</sup> Ibid 5.

компанийн өөрчлөлтийг эсэргүүцсэн жижиг хувьцаа эзэмшигчид нь компанийн нийт үнийн хувь тэнцүүлсэн (pro rata) хэсгийг хүртэх ёстой.<sup>23</sup>

Энэ асуудлаар Делавэр мужийн Дээд шүүх “Цөөнх хувьцаа эзэмшигчид өөрийнх нь эзэмшиж буй хувьцааны хувь тэнцүүлсэн бүрэн үнэ цэнийг олгохгүй байх нь хяналтын эрхгүй байсных нь төлөө түүнийг шийтгэж буй хэрэг бөгөөд энэ нь ноёрхох хувьцаа эзэмшигчдийг үндэслэлгүйгээр хөрөнгөжүүлнэ. Ноёрхох хувьцаа эзэмшигчид эсрэг саналтай байсан жижиг хувьцаа эзэмшигчдийг шахан гаргах замаар үнэ тогтоох ажиллагаанаас гэнэтийн ашиг олох боломж бүрдэж байгаа нь хүсмээр үр дагавар биш юм” хэмээн *Cavalier Oil Corp. v. Harnett* хэргийг шийдвэрлэхдээ дурдсан байдаг.<sup>24</sup>

*Синержи буюу компанийн суурь өөрчлөлтөөс үүсэх нэмүү үнэ*

Компанийн суурь өөрчлөлтийн дүнд бий болох нэмүү үнийг хувьцааны үнэлгээнд хамааруулах эсэх асуудал нь ээдрээтэй бөгөөд улс орнууд уг асуудлыг харилцан адилгүй хуульчилсан байна. Тухайлбал, Америкийн Делавэр мужийн шүүх хувьцааны шударга үнэлгээг тогтоохдоо синержиг оруулдаггүй бол Япон Улсын 2005 оны Компанийн тухай хуулиар уг үнэлгээг оруулан тооцох боломжийг шүүхэд олгосон байна.<sup>25</sup> Гэсэн хэдий ч тус улсын практикт синержиг хувьцааны шударга үнэлгээг тогтооход ашиглахад хүндрэлтэй байдаг байна. Учир нь синержи нь компанийн суурь өөрчлөлтөөс үүдэн бий болдог нэмүү үнэ тул үнэлгээ хийх үед уг үнэ цэнэ хараахан бодитоор бий болоогүй байдаг, мөн түүнийг хэрхэн шударгаар хуваарилах тодорхой аргачлал байхгүй тул шүүхүүд хувьцааны шударга үнийг тодорхойлохдоо синержиг тусгахад хүндрэлтэй байдаг байна.<sup>26</sup>

Делавэр мужийн шүүхээс холбогдох хэрэг маргааныг шийдвэрлэсэн үндэслэлүүдээс харахад синержи бол суурь өөрчлөлтийн дараа үүсэх боломжит үр ашиг бөгөөд хувьцаа эзэмшигч нь тухайн өөрчлөлтөөс өмнөх компанийн эзэмшигч учраас өөрчлөлтөөс үүсэх боломжийг одоогийн үнэлгээнд шууд тусгах нь үндэслэлгүй гэж тайлбарлах хандлагатай байна.

Мөн энэ талаар Тайваны худалдааны шүүх хэрэг маргааныг шийдвэрлэж байгаа туршлагыг харахад компанийн өөрчлөлтийн талаарх шийдвэрийг эсэргүүцэж хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авахыг компаниас шаардаж буй хувьцаа эзэмшигчид нь тухайн хэлцлийн

<sup>23</sup> Wertheimer, *supra* note 7. 644.

<sup>24</sup> Cavalier Oil Corp. v. Harnett, 564 A.2d 1137, 1145 (Del. 1989).

<sup>25</sup> H. Iida, “How Does the Appraisal Right with the Concept of Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan”, *Asian Journal of Comparative Law* 18, no3 (2023), 407, 410.

<sup>26</sup> *Ibid* 416, 423.

улмаас өөрсдийн хөрөнгө оруулалт нь хөндөгдөх ёсгүй гэсэн үүднээс татгалзсан байдаг тул уг өөрчлөлтөөс үүдэлтэй синержигээс ашиг хүртэх эрхгүй гэж тайлбарласан байна.<sup>27</sup>

Ерөнхийд нь дүгнэж үзвэл синержиг үнэлгээнд тооцож оруулах нь түүнийг тооцох аргачлалын хувьд ээдрээтэй байхаас гадна компанийн суурь өөрчлөлтийг эсэргүүцсэн хувьцаа эзэмшигчид тухайн өөрчлөлтөөс бий болох үр ашгийг хүртэх ёсгүй гэсэн хандлагыг ихэнх шүүх баримталж байна.

#### *Үнэлгээний огноо*

Компанийн эргүүлэн худалдах хувьцааны үнэлгээнд үнэлгээний огноо ихээхэн нөлөөтэй байна. Учир нь компанийн суурь өөрчлөлтийг хийх процессын аль шатанд хувьцааны үнэлгээг тогтоохоос хамаарч хувьцааны үнэлгээ харилцан адилгүй тогтох боломжтой байдгаас энэ талаар маргаан нэлээдгүй гардаг. Иймд хууль зүйн хувьд хамгийн оновчтой гэж үзсэн огноог буюу шүүх хэрэглэхэд хамгийн тодорхой, маргаан багатай, хэрэгжих боломжтой цэгийг сонгон хуульчлах шаардлагатай.

#### **V. Дүгнэлт, санал**

Компанийн тухай хуульд компанийн хэлбэрийг өөрчлөх хувьцаа эзэмшигчдийн хурлын шийдвэртэй санал нийлээгүй хувьцаа эзэмшигчид хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авахыг компаниас шаардах эрхийг хуульчилсан ба энэхүү эрхийн цөм нь хувьцааны шударга үнэ буюу тухайн хувьцааг зохистой, бодит үнээр худалдахад оршино. Компанийн тухай хуульд хувьцааны шударга үнэлгээг хэрхэн тодорхойлох талаар нарийвчлан зохицуулаагүй, харин компанийн хувьцаа эзэмшигчдийн хурал эргүүлэн худалдан авах хувьцааны үнийг тогтоох эрхтэй болохыг хуульчилжээ.

Компаниас эргүүлэн худалдан авах хувьцааны үнийг жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн зүгээс хүлээн зөвшөөрөхгүй тохиолдолд шүүх үнийг тогтоох үүргийг хүлээнэ. Тиймээс шүүх хувьцааны үнэлгээг тогтоохдоо хуулийг оновчтой тайлбарлан хэрэглэх асуудал чухал байна. Компанийн тухай хуулийн 53 дугаар зүйлийн 53.5 дахь хэсгийн “Компани нь хувьцаа эзэмшигчийн шаардлагаар эргүүлэн худалдаж авах хувьцааг энэ эрх үүсэх үеийн зах зээлийн үнээр худалдан авна.” гэсэн зохицуулалтын зах зээлийн үнийг хувьцааны компанид эзэлж буй бодит үнэлгээ буюу шударга үнэ гэсэн агуулгаар тайлбарлаж хэрэглэх нь оновчтой байна. Хувьцааны зах зээлийн үнийг тодорхойлсон Компанийн тухай хуулийн 55 дугаар зүйлийн 55.1 дэх хэсэг нь компани хувьцаагаа эргүүлэн худалдан авах үүрэг

<sup>27</sup> Intellectual Property and Commercial Court No.111-Shang-Fei-Zi-7, 18.

хүлээсэн харилцаанд хэрэглэгдэх боломжгүй гэж дүгнэж байна.

Нээлттэй компаниас хаалттай хэлбэрт шилжиж байгаа тохиолдолд үнэт цаасны арилжаа эрхлэх байгууллагын болон бусад арилжааны албан ёсны мэдээнд тусгасан сүүлийн зургаан сарын жигнэсэн дундаж ханшийг харгалзан үзэж болох боловч энэ нь зарим тодорхой хүчин зүйлсийн улмаас тухайн хувьцааны шударга үнийг бодитой илэрхийлэх боломжгүй юм. Өөрөөр хэлбэл, хувьцааны шударга үнэ гэсэн ойлголт нь зах зээлийн үнэтэй тэнцүү биш байна.

Хувьцааны үнэлгээ тогтоох асуудал нь эдийн засаг болон хууль зүйн салбарт харилцан хамаарах ойлголт учир үнэлгээг шүүхээс тогтоохдоо мэргэжлийн үнэлгээний байгууллага, шинжээчийг заавал томилох нь зүйтэй бөгөөд тухайн үнэлгээний байгууллага олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн үнэлгээний төрөл бүрийн аргуудаас ашиглан үнэлгээг гаргах боломжтой байна. Харин тухайн үнэлгээний тайланд үнэлгээ хийсэн аргачлал, түүний үндэслэл, хамгийн магадлалтай утга, үнэлгээний байгууллагын бие даасан байдлын баталгаа зэргийн талаар тусгасан байвал зохино.

Хувьцааны шударга үнийг тогтоох хууль хэрэглээний практикийг тогтоох нь жижиг хувьцаа эзэмшигчдийг хамгаалах эрх зүйн хамгаалалтыг бодитоор бий болгохоос гадна хувьцааны зах зээлийг хөгжүүлэх, компанийн хөрвөх чадварыг сайжруулах зэрэг олон талт ач холбогдолтой байна.

[Ном зүй]

Амарбаярын Бодьбилэг, “Хувьцааг эргүүлэн худалдаж авахыг шаардах эрхийг тайлбарлах нь”, <https://legaldata.mn/b/1597>, 2023 он.

Монгол Улсын дээд шүүхийн 2025 оны 06 сарын 10-ны өдрийн 001/ХТ2025/00116 дугаар тогтоол, [https://shuukh.mn/single\\_case/10874?daterange=2025/01/01%20-%202025/07/08%20&id=3&court\\_cat=1&bb=1](https://shuukh.mn/single_case/10874?daterange=2025/01/01%20-%202025/07/08%20&id=3&court_cat=1&bb=1).

Нийслэлийн Иргэний хэргийн давж заалдах шатны шүүхийн 2025 оны 03 сарын 21-ний өдрийн 210/МА2025/00483 дугаар магадлал, [https://shuukh.mn/single\\_case/33077?start\\_date=&end\\_date=&id=2&court\\_cat=1&bb=1](https://shuukh.mn/single_case/33077?start_date=&end_date=&id=2&court_cat=1&bb=1).

Сүхбаатар дүүргийн Иргэний хэргийн анхан шатны шүүхийн 2016 оны 12 сарын 12-ны өдрийн 181/ШШ2016/01515 дугаар шийдвэр, [https://shuukh.mn/single\\_case/44170?start\\_date=&end\\_date=&id=1&court\\_cat=1&bb=1](https://shuukh.mn/single_case/44170?start_date=&end_date=&id=1&court_cat=1&bb=1).

Сүхбаатар дүүргийн Иргэний хэргийн анхан шатны шүүхийн 2024 оны 11 сарын 28-ны өдрийн 181/ШШ2024/04861 дугаар шийдвэр.

B. M. Wertheimer, “The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value”, *Duke Law Journal* 47, no4 (1998).

*Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1145 (Del. 1989).

D. A. Zetsche, “Going Dark under German Law: Towards an Efficient Regime for Regular Delisting”, *Center for Business and Corporate Law Research Paper* 0053/2013 (2013).

F. Alzumai, N. Alshammari, “Balancing Business Objectives and Shareholders’ Rights in Voluntary Delisting: A Comparative Analysis of Selected Legal Jurisdictions”, *Comparative Law Review* 14, no2 (2023).

H. Iida, “How Does the Appraisal Right with the Concept of Fair Value Including Synergies Work?: Lessons from Japan”, *Asian Journal of Comparative Law* 18, no3 (2023).

H. Iida, K. Sekiguchi, “Reappraising the Role of the Appraisal Remedy”, SSRN, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3151242](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3151242)

*Intellectual Property and Commercial Court*, 111-Shang-Fei-Zi-7 (Taiwan).

Martinez, S. Serve and C. Djama, “Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda”, SSRN, <https://ssrn.com/abstract=2591449>

M. R. Schwenk, “Valuation Problems in the Appraisal Remedy”, *Cardozo Law Review* 16, no3 (1994).

P. V. Letsou, “The Role of Appraisal in Corporate Law”, *Boston College Law Review* 39, no4 (1998).

R. A. Booth, “Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings”, SSRN, <https://ssrn.com/abstract=285649>

R. B. Thompson, “Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law”, *Georgetown Law Journal* 84, no1 (1995).

W. J. Carney and K. Sharfman, “The Exit Theory of Judicial Appraisal”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 28, no1 (2023).

**[Abstract]**

**Appraisal Rights and Share Valuation in  
the Context of Company Delisting**

**Dolgormaa Tseveengombo**

*Bachelor of Laws (LL.B.).  
Senior Advisor at the Legal Department  
of the Constitutional Court  
Ulaanbaatar, Mongolia*

In recent years, Mongolia has witnessed a notable trend of publicly traded companies transitioning into privately held companies. During such corporate restructuring, the interests of minority shareholders are particularly vulnerable to infringement. To address this risk, the Company Law of Mongolia provides a protective mechanism for the protection of minority shareholders in the event of a change in corporate form. Specifically, shareholders who dissented from the restructuring decision or who did not participate in the voting process are entitled to demand that the company repurchase their shares. The essence of the appraisal right lies in the mandatory repurchase of shares at a fair value; therefore, rendering the analysis of share valuation a matter of significant importance.

This article examines the conceptual framework of appraisal rights and addresses the complexities of share valuation in Mongolia. The Company Law of Mongolia stipulates that shares must be repurchased at market value. However, the existing statutory provisions governing the determination of the repurchase price are insufficient to ensure a fair valuation. Therefore, when determining the repurchase price, the courts should interpret the statutory ‘market value’ as the fair value representing the intrinsic worth of the shares within the company.

**[Keywords]**

Exit Right, Minority Shareholders, Share Valuation, Fair Value, Market Price.