

## Үнэлгээнд вета итгэлцүүрийг ашиглах нь

### Use of Beta Coefficient in the Valuation

Д. Барсболд<sup>1</sup>

#### Хураангуй

Эдийн засаг, нийгмийн өөрчлөлтийн хүрээнд хувийн өмчийг хуулиар хүлээн зөвшөөрсөн, төрийн буюу олон нийтийн өмчийг хувийн өмчид шилжүүлсэн зэрэг үйл ажиллагааны үр дүнд хувийн өмч хөрөнгийн арилжаалалт, зах зээлийн үндэс суурь тавигдсан юм. Үүний нэг нь яах арга байхгүй төрийн өмчийн компанийг иргэн бүрт олгосон цэнхэр, ягаан тасалбараар хувийн өмч болгон зах зээл дээр шилжүүлсэн явдал юм. Өнөөдрийг хүртэл төрийн буюу олон нийтийн өмчийг зохистой түвшинд хүртэл шилжүүлж дуусаагүй л байна. Энэхүү сонгодог хөгжсөн хөрөнгийн зах зээл дээр тооцогддог, мөн өнгөрсөн цаг хугацаан дахь үнийн арилжаалалтын тоон өгөгдөлд тулгуурлан батлагдсан олон онол, теоремууд ашиглагдаж байна. Үүний нэг нь үнэт цаасны арилжаалалтын үнийн мэдээлэлд тулгуурласан вета итгэлцүүр юм. Мөн вета хэмжигдэхүүнийг системт эрсдэл хэмээн үздэг. Харамсалтай нь манай орны хувьд хэдий хөрөнгийн зах зээл байгаа хэмээн ярьдаг боловч хөрөнгийн зах зээлийн тоон өгөгдөлд нь вета хэмжигдэхүүнийг тооцсон онолын үндсэн суурь үзэл баримтлал өнөөдрийг хүртэл гараагүй байна. Тиймээс үнэлгээчин, санхүүгийн судлаач, шинжээч нарын хувьд нийтлэг тооцогддог вета хэмжигдэхүүний онолын ойлголт, тооцдог аргачлал, тооцсон жишээ кэйсийг авч үзэх, Монголын өнөөгийн практикт ветаг тооцсон зарим нэг судалгааны үр дүнг тайлбарлах болно.

*Түлхүүр үгс:* үнэлгээ, зах зээл, хувьцаа, хөрөнгө оруулагч, өгөөж, эрсдэл, вариаци, ковариаци, вета, CAPM, CML, Морнингстар, Ибботсон

#### Abstract

Open market basis was as result of privately traded property, that is accepted private property and transfer of state or public property to private ownership economic and social exchange. One of these is transfer of state public property company to private property by blue tickets to every Mongolian citizen. But until today state or public property have not been transferred to definitely level. However, to valuation many theorem and theories use in evaluating high development countries. These theories based on the quantitative data on the market for classical capital market and past trading price. One of these is the beta coefficients based on price trading information. Also the beta coefficient is considered a systematic risk. Unfortunately, there is a capital market in our country, but the fundamental concepts of the theoretical concept of the stock market have not yet been established. Our appraisers not calculate beta coefficient in valuation report. Therefore, we have considered case studies and theoretical concepts and methodology of beta coefficients.

*Keywords:* valuation, market, stock, investor, return, risk, variance, covariance, beta, CAPM, CML, Morningstar, Ibbotson

<sup>1</sup> ШУТИС, БУХСургууль, Бизнесийн удирдлагын салбарын багш, доктор  
E-mail: bars\_mn@must.edu.mn

### Оршил

Хөрөнгийн үнэлгээний загвар нь эдийн засаг, санхүүгийн онолын нэгээхэн хэсэг болох хөрөнгийн зах зээлийн онолын бүрдэл хэсэг юм. Хөрөнгийн зах зээлийн онол нь хөрөнгө оруулагчийн үнэт цаасны сонголт, түүний багцын хуваарилалтыг тайлбарладаг бөгөөд үнэт цаасны шинжилгээ ба багцийн удирдлагын онол, санхүүгийн суурь онолуудад бас дурьдагдсан байдаг. Тиймээс CAPM загвараар хөрөнгө оруулагчдын шийдвэр нь багцын онолын хүрээнд тайлбарлагддаг бөгөөд зах зээлийн харилцан хамаарлыг авч үздэг онолын хандлага юм. CAPM загвар нь сонгодог хөрөнгийн зах зээлийн онолын тулгын чулуу, үндсэн онолын нэг юм. Бизнесийн үнэлгээний хамрах хүрээ нь эдийн засгийн хүчин зүйлийн хамаарлаар тодорхойлох хөрөнгө оруулалтын үнэ цэнэ болон бизнесийн байгууллагын үнэ цэнийг тодорхойлох онолын агуулгын хүрээнд хамаардаг. Тиймээс энэхүү загварын үндсэн зарчим нь нийт хөрөнгийн зах зээл дэх хөрөнгө оруулалтын боломжит нөхцөлийн бизнес болон бизнесийн хувь оролцоог тодорхойлох асуудал юм. Хөрөнгийн зах зээлийн онолоор (capital market theory) эрсдэлийг системт болон системт бус гэсэн хоёр бүрэлдэхүүн хэсэгт хуваадаг. Системт эрсдэл гэдэг нь ирээдүйн тодорхой бус өгөөж болох хөрөнгө оруулалтын зах зээл дэх өгөөжийн хөдөлгөөнөөр тооцогдох тодорхой хөрөнгө оруулалтын өгөөжийн өөрчлөлтийн үр дүнг хэлнэ. Системт бус эрсдэл гэдэг нь хөрөнгө оруулалтын төрөл хэлбэр, компани, салбарын шинж чанараас хамаарсан өөрчлөлтийг хэлнэ. Компанийн шинж чанарын үзүүлэлтүүдэд эдийн засгийн нөхцөл байдал дахь удирдлагын ур чадвар, ажиллагчид болон удирдлагын хоорондын харилцаа, ажил хаялтын нөхцөл,

маркетингийн хөтөлбөрөөр бий болсон амжилт болон сул тал зэрэг компанийн тодорхой хүчин зүйлүүдээс хамаардаг. Нийт эрсдэл нь системт болон системт бус эрсдэлийн хүчин зүйлүүдийн нийлбэрээр тодорхойлогдоно. CAPM буюу хөрөнгийн үнэлгээний загварын үндсэн таамаглал нь үнэт цаасны хүлээгдэж буй өгөөжийн эрсдэлийн шагналын хувь хэмжээ болох үнэт цаасны системт эрсдэлийн функцид тулгуурладаг. Хөрөнгийн зах зээлийн онолд хөрөнгө оруулагчийн хүлээлт эсвэл боломжид суурилсан томоохон эсвэл сайн диверсификаци хийгдсэн багц эзэмшихийг тайлбарласан байдаг. Харин CAPM хөрөнгийн үнэлгээний загварт ямар нэг нөхцөлөөс хамаарч бүхий л хөрөнгө оруулагч нар эрсдэлтэй хөрөнгийн багцыг (зах зээлийн багц) эзэмшдэг хэмээн тодорхойлсон. Энэхүү таамаглалын дагуу диверсификаци буюу төрөлжүүлэлт нь багцын хувьд тодорхой компанийн үнэт цаасны системт бус эрсдэлийг арилгах нөхцөл нь болдог. Тиймээс хөрөнгийн үнэлгээний онолын гол судлагдахуун эрсдэл бол системт эрсдэл юм.

I. Вета: Системт эрсдэлийг хэмжих Хөрөнгийн үнэлгээний загварт системт эрсдэлийг вета хэмээх хүчин зүйлээр хэмждэг. Онолын хувьд вета нь эрсдэлийн хэмжилт юм. Энэ томъёолол нь зах зээлийн индексийн хүлээгдэж буй өгөөжийн илүүдэл болон тухайн үнэт цаасны хүлээгдэж буй өгөөжийн илүүдлийн харьцуулалтыг хэлнэ. Илүүдэл өгөөж нь эрсдэлгүй хөрөнгө оруулалтын боломжит өгөөж болон дундаж өгөөжөөс илүү гарч буй хэсэг юм. Практикт маш олон өгөгдөл мэдээлэлд тулгуурлан зах зээлийн индексээр зах зээлийн өгөөжийг тооцон үнэт цаас тус бүрийн өгөөжийн хоорондын хамаарлыг судлан эрсдэл буюу ветаг хэмждэг.

Зах зээлийн индекс дэх дундаж ветаг 1-ээр тодорхойлдог. Хэрвээ үнэт цаасны хандлага болох илүүдэл өгөөж нь эерэг байх нөхцөлд эрсдэлгүй өгөөжөөс зах зээлийн өгөөж илүү байх, илүүдэл өгөөж нь сөрөг байх нөхцөлд зах зээлийн өгөөжөөс эрсдэлгүй өгөөж илүү их байх үед үнэт цаасны вета 1-ээс их байна. Хэрвээ үнэт цаасны өгөөж болон эрсдэлгүй өгөөжийн хоорондын өөрчлөлт хандлага нь зах зээлийн өгөөж болон эрсдэлгүй өгөөжийн хоорондын өөрчлөлт хандлагаас бага байх нөхцөлд үнэт цаасны вета 1-ээс бага байна.

Өөрөөр хэлбэл, вета нь зах зээлийн болон үнэт цаасны илүүдэл өгөөжийн өөрчлөлтийн харьцаагаар хэмжигддэг. Зах зээлийн эрсдэлээс өндөр идэвхтэй арилжаалагддаг үнэт цаасны хувьд вета 1-ээс их байдаг. Зах зээлийн эрсдэлээс бага системт эрсдэл бүхий идэвхгүй

арилжаалагддаг үнэт цаасны хувьд нийтлэг вета 1-ээс бага байдаг. Үүнээс гадна: эрсдэлтэй компаниудын хувьд вета бага байна (Тухайлбал, алтны уурхайн компаниуд үнэт цаасны өгөөж нь зах зээлийн өгөөжтэй хамааралгүй байдаг учраас хувьцааны үнэ өндөр өөрчлөлттэй боловч вета бага байдаг).

Үнэт цаасны хувьд вета нь сөрөг байх боломжтой байдаг. Энэхүү ветагаар эдгээр үнэт цаасны өгөөж нь хөрөнгө оруулалтын зах зээлийн индексийн өгөөжтэй сөрөг байна (байнгын бус) гэдгийг харуулж байна. Энэ нь мэдээллийн асуудлын үр дүн болох үнэт цаасны үнэ сөрөг (байнгын бус) гэсэн үг юм. Дараах хүснэгтэд ветаг тооцох нийтлэг нэг аргыг харуулсан (Зах зээлийн өгөөжийн илүүдэл болон үнэт цаасны өгөөжийн илүүдлийн регрессийн гүйцэтгэлээр тооцоологдсон).

Хүснэгт 1: Ветаг тооцоолох жишээ

Сарын эцэс, [a]	Үнэт цаасны өгөөж, A[b]	Зах зээлийн индексийн өгөөж, [c]	Ковариацийн тооцоолол, [d]	Вариацийн тооцоолол, [e]
1/89	0.041	0.069	0.00211	0.00325
2/89	(0.007)	(0.029)	0.00045	0.00168
3/89	0.052	0.021	0.00043	0.00008
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
10/98	0.113	0.077	0.00709	0.00423
11/98	0.033	0.057	0.00131	0.00203
12/98	(0.016)	0.055	(0.00086)	0.00185
Нийт	0.500	1.488	0.21060	0.26240
Дундаж	0.004	0.012	0.00176 [f]	0.00219 [g]

$$Beta = \frac{Cov(A \text{ security}, \text{Market index})}{Var(\text{Market index})} = \frac{Ковариаци(A \text{ хувьцаа}, \text{Зах зээлийн индекс})}{Вариаци(Зах зээлийн индекс)} = \frac{0.00176}{0.00219} = 0.80$$

- 10 жил буюу 120 сар
- Ноогдол ашгийн төлбөр ба сарын эцэс дэх үнэд суурилсан өгөөж
- Сарын эцэс дэх зах зээлийн индексэд суурилсан өгөөж
- Энэ баганад тооцогдсон тооцоолол нь:  $0.00211 = (0.041 - 0.004) \times (0.069 - 0.012)$   
(A үнэт цаасны боломжит өгөөж - A үнэт цаасны дундаж өгөөж) x (Зах зээлийн индексийн боломжит өгөөж - Зах зээлийн индексийн дундаж өгөөж)
- Энэ баганад тооцогдсон тооцоолол нь:  $0.00325 = (0.069 - 0.012)^2$   
(Зах зээлийн индексийн боломжит өгөөж - Зах зээлийн индексийн дундаж өгөөж)<sup>2</sup>
- Зах зээлийн индекс болон A үнэт цаасны хоорондох ковариаци баганын дундаж утга
- Зах зээлийн индекс дэх өгөөжийн вариацийн баганын дундаж утга

Олон нийтэд нээлттэй арилжаалдаг жижиг компанийн үнэт цаасны вета нь ихэвчлэн тогтворгүй доошоо буурсан байдаг. Энэхүү шалтгаан нь жижиг компанийн үнэт цаасны арилжаа нь зах зээлийн индекс бүхий том компанийн арилжаанаас давтамжийн хувьд бага байдаг тул зах зээл болон компани хоорондын ковариаци хамаарал нь бага байдаг. Эрдэмтэд энэхүү асуудал болох вета статистик дахь корпорацийн зах зээлийн нөлөө болон нийт ветаг хэмжих энгийн арга замыг санал болгосон байдаг. Энэ аргыг Морнингстар SBBI үнэлгээний жилийн тайланд тооцож гаргадаг. Морнингстарийн Ибботсоний нийгэмлэгээс өнөөдрийн байдлаар энэ статистик үзүүлэлтийг худалдан авах боломжтой эх үүсвэр болгон практик дахь хорогдуулсан үзүүлэлтийн Ветад нийт ветаг тооцон нийтэд ашиглах байдлаар гаргадаг. Харин үнэлгээчид хүснэгт диаграм (excel spreadsheet), программ ашиглан нийт ветаг тооцоолох боломжтой. Мөн SBBI жилийн тайланд жижиг үнэт цаасны шагналын тооцогдсон утгаар ветаг тооцоход сонгох аргын өөрчлөлтийг тэмдэглэсэн байдаг. SBBI жилийн тайланд жижиг үнэт цаасын шагналын өгөгдөлд тулгуурласан нийт ветаг тооцох хандлага нь бусад аргуудаас жижиг үнэт цаасны шагнал бага байх нөхцөлд цаг хугацааны нөлөөнд хөрвүүлсэн ветаг тооцох өвөрмөц аргыг ашигладаг. Энд нийт ветаг хэмжих энэхүү судалгааны үзүүлэлтүүд нь SBBI жилийн тайлангийн үр дүнг ашиглан нийт ветаг тоон хэмжээний шагналаар тооцоолоход CAPM загварт Грабовски, Кинг нарын шагналын үзүүлэлтийг ашигласан байна (SBBI жилийн тайланд 1926 оноос эхлэн гарсан тоон үзүүлэлтэд

1963 оноос эхлэн жил бүрийн үеийн өгөөжийг тооцсон байдаг)<sup>2</sup>.

## II. Вета ашиглан хүлээгдэж буй өгөөжийн түвшинг тооцох

Хөрөнгийн үнэлгээний загварын хувьд эзэмшигчийн өмчийн эрсдэлийн шагнал нь (эрсдэлгүй хүүний түвшнөөс дээгүүр үнэт цаасны шаардагдаж буй илүүдэл өгөөжийн хүү) үнэт цаасны ветагын шулуун шугаман хамаарлын функц юм. Энэхүү шугаман функц нь дараах шулуун шугаман регрессийн томъёогоор тодорхойлогддог.

$$E(R_i) = R_f + b(RP_m) \quad [1]$$

$E(R_i)$  - тодорхой үнэт цаасны хүлээгдэж буй өгөөж

$R_f$  - үнэт цаасны эрсдэлгүй боломжит өгөөжийн түвшин (үнэлгээний өдрөөрх)

$b$  - тодорхой үнэт цаасны вета

$RP_m$  - зах зээлийн эзэмшигчийн өмчийн эрсдэлийн шагнал

Компанийн үнэт цаасны дундаж хэмжээнд суурилан эзэмшигчийн өмчийн капиталын зардлыг үнэлэх процессийн нэг нэсэг нь энэхүү томъёог ашиглан тодорхойлдог. Олон нийтэд нээлттэй арилжаалдаг  $i, j, k$  компанийн хувьд вета нь тус бүрт 0.8, 1.0, 1.2; мөн үнэлгээний өдрөөрх эрсдэлгүй өгөөжийн түвшин 7 хувь (0.07); зах зээлийн эзэмшигчийн өмчийн шагнал 5 хувь (0.05) байсан. Дээрх компаниудын нийтлэг үнэт цаасны эзэмшигчийн өмчийн хүлээгдэж буй хөрөнгө оруулалтын өгөөжийн түвшинг дараах байдлаар тооцно:

$$E(R_i) = 0.07 + 0.8(0.05) = 0.07 + 0.04 = 0.11$$

$$E(R_j) = 0.07 + 1.0(0.05) = 0.07 + 0.05 = 0.12$$

$$E(R_k) = 0.07 + 1.2(0.05) = 0.07 + 0.06 = 0.13$$

Өмнө хэсэгт зах зээлийн эрсдэлгүй хүүний түвшин, эзэмшигчийн өмчийн эрсдлийн

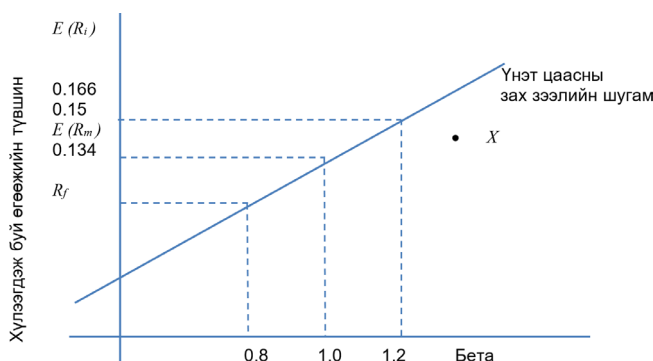
<sup>2</sup> Ibbotson, R. G., Kaplan, P. D., Peterson, J. D. (1979). Estimates of Small Stock Betas Are Much Too Low, *The Journal of Portfolio Management*, 23(4), 104-111; Ibbotson SBBI Valuation Yearbook; Dimson, E. (1979). Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 115-226

шагнал, вета зэргийг эх үүсвэрээр хэлэлцсэн.

Шулуун шугаман хамаарлын тэгшитгэлээр үнэт цаасны зах зээлийн шугамын (CML) бүдүүвч схемийг дүрсэлсэн. Хөрөнгийн үнэлгээний онолын дагуу өгөгдсөн үнэт цаасны хүлээгдэж буй өгөөж болон

эрсдэлийн хослолыг ветагаар хэмжигдсэн X үнэт цаасны (жич. энгийн хувьцаа) зах зээлийн шугам дээр оршихгүй байгааг харуулсан байна. Хэрвээ зах зээлийг үр ашигтай хэмээн үзээд үнэн зөв бодитоор тооцогдсон бол үнэт цаас дах өгөөжийн утга уг шулуун дээр орших учиртай.

Хүснэгт 2: Үнэт цаасны зах зээлийн шугам



Энэ диаграмд:

$E(R_f)$  - тодорхой үнэт цаасны хүлээгдэж буй өгөөж

$E(R_m)$  - зах зээлийн хүлээгдэж буй өгөөж

$R_f$  - үнэлгээний өдрөөрх боломжит эрсдэлгүй хүүний түвшин

Үнэт цаасны зах зээлийн шугам дээр бүх л үнэт цааснууд байрлаж байгаа бол зах зээлийн төгс тэнцвэр оршино. Тиймээс X үнэт цаас оршихгүй байгаа нь үнэт цаасны зах зээлийн шугам дахь өгөөжөөс бага байна.

Хөрөнгө оруулагчийн үнэт цаасны эрсдэлийн түвшинг хангалттай нөхөх өгөөжийн түвшний өсөлт нь үнэт цаасны үнийг бууруулдаг. Зах зээл дэх нийтлэг үнэт цаасны хувьд үнээр тодорхойлогдсон өгөөжийн түвшин нь хөрөнгө оруулагчийн үнэт цаасны хугацааны үеийн туршид эргэн төлөх нөхцлийг илэрхийлсэн тэнцвэр юм. Энэ тохиолдолд үнэт цаасны зах зээлийн шугамд үнэт цаасны хүлээгдэж буй өгөөжийн болон системт эрсдэлийн шинж чанарыг харуулж байдаг.

Энэхүү хөрөнгийн зах зээлийн онолын дагуу хөрөнгийн үнэлгээний загвараар тооцогдож байгаа хувьцааны (бизнесийн

өмчлөлийг илэрхийлэх санхүүгийн хэрэгсэл) хүлээгдэж буй өгөөжийн түвшин нь тухайн бизнесээс хөрөнгө оруулагчийн хүртэх ашиг болон тухайн хөрөнгө оруулалтанд оруулсан хөрөнгийг нөхөн төлөх эрсдэлийн түвшинг тооцсон үзүүлэлт юм. Тиймээс ч хүлээгдэж буй өгөөжийн түвшинг тооцоход эрсдэлийн үндсэн үзүүлэлт болох ветаг тооцдог. Гэсэн хэдий ч хөрөнгийн зах зээл хөгжөөгүй пост коммунист улс орон болох манай улсын хувьд сонгодог зах зээлийн загварын үзүүлэлт ветаг төдийлөн практикт тооцдоггүй бөгөөд хөрөнгө оруулагч нар тухайн үзүүлэлтийг тооцон шийдвэр гаргахдаа ашигладаггүй.

Харин манай хөрөнгийн зах зээл дэх тоон өгөгдөлд тулгуурлан 2001 онд доктор Ж.Бат-Өлзий “Бизнесийн байгууллагын санхүүгийн чадавхийг тодорхойлох онол арга зүйн асуудал” диссертацидаа 1996-1999 оны үеийн турш дахь 14 салбарын 260 гаруй компанийн санхүүгийн тайлангийн тоон өгөгдөлд судалгаа, шинжилгээ хийн зах зээлийн болон салбарын өгөөж, эрсдэлийг шинжилж вета коэффициентийг тооцсон эрдэм шинжилгээний бүтээл гаргасан юм. Судлаач Ж.Бат-Өлзий эдийн засгийн салбарыг уул уурхай, хүнс, хөнгөн үйлдвэр, барилга, худалдаа, автозам, тээвэр, эрчим хүч, холбоо, эрүүл мэнд, боловсрол, батлан хамгаалах, корпораци, даатгал, бусад гэсэн 14 салбарт хуваан 260 гаруй компанийн санхүүгийн тайлангийн үзүүлэлтүүдэд санхүүгийн харьцааны шинжилгээ хийсэн. Мөн түүний шинжилгээнд CAPM загварт тулгуурлан хөрөнгийн зах зээлд бүртгэлтэй компаниудын тоон мэдээлэлд вета коэффициент, зах зээлийн өгөөжийг тооцсон. Уг шинжилгээгээр зах зээлийн өгөөжийг 1995 онд -0.08, 1996 онд 0.49, 1997 онд 1.03, 1998 онд -0.34, 1999 онд -0.08 хэмээн тооцсон. Харин зах зээлийн хамаарлын хэмжигдэхүүн болох ветаг 30 компаний хувьд Шарын гол ХК 6.64, АПУ ХК 4.26, Говь ХК 0.04, Монгол нэхмэл ХК 0.11 гэх зэргээр үр дүнг гаргажээ. Судалгааны үр дүнд компаниудын нийт активын өгөөж, эзэмшигчийн өмчийн өгөөж, борлуулалтын ашигт ажиллагааны шинжилгээний үзүүлэлтээр компаниудын ашгийн хэлбэлзлийн 35 хувиас 40 хувь нь улс орны эдийн засгийн түвшинөөс, 10 хувиас 15 хувь нь салбарын үзүүлэлтээс, 45 хувиас 55 хувь нь компаний өөрийн үйл ажиллагаанаас хамаарч байна гэсэн дүгнэлт гаргасан байна.

### Дүгнэлт

Энэхүү бизнесийн үнэлгээнд вета итгэлцүүрийг ашиглах сэдвийн хүрээнд юуны өмнө вета буюу системт эрсдэлийн үндсэн ойлголт юу болох, түүний онолын үндсэн суурь үзэл баримтлалыг тодорхойлох, ветаг хэрхэн тооцох, түүний үр дүнг хэрхэн тайлбарлах болон судалгааны байгууллагуудын гаргасан ветагийн тооцооллыг үнэлгээндээ ашигладаг сүүлийн үеийн хандлагыг тайлбарлах, мөн өнөөгийн Монголын хөрөнгийн зах зээл дээр хийгдсэн судалгааны ажлын үр дүнг тайлбарлах зорилгоор судлан авч үзлээ. Ветаг хөрөнгийн үнэлгээний загвар (CAPM) болон хөрөнгийн зах зээлийн онолын (capital market theory) үндсэн үзүүлэлтүүдийн нэг бөгөөд тухайн бизнесийн өгөөжийг зах зээлийн өгөөжтэй харьцуулан өөрчлөлтийн утгыг илэрхийлсэн эрсдэлийн хэмжигдэхүүн үзүүлэлт хэмээн тодорхойлсон. Ветагийн үр дүн 1-ээс их байх, 1-аас бага байх, сөрөг байх нөхцөлүүдийг тайлбарласан. Үүний хүрээнд тодорхой жишээн дээр компанийн үнэт цаасны өгөөж болон зах зээлийн өгөөжийн тоон утганд ветаг тооцох томъёоны дагуу тооцож 0.8 гэсэн үр дүнг гаргасан. Мөн Морнингстарийн Ибботсоний нийгэмлэгийн олон улсын судалгааны байгууллагаас Морнингстар SBI үнэлгээний жил бүрийн тайланд тооцон гаргасан ветагийн үр дүнг хэрхэн ашигладагийг авч үзсэн. Энэхүү судалгааны чиглэлээр CAPM загварын хүрээнд Грабовски, Кинг нарын шагналын үзүүлэлтэд тулгуурласан үр дүнг товч дурьдаж хөрөнгийн зах зээлийн тоон өгөгдөлд тулгуурласан үнэт цаасны зах зээлийн шугам болон  $t$  хугацаан дахь үнэт цаасны хүлээгдэж буй утгын тооцооллыг дурьдсан. Эдгээр ойлголт, агуулгын

хүрээнд вета хэмжигдэхүүн түүний талаар болон түүнийг хэрхэн тооцдог үр дүнг хэрхэн тайлбарладаг, энэ чиглэлэр тодорхой жишээн дээр тайлбарласан.

Харин манай нөхцөлд хөрөнгийн зах зээл дээрх тоон мэдээлэлд тулгуурласан ветагийн талаарх судалгаа шинжилгээний бүтээл 2000 оноос хийгдэж эхэлсэн байна. Тухайлбал 2001 онд доктор Ж.Бат-Өлзий эрдэм шинжилгээний ажлынхаа хүрээнд CAPM загварт тулгуурласан хөрөнгийн зах зээлд бүртгэлтэй компаниудын

вета коэффициентийг тооцон үр дүнг тайлбарлажээ. Мөн цаашид ч вета итгэлцүүрийг тооцох чиглэлээр судлаач нар ихээр сонирхон судлах болсон бөгөөд гадаадын судалгааны бүтээлүүдтэй үр дүнгээ харьцуулан дүгнэх боломжтой болж байна. Тиймээс вета итгэлцүүрийг нийт судлаач, оюутан залууст товч тайлбарлах өнөөгийн Монголын практик нөхцөлд хэрхэн тооцож байгаа талаар тайлбарлахыг зорилгоо.

#### Ашигласан материал

1. Dimson, E. (1979). Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 115-226
2. Ibbotson, R. G., Kaplan, P. D., Peterson, J. D. (1979). Estimates of Small Stock Betas Are Much Too Low, *The Journal of Portfolio Management*, 23(4), 104-111
3. Mercer, Z. C. (2002). Integrated theory of Business Valuation, *ASA/CICBV 5th Joint Advanced Business Valuation Conference*, USA, Orlando, Florida
4. Morningstar (2011). *Ibbotson Risk Premia Over Time Report: Estimates for 1926-2010*
5. Morningstar (2011). *Ibbotson SBBI Valuation Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2010*
6. Pratt, S. P., Niculita, A. V. (2008). *Valuing a Business - The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Fifth edition., McGraw-Hill
7. Барсболд, Д. (2014). Бизнесийн үнэлгээний хорогдуулах хүүний шинжилгээ болон таамаглал, *Эрдэм шинжилгээний диссертаци*, Шинжлэх Ухаан Технологийн Их Сургууль
8. Бат-Өлзий, Ж. (2001). Бизнесийн байгууллагын санхүүгийн чадавхийг тодорхойлох онол арга зүйн асуудал, *Эдийн засгийн ухааны докторын зэрэг горилсон бүтээл*, Хөдөө Аж Ахуйн Их Сургууль

