

## **Хувьцааны жижигрүүлэлтээс богино хугацаанд ашиг олох боломж**

### **Chances to Make Short-run Profits from Stock Splits**

Д. Энхболд<sup>1</sup>

Хураангуй

Монгол улсад сүүлийн хоёр жилд үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ ба арилжаа сэргэж эхэлсэнээр хөрөнгө оруулагчид хувьцааны арилжаанд идэвхитэй оролцож, түүнээс богино хугацааны ашиг хүртэх боломж улам нэмэгдэж байгаа билээ. Тэдгээр боломжийн нэг нь хувьцааны жижигрүүлэлт бөгөөд хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед эргэлтэнд байгаа хувьцааны тоо нэмэгдэж, нэгж хувьцааны ханш буурдаг хэдий ч компанийн зах зээлийн үнэлгээ хэвээрээ үлддэг. Энэ үед хувьцааны жижигрүүлэлтийн хэмжээгээр зах зээлийн үнэ шууд буурдаггүй тул жижиг хувьцаа эзэмшигчдэд богино хугацаанд ашиг олох боломж үүсдэг. Энэхүү судалгаа нь Монгол улсын үнэт цаасны зах зээлээс хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед богино хугацаанд ашиг олох боломж байгаа эсэхийг тодорхойлоход оршино.

*Түлхүүр үгс:* ТОП-20 индекс, хувьцааны жижигрүүлэлт, хувьцааны үнэ (ханш), арилжааны тоо ширхэг, богино хугацааны ашиг

Abstract

In Mongolia, chances to make profits from stock splits in the short run have been increasing with a rise in the value of stock market and regular activities of buying and selling shares in the recent two years. One of the chances is the stock split. During stock splits, the amount of stock is increased while the price per share is decreased. However, the market value of business remains stable. With the amount of stock splits, the market value of shares does not directly fall down, so that small share-owners take a chance to make profits in a short time. The main goal of this research is to reveal if there are chances to make short-run profits from stock splits at the stock market of Mongolia.

*Keywords:* TOP-20 index, stock split, stock price, volume, short-term profit

---

<sup>1</sup> ХИС-ийн Бизнесийн сургууль, СЭЗ-ийн тэнхим, МНБ  
E-mail: enkhbold@humanities.mn

## Удиртгал

Хувьцааны жижигрүүлэлтийг ихэвчлэн нэг бүр нь хэт өндөр үнэтэй эсвэл ижил төстэй компаниудын хувьцааны үнээс тухайн хувьцааны үнэ өндөр байгаа тохиолдолд хийдэг. Хувьцаат компаниуд эргэлтэнд тодорхой тооны хувьцаа гаргасан байдаг бөгөөд одоогийн хувьцаа эзэмшигчдийн тоог нэмэгдүүлэх зорилгоор хувьцааг жижигрүүлэх шийдвэр гаргаж, эргэлтэнд байгаа энгийн хувьцааны тоог нэмэгдүүлдэг байна. Тухайлбал, 2018 онд “Говь” ХК нь өөрийн хувьцааг 100 хуваах шийдвэр гаргасан бөгөөд үүнийн үр дүнд хувьцаа эзэмшигчид нэг бүр нь 100 төгрөгийн нэрлэсэн үнэтэй 7,801,125 ширхэг энгийн хувьцаа эзэмшиж байсан бол нэг бүр нь 1 төгрөгийн нэрлэсэн үнэтэй, нийт 780,112,500 ширхэг хувьцаа эзэмших болсон.

Хувьцааны жижигрүүлэлт хийдэг дараагийн шалтгаан нь жижиг хөрөнгө оруулагчдын хувьд хувьцааны үнийг илүү хямд байлгах явдал байдаг бөгөөд энэ нь хувьцааны хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэх практик үр дүнтэй байдаг. Тухайлбал, “Говь” ХК-ийн хувьцааны жижигрүүлэлт хийсний өмнөх ба дараагийн арван өдрийн арилжаа нь дунджаар 640 дахин өссөн нь зах зээлийн хөрвөх чадварт нөлөө үзүүлсэн. Зах зээлийн үнэлгээнд арилжааны үнийн дүнг харьцуулж тооцсон зах зээлийн идэвхийг харуулах хөрвөх чадварын үзүүлэлт нь манай улсад 2017 онд 0.35% байсан бол 2018 онд 0.68% болж 0.33 пунктээр өссөн байна<sup>2</sup>.

Хувьцааны жижигрүүлэлтийн үр дүнд хувьцааны нэрлэсэн үнэ буурах бөгөөд харин хувьцааны тоо жижигрүүлэлтийн хэмжээгээр өсдөг. Ихэнх жижиг хөрөнгө оруулагчид илүү хямдхан хувьцааг худалдаж авдаг тул тэд эрэлтийг өсгөж, улмаар үнийг өсгөдөг. Үнэ өсөх бас нэг шалтгаан нь хувьцааны жижигрүүлэлт нь компанийн хувьцааны үнэ өснө гэсэн дохио болдог тул эрэлт өсөж, үнэ өсөх шалтгаан

болдог. Тиймээс хувьцааны жижигрүүлэлт нь урт хугацаанд хувьцааны үнэд материаллаг байдлаар нөлөөлөхгүй хэдий ч богино хугацаанд ашиг олох боломжийг бий болгох нөхцөлийг бүрдүүлдэг.

2018 оны жилийн эцсийн байдлаар нийт 252 удаагийн арилжаагаар 136 компанийн 666.8 сая ширхэг хувьцааг 210.0 тэрбум төгрөгөөр арилжаалсан нь өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 133.6 тэрбум төгрөгөөр буюу 174.7 хувиар өссөн байна<sup>3</sup>. Ялангуяа сүүлийн хоёр жил хоёрдогч зах зээлийн арилжаа идэвхжиж, олон нийтэд хувьцаагаа нээлттэй арилжаалдаг компаниудын зах зээлийн үнэлгээ нэмэгдэж байгаа нь хөрөнгө оруулагч, шинжээчид хувьцааны арилжаанд идэвхитэй оролцож, түүнээс богино хугацаанд ашиг олох боломж, нөхцөлүүдийг сонирхон судлах хандлагыг бий болгож байна.

Монгол улсад үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ 2011 оноос 2016 оныг дуустал буурсан хэдий ч 2017 оноос эрчимтэй сэргэж эхэлсэн. “Монголын хөрөнгийн бирж” ХК болон “Монголын үнэт цаасны бирж” ХХК-ийн хувьцааны зах зээлийн үнэлгээний нийлбэр нь 2017 онд 1,429.2 тэрбум төгрөг; 2018 онд 2,590.7 тэрбум төгрөгт хүрсэн байна. 2018 оны зах зээлийн үнэлгээг өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 1,161.5 тэрбум төгрөг буюу 81.26 хувиар өссөн үзүүлэлттэй байна<sup>4</sup>. Хувьцаат компаниудын эргэлтэнд байгаа энгийн хувьцааны тоо нэмэгдээгүй үед зах зээлийн үнэлгээ өсөх нь нэгж хувьцааны зах зээлийн үнийг өндөр болгож, хөрвөх чадварыг бууруулдаг. Энэхүү нөхцөл байдлын эсрэг авах арга хэмжээ бол хувьцааны жижигрүүлэлт бөгөөд манай улсад 1995 оноос хойш хувьцааны нэгжийн үнэлгээг бууруулж, хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэх зорилгоор нийт 10 хувьцаат компани 11 удаагийн хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн байна.

<sup>2</sup> Санхүүгийн зохицуулах хороо, “Үнэт цаасны зах зээлийн тойм”, 2018 он

<sup>3</sup> Монголын хөрөнгийн бирж, “2018 оны үнэт цаасны арилжааны тайлан”, 2019 он

<sup>4</sup> Санхүүгийн зохицуулах хороо, “Үнэт цаасны зах зээлийн тойм”, 2019 он

Үнэт цаасны зах зээлийн арилжаа идэвхижиж, үнэлгээ нэмэгдэж байгаа энэ үед жижиг хувьцаа эзэмшигчид богино хугацааны арилжаанаас ашиг хүртэх боломж, нөхцөлүүдийг ихээхэн судлах болсон энэ үед Монголын үнэт цаасны зах зээл дээр хувьцааны жижигрүүлэлтийн нөхцөл байдлыг судлан, түүнээс богино хугацааны ашиг олох боломж байгаа эсэхийг тодорхойлох хэрэгцээ байгаа учир энэхүү судалгааг хийсэн болно.

Хувьцааны жижигрүүлэлт хийсний дараа эргэлтэнд байгаа энгийн хувьцааны тоо нэмэгдэж, хувьцааны үнэ буурдаг бөгөөд харин зах зээлийн үнэлгээ хэвээр үлддэг. Өөрөөр хэлбэл, компани хувьцааг жижигрүүлэх үед хувьцааны зах зээлийн үнэ мөн буурна. Гэхдээ хувьцааны жижигрүүлэлтийн харьцаатай тэнцүү хэмжээгээр хувьцааны зах зээлийн үнэ буурах гэж үзвэл хөрөнгө оруулагчид богино хугацаанд ханшийн зөрүүгээс ашиг олох боломжтой гэж үзэж байна.

Богино хугацааны арилжаанаас ашиг олох нэг боломж нь хувьцааны жижигрүүлэлтийн тохиолдол байж болох тул энэхүү судалгаагаар хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед жижиг хөрөнгө оруулагчид ашиг олох боломж байгаа эсэхийг тодорхойлохыг зорилоо.

#### Судлагдсан байдал

Сүүлийн жилүүдэд хувьцааны жижигрүүлэлт хийх үед ашиг хүртэх боломжийг хөрөнгө оруулагч, шинжээч, судлаачид ихээхэн сонирхох болсон. Ohlson & Penman (1985) нар хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед тухайн хувьцааны үнэ ихээхэн өсдөгийг олж тогтоосон байдаг. Харин Dravid (1987), мөн Lamoueux & Poon (1987) нар хувьцааны жижигрүүлэлтийн судалгааг өргөжүүлж, хувьцаа жижигрүүлэх шийдвэр нь хувьцааны үнэд эерэгээр нөлөөлдөг хэдий ч хувьцааны жижигрүүлэлтийн дараа хувьцааны үнэ ерөнхийдөө буурдаг гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн байна. Lamoueux & Poon (1987) нар жижигрүүлэлт хийснээс

хойш эхний долоо хоногт хувьцааны үнэ 30 хувь, дараагийн 75 өдөр 18 хувь өсдөг гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн байна. Brennan & Copeland (1988) нар хувьцааны жижигрүүлэлт хийх шийдвэрийг олон нийтэд мэдээлэх өдрөөс эхлээд жижигрүүлэлт хийсний дараах өдрүүдэд  $\beta$  коэффициент өсдөг гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн байдаг. Chan нар (2019) хувьцааны жижигрүүлэлтийн дараах гурван сарын хугацаанд өгөөж хүртэх боломжтой бөгөөд энэхүү хугацаа нь хувьцааны жижигрүүлэлтийн дараах ашгийн удирдлагатай зарим талаар хамааралтай байдаг гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн байна.

Мөн Kimball & Papera (1964) нар хувьцааны жижигрүүлэлтийг зарлах өдөр, бүртгэх өдөр, жижигрүүлэх өдөр бүрийн хувьд хувьцааны үнийн шинжилгээ хийж, хувьцааны жижигрүүлэлт нь хувьцааны үнэд эерэг нөлөөлдөг гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн байна. Reilly & Drzycimski (1981) нар хувьцааны жижигрүүлэлтийг зарлах өдөр ба жижигрүүлэлт хийсэн өдрүүдийн хувьцааны харьцангуй үнийг судалж, түүнээс богино хугацаанд ашиг олох боломжтой талаар санал дэвшүүлсэн байдаг. Эдгээрээс гадна Burrell, Dolley, Myers & Vakay зэрэг судлаачид хувьцааны жижигрүүлэлт ба хувьцааны ногдол ашиг нь хувьцааны харьцангуй үнийг хэдэн сарын туршид өсгөдөг гэдгийг тогтоосон байна.

Devos нар (2015) компаниудын гүйцэтгэх удирдлагуудын 80 хувь нь хувьцааны опционы урамшууллыг хэрэгжүүлэхээсээ өмнө хувьцааны жижигрүүлэлтийн шийдвэр гаргадаг бөгөөд энэ нь тухайн гүйцэтгэх удирдлагуудад 3.1 хувийн өгөөжийг бий болгодог гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн байна. Мөн Hu нар (2017) макро эдийн засгийн хүчин зүйлсийн давамгайлах нөлөөгөөр бизнесийн мөчлөгийн таатай нөхцөл байдалд компаниуд хувьцааны жижигрүүлэлт хийдгийг тодорхойлсон.

Эдгээр судалгаанд хувьцааны үнэ, тоо ширхэгийн өөрчлөлтийг ихэвчлэн долоо хоног, сар, улирал, хагас жилээр

судлан, дүгнэлт гаргасан байдаг. Харин цөөн хэдэн судлаачид богино хугацаанд ашиг олох боломжийг судлах зорилгоор жижигрүүлэлт хийх шийдвэрийг олон нийтэд мэдээлсэн өдрүүд орчимд хувьцааны үнэ ба тоо ширхэг хэрхэн өөрчлөгдөж байгаа талаар судалсан байна.

#### Судалгааны арга зүй

Монгол Улсад үнэт цаасны хоёрдогч зах зээлийн арилжааг эхэлсэнээс хойш нийт 23 жилийн хугацаанд Монголын Хөрөнгийн Бирж (МХБ) -д бүртгэлтэй компаниудаас нийт 10 компани 11 удаагийн хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн байна (Хүснэгт 1).

Эдгээр 11 удаагийн хувьцааны жижигрүүлэлтээс 2014 он ба түүнээс хойш хийгдсэн долоон удаагийн хувьцааны жижигрүүлэлтийг сонгон авч судалгаанд хамруулсан. Сонгон авсан долоон компанийн жижигрүүлсэн хувьцааны гурав нь I ангилал, үлдсэн дөрөв нь II ба III ангиллын компаниуд юм.

Судалгааны зорилгын хүрээнд хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед харьцангуй богино хугацаанд ашиг олох боломжийг судлахын тулд нийт түүврийн хугацааг 21 арилжааны өдрөөр хязгаарласан. Энэ нь хувьцааны жижигрүүлэлтийн өмнөх 10 арилжааны өдөр ба дараагийн 10

арилжааны өдөр болно. Эдгээр 21 өдөр бүрийн хувьд жижигрүүлсэн хувьцааны хаалтын ханшийг TOP-20 индекстэй харьцуулсан бөгөөд харин арилжаалсан тоо ширхэгийг МХБ-ээр арилжаалсан хувьцааны нийт тоо ширхэгт харьцуулан харьцангуй дундаж үзүүлэлтүүдийг гарган авсан (Reilly & Drzycimski, 1981).

МХБ-д бүртгэлтэй компаниудын зах зээлийн үнэлгээ, арилжааны өдрийн дундаж гүйлгээ, арилжаанд орсон өдрийн тоо, төвлөрлийн байдал зэрэг үзүүлэлтүүдээр үнэлж, гаргадаг ТОП-20 индекс, мөн өдөр тутмын арилжааны дэлгэрэнгүй мэдээг ашиглан шинжилгээ хийсэн. Түүнчлэн сонгон авсан долоон удаагийн хувьцааны жижигрүүлэлтийн хувьд хувьцаа нэг бүрийн үнэ ба тоо ширхэгийн өөрчлөлтийг зах зээлийн үзүүлэлттэй харьцуулсан ба тэдгээр харьцангуй өөрчлөлтийн үр дүнг үнэлэн, дүгнэлт гаргасан болно.

#### Хувьцааны үнийн өөрчлөлтийг шинжлэх арга зүй

Хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн өдрийн өмнөх 10 ба дараагийн 10 өдрийн ханшийн өөрчлөлтийг зах зээлийн индекс (TOP-20)-тэй дараах байдлаар харьцуулан нэгтгэж, жижигрүүлсэн хувьцаануудын харьцангуй дундаж ханшийг гарган авсан.

Хүснэгт 1. Хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн компани, түүний ангилал, жижигрүүлэлтийн харьцаа, жижигрүүлэлт хийсэн он

№	Компанийн нэр	Товчлол	Ангилал	Жижигрүүлэлтийн	
				харьцаа	он
1	Говь ХК	GOV	1	1:100	2018
2	Дархан зочид буудал ХК	DZG	2	1:100	2017
3	Ногоон хөгжил үндэсий нэгдэл ХК	JLT	2	1:100	2017
4	АПУ ХК	APU	1	1:10	2016
5	Сүү ХК	SUU	1	1:1000	2016
6	УБ-БҮК ХК	BUK	2	1:100	2016
7	Түшиг Уул ХК	TUS	3	1:10	2014
8	Таван толгой ХК	TTL	1	1:100	2011
9	Силикат ХК	SIL	3	1:177	2011
10	АПУ ХК	APU	1	1:100	2008
11	Монинжбар ХК	MIB	2	1:100	2007

Эх сурвалж: Монголын хөрөнгийн бирж, <http://www.mse.mn>

$$MRP_t = \sum_{i=1}^7 \frac{RP_{it}}{N}$$

Энд:

$i$  – жижигрүүлсэн хувьцаа;

$t$  – өдөр;

$MRP$  – хувьцааны хаалтын ханшийн харьцангуй дундаж;

$RP$  – хувьцааны тухайн өдрийн хаалтын харьцангуй ханш. Энэ нь жижигрүүлсэн хувьцааны хаалтын ханшийг TOP-20 индекстэй харьцуулсантай ( $P_{it}/TOP_{20,t}$ ) тэнцүү байна.

$N$  – жижигрүүлсэн хувьцааны тоо.

Үүний үр дүнд  $t - 10$ -аас  $t + 10$ ;  $t = 0$  (хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн өдөр) өдрүүдийн харьцангуй дундаж ханшийн хугацаан цуваа үүснэ.

*Хувьцааны тоо ширхэгийн өөрчлөлтийг шинжлэх арга зүй*

Жижигрүүлсэн хувьцааны арилжааны тоо ширхэгийг зах зээлийн үзүүлэлттэй харьцуулах замаар хугацаан цуваа үүсгэсэн. Хувьцааны жижигрүүлэлт хийхийн өмнөх 10 ба дараагийн 10 өдрийн арилжааны тоо ширхэгийг МХБ-ийн хувьцааны арилжааны нийт тоо ширхэгт харьцуулж, харьцангуй дундаж

тоо ширхэгийг гарган авсан. Харьцангуй дундаж тоо ширхэгийн үзүүлэлтийг дараах байдлаар тооцно.

$$MRV_t = \sum_{i=1}^7 \frac{RV_{it}}{N}$$

Энд:

$MRV$  – хувьцааны тухайн өдөр дэх тоо ширхэгийн харьцангуй дундаж;

$RV$  – хувьцааны тухайн өдөр дэх харьцангуй тоо ширхэг. Энэ нь жижигрүүлсэн хувьцааны арилжааны тоо ширхэгийг МХБ-ийн арилжааны нийт тоо ширхэгтэй харьцуулсантай ( $V_{it}/MXB$ -ээр арилжигдсан хувьцааны нийт тоо ширхэг) тэнцүү байна.

Үүний үр дүнд  $t - 10$ -аас  $t + 10$ ;  $t = 0$  (хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн өдөр) өдрүүдийн харьцангуй дундаж тоо ширхэгийн хугацаан цуваа үүснэ.

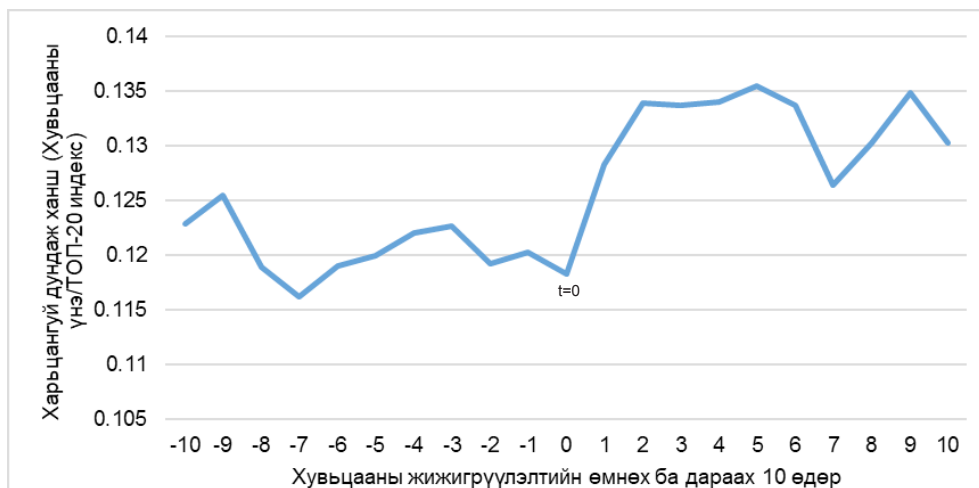
Судалгааны үр дүн

*Хувьцааны ханшийн өөрчлөлтөнд хийсэн судалгааны үр дүн*

Жижигрүүлсэн хувьцаануудын арилжааны харьцангуй дундаж ханш ( $MRP_t$ )-ийн хугацаан цувааг Зураг 1-т үзүүлэв.

Зураг 1-ээс харахад жижигрүүлсэн хувьцаануудын харьцангуй дундаж ханш

Зураг 1. Хувьцааны жижигрүүлэлтийн өмнөх ба дараах 10 өдрийн харьцангуй дундаж ханшийн хугацаан цуваа (Жижигрүүлсэн хувьцааны ханшийг TOP-20 индекстэй харьцуулсан харьцаа)



$t = 0$ -ээс  $t + 5$  өдрүүдэд 0.118-аас 0.135 болж 14.4%-иар өссөн байна. Ихэнх жижиг хөрөнгө оруулагчид илүү хямдхан хувьцааг худалдаж авдаг, мөн хувьцааны жижигрүүлэлт нь компанийн хувьцааны үнэ өснө гэсэн дохио болдог тул эрэлт өсөж, үнэ өссөн байна.

Харьцангуй дундаж ханш нь  $t + 5$ -аас  $t + 7$  өдрүүдэд эргээд 6.7%-иар буюу 0.126 болж буурсан бөгөөд энэ нь жижигрүүлсэн хувьцааны нийлүүлэлт нь эрэлтээс хэт давсантай шууд холбоотой юм. Хувьцаагаа жижигрүүлсэн нийт компаниудын хувьд жижигрүүлсэн хувьцааны захиалгын авах ба зарах тоо ширхэгийг харуулсан Хүснэгт 2-ын эхний гурван баганад захиалгын зарах тоо ширхэг нь авах тоо ширхэгээс  $t = 0$ -ээс  $t + 10$  өдрийн хугацаанд дунджаар 8.26 дахин их байна.

Харин хувьцаат компаниудын ангиллаас

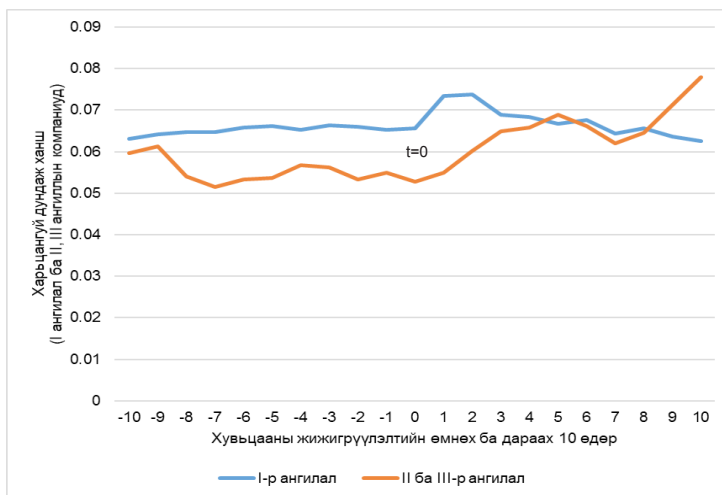
хамааруулан хувьцааны жижигрүүлэлт нь арилжааны харьцангуй дундаж ханшид хэрхэн нөлөөлж байгааг харвал мэдэгдэхүйц нөлөө үзүүлдэг нь харагдаж байна. Зураг 2-т I ангилал ба II, III ангиллын компаниудын хувьцааны жижигрүүлэлт нь хувьцааны ханшид хэрхэн нөлөөлж байгааг харуулав. I ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 2$  өдрийн хооронд хувьцааны ханш 0.065-ээс 0.074 болж 13.8%-иар өссөн бол эргээд  $t + 2$ -оос  $t + 10$  өдрүүдэд тасралтгүй буурсан нь харагдаж байна. Үүнээс харахад I ангиллын компаниудын хувьд хувьцааны жижигрүүлэлт нь арилжааны харьцангуй дундаж ханшид богино хугацаанд хүчтэй нөлөөлдөг нь харагдаж байна. Харин II ба III ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 5$  өдрийн хооронд хувьцааны ханш 0.053-ээс 0.069 болж, 30.2%-иар өссөн бөгөөд дараагийн таван өдөр мөн

Хүснэгт 2. Жижигрүүлсэн хувьцаануудын захиалгын авах ба зарах тоо ширхэг

Огноо	I, II, III ангиллын компаниуд			I ангиллын компаниуд			II ба III ангиллын компаниуд		
	Арилжсан тоо	Захиалга		Арилжсан тоо	Захиалга		Арилжсан тоо	Захиалга	
		Авах тоо	Зарах тоо		Авах тоо	Зарах тоо		Авах тоо	Зарах тоо
-10	4,117	147	111	3,812	57	111	305	90	0
-9	10,237	184	249	9,973	95	243	264	89	6
-8	1,367	456	1,277	1,268	74	1,200	99	382	77
-7	1,588	1,283	169	1,325	33	132	263	1,250	37
-6	3,173	1,939	162	1,273	681	122	1,900	1,258	40
-5	2,131	382	2,908	1,973	363	2,841	158	19	67
-4	1,940	808	232	1,513	505	147	427	303	85
-3	1,192	813	103	889	508	60	303	305	43
-2	1,826	354	2,044	1,602	47	1,951	224	307	93
-1	4,690	466	1,458	4,480	151	1,413	210	315	45
0	2,688	328	358	2,607	187	207	81	141	151
1	751,650	19,915	374,487	748,240	18,080	369,487	3,410	525,676	5,000
2	515,607	37,450	23,663	513,307	37,200	9,293	2,300	505,203	14,370
3	472,505	20,375	72,173	469,550	20,250	64,278	2,955	77,800	7,895
4	165,736	4,720	41,178	163,196	4,265	29,023	2,540	96,047	12,155
5	215,266	685	23,775	209,294	330	10,852	5,972	150,855	12,923
6	227,763	3,341	33,428	77,690	2,986	25,130	150,073	91,637	8,298
7	56,099	13,036	35,090	55,186	12,016	33,592	913	72,363	1,498
8	127,940	2,512	16,798	126,520	2,307	15,780	1,420	18,605	1,018
9	49,045	6,677	10,081	47,807	6,311	4,582	1,238	18,966	5,499
10	134,991	4,216	10,228	134,471	3,915	9,269	520	8,001	959



Зураг 2. Хувьцааны жижигрүүлэлтийн өмнөх ба дараах 10 өдрийн харьцангуй дундаж ханшийн хугацаан цуваа (I ангилал ба II, III ангиллын компаниуд)



тогтвортой өсөх хандлагатай байна. Энэ нь II ба III ангиллын компаниудын хувьцааны нийлүүлэлт нь эрэлтээс бага байгаатай холбоотой юм (Зураг 2).

Богино хугацаанд ашиг олох зорилготой жижиг хувьцаа эзэмшигчид I ангиллын хувьцааны арилжаанд илүү оролцдог учир богино хугацаанд хувьцааны нийлүүлэлт огцом нэмэгдсэнтэй холбоотойгоор  $t = 0$ -ээс  $t + 2$  өдрийн хооронд хувьцааны ханш өсөж, дараагийн өдрүүдэд буурах хандлага бий болдог байна. Энэхүү нөлөөллийг Хүснэгт 2-оос харах боломжтой. Хүснэгт 2-т I ангиллын компаниудын захиалгын зарах тоо ширхэг нь авах тоо ширхэгээс  $t = 0$ -ээс  $t + 10$  өдрийн хугацаанд дунджаар 7.80 дахин их байгаа бол харин эсрэгээр II ба III ангиллын компаниудын захиалгын авах тоо ширхэг нь зарах тоо ширхэгээс  $t = 0$ -ээс  $t + 10$  өдрийн хугацаанд дунджаар 23.64 дахин их байна.

*Хувьцааны тоо ширхэгийн өөрчлөлтөнд хийсэн судалгааны үр дүн*

Арилжааны харьцангуй дундаж тоо ширхэг ( $MRV_t$ )-ийн хугацаан цувааг Зураг 3-т үзүүлэв. Эндээс харахад арилжааны харьцангуй дундаж тоо ширхэг  $t = 0$ -ээс  $t + 1$  хугацаанд 259.4% буюу 0.507-аас

1.822 болж өссөн байна. Ихэнх жижиг хөрөнгө оруулагчид илүү хямдхан хувьцааг худалдаж авдаг, мөн хувьцааны жижигрүүлэлт нь компанийн хувьцааны үнэ өснө гэсэн дохио болдог тул эрэлт өсөж, хувьцааны хөрвөх чадвар нэмэгдсэн байна. Арилжааны харьцангуй дундаж тоо ширхэг нь  $t + 2$ -оос  $t + 8$  өдрүүдэд эргээд 74.3%-иар буюу 0.468 болж буурсан нь жижигрүүлсэн хувьцааны эрэлт буурсантай холбоотой юм.

Харин хувьцаат компаниудын ангиллаас хамааран хувьцааны жижигрүүлэлт нь арилжааны харьцангуй дундаж тоо ширхэгт мэдэгдэхүйц ялгаатай нөлөө үзүүлдэг байна. Зураг 4-т II ба III ангиллын компаниудын хувьцааны жижигрүүлэлт нь хувьцааны арилжааны дундаж тоо ширхэгт хэрхэн нөлөөлж байгааг харуулав. I ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 1$  өдрийн хооронд хувьцааны арилжааны тоо ширхэг 232.4% буюу 0.500-ээс 1.662 болж өссөн бол эргээд  $t + 2$ -оос  $t + 8$  өдрүүдэд тасралтгүй буурсан харагдаж байна. Энэ нь I ангиллын компаниудын хувьцааны эрэлт буурсантай шууд холбоотой юм (Хүснэгт 2). Харин II ба III ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 1$  өдрийн хооронд хувьцааны арилжааны дундаж тоо ширхэг 25.5% буюу 0.006-

Зураг 3. Хувьцааны жижигрүүлэлтийн өмнөх ба дараах 10 өдрийн харьцангуй дундаж тоо ширхэгийн хугацаан цуваа (Жижигрүүлсэн хувьцааны арилжааны тоо ширхэгийг МХБ-ийн арилжааны нийт тоо ширхэгт харьцуулсан харьцаа)



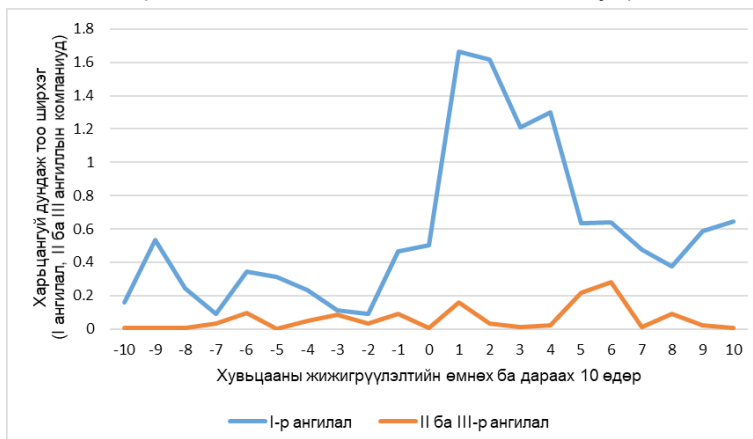
аас 0.159 болж өссөн бөгөөд дараагийн өдрүүдэд I ангиллын хувьцаатай харьцуулбал харьцангуй тогтвортой байгаа нь харагдаж байна. Энэ нь II ба III ангиллын компаниудын хувьцааны эрэлт их байгаатай холбоотой байна.

Шинжилгээнээс харахад хувьцааны жижигрүүлэлт хийхээс өмнө харьцангуй дундаж үнэ тогтвортой байдаг хэдий ч  $t = 0$ -ээс  $t + 5$  өдрийн хугацаанд өндөр өсөлттэй байгаа нь ажиглагдаж байна. Энэ нь жижиг хөрөнгө оруулагчид хувьцааны жижигрүүлэлт хийхээс өмнө тухайн хувьцааг худалдан авах нь 14.4%-ийн ашиг олох боломжтой гэдгийг харуулж байна. Түүнчлэн богино хугацааны арилжаанаас олох ашиг нь

тухайн компаниудын ангиллаас хамааран мэдэгдэхүйц хэмжээний өөрчлөлттэй байгааг Зураг 2-с харж болно. I ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 2$  өдрийн хооронд буюу хоёр өдрийн хугацаанд 13.8%-ийн ашиг олох боломжтой байдаг бол харин II ба III ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 5$  өдрийн хооронд буюу таван өдрийн хугацаанд 30.2%-ийн ашиг олох боломжтой байна.

Хүснэгт 3-т  $t = 0$ -ээс  $t + 10$  өдрийн жижигрүүлсэн хувьцааны харьцангуй дундаж ханшийн өөрчлөлт ба дундаж ТОП-20 индексийн өөрчлөлтийн ялгаврын хугацаан цуваан мэдээллийг харуулав. Хүснэгт 3-аас харахад  $t = 0$  өдрөөс  $t + 7$  өдрийн хугацаанд хөрөнгө оруулагчид

Зураг 4. Хувьцааны жижигрүүлэлтийн өмнөх ба дараах 10 өдрийн харьцангуй дундаж тоо ширхэгийн хугацаан цуваа (I ангилал, II ба III ангиллын компаниуд)





Хүснэгт 3. Жижигрүүлсэн хувьцааны харьцангуй дундаж ханшийн өөрчлөлт ба дундаж ТОП-20 индексийн өөрчлөлтийн ялгаврын хугацаан цуваа

Огноо	Жижигрүүлсэн хувьцааны харьцангуй дундаж үнийн өөрчлөлт	Харьцангуй дундаж үнийн өөрчлөлт – Дундаж ТОП-20 индексийн өөрчлөлт	Хуримтлагдсан харьцангуй дундаж үнийн өөрчлөлт – Дундаж ТОП-20 индексийн өөрчлөлт
0	0.11831	0.09080	0.09080
1	0.12833	0.12718	0.21798
2	0.13394	0.12165	0.33963
3	0.13369	0.13283	0.47246
4	0.13405	0.10374	0.57620
5	0.13546	0.12105	0.69725
6	0.13369	0.12889	0.82614
7	0.12643	0.12425	0.95039
8	0.13029	0.13591	1.08630
9	0.13484	0.13415	1.22045
10	0.14046	0.13618	1.35663

Тайлбар: 0-7 өдөр ашигтай, харин 8-10 өдөр алдагдалтай үнээр худалдана.

богино хугацааны ашиг олох боломжтой гэдэг нь харагдаж байна. Учир нь  $t + 8$  өдрөөс эхлэн дундаж ТОП-20 индексийн өөрчлөлт нь жижигрүүлсэн хувьцааны харьцангуй дундаж ханшийн өөрчлөлтийг гүйцэн түрүүлж байна. Тиймээс хөрөнгө оруулагчид  $t = 0$ -ээс  $t + 7$  өдрийн хугацаанд багтаж жижигрүүлсэн хувьцааг ашигтай үнээр буцаан борлуулах боломжтой байна.

#### Дүгнэлт

Сүүлийн хоёр жилийн хугацаанд үнэт цаасны зах зээлийн үнэлгээ ба арилжаа нэмэгдсэнээр хөрөнгө оруулагч, шинжээчид хувьцааны арилжаанд идэвхитэй оролцож, түүнээс богино хугацааны ашиг хүртэх боломж нэмэгдэж байна.

Манай улсад 1995 оноос үнэт цаасны хоёрдогч зах зээлийн арилжааг эхэлсэнээс хойш нийт 10 хувьцаат компани 11 удаагийн хувьцааны жижигрүүлэлт хийсэн байна. Эдгээр компаниудын дөрөв нь I ангилал, үлдсэн зургаа нь II ба III ангиллын компаниуд байгаа нь ангиллаас үл хамааран хувьцаат компаниудын үнэлгээ нэмэгдэж, нэгж хувьцааны зах зээлийн үнэ өндөр болж байгааг харуулж байна.

Жижигрүүлсэн хувьцаануудын харьцангуй

дундаж ханш нь жижигрүүлэлт хийсний дараах таван өдөр 14.4%-иар өсдөг байна. Түүнчлэн хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед хувьцаат компаниудын ангиллаас хамааран арилжааны харьцангуй дундаж ханш харилцан адилгүй хугацаанд өөрчлөгддөг. I ангиллын компаниудын хувьд арилжааны харьцангуй дундаж ханш  $t = 0$ -ээс  $t + 2$  өдрийн хугацаанд өсдөг бол II ба III ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 5$  өдрийн хугацаанд өсдөг байна.

Арилжааны харьцангуй дундаж тоо ширхэг нь хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед  $t = 0$ -ээс  $t + 1$  өдрийн хооронд 259.4% өссөн боловч  $t + 2$ -оос  $t + 8$  өдрүүдэд эргээд 74.3%-иар буурдаг байна. Үүнийг хувьцаат компанийн ангиллаар задлан үзвэл мэдэгдэхүйц ялгаатай байна. I ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 1$  өдрийн хооронд хувьцааны арилжааны тоо ширхэг 232.4% өссөн бол эргээд  $t + 2$ -оос  $t + 8$  өдрүүдэд тасралтгүй буурдаг байна. Харин II ба III ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 1$  өдрийн хооронд хувьцааны арилжааны дундаж тоо ширхэг 25.5% өссөн бөгөөд дараагийн өдрүүдэд харьцангуй тогтвортой байдаг байна.

Хувьцааны жижигрүүлэлтийн үед  $t = 0$

өдрөөс  $t + 7$  өдрийн хугацаанд хөрөнгө оруулагчид богино хугацааны ашиг олох боломжтой бөгөөд тиймээс хөрөнгө оруулагчид  $t = 0$ -ээс  $t + 7$  өдрийн хугацаанд багтаж жижигрүүлсэн хувьцааг ашигтай үнээр буцаан борлуулах боломжтой юм.

I ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 2$  өдрийн хооронд буюу хоёр өдрийн хугацаанд 13.8%, харин II ба III ангиллын компаниудын хувьд  $t = 0$ -ээс  $t + 5$  өдрийн хооронд буюу таван өдрийн хугацаанд 30.2%-ийн ашиг олох боломжтой байна.

#### Ашигласан материал

- Brennan, M. J., & Copeland, T. E. (1988). Beta Changes Around Stock Splits: A Note. *The Journal of Finance*, 43(4), 1009-1013.
- Chan, K., Li, F., & Lin, T. C. (2019). Earnings Management and Post-split Drift. *Journal of Banking & Finance*, 101(April), 136-146.
- Dravid, A. (1987). A Note on the Behavior of Stock Returns around Ex-Dates of Stock Distributions. *The Journal of Finance*, 42(March), 163-168.
- Devos, E., Elliott, W. B., & Warr, R. S. (2015). CEO opportunism?: Option grants and stock trades around stock splits. *Journal of Accounting and Economics*, 60(August), 18-35.
- Hu, M., Chao, C. C., Malone, C., & Young, M. (2017). Real determinants of stock split announcements. *International Review of Economics & Finance*, 51(September), 574-598.
- Kimball, P., & Papera, D. R. (1964). Effect of Stock Splits on Short-Term Market Prices. *Financial Analysts Journal*, 20(3), 75-80.
- Kunz, R. M., & Rosa-Majhensek, S. (2008). Stock Splits in Switzerland: To Signal or Not to Signal?. *Financial Management*, 37(2), 193-226.
- Lamoureux, C., & Poon, P. (1987). The Market Reaction to Stock Splits. *The Journal of Finance*, 42(December), 1347-1370.
- McNichols, M., & Dravid, A. (1990). Stock Splits and Signaling. *The Journal of Finance*, 45(3), 857-879.
- Minnick, K., & Raman, K. (2014). Why are Stock Splits Declining. *Financial Management*, 43(1), 29-60.
- Ohlson, J., & Penman, S. (1997). Volatility Increases Subsequent to Stock Splits: An Empirical Aberration. *The Journal of Financial Economics*, 5(December), 309-327.
- Reilly, F. K., & Drzycimski, E. F. (1981). Short-Run Profits from Stock Splits. *Financial Management*, 10(3), 64-74.
- Wiggins, J. B. (1992). Beta Changes around Stock Splits Revisited. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 631-640.