

# 6

## ҮНЭТ ЦААСЫГ ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАЛТЫН ЭХ СУРВАЛЖ БОЛГОН АШИГЛАХ БОЛОМЖУУД

### Д. Дуламсүрэн

Дэлхийн олон орны практикт үнэт цаасыг үйлдвэрлэгч, хөрөнгө оруулагч, пүүс, компаниуд хөрөнгө оруулалт, санхүүгийн үндсэн хэрэгсэл болгон өргөнөөр ашигладаг ажээ. Үнэт цаас эзэмшигчийнхээ хөрөнгийг баталгаажуулсан баримт юм. Харин уг баримт бичиг олон төрлийн, янз бүрийн үнэтэй, хүү болон ногдол ашиг авах боломжтой, эргэж төлөгдөх хугацаатай, хөрвөх чадвартай, орлого олох, найдвартай байдалтай, бие даан эргэлтэнд орох боломжтой зэрэг олон онцлогтой.

Манай оронд үнэт цаасны тухай ойлголт, түүний үр дүн, ач холбогдолын тухай асуудлууд хязгаарлагдмал хүрээнд тархсан, үйлдвэрлэгчид хөрөнгө оруулалтын эх сурвалж болгон ашиглаж хараахан чадаагүй байна. Бидний өмнө үнэт цаасыг юунд ашиглавал илүү боломжтой болох, үнэт цаас гаргагч, хөрөнгө оруулагчид юунд анхаарвал зохистой байх, ямар зохицуулалт, ямар бодлого, механизм шаардлагатай болох зэрэг олон асуудлууд үүсчээ.

Үнэт цаасны зах зээлд зөвхөн хувьцааны зах зээл голлох үүрэг бүхий манай улсад хувьцаа төвлөрч хөрөнгө оруулагчдын мэдэлд орсон өнөөгийн байдалд үнэт цаас гаргагч хувьцаат компаниуд цаашид хэрхэн ажиллах талаар тодорхой арга хэмжээ авах асуудал тулгарсан байна.

Үнэт цаас гаргагч компанийн үйл ажиллагааны нэг хэсэг үнэт цаасаар дамжуулан хөрөнгө төвлөрүүлэх явдал юм. Уг асуудалтай холбоотойгоор үнэт цаасны олон төрлийг ашиглах, хөрөнгө оруулагч - компани хоёрын хоорондын уялдаа холбоог тодорхойлох нь чухал.

Үнэт цаасны олон төрлийг хэрэглэх хамгийн томоохон хэлбэр үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтын асуудал юм. Үнэт цаасны хөрөнгө оруулалт гэдэг чөлөөтэй байгаа мөнгөн хөрөнгийн хуримтлалыг санхүүгийн хэрэгсэлүүд болох хувьцаа, облигаци болон үүсмэл үнэт цааст тооцож болох хэрэгслүүдэд хөрвөх үйл явц юм.

Үнэт цаасны хөрөнгө оруулалт тодорхой үнэт цаас гаргагчийн үйл ажиллагааны төлбөрийн чадвар, зах зээлд эзлэх байр суурь үнэт цаасны үнэ ханш болон бусад үзүүлэлтийг судлаж үнэт цаасны зах зээлийн шинжилгээ хийсний үндсэн дээр хийдэг учраас бусад зах зээлийн хөрөнгө оруулалтаас ялгаатай. Үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтад дараахь 3 асуудлыг тодорхойлдог. Үүнд:

- хөрөнгө оруулагчийг сонгох
- үнэт цаасны төрөл, хүү, тоо ширхэг, арилжаалах бирж, санал болгох хүрээг тодорхойлох
- хөрөнгө оруулалтаас олох өгөөж, эрсдлийн хэмжээгээ тооцдог.

Үнэт цаасны хөрөнгө оруулалт тухайн улс орны экспортын хэмжээнд ч нөлөөлнө. Хөрөнгө оруулалтыг 2 аргаар хэрэгжүүлж болдог байна.

- шууд хөрөнгө оруулалт
- шууд бус хөрөнгө оруулалт

Шууд хөрөнгө оруулалт нь үнэт цаас гаргагчийн хувьцааны хяналтын багцыг худалдан авах замаар хийгдэж, түүний удирдлагын үйл ажиллагаанд оролцох зорилго агуулдаг.

Шууд бус хөрөнгө оруулалт үнэт цаас гаргагчийн үнэт цаасыг худалдан авч, ханшны өөрчлөлтөөс ашиг олох, ноогдол ашгийн хэмжээгээр хөрөнгөө өсгөх зорилготой. Үнэт цаасны зах зээл дээрхи хөрөнгө оруулалтад 2 зарчим үйлчилж байдаг. Нэг талаас үнэт цаас гаргагч - хөрөнгө оруулагчийн стратеги хоёр харилцан бие биедээ нөлөөлж байдаг бол, нөгөө талаас хөрөнгө оруулалтын өгөөж эрсдлийн хэмжээ хоорондоо хамааралтай. Иймээс үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтад зах зээлийн шинжилгээ хийгддэг.

Хөрөнгө оруулалтын хүчин зүйлийн шинжилгээнд суурь болон техник судалгааны хэсгүүдийг багтаах нь зүйтэй. Ихэнхи хөрөнгө оруулагчид үзэхдээ нийт эдийн засгийн төлөв хандлагын индикатор болох дотоодын нийт бүтээгдэхүүний өөрчлөлтөд компаний хувьцааны ханш эерэг корреляцитай байх нь чухал гэж үздэг. Суурь шинжилгээ гадаад хүчин зүйлийн нөлөөлөлийг (улс төр, салбар, бүс нутаг) судалдаггүй боловч үнэт цаас гаргагчийн хувьцааны гол үнэлгээг тодорхойлдог. Уг шинжилгээний гол зорилгыг дараахь байдлаар тодорхойлох нь зүйтэй.

**Нэгдүгээрт**, үнэт цаас гаргагчийн хөрөнгө оруулах боломжийг эдийн засгийн үзүүлэлтээр тооцох,

**Хоёрдугаарт**, үнэт цаас гаргагчийн үнэт цаасны хөрвөх чадварыг судлах,

**Гуравдугаарт**, хувьцааны үнэлгээний хэмжээгээр үнэт цаас гаргагчийн санхүүгийн үзүүлэлтийг ижил төстэй компанийн хувьцаатай харьцуулах,

**Дөрөвдүгээрт**, хувьцааны өртгийг дээрхи үзүүлэлттэй харьцуулж улмаар компаний "бодит" өртгийн тооцоотой зэрэгцүүлэх,

**Тавдугаарт**, сонгож авсан компаний үнэт цаасанд хөрөнгө оруулах хөрөнгийн хэмжээг тооцох ёстой.

Үнэт цаасны шинжилгээтэй холбоотой хэрэгжүүлж болох дээрх зорилттой уялдуулж зохион байгуулалтын үе шатыг тодорхойлох нь чухал.

**I шат:** Хөрөнгө оруулахад тохиромжтой салбар үйлдвэр аймаг бүсийг сонгож авах,

**II шат:** Сонгосон бүс нутаг, аймаг орон нутгийн үнэт цаас гаргагчийн үнэт цаасны хөрвөх чадварыг судлах,

**III шат:** Хувьцааны үнэлгээг эдийн засаг, санхүүгийн үзүүлэлтээр харьцуулан хэд хэдэн хувилбараар тооцож хамгийн боломжтой үнийг тогтоох,

**IV шат:** Хөрөнгө оруулах боломжийг нарийвчлан судласны дараа "бодит" өртөг, альтернатив хувилбарыг гаргаснаар сая хөрөнгө оруулалтыгн үйл ажиллагааг эхлэнэ.

Үнэт цаасны зах зээл дээр хувьцааны дүн, үнэлгээг тодорхойлоход хамгийн түгээмэл хэрэглэгддэг үзүүлэлт нь:

Энгийн хувьцааны үнийг (P) компанийн хувьцааны цэвэр ашгийн (E) хэмжээнд харьцуулсан харьцаа P/E юм.

Хувьцааны цэвэр ашгийг тухайн жилийн цэвэр ашгаас давуу эрхт хугацаанд ноогдох ноогдол ашгийг хасаад энгийн хувьцааны тоонд харьцуулна.

Олон улсын практикт P/E харьцааг 10–15 : 1 хэмжээтэй бол хэвийн гэж үздэг. 1949-1999 оны 50 жилийн туршид Америкийн үндэсний компаний "Dow Jones" хувьцааны дундаж үзүүлэлт үнэт цаас гаргагчийн цэвэр ашигт 15 : 1 байжээ. "Business week" сонинд бичсэнээр P/E дундаж харьцаа хөрөнгийн зах зээл хөгжиж буй орнуудад Польшид – 7, Гонконг – 14, Өмнөд Солонгос – 15, Бразил – 16 байжээ.

Техник шинжилгээг богино хугацаанд үнэт цаасны талаар мэдээлэл авах зорилгоор хөрөнгө оруулагчид ихээр ашигладаг. Үнэт цаасны зах зээлд хамгийн чухал үзүүлэлтүүд үнэт цаасны биржийн ханш, индекс, P/E, үнэ, арилжаалагдсан ширхэг зэргийг тодорхой хугацааны туршид харьцуулж зургаар дүрслэн үзүүлэх үйл ажиллагаагаар техник шинжилгээнд хийгддэг.

Сүүлийн жилүүдэд хуучин социалист гэгдэж байсан орнуудын үнэт цаасны зах зээл дэх хөрөнгө оруулалтын хэмжээ нэмэгдсээр байна. Оросын холбооны улсад

үнэт цаасаар хийх, ялангуяа облигациар их хэмжээний хөрөнгийг бие даасан болон санхүүгийн хөрөнгө оруулагчид төвлөрүүлж байна. Орон нутгийн засаг захиргааны урт болон богино хугацааны облигаци гаргаж, санхүүжилтийн эх үүсвэр болгон ашиглах явдал түгээмэл байдаг. Ийм облигаци банкны зээллэгээс их ялгаатай боловч хөгжингүй орнуудад янз бүрээр ашиглагддаг. Жишээлбэл: Германд ийм төрлийн облигацийг банкны зээл мэт ашигладаг бол, АНУ-д орон нутгийн хэмжээний ийм үнэт цаасыг тухайн орон нутгийн санхүүжилтэд өргөнөөр арилжаалдаг, зөвхөн 1999 онд 1.3 триллион долларын облигаци гаргасан байна.

Облигацийн зах зээл ОХУ-д 1992 оноос эхэлсэн бөгөөд 1998 оны 04 дүгээр сар хүртэл 500 орчим үнэт цаас гаргагчид өрийн бичиг гаргаж арилжаалсан байна. Облигацийн гаргалтын хэмжээ 1996 онд 10 млрд, 1999 онд 27 млрд рубль болтол өссөн.

Орон нутгийн облигацийн давуу тал ханш бууралтаас үл хамаарч, хөрөнгө оруулагчийн эрсдэлийг бууруулах ба эргэж төлөгдөх хугацаа нь харьцангуй бага. Түүнчлэн орон нутгийг хөгжүүлэх сан, төсвийн төлөвлөгөөг нэмэгдүүлэх явцад сайнаар нөлөөлдөг. Ийм төрлийн облигаци гаргахад тухайн орны мөнгөний зах зээлийн эрэлт нийлүүлэлт хадгаламжийн болон бодит зээлийн хүүгийн хэмжээг уялдуулан облигацийн хүүг тодорхойлж байх нь хөрөнгө оруулагчдад ач холбогдолтой. Орон нутгийн облигаци үндсэн 2 төрөлтэй байдаг.

#### 1. Төслийн орлогоос санхүүжүүлэх облигаци

2. Тухайн орон нутгийн санхүүгийн байдалтай уялдуулж гаргасан облигаци. Энэ төрөл татварын боломж ба төлбөрийн чадвараар баталгаажих тул эрсдэл багатай.

Орон нутгийн облигаци гаргагчид нь бие даасан татварын бодлого хэрэгжүүлэх, улсын төсвөөс хамааралгүй татвар төлөлтөд хяналт тавих бололцоотой болдог. Энэ нь хөрөнгө оруулагчдад облигацийн баталгаа болох давуу талтай. Ийм төрлийн облигацийг зарим оронд татварын өсөлтөөр хязгаарлагдахгүй облигаци гэж нэрлэсэн байдаг.

Манай орны санхүүгийн практикт орон нутгийн облигацийг гаргаж, борлуулах үйлдлийг өнөөг хүртэл хараахан ашиглаагүй байна. Орон нутгийн үнэт цаас гаргаж, борлуулах замаар манай улсын төсвийн санхүүжилт, төсвийн хөрөнгийн хомсдолыг зөвхөн Засгийн газар өөртөө үүрэх явдлыг багасгаж чадвал ихээхэн үр дүн гарна. Жил бүрийн төсөв хэлэлцэх үеэр аймгуудыг өөрсдийн боломж, нөөцийг бүрэн ашиглах, бие даан өөрийгөө санхүүжүүлэх нөхцлийг бүрдүүлэх талаар төсвийн бодлогод нь тусгаж өгөх санхүүжилтийн хэрэгсэлд үнэт цаасны тодорхой хэлбэрийг ашиглах боломж нөхцлийг судалж үзвэл ач холбогдолтой.

Монгол улсын эдийн засгийн томоохон салбарт үүрлээд байгаа өрийн гинжин сүлжээ нь төсвийн зарцуулалт, төсөв бүрдэхэд саад учруулж байна. Үүнийг ч үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтаар шийдвэрлэж болох тал бий.

Орон нутгийн облигаци гаргахдаа юуны өмнө, хөрөнгийн хэмжээг тооцож, хэнд санал болгон худалдах, хөрөнгө оруулагчдыг хэрхэн татах, тэдэнд ашигтай байдлаар тооцоог хийж сурталчилгаа явуулах ажлуудаас эхлэж зохион байгуулах нь зүйтэй. Хамгийн түгээмэл хэрэглэгдэх облигаци гаргаснаас олох орлогын үзүүлэлтийг үнэт цаас гаргагчид нарийвчлан тооцох шаардлагатай. Орон нутгийн облигацийн тооцоог хийх энгийн томъёололыг хялбаршуулан гаргаж үзье.

$$Y_w = \frac{N - P}{D} + \frac{t_y}{T}$$

$Y_w$  – облигацийн эргэж төлөгдөх үеийн орлого  
 $N$  – нэрлэсэн үнэ  
 $P$  – худалдаж авсан үнэ  
 $T$  – облигацийн хугацаа (эргэж төлөгдөх хүртэл)  
 $t_y$  – жилийн үргэлжлэх хугацаа

Тухайлбал Завхан аймаг төсвийн орлогынхоо 30 хувь буюу 100 сая төгрөгний хэмжээнд орон нутгийн облигаци гаргаж, 5 хөрөнгө оруулагчдад санал болгон худалдсан гэж үзье. Облигацийн хугацаа 3 сар буюу 90 хоног, нэрлэсэн үнэ 100000 төгрөг, худалдсан үнэ 90000 төгрөг. Эргэж төлөгдөх үед облигаци худалдан авснаар хөрөнгө оруулагчийн орлого

$$Y_{об} = 100000 - 90000 / 90000 \times 365 / 90 = 0,445 = 44,5\% \text{ (жилийн орлого)}$$

Жилийн орлого 44,5%, харин 1 сарын орлого 3,7% болж байна. Хэрэв энэ хувь тухайн үеийн банкны хадгаламжийн хүүгээс өндөр байвал хөрөнгө оруулагчдад ашигтай. Уг облигацийг татварын бодлогод хамааралгүй, татварын хөнгөлөлттэйгээр гаргавал облигаци худалдан авснаас олох орлогын хэмжээ нэмэгдэнэ.

Түүнчлэн Засгийн газар, томоохон хөрөнгө оруулагчид, арилжааны банк, хөрөнгө оруулалтын сангууд урт хугацааны санхүүгийн хэрэгслүүд болох корпорацийн үнэт цаас, зээллэгийн үнэт цаас, хөрвөх бонд, үүсмэл үнэт цаасыг гаргах нөхцөл боломжтой.

Засгийн газрын төсвийн алдагдалыг санхүүжүүлэхэд байнга хэрэглэгддэг үнэт цаас нь Засгийн газрын бонд юм. Засгийн газрын бонд хамгийн эрсдэл багатайд тооцогддог тул томоохон санхүүгийн байгууллага, санхүүгийн хөрөнгө оруулагчид худалдан авах сонирхол ихтэй байх тал бий.

Дэлхийн нийтийн хандлагаас үзвэл 1980-аад оноос эхлэн хөрөнгийн зах зээлд үнэт цаасыг улсын зардлыг санхүүжүүлэх хэрэгсэлд өргөнөөр ашиглах болжээ. Үүний тулд Засгийн газрын зардлыг бууруулах санхүүжүүлэхэд зориулагдсан үнэт цаас, илүүдэл мөнгөн хөрөнгийг хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэхэд зориулагдсан Төв банкны үнэт цаасны хоорондын чиг үүргийг ялгах явдал юм. Засгийн газрын үнэт цаас гаргах үйл ажиллагааны хүрээ нь богино хугацаанд хөрөнгө төвлөрүүлэх,

хомсдолыг багасгах, дотоодын өрийн асуудлыг зээлдүүлэгчдтэй шийдвэрлэхэд чиглүүлнэ.

Засгийн газрын бондноос гадна улсын вексель гаргаж арилжаалах нь гадаад дотоодын хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгийг төвлөрүүлэх, дотоодын санхүүгийн зах зээлд хүүгийн хэмжээг тогтвортой байлгахад чухал ач холбогдолтой.

Үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтад үнэт цаасны ногдол ашиг, хүүгийн хэмжээг зөв зохистой хуваарилах, тараах асуудлыг сайтар тодорхойлж өгөх нь зөвхөн бизнесийн үйл ажиллагааны ашигтайг харуулаад зогсохгүй тухайн үнэт цаас гаргагчийн үнэт цаасны эрэлтийн хэмжээ, ханшны өөрчлөлт, индексийн өөрчлөлтөд шууд нөлөөлнө.

Зах зээл дээр ногдол ашиг төлөх зохион байгуулалтын 2 аргыг хэрэглэж байна.

1. Ногдол ашгийн төлбөрийг үнэт цаасаар хийх,
2. Ногдол ашгийн төлбөрийг мөнгөн хөрөнгөөр хийж болно.

Нэг дэх аргыг хувь нийлүүлэгчийн хүсэлтээр цэвэр ашгаас тооцож, хувь нийлүүлэгч тэдний эзэмшиж байгаа хувьцаатай тохирох төрлийн үнэт цаастай зэрэгцүүлж нэмэлт үнэт цаас эзэмших байдлаар хийгдэнэ. Хоёр дахь аргыг нийт хөрөнгөнөөс тооцож цэвэр ашгийн тодорхой хэсгээс тооцож мөнгөн хөрөнгөөр хуваарилна. Үүнтэй уялдан зах зээл дээр үнэт цаасыг тараан байршуулах 2 аргыг түгээмэл хэрэглэж байна. Энэ нь нэмэлт хувьцааг хувь нийлүүлэгчдийн дунд хуваарилах, мөн нэмэлт хувьцааг хаалттай байдлаар захиалж худалдаж байна.

Ийм аргаар хийгдэх хөрөнгө оруулалт үнэт цаасны зах зээлийг өргөтгөн хөгжүүлэхэд чухал хөшүүрэг болж байна. Үүнийг манай улсад хэрэгжүүлэх боломж байгаа боловч одоогийн байдлаар ногдол ашгийг нэмэлт хувьцаагаар өгч эзэмшүүлсэн хувьцаат компани алга байна.

Монгол улсын үнэт цаасны зах зээл дээр хийгдсэн хөрөнгө оруулалтын байдлаас авч үзлээ. Үнэт цаас гаргагч хувьцаат компаниуд үнэт цаасны зах зээл дээр нэмж хувьцаа гаргах замаар хөрөнгө оруулалт хийдэг. Үнэт цаасны хорооны судалгаагаар 1995-2000 оны эхний хагас жилийн байдлаар нийт 38 хувьцаат компани 17,1 тэрбум төгрөгийн хөрөнгийн хэмжээнд 45,2 сая ширхэг хувьцаа нэмж гаргасан байна. Уг хөрөнгө оруулалт нэг талаас компанийн үйл ажиллагаанд хөрөнгө оруулалтыг нэмэгдүүлсэн боловч нөгөө талаас хувьцаа хэт төвлөрөх үйл явцыг түргэсгэсэн байна.

Мөн 1999 оны 11-р сард Монгол банк жилийн 10 хувийн хүүтэй, 7 хоногийн хугацаатай үнэт цаасыг арилжааны банканд үнэ хаялцуулан худалджээ. Энэ мөнгөний бодлого болон Төв банкны бодлого, арилжааны банкны төлбөрийн чадварыг нэмэгдүүлэхэд ач холбогдолтой арга хэмжээ юм. Үүнийг нөгөө талаар банкнаас гадуурхи мөнгийг эргүүлэж татахад ач холбогдолтой.

Монгол улсын төсвийн орлого, зарлагын байдлаас харахад зарлагын хэмжээ маш ихээр нэмэгдсэн дүн гарсан байдаг. 1998 онд улсын төсвийн орлого 227.3 тэрбум төгрөг, зарлага 324.8 тэрбум ₮, 1999 онд орлого 259.4 тэрбум ₮, зарлага 344.4 тэрбум ₮ болж жил бүр төсвийн алдагдал нэмэгдэж, санхүүжилтийг нэмэгдэл эх үүсвэрийг гадаад, дотоодоос эрж хайх урт ба богино хугацааны зээл авах явдал зайлшгүй шаардагддаг байна. Үүний тодорхой хувийг ч болов үнэт цаас гаргах замаар шийдвэрлэж болох талаар холбогдох газрууд анхааралдаа авахыг санал болгож байна.

Эдгээрээс дүгнэж үзэхэд, үнэт цаасны олон төрлийг хөрөнгө оруулалтын эх сурвалж болгон ашиглах өргөн боломжтой бөгөөд зах зээлийн харилцааны хөгжлийн зайлшгүй зүй тогтнол үнэт цаасны зах зээлийг хөгжүүлэх, үнэт цаасыг өргөнөөр ашиглахыг аяндаа шаардаж байна.