

Цэрэнрашийн Хангай

/Монголын Хөрөнгийн Бирж, Арилжаа Судалгааны Алба/

ҮНЭТ ЦААСНЫ ИНДЕКС, ХАНШИЙН ӨӨРЧЛӨЛТИЙН СУДАЛГАА

ЗОРИЛГО

Монголын хөрөнгийн зах зээлийн чиг хандлагыг илэрхийлэгч гол үзүүлэлтүүдийн нэг ТОП-20 индекс сүүлийн 7 сарын хугацаанд 40%-иар буурлаа (График1). Энэ нь хөрөнгийн зах зээлд оролцогч, хөрөнгө оруулагчдын дунд зах зээлд үл итгэх байдлыг бий болгож, улмаар зах зээлийн цаашдын хөгжилд нөлөөлөхүйц сөрөг үр дагавруудыг авчирч болзошгүй байна. Иймд ТОП-20 индексийн уналт, үнэт цаасны үнэ ханшийн бууралтад нөлөөлж буй хүчин зүйлсүүдийг бодитоор тогтоох, цаашид авч хэрэгжүүлэх бодлогын арга хэмжээг тодорхойлох зорилгоор энэхүү судалгааны ажлыг гүйцэтгэж байна.

Судалгааны ажил 4 хэсгээс бүрдэх бөгөөд эхний хэсэгт Монголын хөрөнгийн зах зээл дэх хөрөнгө оруулагчдын бүтэц, хувийг тодорхойлж, тайлбар хийх болно. 2 дугаар хэсэгт 2006-2007 онуудын ханшийн өсөлт ямар хүчин зүйлүүдийн нөлөөнд бий болсныг тайлбарлана. 3 дугаар хэсэгт 2008 оны ханшийн бууралт, түүний шалтгааныг тайлбарлана. 4 дүгээр хэсэгт энэхүү судалгааны үр дүнд хийх дүгнэлт, цаашид зах зээлийн үзүүлэлтүүдийг тогтвортой байлгах талаар авч хэрэгжүүлэх арга хэмжээний саналыг танилцуулна.

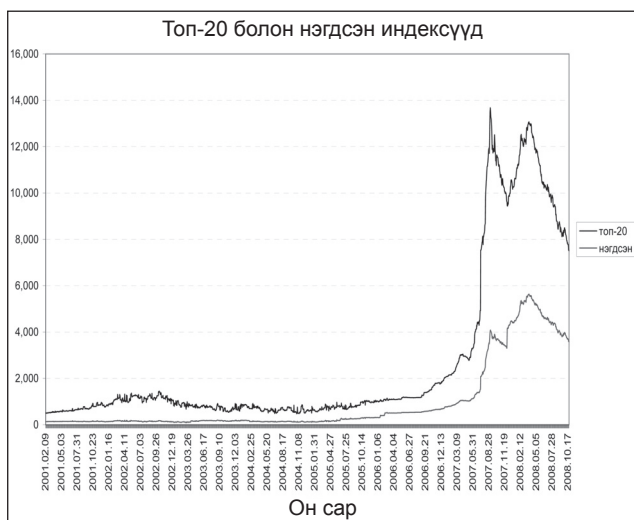


График 1. Топ-20 болон нэгдсэн индексийн өөрчлөлт 2001-2008 (10 сар)

I. ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАГЧИД, ТЭДНИЙ ТӨРӨЛ

Ханшийн өөрчлөлтөд нөлөөлөх чухал хүчин зүйл нь зах зээлийн эрэлт, нийлүүлэлт бөгөөд түүнийг бий болгогч гол субъект болох хөрөнгө оруулагчдын төрөл, тэдгээрийн үнэт цаасны арилжаан дахь оролцоог эхлээд авч үзье.

Хөрөнгө оруулагчдыг дотоодын аж ахуйн нэгж, дотоодын иргэд, гадаадын аж ахуйн нэгж, гадаадын иргэд гэсэн 4 төрөлд хуваан (Хүснэгт 1), нийт арилжаанд эзлэх хувь хэмжээг хөрөнгө оруулагчдын төрөл тус бүрээр хувьчлан Хавсралт 1-т, тоон үзүүлэлтээр нь Хавсралт 2-т харууллаа.

Төвлөрсөн хадгаламж дахь дансны тоо

Дотоод		Гадаад	
Иргэн	ААН	Иргэн	ААН
428,233	593	533	49

Хүснэгт. 1, Төвлөрсөн хадгаламж дахь дансны мэдээлэл 2008 он 9 сар

Жич: Төвлөрсөн хадгаламж дахь дансны тоо, хөрөнгө оруулагчдын судалгааг “Үнэт цаасны төлбөр тооцоо төвлөрсөн хадгаламжийн төв” (ҮЦТТТХТ)-өөс 2008 оны 9 дүгээр сарын эцсийн байдлаар гаргуулан авсан болно.

Дээрх судалгаанаас харахад хэдийгээр дотоодын хөрөнгө оруулагчдын тоо харьцангуй өндөр байгаа боловч тэдгээрийн хийсэн арилжааны үнийн дүн гадаадын хөрөнгө оруулагчдынхаас бага байна. Энэ нь нэг талаас Монголын үнэт цаасны зах зээлд цөөн тооны гадаадын хөрөнгө оруулагчид их хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийж байгааг, нөгөөтэйгүүр дотоодын хөрөнгө оруулагчдаас мөнгөн хөрөнгө хангалттай орж ирэхгүй байгааг харуулж байна.

Төвлөрсөн хадгаламж дахь хөрөнгө оруулагчдын мөнгөн хөрөнгийн урсгалын сүүлийн 2 жилийн судалгаанаас (Хавсралт 3) харахад дотоодын аж ахуйн нэгжүүдээс бусад ангиллын хөрөнгө оруулагчдын хувьд дансандаа байршуулсан мөнгөнөөс данснаасаа буцаан татсан мөнгө бага байна. Ялангуяа гадаадын хөрөнгө оруулагчид дансандаа байршуулсан мөнгөнөөсөө 25 дахин бага мөнгө буцаан гаргаж авсан нь тэд хувьцааны зах зээлд урт хугацаанд хөрөнгө оруулалт хийж байгааг харуулж байна. Харин дотоодын иргэдийн мөнгөн

хөрөнгийн орлого зарлагын зөрүү харьцангуй бага байгаа нь дотоодын хөрөнгө оруулагчид богино болон дунд хугацаанд хөрөнгө оруулалт хийж байгааг илэрхийлж байна.

Дүгнэлт: Сүүлийн 2 жилийн байдлаар Монголын хөрөнгийн зах зээл дээр гадаадын хөрөнгө оруулагчид ихээхэн хэмжээний хөрөнгөөр урт хугацаанд, харин дотоодын иргэд, аж ахуйн нэгжүүд гадаадын хөрөнгө оруулагчидтай харьцуулахад бага хэмжээний хөрөнгөөр богино, дунд хугацаанд хөрөнгө оруулалт хийж байна.

II. 2006-2007 ОНУУДЫН ИНДЕКСИЙН ӨСӨЛТ, ТҮҮНД НӨЛӨӨЛСӨН ХҮЧИН ЗҮЙЛҮҮД

ТОП-20 индексийн өөрчлөлт 2003-2006 онуудад тогтвортой байсан бол 2007 онд огцом нэмэгдэж 500%-иар өссөн байна. ТОП-20 индекс ийнхүү огцом өсөх болсон шалтгаан, түүнд нөлөөлсөн хүчин зүйл нь сүүлийн саруудын индекс, үнэ ханшийн бууралттай тодорхой хамааралтай байж болох учраас энэ асуудлыг судлах шаардлагатай гэж үзлээ.

Арилжааны үнийн дүнг хөрөнгө оруулагчдын ангиллаар нь авч үзвэл 2005 оноос хойш дотоодын хөрөнгө оруулагчдын хийсэн арилжааны үнийн дүн тогтмол өсөх хандлагатай байна. Энэ нь нэг талаас сүүлийн жилүүдэд хөрөнгийн зах зээлийг сурталчлах үйл ажиллагаа нэмэгдсэн, хэд хэдэн компани хувьцаагаа нийтэд санал болгон МХБ-ээр арилжиж эхэлсэн, хөрөнгийн зах зээлийн суурь мэдлэг олгох сургалтууд явагдах болсон зэргээс шалтгаалан олон нийт, нийгмийн сэтгэл зүйд эерэг ойлголтууд бий болсноос, нөгөө талаас хадгаламж зээлийн хоршоодын дампуурал, арилжааны банкуудын хадгаламжийн хүүгийн бууралт зэрэг шалтгаалнаар зах зээл дэх сул мөнгөн хөрөнгө өгөөж өндөртэй, өөр төрлийн хөрөнгө оруулалтруу шилжиж байсантай холбоотой байна.

Харин гадаадын хөрөнгө оруулагчдын хийсэн арилжаа 2006 онд 8.2 дахин, 2007 онд 7.0 дахин өссөн боловч 2008 оны эхний 9 сарын байдлаар өмнөх жилийн мөн үетэй харьцуулахад 50%-иар буурсан байна. Гадаадын хөрөнгө оруулагчдын 2005-2008 онуудын хооронд хийсэн арилжааны үнийн дүнгийн дундаж нь 1999-2004 оны хугацаанд хийсэн арилжааны үнийн дүнгийн дунджаас 176 дахин илүү байгаа нь гадаад хөрөнгө оруулалт сүүлийн 3 жилийн хугацаанд огцом өссөнийг илтгэж байна.

Түүнчлэн гадаадын хөрөнгө оруулалт сүүлийн 3 жилийн хугацаанд тогтворгүй, огцом өөрчлөлттэй байна. Энэ нь гадаадын хөрөнгө оруулагчдын тоо харьцангуй цөөн, тэдгээрээс зарим томоохон хөрөнгө оруулагчид хөрөнгө оруулалтаа түр зогсооход нийт арилжааны дүнд шууд нөлөөлж байгаатай холбоотой байна.

2007 оны ханшийн огцом өсөлтийн үеийн хувьцааны арилжааны нийт худалдан авалтын 50-иас илүү хувийг гадаадын хөрөнгө оруулагчид хийсэн байна. Энэ нь тухайн хугацаанд (2007.01-2007.11) гадаадын хөрөнгө оруулагчдын хувьцаа худалдан авах үйл ажиллагаа эрчимжиж, урт хугацаанд хөрөнгө оруулалт хийж эхэлснийг, мөн ТОП-20 индексийн өөрчлөлт МХБ-ийн нэгдсэн индексийн өөрчлөлтөөс илүү өссөн нь тэд ТОП-20 индексийн сагсанд багтсан компаниудын хувьцаагаар хөрөнгө оруулалтын сагсаа бүрдүүлэх бодлого илүү баримталсныг харуулж байна. (График 1). Нөгөөтэйгүүр МХБ-д 1992-1995 онуудад өмч хувьчлалын зорилгоор бүртгэгдэн арилжигдаж, дараа нь 1996-1999 онуудад хувьцаа нь цөөн тооны этгээдүүдийн гарт төвлөрсөн хувьцаат компаниудын хувьд үлдэгдэл цөөн тооны хувьцаа худалдан авах эрэлт буурснаас шалтгаалан 2000-2005 онуудад ихэнх хувьцааны арилжааны үнэ ханш бодит үнэ ханшаасаа хэт доогуур тогтсон байна. Энэ нь бодит үнээсээ доогуур үнэлэгдсэн хувьцааг худадан авах гадаадын хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг өдөөсөн, улмаар ихээхэн хэмжээний хөрөнгөөр хувьцааны ханшийг тодорхой хэмжээнд үнэ өсгөн худалдаж авахад хүргэсэн нэг хүчин зүйл болсон байна.

Түүнчлэн 2008 оноос өмнө Монголын хөрөнгийн биржийн үнэт цаасны арилжаанд ханшийн хэлбэлзлийн хязгаарлалт байхгүй, зарим үнэт цаасны ханш 1 өдрийн арилжаагаар 5-100 дахин өсч байсан нь эрэлт ихтэй хувьцааг өндөр үнээр арилжих, ханш богино хугацаанд хэт өсөх боломжийг олгож, ТОП-20 болон нэгдсэн индексүүдийн огцом өсөлтөнд тодорхой хэмжээнд нөлөө үзүүлсэн байна.

Дүгнэлт: 2007 оны ханшийн өсөлт нь гадаадын хөрөнгө оруулалт огцом нэмэгдсэнээс голлон шалтгаалсан байна. Мөн дотоодын иргэд аж ахуйн нэгжүүд хөрөнгийн зах зээлийг илүү сонирхох болсон, ихэнх компаниудын ханш бодит үнээс хэт доогуур үнэлэгдсэн, арилжааны журамд ханшийн хязгаарлалт хийгдээгүй байсан зэрэг нь эрэлтийг нэмэгдүүлж, ханшийн өсөлтөд тодорхой хэмжээгээр нөлөөлсөн байна.

III. 2008 ОНЫ ИНДЕКСИЙН БУУРАЛТ, ТҮҮНД НӨЛӨӨЛСӨН ХҮЧИН ЗҮЙЛҮҮД

3.1 Гадаад хөрөнгө оруулалт

Монголын хөрөнгийн зах зээл дэх гадаадын хөрөнгө оруулалт 2007 онд ихээхэн нэмэгдсэн тухай дээр өгүүлсэн билээ. Их хэмжээний хөрөнгө оруулалт орж ирсэн нь Монголын зах зээлийг сонирхох гадаадын хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг илэрхийлж байгаа хэдий ч судалгаанаас харахад ихээхэн хэмжээний санхүүгийн эх үүсвэртэй цөөн тооны хөрөнгө оруулалтын сангууд ихэнх арилжааг хийсэн байна. 2007 оны байдлаар 1 тэрбум төгрөгөөс илүү нөөц хөрөнгөтэй 7 ширхэг гадаадын хөрөнгө оруулалтын сангууд дангаараа нийт хувьцааны арилжааны 54 хувийг эзэлж байна. Мөн сүүлийн саруудад хөрөнгө оруулалтын сангууд шинээр нэмэгдэж орж ирэхгүй байгаа нь гадаад хөрөнгө оруулалтын урсгал тогворжоогүйг илэрхийлж байна. Энэ нь нэг талаас дэлхийн санхүүгийн зах зээлийн хямралтай холбоотой боловч нөгөө талаас Монголын хөрөнгийн зах зээлийн өнөөгийн хууль эрх зүйн орчин, бүртгэгдсэн компаниудын мэдээллийн ил тод байдал нь гадаадын хөрөнгө оруулалт татах таатай орчинг бүрэн дүүрэн хангаж чадахгүй байгааг харуулж байна.

Монголын хөрөнгийн биржийн гишүүн Фронтинер ХХК-ийн захирал Наса Игата Блүүмбэрг телевизийн сувагт ярилцлага өгөхдөө: “Монголд хөрөнгө оруулахад тулгардаг хамгийн гол бэрхшээл нь ил тод байдлын асуудал байдаг”- хэмээн өгүүлсэн байна. Мөн ил тод байдал хангалтгүй тухай гадаад хөрөнгө оруулагчидтэй хийсэн удаа дараалсан уулзалтууд, семинар, конференцүүдийн үер хэлэлцэгдэж байсан нь мэдээллийн ил тод байдлын асуудал гадаад хөрөнгө оруулалтыг хязгаарлахад голлох нөлөө үзүүлж байгааг илтгэж байна.

Монголын хөрөнгийн биржийн Бүртгэлийн алба бүртгэлтэй компаниудын үүргийн гүйцэтгэлийг ХНХ зарлаж материалаа ирүүлсэн байдал, ноогдол ашиг тараасан байдал, бүртгэлийн хураамж төлсөн байдал зэрэг үзүүлэлтүүдээр дүгнэн судалгаа хөтлөн явуулдаг. 2008 оны 10 сарын байдлаар нийт 379 бүртгэлтэй компанийн дөнгөж 69 нь буюу 18.2% нь “үүргээ хангалттай биелүүлдэг” гэсэн үнэлгээ авсан байна.

2007 онд орж ирсэн хөрөнгө оруулалт нь зарим талаар гадаадын хөрөнгө оруулалтын чиг хандлагыг илэрхийлэхээсээ илүү Монголын хөрөнгийн зах зээлийг “тандсан”, “туршсан” үйл ажиллагаа болсон гэж хэлж болохоор байна. Тухайлбал Японы хөрөнгө оруулагчдын мөнгөн хөрөнгөө олон дахин шилжүүлэн байршуулсан

үйлдлүүд, СЗХ-ноос “Шарын гол” ХК-ийн хэлцлийг буцаах тухай шийдвэр гаргасны дараа Японоос орох хөрөнгө оруулалт багассан зэрэг нь дээрх дүгнэлтийг хийхэд хүргэж байна.

2007 оны индексийн гэнэтийн өсөлтийн гол шалтгаан нь тухайн хугацаанд их хэмжээгээр хувьцаа худалдан авсан гадаадын хөрөнгө оруулагчдын эрэлтээс үүссэн гэж дүгнэсэн билээ. Харин дээрх хөрөнгө оруулагчдын хувьд урт хугацаанд хөрөнгө оруулах стратеги баримтлаж хөрөнгө оруулалтын сагсаа бүрдүүлсний дараа нэмж хөрөнгө оруулалт хийхгүй байгаа байдал, мөн дэлхийн санхүүгийн зах зээлийн хямралаас хамааран шинээр гадаад хөрөнгө оруулалт орж ирэхгүй байгаа нь хувьцааны эрэлт, арилжааны үнийн дүнг эрс бууруулж байна. Тэр нь эрчимтэй өссөн хувьцааны ханш буюу ТОП-20 индексийн бууралтанд томоохон нөлөө үзүүлж байна.

3.2 Дотоодын хөрөнгө оруулалт

Дотоодын хөрөнгө оруулалт 2005-2008 онуудад тасралтгүй өссөн байна (*Хавсралт 4*). Энэ өсөлт нь нийгэмд эерэг өөрчлөлт бий болж иргэдийн хөрөнгийн зах зээлийн ойлголт нэмэгдэж байгаатай холбоотой. Нэг талаас хөрөнгийн захын үйл ажиллагаа зөвхөн цэнхэр ягаан тасалбартай холбоогүй, мөн хөрөнгө төвлөрүүлэн ашиг олох боломжтой болохыг иргэд өдөр ирэх тутам илүү ойлгож эхэлж байна. Үүнтэй уялдан хөрөнгийн зах зээлд итгэх итгэл нь бага багаар нэмэгдэж байгаа нь цаашдаа олон хөрөнгө оруулагчдыг дотоодын зах зээлээс татан оруулахад дөхөм болж байна (*Хавсралт 5*).

Одоогийн байдлаар хөрөнгийн зах зээл дээр 360 гаруй компанийн үнэт цаас бүртгэгдсэнээс дунджаар 50 орчим нь идэвхтэй арилжигдаж байна. Тэдний тоонд шинээр бүртгүүлсэн (2005 оноос хойш) үнэт цаасууд онцгой байр суурь эзэлдэг. Учир нь шинээр гарсан компаниудад бүртгэлийн дүрэм журам жинхэнэ утгаараа үйлчлэн, бүртгэлийн шалгуурыг давж МХБ-д бүртгэгдсэнээр хуучин өмч хувьчлалын зорилготой байгуулагдсан компаниудтай харьцуулахад хөрөнгө оруулагчдын өмнө хүлээж буй үүргээ мэддэг, хөрөнгө оруулагчид ч оруулсан хөрөнгийнхөө хойноос илүү анхаарал хандуулдаг, сурталчилгаа харьцангуй сайн хийгдсэнээр хөрөнгө оруулагчдын сонирхлыг илүүтэй татсантай холбоотой юм. Тухайлбал 2008 оны 5 дугаар сард Анод банк, Гермес центр ХК-иуд хувьцаагаа нийтэд санал болгоход богино хугацаанд нийтдээ 22.5 тэрбум төгрөгийн борлуулалт хийгдсэн нь хөрөнгийн эх үүсвэр байгааг харуулж байна.

Хөрөнгийн зах зээл идэвхжин, компаниудын хөрөнгийн зах зээл дээрээс хөрөнгө төвлөрүүлэх сонирхол ихэсч, шинээр бүртгэгдсэн компаниудын тоо нэмэгдэж байна. 2006-2008 онуудад хийгдсэн IPO-ын үнэт цаасны тоо ширхэг, төвлөрүүлсэн хөрөнгийн судалгаанаас 2008 онд IPO хийсэн компаниудын тоо төвлөрүүлсэн хөрөнгө ихээхэн нэмэгдсэн байна. (Хавсралт 6)

IPO нь үнэт цаасны нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлж, хөрөнгийн зах зээл дээр эргэлдэж байгаа мөнгөн хөрөнгийг багасгадаг. Тодруулбал IPO хийгдсэнээр хувьцаа худалдан авсан хөрөнгө оруулагчдын мөнгө нь тухайн IPO хийж байгаа компани руу шилжиж, хөрөнгийн зах дээрх богино хугацааны эргэлтийн мөнгөн хөрөнгийн тодорхой хэсгийг зах зээлийн эргэлтээс гаргаж байгаа гэсэн үг юм. Энэ нь бусад үнэт цаасны ханшид сөргөөр нөлөөлж байна.

3.3 Инфляц, Мөнгөний хатуу бодлого

Манай улсын инфляцийн төвшин энэ оны 10 сарын байдлаар 34.2 хувьтай байна. Энэ өндөр үнийн өсөлтийг зогсоохын тулд Монголбанк бодлогын хүүгээ 3 удаа өсгөж 10.25 хувь хүргэсэн, заавал байлгах нөөцийн хэмжээгээ 0.5 хувиар нэмэгдүүлсэн билээ.

Мөнгөний хатуу бодлого нь зах зээл дээр эргэлдэж байгаа мөнгөн хөрөнгийн нийлүүлэлтийг багасгахад чиглэдэг бөгөөд мөнгөн хөрөнгийн үнэ өртгийг нэмэгдүүлдэг. Компаниудад өөрийн үйл ажиллагаагаа саадгүй явуулахын тулд бараа, материал, эргэлтийн хөрөнгө худалдаж авах болон бусад зорилгоор банкнаас богино хугацаатай мөнгө зээлэх шаардлага гардаг. Харин мөнгөний хатуу бодлого нь зээлийн хүүг нэмэгдүүлэх замаар компаниудын санхүүгийн байдалд сөрөг нөлөө үзүүлдэг. Хөгжингүй орнуудад энэ нь биржид бүртгэлтэй компаниудын үйл ажиллагаанд сөргөөр нөлөөлж ашгийг бууруулах учраас хувьцааны ханш буурч, индекс унах явдал тохиолддог ажээ.

Харин Төв банкны хатуу бодлогыг дагаж Засгийн газрын үнэт цаасны өгөөж нэмэгддэг. Энэ нь зарим хөрөнгө оруулагчдыг хувьцаанд хөрөнгө оруулахаасаа татгалзаж Засгийн газрын бонд худалдаж авахад хүргэдэг байна. Энэ байдлаар хувьцааны захаас Засгийн газрын бондын зах зээл рүү шилжих хөрөнгийн урсгал ихэсвэл энэ нь хувьцааны индекст сөргөөр нөлөөлнө.

Дээр дурдсан хамаарлууд нь ихэнхдээ өндөр хөгжсөн хөрөнгийн зах зээл дээр үйлчилдэг байна. Манай улсын хөрөнгийн зах зээлийн ил тод байдал муу, хөрөнгө оруулагчдын боловсрол хомс зэрэг шалтгаануудаас хамааран мөнгөний

бодлого компани тус бүрийн санхүүгийн байдлын хүлээлтэнд шууд нөлөө үзүүлдэггүй.

Харин мөнгөний бодлого Монголын хөрөнгийн зах зээлд өөр шугамаар нөлөөлж байна. Нэгт, дээр дурьдсанчлан хатуу бодлого нь арилжааны банкуудыг зээлжүүлэлтээ багасгах, зарим тохиолдолд зээлжүүлэлтээ зогсооход хүргэж байгаа учраас эдийн засаг мөнгөний гачигдалд орж, хөрөнгийн зах зээл энэ гачигдлын нөлөөг мэдэрч байна. Хоёрт, арилжааны банкууд хадгаламжийн хүүгээ өсгөж байгаа нь, хөрөнгийн захаас илүү банкны салбарыг сонирхох сонирхлыг хөрөнгө оруулагчдад төрүүлж байна.

Үнэт Цаасны Төлбөр Тооцоо Төвлөрсөн Хадгаламжийн төв дахь мөнгөн хөрөнгийн үлдэгдлийг 2008 оны хувьд авч үзэх юм бол хэд хэдэн IPO дараалан явагдах үеэр эрс нэмэгдсэний дараа буурах хандлагатай байсан бөгөөд 2008.10.28-ны үлдэгдлийг оны эхний үетэй харьцуулвал 1.0 тэрбум төгрөгөөр буюу 23%-иар доогуур байгаа нь хөрөнгийн зах зээл дээр арилжаа хийхэд бэлэн байлгадаг мөнгөн хөрөнгийн хэмжээ багассаныг илэрхийлж байна (Хавсралт 8). Энэ нь арилжааны банкуудын хүү өсч, нийт зах зээл дээр байгаа мөнгөний нийлүүлэлт багасч байгаатай холбоотой.

3.4 Нийгмийн сэтгэл зүй

Санхүүгийн зах зээлийн байдал нь нийгмийн сэтгэл зүйгээс ихээхэн хамааралтай байдаг. Хөрөнгө оруулалтын онолууд хөрөнгө оруулагчдын хүлээлтийг үнэт цаасны ханшид нөлөөлөх хүчин зүйлээр онцгойлон харуулсан байдаг.

Хөрөнгө оруулагчдын айдас, эсвэл шунал зэрэг сэтгэл хөдлөлүүд нь бодит хөрөнгө оруулалтын шинжилгээнээс илүүтэй тэдний сэтгэл зүйд хүчтэй нөлөөлдөг. Зөвхөн техник шинжилгээ буюу ханшийн өөрчлөлтийг үндэслэн хувьцааны арилжаанд оролцдог хөрөнгө оруулагчдын хувьд хэсэг хугацааны ханшийн уналт нь энэхүү уналт цаашид ч үргэлжлэх сэтгэгдэл төрүүлж, хувьцаагаа ихээр зарах шийдвэрийг гаргахад хүргэдэг. Ингэснээр зах зээл дэх нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлж, ханшийн уналтыг бүр ихэсгэх сөрөг үр дагавартай.

Монголын хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй хувьцаат компаниудын санхүүгийн тайлан буруу гардаг, мөн тайлангийн мэдээлэл хөрөнгө оруулагчдад нэгэн зэрэг хүрдэггүй зэрэг шалтгаануудаас хамааран хөрөнгө оруулалт хийхдээ бодит шинжилгээн дээр үндэслэдэг хөрөнгө оруулагч цөөхөн учраас ихэвчлэн бодит бус мэдээлэл, ханшийн өөрчлөлтийн таамаглал дээр үндэслэн шийдвэрээ гаргаж байна. Энэ нь Монголын үнэт цаасны зах зээлийг албан бус мэдээлэлд автамхай, өсөлт улам өндөр өсөлтийг

дагуулдаг, уналт улам их уналтыг дагуулах эрсдэлтэй зах зээл гэдгийг илэрхийлж байна.

Сүүлийн үед гадаад, дотоодын хөрөнгө оруулалт багассанаас шалтгаалан АНОД БАНК, ГЕРМЕС ЦЕНТР зэрэг хувьцаануудын ханш нэрлэсэн үнэ болон олон нийтэд анх арилжигдсан үнэ ханшаас 30-40 хувиар буураад байгаа нь зөвхөн тухайн үнэт цаасыг анхдагч зах зээл дээрээс худалдан авсан хөрөнгө оруулагчдаар зогсохгүй нийт хөрөнгө оруулагчдад түгшүүртэй хүлээлт бий болгож байна. Ихэнх дотоодын хөрөнгө оруулагчид ханшийн зөрүүнээс богино хугацаанд ашиг олох зорилгоор анхдагч зах зээлээс хувьцаа худалдан авснаас шалтгаалан зах зээл дэх зарах захиалга буюу нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлэн ханшийг улам ихээр унагааж байна. Мөн Анод банкны 3-р улирлын баланс дахь татварын дараах ашгийн хэмжээ 2-р улирлын ашгаас 726.2 сая төгрөгөөр бага гарсан буюу 3-р улиралд тэр хэмээгээр алдагдалтай ажилласан дүн гарсан нь институционал хөрөнгө оруулагчдыг хувьцаагаа зарах бодлого баримтлахад хүргэж, нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлж байна. Мөн зарим хөрөнгө оруулагчдын хувьд дэлхийн санхүүгийн зах зээлийн уналтыг Монголын хөрөнгийн зах зээлтэй шууд холбоотойгоор ойлгож хөрөнгөө татах шийдвэр гаргаж байгаа нь ханшийн уналтад нөлөөлж байна.

3.5 Олон улсын санхүү, хөрөнгийн зах зээл

АНУ-ын моргейжийн зах зээлээс эхтэй санхүүгийн хямрал дэлхийн шинж чанартай болж олон улсын санхүүгийн зах зээл хүндэрч байна. Бүх биржүүдийн гол индексүүд тасралтгүй унасаар байна. 2008.10.23-ны өдрийн индексийн үзүүлэлтүүдийг 2008 оны 1 сартай харьцуулбал АНУ-ын Dow Jones индекс 33.37 %, Standard&Poog's 500 индекс 37.25 %, Японы Nikkei 225 индекс 42.41 %, Солонгосын KOSPI индекс 43.36%, Хятадын SSE composite индекс 63.97%, Вьетнамын HoShiMin индекс 60.8%, Английн FTSE индекс 37.64% тус тус буураад байна. Оюу толгойн орд газрын лицензийг эзэмшигч Канадын Айвенхоу майнз компанийн NYSE дээрх хувьцааны ханш 2007 оны 10 сард 16.94 долларт хүрч байсан бол 2008.10.22-ны өдрийн байдлаар 1.73 доллар болж 9.8 дахин унаад байна. Монгол улсын экспортын гол түүхий эд болох зэсийн дэлхийн зах зээл дэх үнэ бараг 2 дахин буурч, энэ нь Монгол улсын эдийн засаг, төсвийн орлогод шууд нөлөөлж байна.

Хямрал нь бодит эдийн засагт нөлөөгөө үзүүлж байгаа нь өдөр ирэх тусам мэдэгдсээр байна. Санхүүгийн хямралаас шалтгаалан гадаадын хөрөнгө оруулагчдын сул чөлөөтэй хөрөнгийн

нөөц багасч байна. Энэ хямрал нь том хөрөнгө оруулалтын банкуудын дампуурлыг дагуулж байгаагаас их хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийдэг байгууллагуудын санхүүгийн чадавхид нөлөөлөөд зогсохгүй тэднийг хувьцаа болон бусад эрсдэлтэй санхүүгийн хэрэгслүүдэд хөрөнгө оруулахаасаа татгалзахад хүргээд байна. Хөгжиж буй орнуудын зах зээлд хөрөнгө оруулдаг сангууд мөн өөрсдийн хөрөнгө оруулалтаа ихээхэн болгоомжтой хийхэд хүргээд байна. Хөгжиж буй орнуудын зах зээлд хөрөнгө оруулдаг байгууллагууд хөрөнгө оруулалтаа түдгэлзүүлэх болсон бас нэг шалтгаан нь Хятад, Вьетнам зэрэг манай улстай ижил төстэй шинэ зах зээлтэй улсуудын хөрөнгийн зах зээлийн гол үзүүлэлтүүд сүүлийн жилд унаж байгаа явдал юм.

Одоогийн байдлаар дэлхийн санхүүгийн хямрал нь Монголын үнэт цаасны зах зээлд үйл ажиллагаагаа явуулж байгаа хөрөнгө оруулагчид зөвхөн нэмэлт хөрөнгө оруулалт хийхээ зогсоход хүргэх байдлаар нөлөөлж байгаа бөгөөд байдал цаашид хүндэрч болох юм. 2008 оны 9 сарын байдлаар төвлөрсөн хадгаламжийн мөнгөн хөрөнгийн орлого зарлагын гүйлгээг харахад гадаадын хөрөнгө оруулагчид оруулсан хөрөнгөө татаагүй байгаа нь харагдаж байна. Хэрэв дэлхийн санхүүгийн зах зээлийн хямрал цар хүрээгээ тэлэх юм бол эдгээр хөрөнгө оруулагчид хөрөнгөө татах аюул бий.

Дүгнэлт: Микро төвшинд авч үзвэл гадаадын хөрөнгө оруулагчдын идэвхитэй байдал буурч байгаа нь нэг талаас тэд өөрсдийн хэрэгтэй гэж үзсэн хөрөнгө оруулалтын сагсаа бүрдүүлж ирээдүйн өсөх хандлагыг хүлээн дахин хувьцаа худалдан авахгүй байгаагаар тайлбарлаж болох юм. Харин макро түвшинд авч үзвэл дэлхийн санхүүгийн захад нүүрлээд байгаа хямрал, нэг бүсийн улсуудын хөрөнгийн зах зээлийн уналт зэрэг нь гадаадын хөрөнгө оруулалтад сөргөөр нөлөөлж байна. Дотоодын хөрөнгө оруулалт нэмэгдэж байгаа хэдий ч 2008 онд хэд хэдэн компани олон нийтэд хувьцаагаа санал болгох үйл ажиллагаа (IPO) явуулж хөрөнгө татсан, арилжааны банкууд зээлжүүлэлтээ багасгаж хадгаламжийн хүү ихэссэнээр мөнгөн хөрөнгийн урсгал мөнгөний зах руу чиглэх болсон зэрэгтэй холбоотой үнэт цаасны зах зээл дээр бэлэн мөнгөний хомсдол үүсч байна. Энэ нь хөрөнгө оруулагчдын үнэт цаас худалдаж авах боломжийг хязгаарлаж, индекс, ханш буурахад нөлөө үзүүлж байна. Гэвч дотоодын хөрөнгө оруулалт өмнөх жилүүдтэй харьцуулахад өндөр байгаа нь өөдрөг хүлээлтийг бий болгож байна. Олон улсын санхүүгийн зах зээлийн хямрал манай зах зээлд шууд болон шууд бусаар нөлөөлсөөр байна.

Эцсийн дүндээ дээрх шалтгаануудын улмаас гадаад дотоодын хөрөнгө оруулалт буурсан нь хувьцааны зах зээлийн эрэлтийг багасгаж, индексийн уналтад голлох нөлөө үзүүлсээр байна.

IV. ДҮГНЭЛТ САНАЛ

Үнэт цаасны ханш чөлөөт зах зээлийн эрэлт нийлүүлэлтийн хуулийг дагаж өөрчлөгддөг.

Дэлхийн санхүүгийн хямрал, бүс нутгийн орнуудын үнэт цаасны гол индексүүдийн уналт, мөн Монголын хувьцаат компанийн мэдээллийн ил тод байдал хангалтгүй байгаа зэрэг нь гадаадын хөрөнгө оруулагчдын Монголын үнэт цаасны зах зээлд итгэх итгэлийг сулруулж байна. Өөрөөр хэлбэл гадаадын хөрөнгө оруулагчид үнэт цаас худалдаж авахаа түр зогсоон, хүлээлтийн байдалд орж, тэр хэмжээгээр үнэт цаасны эрэлт буурч байна. Хэрэв гадаадын хөрөнгө оруулагчид тодорхой хэмжээний алдагдал хүлээгээд хөрөнгөө буцаан татах бодлого баримталвал нийлүүлэлт ихэсч, ханшийн уналт улам ихээр нэмэгдэх онцгой аюултай байна.

Харин дотоодын хөрөнгө оруулагчдын хувьд хадгаламжийн хүүгийн өгөөж нэмэгдэж байгаагаас шалтгаалан хөрөнгийн урсгал мөнгөний зах зээл рүү шилжин байршиж, тэр хэмжээгээр дотоодын хөрөнгө оруулагчдын үнэт цаасны эрэлт буурч байна. Мөнгөний хатуу бодлогоос хамааран зах зээл дэх мөнгөний хэмжээ багасч хөрөнгө оруулалт хийх сул чөлөөтэй мөнгөн хөрөнгийн хэмжээ буурч байгаа нь хөрөнгийн захын эрэлтийг бууруулж байна. Мөн 2-догч зах зээлд идэвхтэй оролцогч спекулятор, дилерүүдийн хувьд өмнөх хөрөнгө оруулалтаас ашигтай хэлбэрээр хөрөнгөө буцаан татах боломж багасч, мөнгөн хөрөнгийн хомсдолд орсон нь тэдний худалдан авах чадварыг хязгаарлаж байна. Тиймээс дээрх шалтгаануудын улмаас дотоодын хөрөнгө оруулагчдын хувьцааны эрэлт буурч байна.

Нөгөө талаас хувьцааны эрэлт буурсаар байхад хувьцааны нийлүүлэлт их хэвээр байгаа нь индексийн бууралтыг улам бүр нэмэгдүүлж байна. Дотоодын ихэнх хөрөнгө оруулагчид ханшийн зөрүүнээс ашиг олох зорилгоор богино хугацаанд хөрөнгө оруулалт хийсэн нь нийлүүлэлтийг улам бүр нэмэгдүүлж байна.

Мөн дэлхийн санхүүгийн зах зээлийн хямрал, 7-гоос илүү сар үргэлжилж байгаа ханшийн уналт нь хөрөнгө оруулагчдын дунд түгшүүртэй хүлээлт бий болгож байгаа нь өөрөө ханш унахад нөлөө үзүүлж байна.

Эрх бүхий байгууллагуудаас бодлогын шинж чанартай онцгой арга хэмжээ авах, гадаад, дотоодын зах зээлээс их хэмжээний хөрөнгө оруулалт орж ирэх зэргээс бусад тохиолдолд эрэлт бага хэвээр байж, индексийн уналт цаашид ч үргэлжлэх хандлагатай байна.

Иймд дараах арга хэмжээг авах саналтай байна.

1. Ойрын хугацаанд нийтэд санал болгох Монфреш шүүс ХК-ийн хувьцааны арилжааны явцыг ажиглан дүгнэлт хийх, зах зээлийн эрэлтийг дахин тодорхойлох,
2. Эрэлт бага хэвээр байвал тодорхой хугацаанд анхдагч зах зээлд нийлүүлэлт хийхийг түр зогсоох,
3. Компаниудын ил тод байдалд анхаарал хандуулж, гадаад дотоодын хөрөнгө оруулагчдыг эрсдлээс хамгаалах, үүний тулд 2005 оноос хойш IPO хийгдсэн компаниудын үйл ажиллагаанд Хороотой хамтран үзлэг, шалгалт хийх,
4. Хөрөнгө оруулагчдын арилжаанд чөлөөтэй оролцох боломжийг хангах зорилгоор үйлчилгээний чанарт анхаарах, арилжааны шинэ системийг бүтээх ажлыг яаравчлах,
5. Ханш буураад байгаа компаниудын өнөөгийн үнийн төвшин дэх хүлээгдэж буй өгөөжийг тооцоолон гаргах, хөрөнгө оруулагчдад хүргэх,
6. Сүүлийн жилүүдийн статистик үзүүлэлтүүдийг нийтэд хүргэх, тухайлбал хөрөнгө оруулагчдын тоо нэмэгдсэн, дотоод хөрөнгө оруулалтын хэмжээ өсөх хандлагатай байгаа, бодит эдийн засаг өссөн, гадаад болон дотоодын хөрөнгө оруулалттай гишүүн компаниудын тоо нэмэгдсэн, компанийн сайн засаглалыг хөгжүүлэх тал дээр зохицуулах эрх бүхий байгууллагууд анхаарах болсон, хөрөнгө оруулагчид болон зах зээл дээр ажиллаж байгаа боловсон хүчний мэдлэг чадвар сайжирсан зэргээр хөрөнгийн зах зээл цаашид хөгжих боломж их байгааг сурталчлах,
7. Хөрөнгө оруулагчид буруу зөрүү ойлголт, мэдээллээс шалтгаалан бодлогогүй алхмууд хийхээс сэргийлэх,
8. Судалгааны дүнг Санхүүгийн зохицуулах хороонд танилцуулан, хөрөнгийн зах зээлийг хамгаалах чиглэлээр Зохицуулалтын тодорхой арга хэмжээнүүдийг авахыг санал болгох,

Хавсралт

Хавсралт 1

Гадаад дотоодын хөрөнгө оруулагчдын арилжааны үнийн дүнд эзлэх хувь /хувиар/

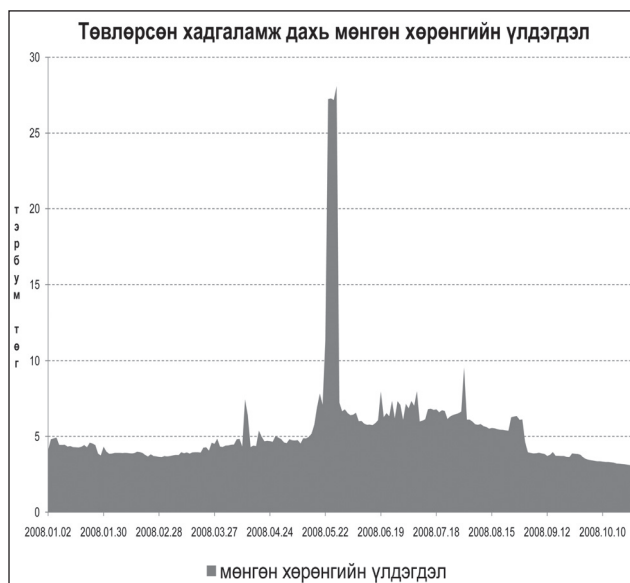
Он	Нийт гүйлгээ	Гадаадын ААН			Гадаадын иргэн			Дотоодын ААН			Дотоодын иргэн		
		Тоо	Дүн	хувь	Тоо	Дүн	хувь	Тоо	Дүн	хувь	Тоо	Дүн	хувь
1995	859,968,191	0	-	-	35	505,413	0.1	9017	333,514,212	38.8	16099	509,918,162	59.3
1996	4,352,638,500	0	-	-	433	12,204,495	0.3	28088	1,204,729,197	27.7	74280	3,066,171,658	70.4
1997	12,170,521,842	0	-	-	1499	632,260,770	5.2	26031	1,799,828,208	14.8	124270	9,642,283,872	79.2
1998	10,756,580,467	0	-	-	1398	187,249,406	1.7	19035	1,491,548,512	13.9	121440	8,985,555,418	83.5
1999	3,274,029,094	43	1,663,802	0.1	454	9,185,486	0.3	6970	507,176,099	15.5	52915	2,736,587,182	83.6
2000	14,107,663,381	287	67,677,889	0.5	168	7,032,431	0.0	4959	11,097,179,670	78.7	23896	2,928,267,188	20.8
2001	33,677,713,033	286	327,888,359	1.0	174	15,845,071	0.0	2063	31,497,572,522	93.5	13147	1,829,437,136	5.4
2002	46,021,860,913	26	12,983,180	0.0	102	12,187,587	0.0	2515	43,199,231,436	93.9	12546	2,797,458,710	6.1
2003	25,607,235,217	11	554,945	0.0	329	19,699,386	0.1	2999	22,979,144,919	89.7	10145	2,607,835,967	10.2
2004	15,290,053,324	16	7,674,073	0.1	64	13,228,118	0.1	2293	14,597,227,711	95.5	10592	671,923,422	4.4
2005	11,979,220,922	4	454,664,236	3.8	567	500,326,898	4.2	1335	9,445,958,117	78.9	7175	1,578,271,671	13.2
2006	18,027,502,610	477	4,270,973,663	23.7	919	600,336,219	3.3	1795	6,478,563,114	35.9	8418	6,677,629,614	37.0
2007	102,792,532,594	3073	34,065,636,691	33.1	5074	4,208,488,925	4.1	3916	45,626,473,847	44.4	16881	18,891,933,131	18.4
2008	59,335,740,405	1207	10,553,028,358	17.8	3578	3,919,962,314	6.6	4268	10,621,530,437	17.9	19853	34,241,219,296	57.7

Хавсралт 2

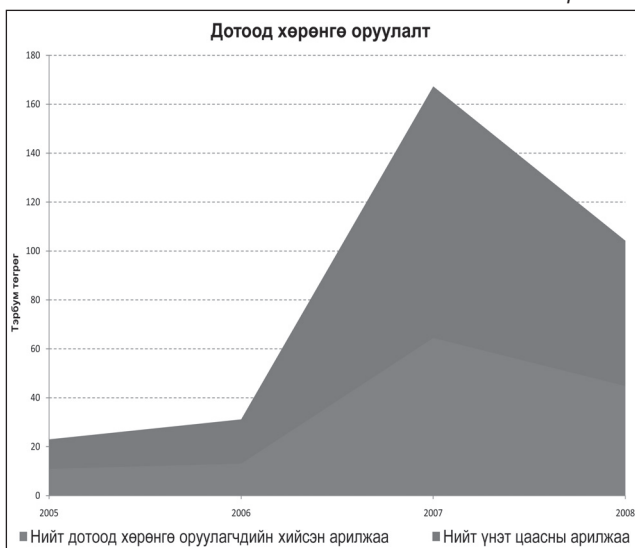
Хавсралт 3

Гадаад дотоодын хөрөнгө оруулагчдын арилжааны үнийн дүнд эзлэх хувь /тоон үзүүлэлтээр/

	Дотоодын ААН			Дотоодын иргэн		
	Тоо	Дүн	хувь	Тоо	Дүн	хувь
1995	9017	333514212	38.8	16099	509918162	59.3
1996	28088	1204729197	27.7	74280	3066171658	70.4
1997	26031	1799828208	14.8	124270	9642283872	79.2
1998	19035	1491548512	13.9	121440	8985555418	83.5
1999	6970	507176099	15.5	52915	2736587182	83.6
2000	4959	11097179670	78.7	23896	2928267188	20.8
2001	2063	31497572522	93.5	13147	1829437136	5.4
2002	2515	43199231436	93.9	12546	2797458710	6.1
2003	2999	22979144919	89.7	10145	2607835967	10.2
2004	2293	14597227711	95.5	10592	671923422	4.4
2005	1335	9445958117	78.9	7175	1578271671	13.2
2006	1795	6478563114	35.9	8418	6677629614	37.0
2007	3916	45626473847	44.4	16881	18891933131	18.4
2008	4268	10621530437	17.9	19853	34241219296	57.7



Хавсралт 4



Хавсралт 5

Дотоод хөрөнгө оруулалтын зарим үзүүлэлтүүд

Он	Сургалтанд хамрагдсан хүмүүсийн тоо	БДК -иудын тоо	ДНБ өсөлт
2005	60	22	7.3
2006	130	23	8.6
2007	230	28	9.9
2008	256	39	9.9*

* 2008 оны 10 сарын бадлаар

2005-2008 онуудын хооронд хийсэн ХК-иудын анхдагч зах зээлийн арилжаа

Хавсралт 6

Компанийн нэр	2005		2006		2007		2008	
	тоо ширхэг	үнийн дүн	тоо ширхэг	үнийн дүн	тоо ширхэг	үнийн дүн	тоо ширхэг	үнийн дүн
Зоос банк			1,997,768	2,022,528,900				
Монгол шилтгээн	44,792	35,833,600	955,208	764,166,400				
БиДиСек			7,500,000	750,000,000			832,109	2,496,327,000
Оллоо					5,820,299	582,029,900		
Хай Би Ойл					4,000,000	400,000,000	2,000,000	600,000,000
Монинжбар					10,000,000	1,000,000,000		
Женко тур бюро			48,815,284	4,881,536,560	17,330,601	1,771,222,164	2,750,000	606,480,952
Туул сонгино усны нөөц					13,200,000	13,200,061,250		
Гермесцентр							23,562,900	2,356,290,000
Анод							18,618,171	20,107,624,680
Ремикон							29,316,024	2,931,602,400
Хөх ган							30,395,272	3,195,456,280
Нийт дүн	44,792	35,833,600	59,268,260	8,418,231,860	50,350,900	16,953,313,314	107,474,476	32,293,781,312
Нийт арилжаанд эзэлсэн %	0.17	1.41	79.52	66.79	43.37	27.29	68.49	56.27