

## Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн макро түвшний хөгжлийн тухай эргэцүүлэл

Ин Жанюй \*

**Товч агуулга:** 2008 оноос эхлэн дотоод, гадаад олон хүчин зүйлийн нөлөөллийн улмаас Хятадын хувьцааны зах зээлийн үнэ урт хугацаанд өсөлтгүй, доод түвшинд байж зах зээлийн үнэ 50 хувиар буурсан нь Хятадын эдийн засгийн өсөлтийн бодит нөхцөлд нийцэхгүй байгаа юм. Үүний зэрэгцээ хөрөнгийн нийлүүлэлт болон нөөц баялгийн хуваарилалтын чадавхид их хэмжээгээр нөлөөлж улмаар Хятадын банк санхүүгийн тогтолцоонд төвөөс зугтах нөхцөл үүсч банк санхүүгийн бүтцэд тэнцвэргүй байдал улам гүнзгийрэв. Ийм нөхцөл байдал үүссэн үндсэн шалтгаан нь Хятадын эдийн засаг дахь банк санхүүгийн системийн өөрчлөлт шинэчлэлийн зогсонги, хязгаарлагдмал байдал, мөн үүнээс үүдэлтэй хувьцааны зах зээлийн макро түвшний чадавхид нөлөөлөхүйц үзэл бодол, ухамсрын гажуудал, бүтцийн олон талын алдаа дутагдал болно. Чингэхдээ, мэдээж хятадын банк санхүүгийн бүтцийн нийтлэг зогсонги байдал, зах зээлийн бараа бүтээгдэхүүний бүтэц болон хөрөнгө оруулалтын бүтцийн тэнцвэргүй байдал хийгээд хөрөнгө оруулагчдын итгэл найдвар алдарсан зэргийг орхигдуулж болохгүй юм. Хэрэв Хятад улс нь өндөр технологийн үйлдвэрлэл байгуулахыг зорьж байгаа бол хувьцааны зах зээлийн хөгжлийн гүнзгийрүүлэлтэд чухал ач холбогдол өгөх шаардлагатай. Иймээс Хятад улс нь "Үнэт цаасны тухай хууль"-ийг засварлан өөрчлөх нь нэн чухал байна. Чингэхдээ хувьцааны арилжааг зах зээлийн хуулийн дагуу хөгжүүлэхэд чиглэгдсэн шинэчлэлийг дэмжин түүнийг тэргүүн зэргийн зорилго болгон тавих, IPO-ийн хянан шалгалтын

\* БНХАУ-ын Санхүү эдийн засгийн төв их сургуулийн Банк санхүүгийн сургууль, эдийн засгийн ухааны доктор, профессор

тогтолцоо, зах зээлээс шахан гаргах зэрэг үйлдэлтэй холбоотой дүрэм журмыг хуульд онцгойлон тусгах буюу сайжруулан өөрчлөх. Мөн худал мэдээлэлтэй тэмцэх явдлыг хүчтэй болгон, худалдаа арилжаан дахь хууль бус нууц үйлдлийг арилган, зах зэлийн ил тод байдлыг нэмэгдүүлэх, хөрөнгийн зах зээл дэх хөрөнгө оруулагчдын хөгжлийг түргэсгэх механизмыг эрчимтэй сайжруулах, банк санхүүгийн системд шинэ зүйлийг нэвтрүүлэх явдлыг түргэсгэн улмаар хөрөнгийн зах зээлийг аажим аажмаар хөгжүүлэх нөхцлийг бүрдүүлэх шаардлагатай байна.

Банк санхүүгийн тогтолцоонд инноваци шинэчлэлийг бий болгох үүднээс 1990 онд Шанхайд хөрөнгийн зах зээлийн жишиг загвар болох Үнэт цаасыг арилжаалах Хөрөнгийн биржийг байгуулснаас хойш энэ салбар Хятадад үүсч хөгжсөн хугацаа төдий л урт бус, өнөөг хүртэл 24 жил болжээ. Энэ 24 жилийн хугацаанд, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийг бодитоор зах зээлжүүлэх, дүрэмжүүлэх, олон улсын болгох үндсэн зорилтыг тавьж хэрэгжүүлснээр асар хурдтай хөгжилд хүргэсэн юм. Ийнхүү эрчимтэй хөгжүүлснээр социалист зах зээлийн эдийн засгийн тогтолцооны чухал бүрэлдэхүүн хэсэг болж, эдийн засаг, нийгмийн хөгжлийн явцад зохих хэмжээний үүрэг гүйцэтгэлээ. Гэвч бодит байдлаас харахад, 2008 оноос Америкт анх ипотекийн хямрал, улмаар дэлхийн банк санхүүгийн хямрал дэгдэж, дотоодын инфляцийн болон макроэдийн засгийн өөрчлөлтийн асар их дарамт болон дотоод гадаадын тодорхой бус олон сөрөг хүчин зүйлийн нөлөөллөөр Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн үнэ ханш урт хугацаанд буурч, үнэлгээ нь тавин хувь хүртэл доошилж, огт өөр бодит эдийн засаг хүчтэй илэрч, хөрөнгө нийлүүлэлт болон хөрөнгийн эх үүсвэрийн хуваарилалтын үйл ажиллагаанд мөн маш ихээр нөлөөлсөн юм. Хэрэг дээрээ, тэр байдал Хятадын банк санхүүгийн тогтолцоон дахь байр суурийг тодорхойлж, хязгаарлах нөхцлийг улам тодотгож, банк санхүүгийн бүтцийн тэнцвэрийн алдагдлыг хурцатгасан билээ. Иймэрхүү хүнд нөхцөлд, өнөөгийн Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн мухардмал байдлыг хэрхэн яаж шийдвэрлэх, тэдгээрийг цаашид хэрхэн тууштай хэрэгжүүлэх, эрүүл саруул, тогтвортой хөгжлийг бодитоор хэрэгжүүлэх асуудал банк санхүүгийн онол, эрдэм шинжилгээ судалгааны хүрээний дээд түвшинд тавих, анхаарал

хандуулах сэдвүүдийн нэг болоод байна.

Эл өгүүлэлд, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн өнөөгийн байдлыг үндэслэн товч танилцуулахын зэрэгцээ банк санхүүгийн бүтцийг инновацийн шинэчлэлийн өнцгөөс харж, одоогийн Хятадын хөрөнгийн зах зээл өдрөөс өдөрт улам бүр “хязгаарлагдах” болсон хөгжлийн мухардмал байдал, тэр тогтолцоо үүсэх болсон шалтгаан зэрэгт дүн шинжилгээ хийхийг оролдож, түүнийг үндэслэн макро түвшинд Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн чухал хүчин зүйлтэй уялдуулж, цаашид хэрхэн хөгжүүлэх талаар хэд хэдэн бодлого төлөвлөхийг зорьсон юм.

\* \* \*

### **Нэг. Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн өнөөгийн нөхцөл байдлын талаарх товч танилцуулга**

Хятадын хувьд, хөрөнгийн зах зээлээр голлосон банк санхүүгийн зах зээлийн тогтолцоо нь юу ч үгүйгээс юмтай болж, жижгээс томд хүрч, дан ганцаас олон давхрыг бүтээж, банкны үйл ажиллагааг сайжруулан “нэгдсэн удирдлага”-ыг халж, ямар ч эргэлзээгүй өрнүүн хөгжсөн 30 гаруй жилийн хооронд банк санхүүгийн цар хүрээнд гарсан хамгийн гүнзгий бүтцийн шинжтэй өөрчлөлтийн нэг болсон юм. Өнөөгийн бодит байдлыг харахад, зах зээлийн үнэлгээний цар хүрээ болон бүтэц, бүртгэлтэй компаниудын тоо, санхүүжилтийн хөрөнгийн хэмжээ, мөн түүнчлэн үндсэн суурь шинжтэй зах зээлийн тогтолцоо, тэр тусмаа хууль тогтоомж, дүрэм журам, зах зээлийн зохион байгуулалт болон зах зээлийн хяналтын тогтолцооны бүтээн байгуулалт, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн тодорхой амжилт нь аль хэдийн дэлхийн банк санхүүгийн тогтолцоонд ойшоолгүй орхиж үл болох нэгэн чухал бүтцийн бүрэлдэхүүн хэсгийг бий болгосон байна.

Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн өнөөгийн байдлын талаар танин мэдэхүүн, ойлголт өгөхийн тулд бид зах зээлийн цар хүрээ, зах зээлийн арилжаа гүйлгээ, зах зээлийн бүтэц, хөрөнгө оруулагч, үнэт цаасны хяналт болон гадаадад нээлттэй байх бодлого зэргийг тус тусад нь товч танилцуулах болно.

### 1. Зах зээлийн цар хүрээ

Хөрөнгийн зах зээлийн цар хүрээг эрчимтэй өргөжүүлэн хөгжүүлэх талаар нэгэн үеийн (ялангуяа 2005-2007 оны хоорондох үе) тухай ярьж болох бөгөөд Хятадын хөрөнгийн зах зээл нь хамгийн олон хүний анхаарлыг татсан онцгой үйл явдлын нэг болсон юм. Үүнийг (Зээл тусламж. Хүснэгт 1)-д бид тодорхой гаргаж тавьсан болно. Хэдийгээр хятадын дотоодын зах зээлд төвлөрсөн хөрөнгийн биржийг байгуулах эхэн үед түүний цар хүрээг бараг үл тоомсорлож байсан ч (1991 оны эцсээр Шанхай болон Шэнжэнь хоёрын зах зээл дээр хотын бүртгэлтэй компаний нийт тоо 13 байсан бөгөөд хөрөнгийн зах зээлийн үнэлэмж нь зөвхөн 30 гаруй наяд юаньд хүрч байв), гэхдээ зөвхөн 20 гаруй жилийн хугацаанд Хятадын дотоодын хөрөнгийн зах зээлийн үнэлэмжийн нийт цар хүрээ 32.71 наяд болтлоо өссөнийг нэгдүгээр хүснэгтээс харж болно (2007 оны эцэс). Энэ нь Америкийн хөрөнгийн зах зээлийн дараа дэлхийн хоёрдахь том зах зээл болж байв. Гэвч 2008 оноос хойш, зах зээл тасралтгүй доошилсоор дотоодын зах зээлийн үнэлэмж багцаалж байсан хэмжээнд хүрснийг Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн цар хүрээтэй харьцуулахад 2007 оны эцсээр дампуурлын ирмэгт тулж ирэх нь тодорхой байсан юм. 2013 оны эцсээр Хятадын хувьцааны зах зээлийн үнэлгээ 23.09 наяд болж, барагцаалбал ДНБ-ий 40.6% эзлэв.

Ялангуяа Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн түүхэнд оршиж байсан онцгой “хувьцааны эрхийг хуваах” тогтолцоог хязгаарласнаас болоод Хятадын бүртгэлтэй компаниудын дотор зохих тоо хэмжээний хувьцаа одоогоор урьдын адил хэвээр байршиж “арилжаалахыг зогсоосон” байдалтай байгааг энд дурьдах хэрэгтэй. Гэхдээ Хятадын хөрөнгийн зах зээл бодитоор эргэлтэнд орж болох хувийн зөвхөн эзэмших хувийн тодорхой харьцааг эзэлж байгаа бөгөөд зах зээлийн эргэлтийн багахан хувийг эзэлж байна.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Энэ тогтолцоо 1992 оноос эхэлсэн бөгөөд гол агуулга нь бүртгэлтэй компаниудыг хянах, улсын өмч хөрөнгө урсахад саад хийж анхааралдаа авах, үүн дээр үндэслэн бүртгэлтэй компаниудын хувьцааны хувьцаа эзэмшигчдийн хувь хэмжээг хуваарилж улсын хувьцаа, хууль ёсны хувьцаа эзэмшигч мөн түүнчлэн олон нийтийн хувьцаа зэрэг өөр өөр хувьцааны эрхийн хэлбэрийн үндсэн дээр хувааж, тодорхойлон төрийн хувьцаа, хууль ёсны эзэмшигчийн хувьцааг зах зээл дээр эргэлтэнд оруулахгүй, тэгснээр зөвхөн олон нийтийн хувьцаа зах зээл дээр эргэлтэнд орох болно. 2005 оны 4-р сараас эхэлсэн “хувьцааны эрхийн хуваарилалт”-ийн өөрчлөлт ямар ч гэсэн 2006 оны сүүлээр энэ журмаар өөрчлөгдсөн боловч тогтвортой зах зээлийг гаргаж ирэхэд анхаарлаа хандуулж, Үнэт цаасны зохицуулах хорооны тогтоолоор эхнээсээ эцсээ хүртэл төрийн хувьцаа болон хууль ёсны эзэмшигчийн хувьцааг шууд зах

2006 онд Хятадын бүртгэлтэй маш олон компаний хувьцааны эрхийн байршуулалтын шинэчлэлийг бүрэн хийж дуусгасан ч түүнийг дагалдаад хөрөнгийн нийт үнэлгээ болон урсгал үнэлгээний хоорондын зөрүү тасралтгүй буурах болж, 2013 оны эцэс гэхэд эргэлтийн үнэлгээ 19.95 наяд болсон нь ойролцоогоор нийт үнэлгээний 86.4%-ийг эзэлжээ.

Үзүүлэлт 1. Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн байдал:  
1992-2013 он

	Бүртгэлтэй компаний нийт тоо	Нийт хувьцаа (100 сая хувьцаа)	Эргэлтийн хувьцаа (100 сая хувьцаа)	Хөрөнгийн нийт үнэлгээ (100 сая юань)	Эргэлтийн хувьцааны хөрөнгийн үнэлгээ (100 сая юань)	Ашгийн коэффициент (Шанхай)
1992	53	68.87	21.18	1206.33	206.35	42.5
1993	183	387.73	107.88	3541.5	861.6	23.5
1994	291	684.54	226.04	3690.6	968.9	15.7
1995	323	848.42	301.46	3474.3	938.2	31.3
1996	530	1219.54	429.85	9842.4	2867.0	39.9
1997	745	1942.67	671.44	17529.2	5204.4	34.4
1998	851	2526.79	861.94	19521.8	5745.4	38.1
1999	949	3088.95	1079.65	26471.2	8214.0	58.2
2000	1088	3791.71	1354.26	48091.0	16087.5	37.7
2001	1160	5218.01	1813.17	43522.2	14463.2	34.4
2002	1224	5875.45	2036.90	38329.1	12484.6	36.5
2003	1287	6428.46	2269.92	42457.7	13178.5	24.2
2004	1377	7149.43	2577.18	37055.6	11688.6	16.3
2005	1381	7629.51	2914.77	32403.3	10,630.51	33.3
2006	1434	14926.35	5637.78	89403.9	25,003.64	59.2

зээлийн эргэлтэнд оруулахыг зөвшөөрөхгүй, зөвхөн жилийн турш хуваарилж, аажмаар “хоригийг цуцална.” Хятадын үнэт цаасны /фьючерс/ улирлын барааны статистикийн оны мэдээ 《中国证券期货统计年鉴》(2014), WIND 资讯.

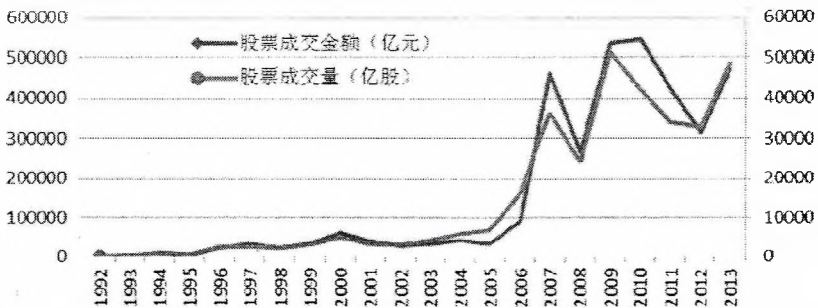
ОЛОН УЛС СУДЛАЛ

2007	1550	22416.85	10331.52	327140.90	93,064.00	14.9
2008	1625	24522.85	12578.91	121366.4	45,213.90	28.7
2009	1718	26162.85	19759.53	243939.1	151,258.65	21.6
2010	2063	33281.67	25651.48	265422.59	193,110.00	13.4
2011	2342	36095.22	28850.26	214758.10	164,921.30	12.3
2012	2494	38395	31339.6	230357.62	181,658.26	11
2013	2489	40569.08	36744.16	230977.19	199,579.54	42.5

Эх сурвалж: Хятадын үнэт цаасны /фьючерс/ улирлын барааны статистикийн оны мэдээ 《中国证券期货统计年鉴》（2014），WIND 资讯。

2. Зах зээлийн арилжаа гүйлгээ

Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн арилжаа харьцангуй идэвхжиж, зах зээлийн гүйлгээний хэмжээгээрээ дэлхийд тэргүүлэх боллоо. (Зээл тусламж. Зураг 1)-д 1992 оноос хойшхи Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн жилийн хэмжээ, гүйлгээнд орсон хувьцааны хувийн тоо болон гүйлгээний мөнгөн дүнгийн жилийн өөрчлөлтийг харуулав. Бид үнэмлэхүй /абсолют/ үнэ өртгийн хэмжээг (Зураг 2)-оос тодорхой харж болох юм. 2005 оноос хойш Хятадын хувьцааны арилжааны багтаамж харьцангуй томрох нь тодорхой байсан. Гэвч 2008 оноос хойш мөн үйл ажиллагааны үзүүлэлт бүхэлдээ буурсан байдалтай байна. 2013 оны турш, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн гүйлгээнд орсон хувьцааны хувийн тоо 4 наяд 837 тэрбум 268 сая хувьцаа болж, гүйлгээний мөнгөн дүн 468728 юань болсон юм.



Зураг 1. Хятадын хувьцааны зах зээлийн арилжааны өөрчлөлт: 1992-2013 он

Улаан сум- хувьцаа арилжаалагдсан үнийн дүн (зуун сая юань), хөх сум- хувьцаа арилжаалсан хэмжээ (зуун сая хувьцаа) Эх сурвалж: Хятадын үнэт цаасны /фьючерс/улирлын барааны статистикийн оны бичиг 《中国证券期货统计年鉴》 (2014)

### **3. Зах зээлийн бүтэц**

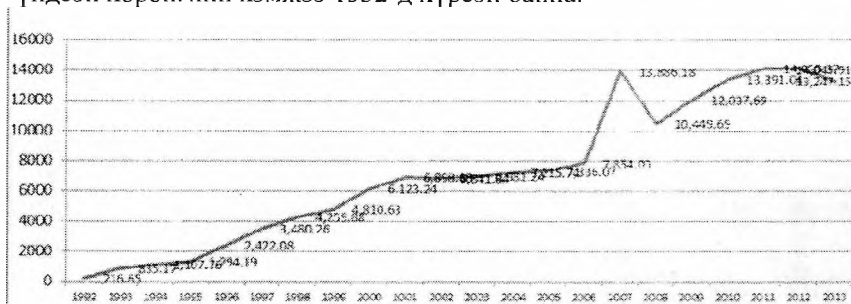
Олон шатлалт хөрөнгийн зах зээлийн бүтээн байгуулалт нь хятадын банк санхүүгийн хөгжлийн гол агуулга болсон юм. Үүнээс улбаалан 2004 оны 5-р сард жижиг дунд үйлдвэрийн ТУЗ болон 2009 оны 10-р сард хувиараа бизнес эрхлэгчид Шэнжэньд Үнэт цаасны арилжааны биржийг бүтээн байгуулсны сацуу 2009 оны 9-р сард Бүх Хятадын жижиг дунд үйлдвэрийн хувьцааны хувийг шилжүүлэх тогтолцоог (Хятадад үүнийг “Шинэ гурван ТУЗ” гэж нэрлэдэг) байгуулж, дээрээс нь нэмж өмнө байсан төлөөлөгчийн газруудын хувьцааны хувийг шилжүүлэх тогтолцоотой болгосон бөгөөд ингэснээр дотоод, гадаадын зах зээлд гарч, янз бүрийн хэлбэрийн аж үйлдвэрийн санхүүжилтийн шаардлага тавигдах элдэв эрсдлээс зайлсхийж, улмаар үүнд чадварлаг хөрөнгө оруулагчдыг багтаасан олон шатлалт хөрөнгийн зах зээл үндсэндээ бүрэлдсэн гэж хэлж болно.

2013 оны 12-р сарын байдлаар, Хятадад бүртгэлтэй нийт 2489 компаний 701 нь жижиг дунд үйлдвэрийн бүртгэлтэй бөгөөд тэдгээрийн нийт үнэлгээ 3 наяд 716 тэрбум 374 сая, гүйлгээний эргэлтийн үнэлгээ 2 наяд 554 тэрбум 370 сая (хятадын дотоодын хөрөнгийн зах зээлийн 28.2%, 16.1% болон 12.8%-ийг тус тус эзэлсэн) байна; хувиараа бизнес эрхлэгчдийн ТУЗ-д бүртгэлтэй 355 компаний нийт өртөг 1 наяд 509 тэрбум 197 сая болж, эргэлтийн хөрөнгө 821 тэрбум 882 сая (түүний тус бүрийн эзлэх хувь 14.3%, 6.5% болон 4.1%) болжээ. Дотоодын зах зээл маш хурдацтай хөгжихийн сацуу Хятадын жижиг дунд үйлдвэрийн хувьцааг гүйлгээнд оруулах тогтолцоог 2012 оны 9-р сард байгуулж, 2013 оны 1-р сараас албан ёсоор үйл ажиллагаагаа явуулж эхэлснээр хөгжлийнхөө оргилд хүрсэн юм. 2013 оны сүүл гэхэд гүйлгээний эргэлтийн тогтолцоонд өөрийн гэсэн лого хадсан компаний тоо 356-д хүрч, нийт захын өртөг 41 тэрбум 607 сая болж, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн анхаарахгүй байхын аргагүй нэгэн бүрэлдэхүүн хэсэг болов.

#### 4. Хөрөнгө оруулагч

Хөрөнгийн зах зээлийн үүсэл хөгжил нь Хятадад бүх нийтийн банк санхүү болон цаашилбал зах зээлийн эдийн засгийн үндсэн суурь мэдлэг болж, банк санхүүгийн боловсрол эзэмших маш чухал тавцан болсон юм. Нөгөөтэйгүүр ийнхүү тодорхойлохын учир, өнөөгийн Хятадын хөрөнгийн зах зээлд хөрөнгө оруулагч (ялангуяа хувиараа хөрөнгө оруулагч) бүлгүүдийн тоо асар их болж, 2013 оны эцэс гэхэд хүчин төгөлдөр байгаа үнэт цаасны дансны тоо 1 наяд 324 тэрбум 715 саяд хүрсэн нь үүнийг (Зураг. 2) илтгэж байгаа юм.<sup>3</sup> Цар хэмжээний хувьд эдгээр данс дотор хувийн данстай 70 сая гаруй хувиараа хөрөнгө оруулагч нэр бүхий хүмүүс байгаа бөгөөд тэдгээр нь нийт улсын хэмжээнд хотын хүн амын 12%-ийг эзэлж байна.

Үүнээс гадна 1998 оны эхнээс л үнэт цаасны хөрөнгө оруулах сан хөрөнгө оруулагч байгууллагын хувьд байгууллагын чухал бүрэлдэхүүн хэсэг болсон бөгөөд улам эрчимжиж 2013 оны эцсээр үндсэн хөрөнгийн хэмжээ 1552-д хүрсэн байна.



Зураг 2. Хятадын хөрөнгийн зах зээлд хөрөнгө оруулагчдын тооны өөрчлөлт: 1992-2013 он

Эх сурвалж: "Хятадын үнэт цаасны /фьючерс/ улирлын барааны статистикийн мэдээ 《中国证券期货统计年鉴》 (2014)

<sup>3</sup> Хүчин төгөлдөр үйлчилж буй үнэт цаасны дансны заалт нь данс доторхи хувьцаа буюу эсвэл хөрөнгийн данс байна, хэрэв данс нээсэн тоо хэмжээн дээрээс харвал 2010 оны эцсээр Хятадын Лу, Шэнь хоёрын зах зээлд хөрөнгө оруулагчдын хувьцааны дансны тоо хэмжээ 153 наяд, 934 тэрбум 8 саяд хүрч, хөрөнгө оруулагчдын бүтэц 60 гаруй мянгад хүрчээ.

## **5. Үнэт цаасны хяналтын байгууламж**

Одоо хүчин төгөлдөр хэрэгжиж буй Хятадын Үнэт цаасны хяналтын байгууламж нь "бие даасан үйл ажиллагаа, бие даасан хяналт"-ын үзэл баримтлалд тулгуурлан байгуулагдсан юм. Үүнийг Хятадын Ардын банкны хяналтын нэгдсэн чиг үүрэг аажим аажмаар задарч, улмаар бие даасан олон толгойт хяналт бүрэлдэх явцын хувьсан өөрчлөлт гэж ерөнхийд нь хэлж болох юм.<sup>3</sup> Өдгөө Хятадад Үнэт цаасны хяналтын удирдлагын хороо, Үнэт цаасны мэргэжлийн нийгэмлэг болон Үнэт цаасны арилжааны биржээр голлосон үнэт цаасны хяналтын тогтолцоо нэгэнт төлөвшин бүрэлдээд байна.

Хятадын Үнэт цаасны хяналтын хороо байгуулагдснаас хойш, үнэт цаасны /фьючерс/ улирлын барааны зах зээлийн хэд хэдэн хууль тогтоомж болон дүрэм журмыг боловсруулахад түлхэц болсон хэдий ч нийтэд нь авч үзэхэд, Хятадад 1998 онд баталсан "Үнэт цаасны хууль"-ийг л сая үнэт цаас гаргах болон арилжаа гүйлгээг зохицуулах анхны хууль дүрэм мөн хэмээн үзэх болсон юм. Эдийн засгийг зохицуулах болон банк санхүүгийн шинэтгэлийг тасралтгүй гүнзгийрүүлэх, мөн хөрөнгийн зах зээлийг хөгжүүлэх шаардлагыг биелүүлэхийн тулд "Үнэт цаасны хууль" болон "Компаний хууль"-ийг 2005 онд шинэчлэн засварлаж, 2006 оноос тэдгээрийг хэрэгжүүлэх арга хэмжээ авчээ. Дараа нь холбогдох яам албан газруудын хууль тогтоомж, дүрэм журам хийгээд норматив бичиг баримтуудыг нягтлан засварлажээ.

<sup>3</sup> 1992 оны 10-р сард Төрийн Зөвлөлөөс Төрийн Зөвлөлийн Үнэт цаасны хороо болон Хятадын Үнэт цаасны хяналтын удирдлагын хороог байгуулж, үнэт цаасны салбарыг тусгайлан хариуцаж хяналтандаа авсан юм.

1998 оны 11-р сард, Хятадын Ардын банкны 31 мужийн салбарыг цуцалж, 9 мужид хуваах зохион байгуулалтыг хийсэн юм. 1998 оны 11-р сард Хятадын Даатгалын хяналтын удирдах хороог байгуулж, улмаар Даатгалын хяналтыг Хятадын Ардын банкаас банк санхүүгийн хяналтын бүтцэд тусад нь бие даалгав. 2003 оны 4-р сард Хятадын банкны салбарын хяналтын хороо байгуулагдсан юм. Одоо Хятадад ийм салбар олон толгойтой хяналтын стандартын нөхцөлд адил бус банк санхүүгийн бүтцийг шууд тулгасан тогтолцоогоор дотооддоо харилцах, ялангуяа ийм үйл хэргээс банк санхүүгийн ажлыг эрхлэхэд зөрөлдөж, давхдаг, тэгээд ч хяналт шалгалтын байгууллага бүрийн хоорондын холбоо болон хамтын ажиллагаа маш тодорхой байх ёстой. 2000 оны 9-р сард Хятадын Ардын банк, Үнэт цаасны хяналтын хороо, Даатгалын хяналтын хорооны шийдвэрээр гурван талын хяналт шалгалтын хамтарсан бага хурлаар журам тогтоож: Мөнгөний хяналтын хороог байгуулсны дараа, 2003 оны 9-р сард Мөнгөний хяналтын хороо, Үнэт цаасны хяналтын хороо, Даатгалын хяналтын хороо анх удаа хяналт шалгалтын хамтарсан бага хурлыг хуралдуулав. 2004 оны 6-р сард эдгээр гурван хяналтын байгууллага "Гурван том банк санхүүгийн хяналтын байгууллагын банк санхүүгийн хяналтыг зохицуулах ажлыг хуваан авч хамтран ажиллах Санамж бичиг"-т гарын үсэг зурсан бөгөөд өөр өөрийн чиг үүргийг тодорхойлсны үндсэн дээр харилцан мэдээлэл солилцох хугацааг тодорхойлох журмыг тогтоож, байнгын хамтарсан байгууллагын журмыг боловсруулж даруй хамтарсан хурлын үйл ажиллагааг бий болгосон юм.

**6. Зах зээлийг гадаадад нээлттэй болгох талаар**

БНХАУ нь 2001 оны 12-р сард ДХБ-д элсэн орсны дараа Хятадын хөрөнгийн зах зээлийг гадаадад нээлттэй болгох алхмыг түргэвчилсэн юм. 2006 оны эцэс гэхэд, ДХБ-д орсон цагаас эхлэн үнэт цаасны зах зээлийг нээлттэй болгох талаар авсан үүрэг амлалтаа бүхий талаар гүйцэтгэж ирлээ.

Өнөөгийн байдлаас харахад, Хятадын хөрөнгийн зах зээл гадаадад нээлттэй байгаа нөхцөл байдлыг үндсэндээ хоёр хэсэгт хувааж болох юм. Үүнд: нэгд, бүтэц болон үйл ажиллагааг шат дараалан нээлттэй болгож, ялангуяа хамтарсан хөрөнгийн үнэт цаасны удирдлага менежментийн бүтцийг байгуулсан буюу үнэт цаасны үйл ажиллагааг нээлттэй явуулах болсон; хоёрт, хөрөнгө мөнгөний талаар нээлттэй болгож, хамгийн гол нь QFII болон QDII системийг хэрэгжүүлсэн байна.

Үндэсний мөнгөн тэмдэгтийг /юань/ нийт үнийн дүнгийн хэмжээгээр бүрэн чөлөөтэй солилцох нөхцөлтэйгээр хилийн чанадад хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгө оруулах механизмыг 2002 оны 12-р сард баталж, Хятадын үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулахыг бүрэн зөвшөөрч, QFII системийг хэрэгжүүлэх арга хэмжээ авчээ. 2003 оноос QFII системийг нэвтрүүлснээс хойш, 2013 оны эцэс гэхэд, Хятадын Үнэт цаасны хяналтын хорооны нийт үнийн дүнгийн хэмжээгээр чанарын жишигт нийцүүлэн хилийн чанадад хөрөнгө оруулах 251 аж ахуйн нэгжийн хөрөнгө оруулагчийг баталж, Гадаадын валютыг зохицуулах газраас баталсан нийт үнийн дүнгийн хэмжээгээр хөрөнгө оруулсан хөрөнгө оруулагчийн нийт үнийн дүн 49 тэрбум 701 сая ам. доллар болжээ. 2011 оны эцсээр, БНХАУ-ын Засгийн газраас үндэсний мөнгөн тэмдэгтийг /юань/ чанарын жишигт нийцүүлэн гүйлгээнд оруулан хөрөнгө оруулагчид хилийн чанадад хөрөнгө оруулах механизмыг (RQFII) системээр туршиж, 2013 оны эцэс гэхэд (RQFII) хөрөнгө оруулалтын нийт үнийн дүнгийн хэмжээг 157 тэрбум 500 сая ам. доллар байхаар баталсан юм.

2006 оны 5-р сард, Хятад улс дотоодын байгууллагын хөрөнгө оруулалтыг бүрэн баталгаажуулж, улмаар хилийн чанадад үнэт цаасны

зах зээлийн QDII системийг хэрэгжүүлэх арга хэмжээ авсан байна.

2013 оны эцсээр, Үнэт цаасны хяналтын хорооноос баталсан болон Гадаад валютыг зохицуулах газрын үнийн дүнгийн хэмжээнд QDII системийг дагаж мөрдөх нийт 29 банкийг багтаагаад (нийт үнийн дүн 136 тэрбум 900 сая ам. долл), Үнэт цаасны төрлийг эрхлэх компани 47 (түүний дотор үнэт цаасны 14 компани, нийт үнийн дүн 6.1 тэрбум ам. долл., сангийн 33 компани (нийт үнийн дүн 25 тэрбум ам. долл.), даатгалын 31 компани (нийт үнийн дүн 27 тэрбум 842 сая ам. долл.), зуучлалын 8 компани (нийт үнийн дүн 5.6 тэрбум ам. долл.) байна.

### **Хоёр. Өнөөгийн Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн байдлыг банк санхүүгийн бүтцээс харах нь**

Хөрөнгийн зах зээл Хятадын эдийн засаг, нийгмийн хөгжилд юугаар ч орлуулшгүй чухал үүрэг гүйцэтгэж байгаа нь бүхий талаас харагдаж байна. Гэвч бодит хэрэгжилтээс харахад, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжилд ямар нэгэн гажуудал, тодорхой бус ойлгомжгүй үзэгдэл байсаар л байна. Бид хэрэв 2013 оны нөхцөл байдлыг 1990-ээд оны эхэн үетэй харьцуулвал, Хятадын макроэдийн засаг тууштай, эрчимтэй хөгжиж байна гэхэд өчүүхэн ч хэтрүүлсэн яриа болохгүй байх. Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн энэ хорь гаруй жилийн хурдацтай хөгжил улам ихээр эрчимжихийн зэрэгцээ хооронд нь харьцуулах зай богиносж байна гэж хэлж болно. Зөвхөн 2007 оны үеийн зах зээлийн байдлыг 2013 оныхтой харьцуулахад ямар ч гайхах зүйл гарахгүй байх, үүнээс өмнө бол харин эсрэгээр дүгнэж байсан билээ.

Хятадын засгийн газраас эдийн засгийг хөхиүлэн дэмжих бодлогоор макроэдийн засгийг эн тэргүүнд тавьснаар дэлхий дахинд үүссэн банк санхүүгийн эрсдлийн сүүдэр, түүнтэй адилтгах 7,8 жилийн урт хугацааны дотор урьд нь эдийн засгийн өндөр хурдтай өсч байсан байдлаа хадгалж ирсэн ч нүсэр суурьтай Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил хүнд байдалд орох болсон төдийгүй хувьцааны үнэ тасралтгүй буурсаар байсан юм. Нөгөөтэйгүүр гол нь хөрөнгийн зах зээлийн эргэлтийн хөрөнгө, хөрөнгийн эх үүсвэрийн хуваарилалт зэрэг технологийн үндэс алдагдаж, тэгснээр Хятадын банк санхүүгийн

тогтолцоон дахь байр суурь тодорхой, нээлттэй байсан хөгжлийг хязгаарлаж, Хятадын банк санхүүгийн бүтцийн гажуудлын явцыг улам даамжруулсан юм.

**1. Хятадын банк санхүүгийн бүтэц: үндсэн тодорхойлолт**

Хэрэв банк болон зах зээлийг үндэслэх, эс бөгөөс шууд болон шууд бус банк санхүүгийн хоёр зүйлийн санхүүжилтийн механизмын тогтолцоон дахь байр сууринаас тодорхойлж, түүнийг түүхэн болон орчин үеийн бодит байдлаас харах аваас, Хятадын банк санхүүгийн тогтолцоо нь маш энгийн өөрийн гэсэн “банкны удирдлагын загвар хийц”-тэй өвөрмөц онцлогтой болох нь илэрхий байна.

Ийнхүү тодорхойлоход, нэг талаас чухамдаа ямар нэгэн цаг үе эсхүл аль ч цаг хугацааг хамаарахгүй (**Хүснэгт.2**) холбогдох тоо баримт, тэдгээрийг олон улсын жишигтэй харьцуулсан нэр томъёо, мөнбодит эдийн засаг дахь бодит ажиглалтын нэр томъёо, мөн банк санхүүгийн зах зээлийн харьцуулалт, өнөөгийн Хятадын банкны тогтолцоо энэ бүхэн нийлээд өргөжин хөгжихөд чухал үүрэг гүйцэтгэж байна гэж хэлж болно. Хэрэв 1990-2009 оны дундаж үнийн дүн, банкинд байрших хөрөнгө хадгаламж болон хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээний харьцуулалт 2.93-д хүрч, (Хятадын энэхүү үзүүлэлт нь зөвхөн Америк, Их Британи зэрэг орныхоос хамаагүй өндөр төдийгүй “БРИКС-ийн 4 орон” дотроо ч бас хамгийн өндөр нь болох юм, гагцхүү Германы дараа орно), нөгөө талаас, нийгмийн санхүүжилтийн үр дүнд банкны зээл 1997-2010 оны хооронд нийгмийн бүх санхүүжилтийн нийт хэмжээний ойролцоогоор 80%-ийг эзэлжээ.(Чэн Юйлу. 2011).

**Хүснэгт 2. Банк санхүүгийн системийн олон улсын харьцуулалт: Банк болон зах зээлийг үндэслэсэн үзүүлэлт (2000 он)**

	Шалгуур Үзүүлэлт	Англи гарал үүсэл	Франц гарал үүсэл	Герман гарал үүсэл	Скандинавын Норвеги гарал үүсэл	Дээжийн дундаж	Хятад
Банк болон зах зээлийг загвар	Банкнызээл/ GDP	0.62	0.55	0.99	0.49	0.73	1.11(0.24)
	Үйл ажиллагааны зардал/ нийт хөрөнгө	0.04	0.05	0.02	0.03	0.03	0.12
	Нийт арилжааны өртөг/GDP	0.31	0.07	0.37	0.08	0.27	0.11
	Нийт зах зээлийн өртөг/ GDP	0.58	0.18	0.55	0.25	0.47	0.32
Бүтэц зохион байгуулалтын индекс (банк, зах зээлийг жиших)	Бүтэц, з/б, үйл ажиллагаа	-0.76	-2.03	-1.14	-1.83	-1.19	-1.07(0.46)
	Бүтэц, з/б-ын хуваарилалт	-0.10	-1.05	-0.77	-0.69	-0.55	-1.24(0.29)
	Бүтэц з/б-ын ашигт үйлийн коэффициент	-4.69	-6.00	-5.17	-6.17	-5.17	-1.48(-3.07)
	Бүтэц з/б- ын ерөнхий хэмжээ	1.21	-0.05	0.66	0.13	0.72	—
	Бүтэц з/б-ын хяналт шалгалт	7.02	8.21	10.15	7.72	8.95	16

ОЛОН УЛС СУДЛАЛ

Санхүүгийн хөгжил (банк болон зах зээл яам)	Санхүүгийн үйл ажиллагаа	-1.18	-3.38	-0.84	-2.86	-1.58	-0.85(-2.38)
	санхүүгийн хуваарилалт	5.10	4.29	5.22	4.60	4.95	-1.02(-2.55)
	Санхүүгийн ашигт үйлийн коэффициент	2.18	0.44	2.85	1.04	2.01	-0.60(1.14)
	Санхүүгийн нийт хэмжээ	1.23	0.13	1.47	0.48	1.05	—

Эх сурвалж: Allen et al.(2006)

**2. Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжлийн байдал:  
банк санхүүгийн бүтцийг ажиглах нь**

2007 оноос хойш, бид ямар ч гэсэн банк санхүүгийн тогтолцоон дахь банк болон хөрөнгийн зах зээлийн эсрэг тэсрэг байр суурийг гаргаж, нийгмийн санхүүжилтийн бүтэц, аж ахуйн нэгжийн бүтэц, санхүүжилтийн хөрөнгийн бүтэц зэргийн төлөв байдлыг ажиглан харж, хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил нь өмнөхөөсөө ялгаатай, харьцангуй буурах хандлагатай байдгийг нь тодруулсан юм. Бид ажиглалтаар Хятадын банк санхүүгийн үйл ажиллагаанд дараах дөрвөн өөрчлөлт гарч байгааг илрүүлэв. Үүнд:

**1. Улс ардын аж ахуй дахь банк болон хөрөнгийн зах зээлийн эсрэг тэсрэг байр суурийн өөрчлөлт**

Хятадын хувьцааны зах зээлийн нийт үнэлгээ болон эргэлтийн зах зээлийн үнэлгээ нь 2007 оны эцэст дээд цэгтээ хүрсэн ч дараа нь 2008 онд их хэмжээгээр буурсныг (бууралт бараг 2/3) бид мэднэ. Хэдийгээр 2009 онд эргэж бага зэрэг дээшилсэн ч дараагийн таван жилд тасралтгүй буурсан нь нийт зах зээлийн үнэлгээг үндсэндээ 24 наяд орчмоос доогуур барихад хүргэснээр харьцангуй ихээр хэлбэлзээгүй юм. Үүнийг (Зээл тусламж. Хүснэгт. 1) харж болно.

Хөрөнгийн зах зээлд иймэрхүү хямрал үүсч байсан талаар тодорхой харьцуулалт нь гэвэл 2002-2012 оны хооронд Хятадын

банкны салбарт байрших хөрөнгийн хэмжээг хадгалж, хурдацтай өсгөсөн явдал юм. 2002 оноос нийт зээл нь 13.1 наяд, нийт хадгаламж 17.1 наядаас тус бүр өсч, 2012 оны эцэс гэхэд нийт зээлийн хэмжээ 63 наяд, нийт хадгаламж нь 91.7 наядад хүрч, жилийн нийлбэр өсөлтийн коэффициент тус бүр 17.0% болон 18.3%-д хүрсэн байна. 2008 оноос хойш, Хятад улс нь олон улсын банк санхүүгийн хямралын эсрэг хариу арга хэмжээ авч, дотоодын хэрэгцээгээ өргөжүүлэн хамгаалж макроэдийн засгийг тогтвортой байлгах, улмаар зээлийг эрчимжүүлэн өргөжүүлэх бодлогыг хэрэгжүүлж зээлийн хэмжээг гал унтраах аргаар өсгөх нөхцлийг бий болгосон юм. Үүнд: 2007 он эцэс гэхэд, Хятадын банк санхүүгийн нэгж байгууллагуудын гадаад валютын нийт хөрөнгө 27 наяд болов. Харин 2008-2011 оны хоорондох санхүүгийн жилийн банкны зээлийн хэмжээ тус бүр 5 наяд, 10.5 наяд болж, улмаар 8.4 наяд ба 7.9 наядад хүрч, үүний үр дүнд 2011 оны эцсээр Хятадын банк санхүүгийн нэгж байгууллагуудын гадаад валютын нийт дүн 58.2 наяд болсон, (үүнийг 2007 оны эцсийн өсөлттэй харьцуулвал 115%-иар өсчээ), Хятадын Худалдаа аж үйлдвэрийн банк нэгдсэн хөрөнгийн хэмжээг маш богино хугацааны дотор 10 их наяд үндсэн хэсгээс давуулах нь зүйтэй хэмээн үзсэн бөгөөд 2013 оны эцсээс өнөөг хүртэл 15.14 их наядад хүрснийг онцлох нь зүйтэй.

2008 оноос хойш хөрөнгийн зах зээл болон банкны адил бус үйл ажиллагаатай загвар нь банк санхүүгийн тогтолцоон дахь тэдгээрийн байр суурийг харьцуулшгүй болгож, томоохон өөрчлөлт гаргахад хүргэлээ. 2007 оны эцэс гэхэд, хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээ /ДНБ-ий хувийн жин 100%-иас давж, 123.1%-иас хэтэрч/ түүхэндээ хамгийн өндөр түвшинд хүрсэн бөгөөд харин банкны актив хөрөнгө /ДНБ-ий хувийн жин мөн л 198.3%, харьцангуй зөрүү нь дөнгөж 75%, /2013 оны эцэс гэхэд хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээ /ДНБ-ий хувийн жин дөнгөж 40.6%-д/ хүрсэн, харин банкны актив хөрөнгө /ДНБ-ий хувийн жингийн өндөр 266.2%-иас давж, харьцангуй зөрүү ихсэж 226%/ болов, (энэ утгаар одоо Хятадын банкны системийн хөрөнгийн хэмжээ хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээг 6 дахин давж, 2007 оны сүүл гэхэд энэ тоо дөнгөж 1.61 дахин давжээ.)

## 2. Нийгмийн санхүүжилтийн ерөнхий бүтцийн өөрчлөлт дэх банк болон хувьцааны зах зээл

Нийгмийн санхүүжилтийн ерөнхий хэмжээг бодит эдийн засагт зааснаар (үүнд: банк санхүүгийн яам салбарын нийгмийн янз бүрийн эдийн засгийн нэгжүүдээс гадна компани үйлдвэрийн газрууд, мэргэжлийн байгууллагууд, засгийн газрын яамд, оршин суугчид, хувь хүн зэргийг багтаасан болно.) тодорхой хугацааны дотор (сар, улирал буюу жилээр) банк санхүүгийн тогтолцооноос (банк санхүүгийн төрөл бүрийн бүтэц, банк санхүүгийн зах зээл) бүгд санхүүжилтийн ерөнхий үнийн дүнгээс бүрэн хүртдэг. Банк санхүү хийгээд эдийн засгийн харилцааны үүднээс авч үзвэл, нийгмийн санхүүжилтийн ерөнхий хэмжээ банк санхүүгийн тогтолцоонд тодорхой хугацаанд бодит эдийн засагт нийлүүлсэн хөрөнгө мөнгөний дэмжлэг үзүүлэхтэй холбогдуулан санхүүжилтийн ерөнхий хэмжээг бүгдийг бүрэн тусгадаг байна.

Зээл тусламжтай холбогдуулан 2011 оны 4-р сард Хятадын Ардын банкаас анх удаа боловсруулж нийтэлсэн нийгмийн санхүүжилтийн ерөнхий индексээс бид санхүүжилтийн тогтолцоогоор бодит эдийн засгийг дэмжих хүчин чармайлтын талаархи мэдэгдэм тодорхой өсөлтийг гаргаж болох юм. 2002-2013 он хүртэл Хятадын нийгмийн санхүүжилтийн ерөнхий дүнгээс 2 наядаар тэлж 17.29 их наядад хүргэсэн бөгөөд жилийн дундаж өсөлт 27.8%, өмнөх жилийн мөн үетэй харьцуулвал үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн /юань/ төрлийн зээлийн жилийн дундаж маш хурдацтай өсч зууны 9.4% болжээ. 2007 оны статистик баримттай харьцуулахад, зээл (юаний зээл болон гадаад валютын зээл) нийгмийн санхүүжилтийн ерөнхий хэмжээн дэх хувийн жин үндсэндээ жилээс жилд буурсан байдалтай (66.2%-иас буурч 1.3%-д хүрсэн, нийт буурсан хэмжээ 84%-д хүрсэн) буй нь анхаарал татаж байгаа юм. Энэ бүх зээл нь нийгмийн санхүүжилтийн хамгийн гол суваг хэвээр байгаа үед нийгэм дэх хувьцааны санхүүжилтийн байр суурь бүхэлдээ байсан ч үгүй ч ялгаагүй тийм байдалд орлоо буурч, 2013 оны хөрөнгийн зах зээлийн санхүүжилтийн чадавхи үндсэндээ алдагдсаныг ойрын 7 жилийн хөгжлийн явц (Хүснэгт. 3) илтгэн харуулж байна.

**Хүснэгт 3. Хятадын нийгмийн санхүүжилтийн бүтцийн өөрчлөлт: 2002-2013 он**

нэгж: %

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Нийгмийн санхүүжилтийн нийт хэмжээ (Зуун сая)	172900	157600	128300	142745	140870	68498	59168	39768	28692	28767
Нийгмийн санхүүжилтийн нийт хэмжээний бүтэц з/б	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Юаний зээл	51.4	52.1	58.3	55.6	68.1	71.5	61.3	79.3	82.1	78.8
Валютын зээл	3.4	5.8	4.5	2.9	6.6	0.9	4.9	2.5	3.7	4.8
Найдвартай хөрөнгө	14.7	8.1	10.1	7.9	4.8	6.2	5.7	4.7	3.4	11.1
Итгэмжлэгдсэн хөрөнгө	10.7	8.2	1.6	2.7	3.1	4.6	2.9	2.1	-	-
Банкны хүлээн зөвшөөрөгдсөн гуйвуулгын вексель баталгаа	4.5	6.7	8.0	16.3	3.3	1.6	11.3	3.8	0.1	-1
Үйлдвэр аж ахуйн нэгжийн өр зээлийн даалгавар	10.4	14.3	10.6	8.4	9.2	8.1	3.9	2.1	7	1.8
Санхүүжилтгүй үйлдвэр аж ахуйн нэгжийн хувьцаа	1.3	1.6	3.4	4.1	3.2	4.9	8.1	3.4	1.2	2.3
Даатгалтай компаний нөхөн олговор	-	-	1.9	1.3	1.2	2.2	1.8	2.1	2.5	2.1
Даатгалтай компаний хөрөнгө оруулалтын шийжтэй үл хөдлөх хөрөнгө	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-	-	-
Бусад	-	-	1.5	0.7	0.5	-	-	-	-	-

Эх сурвалж: Хятадын Ардын банк

**3. Үйлдвэр аж ахуйн нэгжийн санхүүжилтийн суваг бүтцийн өөрчлөлт дэх банк болон хөрөнгийн зах зээл**

Санхүүгийн бус үйлдвэр аж ахуйн нэгжийн санхүүжилтийн гадаад эх үүсвэрт хувьцааны санхүүжилтийн зах зээлийн мөчлөг нэн чухал гэдгийг бид (Зээл тусламж. Хүснэгт. 4) харж болно. (ялангуяа хөрөнгийн зах зээлийн үнэ өсөх үед нэмэгдэж, зах зээл буурах үед багасах хандлагатай байна). Иймээс ч үйлдвэр аж ахуйн нэгжийн гадаад санхүүжилт дэх банкны харьцангуй байр суурь 2008 оноос ерөнхийдөө буурсан бөгөөд 2007 онд 23.2%-тай байсан коэффициент нь 2013 онд 3.2%-д хүртэл буурчээ.

**Хүснэгт 4. Хилийн доторхи, гаднах хувьцааны санхүүжилт болон банкны зээлийн өсөлтийн нэмэгдсэн дүнг харьцуулсан коэффициент**

Нэгж: зуун сая юань

	Банкны зээлийн өсөлтийн дүн	Дотоодын санхүүжилтийн дүн	Дотоодын санхүүжилтийн дүн болон банкны зээлийн өсөлтийн дүнгийн харьцуулсан коэффициент
2001	12439.4	1182.1	9.5
2002	18979.2	779.8	4.1
2003	27702.3	823.1	3.0
2004	19201.6	862.7	4.5
2005	19420.6	338.1	2.1
2006	31441.0	2463.7	3.9
2007	36323	7728.2	23.2
2008	41704	3457.8	7.9
2009	96290	4996.2	4.1
2010	79500	8954.99	12.9
2011	74700	5073.1	6.8
2012	82000	1722.23	2.1
2013	88900	2802.76	3.2

Жич: дотоодын санхүүжилт А, В хувьцааны санхүүжилтийн дүн болно.

Эх сурвалж: “Хятадын банк санхүүгийн оны лавлах” 《中国金融年鉴》(2014) 和中国证监

#### 4. Банк санхүүгийн хөрөнгийн бүтцийн өөрчлөлтийн явц дахь банк ба хувьцааны зах зээл

Бид 5 дугаар хүснэгтээс доорх зүйлсийг тодорхой харж болохоор байна. Үүнд: (1) Санхүүгийн актив дахь валютын хувь хэмжээ нэлээд буурчээ. 1985 онд гүйлгээнд байгаа бэлэн мөнгө 98 тэрбум 780 сая юань, хадгаламж 499 тэрбум юань байсан бол 2011 онд бэлэн мөнгө 5 наяд 78 тэрбум 446 сая юань, хадгаламж 85 наяд 159 тэрбум 90 сая юань болтлоо тус бүр нэмэгдсэн ч валютын санхүүгийн актив дахь хувь хэмжээ илэрхий бууралттай байв. 1985 онд гүйлгээнд байсан бэлэн мөнгөнд валютын эзлэх хувь 15.9 хувь байсан бол 2011 онд 3.9 хувь болтол, мөн хугацаанд хадгаламжид эзлэх валютын хувь хэмжээ 80.1 хувиас 61.9 хувь болтол тус тус буурсан байна. Эдгээр нь нийтдээ 30 орчим хувийн бууралтыг харуулж байна.

(2) Үнэт цаасны актив харьцангуй хурдтай өсөхийн зэрэгцээ түүний бүтцэд их хэмжээний өөрчлөлт гарчээ. 1985 онд хувьцаа, бондыг багтаасан үнэт цаасны активт эзлэх хувь 242 тэрбум 800 сая юань буюу 3.9%-ийг эзэлж байлаа. Үүнд Засгийн газрын бонд, компанийн бонд, хувьцаа зэрэг хөрөнгийг тооцохгүй байж болох ба 2007 оны сүүлч болоход үнэт цаасны төрлийн бүтээгдэхүүний бүтэц 49.2% болон өссөн ба валют хэлбэрийн хөрөнгө ч бараг адил хэмжээтэй өсчээ. Түүний бүтэц нь Засгийн газрын бондоор л голлох бөгөөд аж ахуйн нэгжүүдийн үнэт цаас, хувьцаа зэргийг огтхон ч хэрэгсэхгүй байв. Харин 2007 оны сүүлч болоход үнэт цаасны активын бүрдүүлэлт 49.2 хувьд хүрэн өссөн нь 10.2 хувь нь бондын эзлэх хувь, 38.9 хувь нь хувьцааны эзлэх хувь байдаг валютын активтай бараг адил байна. Хэдийгээр 2011 он гарсан ч гадаад дотоодын олон хүчин зүйлс нь хувьцааны зах зээлийн үнэлгээг хурдацтай унагахад нөлөөлж, үнэт цаасны активын хэмжээг 42.8 наяд хүртэл бууруулжээ. (Түүний бонд болон хувьцааны эзлэх хувь нь тус бүр тавь тавин хувь байна)

(3) Даатгалын хураамж хэлбэрийн хөрөнгө нь бусад мөнгөн хөрөнгөтэй харьцуулахад бага түвшинд хэвээр байгаа хэдий ч сүүлийн

ОЛОН УЛС СУДЛАЛ

10 жилд амь даатгал хурдацтай өсч үндсэндээ 1% орчмын түвшинд хүрч тогтворжин 1985 оны эхэн үеийн 0.2%-тай харьцуулахад харьцангуй өссөн байна.

**Хүснэгт 5. Хятадын санхүүгийн активын бүтцийн өөрчлөлт**  
хэмжих нэгж: %

Төсөл	1985	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2010	2011
Валютын актив	96.0	93.3	87.4	66.5	77.6	70.1	50.0	60.3	65.8
Гүйлгээнд байгаа бэлэн мөнгө	15.9	14.8	11.2	7.0	6.0	5.2	3.6	3.7	3.9
Нийт хадгаламж	80.1	78.5	76.2	59.5	71.6	64.9	46.4	56.6	61.9
Үнэт цаасны актив	3.9	6.5	12.5	32.9	21.2	28.8	49.2	38.4	33.1
Бонд	3.9	6.5	7.6	9.8	13.1	11.5	10.2	16.3	16.5
Засгийн газрын бонд	3.8	4.9	4.7	6.3	7.2	5.6	5.5	5.2	5.4
Аж ахуйн нэгжийн бонд	0	1.1	0.5	0	1.0	1.1	0.9	3.3	4.1
Санхүүгийн бонд	0.1	0.5	2.4	3.5	4.9	4.9	3.8	7.8	7.0
Хувьцааны зах зээлийн үнэлгээ	0	0	4.9	23.1	8.1	17.3	38.9	22.1	16.6
Даатгалын актив	0.2	0.2	0.1	0.6	1.2	1.1	0.8	1.2	1.1
Даатгалын хураамж	0.2	0.2	0.1	0.6	1.2	1.1	0.8	1.2	1.1
Нийт санхүүгийн актив	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Эх сурвалж: “Хятад улсын санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн тайлан 2007”, “Хятад улсын статистикийн эмхтгэл” (2009-2012 он)-ийн холбогдох мэдээллийг үндэслэв.

### **III. Өнөөгийн Хятадын хувьцааны зах зээлийн эргэлт ба санхүүгийн бүтцийн гажуудлын шалтгааны дүн шинжилгээ**

2008 оноос хувьцааны зах зээлд эргэлт гарсанаар Хятадын макро эдийн засгийн хурдтай өсөлттэй харьцуулахад уналтын нөхцөл байдалд орох хандлагатай байгаагийн улмаас хөрөнгийн зах зээлийн санхүүгийн системд эзлэх байр суурь буурахад хүргэж байна. Дэлхийн эдийн засгийн хямрал хийгээд гадаад, дотоод эдийн засгийн олон хүчин зүйл, зах зээлийн тогтолцооны дутагдал, хөрөнгө оруулагчдын бүтцийн зохисгүй байдал, санхүүгийн дэд бүтцийн зогсонги байдал зэрэг хүчин зүйлс төдийгүй системийн үүднээс харахад Хятадын засгийн газрын эдийн засгийн тогтвортой шилжилтийн бодлого нь хөрөнгийн зах зээлийн чадавхид шийдвэрлэх нөлөө үзүүлсэн байна.

#### **Өнөөгийн Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн эргэлтэд шууд нөлөөлж буй хүчин зүйлс**

Хөрөнгийн зах зээл уналтанд ороод байгаагийн үндсэн шалтгаан нь бүртгэлтэй компаниудын ашиг орлого буурах төлөвтэй байгаа ба хөрөнгө оруулагчдын зах зээлд итгэх итгэл дутмаг байдал, үүнээс үүдэлтэй үнэт цаасны зах зээлийн эрэлт нийлүүлэлтийн тэнцвэргүй байдал болох нь тодорхой харагдаж байна. Эдүгээ хятадын хөрөнгийн зах зээлд хөрөнгө оруулагчдын итгэлийг нэмэгдүүлж чадахгүй байгаа нь дорх дөрвөн хүчин зүйлстэй холбоотой хэмээн бид үзэж байна.

#### **Санхүүгийн хямралын нөлөөгөөр үүссэн эдийн засгийн хэлбэрний өөрчлөлт, макро эдийн засгийн өсөлтийн хурдны бууралт**

Хятад улсад тулгараад буй гол сорилт нь “экспортод чиглэсэн хөрөнгө оруулалтад тулгуурласан” эдийн засгийн өсөлтийн аргаа хэрхэн хэвээр хадгалах, эдийн засгийн бууралтаас хэрхэн зайлсхийх асуудал болоод байгаа нь Макро эдийн засгийн одоогийн байдлаас харагдаж байна.

Нэгдүгээрт, дэлхийн эдийн засгийн бүтцийн зохицуулалтыг дагалдан Хятадын эдийн засаг дахь гадаад эрэлт хэрэгцээний идэвхтэй нөлөө буурсан байна. 2000-2007 оны хооронд Цэвэр экспорт жилд дунджаар дотоодын нийт бүтээгдэхүүнийг 1.21 хувиар нэмэгдүүлсэн, жилд дунджаар ДНБ-ий 1.21 хувь болж нэмэгдсэн; 2009-2012 оны хооронд жил бүр ДНБ-ий 0.93 хувь болсон байна. Өөрөөр хэлбэл энэ нь зөвхөн гадаад эрэлт хэрэгцээний өөрчлөлт биш Хятадын эдийн засгийн өсөлтийн хурд 2-оос дээш хувиар буурсан болохыг харуулж чадна. Гадаад эрэлт хэрэгцээний бууралт нь түр зуурын үзэгдэл биш болох нь бодитой харагдаж байна. Ингэж бодох шалтгаан нь 1-рт дэлхийн эдийн засаг ялангуяа Америк, Европ зэрэг хөгжингүй эдийн засгийн байгууллаудын эдийн засгийн сэргэлтийн үйл явц олон зүйлийн тогтворгүй, тодорхойгүй хүчин зүйлүүдтэй тулгараад байгаа, эдийн засгийн өсөлтийн удаашрал нь даяарчлалын үзэгдэл байж магадгүй учир гадаад эрэлт хэрэгцээний их хэмжээний бууралтыг авчрах нь гарцаагүй. 2-рт, Дэлхийн эдийн засаг санхүүгийн “дахин тэнцвэржилт”-ийн бодит дарамт нь дэлхийн улс орнуудын боловсруулсан өөр өөрсдийн улс орных нь эдийн засгийн хөгжлийн стратегийг аргагүй байдалд оруулж магадгүй, цаашлаад Хятад улсад шинээр хөгжиж буй стратегийн шинжтэй үйлдвэр ба ажиллах хүчинд суурилсан үйлдвэрүүдэд өрсөлдөөний асар их дарамт үүсч байна. 3-рт, Дэлхийн хэмжээний худалдааны протекционист үзэл дахин илрэхийг дагалдаад Хятад ба хөгжингүй орнууд тэр ч байтугай бусад зах зээл шинээр хөгжиж буй орнуудын хооронд худалдааны зөрчилдөөн тасралтгүй нэмэгдэж байна. 4-рт, Хятад улсын хүн амын бүтцийн өөрчлөлтийг дагалдан Ажиллах хүчний үнэ болон газар нутгаар илэрхийлэгдсэн үйлдвэрлэлийн хүчин зүйлийн үнэ хямд байгаа нь Хятадын эдийн засгийн харьцангуй давуу талыг багасгаж байна.

Хоёрдугаарт, Хөрөнгө оруулалтын үр ашиг буурахыг дагалдаад хөрөнгө оруулалтыг хэвээр хадгалж үлдэхэд бэрхшээлтэй болж байна. Хөрөнгө оруулалт бол өөрчлөлт шинэчлэлтээс хойш хятадын эдийн засгийг түлхэх хамгийн чухал хүчин зүйлийн нэг нь байсаар байна. – Статистикаас харахад хөрөнгө оруулалт капиталын хуримтлалын ДНБ дахь хувь хэмжээ 1978 онд 30 хувь байснаа 2011 онд өсч 57.3 хувь болсон. Үүний улмаас хөрөнгийн хэмжээ жилд дунджаар 11 хувиас

давж, тогтмол хөрөнгийн хуримтлалын дундаж бодит өсөлт жилд 12.4 хувьд хүрсэн гэсэн тооцоо байдаг<sup>4</sup>. Гэхдээ гол асуудал нь Хятадын эдийн засаг сүүлийн 30 жилийн хугацаанд эрчтэй хөгжин хөрөнгийн хуримтлалын хэмжээ байнга өсж байгаа ч хөрөнгө оруулалтын үр ашиг нэлэнхүйдээ буурч байна. Ялангуяа боловсруулах үйлдвэрлэл бүтцийн шинжтэй үйлдвэрлэлийн хүчин чадлын ноцтой илүүдэлд хүрсэн тул одоо байгаа хөрөнгө оруулалтыг дэмжсэн эдийн засгийн өсөлтийн загварыг өөрчлөхөд улам хэцүү болж байна. Үүнээс гадна, 1997 оны Азийн Санхүүгийн хямрал ба 2008 оны Дэлхийн Санхүүгийн хямралын үед Хятадын засгийн газраар удирдуулсан дэд бүтцийн бүтээн байгуулалт нь иргэдийн болон гадаад хөрөнгө оруулалтын бууралтыг үр дүнтэйгээр нөхвөрлөж, эдийн засагт түлхэц өгсөн чухал арга хэмжээ болсон юм. Гэвч тухайн үеийн нөхцөл байдалд урт хугацааны, том хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийсний улмаас (ялангуяа 2008 оноос эхлээд эдийн засгийг цочроох түлхэц өгөх бодлого, орон нутгийн захиргааны санхүүгийн цар хүрээг хурдтай тэлэх) Хятадын олон бүс нутгуудад дэд бүтцийн бүтээн байгуулалт үндсэндээ ханалтын байдалд орж, тэрч бүү хэл илүүдэлтэй зохисгүй нөхцөл үүссэн нь хэтдээ дахин засварлахад хүндрэлтэй болгож байна.

Гуравдугаарт, Хэрэглээний түвшин тасралтгүй багассаар хэрэглээ буурч эхлэх болов. Өнгөрсөн 30 гаруй жилийн хугацаанд Хятадад эцсийн хэрэглээний ДНБ-нд эзлэх хувь жил дараалан буурсан хэмээн үзэж болох бөгөөд шинэ зуун гарсаар бүр ч илүү бууралт явагдсаныг илэрхийлбэл доорх мэт байна. 2000 онд 65 хувь байснаас 2011 онд 43 хувь болон буурч, түүний дотор иргэдийн хэрэглээний ДНБ-д эзлэх хувь 46-иас 36 хувь болон буурч, Америк (85%), Европ (75%) зэрэг хөгжингүй улсаас маш бага байгаа төдийгүй Азийн улс орнуудын түвшинтэй (65%) харьцуулахад ч бага байна. Бодит байдлаас харахад хэдийгээр Засгийн газар хэрэглээг дэмжих олон бодлого явуулж байгаа ч бодлогын хүсэн хүлээсэн үр дүн нь санаснаар болохгүй байгаа бөгөөд харин ч богино хугацаанд харьцангуй их өөрчлөгдсөн байна. Үүний улмаас сүүлийн жилүүдэд Хятадын үндэсний орлогын хуваарилалтын бүтэц өөрчлөгдөн иргэдэд чиглэх хандлага байхгүй болж байна. Эдийн засаг санхүүгийн орлого хурдтай нэмэгдэж байгаа үед иргэдийн

<sup>4</sup> WIND мэдээллийн сангийн тооцоог ашиглав.

үндэсний орлогын дахин хуваарилалтад эзлэх хувь 1996 онд 69.4 хувь гэсэн тогтвортой өндөр үзүүлэлттэй байснаа 2008 онд 57.1 хувь болж буурсанаас шууд хамааран иргэдийн орлогын түвшин буурч, хэрэглээний түвшин ч тасралтгүй буурч эхэлжээ. Хятад улсад хэрэглээ өсөхгүй байгаагийн хоёрдахь шалтгаан бол нийгмийн хамгааллын тогтолцооны хөгжлийн хоцрогдол, эмнэлэг, боловсрол хийгээд орон сууц зэрэг салбарын бүтцийн шинэчлэл хийгдэж байгаа зэрэг олон зүйлийн тодорхойгүй хүчин зүйлээс гадна боловсрол, орон сууцны зэрэг амьжиргааны салбарын зардалын дарамт илэрхий өсөх хандлага илэрч байгаа нь иргэдийн хэрэглээг хязгаарлах гол хүчин зүйл болоод байна. Хэрэглээ өсөхгүй байгаагийн гуравдахь шалтгаан нь орлогын хуваарилалтын хоёр туйлын ялгаа улам ихсэж баян ядуугийн ялгаа улам өсөх хандлагатай байгаа, хэдийгээр иргэдийн дундаж орлогын өсөлт бага биш байгаа ч олон тооны бага орлоготой гэр бүл хэрэгцээгээ хангах чадваргүй байгаад оршино. Дотоодын хэрэглээг хязгаарлаж буй хамгийн сүүлийн нэг шалтгаан бол бүтээгдэхүүний бүтэц ба эрэлт хоорондоо тохирохгүй байна. Хятадын иргэдийн хэрэглээ үндсэндээ хоол хүнс хувцас хунарын хувьд мөр бүтэн гэдэс цагталан байх байдлаас чинээлэг амьдралын хэв маягтай болж өөрчлөгдөж байна, гэтэл дотоодын үйлдвэрлэлийн өсөлтөд их хэмжээний дээд зэрэглэлийн хэрэглээ (ялангуяа тансаг хэрэглээ)-ний бараа бүтээгдэхүүн хангалттай биш байна. Нөгөө талаар бүтээгдэхүүний чанарын асуудал байнга гарч ирж байгаа нь дотоодын бүтээгдэхүүнд итгэх итгэлийг сулруулан иргэд өдөр тутмын хэрэглээний барааны аюулгүй байдал дутагдалтай мэт сэтгэгдэлтэй байгаагийн улмаас бодит байдал дээр дотоодын эрэлт зөвхөн хатуу чанд стандарттай импортын бараанд л сэтгэл хангалуун байх байдал үүсээд байна.

### **Хөрөнгийн зах зээлийн эргэлтийн тогтолцооны дотоод дутагдал**

Зах зээлийн эргэлтийн талаас авч үзвэл, Хятад улсын хөрөнгийн зах зээлд оршиж буй тогтолцооны шинжтэй олон дутагдал нь зах зээлд итгэх итгэл алдагдсанаас үүдэлтэй өөр нэгэн хайхралгүй орхиж үл болох чухал шалтгаантай байж магадгүй юм. Бидний бодлоор хөрөнгийн зах зээлийн эргэлтийн түвшин дэхь тогтолцооны дутагдал гурван зүйлээр илэрч байна: 1 – тогтолцооны агуулга зах зээлийн эргэлтийн дотоод хууль дүрмээс салангид байгаа байдал, тохиромжгүй зүйлс их байгаа

явдал; 2 – тогтолцооны тогтвортой байдал харьцангуй сул, холбогдох агуулгын олон удаагийн өөрчлөлт нь зах зээлийн тогтвортой байдлыг таамаглах аргагүй байдалд хүргэсэн; 3 – Тогтолцоо боловсронгуй бус, тодорхой түвшинд зах зээлийн хурдацтай хөгжлөөс саланги тусдаа байгаа байдал.

### **Тогтолцооны үл нийцэл**

Үүнтэй холбоотойгоор Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн дахин санхүүжилтийн тогтолцоонд тайлбар хийж болох юм. 2008 оноос хойш бүртгэлтэй компаниудын дахин санхүүжилтийн цогц журамд орох томоохон өөрчлөлтийн урьдчилсан нөхцлийн дагуу Хятадын Үнэт цаасны зохицуулах хороо 2006 онд гаргасан “Бүртгэлтэй компаниуд үнэт цаас гаргах удирдлагын арга хэмжээ”-нд буй бүртгэлтэй компаниудын (дахин) санхүүжилт ба ноогдол ашгийн хуваарилалтын бодлоготой холбоотой ерөнхий заалтуудыг улам бататгасан нь бүртгэлтэй компанийн дахин санхүүжилтийн зохицуулалт дахь хамгийн чухал шаардлагын нэг болжээ. Хяналт удирдлагын түвшинд ноогдол ашгийн хуваарилалтыг сайжруулах оролдлого (мөнгөн ноогдол ашиг) –ын зэрэгцээ ноогдол ашиг ба дахин санхүүжилттэй холбоотой бодлогыг хамгийн анх 2008 оны 10 сард Үнэт цаасны хорооноос гаргасан “Бүртгэлтэй компанийн ноогдол ашгийн тухай хэд хэдэн зарчмын шийдвэр”-т дурьдахдаа “компанийн тухай дүрэмд ноогдол ашгийн бодлогыг тодорхойлж, ашиг хуваарилах бодлого тасралтгүй, тогтвортой байдлыг хадгалах ёстой”, “Бүртгэлтэй компани үнэт цаас гаргах тухай” журамд “сүүлийн 3 жилд бэлэн мөнгө эсвэл хувьцааны хэлбэрээр хуримтлагдаж хуваарилсан ашиг сүүлийн 3 жилийн дундаж ашиг хуваарилалтын 20 хувиас багагүй байх” гэснийг “сүүлийн 3 жилд бэлэн мөнгө хэлбэрээр хуримтлагдаж хуваарилсан ашиг сүүлийн 3 жилийн дундаж ашигийн 30 хувиас багагүй байх” гэж өөрчилжээ. Энэ заалт бол дахин санхүүжилт, дотооддоо үнэт цаас гаргах ерөнхий журамд багтах ба энэ баримт бичиг гарсан цагаас эхлээд тасралтгүй, тогтвортой, өндөр хувьтай ноогдол ашиг нь бүртгэлтэй компанийн санхүүжилтийн үндсэн урьдчилсан нөхцлийн нэг болж байна гэж хэлж болно.

2012 он болоход Үнэт цаасны хорооны удирдлагын бодлогын энэ чиг баримжаа улам бүр бэхжих хандлагатай байгаа нь практикаас харагдах болжээ. Хятад улсын Үнэт цаасны хорооноос 5 сард гаргасан “Бүртгэлтэй компанийн ноогдол ашгийг баталгаажуулах тухай холбогдох мэдэгдэл”-д ноогдол ашгийн бодлогын чухал болохыг онцлон, компаниуд хөрөнгө босгох үед ноогдол ашиг ил тод байхыг шаардах болжээ.

8 сард гаргасан “Шанхайн хөрөнгийн биржид бүртгэлтэй компанийн ноогдол ашгийн удирдамж (төсөл)”-д санал болгосон “Ногоон суваг” хэмээх механизм (өндөр ноогдол ашиг өгдөг /50%-иас багагүй/ цэвэр ашгийн хэмжээ өндөр |цэвэр ашиг ба үндсэн хөрөнгийн харьцаа нэг жилийн хадгаламжийн хүүгийн ашгаас багагүй байдаг| компани биржид дахин санхүүжилт хийх, худалдан авах зэрэг зах зээлд нэвтрэх үйл явцыг дэмжих зорилгоор “Ногоон суваг” –т хамруулахын зэрэгцээ шүүмжлэх, урамшуулах эсвэл хянан шалгах үед давуу тал олгоно) хийгээд өндөр ноогдол ашигтай компанид зориулан тусгай индекс бэлтгэх (Компанийн ашигтай харьцуулахад цэвэр ашгийн хэмжээ 30 хувиас багагүй (цэвэр ашиг ба үндсэн хөрөнгийн харьцаа) 3 сарын хадгаламжийн хүүгээс багагүй байдаг компанид зориулан тусгай индекс зохиож, төвлөрсөн мэдээлэл өгөх, компанийн ноогдол ашгийг нэмэгдүүлэх талаар удирдан залж, зоригжуулах) зэрэг арга хэмжээ аваад зогсохгүй биржийн хэрэгжүүлж буй зохицуулах эрх бүхий байгууллагын бодлогын баримжааг шинээр туршиж үзэж байгаагаас гадна өнгөрсөн 4 жилийн өндөр ноогдол ашиг нь өдгөө Хятадын бүртгэлтэй компаниуд дахин санхүүжилтийн эрх олж авах дотоод шаардлага болоод байна.

### **Тогтолцооны тогтворгүй байдал**

2008 оноос хойшхи IPO-ийн тогтолцооны өөрчлөлт нь Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн системийн тогтворгүй байдлын хамгийн гол жишээ болоод байгаа бололтой. Зах зээлийг тогтворжуулахын тулд 2008 оноос өнөөдрийг хүртэл хөрөнгийн зах зээл дээр IPO-ийн наанадаж гурван удаагийн түр зогсолт болсон ба эдгээр нь 2008 оны 9 сарын 16-аас 2009 оны 6 сарын 29, 2012 оны 11 сарын 16-аас 2013 оны 12 сарын 30, 2014 оны 3 сараас 2014 оны 6 сар хүртэл, энэ хугацаанд

нэг ч компани Хятадын үнэт цаасны зохицуулах хорооны хувьцаа гаргах стандартыг хангаагүй байна.

IPO-гийн түр зогсолтыг дагалдан Хятадын үнэт цаасны зохицуулах хороо нь IPO-ийн зөвшөөрөгдсөн зорилтын дүгнэлтийн үндэслэл, объектийн үнэ өртгийн лавлагаа гаргах, үнэ тогтоох арга хэлбэр, хөрөнгө мөнгө хуримтлуулах менежмент, байгууллагын хариуцлагыг тайлбарлах зэрэг тогтолцооны холбогдох агуулгад байнга нэмэлт өөрчлөлт оруулж байв. Үнэнийг хэлэхэд энэ үед шинээр хувьцаа гаргах тогтолцооны зах зээлийн бүтцэд ихээхэн өөрчлөлт орсон боловч тогтолцооны олон удаагийн зохицуулалт нь бүртгэлтэй ксмпани, үнэт цаасны үйлчилгээ үзүүлдэг байгууллагууд хийгээд хөрөнгө оруулагчдын таамаглалыг будлиантуулж, зах зээлд нөлөөлөх гол хүчин зүйл болсон юм.

### **Тогтолцооны төгс бус байдал**

Хэлбэр бүтцийн хувьд харахад хөрөнгийн зах зээлийн эргэлтэд холбогдох хянах, бүртгэлээс хасах, худалдан авах, мэдээллийг ил тод болгох зэрэг тогтолцоо Хятад улсад байдаг ч уг тогтолцоонд нарийвчилсан дүрэм журмын хэрэгжилт дутмаг, агуулга боловсронгуй бус, ажиллагаа дутмаг зэрэг олон дутагдал оршсоор байна. Бүртгэлээс хасах системээр жишээ авч үзвэл холбогдох дүрэм журмууд гарсан боловч агуулга нь нарийвчилсан биш, бодит байдал дээр компаниудыг бүртгэлээс хасах хэмжээ хязгаартай, системд байх ёстой хязгаарлах шинжтэй чадварыг нь хөгжүүлэх боломжгүй байна.

### **Санхүүгийн дэд бүтцийн бүтээн байгуулалтын зогсонги байдал**

Үр ашиг багатай хууль шүүхийн тогтолцоо (**Хууль сахиулах тогтолцоо бас орно**)

Хөгжиж байгаа улсын хувьд Хятадын хууль эрх зүйн тогтолцоог хөгжингүй орнуудынхтай харьцуулахад мэдэгдэхүйц зөрүүтэй байна. (Хүснэгт 6-г хар.)

**Хүснэгт 6. Шинээр зах зээл хөгжиж буй гол гол улс орнуудын хууль эрхзүйн тогтолцооны харьцуулалт**

	Шүүхийн тогтолцооны үр ашиг	Хууль дүрэм	Авлига	Удирдах зөвлөлийг эсэргүүцэх эрх	Ижил төрлийн хувьцааг эзэмших эрх	Зээлдүүлэгчийн эрх	Нягтлан бодох бүртгэлийн стандарт
Хятад	N/A	5	2	3	1	2	N/A
Энэтхэг	8	4.17	4.58	2	0	4	57
Пакистан	5	3.03	2.98	4	1	4	N/A
ӨАБНУ	6	4.42	8.92	4	0	4	70
Аргентин	6	5.35	6.02	4	0	1	45
Бразил	5.75	6.32	6.32	3	1	2	54
Мексик	6	5.35	4.77	0	0	0	60
Англи	10	8.57	9.1	5	0	4	78
АНУ	10	10	8.63	5	0	5	71

Эх сурвалж: Allen et al. (2005)

**Санхүүгийн мэдээллийн чанар сайнгүй**

Өндөр чанартай санхүүгийн мэдээлэл бол санхүүгийн системийн тогтвортой, үр ашигтай үйл ажиллагааны үндсэн урьдач нөхцөл юм. Гэвч Хятад улсад нягтлан бодох бүртгэлийн стандарт, мэдээллийн ил тод байдлын тогтолцооны шаардлага харьцангуй сул, санхүүгийн тогтолцоон дахь санхүүгийн зах зээлийн мэдээллийн боломжит, үнэн зөв, бүрэн гүйцэд, олон талт чанар баталгаатай биш байгаа учраас зээлдэгчийн санхүүгийн нөхцөл байдлыг үнэн зөвөөр үнэлэхэд хэцүү байдаг ба хувьцааны зах зээлийн үйл ажиллагааны үр ашигтай байдал ихээр хязгаарлагдмал байна.

### **Үнэт цаасны хяналт явуулах хүч хангалтгүй**

Холбогдох хууль дүрмүүдийн дутагдал хийгээд хуулийн хэрэгжилт муу байгаагийн улмаас санхүүгийн системийг зохицуулагч механизм бий болгох, тусгай мэргэжилтнээр хангах хийгээд эрхийн хязгаарлалт хийх зэрэг хүчин зүйлийг нэмэгдүүлэх хэрэгтэй байна. Хятад улсад одоо буй үнэт цаасны зохицуулалтын системийг харахад эдийн засаг санхүүгийн глобальчлалд суурилсан санхүүгийн шинэ хэрэгцээ шаардлагад сайн нийцэхгүй байгаа ба зохицуулалтын хэв маяг нь харьцангуй хөшүүн, ихэвчлэн эдийн засаг санхүүгийн тогтвортой байдлын төлөө үр ашгийг золиослох хандлагатай байдаг.

Үүнээс гадна Хятад улсын одоогийн нөхцөл байдлыг харахад банк, үнэт цаас, даатгал хийгээд холимог итгэлцэлийн ажиллагаа нэгэнт бодитоор биеллээ олсоноос үзэхэд зах зээлд буй чиг үүргийн хувьд тун төстэй ч өөр өөр маягийн санхүүгийн үйлчилгээ, бүтээгдэхүүнүүд байгууллагын менежментийн үр ашигт их хэмжээгээр нөлөөлж байна.

**Хөрөнгө оруулагчдын бүтцийн үл нийцлийн улмаас хөрөнгийн зах зээлийн капитал нийлүүлэлтийн зам суваг саад ихтэй байна.**

2000 оноос хойш үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтын сан, нийгмийн халамжийн сан, даатгалын сангаар гол төлөөлөл болгосон байгууллагын хөрөнгө оруулагчдын хүрээ хэмжээ хурдацтай өсч, 2013 оны сүүлч болоход төрийн болон хувийн хэвшлийн үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтын сангийн үнэт цаасны хөрөнгийн нийт хэмжээ 5.5 наяд, хувийн хэвшлийнхний хувьцааны эрх болон аж ахуй эрхлэх хөрөнгө оруулалтын сангийн удирдлагын хүрээ хэмжээ нь ойролцоогоор 0.72 наяд юань, даатгалын сангийн үнэт цаасан хөрөнгийн хэмжээ 4 наяд 124 тэрбум 24 сая, нийгмийн даатгалын сангийн хөрөнгийн хэмжээ 241 тэрбум 564 саяд хүрчээ. Байгууллагын үүднээс харахад хэдийгээр сүүлийн жилүүдэд хүрээ хэмжээний хувьд илт нэмэгдсэн ч эдүгээх хөрөнгийн зах зээлтэй харьцуулан үзэхэд эдгээр байгууллагуудын хөрөнгө оруулагчдын гүйцэтгэх үүрэг тийм ч чухал биш юм. Хөрөнгө оруулагч хувь хүний хүсэл сонирхол буурч байгаа нөхцөлд Хятадын засгийн газар өндөр насны тэтгэвэр, даатгалын санд хөрөнгө

оруулагчдын эзлэх хувь хязгаарыг багасгах, үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтын санг нэмэгдүүлэх зэрэг асуудалд нилээд болгоомжтой хандах болсоноор тодорхой түвшинд хөрөнгийн зах зээлд хөрөнгийн нийлүүлэлт удаашран, эрэлт нийлүүлэлтийн тэнцвэр алдагдах эсвэл үнэ буурах байдалд хүргэж байна.

**Хөрөнгийн зах зээлийн санхүүгийн тогтолцоонд эзлэх харьцангуй байр суурийн бууралтын системийн шинжтэй шалтгаан:**

Хөрөнгийн зах зээлийн сүүлийн үеийн зогсонги байдал хийгээд түүний санхүүгийн систем дэхь байр суурь банкуудтай харьцуулахад тасралтгүй буурч буйн гол шалтгаан нь тогтолцоондоо байгаа ба Хятадын эдийн засаг төлөвлөгөөт эдийн засгаас зах зээлийн эдийн засаг руу, хөдөө аж ахуйн эдийн засгаас аж үйлдвэржсэн эдийн засаг руу шилжиж буй энэ хос шилжилтийн явц дахь засгийн газар нь санхүүгийн тогтолцоо хийгээд банк, хөрөнгийн зах зээлийн үйл ажиллагаанд шийдвэрлэх үүрэг гүйцэтгэж байгаа явдалд байна.

Тогтолцоо талаас нь харахад Хятадын дотоод шилжилтийн эдийн засгийг багтаасан цогцын хувьд өвөрмөц тогтолцооны эхлэл, эдийн засгийн суурь шийдвэр, санхүүгийн тогтолцооны өөрчлөлт шинэчлэлт нь засгийн газраар тэргүүлүүлсэн албадлагын шинжтэй эхэлдэг, тогтолцооны өөрчлөлтийн үйл явц дээрээс доош чиглэсэн, засгийн газрын үйл ажиллагаа эсвэл төрөл бүрийн улс төрийн хүчний нөлөөлөл санхүүгийн тогтолцооны шинэчлэлийг дэмжих гол хүч болдог.

Өөрчлөлт шинэчлэлтийн явцыг Засгийн газар хүчтэй хянаж байгаагийн улмаас өөрчлөлт шинэчлэл эхэлсний дараа Санхүүгийн хурдтай уналтын үед ч төрийн нэр хүндэд түшиглэн Хятадын төрийн өмчит банкинд хандах хадгаламж эзэмшигчидийн эргэлзээ арилж, зохистой хүүгийн бодлогыг дэмжих болов. Төрөөс татварын тогтолцооны хязгаарлагдмал байдлыг даван туулахын тулд төрийн өмчит банкны тогтолцооны төвлөрөлийг арилган олон нийтийн мөнгөжих үйл явцын үр дүнд өдөр ирэх тусам нэмэгдэж буй хадгаламжийг ашиглан санхүүгийн тогтолцоог шинэчлэх үйл явц тэргүүлсэн хэвээр байна. Төрөөс төрийн өмчит аж ахуйн нэгжид

үнийн хяналт тавихын зэрэгцээ санхүүгийн хүчтэй дэмжлэг үзүүлэх уламжлалт бодлогоо хадгалсан хэвээр байгаа ба чөлөөт зах зээлийн нөхцөл байдал нэмэлт хавсрага байдлаар нөлөөлөх хандлага байсаар ирсэн. (хувь хүний санхүүгийн шинэчлэл, гадаадын шинэлэг зүйлсэд ч хамаатай) Ийм нөхцөлд нэг талаар улс төр, үзэл суртлын үүднээс бодоход, нөгөө талаар дээр дурьдсан нөөцийн хяналтын зорилгыг биелүүлэхийн төлөө Хятадын засгийн газар эрх баригчид эхлээд мөнгөн тэмдэгтийн хуваарилалтад хяналт тавих, хуваарилалт, үнэт цаасны үнэ, хувьцаа эзэмших эрхийн зөвшөөрөл зэрэгт тавьж буй хатуу хяналт нь хувьцааны зах зээлийн хөгжлийн гол чиглэл болоод байна. Туршлагаас харахад гаргасан үнэт цаасны хэмжээг хянах, хуваарилах тогтолцоонд Засгийн газар шинэ нөөцийн горим гаргаж ирэн (энэ нь төрийн өмчит банкны өр хуваарилах тогтолцоотой огт адилгүй) хувьцаа эзэмших эрхийг хуваарилах (төрийн эзэмшил нь хувьцааны дийлэнх хувийг эзэлж байгаа хуулийн этгээдийн эзэмшлийн хувьцаатай хөрвөхгүй байх ) нөхцөлд улам томорсон хөрөнгийн зах зээлийн өргөжилтийн хүрээ хэмжээ нь стандарт хөрөнгийг төлөөлөн бүрэлдэж чадахгүй ба харин ч шилжилтийн эдийн засаг дахь санхүүгийн дэмжлэгийг буй болгох нөлөөтэй юм.

Иймээс Хятадын Засгийн газар, эрх баригчидийн хувьд “санхүүгийн хязгаарлалт”-нд байгаа хувьцааны зах зээлийг хөгжүүлэх, системийн дотоод бүтээгдэхүүний өсөлтийг хадгалах боломж, мөн системийг бүхэлд нь шинэчлэх боломжийг гаргаж ирэх ялангуяа санхүүгийн шинэчлэлийг зах зээлжүүлэхийг чухалчилж байна. 2008 он болоход Дэлхийн эдийн засгийн хямрал эхлэн 9 сараас дэлхий нийтэд тархсанаар Хятадын эдийн засгийн дотоод, гадаад орчинд маш том эргэлт гарав. Хятадын засгийн газар эдийн засгийг тогтворжуулахаар шуурхай арга хэмжээ авсан ба үүнийгээ улстөр, нийгмийг тогтворжуулахад мөн хэрэглэсэн юм.

Ийм онцгой нөхцөлд Хятад улс санхүүгийн системээ зах зээл эдийн засагт шилжүүлэх, глобальчлалын үйл явцад арга буюу богино хугацааны шинэ зохицуулалт хийгдэж, Төрийн өмчит арилжааны банкууд макро эдийн засгийг тогтворжуулах хамгийн үр ашигтай багаж хэрэгсэлийн нэг болсоноор төрийн өмчит арилжааны банкууд

энэхүү маш ховор олдох түүхэн хөгжлийн боломжийг шүүрч аван одоо буй хадгаламжийн хүүгийн хяналт зэрэг бодлогыг үр дүнтэй ашиглан, маш богино 5 жилийн хугацаанд зээлийн хэмжээ, нийт хөрөнгө нь хурдацтай нэмэгдэхийн зэрэгцээ их хэмжээний ашиг орлого олсон юм.

Нөгөө талаар, Арилжааны банкны тогтолцоо эрс хурдтай хөгжин тэлж байхад хувьцааны зах зээлийн хөгжил сайнгүй байгаа ба бүр маш хүнд нөхцөлд ороод байна гэж хэлж болно. Үнэт цаасны хоёрдогч зах зээлийг байгуулж эхэлсэнээр бүртгэлтэй компанийн тоо өсч, санхүүжилтийн хэмжээ нь нэмэгдэж байсан ч зах зээлийн үнэ буурах хандлага илэрч, хувьцааны зах зээлийн нийт өртөг, эргэлтийн хэмжээ ч мөн буурч байв. 2008 оноос хойшхи арилжааны банкны тогтолцоо ба хувьцааны зах зээлийн хооронд ялгаа маш их харагдаж байна. Үнэндээ Хятадын санхүүгийн ерөнхий бүтцийн хөгжлийн өмнөх хандлагатай харьцуулахад тодорхой түвшинд буруугаар эргэсэн нь сонирхолтой. Хятадын Ардын банк тэргүүлэн санхүүгийн үндсэн бүтэц, хэв шинжийг дахин шинээр бэхжүүлж байна.

**Дөрөв: Хятадын хувьцааны зах зээлийн ирээдүйн хөгжлийн тухай хэд хэдэн эргэцүүлэл**

Хятадын Засгийн газрын хувьд хөрөнгийн зах зээлд одоо тулгараад буй хүнд байдлыг хэрхэн шийдвэрлэх нь заавал даван туулах ёстой бэрхшээл болоод байна. Бидний бодлоор сүүлийн жилүүдэд банкны зээлийн хэмжээ цаашлаад  $M_2$  огцом өсөлт, макро эдийн засагт мөнгөний эргэлтийн түвшин харьцангуй хүрэлцээтэй байгаа нөхцөлд энэ асуудлыг шийдвэрлэх гол түлхүүр нь хөрөнгө оруулагчдын зах зээлд итгэх итгэлийг сэргээх явдал юм.

Бодит байдлыг харахад нэг талаас Хятадын хөрөнгийн зах зээл зах зээлд итгэх итгэл туйлийн хангалтгүй байгаа байдал илэрч буй ба үүний улмаас үнэ ханш үргэлжлэн буурах нөхцөл үүсч байна. Хөрөнгө оруулагчдын зах зээлд итгэх итгэлийг сэргээх, зах зээлийн бодит уналтыг арилгах гол зангилаа нь зохицуулагчдын зүгээс дахин давтан онцолдог “зах зээлийг аврах” шийдвэр зориг эсхүл “бүсээ чангалах” гэсэн утгатай богино хугацаанд “зах зээлийг аврах” тухай санаачлага огтхон ч биш харин үйл ажиллагааны чиглэлийг нь зах зээлийнхээ

анхны баримжаа руу эргүүлж чадах эсэх, зах зээлийн дүрэм дэг журмыг бэхжүүлэх, нэн ялангуяа хууль тогтоох, сахиулах аль ч шатанд хуулийг баримтлах, нийгмийн гэрээний гүйцэтгэл, мэдээллийг ил тод болгох, хуурамч мэдээлэл түгээх, дотоод арилжаа, зах зээлийг удирдах зэрэг хөрөнгийн зах зээлийн хууль зөрчсөн үйлдлүүдтэй хатуу тэмцэх, зах зээлийн хөндлөнгийн дэд бүтцийг байгуулах, жижиг дунд хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах бодлого баримтлахад байна.

Нөгөө талаас ХКН-ын XVIII их хурлын III Бүгд хурлаас Санхүүгийн шинэчлэлийн ерөнхий төлөвлөгөөг баталсанаар Хятадын санхүүгийн шинэчлэлийн дараагийн шатны гол цөм нь Арилжааны банк зэрэг бүтцийн түвшинд хязгаарлагдалгүй, Хүүгийн хэмжээ, валютын ханшийг зах зээлжүүлэх шинэчлэлийн урьдчилсан нөхцөлийг зах зээлийн баримжаатай болгож, зах зээлийн байгуулалтыг шинэчлэлийн тулгуур болгох, олон шатлалт хөрөнгийн зах зээлийн тогтолцооны ач холбогдол тасралтгүй өсч, сүүдрийн банкаар төлөөлүүлсэн санхүүгийн инноваци нь арилжааны банкууд хийгээд хөрөнгийн зах зээлийн зааг хязгаарыг эвдсэнээс болсон санхүүгийн зохицуулалтанд тулгарч байгаа сорилтууд улам бүр томорч байна. Ийм түүхэн нөхцөлд, Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн ирээдүйн эрүүл хөгжлийг хангахын тулд Хятадын засгийн газрын бодлогын чиглэл нь хөрөнгийн зах зээлийн үйл ажиллагааны чиг баримжааг шинээр ойлгосны үндсэн дээр зайлшгүй өөрчлөгдөх хэрэгтэй юм.

Хураангуйлбал:

(1) Зах зээлд шийдвэрлэх үүрэг гүйцэтгэх энэхүү үзэл санааг удирдлага болгож, одоо хэрэгжиж байгаа “Үнэт цаасны хууль”-ийг засан сайжруулж, хятадын хөрөнгийн зах зээлийн тогтолцоог сэргээн босгох суурийг тавьж байж зах зээлийг тогтворжуулах болно.

(2) Өнөөгийн Хятадын зах зээлд хувьцаа гаргах, худалдан авах, мэдээллийн ил тод байдал зэрэг тогтолцооны шинэчлэлийн үндсэн чиг хандлагийг дахин шинээр авч үзэх хэрэгтэй. Зах зээл цаашилбал компаний засаглал зэрэг бусад дэмжих тогтолцооны бүрэн төгс бус урьдчилсан нөхцөлд гагцхүү хувьцаа гаргах, үнэ тогтоох тогтолцооны зах зээлжүүлэлтийг онцлох нь асар их хэмжээний ашиг сонирхолын

зөрчлийг дагуулж болох юм. Мөн оршин байгаа асар их мэдээллийн тэгш бус нөхцөлд жижиг дунд хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хохироон байж мэдээлэлтэй хүмүүс эсвэл томоохон байгууллага хөрөнгө оруулагчдад тэдний ашгийг шилжүүлэх ч асуудлыг дагуулж магад юм. Иймээс санхүүгийн дэд бүтцийг улам боловсронгуй болгох үүднээс бүртгэлтэй компаниуд, зуучлалын байгууллагууд (үнэт цаасны компани, нягтлан бодох байгууллага, өмгөөлөгчдийн байгууллага, хөрөнгийн үнэлгээний байгууллага гэх мэт)-н үүрэг хариуцлагийг чангатгаж, ямар нэгэн асуудал гаргадаг л юм бол үнэт цаасны чанарыг баталгаатай байлгахын тулд холбогдох этгээдэд нь хатуу чанга хуулийн хариуцлагыг заавал тооцдог байхыг анхааралдаа авах хэрэгтэй юм.

(3) Үнэт цаасны тухай холбогдох хууль тогтоомжийг илүү боловсронгуй болгохын зэрэгцээ, үнэт цаасны гэмт хэрэгтэй хийх тэмцэлээ тууштай, тасралтгүй эрчимжүүлэх, Хууль бус үнэт цаастай тэмцэх хууль сахиулах үйл ажиллагаа нь “анги давхрагын ялгаа” эсхүл “тэгш бус хандлага”-ын үүндээс өөрчлөгддөг байж хэрхэвч болохгүй.

(4) Бүртгэлтэй компаниудын компанийн засаглалыг боловсронгуй болгох хэрэгтэй. Ялангуяа санхүүжилт ба дахин санхүүжилтийн шийдвэрт гүйцэтгэх зайлшгүй хязгаарлах үүрэг бүхий, удирдлагын хувьцаа борлуулах тогтолцоонд улам илүү дүрэм журам, төгс байдлыг хангаж байх дүрэм журмын биеэ даасан удирдлагын болон мэдээллийн ил тод байдлын тогтолцоо ба түүний хувьцаа эзэмшигчдийн итгэл хариуцлагийг бэхжүүлэх явдал болно. Санхүүжилт ба дахин санхүүжилтийн бодлого хязгаарлах үүрэг гүйцэтгэхийн зэрэгцээ хувьцаа худалдах, худалдан авах тогтолцоог системчлэн боловсронгуй болгох, хувьцаа эзэмшигчдийн итгэл хариуцлагыг нэмэгдүүлэх.

(5) Хөрөнгө оруулалтын бүтцийн хөгжлийг эрчимжүүлэх, Хөрөнгө оруулагчдын бүтцийг оновчтой болгох. Нэгт, үнэт цаасны сангийн хөрөнгө оруулалтын цар хүрээг нэмэгдүүлж, сангийн засаглалын бүтцийг боловсронгуй болгох. Хоёрт, Нийгмийн даатгалын тогтолцоог шинэчилж, тэтгэвэр тэтгэмжийг хөрөнгийн зах зээл дээрх чухал хөрөнгө оруулагч механизм болгох. Гуравт, даатгалын компаниудын хөрөнгийн зах зээлд орох үйл явцыг идэвхитэй дэмжих.

Хятадын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил нь зах зээлийн зарчмыг чанд баримталсан зарчмын суурин дээр санхүүг журамлах (тогтвортой байдал) ба санхүүгийн инноваци (бүтээмж)-ийн дунд зүй зохистой зөв тэнцлийг хайн олох шаардлагатай байгаа нь олон жилийн явцаас харагдаж байна. Одоогоор Хятад нь санхүүгийн зах зээлийг хянах хүрээ хэмжээ хийгээд хүчин чармайлтаар хөгжингүй орнуудынхаас хавьгүй их байгаа бөгөөд энэ нь нэг талаар үлэмж том зах зээлийн хямралаас зайлсхийхийн зэргээр зарим талаар үр ашигт бүтээмжид хор учруулж байна. Үүнээс шалтгаалан зах зээлийн эдийн засгийн маш олон ажиллагаа ба бүртгэлтэй компаниудын зохистой үйлдэл онолын хувьд зогсолт хийхээс өөр аргагүйд хүрэх үйл явц бодитой харагдаж байна. Энэ санаан дээрээ үндэслэн дурдахад, зах зээл өдрөөс өдөрт төлөвшин хөгжихөд хөрөнгийн зах зээл нь удирдлагын тогтолцооноос бүртгэлийн тогтолцоонд шилжиж зах зээлийн хөгжлийн дотоод шаардлагаар тэр үед ч одоо ч дахин санхүүжилтийн олон журам байсан бөгөөд цэвэр хөрөнгийн ашиг ба бэлэн мөнгөний ногдол ашиг зэрэг зах зээлд оролцогчдын сонирхлыг татдаг шалгуурууд үгүйсгэгдэх магадлалтай юм.

Ном зүй

1. Чэнь Юйлу, Ма Юн “Хятадын санхүүгийн хандлага” Хятадын санхүүгийн хэвлэлийн хороо. 2011 он.
2. У Сяоцю нар “Зах зээлийн баримжаатай Санхүүгийн тогтолцоо -- Хятадын стратегийн сонголт” Эдийн засгийн шинжлэх ухааны хэвлэлийн хороо. 2005 он.
3. У Сяоцю нар “Хятадын Хөрөнгийн зах зээлийн тогтолцооны шинэчлэлийн судалгаа” Хятадын Ардын их сургуулийн хэвлэлийн хороо. 2013 он.
4. Сян Зюньбо “Эдийн засгийн байгуулал судлал – Хятадын эдийн засгийг бүтцийн үүднээс харах нь” Хятадын Ардын их сургуулийн хэвлэлийн хороо. 2009 он.
5. Allen, F., Qian, J., & Qian, M.. 2005, “Law, finance, and economic growth in China”. Journal of Financial Economics, Vol 77, pp. 57–116.
6. Allen, F. et al., 2008, “A Review of China’s Financial System and Initiatives for the Future”, Wharton Business School working paper.

Хятад хэлнээс орчуулсан: Ч.Батцэцэг

М.Хишигтуяа