



САНХҮҮ ЭДИЙН ЗАСГИЙН ИХ СУРГУУЛЬ
ХУУЛЬ ЗҮЙН СУРГУУЛЬ

**Буянт
Ганболдын МАРАЛМАА**

**САНХҮҮГИЙН ШИНЭ БҮТЭЭГДЭХҮҮНИЙ
ЗӨВШӨӨРӨЛ ОЛГОХ, БҮРТГЭХ ЭРХ ЗҮЙН
ЗОХИЦУУЛАЛТ ТҮҮНИЙ ХАРЬЦУУЛСАН
СУДАЛГАА**



Мэргэжлийн индекс
042101

Эрх зүйн бакалаврын зэрэг
Горилсон дипломын төсөл

Удирдсан
Ж.Хулан /LL.M/

Улаанбаатар. 2026



САНХҮҮ ЭДИЙН ЗАСГИЙН ИХ СУРГУУЛЬ
ХУУЛЬ ЗҮЙН СУРГУУЛЬ

Буянт
Ганболдын МАРАЛМАА

САНХҮҮГИЙН ШИНЭ БҮТЭЭГДЭХҮҮНИЙ
ЗӨВШӨӨРӨЛ ОЛГОХ, БҮРТГЭХ ЭРХ ЗҮЙН
ЗОХИЦУУЛАЛТ ТҮҮНИЙ ХАРЬЦУУЛСАН
СУДАЛГАА

В Мэргэжлийн индекс
042101

Эрх зүйн Бакаларын Зэрэг
Горилсон дипломын төсөл

Удирдагч: Ж.Хулан /LL.M/
Шүүмжлэгч: Д.Оюун /LL.M/

Улаанбаатар. 2026 он

ГАРЧГИЙН ТОВЬЁГ

МЭДЭГДЭЛ	i
ТАЛАРХАЛ	ii
ТОВЧ ХУРААНГУЙ.....	iii
ХҮСНЭГТЭН МЭДЭЭЛЛИЙН ЖАГСААЛТ	iv
ЗУРГАН МЭДЭЭЛЛИЙН ЖАГСААЛТ	v
ОРШИЛ	1
Сэдэв сонгосон үндэслэл	1
Судалгааны ажлын зорилго, зорилт	1
Сэвдийн шинэлэг тал	1
Судлагдсан байдлын судалгаа.....	1
Судалгааны ажлын арга зүй	2
I БҮЛЭГ. ОНОЛЫН ХЭСЭГ	3
1.1 Үнэт цаасны үүсэл хөгжил	3
1.1.1. Үнэт цаасны зах зээлийн үүсэл хөгжил.....	3
1.1.2. Үнэт цаасны тухай ойлголт	6
1.2. Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтын онцлог, түүний хэрэгцээ шаардлага....	12
1.2.1. Үнэт цаасны зах зээлийн ойлголт	12
1.2.2. Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтын онцлог, түүний хэрэгцээ шаардлага	15
1.3. Нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслүүдийн онцлог, тулгамдаж буй асуудал	28
II БҮЛЭГ. СУДАЛГААНЫ ХЭСЭГ	35
2.1 Санхүүгийн инноваци ба зохицуулалтын хоцрогдол	35
2.2 Хөрөнгийн зах зээлийн өнөөгийн нөхцөл байдал, зохицуулалтын хэрэгцээ	36
2.3. Гадаад улсуудтай харьцуулсан судалгаа.....	36
2.3.1. АНУ-ын үнэт цаасны зохицуулалт, үнэт цаасанд тооцох	36
2.3.2. Их Британи улсын үнэт цаасны зохицуулалт, үнэт цаасанд тооцох	42
2.4. Монгол улсын нутагшуулах боломж, хэрэгцээ шаардлага	43
ДҮГНЭЛТ.....	50
САНАЛ	51
НОМ ЗҮЙ.....	53

МЭДЭГДЭЛ

Энэхүү дипломын төслийг өөрийн оюуны бүтээл болохыг баталгаажуулж, зохиогчийн эрхийн аливаа зөрчилгүй болохыг баталж байна. Энэхүү дипломын төслийн зохиогчийн эрх болон түүнд хамаарах эрхийг би дангаар эзэмшинэ.

Санхүү, эдийн засгийн их сургууль (СЭЗИС) энэхүү бүтээлийг сургалт, судалгаа, ашгийн бус зорилгоор, зохиогчийн эрхийн зөрчлөөс сэргийлэх үүндээс олон улсын creative commons attribution-noncommercial-noderivs (cc by-nc-nd) лицензийн дагуу ашиглах эрхтэй.

Оюутны нэр: Г.Маралмаа

Гарын үсэг:

Огноо: 2026.06.04

ТАЛАРХАЛ

Энэхүү бакалаврын зэрэг горилсон дипломын ажлын хүрээнд тус ажлыг удирдан чиглүүлж, заавар зөвлөмж өгч ажилласан удирдагч багш Ж.Хулан, шүүмжлэгч багш Д.Оюун нарт талархснаа илэрхийж байна. Мөн СЭЗИС-ийн Хууль зүйн сургуулийн бусад багш, ажиллагсдад мөн дипломын төслөө хийж, гүйцэтгэхэд тусалж, зөвлөсөн багш М.Хүслэн таньаа гүн талархал илэрхийлье.

Мөн энэхүү дипломыг бичих нөхцөл боломжоор хангаж, дэмжиж байсан гэр бүлийхэндээ, туслалцаа үзүүлж, дэмжлэг өгдөг найз нөхөддөө талархал илэрхийлье.

ТОВЧ ХУРААНГУЙ

Монгол улсын хувьд Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль, тогтоомжид “санхүүгийн хэрэгсэл”-ийн хүрээг тусгасан ч зохицуулалтгүй буюу зохицуулалтаас гадуур орших нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслийг энэ хүрээнд авч үзэх эсэх нь маргаантай байна. Мөн энэхүү нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслийн чиглэлээр нарийвчилсан эрх зүйн зохицуулалт хангалтгүй, санхүүгийн хэрэгсэл мөн эсэх нь тодорхойлолт, хэрхэн тайлбарлагдах байдал зэрэг нь эрх зүйн орчинд тодорхой тусгагдаагүй байна.

Иймд Монголын санхүүгийн зах зээлд нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслүүдийг ҮЦЗЗ-ийн зохицуулалттай уялдуулан, хөрөнгө оруулагч, хэрэглэгч иргэдийн эрхийг хамгаалах, санхүүгийн зах зээлд түүнийг зохицуулсан тухайлсан хууль эсхүл нэмэлт, өөрчлөлт, шинэ зохицуулалтуудыг бий болгох хэрэгцээтэй байгаа нь энэхүү сэдвийг сонгосон үндэслэл бөгөөд уг асуудлыг олон улсын туршлага, онолын үндэслэл, Монгол Улсын хууль зүйн нөхцөл байдалтай уялдуулан судлах болно.

ХҮСНЭГТЭН МЭДЭЭЛЛИЙН ЖАГСААЛТ

Хүснэгт 1. 1. Үнэт цаасны төрөл, хэлбэр тодорхойлолт.....	9
Хүснэгт 1. 2. Үнэт цаас гаргагчийн төрөл, зорилго	15
Хүснэгт 1. 3. “Сэндбоксын зохицуулалтын орчны журам”-д хийсэн анализ.....	23
Хүснэгт 1. 4. Үнэт цаас гаргах бүртгэлийн шаардлага.....	24
Хүснэгт 1. 5. Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийг бүртгэх, хяналт тавих хугацаа	31
Хүснэгт 1. 6. Тулгамдсан асуудал.....	33
Хүснэгт 2. 1.Бусдын хүчин чармайлтад найдаж байгааг илтгэх шинжүүд.....	39
Хүснэгт 2. 2.Шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг шалгах шалгуур	44
Хүснэгт 2. 3. Монгол улс болон АНУ-ын санхүүгийн бүтээгдэхүүн үйлчилгээний төрөл	45
Хүснэгт 2. 4. АНУ, Их Британи, Сингапур, Герман улсуудын сэндбоксын зохицуулалт	46

ЗУРГАН МЭДЭЭЛЛИЙН ЖАГСААЛТ

Зураг 1. 1. Үнэт цаасны төрөл, зүйл	8
Зураг 1. 2. Сэндбокс зохицуулалтыг нэврүүлсэн улс орнууд, 2020 оны байдлаар	20
Зураг 1. 3. Сэндбокс зохицуулалтад нэвтэрч буй технологийн шийдлүүд.....	20
Зураг 1. 4. Зарим улс орнуудад хөгжүүлж буй сэндбокс.....	21
Зураг2.1. Үнэт цаасны хэрэгжилт	41

ТОВЧИЛСОН ҮГИЙН ЖАГСААЛТ, НЭР ТОМЬЁОНЫ ТАЙЛБАР

СЗХ	Санхүүгийн Зохицуулах хороо
ҮЦЗЗ	Үнэт цаасны зах зээл
ҮЦЗЗТХ	Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль
ИХ	Иргэний хууль
КТХ	Компанийн тухай хууль
ВТХ	Валютын тухай хууль
ХБҮЦТХ	Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны тухай хууль
СЗХЭЗБТХ	Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль

ОРШИЛ

Сэдэв сонгосон үндэслэл

Үнэт цаасны зах зээл дэх түүний төрөл хэлбэрүүд нь техник технологийн болон нийгэм эдийн засгийн нөлөөгөөр илүү төрөлжиж, хөгжиж, сайжирч зах зээлд илүү олон бүтээгдэхүүнүүд бий болж байна. Энэ нөхцөлд үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалт нь уламжлалт санхүүгийн бүтээгдэхүүнүүдэд төвлөрч буй нь зах зээлийн хөгжлийн араас хөөж буй нэгэн хэлбэр болж буй буюу нь суурь зохицуулалт хоцрогдолтой байгаа нь энэхүү сэдвийг сонгосон үндэслэл юм.

Судалгааны ажлын зорилго, зорилт

Энэхүү судалгааны ажлын зорилго нь Монгол улсын санхүүгийн зах зээл дээр шинээр нэвтэрч буй санхүүгийн хэрэгслүүд нь эдийн засгийн хямралтай үед инфляцаас хамгаалах гол хэрэгсэл болж гарч ирж байгаа ба үүнд зориулсан эрх зүйн орчин зохицуулалттай байгаа хэдий ч тодорхой бус, практик дээр нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгсэлд тулгамдаж буй асуудал, олон улсын түвшинд ямар бүтээгдэхүүнүүд хэрэглэгддэг болон бусад улсад шинэ бүтээгдэхүүнийг зах зээлд нэвтрүүлэхдээ хэрхэн шалгадаг болохыг гадаад улсын жишээн дээр харьцуулсан судалгаа хийн, зохицуулалтгүй санхүүгийн хэрэгслийг зохицуулах хэрэгцээ, шаардлагыг тодорхойлох зорилготой болно.

Сэвдийн шинэлэг тал

Монгол улсын эрх зүйн орчинд зохицуулалтаас гадуур орших хэрэгслүүдийг зохицуулалттай болгох нь харьцуулсан судалгааны шинэ хандлага, хэрэглэгч, хөрөнгө оруулагчдын эрх ашигийг хамгаалах болон эдийн засгийн хямралтай үед инфляцаас хамгаалах замаар санхүүгийн зах зээлийн хөгжлийн түвшинд эерэгээр нөлөөлөх.

Судлагдсан байдлын судалгаа

Мэргэд, С. (2018). *Монгол улсын хөрөнгийн зах зээлийн эрх зүйн орчны өнөөгийн байдалд хийсэн дүн шинжилгээ*. Бакалаврын зэрэг горилсон судалгааны ажил, СЭЗИС-ийн Эрх зүйн тэнхим, Улаанбаатар, Монгол.

Анхзаяа, Ц. (2020). *Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны эрх зүйн орчны судалгаа*. Бакалаврын зэрэг горилсон судалгааны ажил, СЭЗИС-ийн Эрх зүйн тэнхим, Улаанбаатар, Монгол.

Мөнгөншагай, Л. (2024). *Үнэт цаасны зах зээлд хөрөнгө оруулагчийн эрхийг хамгаалах эрх зүйн орчин*. Бакалаврын зэрэг горилсон судалгааны ажил, СЭЗИС-ийн Эрх зүйн тэнхим, Улаанбаатар, Монгол.

Судалгааны ажлын арга зүй

Энэхүү судалгааны ажлын хүрээнд Монгол Улсын эрх зүйн тогтолцоо, санхүүгийн зах зээлийн хүрээнд санхүүгийн хэрэгслүүдийг бүртгэх, зөвшөөрөл эрх зүйн зохицуулалттай холбоотой хууль тогтоомж холбогдох журмыг бусад улсын хууль зүйн тогтолцоотой харьцуулан судлана. Харьцуулалтын аргаар олон улсын туршлага, хуулийн зохицуулалтын онцлогыг судалж, Монгол Улсад тулгамдаж буй асуудал, эрх зүйн хамгаалалтын талаар илүү сайн олж мэдэх, ойлгох, шийдлийг тодорхойлох. Уг судалгааны ажилд дараах судалгааны аргыг ашигласан:

Харцуулалтын арга нь аливаа юмс үзэгдэл тэдгээрийг танин мэдэхий болон шинжлэх ухааны түвшинд харьцуулж ялгаатай ба ижил талуудыг судлан тодорхойлох арга бөгөөд судалгаандаа бусад улс орны хууль тогтоомжийг Монгол Улсын хууль тогтоомжтой харьцуулан хэрхэн ашиглахыг судлах.

Мөн түүвэрлэх, түүхчлэх, судалгааны өгөгдөл цуглуулах болон түүнд дүн шинжилгээ хийх судалгааны арга зүй ашигласан болно. Судалгааны ажлын сэдвийн хүрээнд бичсэн онол болон судалгааны үр дүнг бүлгийн дүгнэлт болгон, мөн бүх агуулгыг багтаан ерөнхий дүгнэлт болгон нэгтгэн дүгнэж бичсэн ба ийнхүү бичихдээ нэгтгэн дүгнэх болон индукцийн аргыг ашигласан.

I БҮЛЭГ. ОНОЛЫН ХЭСЭГ

1.1 Үнэт цаасны үүсэл хөгжил

1.1.1. Үнэт цаасны зах зээлийн үүсэл хөгжил

Үнэт цаасны зах зээл нь аль ч улс оронд болон олон улсын түвшинд санхүүгийн зах зээлийн бүх салбарт буюу капитал, мөнгөний ба хөрөнгийн зах зээлтэй салшгүй холбоотой, чухал нөлөөтэйгөөр хөгжиж ирсэн үйл явц юм. Хөрөнгийн зах зээл нь үнэт цаасны зах болон мөнгөний зах гэсэн үндсэн хоёр хэсэгтэй хэдий ч үндсэн үйл ажиллагаа нь үнэт цаастай холбоотой байдаг тул үнэт цаас нь энэхүү зах зээлийн гол хэрэгсэл болдог онцлогтой.

Хөрөнгийн зах зээлийн тухай ойлголт XVI зууны сүүлийн хагасаас эхлэл тавигдсан гэж үздэг боловч XIII зуунаас эхлэн бараа таваарыг зээлээр худалдах, арилжиж энэ талаар баримт үйлддэг болсон бөгөөд үүнтэй холбоотойгоор Венец, Генуя, Флоренц, Лондон хотуудад өрийн бичиг худалдах зах зээл, яармаг ажиллаж эхэлсэн. Ийнхүү өрийн бичгийн анхны арилжаа язгууртан гэр бүлийн “Bursa” хэмээх талбайд явагдаж энэ газрын нэрээр бирж гэсэн хэллэг бий болсон.

Үнэт цаасны зах зээлтэй хөрөнгийн бирж нь салшгүй хобоотой юм. Биржийн үүсэл нь XV зууны үеэс эхлэл тавигдсан гэж үздэг. Биржийн түүхээс сөхөж үзвэл XIX зуунаас өмнө 1770-аад оноос худалдааны брокерууд тодорхой хэмжээний мөнгө төлснөөр худалдаанд оролцох эрхтэй болдог байсан ба 1747 онд анхны хувь нийлүүлсэн компани Англи, Голланд улсад хувьцаа гаргаж, богино хугацаатай гүйлгээ хийсэн байна. Анх бирж дээр хувьцааны тооны хязгаарлалт байхгүй цөөн тоонд хувьцааны ханш тогтдог байв.¹ XVIII зууны дунд үеэс биржийн үйл ажиллагаа олон орныг хамарч, дэлхийн томоохон Нью-Йоркийн хөрөнгийн бирж, Франц, Лондон, Австрали, Герман улсад зохион байгуулалттай бирж байгуулагдснаар харьцангуй олон төрлийн их хэмжээний үнэт цаас бүртгэгдэж арилжаалагдах болжээ.² Ийм нөхцөлд үнэт цаасны зах зээлд үндсэн зуучлагч, брокер, худалдааны ажилчид үүссэнээр тэдгээрийг нэгтгэх, зохицуулал хийх шаардлага аяндаа тавигдах нөхцөл бүрдсэн байна.

Мөн XX зууны үеийн хамгийн томоохон хямрал бол 1929-1933 оны Нью-Йоркийн Хөрөнгийн биржийн хямрал юм. Хямралын гол шинж нь үнэт цаасны ханш огцом унаж, арилжаалах үнэт цаасны эрэлт, нийлүүлэлтэд хэт их өөрчлөлт орсон. Энэ хямарлыг

¹ Дайрийжавын Дуламсүрэн “Үнэт цаасны зах зээлийн төлөвшил, хөгжил” (Улаанбаатар: Соёмбо принтинг, 2000), 5 дахь тал

² Дэлхийн банкнаас эрхлэн гаргасан Үнэт цаасны эрх зүй хичээлийн гарын авлага, 2013 он 14 дэх тал

төрийн зохицуулалт хийх замаар том банк, үйлдвэрлэлийн компаниуд үнэт цаас худалдан авч банкны зээлийн хүүг бууруулж, хүүгийн түвшинг багасгасан боловч тодорхой үр дүнд хүрээгүй байна. Хямрал нь зөвхөн Америк төдийгүй, аж үйлдвэрийн ихэнх томоохон улсуудыг хамарсан байдаг. Хямралыг зогсоох, төрөөс эдийн засгийг зохицуулах талаар олон арга хэрэгсэл хэрэглэж байснаас хамгийн ач холбогдолтой болсон арга бол төрөөс бирж болон зохицуулалтын байгууллагуудаар дамжуулан эдийн засгийн зах зээлийн үйл ажиллагааг зохицуулсан явдал юм.

Манай улсын хувьд анх 1990 оноос эхлэн үнэт цаасны зах зээлийн үндэс суурь тавигдсан. 1991 онд БНМАУ-ын Бага Хурлаас “Өмч хувьчлах тухай хууль” батлан гаргасан ба энэ хуулийн 12.1-д хөрөнгө оруулалтын эрхийн бичгийг /ХОЭБ/ Монгол улсын иргэн бүрт төрийн өмчөөс 10 мянган төгрөгийн өмч эзэмших ХОЭБ-ийг нэг удаа олгохоор зааж байжээ. ХОЭБ нь 2 хэсэгтэй бөгөөд 7,0 мянган төгрөгийн баримжаа үнэтэй хэсэг нь их хувьчлалд буюу улсын томоохон үйлдвэрүүдийг хувьчлахад хөрөнгө оруулагчаар оролцоход ашиглах, 3,0 мянган төгрөгийн үнэтэй хэсгийг бага хувьчлалд буюу үйлдвэрлэл, үйлчилгээний жижиг объектуудыг худалдан авахад ашиглах зориулалттай байлаа.³ Анх төрийн өмчид хамаарах хөрөнгийн 44,2% буюу 22 тэрбум төгрөгийн /1991 оны үнээр хөрөнгийг хувьчлахаар тооцоолсон. Үүнээс хойш хүн амд 19,9 тэрбум төгрөгийн нэрлэсэн өртөг бүхий 1989,9 мянган ширхэг ХОЭБ тараасан. 1993 оны 10 дугаар сараас ХОЭБ тараах ажлыг зогсоосон бөгөөд 1994 оны 9 дүгээр сараас өмнө буюу “Үнэт цаасны тухай хууль” батлагдахаас өмнө тараагдсан ХОЭБ-ийг өмч хувьчлалд оруулах явдалд анхаарч байсан байна. Улмаар 2002 онд тус хуулийг хүчингүй болгон “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль” (тус хуульд үнэт цаасны зах зээлд дэх дотоод мэдээллийг ашиглан арилжаанд оролцохыг хориглох тухай ойлголт тусгасан)-ийг баталсан ба улмаар үнэт цаасны зах зээлийн оролцогч субъектуудыг тодорхойлон тэдгээрийн эрх, үүргийг зохицуулсан байна.⁴

Үүнээс хойш Монгол улсын нийгэм, эдийн засаг аажимаар өсөж, төрийн өмчит компаниуд хувьчлагдснаар анхны хөрөнгийн зах зээлийн суурь тавигдсан ба компаниуд хувьцаагаа олон нийтэд санал болгох үйл ажиллагааг зохион байгуулж, зах зээлд шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээнүүд нэвтрүүлж эхэлсэнтэй холбоотойгоор зах зээлд зохицуулалт шаардлагатай болсон юм. Ийнхүү “Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль”-д 2002 онд, үүний дараа дэлхийн санхүүгийн хямралтай холбоотойгоор үнэт цаасны

³ Л.Дондог, “МОНГОЛ УЛС ДАХЬ ТӨРИЙН ӨМЧ ХУВЬЧЛАЛЫН ТУХАЙ”

⁴ Л.Дондог, “МОНГОЛ УЛС ДАХЬ ТӨРИЙН ӨМЧ ХУВЬЧЛАЛЫН ТУХАЙ” /66 дахь тал/

зохицуулалтын дэлхийн стандарт тогтоогч “Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага”(IOSCO)-аас гаргасан зарчим, зөвлөмжид тулгуурлан 2013 онд тус тус шинэчилсэн найруулга батлагдан мөрдөгдөж байна.⁵ Энэхүү Үнэт цаасны хороодын олон улсын байгууллага нь хөрөнгийн зах зээл дээрх санхүүгийн хяналт, шалгалтыг сайжруулах, гишүүн орнуудын хамтын ажиллагааг өргөжүүлэх, харилцан мэдээлэл солилцох тогтолцоог гүнзгийрүүлэх зорилготой, бүс нутгийн дөрвөн дэд хороотой үйл ажиллагаа явуулдаг бөгөөд МУ-ын СЗХ нь 2009 онд Ази-Номхон далайн бүсийн хороо (APRC), Хөгжиж буй зах зээлийн хороо (GEMC)-ны гишүүнээр элссэн юм.

СЗХ нь анх 1994 онд Үнэт цаасны тухай анхны хууль батлагдснаар “Үнэт Цаасны Хороо” нэртэйгээр байгуулагдаж, 2000 он гарснаар манай улсын эдийн засаг, санхүүгийн зах зээл бусад улс орнуудын зах зээлтэй улам бүр холбогдож, үүний хэрээр гадаадын хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгө оруулах сонирхол нэмэгдэх болж, улмаар Монгол Улсын Их Хурлаас 2005 оны 11 дүгээр сард Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хуулийг, 2006 оны 45 дугаар тогтоолоор Санхүүгийн зохицуулах хорооны дүрмийг тус тус баталж, Хорооны бүрэн эрх, чиг үүрэг, үйл ажиллагааны хамрах хүрээг хуульчилан тогтоосон байдаг бөгөөд чиг үүргийн хувьд “СЗХ нь санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах, санхүүгийн үйлчилгээг зохицуулах, холбогдох хууль тогтоомжийн биелэлтэд хяналт тавих, хөрөнгө оруулагч, үйлчлүүлэгчдийн эрх ашгийг хамгаалах” гэх зэрэг чиг үүрэгтэй. Ийнхүү МУ-ын хөрөнгийн зах зээлийн суурь тавигдсан юм.

Үүний дараагаар 2013 оны 5 дугаар сарын 24-ний өдөр Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийг шинэчлэн баталснаар үнэт цаасны зах зээлийн салбарт цоо шинэ кодекс үйлчлэх болсон нь манай улсын эдийн засаг тодорхой хэмжээнд хөгжиж буйн илрэл бөгөөд энэ салбарын ашиг тусыг нийтээр хүртэх, үнэт цаасны арилжаанд оролцох, таамаг дэвшүүлэх, эрсдэл хүлээх шинэ эрх зүйн зан үйл, ухамсрын тогтолцоо бүрдэх алхам болсон байна.

Тус хууль нь анх батлагдснаас хойш нийтдээ 7 удаа нэмэлт, өөрчлөлт оруулан, шинэчлэн найруулсан байна. ҮЦЗЗТХ нь 9 бүлэг 90 зүйлтэй бөгөөд тус хуулийн зорилт нь үнэт цаасны зах зээлд оролцогчдын үйл ажиллагааг зохицуулах, хяналт тавих, хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалахтай холбогдсон харилцааг зохицуулахад орших бөгөөд энэ хуулийн зорилтыг хэрэгжүүлэхэд үнэт цаасны зах зээлийн тогтолцооны

⁵ Б.Буянхишиг, “Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүй”, 2014, /12 дахь тал /

эрсдэлийг бууруулах, шударга, ил тод, үр ашигтай байдлыг хангах зарчмыг баримтална хэмээн тусгажээ. Эдгээр хууль тогтоомж нь өнөөгийн үнэт цаасны зах зээлийн харилцааг зохицуулахад хангалтгүй байсан тул материаллаг хууль тогтоомж болох Иргэний хууль, 2011 болон 2015 онуудад Компаний тухай хуулийн шинэчилсэн найруулга хийгдэж, уг харилцааг Компаний тухай хуульд түлхүү тусгаж, улмаар 2010 онд Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны тухай хууль болон Үл хөдлөх хөрөнгийн барьцааны тухай хууль баталж, зах зээлийн үйл ажиллагааг СЗХ-ны актуудаар нөхөн зохицуулжээ.

2025 оны эхний хагас жилийн байдлаар **Монгол Улсын Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүйн зохицуулалт нь дараах хууль тогтоомжоос бүрдэж** байна. Үүнд:

1. Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль
2. Компанийн тухай хууль
3. Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль
4. Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны тухай хууль
5. Хөрөнгө оруулалтын сангийн тухай хууль
6. Хөдөө аж ахуйн гаралтай бараа, түүхий эдийн биржийн тухай хууль
7. Банк бус санхүүгийн үйл ажиллагааны тухай хууль
8. Хадгаламж зээлийн хоршооны тухай хууль
9. Даатгалын тухай хууль
10. Холбогдох хууль, тогтоомжууд
11. МХБ-ээс гаргасан журам

1.1.2. Үнэт цаасны тухай ойлголт

Үнэт цаас хэмээх нэр томъёог ном, сэтгүүл болон эрх зүйн эх сурвалж дээр ухагдахуун талаас нь, мөн утга зүйн талаас нь хэд хэдэн янзаар тайлбарласан байдаг. Тухайлбал, “үнэт цаас” нь хөрөнгийн эрх буюу тодорхой “үнэлгээ бүхий зүйл”-ийг баримт бичиг, “цаас”-н дээр буулгаж, эдгээрийг холбосон ухагдахуун;⁶ хамгийн өргөн утгаар нь “Үнэт цаас бол хувийн эрх зүйн салбарт хамаарах эрхийг тусгасан баримт бичиг бөгөөд энэ эрхийг хэрэгжүүлэхийн тулд холбогдох этгээд нь уг баримт бичгийг бодитоор эзэмшилдээ авсан байх шаардлагатай”;⁷ мөн төрийн эрх бүхий байгууллагаас үнэт цаас гэж тодорхойлсон баримт бичгийг үнэт цаас гэж тооцох бөгөөд эрх зүйн талаасаа аливаа үнэт цаастай холбоотой шаардлага буюу шаардах эрхийг эрх зүйн харилцаанд баримт бичгээр төлөөлүүлсэн, гэрчлүүлсэн тохиолдол бүрийг үнэт цаас гэж

⁶ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс, 2011 он, 12 дахь тал

⁷ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс, 2011 он, 13 дахь тал

тодорхойлож болно. Харин явцуу утгаараа засгийн газар болон бусад эрх бүхий этгээдээс гаргасан өрийн бичиг (бонд), компанийн бүх төрлийн хувьцаа, компанийн гаргасан эсвэл гаргахаар санал болгож буй хувьцааг худалдах, худалдан авах эрхийн бичиг, хөрөнгө оруулалтын сангийн хувьцаа зэргийг нийтэд нь үнэт цаас гэж нэрлэдэг хэмээн тодорхойлдог.

Эрх зүйн эх сурвалжид ҮЦЗЗТХ-ийн 5 дугаар зүйлийн “*үнэт цаас буюу санхүүгийн хэрэгсэлд хувьцаа, өрийн хэрэгсэл, хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас, хөрөнгө оруулалтын сангийн нэгж эрх, биржид гаргах боломжгүй санхүүгийн хэрэгсэл, үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл, вексель*” зэргийг дурьдана хэмээсэн байна. /Хөрөнгө оруулалтын шинж, хөрвөх чадвар, өгөөж хүртэх г.м энгийн мөнгөнөөс ялгах зорилгоох хөрвөх чадварыг онцолж тайлбарлах/

Хувийн эрхийг гэрчилсэн баримт бичиг

Тодорхой эрхийг гэрчилсэн байх ёстой ба энэхүү эрх нь хувийн эрх зүйн салбарт хамаарах эрх байх ёстой. Үнэт цаасанд тусгагдсан эрх нь хөдлөх ба үл хөдлөх хөрөнгийн эрхийн аль нь ч байж болох ба ихэвчлэн тодорхой нэг шаардах эрхийг хамарсан байдаг. Мөн өмчийн эрхүүд, аливаа гишүүнчлэлтэй холбоотой эрхүүд үнэт цаасаар гэрчлэгдэж болно.⁸

Эрх хэрэгжүүлэх шалгуур буюу баримт бичгийн эзэмшил

Хувийн эрхийг гэрчилсэн баримт бичгүүд дотроос эрхээ хэрэгжүүлэхийн тулд заавал баримт бичгийг эзэмшилдээ авсан байхыг шаарддаг бөгөөд энэхүү тохиолдолд үнэт цаас хэмээх ойлголт бүрддэг байна.⁹

Үнэт цаас хэмээх ухагдахууныг явцуу утгаар нь тодорхойлбол мэдүүлгийн болон зөвшөөрлийн үнэт цаас, өргөн утгаар нь тодорхойбол нэрийн үнэт цаасыг хамарна.

Эдийн засгийн ач холбогдол- Үнэт цаас бүр нь өөрийн гэсэн эдийн засгийн ач холбогдол, чиг үүрэгтэй байдаг. Үүнд:

1. Төлбөрийн хэрэгсэл
2. Зээлийн хэрэгсэл
3. Бараа бүтээгдэхүүний солилцоог хурдасгах
4. Хөрөнгийн эх үүсвэр, хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл¹⁰

⁸ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс, 2011 он, 13-14 дэх тал

⁹ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс, 2011 он, 13-14 дэх тал

¹⁰ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс, 2011 он, 15 дахь тал

Үнэт цаасны төрөл Үнэт цаасыг гэрчлэгдсэн эрхийн агуулгаар, эрх бүхий этгээдийг тодорхойлж буй аргаар нь, эрх үүсэх шалтгаант холбоогоор нь, мөн эрх үүсэх буюу үнэт цаасыг бүтээх харилцаагаар нь, эдийн засгийн чиг үүргээр нь, эцэст нь баримт бичиг бүрэн төгс эсэхээр нь хэд хэд ангилж болно.

Зураг 1. 1. Үнэт цаасны төрөл, зүйл



А. Гэрчлэгдсэн эрхийн агуулгаар нь:

Гадаад илэрлээр нь дараах байдлаар ангилна.

- i. Шаардах эрхийг гэрчилсэн үнэт цаас- Мөнгөн төлбөр болон эд зүйл нийлүүлэхэд чиглэсэн шаардах эрхийг гэрчилнэ./өрийн бичиг, вексель, чек, хадгаламжийн дэвтэр зэрэг нь мөнгөн төлбөр гаргуулахад чиглэдэг бол коноссамент, агуулахын баримт, ачааны дагалдах бичиг, бараа нийлүүлэх бичиг зэрэг нь эд зүйл нийлүүлэх шаардах эрхийг гэрчилнэ/
- ii. Өмчийн эрхийг гэрчилсэн үнэт цаас- Өмчийн эрх зүйн захиран зарцуулах эрхийг үндэслэж байдаг үнэт цаас./үл хөдлөх хөрөнгийн барьцааны эрхийн гэрчилгээ, барьцаалбар/

- iii. Гишүүнчлэлийн эрхийг гэрчилсэн үнэт цаас- Гишүүнчлэлтэй холбоотой төрөл бүрийн хувьцаа.
- iv. Хосолсон эрхийг гэрчилсэн үнэт цаас- Хөрөнгө оруулалтын сертификатууд нь үүргийн эрх зүйн шаардах эрхээс гадна тухайн сан фондын хөрөнгөөс өмчлөх хувийг хамт гэрчлэх тохиолдол байдаг.¹¹

Б.Эрх бүхий этгээдийг тодорхойлж буй аргаар нь:

Аливаа үнэт цаасаар гэрчлэгдсэн эрхийг хэрэгжүүлэх эрх бүхий этгээдийг эрх зүйн харилцаанд хэрхэн тодорхойлохоор нь Иргэний хуулийн 467 дугаар зүйлийн 467.5-д “үнэт цаасыг нэрийн, зөвшөөрлийн, мэдүүлгийн үнэт цаас” гэсэн 3 төрөлд ангилж үздэг бөгөөд ингэж тусгаж өгснөөр зах зээлд оролцогчид эрхээ хэрэгжүүлэх, шилжүүлэхэд тодорхой ойлгомжтой болно.

Хүснэгт 1. 1. Үнэт цаасны төрөл, хэлбэр тодорхойлолт

	Тодорхойлолт	Эрх шилжүүлэх тухай	Төрөл, хэлбэр
Нэрийн үнэт цаас	Зөвхөн нэр заасан этгээдийг тус үнэт цаасаар баталгаажсан эрхийг эдлэх эрх бүхий этгээд байхаар гэрчлэх зориулалт бүхий үнэт цаасыг ойлгоно. ¹² Иргэний хуулийн 467 дугаар зүйлийн 467.7.2. “Үүрэг гүйцэтгэгч нь үнэт цаасанд тусгагдсан этгээдэд төлбөрийг шууд төлж гүйцэтгэнэ” хэмээн зааж өгсөн байдаг. Мэдүүлгийн болон зөвшөөрлийн ҮЦ-аас ялгарах гол онцлог нь шударгаар олж авах боломж байхгүйд оршино.	Нэрийн үнэт цаасаар гэрчилсэн эрхийг холбогдох хууль тогтоомж, журмыг баримтлан, хууль гэрээ буюу үүргийн мөн чанарт харшлахгүй бол үүрэг гүйцэтгэгчийн зөвшөөрөлгүйгээр шаардах эрхээ шилжүүлж болно. Өөрөөр хэлбэл шаардах эрхийн жинхэнэ эзэн нь цаасыг эзэмших эрхтэй байна. Энэхүү зарчмаас хазайх цөөн нөхцөл байдаг ба ипотекийн болон үл хөдлөх хөрөнгийн бусад барьцаанб эрхийг шударгаар олж авах боломжийг ИХ-ийн 109.3, 183, 114 дүгээр зүйлд хуульчилсан байдаг.	-Ипотекийн болон үл хөдлөх хөрөнгийн бусад барьцааны эрхийн гэрчилгээ буюу барьцаалбар, тэтгэвэрийн зах зээл дэх хатуу хүү бүхий өрийн бичиг -Иргэний эрх зүйн төлбөрийн даалгавар -Гэрчлэгдсэн эрхийг хэрэгжүүлэхдээ ҮЦ-ыг заавал биедээ авч явбал зохих үнэт цааснууд -Дамжуулан шилжүүлэх эрхийг нь хязгаарласан вексель, чек нь нэрийн үнэт цаас болно.

¹¹ Б.Буянхишиг, “Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс”, Улаанбаатар 2011 он, 18 дахь тал

¹² Иргэний эрх зүйн тайлбар толь, “Гэрээний эрх зүй” Улаанбаатар хот 2009 он, 958 дахь тал

Зөвшөөрлийн үнэт цаас	Баримт бичигт анх нэр заасан этгээд эсвэл түүний зөвшөөрлийн дагуу шилжүүлж авахаар өөрийн нэр дээр бичилт хийлгэсэн этгээдийг тус эрх бүхий этгээд байхаар гэрчилсэн үнэт цаас. Энэхүү үнэт цаас нь нэрийн болон мэдүүлгийн үнэт цаасны шинжийг зэрэг агуулдаг онцлогтой (вексель).	Эрх шилжүүлж буй этгээд нь үнэт цаасанд бичилт хийж, гарын үсгээ зурснаар эрх шилжих ба өөрөө өмнө нь эрх бүхий этгээд байхаар уг цаасанд тусгагдсан байх ёстой.	-Анхдагч зөвшөөрлийн үнэт цаас -Үүсмэл зөвшөөрлийн үнэт цаас
Мэдүүлгийн үнэт цаас	Үнэт цаас гаргагчаас эзэмшигчийн өмнө мөнгө төлөх үүрэг хүлээнээ гэрчилж олгосон үнэт цаасыг хэлнэ. ¹³ Өөрөөр баримт бичгийг эзэмшилдээ авсан этгээдийг мэдүүлгийн үнэт цаасаар баталгаажсан эрхийг эдлэх эрх бүхий этгээд байхаар гэрчлэх зориулалт бүхий үнэт цаасыг хамруулан ойлгоно.	Иргэний хуулийн 113 дугаар зүйлийн 113.1-д тусгасан “хууль буюу гэрээнд заасан бол эд хөрөнгийн дагалдах баримт бичиг буюу үнэт цаасыг шилжүүлснээр тухайн эд хөрөнгийг өмчлөх эрх шилжсэнд тооцно.” гэсний дагуу эд зүйлийн өмчлөл шилжинэ.	-Бүх төрлийн өрийн бичиг -Өрийн тэмдэг -Мэдүүлгийн хувьцаа -Хөрөнгө оруулалтын гэрчилгээ - Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас(ХБҮЦТХ-ийн 4) -Мэдүүлгийн чек

Эх сурвалж: Иргэний эрх зүйн тайлбар толь 2009

В. Эрх үүсэх буюу үнэт цаас гаргах харилцаагаар ангилах нь:

Энэ төрлийн үнэт цаасыг өөр нэг эрх зүйн ач холбогдол бүхий үйлдлийн улмаас үүссэн эрхийг гэрчлэх зориулалтаар гаргадаг бөгөөд эрхийг тунхаглах чанартай байх бол зарим тохиолдолд эрх нь үнэт цаасыг гаргах тэр мөчид үүссэнд тооцогддог. Ийм эрх үүсгэхэд чиглэсэн үнэт цаасыг конститутив үнэт цаас гэнэ. Үүнд вексель, чек,

¹³ О.Жамбалдорж, МУ-ын Иргэний эрх зүй (Ерөнхий үндэслэл), I дэвтэр 2004 он, 179 дэх тал

коноссомант зэрэг багтана. Харин гишүүнчлэлийн эрх нь хувьцаат компани байгуулснаар үүсэх бол хувьцаа гаргах нь зөвхөн үүнийг тунхаглах чанартай байдаг.¹⁴

Г. Гэрчлэгдсэн эрх үүсэх шалтгаант холбоо нөхцөлдүүлж буй эсэхээр нь:

Абстракт буюу хийсвэр үнэт цаас гэдэгт шаардах эрхийг конситутив байдлаар гэрчилж, үндсэн, үндсэн шаардлагаас тусгаарлагдсан, бие даасан эрх үүсэх зайлшгүй нэг шалтгаан болдог баримт бичгийг ойлгоно. Энэ утгаараа вексель, чек нь үндсэн шаардлага бий эсэхээс үл хамааран эрхүүсгэж байдаг хийсвэр үнэт цаас юм.¹⁵

Д. Эдийн засгийн чиг үүргээр нь:

i. Хөрөнгө оруулалтын зах зээл дэх үнэт цаас

Эдийн засгийн хувьд үнэт цаасны зах зээл дээр арилжаалагдаж буй хөрөнгө болгох, оруулахад ашиглагддаг хөрөнгийн зах зээлийн үнэт цаас нь ихээхэн ач холбогдолтой. Үүнд хувьцаа, хөрөнгө оруулалтын гэрчилгээ болон зээлийн өрийг гэрчлэх зорилгоор гаргаж буй өрийн бичиг хамаарна. Эдгээрээс хөрөнгө оруулалтын гэрчилгээ л ганцаараа хялбар аргаар шилждэг бол бусад нь үнэт цаасны зах зээлээр арилжаалагдана. Ийнхүү олноор үйлдвэрлэгдсэн үнэт цаас нь практикт үнэт цаас хадгалах банкуудад төвлөрдөг. Энэ нь үнэт цаасны өмчлөгчийн зүгээс дангаар өмчлөх эрх нь дуусгавар болж, нийт хадгалагдаж буй үнэт цаасны хамтын өмчлөгч болгох эрх үзйн үр дагвартай, Иргэний хуулийн 119 дүгээр зүйлийн 119.2.¹⁶

ii. Төлбөр тооцоо, зээлийн хэрэгсэл болдог үнэт цаас

Төлбөр тооцоо, зээлийн үйл ажиллагаа нь мөнгө санхүүгийн зах зээлийн гол хөдөлгөх хүч болох бөгөөд үүнд вексель, чек тодорхойлох үүрэгтэй байв. Вексель нь богино хугацааны зээл авах тохиромжтой хэрэгсэл болох ба ялангуяа бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ нийлүүлэхэд чухал үүрэгтэй байсан. Чек нь зөвхөн бэлэн бусаар төлбөр тооцоо хийх арга юм.¹⁷

iii. Эд хөрөнгийг эргэлтэнд оруулахад чиглэсэн үнэт цаас

Тодорхой тохиолдолд биет эд хөрөнгийг буцаан шаардах эрхийг гэрчилсэн үнэт цааснууд энд багтана. Шаардах эрхийг ийнхүү үнэт цаастай холбосноор холбогдох барааг буцаан авалгүй цааш худалдах боломж нээгдэнэ. Энд ачааны

¹⁴ Б.Буянхишиг, "Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс" 2010 он, 27 дахь тал

¹⁵ Б.Буянхишиг, "Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс" 2010 он, 28 дахь тал

¹⁶ Б.Буянхишиг, "Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс" 2010 он, 28 дахь тал

¹⁷ Б.Буянхишиг, "Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс" 2010 он, 28 дахь тал

дагалдах бичиг, коноссамент, агуулахын болон нийлүүлэлтийг гэрчлэх баримтууд хамаардаг.¹⁸

Е. Баримт бичгийн агуулгаар нь:

Үнэт цаасыг баримт бичгийн гадаад агуулгаар нь бүрэн, бүрэн бус үнэт цаас хэмээн ангилдаг. Бүрэн агуулга бүхий үнэт цаас нь гэрчилж буй эрх, үнэт цаас гаргагчийг нэрээр нь тусгасан баримтыг хэлнэ. Харин бүрэн бус үнэт цаас нь үнэт цаас гаргагчийн гарын үсэг байхгүй, нийлүүлэх эрхийн зүйлийг мөн бүрэн илэрхийлж чаддаггүй, эдийн засгийн үнэлгээ бүхий баримтыг ойлгоно. Үүнд тасалбарууд, өрийн тэмдгүүд орох бөгөөд эдгээр нь ихэвчлэн мэдүүлгийн үнэт цаас хэмээх ангилалд хамаарах боломжтой байдаг.

1.2. Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтын онцлог, түүний хэрэгцээ шаардлага

1.2.1. Үнэт цаасны зах зээлийн ойлголт

Үнэт цаасны зах зээл нь санхүүгийн зах зээлийн салшгүй хэсэг бөгөөд хөрөнгийн зах зээлийн гүйцэтгэх үүрэг, байр суурь болоод хөрөнгийн зах зээлийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг судлан бизнесийн үйл ажиллагаанд хөрөнгө оруулалтын эх үүсвэрийг бий болгодог. Энэхүү зах зээлийн зарчим, журмыг эрх зүйн зохицуулалтын хүрээнд тодорхойлоход үнэт цаасны зах зээл чиглэдэг онцлогтой.

Үнэт цаасны зах зээл нь үнэт цаас гаргах, бүртгүүлэх, худалдах, арилжих, хадгалах, түүгээр гэрчлэгдсэн өмчлөх эрхийг шилжүүлэхтэй холбогдсон үйл ажиллагаа болоод зах зээлийг хэлнэ. ҮЦЗЗ-ийн үнэт цаасны элемент нь улсын байгууллага, орон нутгийн засаг захиргааны байгууллага, үнэт цаас гаргах эрх бүхий хуулийн этгээд байх ба оролцогчид *хөрөнгө оруулагч* (хувь хүн, хуулийн этгээд), *хөрөнгө оруулагч байгууллага* (банк, ҮЦЗЗ дээр санхүүгийн брокер, хөрөнгө оруулалтын зөвлөх, хөрөнгө оруулалтын компани, хөрөнгө оруулалтын сан) байна. Энэхүү зах зээлийг анхдагч болон хоёрдогч зах зээл гэж ангилах ба зах зээл дээр явагдаж байгаа үйл ажиллагааг дараах үе шатуудад хувааж болно.

Үүнд:

- Үнэт цаас гаргах /хөрөнгө оруулалтын төсөл боловсруулах, үнэт цаас гаргах, бүртгүүлэх үйл ажиллагаа хамаарна/, 2-3 долоо хоног
- Үнэт цаасыг байршуулах/энэ нь бүртгүүлсэн үнэт цаасаа андеррайтерт худалдах болон брокер, диллерийн пүүсүүдэд тараах үйл ажиллагаа юм/, 2-3 долоо хоног анх удаа байршуулах үйл ажиллагаа хийгдэнэ.

¹⁸ Б.Буянхишиг, "Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс" 2010 он, 28 дахь тал

- Арилжаалах/үнэт цаасыг худалдах, худалдан авах, бусдад шилжүүлэх гэх мэт үнэт цаасны арилжаа, хөдөлгөөн тасралтгүй явагддаг/

МУ-ын зах зээл дээрх зохицуулалттай дараах хэрэгслүүд байна. Тухайлбал,

Хувьцаа: компанид хөрөнгө оруулж орлогоос нь хувь хүртэх буюу ногдол ашиг авах аль эсвэл хөрөнгийн зах зээл дээр арилжаа хийж ашиг олох боломжийг гэрчилсэн үнэт цаас юм.

Өрийн хэрэгсэл: үнэт цаас гаргагчаас тогтоосон хугацаа дуусмагц үндсэн төлбөр болон хүүг мөнгөн хэлбэрээр, эсхүл тодорхой эд хөрөнгө, эд хөрөнгийн эрхийн хэлбэрээр тухайн үнэт цаасыг эзэмшигчид эргүүлэн төлөх үүргийг гэрчилсэн болон түүнтэй адилтгах бусад үнэт цаасыг хэлнэ. Үүнд засгийн газрын бонд болон компанийн бонд хамаарна

Хөрөнгөөр баталгаажуулсан үнэт цаас /Asset backed securities ABS/: ХБҮЦТХ-ийн 4.1 дүгээр зүйлд заасан хөрөнгөөр баталгааждаг, хөрөнгө оруулагч нь уг хөрөнгийн орлогоос тэргүүн ээлжинд төлбөрөө гаргуулах эрхийг баталгаажуулсан үнэт цаасыг хэлэх ба тодорхой нэгэн хөрөнгөөр баталгаажсан олон нийтэд нээлттэй болон хаалттай хүрээнд арилжаалагдаж буй үнэт цаас юм. Мөнгөн урсгал бий болгоход чиглэсэн санхүүгийн хэрэгсэлээр баталгаажсан байдаг.

Хөрөнгө оруулалтын сангийн нэгж эрх: хөрөнгө оруулалтын бодлогын хүрээнд олон нийтээс эсвэл хаалттай хүрээнд төвлөрүүлсэн хөрөнгийн санг ойлгоно.

Биржид гаргах боломжгүй санхүүгийн хэрэгсэл: Хязгаарлагдмал хувьцаат компанийн хувьцааг биржид гаргах боломжгүй ч үнэт цаасны зах зээлийн чухал бүтээгдэхүүн юм. ҮЦЗЗТХ-ийн 5.2-д “тагцхүү саарал зах зээл дээр арилжаалагдаж, хуулийн этгээдийн эрх зүйн байдлын тухай хууль тогтоомжоор шилжих боломжтой. ХХК-ны хувьцаа, шилжүүлгийн болон энгийн вексель, банкнаас гаргасан хадгаламжийн сертификат, үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл.

Вексель: төлбөр хариуцагчаас тодорхой хэмжээний мөнгөн хөрөнгийг тогтоосон хугацаанд ямар нэгэн нөхцөл болзолгүйгээр үл маргалдах журмаар вексель эзэмшигчид төлөхийг харилцан тохиролцож баталсан төлбөрийн баримтыг буюу төлбөр тооцооны үнэт цаас юм.

Хөрөнгийн зах зээл нь санхүүгийн зах зээлийн нэг хэсэг байдаг бол санхүүгийн зах зээл нь зах зээлд оролцогсод дунд худалдаа арилжаа хийх нөхцөл бололцоог бүрүүлэхэд чиглэсэн мөнгө, мөнгөөр үнэлж болох шаардлагын эрэлт хэрэгцээ

зохицуулагдаж байдаг бүх зах зээлийг хамруулан ойлгоно.¹⁹ Хөрөнгийн зах зээлээс гадна мөнгөний болон гадаад валютын зах зээл зэрэг нь санхүүгийн зах зээлийг бүрдүүлдэг. Эдгээр ойлголтуудыг дараах байдлаар тодорхойлж болно.

Хөрөнгийн зах зээл

Чиг үүргийн хувьд материаллаг хөрөнгө бүтээх зорилгоор урт хугацааны санхүүжилтийн хэрэгслийг ашиглан биет хөрөнгө босгоход чиглэж буй бүхий л шилжүүлэг хамрагдана. Өөрөөр хөрөнгийн зах зээл нь мөнгөн хөрөнгийг эдийн засгийн салбар дахь хөрөнгө оруулалт болгон шилжүүлж байдаг зах зээл.²⁰ Мөн энэхүү зах зээлийг мөнгөний зах зээлээс ялгах гол үзүүлэлт нь хөрөнгө оруулалтын хугацаа байдаг байна.

Мөнгөний зах зээл

Энэхүү зах зээлд банкууд, хөрөнгө оруулагч байгууллагууд оролцдог бөгөөд хувиараа хөрөнгө оруулагчид оролцдоггүй. Мөн мөнгөний зах зээл дээр төв банкинд төвлөрүүлсэн хөрөнгийн гүйлгээнээс гадна банк хоорондын баялаг арилжих шаардах эрхийн гүйлгээ мөнгөний зах зээл дээр илүү давамгайлж байдаг.²¹ Томоохон аж ахуйн нэгжүүд, зээлийн институтээс гаргасан арилжааны өрийн бичиг зэрэг нь энэ зах зээлийн бүтээгдэхүүн юм.

Гадаад валютын зах зээл

Гадаад валютын зах зээл дээр бусад улс орны мөнгөн тэмдэг буюу валют арилжаалдаг зах зээлийг гадаад валютын зах зээл гэнэ.

Үүсмэл үнэт цаасны зах зээл

Мөнгөний, хөрөнгийн, хэрэглээний гэх мэт зах зээл дээр бараа таваар болон үнэт цаасыг худалдах буюу худалдан авснаар тэдгээрийг өмчлөх эрхийг шилжүүлэх үйл ажиллагаа явагддаг зах зээлийг санхүүгийн үүсмэл хэрэгслийн зах зээл буюу уламжлагдсан зах зээл дээр эдгээрээс үүсэлтэй санхүүгийн хэрэгсэл болон бараа таваарыг арилжаалдаг. Энэхүү үүсмэл хэрэгсэл нь ямар нэг санхүүгийн анхдагч хэрэглээнээс үүсэн бий болсон тодорхой үнэ цэнтэй үүсмэл үнэт цааснууд болох форвард гэрээ, фьючерс гэрээ, опцион, свопуудыг хэлдэг.²²

¹⁹ Барьцааны үнэт цаас, Олон нийтэд зориулсан гарын авлага, 2006 он, 7 дахь тал

²⁰ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүй 2014 он, 15 дахь тал

²¹ Б.Буянхишиг, Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүй 2014 он, 15 дахь тал

²² Г.Балж "Санхүүгийн системийн үндэс", Улаанбаатар хот, 2019 он, 248-249 дэх тал

Үнэт цаас гаргалт нь төрийн хяналт дор явагддаг ба үнэт цаастай холбоотой бүхий л гүйлгээ нь ил тод байх ёстой. Үнэт цаасыг дараах зорилгоор гаргана:

Хүснэгт 1. 2. *Үнэт цаас гаргагчийн төрөл, зорилго*

Үнэт цаас гаргагч	Үнэт цаас гаргах зорилго
Засгийн газар	<ul style="list-style-type: none"> - Төсвийн алдагдлыг багасгах - Ямар нэг програм төслийг хэрэгжүүлэхэд шаардлагатай хөрөнгийн эх үүсвэр олох - Мөнгөний бодлогыг хэрэгжүүлэх
Орон нутгийн засаг захиргаа	<ul style="list-style-type: none"> - Нийтийн ашиглалтын барилга байгууламжийг барих засварлахад хөрөнгө дайчлах
Компани	<ul style="list-style-type: none"> - Дүрмийн сангаа бүрдүүлэх - Нэмэлт хөрөнгийн эх үүсвэр олж авах - Компанийн хяналтын багцыг хадгалах - Хөрөнгийн бүтцийг өөрчлөх

1.2.2. Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтын онцлог, түүний хэрэгцээ шаардлага

Үнэт цаасны зах зээл нь хүн төрөлхтөний түүхэнд бий болгосон санхүүгийн зах зээлийн чухал хэлбэр учир маш нарийн зохицуулалт, хяналттай байх шаардлагатай байдаг. Зохицуулалт, хяналтын систем, үйл ажиллагаа, дэд бүтэц нь стандарт түвшинд зохион байгуулагдах шаардлагатай тул “Олон улсын Үнэт цаасны Зохицуулах байгууллага” (IOSCO)-аас эрх зүйн зохицуулалтын 30 стандарт, хэрэгжүүлэх арга хэмжээний аргачлал, зааварчилгааг гаргасан байдаг.

Монгол улсад ҮЦЗЗТХ, холбогдох хууль тогтоомж, журмаас гадна үнэт цаасны зах зээлийг зохицуулахтай холбоотой нэг ойлголт нь “Сэнбокс”-ын ойлголт юм.

Үнэт цаас болон үнэт цаасны зах зээлийн тухай ойлголт түүнд тавих хяналт, зөвшөөрөл олгох, бүртгэх:

СЗХ нь үнэт цаастай холбоотойгоор түүнд хяналт тавих, зөвшөөрөл олгох, бүртгэх зэргээр үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтыг хэрэгжүүлдэг. Мөн зах зээлд шинээр гарч буй бүтээгдэхүүнийг сэндбоксын тусламжтайгаар туршилт явуулан, сэндбоксоод оруулах болон гаргах шийдвэрийг сэндбоксын албаны санал, дүгнэлтийг үндэслэн тухайн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний төрлөөс хамааран СЗХ-ны дарга, эсхүл Монголбанкны Ерөнхийлөгч шийдвэрлэдэг байна.

Санхүүгийн Зохицуулах Хороог СЗХЭЗБТХ-ийн 4 дүгээр зүйлийн 4.1 дэх хэсэгт тодорхойлохдоо *“санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах, санхүүгийн*

үйлчилгээг зохицуулах, холбогдох хууль тогтоомжийн биелэлтэд хяналт тавих, хөрөнгө оруулагч, үйлчлүүлэгчдийн эрх ашгийг хамгаалах чиг үүрэг бүхий төрийн байгууллага” юм. Үнэт цаасны зах зээлд зохицуулалттай үйл ажиллагаа эрхлэх этгээдийн ҮЦЗЗТХ-д заасан үйл ажиллагаа буюу үнэт цаастай холбоотой бүхий л үйл ажиллагааг, санхүүгийн үйлчилгээ эрхлэх зөвшөөрлийг Хороо олгоно. Мөн санхүүгийн үйлчилгээ эрхлэх тусгай зөвшөөрөл олгох, бүртгэхтэй холбогдсон “Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хуульд” зааснаас бусад харилцааг 3.1-д заасан үйл ажиллагаа тус бүрийн харилцааг нарийвчлан зохицуулсан хуулиар зохицуулна хэмээн зохицуулсан байдаг.

Хорооноос олгосон аливаа зөвшөөрөл, эрхийн бүртгэлийг Хороо хөтөлж, хадгалах ба Хороо хууль, холбогдох бусад хууль тогтоомж, тэдгээрт нийцүүлэн гаргасан дүрэм, журам, Хорооны шийдвэрийг зөвшөөрөл эзэмшигч, бүртгэлтэй этгээд хэрхэн биелүүлж байгаа байдалд хяналт тавьж, шалгалт хийнэ.

Мөн “Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль”-иар зохицуулалт хийгддэг. Энэхүү хуулийн зорилт нь санхүүгийн зохицуулах хорооны зохион байгуулалт, үйл ажиллагааны эрх зүйн үндсийг тогтоож, банкны үйл ажиллагаанаас бусад санхүүгийн үйлчилгээг зохицуулах, хянахтай холбогдсон харилцааг зохицуулахад оршидог ба дараахь үйл ажиллагаа хамаардаг. Үүнд:

1. Үнэт цаасны зах зээлд зохицуулалттай үйл ажиллагаа эрхлэх этгээдийн Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуульд заасан үйл ажиллагаа; /үнэт цаасны брокерийн, үнэт цаасны дилерийн, хөрөнгө оруулалтын зөвлөхийн, итгэмжлэн удирдах, андеррайтерийн, үнэт цаасны клирингийн, төлбөр тооцооны, төвлөрлөсөн хадгаламжийн, кастодианы, арилжаа эрхлэх, хамтын хөрөнгө оруулалтын сангийн гэх зэрэг/

Үнэт цаасны бүртгэлд тавигдах шаардлага

Биржийн бус зах зээлийн үнэт цаасны бүртгэлийн журам болон өөрийн эрх зүйн баримт бичгийг бүрэн дагаж мөрдөх, ТУЗ-ийн гишүүд гүйцэтгэх удирдлага болон нөлөө бүхий хувьцаа эзэмшигчид нь КТХ-д заасан шаардлагыг хангах, эрх бүхий албан тушаалтнууд нь компанийн үйл ажиллагааг явуулахад шаардлагай мэдлэг туршлагатай байх, үнэт цаас гаргагч нь нэгээс доошгүй жил тухайн чиглэлээр тогтвортой үйл ажиллагаа явуулсан байх, дотоодод болон олон улсад хүлээн зөвшөөрөгдсөн компанийн засаглалын зарчмыг дагаж мөрдөх гэх зэрэг шаардлагууд тавигддаг.

Бүртгэлийн хороо нь ирүүлсэн хүсэлт, журмаар тогтоосон баримт бичгийг ажлын 5 өдрийн дотор хянаж үнэт цаасыг бүртгэх эсэхийг шийднэ.

Санхүүгийн үйлчилгээ эрхлэх зөвшөөрөл

Үнэт цаасны зах зээлийг зохицуулалттай болон зохицуулалтгүй зах зээл гэж ангилан авч үздэг бөгөөд зохицуулалттай үйл ажиллагаа эрхлэх этгээдийн Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуульд заасан үйл ажиллагаа, хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас гаргах үйл ажиллагаа зэрэг эдгээр санхүүгийн үйлчилгээ эрхлэх зөвшөөрлийг Санхүүгийн зохицуулах хорооноос олгоно. Мөн санхүүгийн үйлчилгээ эрхлэх тусгай зөвшөөрөл олгох, бүртгэхтэй холбогдсон бусад харилцааг “Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль”-ийн 3.1-д заасан үйл ажиллагаа тус бүрийн харилцааг нарийвчлан зохицуулсан хуулиар зохицуулахаар тусгаж өгсөн байдаг.

Энэхүү үнэт цаастай холбоотой үйл ажиллагааг СЗХ-оос аливаа зөвшөөрөл, эрхийн бүртгэлийг СЗХ хөтөлж, хадгалах ба бүртгэл хөтлөх журмыг хороо батална.

Санхүүгийн зохицуулах хорооноос тавих хяналт

Санхүүгийн зохицуулах хороо нь СЗХЭЗБТХ, холбогдох бусад хууль тогтоомж тэдгээрт нийцүүлэн гаргасан дүрэм, журам, хорооны шийдвэрийг зөвшөөрөл эзэмшигч, бүртгэлтэй этгээд хэрхэн биелүүлж байгаа байдалд хянан шалгагч хяналт тавьж, шалгалт хийнэ.

СЗХ нь үнэт цаас гаргагчийн үйл ажиллагаатай холбоотой дараах журамуудыг гаргасан байдаг. Үүнд:

1. Монгол Улсад бүртгэлтэй хуулийн этгээд гадаад улсад гаргах үнэт цаасыг мэдэгдэх тухай журам
2. Үнэт цаасны бүртгэлийн журам
3. Үнэт цаасны дотоод мэдээлэл, түүнийг эзэмшигчийн үнэт цаасны зах зээл дээр явуулах үйл ажиллагааны тухай журам
4. Үнэт цаасанд нэгдсэн дугаар олгох журам
5. Үнэт цаасны гаргагчийн мэдээллийн ил тод байдлын журам
6. Үнэт цаас гаргагч компанийн үйл ажиллагаанд зайны хяналт тавих журам
7. Хаалттай ХК-ийн хувьцааг бүртгэх, хадгалах, өмчлөх эрх шилжүүлэх үйл ажиллагааны журам гэх мэт журмууд батлагдсан байна.

Үүнээс “Үнэт цаасны бүртгэлийн журам”-д Санхүүгийн зохицуулах хорооноос үнэт цаас гаргагчийн нийтэд санал болгон анх удаа болон нэмж гаргах хувьцаа, хувьцаанд хөрвөх опцион болон өрийн хэрэгслийг үнэт цаасны бүртгэлд бүртгэх, өөрчлөлт оруулах, хасах, анхдагч зах зээлд байршуулах, захиалгыг бүрдүүлэх, худалдах,

тайлагнах, үнэт цаас гаргагч, андеррайтер, арилжаа эрхлэх байгууллага, Хорооны эрх үүргийг тодорхойлох, мэдээллийн ил тод байдлын хэрэгжилтэд хяналт тавих, үнэт цаасны зах зээлд оролцогчдод хууль, аудит, хөрөнгийн үнэлгээний үйлчилгээ үзүүлэх хуулийн этгээдийг бүртгэх, бүртгэлээс хасахтай холбоотой харилцааг зохицуулна.

Дээрх байдлаар монгол улсын зах зээлд санхүүгийн хэрэгсэлтэй холбоотой зохицуулалт хийгддэг бөгөөд хууль тогтоомжид үнэт цаасанд тооцогдох хэрэгслийг нэрлэн тусгаж өгснөөр үүнээс гадуур орших хэрэгслийг хэрхэн зохицуулах тухай болон бусад санхүүгийн хэрэгсэлтэй адилтгах, талуудын хоорондын маргааныг шийдвэрлэхдээ хуулийг төсөөтэй хэрэглэх, бүртгэл зөвшөөрөл олгох хугацаа нь урт байх зэрэг эрх зүйн хийдэл үүсгэх боломжтой байна. Энэхүү байдал нь цаашлаад МУ-ын санхүүгийн зах зээлийн хөгжил нь олон улсын түвшинтэй хөл зэрэгцэн алхах бус хөгжлийн хойноос хөөж буй юм.

Монгол улсын санхүүгийн зах зээлийн хувьд СЗХ-с тухайн зах зээлд шинээр гарч буй бүтээгдэхүүнийг эзэмших, зах зээлд гарган арилжаалах зөвшөөрөл, бүртгэлийг олгодог бөгөөд мөн дэлхий дахинд технологид суурилсан санхүүгийн шинэлэг бүтээгдэхүүн үйлчилгээнүүд манай улсын зах зээлд нэвтрэн, эргэлтэд орж буй тул уламжлалт хууль эрх зүйн орчин нь тохиромжгүй байгаа хэмээн үзэж Санхүүгийн зохицуулах хороо, Сангийн сайд, Монголбанк нь хамтран 2021 оны 3 дугаар сард “Сэндбокс зохицуулалтын журам”-ыг гарган, 2023 оны 4 дүгээр сарын 03-ны өдөр шинэчлэгдэн батласан байна. Энэхүү зохицуулалт нь технологид суурилсан шинэлэг бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ, бизнес загварыг зохицуулагч байгууллагын хяналт, зохицуулалт дор хязгаарлагдмал хүрээ болон бодит орчинд, тодорхой цаг хугацаанд бүтээгдэхүүнийг туршдаг зохицуулалт юм.

Сэндбокс зохицуулалт нь Сэндбокс зохицуулалтын орчны журамын²³ 1 дүгээр зүйлийн 1.1 дэх хэсэгт *“санхүүгийн үйлчилгээнд шинээр нэвтэрч буй технологид суурилсан шинэлэг бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг Санхүүгийн зохицуулах хороо, Монголбанк /цаашид “санхүүгийн зохицуулагч байгууллага” гэх/-ны хяналт, зохицуулалт дор хязгаарлагдмал хүрээг хамарсан бодит орчинд, тодорхой цаг хугацаанд турших зохицуулалтын орчныг”* сэндбокс зохицуулалт гэнэ.

Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам нь дээрх зохицуулалтын орчныг бий болгох, оролцогчдод тавигдах шаардлагыг тодорхойлох болон түүнтэй холбогдох бусад

²³ Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам 1 дүгээр зүйлийн 1.1, “санхүүгийн үйлчилгээнд.....орчныг”

харилцааг зохицуулна. **Сэндбоксад дараах бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг хамруулдаг.** Үүнд:²⁴

1. Санхүүгийн зах зээлд шинээр нэвтэрч байгаа, эсхүл ижил төстэй санхүүгийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээтэй харьцуулахад санхүүгийн зах зээл болон хэрэглэгчийн хүртэх үр ашгийг нэмэгдүүлэх;
2. Шинээр нэврүүлж буй технологи, шийдэлтэй холбогдуулан зохицуулалтын орчин бүрдээгүй, эсхүл одоо байгаа зохицуулалтын орчинд өөрчлөлт оруулах шаардлага үүссэн;
3. Санхүүгийн зохицуулалтын орчинд шинээр нэвтэрч буй технологийн шийдэл буюу регтек;
4. Санхүүгийн зохицуулагч байгууллага болон бодлого гаргагчдын зүгээс тодорхой асуудлыг шийдвэрлэх зорилгоор санал болгосон бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ болон бусад;

Сэндбоксын оролцогчийн санал болгож буй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ нь дараах **шаардлагыг хангасан** байна:²⁵

1. Санхүүгийн тогтвортой байдалд эрсдэл учруулахгүй
2. Мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэх чиглэлд ашиглагдах зорилго агуулаагүй
3. Санхүүгийн үйлчилгээний хүртээмж болон хэрэглэгчийн хүртэх үр ашиг, өгөөжийг нэмэгдүүлэхэд чиглэсэн
4. Хэрэгжих боломжтой байдал болон техник, эдийн засгийн үндэслэл, санхүүгийн үр ашгийн тооцоо хийгдсэн
5. Сэндбоксын оролцогчдод тавигдах технологийн шаардлагыг хангасан
6. Сэндбоксын хүрээнд хэрэглэгчид санал болгоход бэлэн болсон, технологийн хөгжүүлэлт нь шаардлагатай хэмжээнд хийгдсэн зэрэг шаардлагыг хангасан байна.

Эдгээр шаардлагыг хангаагүй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ, журамд заасан баримт бичгийн бүрдлийг хангаагүй, хуурамчаар бүрдүүлсэн нь тогтоогдсон бол сэндбоксад хамааруулахгүй байна.

Энэхүү журмыг хангуулах чиг үүргийг Сэндбоксын зөвлөл болон алба хэрэгжүүлдэг ба зөвлөл нь бүрэн эрхийнхээ хүрээнд тухайн журмын 3 дугаар зүйлийн 3

²⁴ Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам, 2 зүйлийн 2.2 дахь хэсэг

²⁵ Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам, 2 зүйлийн 2.3 дахь хэсэг

дахь хэсэгт заасан “сэндбоксын албаны санал, дүгнэлтийг үндэслэн сэндбоксын нөхцөл, хязгаарлалтыг тодорхойлж, сэндбоксад оруулах эсэх зөвлөмжийг гарган холбогдох санхүүгийн зохицуулагч байгууллагад хүргүүлэх” , “сэндбокс дуусгавар болох үед холбогдох зөвлөмжийг гаргах”, “сэндбоксад амжилттай туршигдсан бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг зах зээлд нэвтрүүлэхэд шаардлагатай зохицуулалтын орчны талаарх зөвлөмж гаргах”²⁶ зэргийг хэрэгжүүлнэ.

Сэндбокс зохицуулалтын давуу тал:

- Бүтээгдэхүүн, үйлчилгээгээ инкубатор, хиймэл загварт бус бодит орчинд турших боломжийг олгоно;
- Бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний зах зээлд амьдрах чадвар болон тулгарч болох эрсдэлийн талаар мэдээлэл авсны үндсэн дээр зах зээлд нийлүүлэх боломж бүрдэнэ;
- Зохицуулалтын орчноор хязгаарлагдахгүйгээр, эсхүл шаардлагатай зохицуулалтын орчин бүрдэх хугацааг хүлээлгүйгээр бүтээгдэхүүн, үйлчилгээгээ нэвтрүүлэх боломжийг олгоно;
- Зах зээлд анхдагч оролцоотой байх хүртээмжтэй, ухаалаг санхүүгийн зах зээлийн хөгжилд хувь нэмрээ оруулах боломж бүрдэнэ.

Сэндбокс зохицуулалтын орчин нь 2016 онд анх Их Британи Улсад үүсэж хөгжсөн бөгөөд өдгөө дэлхийн улс орнууд сэндбоксын зохицуулалтыг санхүүгийн зах зээлд хурдацтай нэвтрүүлсээр байна.²⁷

Зураг 1. 2. Сэндбокс зохицуулалтыг нэвтрүүлсэн улс орнууд, 2020 оны байдлаар



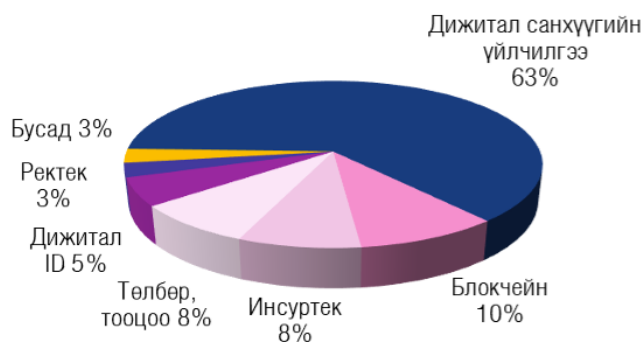
Эх сурвалж: Сэндбоксын зохицуулалтын гарын авлага

2020 оны Дэлхийн банкны судалгаагаар 2016-аас 2020 оны хооронд нийт 57 улс 76 төрлийн сэндбокс орчинд технологид суурилсан санхүүгийн шинэ бүтээгдэхүүн үйлчилгээг туршиж байна.

Зураг 1. 3.. Сэндбокс зохицуулалтад нэвтэрч буй технологийн шийдлүүд

²⁶ Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам, 3 дугаар зүйлийн 3.3 хэсэг

²⁷ Санхүүгийн зохицуулах хороо, Сэндбоксын зохицуулалтын гарын авлага, 4 дэх нүүр, 2023



Эх сурвалж: Сэндбоксын зохицуулалтын гарын авлага

Харин сэндбокс орчноос амжилттай туршигдаж гарсан бүтээгдэхүүн үйлчилгээний 50 гаруй хувийг шууд зах зээлд нэвтрүүлэхэд уламжлалт зохицуулалт тохиромжгүй байсан тул хууль эрх зүйн орчинд өөрчлөлт хийсний дараа зах зээлд нэвтрүүлэхээр болсон бол 38 хувийг нь бүртгэж, тусгай зөвшөөрөл олгон зах зээлд нэвтрүүлсэн.

Энэ нь технологид суурилсан санхүүгийн шинэлэг бүтээгдэхүүн үйлчилгээнд уламжлалт хууль эрх зүйн орчин тохиромжгүй байгааг харуулж байна. Харин үлдсэн буюу бүтээгдэхүүн үйлчилгээний 8 хувийн бизнесийн загварыг өөрчилж дахин сэндбокс орчинд туршсан байна.

Сүүлийн жилүүдэд улс орнууд өөрсдийн санхүүгийн салбар, бүтээгдэхүүн үйлчилгээний онцлогт тохируулан уламжлалт сэндбоксын орчноос гадна 2-оос 3 өөр төрлийн сэндбоксын орчныг нэвтрүүлж байна. Тухайлбал, 2016 онд Сэндбоксын эрх зүйн орчныг анх бүрдүүлсэн Их Британи улс нь 2020 онд нэмж Дижитал сэндбоксыг бий болгосон. Харин Сингапур улс нь 2016 онд сэндбокс, 2019 онд сэндбокс экспресс, 2022 онд сэндбокс пласыг нэвтрүүлэн үйл ажиллагаа явуулж байна.²⁸

Зураг 1. 4. *Зарим улс орнуудад хөгжүүлж буй сэндбокс*

²⁸ Санхүүгийн зохицуулах хороо, *Сэндбоксын зохицуулалтын гарын авлага*, 4 дэх нүүр, 2023



Эх сурвалж: Сэндбоксын зохицуулалтын гарын авлага

Зураг 1. 5. Улс орнуудын сэндбокс туршилтаас гарч буй дүн

Эх сурвалж: Сэндбоксын зохицуулалтын гарын авлага

Сэндбоксын туршилтын хугацаа нь **1** жил хүртэл байх ба оролцогчийн хүсэлтийг үндэслэн 1 жил хүртэл хугацаагаар нэг удаа сунгаж болно. Сэндбоксын орчинд туршигдаж буй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ нь зах зээлд цоо шинээр нэвтэрч буй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ тул үүсэж болзошгүй эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх зорилгоор Сэндбоксын зөвлөл нь оролцогчийн заавал байлгах нөөц хөрөнгийн хэмжээ, хохирол нөхөн төлөхөд шаардлагатай хөрөнгийн доод хэмжээг тогтоох болон бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг санал болгох зах зээлийн хүрээ, хэрэглэгчдийн тоо, нутаг дэвсгэр, нэг удаа, эсхүл нийт хийгдэх гүйлгээний тоо, хэмжээ зэрэг үзүүлэлтүүдэд хязгаарлалт тавьж болох бөгөөд оролцогч нь сэндбоксын туршилтын хугацаанд уг хязгаарлалтыг заавал мөрдөж ажиллана.

Мөн сэндбоксын оролцогч нь сэндбоксын туршилтын хугацаанд үйл ажиллагааны хэрэгжилтийг үнэлэх гүйцэтгэлийн шалгуур үзүүлэлтүүдийг хэмжигдэхүйц байдлаар урьдчилан тогтоож бизнес төлөвлөгөөндөө тусгах бөгөөд шаардлагатай тохиолдолд оролцогчийн санал болгосон гүйцэтгэлийн шалгуур үзүүлэлтүүд дээр Сэндбоксын зөвлөл нь нэмэлт, өөрчлөлт оруулан эцэслэнэ. Оролцогч нь сэндбоксын туршилтын хугацаанд урьдчилан тогтоосон гүйцэтгэлийн шалгуур үзүүлэлтүүдийг мөрдөн ажиллах бөгөөд сэндбоксын хугацаа дуусгавар болох үед сэндбоксын туршилт амжилттай болсон эсэхийг эдгээр **гүйцэтгэлийн шалгуур үзүүлэлтүүд дээр суурилан** дүгнэнэ.

Хүснэгт 1.3. “Сэндбоксын зохицуулалтын орчны журам”-д хийсэн анализ.

	Журмын зүйл заалт	Анализ
1.1	<i>“Санхүүгийн үйлчилгээнд шинээр нэвтэрч буй технологид суурилсан шинэлэг бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг Санхүүгийн зохицуулах хороо, Монголбанк /цаашид “санхүүгийн зохицуулагч байгууллага” гэх/-ны хяналт, зохицуулалт дор хязгаарлагдмал хүрээг хамарсан бодит орчинд, тодорхой цаг хугацаанд турших сэндбокс зохицуулалтын орчин /цаашид “сэндбокс” гэх/-г бий болгох, оролцогчдод тавигдах шаардлагыг тодорхойлох болон түүнтэй холбогдох бусад харилцааг энэ журмаар зохицуулна.”</i>	Санхүүгийн үйлчилгээнд шинээр нэвтэрч буй технологид суурилсан шинэлэг бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг СЗХ болон Монголбанк нь хяналт, зохицуулалт дор хязгаарлагдмал хүрээг хамарснаар буюу журамд тусгасан “сэндбоксоод дараах бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг хамруулна” хэмээн хязгаарлалт, хүрээг тодорхойлж өгснөөр хүрээнээс гадуур орших хэрэгслүүд зохицуулалтгүй үлдэх үндэслэл болж байгаа юм.
4.6	<i>“Сэндбоксын алба нь бүрдэл бүрэн хүсэлт, холбогдох баримт бичгийг хүлээн авснаас хойш 30 хоногийн дотор сэндбоксын шаардлагыг хангасан эсэхийг магадлан шалгана.”</i>	Сэндбоксын алба хүсэлт, холбогдох баримт бичгийг хүлээн авснаас хойш 30 хоногийн дотор шаардлага хангасан эсэхийг шалгах нь практикт хугацаа удаан, тухайн хэрэгслийн эрэлт, хэрэгцээний байдал алдагдах, хоцрогдох эрсдэлийг үүсгэх магадлалтай.
5.9	<i>“Оролцогч нь сэндбоксын орчинд зөвхөн зөвшөөрөгдсөн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг туршина.”</i>	Сэндбоксын орчинд зөвхөн зөвшөөрөгдсөн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг туршина хэмээн хүрээ, хязгаар тогтоож өгсөн нь үүнд орохгүй боломжгүй бүтээгдэхүүнүүдийг зах зээлд ашиглагдах, эргэлтэд орох цаашлаад эдийн засгийн хямралыг даван гарах, хөгжилийг боломжийг хаах эрсдэлтэй, процессын алдаатай байна. Иймд хууль тогтоомж, журамын хэмжээ хязгаар, хүрээг илүү уян хатан болгох хэрэгцээтэй байгаа юм.

Эх сурвалж: Сэндбоксын зохицуулалтын орчны журам

Хууль тогтоомжийн заримт зүйл заалтын хувьд анализ хийхэд зөвшөөрөл олгох бүртгэхтэй холбоотой зөвшөөрөл олгох хугацаа болон бүртгэх бүтээгдэхүүний хүрээг тодорхойлж өгснөөр хүрээнээс гадуур орших, зохицуулалтгүй санхүүгийн хэрэгслийн хувьд үүнийг ашиглаж, энэ зах зээлд оролцож байгаа оролцогч, иргэдийн эрх ашиг хөндөгдөж байгаа нь ҮЦЗЗ хууль тогтоомж, зорилтод үл нийцэж байгаа нь процессын алдаатай байна хэмээн үзэх үндэслэл болж байна. Эдгээр зохицуулалтын гадна байх

хэрэгслүүд нь эдийн засгийн хямрал, инфляцаас хамгаалдаг гол хэрэгсэл болдог. Жишээ нь:

- Зах зээлд нүүрс, бинзен зэрэг бүтээгдэхүүний хомсдол үүссэн үед хямралаас гарах зорилгоор нүүрс, бинзэнд суурилсан үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл буюу нүүрс, бинзены фьючерс гарган арилжих ба тухайн бүтээгдэхүүний эрэлт бий болж буй үед энэ нь зах зээлд тодорхой хөрвөх чадвартай, хөрөнгө оруулалтын шинжтэй хэрэгсэл болж эдийн засгийн хямрал, инфляцаас хамгаалж байна.

Үнэт цаас гаргахдаа дараах бүртгэлийн шаардлагыг хангасан байх:²⁹

Хүснэгт 1. 4. Үнэт цаас гаргах бүртгэлийн шаардлага

1.	Компани нь татварын болон хугацаа хэтэрсэн их хэмжээний зээлийн өргүй байх
2.	Хөрөнгө нь бүхэлдээ эсхүл дийлэнх нь мөнгө болон богино хугацаат ҮЦ-наас бүрдээгүй байх
3.	Бүртгүүлэхээс өмнө санхүүгийн тайлангийн хугацаа өөрчлөөгүй байх, өөрчилсөн бол тайланг аудитаар баталгаажуулсан байх
4.	ГУЗ -ийн гишүүд, ГУ болон нөлөө бүхий хувьцаа эзэмшигчид нь үнэнч шударга, ёс зүйтэй байх
5.	Холбогдох хууль тогтоомж, дүрэм журам болон өөрийн эрх зүйн баримт бичгийг бүрэн дагаж мөрддөг байх
6.	Эрх бүхий албан тушаалтнууд нь компанийн үйл ажиллагааг явуулахад шаардлагатай мэдлэг, туршлагатай байх
7.	Компанийн удирдлага болон хяналтын багц эзэмшигчид бүртгэгдсэнээс хойш 6 сарын хугацаанд хувьцаагаа худалдахгүй байх

Эх сурвалж: Үнэт цаас гаргах тухай гарын авлага

Үнэт цаасны зах зээлийг зохицуулах хэрэгцээ шаардлага

Үнэт цаасны эдийн засгийн шинж нь хөрөнгө оруулалтын болон хөрвөх чадварын шинжтэй байдаг.

Дэлхийн хямрал. Үнэт цаасны зах зээлийг зохицуулах хэрэгцээ шаардлага дэлхий дахинаа тэртээ 1929 оны их хямралаас эхэлсэн юм. Анх 1929 оны АНУ-ын хөрөнгийн зах зээлийн хямралаас эхэлж, Дэлхийн II дайны дараа буюу 1946 он хүртэл

²⁹ Монголын хөрөнгийн бирж, Үнэт цаас гаргах тухай гарын авлага

үргэлжилжээ.³⁰ 1929 оны 10 сарын 24-нд хөрөнгө оруулагчид олноороо хувьцаагаа биржээр зарж эхэлсэн ба тав хоногийн дараа хувьцааны үнэ уналтад орон хөрөнгийн зах зээлийн сүйрэл нь аж үйлдвэрийн салбарыг удаашруулж, цалингийн хэмжээ багасан ажилчдаа цомхотгож эхлэн, иргэдийн худалдан авах чадварыг бууруулж, өр зээл нэмэгдсэн байна. 1933 онд Их хямрал нь дээд цэгтээ хүрч ажилгүйдлийн тоо 15 саяд хүрэн, бүх банкуудын тал хувь нь дампуурсан ба АНУ нь дэлхийн тэргүүлэх эдийн засагтай орнуудын тоонд зүй ёсоор ордог учир энэхүү хямрал дэлхийн бусад улс оронд нөлөөлсөн байдаг. Энэхүү хямарлаас гарахын тулд хийж эхэлсэн зохицуулалтад эрх зүйн зохицуулалт ба үүнд Securities Act (1933), Securities Exchange Act(1934) зэрэг холбогдох хуулиудыг батлан зохицуулалтыг хийсэн.

Үүнээс хойш 2001 оны 9 дүгээр сарын 11-ний өдрийн халдлагын дараа АНУ-ын нөөцийн банкнаас бага хүүтэй их хэмжээний зээл гаргасан, энэ хүнд байдлаасаа гарч амжаагүй байхад АНУ-ын Засгийн газар моргейжийн буюу орон сууцны хөнгөлөлттэй нөхцөлтэй зээл иргэддээ олгосон бөгөөд банкууд зээлийн нөхцлийг зөөлрүүлж, их хэмжээний найдваргүй зээл олгосон мөн тус улсын иргэд бэлэн мөнгөгүй хэрнээ өөрийн чадавхаасаа давсан амьдралын нөхцөлыг хүсч орон сууцнаас гадна, машин, тавилга гэх мэт зүйлүүдийг зээлээр авч байсан нь АНУ-ын 2008 оны эдийн засаг, санхүүгийн хямралын үндэс болсон. Энэ хямрал 2011 оныг хүртэл дамнан үргэлжилсэн юм. АНУ эдгээр хямралаас гарахын тулд эрх зүйн орчинд багц хуулиудыг гаргаж эхлэн зохицуулалтгүй байсан орчныг зохицуулалт хийж эхэлснээр зах зээлийн ДНБ, үйлдвэрлэл өсөн улмаар нийгмийн хамгааллын орчин үеийн суурь тавигдсан хэмээн үздэг.

Үнэт цаасны зах зээлд оролцож буй оролцогчдын эрх ашиг. Монгол улсын эрх зүйн эх сурвалжид ҮЦЗЗ-ийн оролцогчид болох үнэт цаас гаргагч компани, хэрэглэгчид болон энгийн иргэд, зах зээлтэй холбоотой бусад оролцогчдын эрх ашигийг хэрхэх тухай Иргэний хууль, Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль болон СЗХ-ны чиг үүрэгт дараах байдлаар хэсэгчлэн тусгасан байдаг. Үүнд:

- Иргэний хуулийн 1 дүгээр зүйлийн 2 дахь хэсэгт *“Иргэний хууль тогтоомж нь иргэний эрх зүйн харилцаанд **оролцогчдын эрх тэгш**, бие даасан байдал, өмчийн*

³⁰ "АНУ-ын түүхэн дэх хамгийн том ган-"Шороон бүрхүүл", 2022, АНУ-ын түүхэн дэх хамгийн том ган - "Шороон бүрхүүл", (Сүүлд үзсэн: 2026.05.19)

*халдаашгүй байдал, гэрээний эрх чөлөө, хувийн хэрэгт хөндлөнгөөс оролцохгүй байх, иргэний эрх үүргийг ямар нэг хязгаарлалтгүйгээр хэрэгжүүлэх, зөрчигдсэн эрхийг сэргээлгэх, шүүхээр хамгаалуулах зарчимд үндэслэнэ.*³¹

- Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 1 дүгээр зүйлийн 1 дэх хэсэгт “Энэ хуулийн зорилт нь үнэт цаасны зах зээлд оролцогчдын үйл ажиллагааг зохицуулах, хяналт тавих, **хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалахтай холбогдсон харилцааг зохицуулахад оршино**”³²
- Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 65 дугаар зүйлийн 1.1 дэх хэсэг “Хороо дор дурдсан зорилгоор үнэт цаасны зах зээлд оролцогчид хандан зөвлөмж гаргах эрхтэй: **хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалах**”³³
- Санхүүгийн Зохицуулах Хорооны эрх зүйн байдлын тухай хуулийн 4 дүгээр зүйлийн 4.1 хэсэг “*санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах, санхүүгийн үйлчилгээг зохицуулах, холбогдох хууль тогтоомжийн биелэлтэд хяналт тавих, хөрөнгө оруулагч, үйлчлүүлэгчдийн эрх ашгийг хамгаалах чиг үүрэгтэй билээ.*”³⁴ гэх мэт.

Дээрх байдлаар эрх зүйн эх сурвалжид энэхүү иргэний эрх зүйн салбарын суурь зарчим буюу талуудын тэгш эрхийн тухай, үүнийг хамгаалах тухай зохицуулалтыг тусгаж өгсөн байгаа юм. Нөгөөтэйгүүр үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуульд санхүүгийн зах зээл дээр нэвтэрч буй шинэ бүтээгдэхүүнүүдийг хэрхэн хянах, зөвшөөрөл олгох, зах зээлд арилжаалах зэргээр бодлогын чанартай зохицуулалтууд байгаа хэдий ч практик дээр үүнтэй холбоотойгоор үүсэх бусад асуудлыг хэрхэн зохицуулах тухай зохицуулалтгүй байгаагийн үр дагаварт энэхүү зах зээлд оролцож буй оролцогчдыг хохироох, залилах зэргээр эрх ашиг нь хөндөгдөх асуудал гарах боломжтой юм. Хууль эрх зүйн орчинд тусгасан оролцогчдын эрх ашгийг хамгаалах зорилгоор ҮЦЗЗ-ийн эрх зүйн орчинд илүү нарийн, тодорхой зохицуулалтууд хэрэгцээ, шаардлагатай байгаа хэмээн үзэж байна.

Санхүүгийн зохицуулалттай, хамгаалалттай зах зээл дээр шинэ төрлийн санхүүгийн хэрэгслүүд нэвтрэн, эргэлтэд орсноор тухайн зах зээл хөгжиж, тэлэлт явагддаг

³¹ Иргэний хууль (2002)-ийн 1 дүгээр зүйлийн 2 дахь хэсэг “Иргэний хууль тогтоомж зарчимд үндэслэнэ.”

³² Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль (2013)-ийн 1 дүгээр зүйлийн 1 дахь хэсэг “Энэ хуулийн зорилт нь зохицуулахад оршино.”

³³ Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль (2013)-ийн 65 дугаар зүйлийн 1.1 “Хороо дор..... эрх ашгийг хамгаалах.”

³⁴ Санхүүгийн Зохицуулах Хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль ” (2005)-ийн 4 дүгээр зүйлийн 4.1 ”санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах..... чиг үүрэгтэй.”

онцлогтой. Тухайлбал, дэлхийн хамгийн том хөрөнгийн биржүүд болох АНУ-ын Нью-Йоркийн Хөрөнгийн бирж (NYSE-New York Stock Exchange) болон Их Британи улсын Лондонгийн Хөрөнгийн бирж (LSE-London Stock Exchange)-ийн зах зээл нь баталгаатай буюу оролцогч этгээдүүдийн эрх ашгийг хамгаалсан, шинээр нэвтрүүлж буй хэрэгслүүдийн хувьд хэрхэх тухай нарийвчилсан, тодорхой зохицуулалттай байдаг тул зах зээлийн хөгжил нь өндөр түвшинд байдаг ажээ.

Учир нь үнэт цаасны зах зээл хэдийн чинээн стандартад нийцсэн байдлаар хөгжинө, төдийчинээ дэлхийн санхүүгийн зах зээлд интеграцчилалд орох, гадаадын хөрөнгө оруулалтыг монгол улсын ҮЦЗЗ-рүү татах, эсвэл Монголын компаниуд гадаадын ҮЦЗЗ-д гарах нөхцөл бүрдэх билээ. Мөн зах зээлд зуучлагсдад итгэж хөрөнгөө оруулж байгаа бүх хөрөнгө оруулагчид тэдний үйл ажиллагаа шударга, нээлттэй, ил тод байхыг шаарддаг учраас зах зээлийн эрх зүйн орчинг энэхүү нийтлэг шаардлагад нийцүүлэн бүрдүүлэх шаардлагатай байдаг байна.

Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулиар “үнэт цаасны зах зээлд үнэт цаас гаргах, бүртгэх, хадгалах, арилжих, түүгээр гэрчлэгдсэн өмчлөх эрхийг шилжүүлэх, үнэт цаасны талаарх мэдээллийг хөрөнгө оруулагчид хүргэх, хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалах, үнэт цаас гаргагч болон үнэт цаасны зах зээлд оролцогч мэргэжлийн байгууллагын үйл ажиллагаанд хяналт тавихтай холбоотой харилцааг зохицуулах зорилготой” гэж уг хуульд тусгасан байдаг. Энэхүү хуулийг зохицуулах хэрэгцээ шаардлагын хувьд жишээ татахад эрх бүхий этгээдээс үнэт цаас гарган зөвхөн нийтэд санал болгоход л **нийтийн эрх ашиг** хөндөгдөж болохуйц харилцаа бий болох боломжтой тул **эрх зүйн зохицуулалт зайлшгүй шаардлагатай** юм.³⁵ Монгол улсын Үндсэн хуулийн эрхийг хамгаалах зохицуулалт, төрийн хамгаалалт шаардлагатай.

Үнэт цаасны зах зээлийн гол онцлог нь эрсдэл болон өгөөж байдаг. Хөрөнгө оруулалтын ерөнхий дүрэм байдаг ба энэ нь **эрсдэл, өгөөж хоёр нь эерэг хамааралтай** байдаг бөгөөд хөрөнгө оруулалт нь тухайн улсын иргэд, аж ахуйн нэгжийн мөнгөн урсгал хаашаа чиглэж буйг харуулдаг ба найдваргүй хөрөнгө оруулалт хийснээр эдийн засгийн хямралд өртөх эрсдэлтэй байдаг.

- ❖ Эрсдэл бага хөрөнгө оруулалт: Богино, дунд хугацаанд ашиг бага, эрсдэл бага байх хөрөнгө оруулалт.

³⁵ Б.Буянхишиг, “Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүй” 2014, 14 дэх тал

- ❖ Эрсдэл өндөр хөрөнгө оруулалт: Богино хугацаанд их хэмжээний ашиг олох сонирхлыг төрүүлдэг, өндөр эрсдэл дагуулдаг хөрөнгө оруулалт.

Үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалт нь бусад зах зээлийн зохицуулалтаас ялгарах онцлогтой байдаг. Үүнд санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдал, тухайн зах зээлд итгэх олон нийтийн итгэл үнэмшил зэрэг нь үнэт цаасны зах зээлийн оролцогчид болох хөрөнгө оруулагч болон үнэт цаас гаргагчийн эрх ашиг хөндөгдөх, эрсдлийн хүчин зүйл болдог онцлог бүхий зохицуулалт юм. Иймд энэхүү онцлог бүхий зохицуулалтууд нь үнэт цаасны зах зээлийн хуулийн хэрэгцээ шаардлагыг харуулж байна.

Монгол улсын зах зээл дээр зарим төрлийн санхүүгийн хэрэгсэл болох койнтой холбоотой жишээнүүд 2020 онд цар тахлын үед гарч байсан билээ. Жишээ нь 2019 онд манай улсад анхны криптовалют бий болсон нь Ард койн байсан ба 2022 оны байдлаар МУ-д арилжаалагдаж буй 41 криптовалют байсан бөгөөд нийт 970,123,850,837 /970 тэрбум/ төгрөгийг анхдагч зах зээлд татан төвлөрүүлсэн байна.³⁶ Үүнээс жилийн дараа буюу 2023 онд ИНС, ARD, ELFC зэрэг койнуудыг цагдаагийн газраас шалгагдаж, багадаа 500 мянга орчим иргэд бүртгэлгүй 27 койны хохирогч болох магадлалтай хэмээн үзэж байсан байна. Мөн монгол улсын зах зээлд татан төвлөрүүлсэн 970 тэрбум төгрөг нь их хэмжээний хөрөнгө зах зээлд орж ирсэн бөгөөд энэхүү мөнгө нь эдийн засгийн утгаараа койн гэх хэрэгсэлрүү хяналт, зохицуулалтаас гадуур залилан, луйвар хэлбэрээр явагдан бүрэн утгаараа энэхүү их хэмжээний мөнгө алга болсон байна. Иймд байдлаар зохицуулалтаас гадуур дижитал суурьтай хэрэгслүүдийг зах зээлд оролцогчид залилан, луйварын шинжтэйгээр арилжаалж байгаа хэрэг улам олширч байгаа тул хэрэглэгчдийн эрх ашиг, эдийн засгийн хямралаас хамгаалахаар үүнийг тухайлсан зохицуулалтаар зохицуулах хэрэгцээ шаардлагатай байгаа юм.

1.3. Нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслүүдийн онцлог, тулгамдаж буй асуудал

Монгол улсын санхүүгийн зах зээл дээр хууль тогтоомжид тусгагдсан буюу тухайн хэрэгслийг санхүүгийн хэрэгсэл мөн хэмээн тооцсоноос бусад, зохицуулалтаас гадуур орших хэрэгслүүдийг нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгсэл хэмээн тодорхойлж, нэрлэж болох юм.

³⁶ “Койнууд яасан бэ: Нийт 970 тэрбум төгрөг төвлөрүүлсэн 41 койноос 37-гийнх нь ханш унажээ” (2022), Койнууд яасан бэ: Нийт 970 тэрбум төгрөг төвлөрүүлсэн 41 койноос 37-гийнх нь ханш унажээ - Eguur.MN (Сүүлд үзсэн: 2026.05.20)

Техник технологийн дэвшил болон санхүүгийн зах зээлийн хувьсалтай холбоотойгоор уламжлалт санхүүгийн хэрэгсэл болох хувьцаа, бонд зэргээс гадна хөрөнгө оруулагчдад илүү уян хатан, шинэлэг боломж олгох дараах санхүүгийн хэрэгслүүд хөгжин олон улсын түвшинд болон МУ-ын зах зээл дээр бий болон хөгжсөөр байгаа билээ. Харин холбогдох хууль тогтоомжид шинэ төрлийн технологид суурилсан санхүүгийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг тооцохоор заалтуудыг хуульчилсан байдаг ба зах зээл дээр аль хэдийнээ нэвтрэн, хэрэглэгдэж буй зөвшөөрөлтэй дараах бүтээгдэхүүнүүд байна. Үүнд:

Дижитал болон блокчейнд суурилсан үнэт цаас

Энэхүү санхүүгийн хэрэгсэл нь уламжлалт санхүүгийн хэрэгслийг крипто технологитой холбож буй үнэт цаас юм. Тухайлбал, токен нь хөрөнгийг жижиг хэсгүүдэд хувааж, хөрөнгө оруулалт хийх босгыг намасгаж өгдөг бөгөөд үл хөдлөх хөрөнгө, компанийн хувьцаа эсвэл урлагийн бүтээл зэрэг бодит хөрөнгөөр баталгаажсан дижитал токenuуд байна. Төв банкны дижитал валют нь улс орнуудын Төв банкнаас гаргаж буй дижитал төлбөрийн хэрэгсэл нь ирээдүйд үнэт цаасны арилжааны тооцоог илүү хурдан болгох хүлээлтэй байнаа хэрэгсэл юм. Asset Backed Tokens нь алт, газрын тос эсвэл бусад түүхий эдийн ханштай уягдсан дижитал хэрэгслүүд.

Үл хөдлөх хөрөнгийн хөрөнгө оруулалтын сан (REIT- Real Estate Investment Trusts)

Үл хөдлөх хөрөнгийн үнэт цаас нь үл хөдлөх хөрөнгийг шууд өмчилж, түрээсийн орлогоос ашиг олдог болон үл хөдлөх хөрөнгө барьцаалсан зээл эсвэл ипотекийн үнэт цаасанд хөрөнгө оруулж, хүүгийн орлогоос ашиг олох гэх зэрэг үл хөдлөх хөрөнгийн үнэт цааснууд байдаг.

Ипотекийн зээлээр баталгаажсан үнэт цаас (Mortgage Baked Securities)

Энэхүү үнэт цаас нь банкууд олгосон орон сууцны зээлүүдийг багцлан үнэт цаас болгож, хөрөнгө оруулагчдад зарах үйл явц юм. Үүний дотор амины орон сууцны зээлээр баталгаажсан, худалдаа үйлчилгээний зориулалттай үл хөдлөх хөрөнгийн зээлээр баталгаажсан үнэт цааснууд багтана.

Энэ төрлийн санхүүгийн хэрэгслүүд нь олон улсын түвшинд аль хэдийнээ нэвтрэн, хэрэглэгчдэд хүрсэн бөгөөд 2018 онд энэхүү шинэ төрлийн бүтээгдэхүүнүүд нь хууль эрх зүйн орчинд зохицуулалттай болон зохицуулагдаж байна.

Харин манай улсын хувьд шинэ төрлийн санхүүгийн хэрэгслүүд нь зах зээлд бага багаар нэвтэрч байгаа ба дараах хэрэгслүүд бий болж байна. Үүнд:

Хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаас (ХБҮЦ): Зээлийн багц эсвэл ирээдүйн орлогоор баталгаажсан үнэт цаас.

Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ: Дотоодын биржүүдээр дамжуулан гаргаж буй төрөл бүрийн койнууд болон токenuуд.

Хамтын хөрөнгө оруулалтын сангууд: Иргэдийн мөнгийг төвлөрүүлж, мэргэжлийн удирдлагаар дамжуулан олон төрлийн активт хөрөнгө оруулах сангууд

Биткойн: Төв банкны зохицуулалт байхгүй, гүйлгээ нь ил тод, итгэлд суурилсан зах зээлийн хэрэглээ. 2008 оны 10.31-нд Satoshi Nakamoto гэдэг хүн академик бус өгүүлэл нийтэлсэн байдаг. Энэхүү өгүүлэлийн нэр нь “A Peer-to-Peer Electronic Cash System” ба РТР гэдэг нь нэг хүнээс нөгөө хүнд шууд үйлчлэх электроник мөнгөний систем юм. Блокчейн системийг хөгжүүлсний хөлс болгож энэхүү хэрэгсэл үүсдэг. Мөн 10 минутанд 1 блок үүсэж, тодорхой тооны биткойн шинээр үүсэж зах зээлд нийлүүлэгддэг зарчимаар ажилдаг бөгөөд үүнийг өөрчлөх боломжгүй байдаг тул маш хатуу хязгаар, хянаттай байдаг хэрэгсэл юм. Одоогоор 20 сая биткойн олон улсын зах зээлд гарсан бөгөөд ердөө 1 сая биткойн үлдсэн ба 2138 онд сүүлийн биткойнийг олгох дүрэмтэй байдаг ба үүнээс цаас дахин шинэ биткойн үүсэх боломжгүй юм. Энэхүү дүрэм нь биткойны онцлог юм.

Блокчейн: Бие даасан хэрэглэгчдийн сүлжээ хооронд цахим мэдээллийн сан үүсгэх болон хуваалцах боломжтой болгох мэдээллийн зохион байгуулалт юм. Блокчейн үүссэнээр хүмүүсийн биткойнд итгэх итгэл сэргэж, нэмэгдсэн байдаг.

Монгол улсын хөрөнгийн зах зээлд криптовалютын арилжаа 2019 оноос эхлэн идэвхжиж эхэлсэн ба энэ чиглэлд тухайлсан хуулийн зохицуулалтгүй явж ирсэн байдлыг ашиглан олон төрлийн койнууд шил шилээ даран гарч, иргэдээс мөнгө татан төвлөрүүлж эхэлсэн юм. Үүнийг зохицуулахаар 2021 онд энэ салбарыг зохицуулах “Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээний тухай хууль” батлагдсан бөгөөд энэхүү хуулийн зорилтод 1 дүгээр зүйлийн 1.1 *“виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх хуулийн этгээдийг бүртгэх, үйл ажиллагаанд нь хяналт тавих, холбогдох эрх, үүргийг тодорхойлохтой холбогдсон харилцааг зохицуулахад оршино.”* хэмээсэн байдаг ба хамрах хүрээний хувьд Монгол Улсад бүртгэлтэй компани Монгол Улсад болон Монгол Улсаас гадаад улсруу энэ хуульд заасан виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэхтэй холбогдсон харилцааг зохицуулахад энэхүү хуулийг баримтална. Үүнээс харвал гадаад улсад бүртгэлтэй виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх компани Монгол Улсад виртуал хөрөнгийн үйлчилгээг үзүүлэхийг шууд хориглоогүй ч тэр тохиолдолд хэрхэн зохицуулалт хийх талаар энд тодорхой зохицуулаагүй байна. Мөн МУ-аас гадаад улсруу энэ хуульд заасан

виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэхтэй холбоотой харилцааг энэхүү хуулиар зохицуулна гэж заасан ч холбогдох зохицуулалт нь хуульд тодорхой тусгагдаагүй байгаа юм.

Дээрх манай улсын зах зээлд бага багаар нэвтэрч буй хэрэгслүүдийн хувьд зохицуулалт нь хангалттай тодорхой бус мөн зохицуулалттай зах зээлийн харьяалалд шууд орохгүй байгаа хэрэгслүүдийг зохицуулах асуудал тулгарч буй нь хамгийн ихээр анхаарах асуудал юм. Монгол улсын зах зээлд нэвтэрч байгаа бүтээгдэхүүнүүдэд дараах асуудлууд тулгарч байна. Тухайлбал:

1. Хяналтын байгууллага болох СЗХ нь шинэ хэрэгслүүдийн үйл ажиллагаа, оролцогчдын оролцоог хянах боломжгүй;
2. Хууль эрх зүйн зохицуулалт нарийвчилсан бус, зохицуулалтгүй тул зах зээлийн оролцогч болох хөрөнгө оруулагчид шинэ санхүүгийн хэрэгсэлд итгэж хөрөнгө оруулалт хийхгүй байх;
3. Хэрэв итгэж орсон тохиолдолд зохицуулалтгүй тул хэрэглэгчдийн эрх ашиг хөндөгдөх, хөндөгдсөн эрх ашгийг хамгаалах зохицуулалт, хамгаалалт байхгүй байгаа юм.

Эдгээр хэрэгслүүд нь зах зээлийн уламжлалт банкны системээс тусдаа, техник технологийг ашиглан үйл ажиллагаа явуулдаг бөгөөд дараах онцлогтой.

- Дижитал суурьтай: Ихэвчлэн блокчейн эсвэл аппликейшн дээр суурилсан байдаг тул цаг хугацаа, орон зайнаас үл хамааран ашиглах боломж, давуу тайлтай.
- Хүртээмжтэй байдал: Хэзээ, хаанаас ч ашиглах боломжтой бөгөөд, зээлийн үйлчилгээ нь үйлчлүүлэгчээс барьцаа хөрөнгө шаардахгүйгээр зээлийн оноо эсвэл дата мэдээлэл дээр суурилж шууд зээл олгодог. Тухайлбал, “Storepay” болон “Rocket” зэрэг аппликейшин байж болно.
- Өгөөж өндөр: Уламжлалт хадгаламжаас харьцангуй өндөр өгөөж амладаг боловч үүнийг даган эрсдэл нь тодорхой бус байдаг байна.

Тулгамдаж буй асуудал

Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийг бүртгэх, хяналт тавихдаа хууль тогтоомжид заасан хугацааг баримтлана. Дараах байдлаар хугацааг тодорхойлсон байна.

Хүснэгт 1. 5. *Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийг бүртгэх, хяналт тавих хугацаа*

Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх тухай хуулийн 10 дугаар зүйлийн 10.2	“СЗХ нь хүсэлт, шаардлага хангасан бүртэн гүйцэд баримт бичгийг хүлээн авснаас хойш 6 сарын дотор бүртгэх асуудлыг шийдвэрлэнэ.”
Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх тухай хуулийн 10 дугаар зүйлийн 10.3	“шаардлагатай тохиолдолд 6 хүртэл сарын хугацаагаар Хорооны дарга нэг удаа сунгаж болно. ”
Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх тухай хуулийн 10 дугаар зүйлийн 10.3	“Хүсэлт гаргагчийн ирүүлсэн баримт бичгийн бүрдэл дутуу бол энэ тухай хүсэлт гаргагчид мэдэгдэх бөгөөд хүсэлт гаргагч уг мэдэгдлийг хүлээн авснаас хойш энэ хуульд заасан баримт бичгийн бүрдлийг хангаж бүртгүүлэх хүсэлтээ ажлын 30 өдрийн дотор дахин гаргаж болно.”

Эх сурвалж: Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх тухай хууль

СЗХ нь бүрэн эрхийнхээ хүрээнд хяналт хийх хугацаанд дараах чиглэлээр "шүүлтүүр" хийдэг:

1. Мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх: Хөрөнгө оруулагчдын мөнгөний эх үүсвэр цэвэр эсэхийг хянах систем бүрдсэн эсэх.
2. Технологийн аюулгүй байдал: Блокчэйн сүлжээ болон платформ нь хакердуулах эрсдэлээс хамгаалагдсан эсэх.
3. Хөрөнгийн баталгаа: үл хөдлөх хөрөнгө эсвэл төсөл нь бодитой эсэх, үнэлгээ нь үнэн зөв эсэх.
4. Компанийн засаглал: Тухайн бүтээгдэхүүнийг гаргаж буй этгээдүүд нь мэргэжлийн түвшинд ажиллах чадвартай, "Fit and Proper" шалгуур хангасан эсэх.

Энэхүү эрх зүйн эх сурвалжид тусгасан хугацаа нь практикт хэрэгжихэд хэт урт байх магадлалтай бөгөөд энэхүү хугацааг стандарт гэрээний хугацаатай адил **богино хугацаанд буюу 30 хоног байлгаж** болох бөгөөд ийнхүү хугацааг богино болгож өгснөөр **хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах цаашлаад эдийн засгийн хямралаас хамгаалах** боломжтой юм.

Мөн зах зээлд шинээр гарч буй санхүүгийн хэрэгсэлтэй холбоотой зохицуулалт хууль эрх зүйн орчинд байгаа боловч зохицуулалтаас гадуур орших хэрэгслүүдийн эрх зүйн орчин тодорхой бус байгаа нь СЗХ болон холбогдох байгууллагуудын тухайн шинэ бүтээгдэхүүнийг бүртгэх, зөвшөөрөл олгохтой холбоотой шийдвэр гаргалт практик дээр удаашралтай байгаа нь процессын хувьд алдаатай байна хэмээн үзэж байна. Энэ нь хорооны болон ҮЦЗЗТХ-ийн зорилтод **“...оролцогчдын эрх ашгийг хамгаална”** гэж тусгасан чиг үүрэг, зорилттой үл нийцэж байгаа юм.

Нэрлэгдээгүй хэрэгсэл буюу тухайн зах зээлд зохицуулалтаас гадуур орших, ҮЦЗЗТХ-д шууд тусгаагүй боловч эдийн засгийн агуулгаараа хөрөнгө оруулалт, хөрвөр чадвартай зэрэг шинжтэй хэрэгслүүдийг хэлэх бөгөөд тухайн хэрэгслийг ашиглан үйл ажиллагаа хэрэгжүүлж буй оролцогчийн журам үйлчлэх бөгөөд нарийн тодорхойлолт нь хууль эрх зүйн орчинд бүрэн тусгагдаагүй тул тодорхой асуудлууд тулгарна. Тухайлбал:

Хүснэгт 1. 6. *Тулгамдсан асуудал*

1.	Хэрэглэгчийн эрх ашиг /иргэдийн/	Хөрөнгө оруулагч аль эсвэл зээлдэгч энэхүү хэрэгслийг ашиглан зах зээлд оролцсны улмаас хохирсон тохиолдолд гомдлоо барагдуулах хуулийн шийдэл хязгаарлагдмал байна.
2.	Мөнгө угаах эрсдэл	Хяналт сул шилжүүлэг болон тодорхойгүй гүйлгээнүүд нь мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэх эрсдэлийг нэмэгдүүлдэг эрсдэлтэй.
3.	Системийн тогтворгүй байдал	Санхүүгийн зах зээл хөгжин, шинэ санхүүгийн хэрэгслүүд бий болон зах зээлийн томоохон хэсгийг бүрдүүлбэл уламжлалт зах зээл уналтад орж, эдийн засагт гинжин нөлөө үзүүлэх аюултай.
4.	Мэдээллийн тэгш бус байдал	Зах зээлийн оролцогчдийн хооронд мэдээллийн асар их зөрүү байдаг ба бодит ашиг, гарах эрсдэлийг хэрэглэгч бүрэн үнэлэх боломжгүй байдаг тул мэдээллийн тэгш бус байдал үүснэ.
5.	Төвлөрсөн бус шинж чанар	Хариуцлага хүлээх этгээд тодорхойгүй байх тохиолдол их байдаг.

Эх сурвалж: Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль

Яагаад үнэт цаасны зэх зээлийн зохицуулах шаардлагатай байдаг вэ?

Үнэт цаасны зах зээл нь биржийн зах зээл буюу зохицуулалттай болон биржийн бус зах зээл дээр үүсмэл санхүүгийн хэрэгслийг арилжаалах замаар ажилладаг зах юм. Биржийн бус зах зээл нь мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчдад үнэт цаас гаргаж, арилжаалах зах бөгөөд ҮЦЗЗТХ-д “биржийн бус зах зээл” гэж энэ хуулийн 24.1.1, 24.1.2, 24.1.4, 24.1.5, 24.1.10, 24.1.12-т заасан үйл ажиллагаа эрхлэх тусгай зөвшөөрөл бүхий этгээд хууль тогтоомжоор хориглоогүй, өөрийн өмчлөлийн болон өмчлөгчөөс эрх олгосон бусад санхүүгийн хэрэгслийг харилцан шууд худалдах, худалдан авах гэрээ байгуулах ажиллагаа явуулж байгаа зах зээлийн харилцааг;” хэлэх ба СЗХ нь энэхүү зах зээлийн үйл ажиллагааны журам тогтоомж, хэрэгжилтийг хянах үүрэгтэй байдаг.

Зохицуулалттай зах зээлийг тодорхойлохдоо Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 4.1.17-д "зохицуулалттай этгээд" гэж энэ хуулийн 24.1-д заасан үйл ажиллагааг эрхлэх эрх бүхий хуулийн этгээдийг хэлэх ба 24 дүгээр зүйлд зохицуулалттай үйл ажиллагааны ерөнхий зохицуулалтыг тусгаж өгсөн. Тухайлбал, зохицуулалттай үйл ажиллагаа гэдэгт үнэт цаасны брокерийн, үнэт цаасны дилерийн, үнэт цаасны хөрөнгө оруулалтын зөвлөхийн, өмчлөх эрхийн бүртгэлийн, клирингийн, үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн, хамтын хөрөнгө оруулалтын сангийн зэрэг нийтдээ 19 зохицуулалттай үйл ажиллагааг ҮЦЗЗ дэх зохицуулалттай этгээдүүд хэмээн тодорхойлсон байдаг. Тухайн үйл ажиллагааг төрөөс зохицуулахгүй орхиход тухайн зах зээлд алдаа гажуудал /market failure/ гарах эрсдэлтэй байдаг бөгөөд зөвхөн түүгээр хязгаарлагдахгүй нийтийн эрх ашиг, бусад зах зээл болоод системд хохирол учруулах магадлал өндөртэй байдаг учир энэхүү зах зээлийг зохицуулах нь зайлшгүй шаардлагатай байдаг.

Бүлгийн дүгнэлт

Үнэт цаас нь түүхэн хөгжлийн явцад уламжлалт зах зээлээс биет бус хэлбэрт шилжсэн буюу блокчейн технологид суурилсан төвлөрсөн бус хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл болон өөрчлөгдөж байна. Энэхүү техник технологийн шилжилт нь хөрөнгийн зах зээлийн үр ашгийг нэмэгдүүлж байгаа боловч хууль эрх зүйн тогтолцоонд шинэ сорилтуудыг бий болгож байгаа юм. Нарийн зохицуулалт тодорхойгүйн улмаас санхүүгийн зах зээлд оролцох хүсэлтэй иргэдийн хөндөгдсөн эрх ашиг хэрхэх тухай асуудлууд тулгарч байна. Эдгээр хэрэгслүүд нь эдийн засгийн хямрал, инфляцаас хамгаалах гол хэрэгсэл болж өгдөг тул зохицуулалтаас гадуур оршиж буй нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслүүдийг эрх зүйн орчинд нэгдсэн бодого, зохицуулалтаар зохицуулах, хөгжүүлэх хэрэгцээтэй байна.

II БҮЛЭГ. СУДАЛГААНЫ ХЭСЭГ

2.1 Санхүүгийн инноваци ба зохицуулалтын хоцрогдол

Монгол улсын санхүүгийн зах зээлийн инноваци, шинэлэг бүтээгдэхүүн, үйл ажиллагааны хувьд Block.mn-г нэрлэж болох бөгөөд энэ нь 2022 онд хэрэгжсэн үл хөдлөх хөрөнгөөр баталгаажсан хөрөнгө оруулалт санхүүгийн платформ, бүтээн байгуулагчдад үл хөдлөх хөрөнгийн төсөлдөө санхүүжилт бүрдүүлэхэд нь туслах технологи, блокчейнд суурилсан платформ юм.

Энэхүү платформ нь үл хөдлөх хөрөнгийн төсөл сонирхогч, хөрөнгө оруулагч, худалдан авагч нь тухайн объектыг бүхэлд нь худалдаж авах шаардлагагүйгээр үл хөдлөх хөрөнгөд хэсэгчилсэн хөрөнгө оруулалт хийх шийдэл юм. Төсөл сонирхогчдод 100 мянган төгрөгтэй байсан ч хөрөнгө оруулж, ашиг олох боломжийг бүрдүүлж буйгаараа уламжлалт үл хөдлөх хөрөнгийн зах зээлийг өөрчлөх шинэ үйлчилгээ инноваци болж байна. Нөгөө талд, хямд үл хөдлөх хөрөнгөтэй болох, энэ салбараас өгөөж хүртэх, мөнгөө өсгөх сонирхолтой хүмүүст тохирох бүтээгдэхүүнийг хөгжүүлэхэд нь тусалдаг. Мөн төсөлд урьдчилсан захиалгын гэрээ хийх замаар үл хөдлөх хөрөнгийн төсөлд хөрөнгө оруулснаар зах зээлийн үнээс хямдаар үл хөдлөх хөрөнгөтэй болох боломжийг санал болгож.

1. BLOCK.MN нь үл хөдлөх хөрөнгийн салбарт тууштай ажиллах, брэндээ хоногшуулах хүсэлтэй, зөвхөн ашгийн төлөө бус, харилцагчдынхаа амьдралд болон нийгэмд эерэг өөрчлөлт бий болгох үнэт зүйлтэй, үндэсний барилгын (девелопер) компанитай хамтран ажиллана. Ингэснээр, бид өөрчлөлтийн цар хүрээг тэлж, хөрөнгө оруулагчдын эрх ашгийг хамгаалах юм
2. хөрөнгө оруулагчдын хөрөнгөө оруулах төслийн амжилттай хэрэгжих, үнэ цэн нь өсөх эсэхийг зах зээлийн судалгаа, санхүүгийн тооцоо судалгаанд үндэслэн тооцож, олон нийтэд танилцуулна.
3. хөрөнгө оруулалтын дүнг тооцоо, судалгаанд үндэслэнэ. Өөрөөр хэлбэл, үл хөдлөх хөрөнгийн төслийн эзний санал болгосон дурын төсөл болон дурын дүнг хүлээн зөвшөөрөхгүй.

Үүний үр дүнд, үл хөдлөх хөрөнгийн үнэ буурна. Хүмүүс зах зээлийн үнээс чамгүй хямдаар байртай, оффистой болно. Хямдралаас гадна, лоялти оноо, бизнес болон сонирхлоо дэмжих бүлгэмүүдийн гишүүн болно. Барилгын материалын үйлдвэрлэл хөгжинө. Дагаад ажлын байр, нэмүү өртөг, хямд материал, хямд үнэ бий болно.

2.2 Хөрөнгийн зах зээлийн өнөөгийн нөхцөл байдал, зохицуулалтын хэрэгцээ

Монгол улсын хөрөнгийн зах зээлийн өнөөгийн нөхцөл байдлын хувьд зах зээлийн эдийн засагтай байсан үеэс эхлэн төвлөрсөн төлөвлөгөөт эдийн засагтай болж, энэ үед хөрөнгийн зах зээлийн эхлэл тавигдан одоог хүртэл тодорхой хэмжээгээр хөгжсөөр байгаа ба үнэт цаасны тухай, үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль, тогтоомж холбогдох журам болон 2021 онд батлагдсан “Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх” тухай хууль батлагдсан юм. Зах зээлд шинээр гарч буй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээнд тавигдах шаардлага, бүртгэл, зөвшөөрөл зэргийг дээрх хууль тогтоомжуудаас гадна туршилтын орчин бүрдүүлж тухайн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг зах зээлд гаргах уу, гаргахгүй юу гэдгийг тодорхойлдог “Сэндбокс”-ын ойлголт мөн хэрэгждэг.

Харин эдгээр зохицуулалтуудад зөвшөөрөл олгох, бүртгэх хэрэгслүүдийн хүрээг тодорхойлж өгснөөр үүнээс гадуур орших зохицуулалт байхгүй байгаа бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг хэрхэн зохицуулах тухай асуудал гарч буй юм.

2.3. Гадаад улсуудтай харьцуулсан судалгаа

2.3.1. АНУ-ын үнэт цаасны зохицуулалт, үнэт цаасанд тооцох

Америкийн нэгдсэн улсын үнэт цаасны зохицуулалт нь дэлхийн санхүүгийн зах зээлд жишиг болдог, томоохон байр суурийг эзэлдэг маш нарийн бүтэц, зохицуулалттай улс юм. “Үнэт цаас, биржийн хороо” (SEC) нь зохицуулах, хяналт тавих, хууль сахиулах, зах зээлийн бүрэн бүтэн байдлыг хамгаалах болон чиг үүргээ хэрэгжүүлэхийн тулд корпорацийн санхүүгийн газар, арилжаа ба зах зээлийн газар, хөрөнгө оруулалтын удирдлагын газар, хууль хэрэгжилтийг хангах газар, эдийн засаг эрсдэлийн шинжилгээний зэргээр төрөлжин хуваагдан үйл ажиллагаагаа явуулдаг.³⁷ Үүнээс гадна SEC нь “Howey Test” ашиглан үнэт цаасыг хөрөнгө оруулалтын гэрээ хэмээн үзэн үнэт цаасыг тогтоодог.

Үнэт цаасыг бүртгэх, зөвшөөрөл олгохдоо Securities Act (1933) буюу Үнэт цаасны тухай хууль /анхдагч зах зээлд шинээр гаргаж буй үнэт цаасыг зохицуулах, бүртгэх/, болон Securities Exchange Act (1944) буюу Үнэт цаасны арилжааны тухай хууль /хоёрдогч зах зээл болон брокер, дилерүүдийн үйл ажиллагааг зохицуулах/ зэрэг хуулиудыг баримтлана.

- Securities Act (1933)-н дагуу бүртгэлийн мэдүүлэгт тавигдах шаардлага, түүнийг хянах, хүчин төгөлдөр болох хугацаа болон тусгай зохицуулалтын компаниудад

³⁷ U.S. Securities and Exchange Commission (sec.gov) - "What We Do"

хамаарах зохицуулалтыг тусгасан (SEC.7,8)³⁸. Мөн хөрөнгө оруулагчдад өгөх мэдээллийн агуулга болон худал мэдээлэл өгсөн тохиолдолд хүлээх хариуцлага зэрэг бүртгэлтэй холбоотой дээрх зохицуулалт байдаг байна.(SEC.10,11)³⁹

“Howey Test” нь 1946 онд АНУ-ын дээд шүүхийн хэргээс үүсэлтэй ба тухайн хэлцэл эсвэл гэрээ нь “хөрөнгө оруулалтын гэрээ” буюу үнэт цаас мөн эсэхийг тодорхойлдог үндсэн шалгууртай тест юм. Техник, технологи хөгжил эрчимжиж, дижитал суурьтай санхүүгийн хэрэгслүүд буюу криптовалют, токен зэрэг хэрэгсэлүүдийг зах зээл дээр үнэт цаас мөн эсэхийг тогтооход ашиглагдаж буй хамгийн чухал хэмжүүр болоод байна.

Дижитал хөрөнгө нь хөрөнгө оруулалтын гэрээ мөн эсэх, мөн дижитал хөрөнгийг санал болгох, борлуулах үйл ажиллагаа нь үнэт цаасны гүйлгээнд хамаарах эсэхийг шинжлэн судласан аргачлал юм. Энэхүү сорилын дагуу “хөрөнгө оруулалтын гэрээ” гэдэг нь дараах шинжүүд үүссэн тохиолдолд бий болдог.

Үүнд:

1. *The investment of money/ Мөнгөн хөрөнгө оруулалт*

Дижитал хөрөнгийг санал болгох болон борлуулах үед эхний нөхцөл ихэвчлэн хангагддаг ба дижитал хөрөнгийг бодит валют, өөр төрлийн дижитал хөрөнгө эсвэл бусад төрлийн үнэ бүхий зүйлээр сольж авдаг.

2. *Common enterprise/ Дундын аж ахуй нэгж*

АНУ-ын шүүхүүд “дундын аж ахуйн нэгж”-ийг хөрөнгө оруулалтын гэрээний бие даасан элемент гэж ерөнхийд нь шинжилдэг.⁴⁰ Дижитал хөрөнгийг үнэлэх явцад ихэвчлэн ”дундын аж ахуйн нэгж” байдаг гэж үздэг.⁴¹

3. *Reasonable Expectation of Profits Derived from Efforts of Others/ Бусдын хүчин чармайлтаас үүдэлтэй ашиг олох үндэслэл бүхий хүлээлт*

³⁸ SEC.7,8

³⁹ SEC.10,11

⁴⁰ In order to satisfy the “common enterprise” aspect of the Howey test, federal courts require that there be either “horizontal commonality” or “vertical commonality.” See *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d. 81, 87-88 (2d Cir. 1994) (discussing horizontal commonality as “the tying of each individual investor’s fortunes to the fortunes of the other investors by the pooling of assets, usually combined with the pro-rata distribution of profits” and two variants of vertical commonality, which focus “on the relationship between the promoter and the body of investors”). The Commission, on the other hand, does not require vertical or horizontal commonality per se, nor does it view a “common enterprise” as a distinct element of the term “investment contract.” In *re Barkate*, 57 S.E.C. 488, 496 n.13 (Apr. 8, 2004); see also the Commission’s Supplemental Brief at 14 in *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389 (2004) (on remand to the 11th Circuit).

⁴¹ Based on our experiences to date, investments in digital assets have constituted investments in a common enterprise because the fortunes of digital asset purchasers have been linked to each other or to the success of the promoter’s efforts. See *SEC v. Int’l Loan Network, Inc.*, 968 F.2d 1304, 1307 (D.C. Cir. 1992).

Дижитал хөрөнгийг Хоуигийн сорилоор шинжлэхэд тулгардаг гол асуудал бол худалдан авагч нь бусдын хүчин чармайлтаас ашиг (эсвэл санхүүгийн бусад өгөөж) олох үндэслэл бүхий хүлээлттэй байгаа эсэх явдал юм. Худалдан авагч нь ногдол ашиг хүртэх, эсвэл хоёрдогч зах зээл дээр үнийн өсөлтөөс ашиг олж борлуулах зэрэг замаар өгөөж хүртэхээр хүлээж болно.

Төслийг сурталчлагч, ивээн тэтгэгч эсвэл бусад гуравдагч этгээдүүд (эсвэл хамаарал бүхий бүлэг этгээдүүд) (тус бүрийг “Идэвхтэй оролцогч” буюу “АР” гэх) аж ахуйн нэгжийн амжилтад нөлөөлөхүйц удирдлагын гол хүчин чармайлтыг гаргаж, хөрөнгө оруулагчид тэдгээр хүчин чармайлтаас ашиг олно гэж үндэслэлтэйгээр хүлээж байвал сорилын энэхүү нөхцөл хангагдана. Энэхүү шинжилгээнд тухайн гүйлгээний “эдийн засгийн бодит байдал”⁴² болон “тухайн хэрэгслийг арилжааны явцад санал болгосон нөхцөл, түгээх төлөвлөгөө, боломжит хэрэглэгчдэд санал болгосон эдийн засгийн хөшүүргүүд”⁴³ чухал ач холбогдолтой. Иймээс энэхүү шинжилгээ нь гүйлгээ өөрөө болон дижитал хөрөнгийг хэрхэн санал болгож, борлуулж буй хэлбэр дээр төвлөрсөн обьектив шинжилгээ юм.

Дээрхээс гурав дахь нөхцөл хангагдсан эсэхийг шинжлэхэд дараах шинж чанарууд нэн ач холбогдолтой гэж үздэг.

❖ *Reliance on the Efforts of Others/ Бусдын хүчин чармайлтад найдах*

Худалдан авагч нь бусдын хүчин чармайлтад найдаж байгаа эсэхийг шинжлэхдээ дараах гол хоёр асуудалд анхаарлаа хандуулдаг:

1. Худалдан авагч нь АР (идэвхтэй оролцогч)-ын хүчин чармайлтад найдах үндэслэл бүхий хүлээлттэй байна уу?
2. Тэдгээр хүчин чармайлт нь “тухайн аж ахуйн нэгжийн амжилт эсвэл бүтэлгүйтэлд нөлөөлөхүйц удирдлагын шийдвэрлэх хүчин чармайлт”⁴⁴ мөн үү, эсвэл ердийн техникийн шинжтэй байна уу? Зэрэгт анхаарлаа хандуулдаг юм.

Дараах шинж тэмдгүүд илэрч байх тусам дижитал хөрөнгө худалдан авагч нь “бусдын хүчин чармайлтад” найдаж байх магадлал өндөр гэж үзнэ.

⁴² *Howey*, 328 U.S. at 298. See also *Tcherepnin*, 389 U.S. at 336 (“in searching for the meaning and scope of the word ‘security’ in the [Acts], form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality.”)

⁴³ *Joiner*, 320 U.S. at 352-53.

⁴⁴ *SEC v. Glenn W. Turner Enter., Inc.*, 474 F.2d 476, 482 (9th Cir.), cert. denied, 414 U.S. 821, 94 S. Ct. 117, 38 L. Ed. 2d 53 (1973) (“Turner”).

Хүснэгт 2. 1. Бусдын хүчин чармайлтад найдаж байгааг илтгэх шинжүүд

1.	Сүлжээний хөгжүүлэлт, сайжруулалт, үйл ажиллагаа эсвэл сурталчилгааг хариуцдаг	Тухайн дижитал хөрөнгө нь хөгжүүлэлтийн шатандаа байгаа, бүрэн ажиллагаанд ороогүй бэлэн болоогүй тохиолдолд AP-г бүтээгдэхүүний хөгжүүлэлтийг үргэжлүүлэх, үнэ цэнийг нь өсгөнө гэж хүлээлт тавих;
2.	Зах зээл болон үнийн дэмжлэг	AP нь дижитал хөрөнгийн зах зээлийг бий болгох эсвэл үнийг дэмжих үйл ажиллагаа явуулдаг ⁴⁵ ба үүнд хөрөнгийн үүсэлт болон гаргалтыг хянах; нийлүүлэлтийг хязгаарлах, шатаах, буцаан худалдан авалт хийх замаар ховор нөөц үүсгэж, зах зээлийн үнийг дэмжих;
3.	Удирдлагын болон шийдвэр гаргах үүргийг гүйцэтгэдэг:	AP нь сүлжээний засаглал, кодын шинэчлэлт, гүйлгээний баталгаажуулалтад гуравдагч талууд хэрхэн оролцох зэрэгт гол үүрэг гүйцэтгэдэг. Үүнд үйлчилгээ үзүүлэгчдийг хэрхэн урамшуулахыг шийдэх, дижитал хөрөнгийг аль бирж, талбар дээр арилжаалахыг тодорхойлох (хөрвөх чадварыг хангах), нэмэлт хөрөнгийг хэнд, ямар нөхцөлөөр олгохыг шийдэх, төвлөрүүлсэн хөрөнгийг хэрхэн зарцуулах зэрэг бизнесийн шийдвэр гаргах зэрэг шийдвэрүүд багтана.
4.	Ашиг сонирхлын нэгдэл	AP нь өөрийн ашиг сонирхлыг дэмжих, хөрөнгийн үнэ цэнийг өсгөх үйл ажиллагаа явуулна гэж худалдан авагчид үндэслэлтэйгээр хүлээх. Жишээ нь, AP нь өөрөө тухайн хөрөнгөд хувь эзэмшиж, үнийн өсөлтөөс ашиг олох боломжтой байх, удирдлагын багийн цалин урамшуулал нь хоёрдогч зах зээл дээрх хөрөнгийн үнэтэй уялдсан байх, AP нь сүлжээний оюуны өмчийн эрхийг эзэмшдэг байх.

Эх сурвалж: Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets

❖ *Reasonable Expectation of Profits/ Ашиг олох үндэслэл бүхий хүлээлт*

Дижитал хөрөнгийг үнэлэхдээ ашиг олох үндэслэл бүхий хүлээлт байгаа эсэхийг заавал авч үздэг. Ашиг гэдэгт анхны хөрөнгө оруулалт эсвэл бизнесийн үйл ажиллагааны хөгжлөөс үүдэлтэй хөрөнгийн үнийн өсөлт (capital appreciation),

⁴⁵ See, e.g., Gary Plastic Packaging Corp. v. Merrill Lynch, Pierce Fenner & Smith, 756 F.2d 230 (2d Cir. 1985).

эсвэл худалдан авагчийн хөрөнгийг ашигласнаас үүссэн орлогын хуваарилалт зэргийг ойлгож болно. Харин зах зээлийн гадаад хүчин зүйлээс (инфляци, эдийн засгийн ерөнхий нөхцөл байдал) шалтгаалсан үнийн өсөлт нь Хоуигийн сорилын дагуу "ашиг"-т тооцогдохгүй. Дараах шинж илүү илэрч байвал ашиг олох үндэслэл бүхий хүлээлтэй байна гэж үзнэ.

- Эзэмшигч нь аж ахуйн нэгжийн ашгаас хувь хүртэх эсвэл үнийн өсөлтөөс ашиг олох эрхтэй байх;
- Дижитал хөрөнгө нь хоёрдогч зах зээл эсвэл платформ дээр арилжаалагддаг;
- Хөрөнгө оруулагчдад зориулж өргөн хүрээнд санал болгох;
- AP нь сүлжээний үйл ажиллагаанд шаардлагатай хэмжээнээс хэтэрсэн хөрөнгө төвлөрүүлсэн, эсвэл үнэ цэнийг өсгөхийн тулд үргэлжлүүлэн хөрөнгө зарцуулж байгаа бол;
- Төслийг сурталчлахдаа "хөрөнгө оруулалт", "ашиг", "AP-ийн туршлага" гэх мэт үг хэллэгийг ашиглаж, ирээдүйд бий болох үйл ажиллагааг амлах.

❖ *Other Relevant Considerations/ Бусад холбогдох анхаарах зүйлс*

Тухайн хэрэгслийг худалдан авагч нь хэрэглэх эсхүл ашиглах зорилгоор авсан эсэхийг харгалзан үздэг. Мөн хэд хэдэн анхаарах зүйлс байдаг ба эдгээр шинжүүд илэрвэл *Howey test*-г хангах магадлал багасна. Үүнд сүлжээ болон дижитал хөрөнгө нь бүрэн хөгжсөн, шууд ашиглах боломжтой, хөрөнгийг тухайн сүлжээ дотор ашиглах боломжтой ба зөвхөн хэрэглээний хэрэгцээнд шилжүүлдэг, хөрөнгийн үнийн өсөлт хязгаарлагдмал зэрэг шинжүүд давамгайлвал тестийг ашиглах боломж хязгаарлагдмал байна.

Энэхүү сорил нь өдгөө 80 гаруй жилийн турш тогтвортой хэрэглэгдсээр ирсэн ба АНУ-ын хууль тогтоогчид зах зээл дээр шинэ технологи, шинэ бүтээгдэхүүн гарч ирэх бүрт шинэ хууль батлаж зардал, цаг хугацаа алдах шаардлагагүй бөгөөд тухайн кейсийг шүүхийн практикаар шийдвэрлэдэг зэрэг нь үүний уян хатан байдлыг илтгэж байна. Мөн зах зээлийн оролцогчдын нэг болох хөрөнгө оруулагчийг эрхийг хамгаалдаг. Энэ нь “Utility token” буюу хэрэглээний койн зэрэг хэрэгслийн нэр томъёоноос гадуур оршиж, үнэт цаасны зохицуулалтаас зайсхийх гэсэн оролдлогуудыг зогсоодог гол хүчин зүйл болдог билээ.

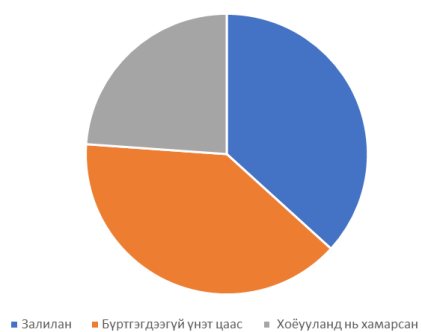
Статистик мэдээлэл

“Cornerstone Research” тайланд дурьдахдаа “АНУ-д 2023 онд криптовалюттай холбоотой SEC-ийн хэрэгжүүлэлт түүхэн дээд түвшинд хүрсэн” гэж үзсэн бөгөөд 2023

онд нийт 46 хэрэгжүүлэлтийн арга хэмжээ авсан. Энэ нь 2013 оноос хойших хамгийн өндөр тоо бөгөөд 2022 оноос 53%-иар өссөн үзүүлэлт гарсан байгаа юм.⁴⁶ Нийт 46 хэрэгжүүлэлтийн арга хэмжээнээс 26 нь холбооны шүүхийн шүүх ажиллагаа, 20 нь захиргааны ажиллагаа байсан бөгөөд захиргааны ажиллагаа өмнөх оноос гурав дахин өссөн. 2023 онд SEC нийт 281 сая ам.долларын торгууль ногдуулсан.⁴⁷ Мөн 2023 онд авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээний 37% нь ICO-той холбоотой байсан бөгөөд тэдгээрийн 82%-д залилангийн шинжтэй зөрчил багтсан; SEC анх удаа NFT (Non-Fungible Tokens) буюу үл орлогдох токентэй холбоотой хоёр захиргааны ажиллагаа явуулсан бөгөөд эдгээр нь NFT хэлбэрээр крипто активыг бүртгэлгүйгээр үнэт цаас болгон санал болгосон гэж буруутгасан байна. Энэ үед АНУ-ын Дээд шүүхийн "Howey test"-ийг үндэслэл болгон ашиглан, иш татсан зэрэг статистик мэдээлэл байна.

2023 онд гарсан хэрэгжүүлэлтийн 57% нь залилан, 61% нь бүртгэгдээгүй үнэт цаасны санал, 37% нь хоёуланг нь хамарсан.

Зураг 2. 1. Үнэт цаасны хэрэгжилт



2013 оноос 2023 он хүртэл SEC нийт 173 хэрэгжүүлэлтийн арга хэмжээ авсан бөгөөд тэдгээрийн 58% нь залилан, 70% нь бүртгэгдээгүй үнэт цаасны санал, 42% нь хоёуланг нь хамарсан байна. Энэ хугацаанд SEC нийт 2.89 тэрбум ам.долларын торгууль ногдуулжээ. Энэ нь АНУ-ын шүүх тухайн тестийг ашиглан дижитал хэрэгслийг хянаснаар зах

зээлийг залилангийн шинжтэй дижитал хөрөнгөөс хамгаалах, хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалан цаашлаад хувьцаа эзэмшигчийн түвшинд очих зэрэг үр дагавартай байна.

U.S. SEC болон Telegram Group Inc. -н кейс (2020)⁴⁸

2018 онд Telegram компани өөрийн Telegram Open Network (TON) блокчейн сүлжээг хөгжүүлэхийн тулд "Grams" нэртэй токен гаргаж, 175 магадлан итгэмжлэгдсэн хөрөнгө оруулагчаас 1.7 тэрбум ам.доллар төвлөрүүлсэн. Telegram-ийн зүгээс үүнийг үнэт цаас биш, харин ирээдүйд ашиглагдах "хэрэглээний токен" (utility token) гэж

⁴⁶ Cornerstone Research "More than 50% increase in SEC cryptocurrency-related enforcement actions in 2023 over 2022"

⁴⁷ SEC Cryptocurrency Enforcement: 2023 Update

⁴⁸ SEC, Press release "Telegram to Return \$1.2 Billion to Investors and Pay \$18.5 Million Penalty to Settle SEC Charges" (2020)

тодорхойлсон. Нью-Йоркийн өмнөд дүүргийн шүүх SEC-ийн гомдлыг хүлээн авч, Grams-ийг "Үнэт цаас" гэж үзэхдээ дараах 3 гол үндэслэлийг Хоуигийн сорилоор тайлбарласан:

1. Хөрөнгө оруулагчдын ашиг олох хүлээлт: Хөрөнгө оруулагчид Grams-ийг Telegram-ийн сүлжээнд ашиглах гэж биш, харин хоёрдогч зах зээл (бирж) дээр илүү өндөр үнээр зарж ашиг олох зорилгоор худалдаж авсан.
2. Бусдын хүчин чармайлтаас хамаарах байдал: Grams-ийн үнэ цэнэ нь Telegram компанийн TON сүлжээг амжилттай байгуулах, хөгжүүлэх, маркетингаа хийх хүчин чармайлтаас шууд хамааралтай байсан. Хэрэв Telegram төслөө орхивол Grams үнэгүй болно.
3. Эдийн засгийн бодит байдал: Telegram-ийн хөрөнгө оруулагчидтай байгуулсан гэрээ (SAFT - Simple Agreement for Future Tokens) нь үнэт цаасны арилжаа байсан гэж шүүх үзсэн юм.

Мөн “Securities Act”(1933) Sec.5. буюу Үнэт цаасны тухай хуулийн 5 дугаар хэсэгт “Бүртгүүлээгүй үнэт цаасыг олон нийтэд санал болгох, борлуулахыг хориглоно”⁴⁹ гэсэн заалтыг зөрчсөн гэж дүгнэсэн.

Шүүхийн шийдвэр: Шүүгч Кевин Кастель “Telegram Group”-г Grams токеныг олон нийтэд борлуулахыг бүрмөсөн хориглон, хөрөнгө оруулагчдаас авсан 1.2 тэрбум ам.долларыг буцаан төлүүлж, SEC-д 18.5 сая ам.долларын торгууль төлсөн. Мөн “Telegram Group” албан ёсоор TON төслөөс татгалзаж байгаагаа зарласан юм.

АНУ-ын SEC v. Telegram Group Inc. (2020) кейс нь Хоуигийн сорил хэдийгээр 1946 оны аргачлал хэдий ч орчин үеийн блокчейн технологид суурилсан хөрөнгө босгох үйл ажиллагааг шалгахад хангалттай уян хатан шинжтэй болохыг баталж байна. Шүүх 'Grams' хэмээх токеныг эдийн засгийн агуулгынх нь хувьд 'бүртгүүлээгүй үнэт цаас' гэж үзсэн нь Монгол Улсын виртуал хөрөнгийн зах зээл дэх койнуудыг ч мөн адил эдийн засгийн бодит мөн чанараар нь дахин үнэлэх шаардлагатайг сануулж байна.

2.3.2. Их Британи улсын үнэт цаасны зохицуулалт, үнэт цаасанд тооцох

Их Британи улсын үнэт цаасны зохицуулалт нь нарийн чанд, тодорхой бүтэц, системтэй байдаг. Тус улсын санхүүгийн зах зээлийн зохицуулах гол хууль нь “Financial Services and Markets Act” (FSMA, 2000) юм. Зохицуулагч үндсэн 2 байгууллага байдаг ба үүнд:

⁴⁹ Sec.5

- “Financial Conduct Authority”(FCA) нь үнэт цаасны зах зээлийн өдөр тутмын үйл ажиллагаа болон брокер диллерүүд, хөрөнгийн биржийн бүртгэлийг хянадаг гол байгууллага бөгөөд зах зээлийн шударга байдал, хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалахад анхаардаг.
- “Prudential Regulation Authority”(PRA) нь Английн Банкны дэргэдэх байгууллага бөгөөд банк, даатгалын компани зэрэг томоохон институтуудын санхүүгийн тогтвортой байдлыг хянадаг.

FCA нь дараах санхүүгийн хэрэгслүүдийг үнэт цаас болон зохицуулалттай хөрөнгөд тооцдог. Үүнд компанийн хувьцаа, бонд, вексель, засгийн газрын болон орон нутгийн үнэт цаас, үнэт цаас худалдаж авах эрхийн бичиг буюу варрант, хөрөнгө оруулалтын сангийн нэгж эрх, опцион, үүсмэл санхүүгийн хэрэгслүүд багтдаг.⁵⁰ Харин дижитал хөрөнгийн хувьд FCA сүүлийн жилүүдэд “Security tokens”-ийг уламжлалт үнэт цаастай адил түвшинд авч үзэж, зохицуулдаг болсон байна.

Тухайн үнэт цаас гаргах гэж буй компани FCA-н дэргэдэх UK Listing Authority (UKLA)-д хандаж хүсэлт гаргах бөгөөд үүний тулд компанийн засаглалын стандарт, сүүлийн 3 жилийн аудитаар баталгаажсан санхүүгийн тайлан болон зах зээлийн үнэлгээний доод хэмжээг хангасан байх ёстой.⁵¹ Үүний дараа компани хөрөнгө оруулагчдад зориулсан дэлгэрэнгүй танилцуулга буюу эрсдэл, санхүүгийн байдал, хөрөнгө босгож буй зорилго зэргийг тодорхой тусган бэлтгэж, батлуулна.⁵² Иймд процессоор үнэт цаасанд тооцуулан, зөвшөөрөл олгодог.

Их Британи улсад АНУ-ын “Howey Test”-тэй адил шинжтэй тест байдаггүй юм. Гэхдээ Их Британийн санхүүгийн зохицуулах байгууллага FCA нь зах зээл дээр шинээр гарч буй хэрэгслийг үнэт цаас мөн эсэхийг тогтоохдоо илүү нарийвчилсан, хууль тогтоомжид үндэслэх хандлагыг ашиглан тогтоодог. Энэхүү тогтоомжид “Regulated Activities Order”(2001) гэх баримт бичгийг ашиглан үүнд заасан нэр бүхий хөрөнгө оруулалтын шинж чанарыг агуулж байвал түүнийг үнэт цаас гэж үздэг юм.

2.4. Монгол улсын нутагшуулах боломж, хэрэгцээ шаардлага

АНУ-ын Хоуигийн сорил (Howey Test)-ыг Монголын виртуал хөрөнгийн зах зээл дээрх койнуудад "шүүлтүүр" болгон тавьж үзвэл ихэнх нь "Үнэт цаас" (хөрөнгө оруулалтын гэрээ) гэх ангилалд багтахар байна.

⁵⁰ Financial Services and Markets Act (2000)

⁵¹ UK Listing Rules

⁵² FCA Handbook

Үүнийг батлах 3 үндсэн шалтгааныг “Howey Test”-н дагуу тайлбарлая:

Ашиг олох үндэслэл бүхий хүлээлт (Expectation of Profits) нь Монголын зах зээлд гарсан ихэнх койнуудын маркетинг нь "хэрэглээ" дээр биш, харин "үнэ өснө" гэсэн амлалт дээр суурилдаг. Маркетингийн шинж: Төсөл хэрэгжүүлэгчид "Манай койныг авснаар ирээдүйд 10, 100 дахин ашиг олно", "Бирж дээр листинг хийгдсэнээр үнэ өснө" гэх мэтээр сурталчилдаг. Энэ нь Хоуигийн сорилын "ашиг олох үндэслэл бүхий хүлээлт" гэсэн элементийг шууд хангаж байгаа юм.

Бусдын хүчин чармайлтаас хамаарах байдал (Efforts of Others) нь Монголын койнуудын үнэ цэнэ нь тухайн төслийг санаачлагч багийн (Идэвхтэй оролцогч - AP) үйл ажиллагаанаас 100% хамааралтай байдаг.

- Удирдлагын үүрэг: Төслийн баг хөрөнгө оруулалт татаж, тэр мөнгөөрөө бизнесээ (жишээ нь: аппликейшн, экосистем) хөгжүүлнэ гэж амладаг. Хэрэв төслийн баг ажиллахаа больчихвол тухайн койн ямар ч үнэ цэнгүй болно. Энэ нь хөрөнгө оруулагчид "бусдын хүчин чармайлтад" найдаж байгааг баталж байна.
- Төвлөрсөн байдал: Ихэнх төслүүд "төвлөрсөн бус" (decentralized) биш, харин нэг компани эсвэл цөөн хүний хяналтад байдаг.

Дундын аж ахуйн нэгж (Common Enterprise) нь Хөрөнгө оруулагчдын мөнгө нэг санд төвлөрч, тэрхүү хөрөнгөөр төслийн баг үйл ажиллагаагаа санхүүжүүлж байгаа нь "дундын аж ахуйн нэгж" байгааг илтгэдэг.

Монгол улсад Санхүүгийн зохицуулах хороо, Сэндбоксын зөвлөл нь шинэ бүтээгдэхүүн эсэхийг шалгахдаа “Сэндбокс зохицуулалтын орчны журамд” заасан шалгуурыг баримтладаг. Үүнд дараах шалгуурууд байна.⁵³

Хүснэгт 2. 2. Шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг шалгах шалгуур

Сэндбоксын оролцогч нь дараах шаардлагыг хангасан байна:	Сэндбоксоод дараах бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг хамруулна:	Сэндбоксын оролцогчийн санал болгож буй бүтээгдэхүүн үйлчилгээ дараах шаардлагыг хангана:
Монгол Улсад бүртгэлтэй хуулийн этгээд	санхүүгийн зах зээлд шинээр нэвтэрч байгаа, эсхүл ижил төстэй санхүүгийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээтэй харьцуулахад	санхүүгийн тогтвортой байдалд эрсдэл учруулахааргүй;

⁵³ Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам

	санхүүгийн зах зээл болон хэрэглэгчийн хүртэх үр ашгийг нэмэгдүүлэх;	
сэндбоксын хугацаанд үйл ажиллагаанаас үүсэж болзошгүй эрсдэлийг нөхөн төлөх санхүү, төлбөрийн чадвартай	шинээр нэвтрүүлж буй технологи, шийдэлтэй холбогдуулан зохицуулалтын орчин бүрдээгүй, эсхүл одоо байгаа зохицуулалтын орчинд өөрчлөлт оруулах шаардлага үүссэн;	мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэх чиглэлд ашиглагдах зорилго агуулаагүй;
банк, санхүүгийн байгууллагад хугацаа хэтэрсэн өр төлбөргүй	санхүүгийн зохицуулалтын орчинд шинээр нэвтэрч буй технологийн шийдэл буюу регтек;	санхүүгийн үйлчилгээний хүртээмж болон хэрэглэгчийн хүртэх үр ашиг, өгөөжийг нэмэгдүүлэхэд чиглэсэн;
хувьцаа эзэмшигчид, эрх бүхий албан тушаалтнууд нь Эрүүгийн хуульд заасан авлига, албан тушаал, эдийн засгийн болон терроризм, үй олноор хөнөөх зэвсэг дэлгэрүүлэх, тэдгээрийг санхүүжүүлэх, хуурамч баримт бичиг үйлдэх, ашиглах гэмт хэрэгт эрүүгийн хариуцлага хүлээж байгаагүй байх;	санхүүгийн зохицуулагч байгууллага болон бодлого гаргагчдын зүгээс тодорхой асуудлыг шийдвэрлэх зорилгоор санал болгосон бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ болон бусад.	хэрэгжих боломжтой байдал болон техник, эдийн засгийн үндэслэл, санхүүгийн үр ашгийн тооцоо хийгдсэн;
хувьцаа эзэмшигчийн оруулж буй хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн эх үүсвэр нь хууль ёсны эсэхийг тодорхойлох боломжтой байх бөгөөд татвар төлсөн		технологийн шаардлагыг хангасан;
хүчин төгөлдөр мөрдөж буй хууль тогтоомж, зохицуулалтын шаардлагаас зайлсхийх зорилго агуулаагүй.		сэндбоксын хүрээнд хэрэглэгчид санал болгоход бэлэн болсон, технологийн хөгжүүлэлт нь шаардлагатай хэмжээнд хийгдсэн.

Эх сурвалж: Сэндбокс зохицуулалтын орчны журам

SEC-ийн зүгээс дараах бүтээгдэхүүнүүдэд зөвшөөрөл олгосон байдаг. Үүнд:

Хүснэгт 2. 3. Монгол улс болон АНУ-ын санхүүгийн бүтээгдэхүүн үйлчилгээний төрөл

Монгол улсад байдаг дижитал суурьтай санхүүгийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний төрөл		АНУ-ын SEC зөвшөөрсөн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний төрөл ⁵⁴	
1.	Уламжлалт банкууд нь үйлчилгээгээ дижитал хэлбэрт шилжүүлж, данс нээх, зээл авах, карт захиалах боломжийг олгодог банкны дижитал хэлбэрээр үйл ажиллагаагаа явуулдаг аппликейшин зэрэг бүтээгдэхүүнүүд байдаг.	1.	Уламжлалт санхүүгийн бүтээгдэхүүнүүдэд хувьцаа, бонд, вексель болон өр төлбөрийг гэрчлэх аливаа бичиг баримтууд.
2.	Банк бус санхүүгийн байгууллагууд нь дижитал суурьтай зээлийн үйлчилгээг явуулдаг ба үүнд BNPL буюу “одоо аваад дараа төлөх” төрлийн үйлчилгээнүүд ордог.	2.	Хөрөнгө оруулалтын гэрээнүүд: Хөрөнгө оруулалтын гэрээ, дижитал хөрөнгө, криптовалютууд, хамтын хөрөнгө оруулалтын сангийн нэгж эрх
3.	Дижитал хөрөнгө оруулалт болон Crowdfunding буюу хамтын санхүүжилт ⁵⁵ нь иргэд цахим хэлбэрээр дотоодын болон гадаадын хөрөнгийн биржийн арилжаанд оролцох, болон дижитал суурьтай хувьцаа, бонд зэргийг худалдан авдаг.	3.	Опцион, фьючерс болон тодорхой нэг үнэт цаас эсвэл үнэт цаасны индекс дээр суурилсан своп хэлцлүүд байна.
4.	Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ нь МУ-д “Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх тухай хууль” батлагдснаар уг хэрэгсэл зохицуулалттай болсон бөгөөд үүнд криптовалют арилжаа,, зэрэг орно.	4.	Үнэт цаасны хадгаламжийн сертификат, барьцаат итгэлцлийн сертификат, газрын тос, хий, байгалийн баялгийн эрхийн хуваагдмал бус хувь эзэмшил зэрэг байна.

Эх сурвалж: YC33TX, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэх тухай хууль, Securities Act

Сэндбоксын орчинд орохоос өмнө тухайн шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг оруулах эсэхэд тодорхой шалгуур тавих нь зүй ёсны хэрэг ба дараах улсуудын шалгуурыг авч үзье.

Хүснэгт 2. 4. АНУ, Их Британи, Сингапур, Герман улсуудын сэндбоксын зохицуулалт

№	Шалгуур	АНУ (CFPB Sandbox)	Их Британи (FCA/Financial Conduct Authority)
1.	Бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний шинэлэг тал	Хэрэглэгчдэд тулгарч буй болон зах зээлд шийдвэрлэгдэж чадахгүй байгаа асуудлыг шийдвэрлэх шинэлэг бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ байх. Зах зээлд бэлэн байгаа	Санхүүгийн зах зээлд цоо шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ байх, одоо байгаа технологиудаас илүү өндөр түвшинд гаргахуйц шинэлэг хэлбэртэй байх.

⁵⁴ SEC.2.(a)(1)

⁵⁵ Санхүүгийн зохицуулах хороо “Хамтын санхүүжилт гэж юу вэ?” цуврал №44

		бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг бага зэрэг өөрчилсөн төсөл тэнцдэггүй.	
2.	Хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах/ эрсдэл	Туршилтын үед хэрэглэгчид санхүүгийн болон мэдээллийн хохиролд орохоос сэргийлсэн төлөвлөгөөтэй байх хэрэгтэй ба энэхүү төлөвлөгөө нь эрсдэл гарсан үед хохиролыг хэрхэн барагдуулах зэргийг тусгаж өгсөн байна.	FCA нь туршилтад орох бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг зах зээлд нэвтрэх үед хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах бодлогыг хэрэгжүүлдэг ба мэдээллийн ил тод байдал, тодорхой хязгаарлалтууд (хэрэглэгчийн тоо, хугацааны хязгаар, хэрэглэгчийн байршуулах мөнгөний хэмжээ г.м)-ыг ашиглан хамгаалдаг. ⁵⁶
3.	Хязгаарлагдмал хамрах хүрээ	Туршилт нь хугацаа, хэрэглэгчийн тоо, мөнгөн дүнгийн хувьд тодорхой хязгаартай байна. Туршилтын хугацаа ихэвчлэн 2 жил байх ба хэрэглэгчийн тоо болон гүйлгээний дээд хэмжээнд хязгаар тавьдаг.	Тухайн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ нь санхүүгийн үйлчилгээний салбарт хамааралтай байх. Эсвэл санхүүгийн байгууллагуудын үйл ажиллагааг дэмжихэд чиглэсэн технологи байна.
4.	Эрсдэлийн удирдлага ба хамгаалалт	Компанийн эзэмшигч, удирдах албан тушаалтан нь санхүүгийн болон залилангийн гэмт хэрэгт холбогдоогүй байх. Хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах товчоо (CFPB) -ны журамд “сүүлийн 5 жилийн хугацаанд Холбооны хэрэглэгчийн санхүүгийн хуулийг зөрчсөнтэй холбоотой хэрэглэгчийн эрх ашгийг зөрчсөн хэргээр хууль сахиулах арга хэмжээ авсан, эсвэл холбооны болон мужийн эрх бүхий байгууллагын шалгалт,	FCA-с компанийн удирдах хүмүүсийг эрүүгийн болон санхүүгийн хэргийг шалгадаг. Үүнд: -Гэмт хэрэг ба ёс зүй ⁵⁸ -Санхүүгийн чадамж ⁵⁹ Мөн Их Британид компани удирдах эрхээ хасуулсан хүмүүсийг шалган, хууль тогтоомж зөрчсөн үүсгэн байгуулагчдыг сэндрбоксоод оруулахгүй шалгуурыг тавьдаг.

⁵⁶ FCA Organisation UK "Regulatory Sandbox"

⁵⁸ FCA Handbook- FIT 2.1

⁵⁹ FCA Handbook- FIT 2.3

		мөрдөн байцаалтын үйл ажиллагаанд байгаа бол эдгээр компаниудын өргөдлийг хүлээн авахгүй” ⁵⁷ бөгөөд сэндроксод оруулахгүй.	
5.	Сэндроксоос гарах төлөвлөгөө	Сэндроксоос гарах төлөвлөгөө нь туршилтын орчинд орохоос өмнө өргөдөл гаргагчийн заавал боловсруулсан байх хэрэгтэй баримт бичиг бөгөөд энэхүү төлөвлөгөө нь туршилт дууссаны дараа хэрэглэгчдийг хэрхэн хамгаалах, дараагийн шатанд гаргах тухай тодорхойлсон байдаг. Уг төлөвлөгөөнд туршилтын үр дүнг үнэлэх KPI үзүүлэлт, хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах төлөвлөгөө зэргийг багтаана. ⁶⁰	FCA гол зарчим нь "Туршилт амжилттай болсон ч, бүтэлгүйтсэн ч хэрэглэгч ямар нэгэн хохиролгүй, санхүүгийн үйлчилгээний тасалдалгүй үлдэх ёстой" хэмээсэн байдаг. Сэндроксоос гарах үйл явц нь туршилтын үр дүнгээс хамаарч үндсэн 3 хэсэгтэй байдаг. Үүнд: ⁶¹ <ul style="list-style-type: none"> - Туршилт амжилттай болж зах зээлд бүртэн нэвтрэх - Туршилт амжилтгүй болох, компани өөрөө зогсоох - Туршилтын хугацааг сунгах хүсэлт
6.	Өрсөлдөөн	Зөвхөн нэг компанид давуу эрх олгохгүйгээр бусад компанид мөн адил эрх олгоно.	
7.	Туршихад бэлэн байдал		Бодит орчинд, хэрэглэгчидтэйгээр туршилт хийхэд технологи болон нөөцийн хувьд бүрэн бэлэн болсон байх ёстой.
		Сингапур (MAS Sandbox) ⁶²	

⁵⁷ Consumer Financial protection Bureau "Policy Statement on Compliance Assistance Sandbox Approvals" 9

⁶⁰ A.R.S. § 41-5607

⁶¹ FCA organization UK "Regulatory Sandbox"

⁶² FinTech Regulatory Sandbox Guidelines "Section: Evaluation Criteria"

1.	Бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний шинэлэг тал	Технологи нь шинэ, одоо байгаа технологиудаас өөр шинэлэгээр ашигласан байх буюу зах зээлд ижил төстэй үйлчилгээ байхгүй байхыг шаарддаг.
2.	Хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах/ эрсдэл	Санхүүгийн салбарт болон хэрэглэгчдэд давуу тал авчрах, эрсдэлийн удирдлагыг сайжруулах бодит үр ашиг өгөх.
4.	Сэндбоксоос гарах төлөвлөгөө	Аюулгүй байдлыг хангах, эрсдэлийг хязгаарлах хил хязгаарыг буюу туршилтын хугацаа, хэрэглэгчийн тоо, гүйлгээний хэмжээг нарийн тодорхойлж, бүтэлгүйтсэн тохиолдолд хэрэглэгчийг хохиролгүй гаргах төлөвлөгөөг хатуу шаарддаг байна.
5.	Цаашид нэвтрүүлэх боломж	Туршилтын хугацаа дууссаны дараа албан ёсны зөвшөөрөл авч, үйл ажиллагаагаа бүрэн хэмжээгээр өргөжүүлэх санхүүгийн чадавхитай байх.

Эх сурвалж: Улсуудын санхүүгийн зохицуулах байгууллагуудын журам, сэндбоксын журам

ДҮГНЭЛТ

Үнэт цаас нь түүхэн хөгжлийн явцад уламжлалт зах зээлээс биет бус хэлбэрт шилжсэн буюу блокчейн технологид суурилсан төвлөрсөн бус хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл болон өөрчлөгдөж байна. Энэхүү техник технологийн шилжилт нь хөрөнгийн зах зээлийн үр ашгийг нэмэгдүүлж байгаа боловч хууль эрх зүйн тогтолцоонд шинэ сорилтуудыг бий болгож байгаа юм. Нарийн, тодорхой зохицуулалт байхгүйн улмаас санхүүгийн зах зээлд оролцох хүсэлтэй иргэдийн хөндөгдсөн эрх ашиг хэрхэх тухай асуудлууд тулгарч байна. Эдгээр хэрэгслүүд нь эдийн засгийн хямрал, инфляцаас хамгаалах гол хэрэгсэл болж өгдөг тул зохицуулалтаас гадуур оршиж буй буюу нэрлэгдээгүй санхүүгийн хэрэгслүүдийг эрх зүйн орчинд нэгдсэн бодого, зохицуулалтаар зохицуулах, хөгжүүлэх хэрэгцээтэй байгаа нь судалгаагаар харагдаж байна.

Зохицуулалтаас гадна орших санхүүгийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг нарийн зохицуулалт буюу тухайлбал хяналт, бүртгэлийн хугацааг одоогийн зохицуулалт дээрх хугацаанаас арай богино хугацаатай буюу энгийн стандарт гэрээний хугацаатай (30 хоног) адил авч үзснээр иргэдийн эрх ашгийг хамгаалах, цаашлан эдийн засгийн хямралаас хамгаалах эрх зүйн үр дагавартай бөгөөд энэхүү бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг зохицуулах хэрэгцээ шаардлага илэрэн байна. Мөн зохицуулалт хийснээр хөрөнгө оруулалтын олон хэлбэрийг олон улсын хөрөнгө оруулалтаас татах зэргээр давуу тал ихээхэн байгаа юм.

САНАЛ

	Санал
1.	Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль болон Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуульд тусгасан санхүүгийн бүтээгдэхүүнд зөвшөөрөл олгох хугацаа нь дунджаар 45-60 хоног байдаг бөгөөд үүнийг энгийн стандарт гэрээний хугацаатай адил богино хугацаанд буюу 30 хоногийн хугацаанд хяналт, шалгалт хийн зөвшөөрөл олгох.
2.	Сэндбоксоод хамаарах бүтээгдэхүүн, үйлчилгээнд тооцогдох хүрээг илүү өргөн хүрээнд авч үзэх, Сэндбоксын зохицуулалтын орчны журмын 2 дугаар зүйлийн 2.3-т заасан сэндбоксын оролцогчийн санал болгож буй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг хангах шаардлагыг зах зээлд шинээр гарч буй бүтээгдэхүүнүүдэд нийцүүлэн өргөжүүлэх.
3.	Зах зээлд шинээр гарч буй бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг бүртгэх, зөвшөөрөл олгохтой холбоотой шаардлага болон хэрэгсэлд хамруулах хүрээг холбогдох хууль, журамаас тусад нь нарийвчлан журам боловсруулах. Үүнд яг ямар төрлийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээнд хэр хугацааг тогтоож өгөх болон шинэ хэрэгсэлд нийцсэн байдлаар үнэт цаасанд тооцох хүрээг өргөжүүлэн, үүнийг даган тухайн бүтээгдэхүүнтэй холбоотой маргааныг хэрхэн шийдвэрлэх талаар тухайлсан журам бодлого боловсруулах.
4.	Зах зээлд шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг үнэт цаасанд тооцохдоо илүү уян хатан байдлаар буюу тодорхой шалгууртай тестийг ашиглаж болох юм. Тухайлбал, тухайн зах зээлийг судлан шалгууруудыг тодорхойлон энэхүү шалгуурыг хангасан тохиолдолд үнэт цаасанд тооцон зах зээлд нэвтрүүлэх гэх зэргээр хэрэгжүүлэх.

Зах зээл дээр зохицуулалтаас гадуур орших санхүүгийн хэрэгслүүдийг тодорхой, нарийн зохицуулалттай болгосноор зах зээлд оролцох оролцогчдын хариуцлагын тогтолцоо сайжирна. Энэ нь холбогдох хуулиар үнэт цаас гаргагч нар "энэ бол эрсдэлтэй шүү" гэж сануулаад л орхидог бол зохицуулалтаас гадна орших хэрэгслүүдийг үнэт цаас гэж хуульчилснаар эсхүл үнэт цаасанд тооцох шалгуурыг илүү нарийн тусгаснаар эдийн засгийн харилцаа иргэдэд илүү ил тод байх бөгөөд компаниуд улирал бүр аудитаар баталгаажсан санхүүгийн тайлангаа нээлттэй мэдээлэх үүрэг хүлээнэ. Мөн хуурамч мэдээлэл гаргах эрсдэлээс сэргийлэх ба шинэ бүтээгдэхүүн, үйлчилгээний танилцуулга дээрээ худал мэдээлэл өгсөн бол түүнийг залилан мэхлэх хэмээн үзэж маргааныг органик хуулиар хуулийг төсөөтэй хэрэглэн шийдвэрлэх бус харин үүссэн маргааны тухай тухайлсан "Үнэт цаасны зах зээлийн хууль тогтоомж зөрчсөн" гэх хуулийн үндэслэлээр хариуцлага хүлээлгэдэг болох.

Хөрөнгө оруулагчдын эрх "Хувьцаа эзэмшигч"-ийн түвшинд очих боломжтой юм. Дижитал хөрөнгө эзэмшигч, койн эзэмшигчдийг зөвхөн "хэрэглэгч" биш, "хөрөнгө оруулагч" гэж холбогдох албан байгууллагаас үзсэнээр шийдвэр гаргах эрх нэмэгдэнэ.

Инноваци ба хөрөнгө оруулалтын хувьд нарийвчилсан зохицуулалт орж ирснээр зах зээлд шинээр орон ирж буй компаниуд койн гаргаж хөрөнгө босгоход маш хэцүү, зардал өндөртэй байх магадлал багасна. Үүнийг даган итгэлцэл нэмэгдэх бөгөөд мэргэжлийн хөрөнгө оруулагчид монголын дижитал хөрөнгийг "хууль ёсны, хамгаалагдсан" гэж үзэн хөрөнгө оруулалт хийж эхлэх суурь тавигдах боломжтой юм.

НОМ ЗҮЙ

1. Эрх зүйн эх сурвалж:

1. Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хууль, 2013 он.
2. Үнэт цаасны бүртгэлийн журам, 2021 он.
3. Иргэний хууль, 2002 он.
4. Компанийн тухай хууль, 2011 он.
5. Санхүүгийн зохицуулах хорооны эрх зүйн байдлын тухай хууль, 2005 он.
6. Сэндбокс зохицуулалтын орчны тухай журам, 2023 он.
7. Сэндбокс оролцогчдод тавигдах технологийн шаардлага, 2023 он.

2. Монгол хэл дээрх эх сурвалж:

8. Б.Буянхишиг, *Үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүй*, Анхны хэвлэл, 1998 он
9. Б.Буянхишиг, *Үнэт цаасны эрх зүйн үндэс гарын авлага*, 2011 он
10. Д.Дуламсүрэн, *Үнэт цаасны зах зээлийн төлөвшил, хөгжил*, 2000 он
11. Д.Батчимэг, *Хөгжингүй орнуудын үнэт цаасны зах зээлийн эрх зүйн зохицуулалтийн үндсэн чиглэлүүд*, 1998 он
12. Т.Өлзийдорж, *Үл хөдлөх хөрөнгөөр баталгаажсан үнэт цаасны зах зээл*, 2013
13. Ж.Ядамсүрэн, *Монгол улсын үнэт цаасны зах зээл*, 1998 он

3. Гадаад хэл дээрх эх сурвалж:

А. Англи хэл дээрх эх сурвалж

1. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)
2. Securities of Act (1933), 15 U.S.C. § 77a
3. Securities Exchange of Act (1934), 15 U.S.C. § 78a
4. Securities and Futures Act (2001), 2(1)
5. Financial Services and Markets Act (2000), s. 19.
6. Securities and Exchange Commission, "Framework for 'Investment Contract' Analysis of Digital Assets", Howey Test Guide, (2019)
7. Securities and Futures Act (Singapore), (2001)
8. Monetary Authority of Singapore, "FinTech Regulatory Sandbox Guidelines", (2021)
9. Monetary Authority of Singapore, "Sandbox Express Guidelines", (2019)
10. Wertpapierhandelsgesetz (Securities Trading Act), 1998 он, (BGBl. I p. 2708)