



Монгол-Германы хамтарсан төсөл  
Экспортын баримжаатай Үйлдвэр, Худалдааны  
Бодлого



Германы Техникийн Хамтын Ажиллагаа  
ш/х 1264 Улаанбаатар 210613 Монгол Улс  
Утас: +976-11-315464 Факс: +976-11-315955 Mail: trade@gtz-mongolia.org

---

**Монголын барааны экспортын үнийн эрсдэлийг  
зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн  
аргаар бууруулах нь**

ГТХАН-ийн “Экспортын баримжаатай Үйлдвэр, Худалдааны  
Бодлого” төслийн богино хугацааны судалгаа  
Төслийн дугаар. 02.2465.9-001.00

Кристиан Зилис  
Виландштрас 117  
48165 Мюнстер  
Герман улс  
christian.silies@web.de

“Экспортын баримжаатай Үйлдвэр Худалдааны Бодлого” төслийн баг, н. Хеннинг Твестен болон Яам Тамгын Газрууд ба Эрдэнэт үйлдвэрийн хамтран ажиллагчидтай ярилцлага зохион байгуулахад туслалцаа үзүүлсэн Б. Тэмүүжин, Б. Золтуяа нарт талархлаа илэрхийлье. Аливаа утга санаа, алдааны хариуцлагыг зохиогч нь хариуцна. Энэхүү судалгаа нь Монголын Засгийн Газар болон Германы Техникийн Хамтын Ажиллагааны Нийгэмлэгийн байр суурийг илэрхийлэхгүй болно.

## Гарчиг:

1. Ерөнхий танилцуулга	4
2. Монгол улс ба дэлхийн барааны зах зээл	6
2.1. Бараа болон анхдагч бүтээгдэхүүний дэлхийн зах зээл	6
2.1.1. Ерөнхий байдал	6
2.1.2. Бэлэн буй барааны ханшаас тогтоосон хорогдол ба төлбөр хойшлуулалтын нэмэгдэл	7
2.2. Монголын экспорт ба худалдааны бүтэц	8
2.3 Дэлхийн зах зээлээс хамаарах Монголын хараат байдал	9
2.3.1. Зэс	9
2.3.2. Алт	12
2.3.3.Ноолуур	13
Эх үүсвэр: Г. Ёндонсамбуу, Д.Алтанцэцэг, 2003	14
3. Эрсдэлийн менежмент ба хохирлоос урьдчилан сэргийлэх аргууд	15
3.1. Яагаад үнийн эрсдэлийн менежментийг явуулах ёстой юм бэ?	15
3.2. Эрсдэлийн менежментийн уламжлалт аргууд	17
3.3. Зах зээлд суурилсан эрсдэлийн менежментийн аргууд	20
3.3.1. Биржээр арилжаалах аргууд	21
3.3.2.Брокероор дамжуулах аргууд	26
4. Оршиж буй хараат байдлыг багасгах стратеги бодлого	28
4.1. Зэсийн салбарт зориулсан опционы даатгалын бүдүүвч	29
4.2. Зэсийн салбарт зориулсан хугацаат ба форвардын даатгалын бүдүүвч	32
4.3. Ноолуурын салбарт зориулсан брокероор дамжуулах опционы даатгалын бүдүүвч	33
5. Дүгнэлт	33
Ашигласан материал	36
Хэвлэлийн материал	36
Ашигласан Интернетийн вебсайтууд	37
Хавсралт: Эрсдэлийн менежментийн орчин үеийн аргуудын үзүүлэлтүүд	38

## **Зургийн гарчиг**

1-р зураг: Монголын экспортын бүтэц (сая.ам.доллар) 1989-2003	8
2-р зураг: Лондонгийн Металлын бирж дахь зэсийн үнэ ба Монголын зэсийн экспорт 1989-2003 онд	10
3-р зураг: Лондонгийн Металлын бирж дахь зэсийн даруй төлөгдөх үнэ ба 27 сарын хугацаат үнэ 1999-2004	11
4-р зураг: Монгол дахь алтны олборлолт 1990-2003	12
5-р зураг: Олон улсын зах зээл дахь алтны үнэ 1994-2004	13
6-р зураг: Монголын ноолуурын экспорт (сая.ам.доллар) 1989-2003	14
7-р зураг: Дэлхийн болон дотоодын зах зээл дахь ноолуурын үнэ 1995-2003	15
8-р зураг: Худалдагчийн опционы бүдүүвч	23
9-р зураг: Худалдан авагчийн опционы бүдүүвч	24
10-р зураг: 2000 ам.долларын хамгийн доод үнэ бүхий худалдагчийн опционы даатгалын бүдүүвч	30
1-р бүдүүвч: Уламжлалт ба зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн аргууд	17
1-р хүснэгт: 1998-2002 онд зэс олборлолтын Эрдэнэт үйлдвэрийн тооцоолсон зардал	30

## I Ерөнхий танилцуулга

1990 оноос эхлэн даяарчлал хурдацтайгаар өрнөх болсноор барааны худалдаа ба зах зээлүүд нь олон улсын шинж чанартай болоход хүргэсэн юм. Басхүү барааны үнэ ханш нь 90-ээд оны хоёр дахь хагаст нэлээд буурсан байна. Үүнтэй зэрэгцэн хөгжиж буй болон буурай хөгжилтэй орнууд бүр ямарваа нэгэн бараанаас хамааралтай байдаг ба энэ нь тухайн орнуудын экспортын 20%-иас дээш буюу зарим тохиолдолд бүр 50%-ийг эзэлж засгийн газрын татварын орлогыг бүрдүүлдэг чухал хэсэг болдог юм. Эдгээр орны ихэнхи нь далайд гарцгүй буюу алслагдсан зэрэг газар зүйн хязгаарлалт болон тааламжгүй нөхцөлөөс давхар хохирох явдал ч байдаг байна. 1990-ээд онуудад хөгжиж буй бүх орнуудын дэлхийн барааны экспортод эзлэх хувь нь 25 орчим хувь болтлоо буурчээ. (үүнд Европын Холбооны хөдөө аж ахуйн экспорт 43% байсан бол Хойд Америк 18%-ийг эзэлж байжээ) (Пейж ба Хевитт, 2001). Эдгээр нь хөгжиж буй орнуудыг экспортын үнэд аливаа нөлөөлөл үзүүлэх боломжгүй болгож байна.

Монгол улс бол тухайн барааны экспортоос хамаардаг хөгжиж буй орны нэгэн бодит жишээ юм. Бүх гол экспортын бараа нь боловсруулагдаагүй бүтээгдэхүүн буюу боловсруулагдаагүй түүхий эд байдаг юм. Үүнд уул уурхайн салбараас зэс, алт ба молибден бөгөөд ноосны салбараас ноолуур зэрэг орно.

Үүнээс үүдэн Монгол улс барааны үнээс хамаарах эрсдэлийг бууруулах сонирхолтой байгаа юм. Эрсдэлийн менежментийн арга болон үнийн даатгалын бүдүүвчүүдийг нэвтрүүлснээр тус орны экспортын салбарын үндэс суурийг үр ашигтайгаар бэхжүүлэх нэгэн боломж бий болох болно.

Энэхүү судалгаа нь Монголын барааны экспортлогчдод зориулсан байх болохуйц үнийн эрсдэлийн менежментийн хэрэглүүрүүдийг тоймлон танилцуулах зорилго агуулсан болно. Үүнээс гадна засгийн газар, яам тамгын газрын ажилтнуудад олон улсын санхүүгийн бөгөөд барааны зах зээлийн үндсэн хэрэглүүрүүд, Монголын эдийн засаг, түүний дотор экспортын баримжаатай салбаруудын боломж ба тулгарах аюул зэрэг асуудлуудыг илүүгээр ойлгоход тус дэм болох юм. Хэдийгээр үнийн эрсдэлийн менежментийн бүдүүвчүүдийг нэвтрүүлэх анхны оролдлого хийгдэж байгаа боловч олон улсын зах зээлтэй харьцах туршлага ерөнхийдөө бага байгааг авч үзээд энэхүү судалгааг Санхүү Эдийн Засгийн Яам, Үйлдвэр Худалдааны Яам болон тэр тусмаа ҮХЯ-ны Геологи Уул Уурхайн Бодлого Зохицуулалтын Газрын ажилтнуудад зориулж гаргасан болно. Мөн түүнчлэн Монголын бизнесийн болон экспортын чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулж байгаа ажил хэрэгч хүмүүс ч энэхүү судалгааг ашиглаж болох юм.

Энэхүү судалгааны гол зорилго нь барааны үнийн хамгаалалтгүй байдлаас зайлсхийх буюу эдийн засгийн бүтцийг илүү тогтвортой, хөрөнгийн зарцуулалт

ихтэй бөгөөд нэмүү өртгийн салбартай болгож өргөжүүлэх урт хугацааны бодлого боловсруулахад чиглэгдээгүй болно. Энэхүү судалгааны гол анхаарсан зүйл нь барааны зах зээлийн эрсдэлийг багасгаж бууруулахад ашиглаж болох богино хугацааны хэрэглүүрүүд болон үнийн даатгалын бодлого зэргийг тайлбарлан хэлэлцүүлсэн болно.

Зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийг нэвтрүүлэх талаар Төв Банк, Санхүү Эдийн Засгийн Яам, Үйлдвэр Худалдааны Яам зэрэг байгууллагуудын удирдлагын төлөөллөөс бүрдсэн ажлын хэсэг байгуулан засгийн газрын нэгжүүдийн дунд хэлэлцүүлэг явуулж болох юм. Нэвтрүүлж буй эрсдэлийн менежментийн аливаа хэрэглүүр нь гадаад валютын ханш болон зээлийн хүүгийн зохицуулалт зэрэг гадны эрсдэл ба аюулыг зохицуулах тус орны ерөнхий ба урт хугацааны бодлогод нийцсэн байх ёстой. Үүнээс гадна хувийн компаниуд өөрсдөө эрсдэлийн менежментийн арга хэмжээ авдгийн хувьд дээрх хэлэлцүүлэгт оролцвол чухал ач холбогдолтой байх болно.

Монгол орны хувьд Дэлхийн Банк 2000 онд эрсдэлийн менежментийн аргуудыг нэвтрүүлэх анхны судалгаа хийж санал болгосон болно. Үр дүнд нь Засгийн Газар болон холбогдох яамдууд Мастер Төлөвлөгөө ба Үйл Ажиллагааны Хүснэгт батлан гаргасан юм. Ингэснээр эрсдэлийн менежментийн анхны бүдүүвчүүдийг (ихэвчлэн урт хугацааны) нэвтрүүлсэн байна. Энэхүү хүрээнд зэсийн салбарын Эрсдэлийн Менежментийн Сан/Гарч болохуйц Алдагдлын Сан зэргийг байгуулсан болно. Тус орны зэсийн үйлдвэрлэгчийн хувьд Эрдэнэт корпорацийн зүгээс эрсдэлийн менежментийн аргуудыг нэвтрүүлэх хэд хэдэн оролдлого хийгдсэн боловч эцсийн дүндээ алдагдалтай үнийн хөдөлгөөнөөс үүдэн мөнгө алдах эрсдэлийн хариуцлагыг хүлээхэд дурамжхан байсаар байна.

Дэлхийн Банкны Группын нэг хэсэг болох Барааны Эрсдэлийн Менежментийн Олон Улсын Тусгай Хэсэг (ОУТХ) нь зөвлөгөө ба зохицуулалтын үйл ажиллагаа явуулж, мөн түүнчлэн зах зээлд үндэслэсэн үнийн эрсдэлийн менежментийн аргуудыг нэвтрүүлэх ба хөгжиж буй орнуудын мэргэжилтэн ба удирдлагад сургалт явуулах зэрэг үйл ажиллагаа явуулдаг юм. (ОУТХ 1999, [www.itf-commrisk.org](http://www.itf-commrisk.org)). Сүүлийн арван жилийн эцсээр аргуудад хамрагдахдаа ОУТХ нь үнийн эрсдэлийн менежмент хэрэгцээтэй ба зарчмын хувьд бололцоотой байх нөхцөлтэйгөөр нэвтрүүлэх боломжтой 4 салбарт гол анхаарлаа төвлөрүүлж ирсэн. Эдгээр салбарт алт, зэс ба ноолуурын экспорт болон газрын тосны бүтээгдэхүүний импорт орно. Монгол Банк алтны экспортын салбарын нэрийн өмнөөс үнийн эрсдэлийн менежментийг эрчимтэй явуулж байгаа. Бусад салбарт зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийг нэвтрүүлэх явдал одоогоор ч хүлээгдэж байгаа. Энэхүү явцыг амжилттайгаар үргэлжлүүлэхийн тулд Засгийн Газар болон компанийн ажилтнуудыг санхүүгийн зах зээл ба Монгол оронд нүүрлэх тухайн зах

зээлийн эрсдэл, ашиг өгөөжийн талаар илүү сайн мэдээлэлтэй болгох нь улам хэрэгцээтэй байгаа нь мэдрэгдэж байна. Эрсдэлийн менежментийн мэдлэгийн суурийг бэхжүүлснээр Монголд нөлөөлөх үнийн тогтворгүй байдлын нөлөөллийг багасгаснаар ядуурал болон эдийн засаг, нийгмийн тогтворгүй байдлыг бууруулахад тодорхой хувь нэмэр оруулна гэдэгт бид нар найдаж байна.

Гэхдээ цаг хугацаа, нөөцийн хязгаарлагдмал байдлаас хамааран энэхүү судалгаа харьцангуй товч бөгөөд хамгийн гол асуудлуудыг л хөндсөн болно.

## II Монгол улс ба Барааны Дэлхийн Зах Зээл

### II.1 Бараа ба анхдагч бүтээгдэхүүний дэлхийн зах зээл

#### II.1.1 Ерөнхий байдал

Харамсалтай нь бараанууд нухацтай бөгөөд хүндхэн үнийн хамааралтай байнга тулгарч байдаг юм. Жишээлбэл, Лондонгийн Металлын бирж (ЛМБ) дээр гарсан зэсийн бүтээгдэхүүний жил бүрийн тогтворгүй байдал нь 1999 он, 2004 оны 3-р сарын хооронд дунджаар 18.9%-д хүрсэн байна. Энэ нь барааны зах зээл дахь өрсөлдөөн маш хүчтэй байдаг ба эдгээр бараанууд нь ямарваа нэгэн өөр төрлийн бараа болж төрөлждөггүйгээр гол төлөв нэг төрлийн байдгаас хамаарч байгаа юм. Үнийг тогтоох явц нь замбараагүй ба таамаглал хийж болдоггүй аргаар явагддаг нь хүлээн зөвшөөрөгдөөгүй “мэдээллийн гаднын этгээд” болон үнийн хүлээн авагч нарт илүү анзаарагдаж байдаг юм. Бусад зах зээлүүдтэй харьцуулахад барааны зах зээл дээр ажиглагдаж байдаг тогтворгүй байдал илүү хурц байгаагийн бас нэгэн шалтгаан нь байгалийн гамшгаас үүдэн бодит үнэ цочирдолд ордогт оршиж байдаг. Мөн түүнчлэн синтетик орлох материал бүтээж байгаа нь үнийг бууруулж байгаа. Үнийн хөдөлгөөнийг дараахь 4 төрөлд ангилдаг юм:

- 1) Зах зээлийн өдөр тутмын өөрчлөгдөж буй магадлалыг тусгасан богино хугацааны хэлбэлзэл
- 2) Ирээдүйн барааны эрэлт нийлүүлэлтийг тусгасан дунд хугацааны өөрчлөлтүүд
- 3) Тухайн орны өрсөлдөх чадварт нөлөөлөхүйц тусгай улс орон, бүс нутагт гарч буй байнгын өөрчлөлтүүд (эдгээр улс орон, бүс нутгууд нь барааны экспортод чухал үүрэг гүйцэтгэдэг)
- 4) Дээр дурьдсан шалтгаануудын улмаас бүх барааны үнэ нь урт хугацааны туршид буурах

Үнийн эрсдэлийн менежментийн хэрэглүүрүүд нь үнийн хөдөлгөөний зөвхөн эхний 2 төрөлд үнийг тогтворжуулах боломжтой боловч сүүлийн 2 төрлийн хувьд

салбарын болон экспортын урт хугацааны ба стратегийн бодлогыг боловсруулах шаардлагатай юм.

## **II.1.2 Бэлэн буй барааны ханшлалтаас тогтоосон хорогдол ба төлбөр хойшлуулалтын нэмэгдэл**

Даруй төлөгдөх үнэ ба ирээдүйн үнийн хоорондын харилцаа болон үнийн цаашдын өөрчлөлтийн талаархи зах зээлийн магадлалыг 2 өөр нөхцөлөөр хооронд нь ялгаж болно. Аливаа нөхцөл нь хохирлоос урьдчилан сэргийлэх бодлогын амжилт эсхүл алдаанаас ихээр нөлөөлж болох юм.

Төлбөр хойшлуулалтын нэмэгдэл гэдэг нь хугацаатай гэрээний үнэ бэлэн барааны үнээс илүү байхыг хэлнэ. Хугацаатай гэрээний бараа хүргэж өгөх өдөр ойртох тусам хугацаатай гэрээний үнэ нь бэлэн барааны үнэд ойртож буурна. Үүнээс үүдэн урт хугацаатай гэрээний хөрөнгө илүү урт хугацаагаар (боломжийн зардал илүү байдаг) уягддаг ба хадгалалтын/даатгалын зардал мөн илүү өндөр байдаг юм. Өөрөөр хэлбэл төлбөр хойшлуулалтын нэмэгдэл нь дараагийн хоёр долоо хоногийн төлбөрийн өдөр хүртэл худалдан авсан барааныхаа төлбөрийг хойшлуулах боломжтой болохын тулд худалдан авагч нь худалдагчид төлөх нэмэгдэл буюу хүүг хэлж байгаа юм.

Нөгөөтэйгүүр бэлэн буй барааны ханшлалтаас тогтоосон хорогдол нь хугацаат гэрээний үнэ бэлэн барааны үнээс доогуур байх зах зээлийн нөхцөл юм. Хугацаатай гэрээний бараа хүргэж өгөх өдөр ойртох тусам хугацаатай гэрээний үнэ бэлэн барааны үнэд ойртож өснө. Үүнийг борлуулах барааны үнэд дүйцүүлэн шаардлага гарсан тохиолдолд хэрэглэнэ. Бэлэн буй барааны ханшлалтаас тогтоосон хорогдол нь төлбөрийн чадвар багатай зах зээлд тохиолддог ба богино хугацааны гэрээний хэрэгцээ нь тухайн гэрээний үнийг урт хугацааны гэрээнийхтэй харьцуулахад өсч байдаг юм.

Ерөнхийдөө бэлэн буй барааны ханшлалтаас тогтоосон хорогдолтой зах зээл дахь үнийг “Хугацаа Сунгаж Солих” аргаар (экспортын хөдөлгөөнийг тогтоох зорилгоор урт хугацааны гэрээг богино хугацааны гэрээгээр сөргүүлэн худалдаалах) эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх нь төвөгтэй бөгөөд мэдрэгдэхүйц алдагдалд хүргэж байдаг юм. Сүүлийн таван жилд зэсийн зах зээл ихэвчлэн төлбөр хойшлуулалтын нэмэгдэл нөхцөлтэй байсан тул компаниуд үнийн эрсдэл хохирлоос үр ашигтайгаар урьдчилан сэргийлж чаддаг болжээ. Гэвч 2004 оноос эхлэн эрэлт хэрэгцээ эрчимтэй өссөний улмаас тус зах зээл нь бэлэн буй барааны ханшлалтаас тогтоосон хорогдолтой нөхцөлд шилжих болжээ.

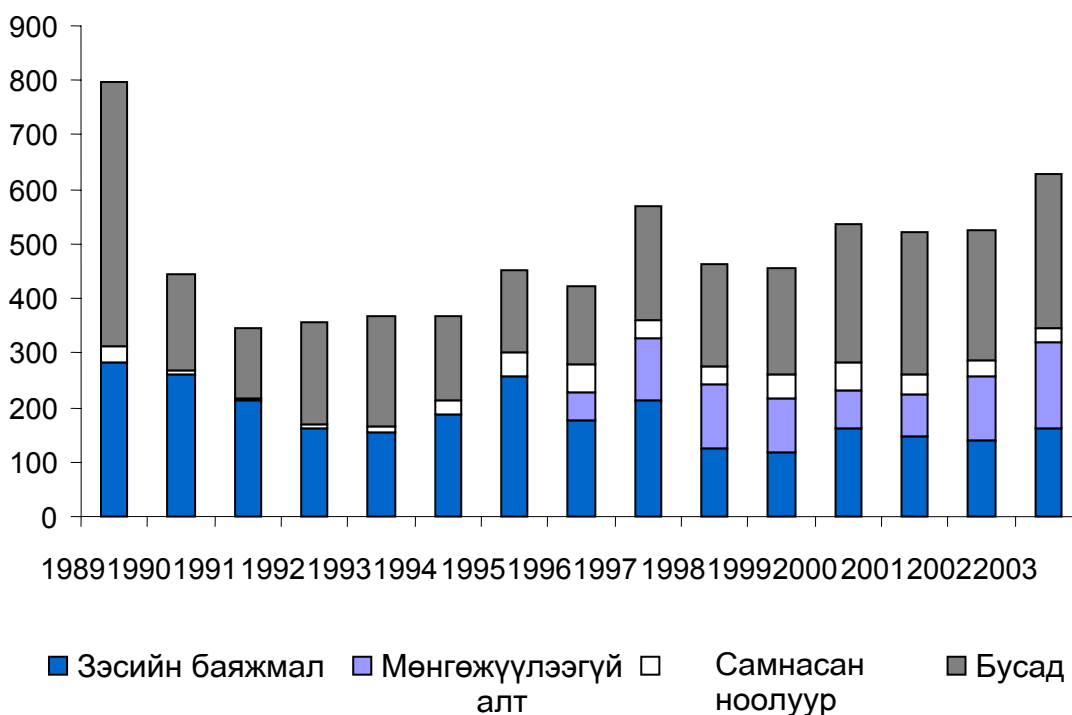
## II.2 Монголын Экспорт ба Худалдааны Бүтэц

Монголд (засгийн газрын/яамдуудын буюу хувийн хэвшлийн төвшинд аль алинд нь) зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн хэрэглүүрүүдийг нэвтрүүлэх шаардлага байгаа эсэхийг тогтоох нь тус орон барааны экспортоос хэр хамаарч байгаагаас шалтгаалдаг юм. Монголын эдийн засаг барааны үнээс хамаарах гол үзүүлэлтүүд нь дараахь байдалтай байдаг:

- а) Эдийн засгийн бүтэц, үүнд экспорт буюу импортоос шууд буюу шууд бусаар хамаарах ҮНБ-ний хувь
- б) Худалдааны бүтэц, өөрөөр хэлбэл барааны үнээс шууд буюу шууд бусаар хамаарах бүх экспортын хувь
- в) Экспортын татварын бүтэц ба хүрээ
- г) Аж ахуйн нэгжийн татварын бүтэц ба хүрээ
- д) Хувь хүний орлогын татварын бүтэц ба хүрээ

1990 оны эхэн ба дунд үед зэсийн экспортын хамаарал дээд цэгтээ хүрч нийт экспортын 50%-иас дээшхийг нь зэсийн олборлолт эзэлж байсныг бодвол өдгөө энэ нь хэдийгээр буурч байгаа ч барааны экспортын бусад хэлбэрээс хамаарах явдал одоо ч гэсэн өндөр байгаа юм. 2003 онд нийт экспортын 51% нь зэс болон алт олборлолт, 5% нь самнасан ноолуурын экспорт эзэлж байжээ. Түүхий ноолуур ба боловсруулсан ноолууран бүтээгдэхүүний экспорт 2.8%-ийг эзэлжээ. Доорхи зураг нь сүүлийн арван жилийн Монголын экспорт ба зэс, алт, ноолуур зэрэг гол гурван экспортын бараанаас хамаарах байдлыг харуулсан.

**Зураг 1: Монголын экспортын бүтэц (сая ам.доллараар) 1989 - 2003**





## II.3 Дэлхийн зах зээлээс хамаарах Монгол улсын хараат байдал

Үнийн тогтворгүй байдал нь экспорт эрхэлж буй компани, засгийн газар ба түүний төсөв бөгөөд хүн ам зэрэг гурван этгээдэд шууд буюу шууд бусаар нөлөөлдөг юм. Иймээс хохирлоос урьдчилан сэргийлэх зардлыг тус гурван бүлгээр хуваан төлүүлэх учиртай ч хувийн компаниуд ба захиргаа нь илүү ачаа үүрч болох юм.

Засгийн газар ба түүний төсөв нь үнийн хөдөлгөөнөөс хамаарах явдал хэд хэдэн хүчин зүйлсээс шалтгаалдаг юм. Бусад хүчин зүйлсийг тооцохгүйгээр үзэхэд барааны үнэ буурахад экспортын татвар буурч байдаг. Үүнээс гадна экспортын үйл ажиллагаа эрхэлдэг компаниудын орлого буурч үүнтэй уялдан ашиг нь буурах тохиолдолд аж ахуйн нэгжийн татвараас бүрдэх улсын орлогын бүрдүүлэлт буурдаг. Эдийн засгийн дорой байдлаас үүдэн ажил эрхлэлт ба орлогын татварын бууралт нь улсын төсвийн алдагдлыг нэмэгдүүлж байдаг юм.

Дараагийн хэсгүүдэд нь зэс, ноолуур, алт зэрэг экспортын бараанаас Монголын эдийн засаг ба улсын төсөв хэрхэн хамаарч байгаад толилуулах болно.

### II.3.1 Зэс

Дээр дурьдсанаас харахад зэс бол Монголын эдийн засгийн экспортын хамгийн чухал бүтээгдэхүүн юм. Гэвч Монголын зэсийн олборлолт нь дэлхийн зэсийн зах зээл дээр 1%-ийг эзэлж харьцангуй бага байдаг (Монгол улсын Ашигт Малтмалын Газар, 2004). Тус орны зэсийн олборлолтыг Эрдэнэт Уул Уурхайн Корпораци дангаараа тодорхойлж байдаг бөгөөд энэ нь Монголын Засгийн Газрын 51% ба Оросын Холбооны Улсын 49%-ийн эзэмшилтэй корпораци юм. Эрдэнэт үйлдвэр зэсийн нийт экспортыг бараг дангаараа гаргадаг ба үүнд хэмжээгээрээ бага молибдений экспорт ч ордог юм: 2003 оны байдлаар Эрдэнэтийн худалдааны нийт орлого нь 182.6 сая.ам. доллар байсан (Эрдэнэт үйлдвэрийн үзүүлэлт, 2004). Монголд зэсийн салбарт эрсдэлийн менежментийн стратеги бодлого болон үнийн даатгалын бүдүүвчийг нэвтрүүлэхэд Эрдэнэт үйлдвэрийн хамтын ажиллагааг хамруулах нь чухал асуудал байх болно.

Сүүлийн 10 жилийн туршид Монголын зэсийн экспортын орлого ба зэсийн дэлхийн зах зээлийн үнэ хоёр салшгүй харилцан холбоотой байсан (доорхи зургаас харах). Монголын зэсийн экспортын үнийг ЛМБ-ийн даруй төлөгдөх сарын дундаж үнэд үндэслэж тооцдог учраас Эрдэнэт үйлдвэр Лондонд өөрийн төлөөлөгчийн газартай, үйл ажиллагаагаа өргөтгөх боломжтой зэрэг зүйлээс үүдэн

хохирлоос урьдчилан сэргийлэх хэрэглүүрүүдийг нэвтрүүлэх явдлыг зарчмын хувьд хялбар болгож байгаа юм.

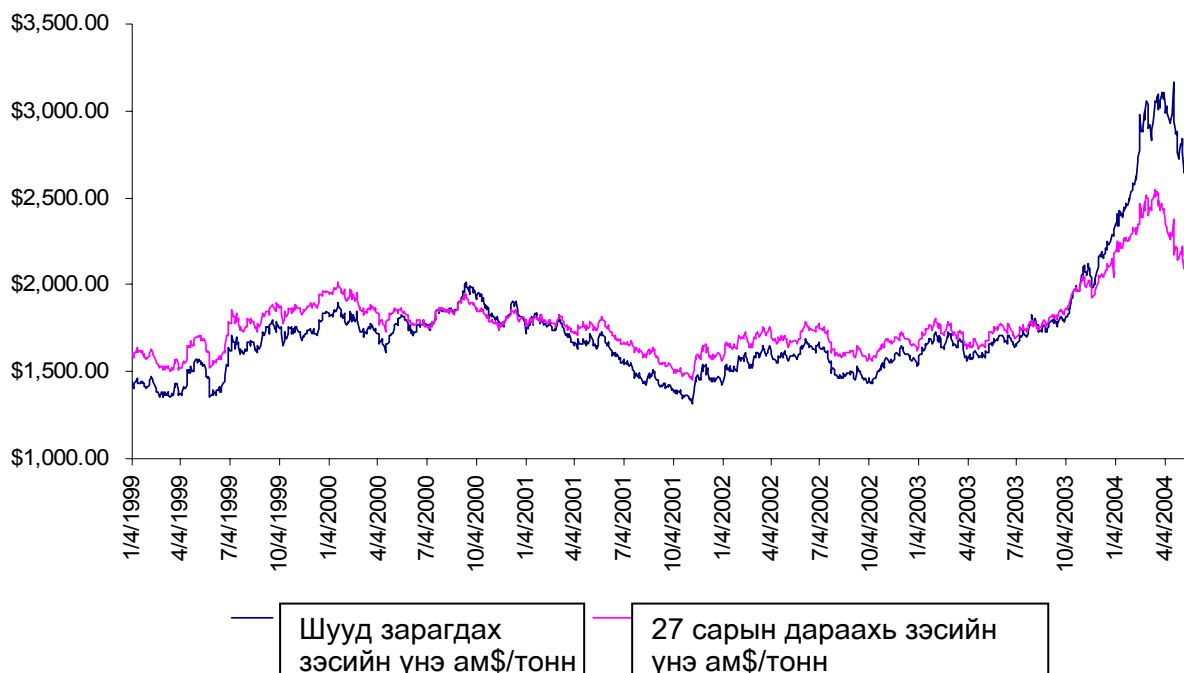
**Зураг 2: ЛМБ-ийн үнэ ба Монголын зэсийн экспорт 1989 – 2003**



Эх үүсвэр: Монгол Банк, Төлбөрийн баланс. Лондонгийн Металлын Бирж, 2004.

2003 оны сүүлчээс зэсийн үнэ урт хугацаагаар өндөр байсаар иржээ (доорхи зургаас харах). 1990 оны үед үнэ нэлээд доогуур байсан тул гол үйлдвэрлэгч болох Эрдэнэт үйлдвэр ба Засгийн Газар хоёр санхүүгийн хүнд байдалд орсон байв. Тодорхой хугацаагаар өндөр үнийн түгжигдмэл байдал бий болгох нь тус орны хувьд үнийг өндөр төвшинд тогтворжуулж өгөх юм. Харамсалтайгаар хугацаат үнэ (жишээлбэл 27 сарын хугацаатай) нь бэлэн барааны үнээс нэлээн доогуур байдаг нь тухайн зах зээл төлбөр хойшлуулалтын нэмэгдлээс мөн бэлэн буй барааны ханшлалтаас тогтоосон хорогдол бүхий нөхцөл рүү шилжсэн гэсэн үг. Үүнээс үүдэн ирэх саруудад бодит барааны үнэ унаж Монголын зэсийн үйлдвэрлэгчдийн худалдааны орлого буурч, аж ахуйн нэгж, экспортын татвараас Монголын засгийн газарт орох орлого буурна гэсэн зах зээлийн таамаглал байгаа юм.

**Зураг 3: ЛМБ дахь зэсийн бэлэн барааны үнэ ба 27 сарын хугацаатай үнэ 1999 - 2004**



Эх үүсвэр: Лондонгийн Металлын Бирж, 2004.

Зэстэй холбогдолтой төсөөлж буй орлогыг тооцоолохын тулд засгийн газрын төсвийн хороо өмнөх үнийн хөдөлгөөнтэй уялдуулан ирэх 3-4 жилийн зэсийн үнийг төсөөлж гаргаад татвараас олох орлогоо жил бүр тооцолдог. Үүнээс гадна Санхүү Эдийн Засгийн Яамны дэргэд байдаг Тогтворжилтын/Урьдчилан Тооцоогүй Зардлын Сангаас (III.2 бүлгээс үзэх) зэсийн орлогыг цаг тухайд нь зохицуулдаг юм.

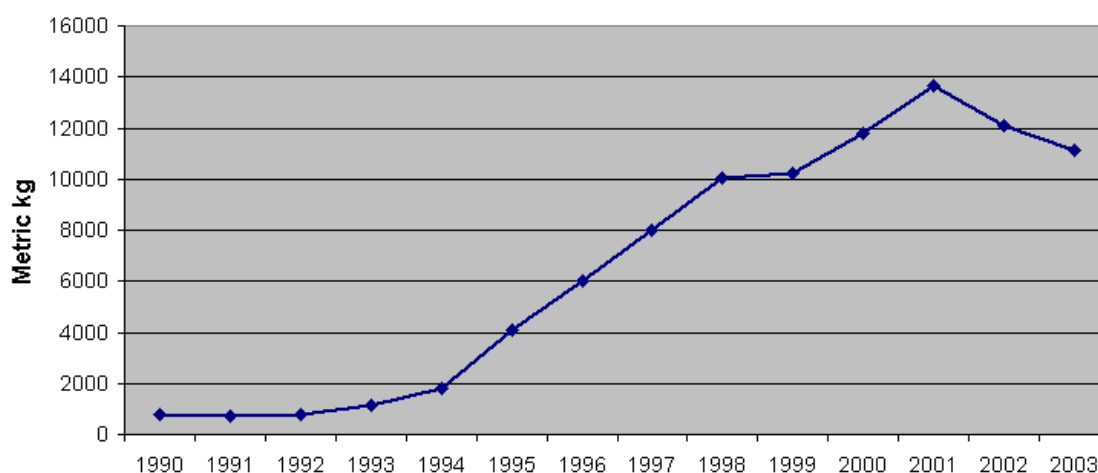
Засгийн Газар Эрдэнэт үйлдвэрийн 51 хувийг эзэмшдэг тул тус үйлдвэрээс олох засгийн газрын ашиг нь зөвхөн компанийн бизнесээс гадна мөн түүнчлэн тус компанийн ноогдол ашгийн төлбөрөөс бүрддэг юм. 2003 онд Эрдэнэт үйлдвэрийн татвараас өмнөх ашиг нь 49.2 сая Америк доллар байсан. 2004 онд Засгийн газар Эрдэнэт үйлдвэрээс 31.5 сая Америк долларын орлого, татвараас 24.6 сая Америк доллар олно гэж урьдчилсан тооцоолж байна (Засгийн Газрын төсвийн төлөвлөгөөний үзүүлэлтээс). Үүнээс гарахад зэсийн экспорт улсын төсөвт чухал үүрэг гүйцэтгэдэг нь ил тод байгаа юм. ОУТХ-ээс гаргасан тооцооноос үзэхэд 2000

онд дэлхийн зах зээл дахь зэсийн үнэ 10 Америк доллараар буурахад улсын орлого нь 420,000 сая ам.доллараар багассан байжээ.

### II.3.1 Алт

Алтны уул уурхай жижиг ба дунд компаниудаас бүтдэгээр зэсийн салбараас ялгаатай байдаг юм. Алтай Дорнод ХХК нь 2003 онд зах зээлийн 34% орчим хувийг эзэлснээр хамгийн томд нь орсон байна (Монгол улсын Ашигт Малтмалын Газар, 2004). Алтны салбарын хувьд дэлхийн олборлолтын түвшинд Монголын алтны экспорт 0.5%-иас доош хувийг эзэлдэг юм. Тус орон сүүлийн жилүүдэд алтны олборлолтоо их хэмжээгээр нэмэгдүүлсэн болно (доорхи зургаас харах).

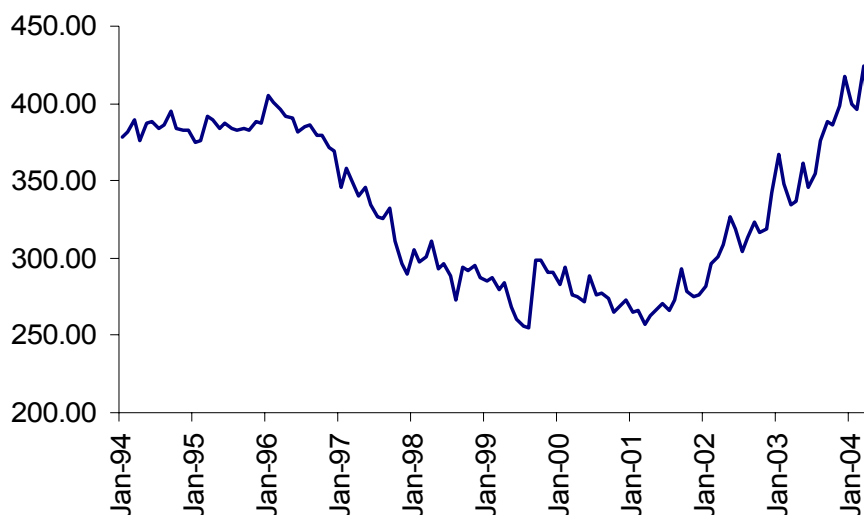
**Зураг 4: Монгол дахь алтны олборлолт 1990 – 2003 (тонн)**



Эх үүсвэр: Монгол улсын Үндэсний Статистикийн Жилийн Тайлан

Дэлхийн алтны зах зээл бусад металлын зах зээлийн нэгэн адил сүүлийн 2 жилд үнийн өсөлт гарч, 2004 оны эхэнд анх удаагаа буурах хандлагатай байна. (доорхи зургаас харах). Үнийн хэлбэлзэл нь 8-10 жилийн урт хугацааны хэмнэлттэй байдаг.

**Зураг 5: Олон улсын зах зээл дахь алтны үнэ 1994 – 2004 (ам.доллар)**



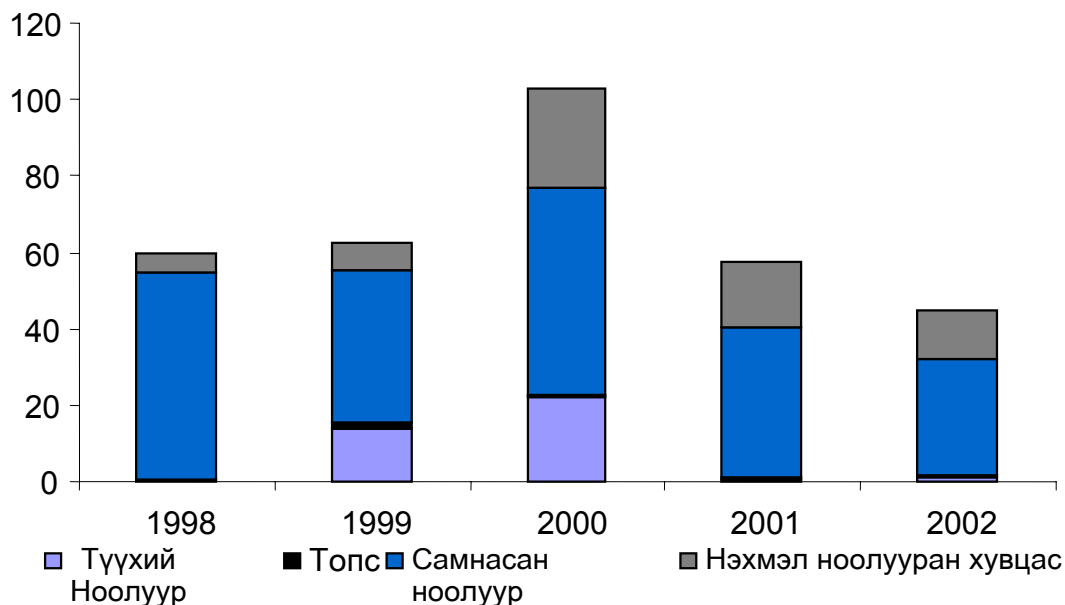
Эх үүсвэр: Ройтер, 2004.

### II.3.1 Ноолуур

Монголын эдийн засаг болон экспортын аж үйлдвэрлэлийн хөгжилд ноолуурын салбарын үзүүлэх ач холбогдол ихээр өсч байгаа. Ноолуурын салбар бол нөхөн сэргэх нөөц бүхий тогтвортой байдгаараа алт зэсийн салбаруудаас онцлогтой байдаг. Хэдийгээр ноолуурын экспорт нь хөрш Хятад улсынхтай харьцуулахад бага байдаг боловч Монгол улс дэлхийн түүхий ноолуурын боловсруулалтын 21%-ийг эзэлдэг юм. Тус салбарын хамгийн том үйлдвэрлэгч нь хасаг төрийн эзэмшлийн Говь ХХК юм.

Тус орон өөрийн нутаг дэвсгэрт боловсруулах үйлдвэрлэлээ байлган хөгжүүлэх сонирхолтой байдаг учраас засгийн газар нь түүхий ноолуурын экспортын хэмжээг багасгах зорилгоор экспортын татвараас гадна техникийн зохицуулалтын арга хэмжээ баталжээ. Эдгээрийн гол зорилго нь самнасан ноолуур буюу цаашдаа боловсруулсан ноолууран бүтээгдэхүүний үйлдвэрлэлийг бэхжүүлэхэд оршиж байгаа юм. Үүний үр дүнд нийт ноолуурын экспортын түүхий ноолуурын хувь 2000 онд 21% байсан бол 2002 онд 2.1% болж буурчээ (Г. Ёндонсамбуу, Д. Алтанцэцэг, 2003) (доорхи зургаас харах). Гэвч төрийн түшмэдийн тооцоолж байгаагаар бол боловсруулсан түүхий ноолуурын гуравны нэгийг малчид албан ёсоор түүхий ноолуураа бүртгүүлж тоо статистикд орохоос нь өмнө Хятадтай наймаалцаж худалдаалсан байна. Бусад мэргэжилтнүүдийн тооцож байгаагаар бол албан бус ноолуурын хэмжээ нь нийт үйлдвэрлэлийн 50%-ийг эзэлдэг байна (Ронинген, Вернон, 2000).

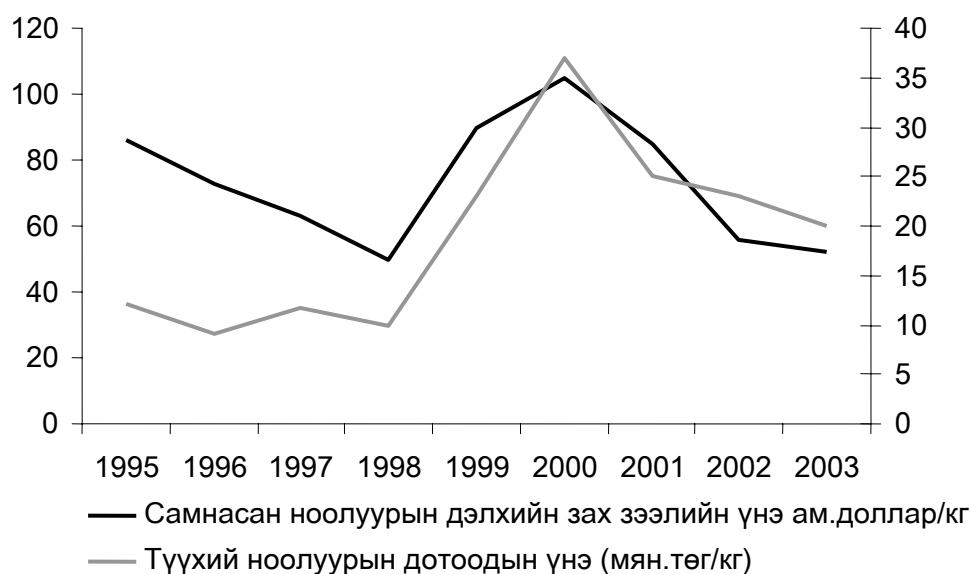
**Зураг 6: Монголын Ноолуурын Экспорт (сая ам.доллараар) 1998-2002**



Эх үүсвэр: Г. Ёндонсамбуу, Д. Алтанцэцэг, 2003

Ноолуур бол олон төрлийн бүтээгдэхүүн ба худалдааны сүлжээ нь харьцангуй урт байдаг учраас дэлхийн болон орон нутгийн зах зээлийн үнэ нь өөр хоорондоо мэдэгдэхүйц ялгаатай байдаг юм. Монголын ноолуурын үнэ, тус орны тэмдэг нэр, сүүлийн жилүүдэд Монголын өмнө зүгийн нутаг дэвсгэр дахь байгалийн нөхцлөөс хамаарах зэрэг хүчин зүйлс нь ноолууран ямааны сүргийн хэмжээ болон жилийн үйлдвэрлэлийн чанарт нөлөөлж ирсэн. Чанар нь Хятадын ноолууртай харьцуулбал муу боловч Афган, Ираны ноолуурыг бодвол илүү байдаг юм. Гадны хүнд чанарын үзүүлэлтийг тооцоолох нь хэцүү байдаг боловч Монголын ноолуурын үнийг тодорхойлох явдал нь ил тод байдаг ба үүнээс үүдэн Монголын ноолуур нь (түүхий) ноолуурын ноосны дотоодын үнийн хөгжлийг хуулбарладаг юм (доорхи зургаас харах).

**Зураг 7: Дэлхийн ба дотоодын зах зээл дээрх ноолуурын үнэ 1995-2003**



Эх үүсвэр: Г. Ёндонсамбуу, Д. Алтанцэцэг, 2003

### III Эрсдэлийн Менежмент ба Хохирлоос Урьдчилан Сэргийлэх Аргууд

#### III.1 Яагаад үнийн эрсдэлийн менежментийг явуулах ёстой юм бэ?

Зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежмент нь барааны зах зээлийн тогтворгүй байдлыг бууруулдаггүй юм. Энэ нь зөвхөн оршиж буй тогтворгүй байдлаас худалдан авагчийн хамаарах байдлыг бууруулж цаашдаа магадлалын үнийг тогтворжуулж өгдөг юм. Эрсдэл нь аюултай, сөрөг талтай гэж үзэхэд хувийн хэвшлийн нэгжүүдийн хувьд зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн аргуудын гол хэрэглээ бол бүтээмжит чанарыг сайжруулах, бусад эрсдэлийн менежментийн аргуудыг үл хэрэглэх шаардлага бага байх учраас зардал бууруулах ба компанийг илүү өндөр ашигтай (бусад хүчин зүйлсийг авч үзэхгүйгээр нийгмийн татварын орлого нэмэгдэнэ) болгоход оршино. Үйлдвэрлэгчид ба экспортлогчид ирээдүйн мөнгөний урсгалыг төлөвлөх нь илүү хялбар байхыг мэдэрнэ. Төрийн нэгжүүдийн өөрсдийн нь татварын орлого компанийн ашигтай шууд холбоотой байдаг тул төсвийг тогтворжуулах, олон улсын зээллэгийн өртгийг бууруулах адил сонирхолтой байдаг юм. Монголд 1983-1999 онуудын ОУТХ-ээс гаргасан судалгаанаас үзэхэд үнийн даатгалын стратеги бодлогыг ашиглахад (бодит) нийт ашиг нь юу ч хийхгүй стратегийнхаас 7.6%-иар илүү байжээ. Компаниудын үр өгөөжийг дараахь байдлаар ангилж болно:

- 1) Төлөвлөлтийн явцад үнийн бууралт нөлөөлөхгүй болсноор үйлдвэрлэлийн төлөвлөгөө ба менежмент сайжирна. Нийлүүлэлтийн харилцаа нь төлбөр ба хүргэлт цагтаа гүйцэтгэх тул сайжирна. Хувьцаа эзэмшигчид ноогдол ашгаа цагт нь авах болно.
- 2) Зээлийн ханш сайжрах тул санхүүжилтийн хүртээмж сайжрах болно.
- 3) Олон улсын зах зээлд оролцох боломжийн бизнесийн түншийн анхаарлыг илүүгээр татах болно.

Зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн аргуудыг ашиглан зөвхөн богино хугацааны болон боллоцоотой дунд хугацааны хэлбэлзлийг зохицуулж болдгийг дараахь хуудсанд тайлбарлах болно. Урт хугацааны үнийн хөдөлгөөний цорын ганц шийдэл нь боловсруулах үйлдвэрлэл ба үйлчилгээг стратегийн хувьд төрөлжүүлэхэд оршино. Эрсдэлийн менежментийн арга хэмжээ ба үнийн даатгал нь дотоодын зах зээл дахь үнийн тогтворгүй байдлын эрсдэлийг бууруулах юм. Жишээлбэл, хэрэв худалдан авагчид хүргэж өгөх барааны үнэ олон улсын үнээс (үүнээс хохирлоос урьдчилан сэргийлэх ихэнхи аргууд хамаарч байдаг юм) хамаарч тогтоогддоггүй буюу шууд бусаар хамаарч байдаг бол даатгалын үр дүн хэзээ ч бүрэн төгс байж чадахгүй. Үүнээс гадна эрсдэлийн менежментийн аргууд зээлийн эрсдэлийг (энэ нь барааг худалдан авагч амлалтаа биелүүлэхгүй байхын эрсдэл) бууруулахгүй боловч үнийн эрсдэлийн эсрэг хамгаалалтыг л хангаж өгөх болно.

Эрсдэлийн менежментийн аргуудыг хэрэглэх төвлөрүүлэлтийн түвшин өөр өөр байж болдог юм. Засгийн газар нь улсын төсөв болон улсын эзэмшлийн компаниудын эрсдэлийн менежмент хийдэг байж болно. Бас нэг хувилбар нь засгийн газар нь экспортлогчдыг үнийн бууралтын эрсдэлээс хамгаалах зорилгоор тэдгээрийн нэрийн өмнөөс зах зээлд үндэслэсэн аргуудын менежментийг хийж болно. Энэ нь дотоодын экспортлогч компаниудад хохирлоос урьдчилан сэргийлэх хамгаалалт үзүүлэх “хохирлоос урьдчилан сэргийлэх төвлөрсөн газар”-тай бий болгоно гэсэн үг. Гэхдээ энэхүү бодлого нь Дэлхийн Худалдааны Байгууллагын (ДХБ) өмнө хүлээсэн үүрэгтэй хэрхэн нийцэх эсэх нь эргэлзээтэй юм. Түүнчлэн энэ нь зах зээлтэй эдийн засгийн эрсдэл, үр ашиг зэргийг хувьчлах арга хэмжээг унагааж байгаа мэт байж болох юм. Ихэнхи экспортлогч компани нь хувийн хэвшлийн байдаг эдийн засгийн үед тухайн компаниуд нь эрсдэлийн менежментийн арга хэмжээг өөрийн аз туршилтаар хэрэглэж чаддаг орчин бүрдүүлэх нь урт хугацааны хувьд хамгийн зохимжтой бодлого юм.

Дараахь хүснэгтэд эрсдэлийн менежментийн боллоцоот аргуудын өргөн хүрээг харуулсан байна.



**Бүдүүвч 1: Уламжлалт ба зах зээлд тулгуурласан эрсдэлийн менежментийн аргууд**



### III.2 Уламжлалт Эрсдэлийн Менежментийн Аргууд

Улс орнуудын эдийн засаг, компаниудын данс, улсын төсвийг үнийн тааламжгүй хөгжлөөс хамгаалах олон тооны уламжлалт аргууд байдаг. Зарим аргуудыг үнийн хөдөлгөөнөөс засгийн газрын хамаарлаас хамгаалах буюу тухайн хөтөлбөрт улсын ба хувийн компаниудыг оролцуулахад ашигладаг бол өөр нэгэн аргыг дээрх 2 нөхцлийг нэгд нь л ашиглах нь илүү үр өгөөжтэй байдаг юм. Дараахь жагсаалт нь бүрэн биш байх боловч зах зээлд өргөн оролцох, зах зээлийг их хэмжээгээр гажуудуулахгүй байх урт хугацааны стратеги бодлого зэрэг өргөн цар хүрээтэй аргуудыг хамруулсан болно.

1) Биет хамгаалалтын нөөц

Үндэсний болон орон нутгийн түвшинд биет хамгаалалтын нөөц нь бага хэмжээний үүрэг гүйцэтгэдэг байж болно. Олон улсын хэмжээнд бол эдгээрийн оршин тогтнох нь ямарваа нэгэн биет гүйлгээ хийхгүйгээр үнийн менежментийн орчин үеийн хэлбэр бий болсноор хязгаарлагдсан юм.

Энэхүү аргыг Африк, Өмнөд Америкийн хөгжиж буй орнуудад хөдөө аж ахуйн хэд хэдэн бараан дээр хэрэглэдэг юм. Гэвч нөөцөд байлгах зардал нь хэт өндөр байсан юм. 1970-аад онуудад НҮБ-ын Худалдаа Хөгжлийн Бага Хурлаас удирдан явуулсан Барааны Нэгдсэн Хөтөлбөрийн хүрээнд зах зээлийн үнийг тогтворжуулах томхон алхам хийгдэж анхан шатандаа амжилттай байжээ. Олон улсын Барааны Гэрээ Хэлэлцээрүүд нь энэхүү төвлөрсөн аргачлалын өөр нэгэн хувилбарыг санал болгож үүнийг Барааны Нийтлэг Сан болгон байгуулжээ. Өнөө үед Нийтлэг Сан ч биет хамгаалалтын нөөцийг хадгалж үлдэх аливаа оролдлого хийхээ больжээ.

2) Үйлдвэрлэгчдэд үзүүлэх татаас

Зах зээлийн эрчимтэй оролцооны нэгэн адил хувийн ба улсын компаниудад үзүүлэх татаас болон шууд санхүүгийн тусламжийн бусад хэлбэрүүд нь дотоодын үйлдвэрлэлийг хамгаалах эргэлзээтэй боловч зарим тохиолдолд хэрэгцээтэй аргын төлөөлөл болж өгдөг. Эдгээр арга хэмжээнүүдийн ихэнх нь ДХБ-ын заалтуудыг зөрчдөг тул ийм төрлийн бодлогыг баримталж нэвтрүүлэх нь маш хэцүү гэж ДХБ-ын гишүүд, түүний дотор Монгол улс үзэж байна. Санхүүгийн тусламжийн бусад хэлбэрт татвараас чөлөөлөх буюу хөрөнгө оруулалтыг дэмжих зэрэг нь орно. Гадаадын байгууллага болон донорууд энэхүү бодлогыг дэмжих шаардлага гардаг. Экспортлогч компаниудын ашиг, татвараас олох засгийн газрын орлого нь өөр хоорондоо нягт холбоотой байдгаас үүдэн засгийн газар болон компаниуд ижил төрлийн бэрхшээлтэй тулгарч байдаг тул Засгийн газар нь өөрөө энэхүү бодлогыг хэрэгжүүлэх санхүүгийн чадамжгүй байж болох юм.

3) Тогтворжилтын Сан бий болгох нь

Хэд хэдэн олон улсын хөтөлбөрийн хүрээнд хөгжиж буй орнуудын барааны экспортоос олж буй орлогыг тус орнуудын засгийн газруудад

татаас буюу кредит үзүүлэх замаар тогтворжуулах оролдлого өмнө нь хийгдсэн болно. Гэвч Олон улсын Валютын Сангийн CFF (хойшдоо CCFF болсон), Европын Холбооны Европын Хөгжлийн Сангийн дэмжлэг бүхий STABEX, SYSMIN (металлын) буюу COMPEX (хөдөө ахуйн бүтээгдэхүүний) зэрэг сангууд өөрсдийн төвлөрсөн аргачлалаас үүдэн амжилттай үйл ажиллагаагаа явуулж чадаагүй байна. Өнөө үед Дэлхийн Банкнаас зах зээлд үндэслэсэн даатгал ба үнийн менежментийн аргуудыг ашиглан бүх хөгжиж буй орнуудад (Олон улсын хөгжлийн агентлагийн орнуудад) зориулсан төвлөрсөн даатгалын хөтөлбөрийн сан байгуулах уриалга гаргаад байна. (Пейж, Хевитт, 2001). Гэхдээ шинээр буй болох энэхүү төвлөрсөн сан нь олон улсын үнийг тогтворжуулах буюу нөхөн төлөх сангуудад тулгарч байгаа бэрхшээлтэй асуудлуудыг хэрхэн шийдвэрлэж болох вэ гэдэг нь л эргэлзээтэй байгаа юм.

Барааны үнэ өндөр байх үеийн илүүдлээс санхүүждэг сангаар дамжин нөхөн төлбөрөөр үндэсний компаниудад үнийг тогтворжуулах нь зах зээлд нэвтрэх аргуудаас хамгийн бага эрчимтэй байж компанийн ашиг, татвараас олох засгийн газрын орлогыг ирээдүй рүү шилжүүлдэг юм. 2002 оноос хойш Монголын Засгийн Газар нь ОУВС-ийн зөвлөмжийн дагуу зэсийн экспортын ашигт зориулан Тогтворжуулалт/Урьдчилан Тооцоогүй Зардлын санг ажиллуулж байгаа юм. Албан ёсоор бол алт ба ноолуур нь тус санд ордог боловч эхний жилүүдэд үнэ доогуур байсны улмаас санхүүжилт нь зэс дээр л төвлөрсөн байна. Тус сангийн төлөвлөсөн хэмжээ нь ҮНБ-ний 1%-тай тэнцэхээр товлосон боловч тааламжтай үнийн магадлал нь тус сангийн хэрэгцээний талаархи засгийн газрын ойлголтыг бууруулснаас үүдэн 2003 онд (2004 онд ч байх болно) энэхүү хувиас нилээн доогуур байжээ. Санхүү Эдийн Засгийн Яамны мэдээлж буйгаар 2004 онд энэхүү сангийн хэмжээг 4500 сая төгрөг болгож бууруулна гэж төлөвлөсөн байна.

4) Бараатай холбоотой зээл

Гадаад өрийн төлөх үүргийг барааны олон улсын үнийн жишигтэй уялдуулах нь олон улсын үнийн түвшин буурч байгаагаас үүдэн өрийн хямралын аюулыг нэлээн хэмжээгээр багасгаж болох юм. Энэ нь улсын түвшинд (боломж байвал) ч компанийн түвшинд ч бараатай холбоотой зээлээр дамжуулан хэрэгжих боломжтой юм.

5) Урт хугацааны гэрээ

Дотоодын экспортлогч, гадаад худалдааны түнш 2-ын хооронд тогтмол үнэ бүхий урт хугацааны 2 талын гэрээ байгуулахыг дэмжих нь барааны даруй төлөгдөх үнээс компаниудын хамаарлыг бууруулах үр ашигтай нэгэн арга хэмжээ юм. Үнэн хэрэгтээ энэ нь компаниудын болон засгийн газрын хувьд уламжлалт эрсдэлийн менежментийн стратеги бодлогын нэгэн хэсэг бүрэлдэхүүн байх магадлалтай юм.

6) Төрөлжүүлэлт

Төрөлжүүлэлтийг урамшуулах нь барааны хамаарлыг бууруулах урт хугацааны хамгийн зохимжтой бодлого юм. Хөгжиж буй орнуудын ихэнхийн хувьд газар зүйн болон түүхэн шалтгааны улмаас төрөлжүүлэлтийн урамшуулалтыг хэрэгжүүлэх нь бэрхшээлтэй байдаг боловч ихэнх тохиолдолд төрөлжүүлэлтийн урамшууллыг байнга байлгахыг хичээж байдаг ажээ.

### III.3 Зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн аргууд

Уламжлалт аргуудаас ялгаатайгаар зах зээлд үндэслэсэн аргууд нь зах зээл дээр оршиж буй аргуудад түшиглэн эдгээрийг тухайн улс орны эрх ашгийн төлөө ашигладаг юм. Зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн аргуудыг гол төлөв зохион байгуулалттай биржээр ба брокероор дамжуулах гэж хуваадаг. Хохирлоос шууд урьдчилан сэргийлэх аргуудыг өндөр төлбөрийн чадвартай олон улсын зах зээл дээр (металлынх бол ихэнх тохиолдолд Лондон, Нью-Йорк) стандартчилсан бүтээгдэхүүн болгон арилжаалдаг бол брокероор дамжуулах хэрэглүүрүүд (БД) нь арай нарийн бүтэцтэй бөгөөд нэг бүрчлэн хэлэлцүүлдэг ба менежмент болон мэдлэгийн өндөр түвшин шаарддаг юм.

Хэд хэдэн шалтгааны улмаас үнийн хөдөлгөөнийг даатгах ямарваа нэгэн төгс хэлбэр байдаггүй (“үндсэн эрсдэл”). Юуны өмнө, хэрэв хүргэж өгсөн барааны чанар болон үзүүлэлтүүд болон дэлхийн зах зээл дээр арилжаалагдсан бараа нь өөр хоорондоо ялгаатай байвал үнэ ч гэсэн ялгаатай байна. Хэрэв дэлхийн болон дотоодын (бараа хүргэгдэж өгөх зах зээл нь) зах зээлийн хөдөлгөөн нь ялгаатай байх юм (хэрэгцээтэй байгаа өөр төрлийн хөгжлөөс үүдэн) бол үнийн хөдөлгөөн ч гэсэн өөр байх болно. Эцэст нь хугацаат гэрээ ба биет арилжааны гэрээний валют нь ялгаатай байх юм бол ямарваа нэгэн ялгаа гарах болно. Сайн тал нь сүүлийн хувилбарын эрсдэлийг ирээдүйн валютын зах зээлээр нөхөж болох юм.

Стандартчилсан бүтээгдэхүүн болон БД бүтээгдэхүүн 2-ын алийг нь сонгох асуудлыг өвөрмөц барааны зохион байгуулалттай зах зээл байхгүйгээр

тодорхойлдог бөгөөд үүний нэгэн жишээ бол түүхий ноолуурын ноос юм. Иймээс илүү нарийн бүтэцтэй БД бүтээгдэхүүнийг ашиглах нь гарцаагүй болдог юм.

### III.3.1 Биржээр арилжаалах аргууд

Хохирлоос урьдчилан сэргийлсэн аргууд нь сайн зохион байгуулалттай, түргэн борлуулалттай бөгөөд нийтлэг барааны хувьд дэлхийн даяар барааны биржүүдээр арилжаалагддаг юм. Гол биржүүдэд дараах биржүүд ордог юм: металлын хувьд - Лондонгийн Металлын Бирж (ЛМБ), “зөөлөн” бүх төрлийн бараа ба мал амьтны хувьд - Чикагогийн Худалдааны Бирж, хувьцаа болон бусад деривативуудыг Лондонгийн хугацаат гэрээний арилжааны олон улсын биржээр (ЛХАОУБ) арилжаалдаг юм.

Ихэнх биет бараа нь хүргэн өгөгч, хүлээн авагч (өөрөөр хэлбэл экспортлогч ба импортлогч) 2-ын хооронд барааны биржээр бус шууд арилжаалагддаг тул олон улсын барааны зах зээл дээр арилжаалагдсан деривативын хэмжээ нь даруй төлөгдөх гэрээний хэмжээнээс хамаагүй их байдаг юм. Даруй төлөгдөх арилжаа нь хэрэгцээ буюу нийлүүлэлтийн илүүдлийг балансжуулах зорилгоор л явагддаг юм. Зах зээлийн төлбөрийн чадвар өндөр байх нь чухал байдаг ба энэ нь худалдагч, худалдан авагч 2-ын үнийн ялгавар болон зах зээлийн оролцогч ба хамгаалагчийн төлөх барааны хүргэлтийг даатгалын төлбөр болох эрсдэлийн нэмэгдэл хоёрыг бууруулдаг юм.

Аливаа барааны бирж дээр эрсдэлийн шинжээчид ба биржийн арилжаалагчдын хувийн болон бий даасан багийг байлгах зардал харьцангуй өндөр байдаг тул импортлогчид ба экспортлогчид нь бусад үйлдвэрлэгчид болон хэрэглэгчдийн худалдааны танхим, брокерын танхим, банк буюу урьдчилан сэргийлэх хамгаалалтын алба зэрэг зуучлагчдыг оролцуулдаг юм. Хэт жижиг буюу өөрсдийнх нь мэдлэг хүрэлцэхгүй үйлдвэрлэгчдийн нэрийн өмнөөс зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн арга бүхий урьдчилан сэргийлэх үнийн эрсдэлийг үүрэх үүрэг засгийн газрын нэгжүүдэд ноогдох болдог.

Зохион байгуулалттай биржүүдэд хугацаат гэрээ, опцион, хугацаат баталгаагүй худалдаа болон варант зэрэг аргуудыг арилжаалдаг. Дараах бүлэгт эдгээр аргууд болон тэдгээрийн зүй тогтлыг нэг бүрчлэн товч тайлбарласан болно.

#### 1) Хугацаат гэрээ

Хугацаат гэрээ гэдэг нь аливаа бараа, бонд, валют буюу хувьцааны индексийг тодорхой үнээр тодорхой хугацаанд хүргэж өгөх стандартчилсан, дамжуулж болохуйц бөгөөд бирж дээр арилжаалагддаг гэрээг хэлнэ. Опционоос

ялгаатайгаар хугацаат гэрээ нь худалдан авах үүргийг агуулсан байдаг. Эзэмшигчийн хүлээх эрсдэл нь хязгааргүй бөгөөд төлбөр барагдуулах журам нь симметрэй байдаг тул худалдагчийн эрсдэл ч мөн адил хязгааргүй байдаг юм. Энэ нь хугацаат гэрээнээс аль ч талын олох орлого ба алдах алдагдал нь тэнцэж сөргөлддөг гэсэн үг. Өөрөөр хэлбэл хугацаат гэрээг арилжаалах нь тэг дүнтэй тоглоом юм. Хугацаат гэрээ гэдэг нь тодорхой хугацааны гэрээ байдаг нь ирээдүйн тодорхой нэгэн өдөр тодорхой нэгэн гүйлгээ хийнэ гэсэн амлалтыг төлөөлж байдаг гэсэн үг.

Хугацаат болон даруй төлөгдөх зах зээлүүд өөр хоорондоо бүрэн харилцан холбоотой байдаггүйгээс үүдэн хугацаат гэрээ нь гарч болохуйц алдагдлын эрсдэлийг бүрэн багасгадаггүй юм. Гэсэн хэдий ч 1999, 2004 оны хооронд зэсийн даруй төлөгдөх үнэ болон зэсийн 3 сарын хугацаат үнийн харьцааны итгэлцүүр (-1 гэдэг нь төгс сөрөг харьцаа ба +1 гэдэг нь төгс эерэг харьцаа гэж тодорхойлсон байдаг) нь 0.989 байж төгс харьцаанд бараг л дөхсөн байжээ. Зэсийн даруй төлөгдөх үнэ ба 27 сарын хугацаат үнийн харьцааны итгэлцүүр нь 0.936 байв.

Ерөнхийдөө хугацаат гэрээ нь баталгаат даатгалыг төлөөлдөг учраас үнийн эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх нийтлэг арга юм. Эдгээр баримтууд нь барааны биет эзэмшлийн эрхийг өгдөг боловч худалдаалахыг худалдан авахаар зөрүүлээд буюу эсрэгээр (төлөх хугацаа нь нэгэн зэрэг болдог) нөхвөр болгосноор хугацаат гэрээг хямдруулсан үнээр худалддаг юм. Мөнгөний зөрүүг, өөрөөр хэлбэл анхдагч хугацаат гэрээний үнэ ба нөхвөр болгосон хугацаат гэрээний үнэ 2-ын зөрүүг ихэнхдээ тооцооны танхимаар дамжуулан тохиролцдог.

Хугацаат үнэ нь цаашид гарах үнийн хөгжлийн зах зээлийн магадлалыг тусгаж байдаг тул эдгээрийг хүргэж өгөх жирийн гэрээнд хэрэглэхүйц мэдээллийг цуглуулахад ашиглаж болдог. Энэ нь үнийн хамгийн доод түвшингийн нэгэн хэсэг бүрэлдэхүүнийг агуулдаг буюу хүргэж өгөх цагт биет барааны үнээс хамаарч байдаг хүргэж өгөх жирийн гэрээнд ч хамааралтай байна.

## 2) Опцион

Опцион гэдэг нь тухайн үнэт цаас, бараа, валют, индекс буюу өрийн тодорхой хэмжээг тодорхой үнээр (опционы эзэмшигчийн үнэ) тодорхой хугацаанд худалдан авах (худалдан авагчийн опцион) буюу худалдаалах (худалдагчийн опцион) үүрэг биш эрхийг хэлнэ. Аливаа опцион нь эзэмшигч гэж нэрлэгддэг худалдан авагч ба зохиолч гэж нэрлэгддэг худалдагчтай байдаг. Опционы гэрээг хэрэгжүүлж байхад зохиогч нь тухайн хувьцаа буюу барааг зохих талд хүргэж өгч гэрээний нөхцөлийг биелүүлэх үүрэг хүлээдэг. Индекс зэрэг үнэт цаасыг хүргэж өгөх боломжгүй бол тухайн гэрээг бэлэн мөнгөөр тохирно. Эзэмшигчийн хувьд гарч болохуйц алдагдал нь опционыг худалдан авахад зарцуулсан үнэтэй дүйцэх

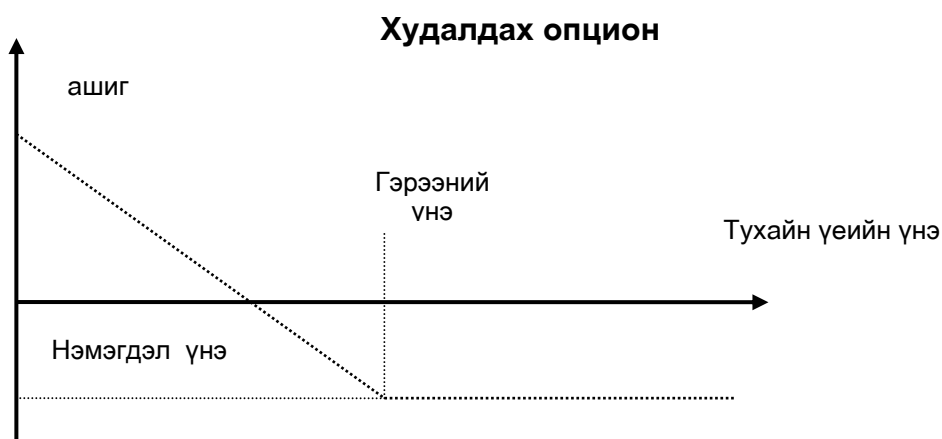
хэмжээгээр хязгаарлагдана. Опционыг ашиглахгүй бол тэр нь хүчин төгөлдөр бус болдог. Хэрэв опцион нь ашиглагдаагүй байж байгаад хүчин төгөлдөр бус болох юм (мөнгөгүй) бол гарах зардал нь нөгөөх опцион нь өөрөө болно. Ямар ч хувьцаа буюу бараа нь гараар дамжихгүй байх ба тухайн опционыг худалдан авахад зарцуулсан мөнгөө алдана гэсэн үг.

Худалдан авагчийн хувьд дээд хязгаар нь хязгааргүй байдаг. Иймээс опцион нь асимметрик төлбөр барагдуулах журамтай гэж хэлэгддэг. Опционыг гол төлөв харьцааны ба хамгаалалтын зорилгоор ашигладаг юм. Хамгаалалтын хувьд опционууд нь богино хугацаанд үнийн хэлбэлзлээс хамгаалж чаддаг нь үндсэн хувьцааг тогтсон үнээр хязгаарлагдмал хугацаанд худалдан авах эрхийг олгодогтой холбоотой юм. Эрсдэл нь опционы нэмэгдэлд л тусна (эзэмшигдээгүй үнэт цаасны опционыг худалдаалж байгаагаас бусад үед). Гэсэн хэдий ч опционыг арилжаалах зардал (үйлчилгээний хураамж, худалдагч худалдан авагч 2-ын үнийн ялгавар зэргийг оруулаад) нь үндсэн хувьцаа буюу барааг арилжаалахаас хувиар тооцоолбол илүү өндөр байдаг. Үүнээс гадна опцион нь маш нарийн зүйл учраас түүнийг ажиглах ба тогтмол хэрэглэх нь маш их чухал байдаг.

Опцион нь үнэд хязгаарлагддаггүй харин ч үнийн тааламжгүй хөдөлгөөнөөс хамгаалж үнийн тааламжтай хөдөлгөөнөөс олох болохуйц ашгийг хэвээр байлгадаг. Иймээс опционууд нь үнийн эерэг хөдөлгөөнд өртөж хамгийн доод үнийг тогтоохыг байнга хүсдэг хөрөнгө оруулагчдад хэрэгцээтэй байдаг юм.

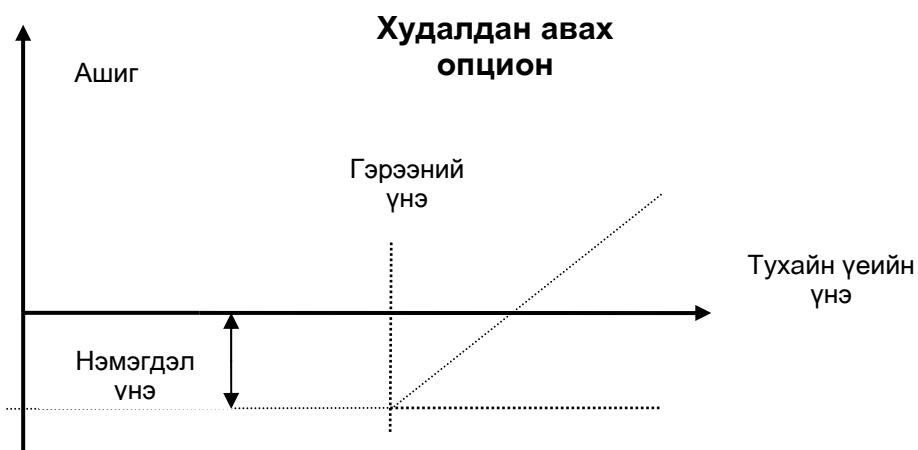
Харьцааны чиглэлээс хамаарч худалдагчийн ба худалдан авагчийн опцион гэж байдаг. Худалдагчийн опцион нь хамаарлыг бууруулах зорилгоор засгийн газар ч экспортын компаниуд ч үр ашигтайгаар хэрэглэж болох аргын нэгэн төлөөлөл юм (Зөвлөх стратеги бодлогын 4-р хэсгийг харна уу). Энэ нь эзэмшигчдэд тухайн барааг опционы гэрээнд заасан опцион эзэмшигчийн үнээр худалдах эрхийг олгодог юм. Хэрэв одоогийн зах зээлийн үнэ опцион эзэмшигчийн үнээс доогуур байх юм бол тухайн опцион нь “мөнгөтэй” байх бөгөөд эзэмшигч нь өөрийн бодит бараанаас бэлэн барааны зах зээл дээр гаргасан алдагдлаа нөхөх боломжтой болдог. Хэрэв даруй төлөгдөх үнэ нь опционы эзэмшигчийн үнээс дээгүүр байвал тухайн опцион нь хүчин төгөлдөр бус болж тухайн опционыг худалдан авахад гарсан зардал л тооцогдох болно (доорхи зургаас харах). Энэхүү тохиолдолд тухайн барааг арай өндөр даруй төлөгдөх үнээр худалдаалдаг юм.

## Зураг 8: Худалдагчийн опционы бүдүүвч



Худалдан авагчийн опционыг газрын тос ба байгалийн хийг импортлоход гарсан зардлаа тогтворжуулах хүсэлтэй засгийн газрууд хэрэглэж болох юм. Худалдан авагчийн опцион нь эзэмшигчдээ тухайн барааг гэрээнд заасан үнээр худалдан авах эрхийг олгодог юм. Хэрвээ даруй төлөгдөх үнэ нь опцион эзэмшигчийн үнээс дээгүүр байвал тухайн опцион нь “мөнгөтэй” байх бөгөөд худалдан авах шаардлагатай барааны арай өндөр даруй төлөгдөх үнийг нөхөж олох ашгийг нь өөрөө хэрэглэх боломжтой болох юм (доорхи зургаас харах). Харин даруй төлөгдөх үнэ нь опцион эзэмшигчийн үнээс доогуур байвал (тухайн опцион нь “мөнгөгүй” болсон гэсэн үг) тухайн опцион нь хүчин төгөлдөр бус болж засгийн газар нь өөрийнхөө хэрэгцээг арай доогуур даруй төлөх үнээр хангах бололцоотой болох юм.

## Зураг 9: Худалдан авах опционы бүдүүвч



Ерөнхийдөө 3 төрлийн опцион байдаг: Европын, Америк ба сүүлийн үед Азийн төрөл гэж гарч ирсэн. Европын төрлийн опцион нь опционы хүчин төгөлдөр байх хугацаа дуусах тэр өдөр л тухайн опционыг ашиглах эрхийг агуулдаг бол



Америк төрлийн опцион нь хүчин төгөлдөр байх бүхий л хугацаанд ашиглах эрхийг олгодог юм. Хөгжиж буй ба хямралтай орнуудын эрсдэлээс хамгаалахын хувьд Европ ба ялангуяа Америк төрлийн опцион нь харьцангуй өндөр үнэтэй байдаг учраас Азийн төрлийн опцион (дундаж төрөл) шинээр гарч ирсэн юм. Опционы хүчин төгөлдөр байх хугацааны туршид индексийн дундаж үнэ нь опционы эзэмшигчийн үнээс илүү байх тохиолдолд тохиролцсон төлбөр хийгддэг бөгөөд энэ нь бүтээгдэхүүний байнгын урсгалын эрсдэлийн хамгаалалттай нийцэж байдаг тул барааны эрсдэлийн хамгаалалтын сонирхлыг ихээр татдаг юм. Үүнээс гадна энэхүү төрлийн опционуудын үнэ нь Европын төрлийн опционоос 50%-иар хямд байдаг. Лондонгийн Металлын Бирж дээр АДҮБОГ (Арилжааны Дундаж Үнэ Бүхий Опционы Гэрээ) нь гол нэрийн барааны биржийн Азийн төрлийн опционуудыг төлөөлдөг юм.

### 3) Хугацаат худалдаа

Хугацаат худалдаа гэдэг нь брокероос үнэт цаас (барааны хугацаат гэрээ) зээлж аваад худалдаалахдаа түүнийг дараа нь буцааж худалдан авч (арай доогуур үнээр гэж найдах) брокерт эргүүлэн өгөх ёстой гэдгийг ухамсарласан гүйлгээг хэлнэ. Хугацаат худалдаа (буюу “баталгаат хөрөнгөгүйгээр худалдах”) нь хувьцаа буюу барааны унаж буй үнээс ашиг олох гэсэн хөрөнгө оруулагчдын хэрэглэдэг арга юм.

Тухайн барааг баталгаат хөрөнгөгүйгээр худалдаалах хүсэлтэй хамгаалагч нь тус барааны үнэ хэтэрхий өндөр байгаа ба унах болно гэдэгт итгэж байгаа үедээ тухайн барааг эзэмшиж байгаа хүнээс брокероор дамжуулан хэсэг хугацааны дараа эргүүлж өгнө гэсэн амлалтаар зээлэхийг хүснэ. Хамгаалагч нь зээлсэн барааг тэр үед үйлчилж байгаа зах зээлийн үнээр даруй худалдаална. Хэрвээ тухайн барааны үнэ унах юм бол тус бараагаа буцааж худалдан авснаар “ханш уналтаар арилжааны тооцооны өглөгөө” нөхөж түүний брокер нь бараагаа зээлүүлсэн хүнд эргүүлэн өгдөг. Ашиг нь хувьцааг худалдаалсан үнэ ба түүнийг буцааж худалдан авах зардлын зөрүүгээс үйлчилгээний хөлс болон барааг зээлэхэд гарсан зардал 2-ыг хассанаар тооцоолдог юм. Хэрэв тухайн барааны үнэ өсвөл гарч болохуйц алдагдал нь хязгааргүй байдаг. Барааны үнэ өсч буурч болох боловч тодорхой нэгэн хугацаанд хөрөнгө оруулагч нь худалдсан бараагаа орлуулах шаардлагатай болдог. Ийм тохиолдолд алдагдал нь “ханш уналтаар арилжааны тооцооны өглөгөө” нөхтөл алдагдал хязгааргүй өсөх магадлалтай байдаг. Тийм ч учраас баталгаат хугацаагүйгээр худалдах нь маш их эрсдэлтэй арга юм.

### 4) Варант

Варантыг бонд буюу давуу эрхийн хувьцааны нэгэн зэрэг гаргадаг ба эзэмшигч нь уртасгасан хугацаагаар варант гарсан өдрийн зах зээлийн үнээс дээгүүр тодорхой үнээр тодорхой хэмжээний үнэт цаасыг худалдан авах эрх эдэлдэг юм. Тэрхүү хугацаа нь хэдэн жилээс бүр урт хугацаагаар үргэлжилж болно. Үнэт цаасны үнэ варантын арилжааны үнээс дээгүүр байх тохиолдолд хөрөнгө оруулагч нь тухайн үнэт цаасыг варантын арилжааны үнээр худалдан аваад ашиг олох зорилгоор цаашид худалдаалах боломжтой байдаг ба үгүй бол варант нь хүчин төгөлдөр бус болох буюу хэрэглэгдээгүй хэвээр үлддэг юм. Варант нь опционы бирж дээр бүртгэгддэг бөгөөд нэгэн зэрэг гарсан үнэт цаасаар тусгайлан арилжаалагддаг юм. Варант ба опцион нь хувьцаа, бонд, индекс буюу бусад хөрөнгө оруулалтын бүтээгдэхүүнээс үүссэн байдаг. Опционы нэгэн адил варант нь ашиглалтын хугацаатай, дуусах өдөртэй ба арилжааны үнэтэй бөгөөд тэдгээрийн үнэ нь опционы үнийн адил хүчин зүйлсээс хамаарч төстэй хэлбэрээр хөгждөг. Гэсэн хэдий ч энэ 2-ын хооронд хэд хэдэн ялгаа байдаг:

Опцион нь опционы зах зээл дээр бий болж баталгааждаг гэрээ юм. Опционыг худалдан авахад гэрээ худалдан авч байгаа гэсэн үг бөгөөд энэ нь үндсэн өртөг худалдан авах эрхтэй болж байгаа юм. Нөгөөтэйгүүр варант нь үнэт цаасны бирж дээр бүртгэгдэж арилжаалагддаг санхүүгийн бүтээгдэхүүн юм.

Варантыг дэлхийн биржүүд дээр зэс, алт зэрэг гол нэрийн барааны арилжааны зориулалтаар гаргадаг юм.

### III.3.2 Брокеруудаар дамжуулах аргууд

Тодорхой барааны албан ёсны солилцооны зах зээл байхгүй тохиолдолд брокеруудаар дамжуулах аргууд (БД) нь орлуулах үүрэг гүйцэтгэдэг юм. Брокероор дамжуулах гэдэг нь бүтээгдэхүүн ба гэрээ нь биржийн дагуу стандартчилагдаагүй харин захиалагчийн хэрэгцээнд нийцүүлэн тусгайлан боловсруулсан байдаг. Биржээр арилжаалдаг хамгаалалтын аргатай харьцуулахад БД аргын хамгийн гол давуу тал нь олон төрлийн буюу бусад шалтгаанаас бирж дээр арилжаалагддаггүй бараанд БД гэрээ бий болгож болдог юм. Түгээмэл барааны тоонд кобалт, ноос ба нүүрс зэрэг орно. Монголын хувьд ноолуур нь БД хэрэглүүрээр хамгаалуулах бололцоот бараа юм. БД зах зээл дээрх үнийн мэдээлэл нь мөн чанартаа нээлттэй биш бөгөөд үнэ нь их хэрэгцээтэй мэдээлэл, хэлэлцээр хийх чадвараас хамаардаг юм.

Найдвартай байдал ба бие биедээ итгэлтэй байх нь брокероор дамжуулах аргын хувьд нэн чухал байдаг нь тэдгээрийг тусгайлан боловсруулж ба тэдгээрийн үл арилжаалагддаг мөн чанартай холбоотой юм. Үүнээс гадна банк болон тооцооны танхим нь гэрээг гүйцэтгэх баталгаа гаргадаг зохион байгуулалттай зах зээлийн аргуудаас ялгаатай нь БД арга нь ихээхэн хэмжээний нэмэгдэл эрсдэл агуулдаг юм.

Үйлчилгээний зардлын хувьд БД хэрэглүүр нь жирийн хэрэглүүрээс илүү хямд байх эсхүл нилээн үнэтэй байх зэрэг янз бүр байна. Дахин хэлэхэд гэрээний агуулга нь үнийг тодорхойлдог. Гарч болохуйц БД аргад форвард, свот, БД опцион болон бараатай холбоотой хэсэгчилсэн бонд ба зээл зэрэг орно.

#### 1) Форвард

Форвард гэдэг нь худалдагч нь бэлэн мөнгөөр худалдаж буй ямарваа нэгэн барааг ирээдүйн нэгэн цагт худалдан авагчид хүргэж өгөхөөр тохиролцсон бэлэн мөнгөний зах зээлийн гүйлгээг хэлнэ. Зарчмын хувьд төв механизм нь адилхан боловч хугацаат гэрээнээс ялгаатайгаар (тооцооны танхимаар дамжуулан хэрэгждэг) форвардыг нэг бүрчлэн хэлэлцдэг бөгөөд стандартчилагдаагүй байдаг. Үүнээс гадна 2 тал нь бие биенийхээ зээлийн эрсдэлийг хүлээх ёстой байдгаараа хугацаат гэрээнээс өөр нэгэн ялгаатай байдаг юм. Үүнээс гадна тус гэрээнүүд бирж дээр арилжаалагддаггүй тул зах зээлийн шаардлагад нийцэх хэрэгцээ байхгүй бөгөөд худалдан авагчид хөрөнгийн гадагшаа чиглэсэн урсгалаас зайлсхийх боломж олгодог юм (зарим тохиолдолд талууд нь баталгааны шаардлага тавьж болдог). Эдгээр гэрээнүүдэд стандартчилал дутмаг байдгийг харгалзан үзэхэд форвардын хоёрдогч зах зээлийн хүрээ нь маш бага байдаг. Форвардын гэрээнд тодорхой нэгэн барааны үнийг тодорхойлсон байдаг. Форвард гэрээг худалдаалангуут форвард үнэ нь тус гэрээний үнэ цэнийг алдагдуулдаг юм. Гэсэн хэдий ч үндсэн барааны үнэ цэнэ нь өөрчлөгдсөн тохиолдолд цорвард гэрээний үнэ цэнэ нь эзэлж буй байр сууриасаа хамааран эерэг буюу сөрөг болдог. Форвардын үнийг хугацаат үнийн ижил төстэй хэлбэрээр тогтоодог юм. Хугацаат гэрээний нэгэн адил форвардын үнийг тогтоох анхны алхам нь даруй төлөгдөх үнэ дээр өртгийг (алдагдсан хүү, **тааламжтай орлого**, хадгалалтын зардал, зээлийн үндсэн хэмжээн дээр олсон хүү/ноогдол ашиг) нэмж тооцно. Хугацаат гэрээнээс бас нэгэн ялгаатайгаар тухайн үнэд нөгөө талын зээлийн эрсдэлийн нэмэгдлийг шингээсэн байж болдог нь төлбөр хийхгүй байхын эрсдэлийг бууруулах зорилгоор зах зээлийн явцтай өдөр бүр нийцэж байдаггүйтэй холбоотой юм. Эдгээр зээлийн эрсдэлийг тооцохгүй бол форвардын үнэ хугацаат үнэтэй адил болдог байна.

Төлбөрийн чадвар доогуур болон хөгжиж буй зах зээлтэй тохиолдолд форвардыг өргөнөөр хэрэглэдэг юм. Барааны арилжаанд форвардын гэрээний хугацаа нь 3-аас 12 сар хүртэл үргэлжилдэг юм.

#### 2) (Барааны) Свап

Свап гэдэг нь тодорхой нөхцөлийн дагуу тухайн хугацаанд төлбөрийн урсгалын солилцоог хэлнэ. Хамгийн түгээмэл төрөл нь хүүгийн ханшны свап ба энэ нь нэг тал нөгөө талаасаа зохицуулж болохуйц ханш авсны хариуд үл хувирагч

хүүгийн ханшаар төлбөрөө хийхийг зөвшөөрч байдаг юм. Барааны свапын зах зээл нь хүүгийн ханшны свап буюу валютын свапаас хамаагүй бага хэмжээтэй байдаг.

Урт хугацааны туршид гэрээний хамгийн дээд талын үнийг баталгаажуулахыг хүсэж буй тодорхой нэгэн барааны хэрэглэгч нь тухайн барааны зах зээлийн үнэ дээр тулгуурласан төлбөрийг хүлээж авахын хариуд санхүүгийн байгууллагад үл хувирагч үнийг төлөхийг зөвшөөрч болох юм. Нөгөөтэйгүүр өөрийн орлогоо байнгын болгох хүсэлтэй үйлдвэрлэгч нь үл хувирах төлбөрийн урсгал хүлээж авах хариуд санхүүгийн байгууллагад зах зээлийн үнэ төлөхийг зөвшөөрч болох юм. Өөрөөр хэлбэл свап гэдэг нь тухайн барааны зах зээлийн үнээс хамаарсан тогтворгүй хэмжээнд дүйцэхүйц бэлэн мөнгөний тогтворгүй хэмжээний хариуд тодорхой хугацаагаар бэлэн мөнгөний үл хувирагч хэмжээг төлөх гэрээ гэсэн үг.

Амьдрал дээр бол суутгалгүй хэмжээ төлөгддөг: хэрвээ лавлагааны үнэ нь үл хувирагч үнээс өндөр байвал үйлдвэрлэгч нь зуучлагчид (ихэнх тохиолдолд банк буюу худалдааны танхим) зөрүүг төлнө. Хэрвээ лавлагааны үнэ нь үл хувирагч үнээс доогуур байвал үйлдвэрлэгч нь зөрүүг банкнаас авдаг. Банк хэрэглэгчийн хоорондын свапыг гол төлөв цэвэр үнийн хамгаалалтын хэрэглүүр хэлбэрээр ашигладаг байхад зуучлагч үйлдвэрлэгч хоорондын свап нь ихэнх тохиолдолд санхүүгийн хэлэлцээрийг агуулж байдаг юм, өөрөөр хэлбэл зээлийг эргүүлэн төлөх төлбөрийг баталгаажуулж байгаа гэсэн үг. Үүнээс гадна цэвэр свапын гэрээнд опционы хэсэг бүрэлдэхүүнийг оруулсан хувилбар байж болно.

### 3) БД опцион

Жирийн опционы хувьд БД опцион нь асимметрик төлбөр барагдуулах олон эрсдэлийн журамтай байдаг. Зах зээл дээр арилжаалагддаг опционоос ялгаатайгаар эдгээр нь үйлчлүүлэгчийн хэрэгцээнд нийцүүлэн боловсруулагдсан тул ерөнхийдөө арилжаалагддаггүй.

Форвардын нэгэн адил БД опцион нь юуны өмнө богино хугацааны, арилжаатай холбоотой арга байдаг нь харьцангуй өндөр зээлийг агуулдаг ба худалдааны түншүүд бие биедээ бүрэн итгэлтэй байхад л ашиглана.

### 4) Бараатай холбоотой бонд

Бараатай холбоотой бонд гэдэг бол купон буюу үндсэн хөрөнгө нь тухайн барааны үнэтэй холбоотой байх бондыг хэлэх бөгөөд энэ нь “хугацаат төрлийн” бараатай холбоотой бонд гэж нэрлэгддэг. Бас нэгэн хувилбараар бол худалдагчийн опцион ба худалдан авагчийн опцион нь энэхүү бондтой холбоотой байж болох юм. Үүнийг “опционы төрлийн” бараатай холбоотой бонд гэж нэрлэдэг.

Эдгээр бондыг ноу-хау болон энэ аргыг хэрэгжүүлэх бүтэцтэй олон улсын банкнаас гаргана. Багаар бодоход бараатай холбоотой бонд нь хугацаат экспорт буюу барааны борлуулалтыг үнийн хөдөлгөөнөөс баталгаажуулах боловч

экспортыг явуулахад ашиглах хөрөнгө оруулалтын санхүүжилтийг баталгаажуулах зорилготой арга болж өгдөг юм. Мөн түүнчлэн эдгээр бондуудыг опцион буюу хугацаат даатгалын бүдүүвч зэрэг эрсдэлийн менежментийн бусад хэлбэрүүд болгон хэрэглэдэг байна.

## IV Оршиж буй хараат байдлыг багасгах стратеги бодлого

Өмнөх бүлгүүдэд үнийн даатгалын бүдүүвчийг бий болгох менежментийг бараа бүрт өөр өөрөөр хийх ёстойг гэдгийг ойлгомжтой болгосон байгаа. Дараачийн бүлэгт зэс болон ноолуурын салбарт зориулсан боломжийн даатгалын бүдүүвчийн товч танилцуулгыг толилуулж байна. Монгол улсын Төв Банк нь Монголын алтны экспортыг хамгаалдаг юм. Иймээс алтны салбарын эрсдэлийн менежментийн аргыг оруулаагүй болно. Иймээс барааны үнийн тогтворгүй байдлын менежментийн явцад тодорхой хэмжээгээр одоо хэрэглэгдэж байгаа эрсдэлийн менежментийн аргуудад анхаарлаа хандуулах болно. Эдгээрийн аргуудад биржээр арилжаалагддаг зэс зэрэг бараанд зориулагдсан опцион ба хугацаат гэрээнүүд болон бирж дээр арилжаалагддаггүй барааны БД опцион зэрэг орно. Нэг арга хэмжээнээс хамаарах хамаарлыг бууруулах зорилгоор эдгээр аргуудыг хуримтлуулж уламжлалт аргатай хослон хэрэглэж болдог.

### IV.1 Зэсийн салбарт зориулсан опционы даатгалын бүдүүвч

Дэлхийн Банк болон Барааны Эрсдэлийн Менежментийн Олон Улсын Тусгай Хэсэг нь 90-ээд оны эхээр Монголын Засгийн Газартай зөвлөгөөн хийсний үндсэн дээр опционы даатгалын бүдүүвчийг нэвтрүүлэхийг санал болгосон юм. Үүнийг ЛМБ-ийн Арилжаалагдаж буй Опционы Дундаж Үнэ (АОДҮ) ба Лондонгийн Металлын Бирж дээр арилжаалагдаж байгаа Азийн төрлийн опционтой уялдуулсан үнийн тооцон дээр үндэслэжээ. Зэсийн опционыг арилжаалдаг бас нэгэн бирж бол Чикагогийн Худалдааны Бирж буюу Монголын зэсийн экспортын гол чиглэл нь Хятад улс мөн гэж авч үзэхэд – Шанхайн Хугацаат Гэрээний Бирж юм.

Эрсдэл хамгийн багатай ч хамгийн хямд бус стратеги бодлого нь барааны экспортлогч буюу экспортлогч компани хүсэхгүй буюу чадваргүй тохиолдолд засгийн газар хамаарлын бүхий л хэмжээнд худалдагчийн опционыг худалдан авахыг хэлнэ. Опцион эзэмшигчийн үнэ нь Монголын Засгийн газар буюу экспортлогчдод хамгийн зохимжтой үнэ байна. Эрсдэлийн даатгалын үнийг ЛМБ дээрх хугацаат гэрээний давамгайлж буй үнэ дээр үндэслэн тооцоолно.

Даатгалын хугацаа дуусах үед холбогдох (ЛМБ дээрх зэсийн хугацаат гэрээний дундаж үнэ) үнэ нь опцион эзэмшигчийн үнээс, опцион нь “мөнгөтэй” байх

даатгал бий болж барааны хамгийн доогуур хэмжээ нь хэрэгждэг. Энэхүү үнэ нь опционы эзэмшигчийн үнээс дээгүүр байвал опцион нь мөдхөн хүчин төгөлдөр бус байх болно. Опционы даатгалын хөтөлбөр/нэмэгдэл нь урьдаар санхүүжих буюу урьдаар төлөгдөх (жишээлбэл тусгай зээлээр) болдог.

Опционы хөтөлбөрийн тухайн үнэ нь барааны хугацаат гэрээний давамгайлсан үнэ, гэрээний нөхцөл, даатгалын үнийн доод түвшин (энэ нь опцион эзэмшигчийн үнэ гэсэн үг), давамгайлж буй харьцуулсан хүүгийн ханш буюу барааны гэрээт үнийн одоо буй тогтворгүй байдал зэрэг хэд хэдэн хүчин зүйлсээс хамаардаг. Үнийн доод хязгаар нь Эрдэнэт үйлдвэрийн бүтцээс хамаарна. 2002 онд уг үйлдвэрийн тооцоолсноор 1 тонн зэс бүрт ноогдох зардал нь 1350 ам.доллар байна гэж гарсан нь 1990 оны сүүлээр зардлыг хорогдуулснаар үүдэн буурсны илэрхийлэл болж байна (доорхи зургаас харах).

**Хүснэгт 1: Зэс олборлолтын Эрдэнэт үйлдвэрийн тооцолсон зардал 1998-2002 оны байдлаар (ам.доллар)**

Жил	1998	1999	2000	2001	2002
Катодын зэсийн 1 тонны тооцоолсон зардал	1622.2	1379	1419.1	1377.9	1341.7

Эх үүсвэр: Эрдэнэт үйлдвэрийн жилийн тайлан 2002.

Зэсийн өнөөгийн даруй төлөгдөх үнэ ба хугацаат гэрээний үнийн хувьд доод хязгаарын түвшин нь олборлолтын зардлаас нилээн дээгүүр байх боловч опционы даатгалын бүдүүвчийг төлж чадахуйц бага түвшинд байх тааламжтай орон зай байлгах хэрэгтэй юм (доорхи зургаас харах).

**Зураг 10: 2000 ам.долларын доод үнэ бүхий худалдах опционы бүдүүвч**



Эх сурвалж: Лондонгийн Метал Бирж, ЛМБ, 2004.

Монгол улс даатгалын хөтөлбөрөө урьдчилан санхүүжүүлэх 5 боломжийн арга замыг дараахь байдлаар тодорхойлсон бөгөөд ер нь урт хугацааны хувьд хөтөлбөр нь өөрөө өөрийгөө санхүүжүүлэх хэрэгтэй:

- 1/ Засгийн газрын төсвийн заалтаар буюу зээлээр бэлэн мөнгөөр урьдчилан төлөх,
- 2/ Үйлдвэрлэлтийн бага хэмжээг урьдчилан төлбөр хийснээр буюу хэсэг хугацааны туршид бага багаар цувуулж худалдаалснаар тодорхой зориулалтаар санхүүжүүлэх
- 3/ Колар ашиглан зардал бууруулах, өөрөөр хэлбэл худалдан авагчийн опционыг худалдаалснаар худалдагчийн опционыг хэсэгчлэн санхүүжүүлэх гэсэн үг. Энэ нь эрсдэлийг бий болгох бөгөөд худалдах гүйлгээг биет арилжааны хамт гүйцэтгэх тохиолдолд үнэ нь засгийн газраас шаардагддаг түвшингээс доогуур байж болох юм. Үүнээс гадна үнийн эерэг хөгжил (үнэ өсөх) бий болох боломж алдагдах (хэсэгчилсэн) болно.
- 4/ Барааны өндөр үнээс бий болох орлого буюу худалдагчийн опционоос (үнэ нь алдагдсан хүчин төгөлдөр бус худалдах опцион) олох орлогоор санхүүжүүлэх хэсэгчилсэн нэмэгдэл. Гэсэн хэдий ч зах зээл дээр илүүтэйгээр хүлээн зөвшөөрөгдөхийн тулд зээлийг сайжруулах арга хэмжээг (бий даасан эрсдэлийн баталгаа) авах шаардлага гарч болзошгүй.

5/ Урьдчилан бий болгосон хугацаат гэрээний хөтөлбөрөөс олох орлогын зэрэгцээ төлбөр хийх, ингэснээр урт хугацаагаар зэсийн одоо буй өндөр үнэ болон опционы хөтөлбөрөөс олох орлогыг зохицуулах.

Нөгөөтэйгүүр урьдчилан бэлнээр төлөх бүдүүвчийг Дэлхийн Банк/Олон Улсын Санхүүгийн Корпораци буюу Азийн Хөгжлийн Банк зэрэг олон улсын байгууллагууд санхүүжүүлж болох юм. ОУТХ-ийн тооцоолсноор АОДҮ-гээр дамжуулан үнийн даатгалын өртөг нь олж буй орлогын 3-5 хувь байх учраас орлогын өсөлтийн 7 хувиас доогуур байх юм. Гүйлгээний зардал, арилжааны хөлс зэргийг тооцож үзсэн ч эерэг нөлөө илэрхий байна. Эрдэнэт болон холбогдох салбарууд ба үйлчилгээний байгууллагуудын шууд бус ашиг ба төлөвлөсөн баталгаа нь түүнээс илүүгээр өсөх болно гэсэн магадлалтай юм.

Зэсийн салбарт зориулсан дараахь зөвлөмжүүд ОУТХ-аас гарсан байна (бусад төрлийн бараанд авах арга хэмжээ нь эдгээртэй төстэй байж болно):

- 1) Гол нэгжийн хувьд Эрдэнэт үйлдвэр (гол үйлдвэрлэгч ба экспортлогч) нь хамгаалалтын доод хязгаарыг тогтоох ёстой, ингэснээр засгийн газар нь шууд хамаарлыг баталгаажуулах үүрэг хүлээх болно.
- 2) Үнийн даатгалын хүрээ ба хэмжээ нь туршилтын шатны дараа нэмэгдэх болно.
- 3) Үнийн доод хязгаар (опцион эзэмшигчийн үнэ) нь хувьцаа эзэмшигчдийн ашгийн доод хэмжээг баталгаажуулах зорилгоор экспортлогчийн бүтцийн дундаж өртгөөс 10-15%-иар дээгүүр байхыг зөвлөж байна.
- 4) Эхэндээ даатгалын нэмэгдлийн төлбөр (опционы үнийн) нь илүүдэл бүтээгдэхүүнийг тодорхой хугацаагаар худалдахаас олох орлогоор санхүүжүүлэгдэх болно. Даатгалын хөтөлбөрийг нэвтрүүлсний дараа санхүүжилт нь барааны худалдаа/даатгалын нэмэгдлийн хойшлуулсан төлбөрөөр явагдах болно.
- 5) ОУТС нь засгийн газар/Эрдэнэт үйлдвэрт даатгалын гэрээ боловсруулах, боломжийн хангагч нартай холбоо тогтоох болон зардлын ашгийн дүн шинжилгээ хийхэд нь дэмжлэг үзүүлэх хүсэлтэй байх болно.
- 6) Олон улсын донорууд нь засгийн газрын ажилтнууд болон Эрдэнэт үйлдвэрийн өндөр албан тушаалтнуудад зориулсан сургалтын дамжаа зэрэг техникийн туслалцаа зохион байгуулж болох юм.
- 7) Хүлээн зөвшөөрөхүйц доод хэмжээний үнийг тодорхойлоход Монгол улсад дэмжлэг үзүүлэх хэрэгтэй (зэсийн үнэ өндөр байгаа үед чухал сэдэв)



## IV.2 Зэсийн салбарт зориулсан Хугацаат гэрээний ба Урьдчилан Төлөгдөх Даатгалын Бүдүүвч

3-р бүлэгт тайлбарласнаар хугацаат гэрээ ба түүн дээр үндэслэсэн даатгалын бүдүүвч нь үнийн тааламжтай хөгжлөөс ашиг олох боломжийг хасдаг юм. Барааны үйлдвэрлэгч өөрөө буюу засгийн газрын нэгж нь эрсдэлийн эсрэг аргыг нэвтрүүлэх ёстой болно. Хамгаалагч нь ойрын үеийн зэсийн олборлолтоо (үүнтэй холбогдолтой орлого) төлөвлөнө. Эрдэнэт үйлдвэр 6 сард зэсийг тодорхой хэмжээгээр худалдана гэдгээ мэддэг ба үнийн хөдөлгөөний ямарваа нэгэн бололцоог баталгаажуулахыг зорих хэрэгтэй.

Ингэснээр Эрдэнэт үйлдвэр нь ирээдүйн олборлолтоо бүхэлд нь буюу хэсэгчилэн нөхөх зорилгоор тодорхой хугацааны туршид бүтээгдэхүүнээ (Лондонд бол 3, 15 ба 27 сар байж болно) хугацаат гэрээгээр худалдах болно. Хүргэж өгөх үедээ үйлдвэрлэгч нь даруй төлөгдөх зах зээл дээр өөрийн зэсээ худалдаалж (аль эсвэл хүргэж өгөх үедээ) үүнтэй тэнцэх үнээр хугацаат гэрээ худалдаж авна (ингэснээр өөрийнхөө ирээдүйн байр сууриа нөхөх болно). Хугацаат гэрээ арилжаалж олсон орлого (алдагдал) нь даруй төлөгдөх зах зээлийн алдагдал (орлого)-аас шууд хамаарна. Ер нь хугацаат гэрээний зах зээл дээр явагдсан гүйлгээ нь биет гүйлгээтэй аль болохоор дүйцэж байх ёстой. Опционы даатгалын бүдүүвчийн нэгэн адил хугацаат гэрээний бүдүүвчийг ажиллуулах нь гэрээний үнэ бирж дээрх хугацаат гэрээний үнээс үүдэн гарах буюу түүнтэй холбоотой байхыг шаарддаг. Энэхүү төрлийн стратеги бодлого нь хамаарлаас урьдчилан хамгаалж байгаа засгийн газрын нэгжүүдэд ч гэсэн тохирно. Эрдэнэт үйлдвэрээс авч буй татвар ба ноогдол ашиг нь хугацаат гэрээний даатгалын бүдүүвчийн нэгэн адил баталгаажих боломжтой.

Опционы даатгалын бүдүүвчтэй харьцуулахад эдгээр хугацаат гэрээний даатгалын бүдүүвчийн давуу тал нь зайлшгүй гүйлгээний зардлаас гадна тэдгээрийг хэрэгжүүлэхэд ямарваа нэгэн урьдчилан төлөх зардал гарахгүй. Засгийн газар буюу Эрдэнэт үйлдвэр нь опционы бүдүүвчийг санхүүжүүлэх санхүүгийн чадамж байхгүй бол хугацаат гэрээг хэрэглэж болох нэгэн хувилбар байж болно.

## IV.3 Ноолуурын салбарт зориулсан БД опционы даатгалын бүдүүвч

Үйлдвэрлэгчийн зүгээс ноолуурын салбарт зориулсан зах зээл дээр үндэслэсэн аргыг хэрэглэх нь зэсийн салбараас нилээн хэцүү байдаг нь тус салбарын бүтцийн төвлөрөлт бага, санхүүгийн зах зээлийн аргуудын талаархи мэдээллийг харилцан солилцоход хэцүү байдагтай холбоотой юм.

Гэсэн хэдий ч 3р бүлэгт тайлбарласны дагуу БД опцион нь ноолууртай холбоотой татвар ноогдол ашгаас үүсэх засгийн газрын орлогыг баталгаажуулахад чухал үүрэг гүйцэтгэж болно. Түрүүнд хэлсэнчлэн ноолуурын үнэ нь энгийн хонины ноос зэрэг бусад биржээр арилжаалагддаг бараатай ямар ч холбоогүй байдаг.

БД опционы үүрэг ба үнийг бий болгох арга нь бусад опционыхтай адилхан байдаг тул БД опционд ижил төрлийн бүдүүвч хэрэглэж болно. Энэхүү төрлийн опционы зохихуйц, итгэл хүлээсэн ба санхүүгийн хувьд найдвартай нийлүүлэгчийг олж хайх нь хэцүү даалгавар байдаг.

Олон улсын барааны арилжаан дээр урт хугацааны туршид үйл ажиллагаагаа явуулж зохих туршлага хуримтлуулсан олон улсын банк ба худалдааны танхимууд нь түнш байж болно. Гэсэн хэдий ч таамаглаж буй ашгийг авч үзэхэд эдгээр тусгай БД опционы өртөг хэт өндөр байх юм бол уламжлалт аргыг хэрэглэх хэрэгтэй.

## V Дүгнэлт

Энэхүү судалгааны зорилго нь Монгол улсын экспортын салбар ба засгийн газарт хэрэглэж болохуйц эрсдэлийн менежментийн стратеги бодлогуудыг авч үзэхийг зорилоо. 2 дугаар бүлэгт Монгол улс бол дэлхийн барааны тогтворгүй зах зээлээс маш их хэмжээгээр хамаарч эмзэг байдалтай байж зэс, алт, ноолуурын экспортоос ихээхэн хамаардаг гэдгийг тэмдэглэсэн. Энэ орны бүхий л экспорт нь дээрх гурван барааны экспортоос бүрддэг. Сүүлийн хэдэн жил Монгол улс эдгээр салбаруудад гарсан үнийн тааламжтай хөгжлөөс ихээхэн ашиг олсон билээ. Гэвч дэлхийн зах зээл дээрх үнийн энэ түвшин цаашдаа байнга хадгалагдана гэж бодож болохгүй. Иймээс тус орны хамаарал болон тааламжтай үнэд баригдсан байдлыг аль болох бууруулахын тулд эрсдэлээс хамгаалах арга хэмжээ болон даатгалын бүдүүвчийг нэвтрүүлэх нь чухал юм. Энэхүү судалгаанд эрсдэлийн менежментийн аргууд ба үнийг тогтворжуулах арга хэлбэрүүдийг танилцууллаа.

Зэсийн салбарт эрсдэлийн даатгалын 2 гол бүдүүвчийг богино хугацаагаар нэвтрүүлж болох юм. Опционд үндэслэсэн даатгалын бүдүүвч нь уламжлалт ба зах зээлд үндэслэсэн бүх аргуудыг бодвол хэд хэдэн давуу талтай байдаг. Хугацаат гэрээний даатгалын бүдүүвчээс ялгаатай нь энэ бүдүүвч нэвтрүүлсэний дараа харьцангуй хямд, нэвтрүүлэхэд ч хялбар ба зах зээлийг нягт шинжих шаардлага байдаггүй. Хамгийн гол нь барааны үнэ өсөх үед ашиг нэмэгдэхийг үгүйсгэхгүй боловч урьдчилан тогтоосон - түвшингээс доогуур үнийн хөгжлийг баталгаажуулж өгдөг юм. Энэхүү хөтөлбөрийг урьдчилан санхүүжүүлэх асуудал нь бэлэн мөнгөөр урьдчилан төлбөр хийх (олон улсын доноруудын тусламжтайгаар) ба зээлийг хойшлуулсан нэмэгдэл зэрэг хэд хэдэн техникийн шийдэлтэй байдаг гэж онцлон тэмдэглэсэн болно. Хамаарлын тодорхой хувийг Эрдэнэт үйлдвэр

барагдуулах ба бусад хувийг Монголын засгийн газар барагдуулах асуудал бол эдгээр хоёр талын хэлэлцээрийн гол сэдэв байх болно гэж бид үзэж байна.

Харин хугацаат гэрээний даатгалын бүдүүвч нь өөрөө их учир дутагдалтай тул хэрэгжүүлэхэд бэрхшээлтэй. Хэдийгээр урьдчилан гарах ямарваа нэгэн зардал байхгүй боловч үйлчилгээний хураамж, банк ба брокерын танхимын шимтгэл нь харьцангуй өндөр байдаг ба зах зээлийг байнга шинжиж байх шаардлагатай болно. Гол нь энэхүү бүдүүвч нь даатгалын бүдүүвчтэй бага зэргээр төстэй боловч тодорхой хугацаагаар үнийг тогтворжуулах арга юм; өмнө нь яригдаж байсны дагуу барааны үнэ илүү өндөр болсны дараа ямарваа нэгэн ашиг олох боломжгүй болж байгаа юм. Гэсэн хэдий ч опционы хөтөлбөрийг санхүүжүүлэх үүднээс хугацаат гэрээний бүдүүвчийг хэсэгчлэн хэрэглэж болох талтай. Юуны өмнө хугацаат гэрээг нь опционы хөтөлбөрийг санхүүжүүлэх (2-р үе шат) санхүүгийн эх үүсвэр бий болгох зорилгоор одоо үйлчилж буй өндөр үнийг тогтворжуулахад хэрэглэж болно.

Ноолуурын салбарт зориулсан опционы даатгалын бүдүүвч нь БД опцион дээр үндэслэх ёстой бөгөөд бирж дээр арилжаалагддаг бусад аль ч барааны үнийн хөгжил нь ноолуурын үнийн хөгжилтэй уялдуулах ямар ч холбоо байхгүй гэсэн үг. Үүний оронд засгийн газар нь Монгол улсад зориулсан ноолуурын тусгайлсан БД опционыг бий болгох хүсэлтэй банк болон худалдааны танхимыг хайн хүчин чармайлт тавих хэрэгтэй. Ерөнхийдөө бидний үзэж байгаагаар зэс болон алтны салбарыг бодвол ноолуурын салбарын амжилт нь бололцоо багатай байгаа юм.

Аливаа үнийн эрсдэлийн менежментийн хөтөлбөрийн техникийн асуудлаас гадна бас нэгэн асуудал байна. Санхүүгийн болон барааны зах зээлийн талаар засгийн газрын ажилтнууд болон бизнесийн хүрээнийхний мэдлэгийг нэмэгдүүлэх, сургалт явуулах асуудлыг онцгой анхаарах хэрэгтэй. Зах зээлд үндэслэсэн эрсдэлийн менежментийн арга замуудыг нэвтрүүлэх урьдын оролдлого бүтэлгүйтсэн нь холбогдох яамд, компаниудын мэдлэг нь дутмаг байснаас үүдсэн гэж үзэж байна. Иймээс Монголд үнийн даатгалын бүдүүвчийг үр өгөөжтэй нэвтрүүлэхэд олон улсын донор байгууллагуудын зохион байгуулж санхүүжүүлэх сургалт, семинар нь чухал үүрэг гүйцэтгэх болно гэж үзэж байна. Эрсдэлийн менежментийн арга замууд нь тодорхой эрсдэл агуулсан байдаг учраас ноцтой гажуудлаас зайлсхийхийн тулд үүрэг хариуцлагын асуудлуудыг шийдсэн байх шаардлага байх болно.

Эцэст нь хэлэхэд дээр дурьдсан асуудлуудыг нухацтайгаар авч үзэн зөв зохистой шийдвэрлэсэн тохиолдолд үнийн эрсдэлийн менежментийн механизмууд нь Монгол улсыг олон улсын барааны зах зээлээс хамаарах хамаарлыг бууруулах, цаашдаа ч тус орны экспортын салбарыг үр ашигтайгаар бэхжүүлэхэд чухал үүрэг гүйцэтгэх болно гэдэгт бүрэн итгэлтэй байна.

## Ашигласан материал

### Хэвлэлийн материал

- Эрдэнэт уул уурхайн корпораци (2002,2003). Жилийн тайлан 2001, 2002.
- UNCTAD (1998). Барааны эрсдэлийн менежментийн хэрэглүүрийн судалгаа. UNCTAD/COM/15/Rev.2.
- ITF (2001). Монгол улсын зэсийн салбарын үнийн эрсдэлийг даатгах нь. Хөгжиж буй орнуудын барааны эрсдэлийн менежментийн Олон Улсын Тусгай Бүлэг. Дэлхийн Банкны Групп
- ITF (1999). Хөгжиж буй орнуудад Барааны үнийн тогтворгүй байдал дээр ажиллах нь. Зах зээлд үндэслэсэн онолын санал. Хөгжиж буй орнуудын барааны эрсдэлийн менежментийн асуудлаарх дугуй ширээний ярилцлагад зориулсан хэлэлцүүлгийн баримт бичиг. Дэлхийн Банкны хэлэлцүүлгийн баримт бичиг.
- ITF (1999). Үйлдвэрлэгчдэд зориулсан барааны үнийн эрсдэлийн менежмент. Практик сургалтын гарын авлага. Хөгжиж буй орнуудын барааны эрсдэлийн менежментийн Олон Улсын Тусгай Бүлэг. Дэлхийн Банкны Групп
- Дейж, Шейла, Хевитт, Адриан (2001). Дэлхийн барааны үнэ. Хөгжиж буй орнуудан тулгамдсан асуудал хэвээрээ байна уу? Гадаад орнуудын хөгжлийн хүрээлэн.
- Марион Жансен (2004). Жижиг болон хөгжиж буй орнуудын орлогын тогтворгүй байдал: Экспортод төвлөрсөн асуудлууд. Дэлхийн Худалдааны Байгууллага. ERSD.
- Эрдэнэт уул уурхайн корпораци (2004). ЭУУК-ийн үйл ажиллагааны гол үзүүлэлт [www.emc.erdnet.mn/](http://www.emc.erdnet.mn/)
- Монгол улсын Ашигт Малтмалын Хэрэг Эрхлэх газар (АМХЭГ) (2004). Уул уурхайн салбарын өнөөгийн байдал. 2003 оны дэлхийн зэсийн олборлолт. <http://www.mram.mn>
- Г. Ёндонсамбуу ба Д. Алтанцэцэг (2003). Ноос, ноолуур, тэмээний ноосны үйлдвэрлэл, боловсруулалтын судалгаа. Үйлдвэр худалдааны судалгаа

№ 5. Монголын Ноос Ноолуурын Нийгэмлэг. “Олон улсын худалдааны бодлого/ДХБ” Монгол-Германы Төсөл.

- Роннинг, Вернон (2000). Монголын түүхий ноолуурын экспортод хориг тавьсаны үр дагавар. Говийн бүс нутгийн эдийн засгийн хөгжлийн санаачлага.

#### **Ашигласан Интернетийн вебсайтууд**

- Хөгжиж буй орнуудын барааны эрсдэлийн менежментийн Олон Улсын Тусгай Бүлэг . Дэлхийн Банкны Групп: [www.itf-commrisk.org](http://www.itf-commrisk.org)
- Лондонгийн Металлын Бирж: [www.lme.com](http://www.lme.com)
- Нью Йоркийн Металлын Бирж: [www.nymex.com](http://www.nymex.com)
- Шанхайгийн Хугацаат Гэрээний Бирж: [www.shfe.com.cn/Ehome/index.jsp](http://www.shfe.com.cn/Ehome/index.jsp)
- Чикагогийн Худалдааны Зөвлөл: [www.cbot.com/](http://www.cbot.com/)
- Чикагогийн Худалдааны Бирж: [www.cme.com/](http://www.cme.com/)
- Euronext – Лондонгийн Олон Улсын Санхүүгийн Хугацаат Гэрээ ба Опционы Бирж: [www.liffe.com/](http://www.liffe.com/)
- Олон улсын зэсийн салбарын судалгааны хэсэг: [www.icsg.org](http://www.icsg.org)

## Хавсралт – Орчин үеийн эрсдэлийн механизмуудын үзүүлэлтүүд

	Давуу тал	Сул тал
<b>Хугацаат гэрээ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Гэрээний заалтуудыг хэлэлцэх шаардлага байхгүй</li> <li>• эсрэг талын эрсдэл нь хамгийн бага</li> <li>• Анхдагч байр суурийг амарханаар эргүүлэн авах боломжтой</li> <li>• Заавал хүргэж өгөх шаардлага байхгүй</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Эргэлтийн хөрөнгө нь хязгаартаа гацдаг</li> <li>• Даруй төлөгдөх зах зээлийн тааламжтай хөгжлөөс ашиг олох боломж алдагддаг</li> <li>• Хамгаалагдсан бараа, хугацаат гэрээний үнэ нь өөрчлөгдөж болох юм (жишээлбэл хугацаат гэрээний бараа нь хамгаалсан бараанаас өөр байвал)</li> <li>• Гэрээ нь ер төлөгдөх зөвхөн богино хугацааных байдаг</li> </ul>
<b>Опцион</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Биржийн стандартын дагуу хэлбэрт ч захиалагчийн хүсэлтээр боловсруулсан брокероор дамжуулах ч байдаг (доорх хэсгийг харах)</li> <li>• Санхүүжилтийн эрсдэл нь бага байх буюу ер байхгүй; хамгаалалтын зардал нь урьдчилан төлөгддөг; хамгаалагч нь төлбөр хийх санхүүжилтгүй тохиолдолд хугацаат гэрээг цуцлахад хүргэдэг гэнэтийн хязгаарлагдмал худалдагчийн опцион гэж байхгүй</li> <li>• Үнийн тааламжтай хөдөлгөөнөөс ашиг олох боломжтой</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Үнэ тогтворгүй байх тохиолдолд урьдчилан төлөх нэмэгдэл нь өндөр үнэтэй байдаг. Хугацаат бюу форвард гэрээнээс ялгаатайгаар опционы гэрээний зардал нь опционыг худалдах авах үед төлөгдөх ёстой байдаг учраас урьдчилан төлөгдөх төрөл юм.</li> <li>• Опционыг арилжаалах нь өндөр эрсдэлтэй байж болно</li> <li>• Опционыг худалдаж буй этгээд нь худалдах опционы баталгааны төлбөрийг төлөх ёстой</li> </ul>
<b>Хугацаат баталгаагүйгээр худалдаалах</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Олох орлого нь хязгааргүй</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Хөрөнгө оруулалтыг механизм нь өндөр эрсдэлтэй</li> <li>• Гарах алдагдал нь хязгааргүй</li> <li>• Зах зээлийн талаархи нарийн</li> </ul>

		мэдлэгтэй байх шаардлагатай
<b>Варант</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Опционыг хар</li> <li>• Гаргадаг этгээд нь худалдах, худалдан авах үнийг байнга санал болгодог тул төлбөрийн чадвар нь баталгаатай байдаг</li> <li>• Варант нь өр төлөгдөх хугацаа, опцион эзэмшигчийн үнэ буюу паритет зэрэг нь стандартчилагдаагүй байдаг. Банк варантыг ямар ч тодорхойлолттой гаргадаг. Хүрэлцэхүйц эрэлт хэрэгцээ байлгахыг хүсдэг. Энэ нь өргөн хүрээний өр төлөгдөх хугацаа, арилжааны үнэ, гэрээний хэмжээ ба паритеттэй төрөл бүрийн варант гүйлгээнд байгаа гэсэн үг.</li> <li>• Варантыг төрөл бүрийн үндсэн үнэлгээгээр гаргадаг байхад опционы зах зээл нь дотоодын хувьцаа, индекс ба бондоор төвлөрдөг.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Опционыг хар</li> <li>• Гэрээг хязгаарлагдмал хэмжээтэйгээр аль ч опционы серээр боловсруулж болдог ба гүйлгээнд байгаа опционы тоо нь үнэд ямар ч нөлөө үзүүлдэггүй. Сери бүрд гаргасан варантын тоо нь хязгаарлагдмал байдаг боловч энэ нь варантын үнэд нөлөөлж болох юм.</li> </ul>
<b>Форвард</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Гэрээний талуудын шаардлагад нийцүүлэн боловсруулсан байдаг</li> <li>•Хугацаат гэрээг харах</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Анхдагч шийдэлд эргэн оруулах нь хэцүү байдаг</li> <li>• Эсрэг талын эрсдэл нь их байдаг</li> <li>• Даруй төлөгдөх зах зээлийн тааламжтай хөгжлөөс ашиг олох боломж алдагддаг</li> <li>• Үнэ тогтоох явдал нь нээлттэй бус</li> <li>• Гэрээ нь өрийг богино хугацаанд төлөхөд л зориулагддаг</li> </ul>

<p><b>Барааны свап</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Үнийг хамгаалалт ба даатгалын хөрөнгө оруулалтын хослол</li> <li>• Урт хугацааных 1-ээс байнгын байдаг</li> <li>• Хэрэгцээнд нийцүүлэн боловсруулдаг</li> <li>• Худалдах хязгаар байхгүй буюу арай сул байдаг</li> <li>• Захиргааны дарамт бага</li> <li>• Эсрэг талаа мэддэг</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Эрсдэл талын эрсдэл</li> <li>• Байр суурийг өөрчлөхөд хэцүү</li> <li>• Дизайн/суурилуулалтын зардал өндөр</li> <li>• наймаалах “шударга” үнэ тогтоох хэцүү</li> <li>• Даруй төлөгдөх зах зээлийн тааламжтай хөгжлөөс ашиг олох боломж алдагддаг</li> </ul>
<p><b>БД опцион</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Опционыг харах</li> <li>• Энгийн бирж дээр арилжаалагддаггүй даатгаж буй болон хамгаалж буй барааны бололцоотой</li> <li>• Уян хатан байдал нь экзотик үнэ боловсруулахад дөхөм байдаг</li> <li>• Оролцогч нь өөрийн хүсэж буй байр сууриа төгс байдлаар болон бага өртгөөр тусгах боломжтой</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Арилжаа нь байнга бус байдгаас худалдах, худалдах авах үнийн зөрүүг улам их болгох хандлага байдаг</li> <li>• Худалдагч, худалдан авагч 2 гэрээний тодорхойлолтуудыг хэлэлцдэг учраас 2 тал нь нарийн мэдлэгтэй байх ёстой</li> <li>• Уугуул эрсдэл нь энгийн опционыхоос өндөр байдаг</li> </ul>
<p><b>Бараатай холбоотой бонд</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Зээлтэй харьцуулахад (бараатай холбоотой байж болно), бараатай холбоотой бонд нь үнийн эрсдэлээс хамгаалж хөрөнгө оруулалтыг санхүүжүүлэх үр өгөөжтэй арга юм.</li> <li>• Зээлийн эрсдэл нь уламжлалт бондоос бага байдаг нь бонд гаргагч нь купоныг төлөх ба үнэ унасан ч зээлээ буцааж төлөх чадвартай байдаг. Санхүүжилтийн өртөг нь доогуур байхад банк нь эдгээр бондыг санхүүжүүлэх</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Банкны шимтгэл ба гаргалтын зардал нь энгийн бондоос харьцангуй өндөр байж болох юм.</li> <li>• Барааны өндөр үнээс (илүү өндөр ашиг ба байнгын санхүүжилт байсан ч) орлого олох боломж алга болно.</li> <li>• Бараатай холбоотой бонд нь арилжаалахад бэрхшээлтэй тодорхой нэгэн бараанд эсхүл газрын тосонд л байна.</li> </ul>



	<p>хүсэлтэй байж болох юм.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Хэрвээ бонд нь экспортын валютаар үнэлэгдсэн бол валютын эрсдэл нь ч буурдаг юм.</li><li>• Опционы төрлийн бондын хувьд хавсрагдсан бонд нь тухайн бондын үнийг бууруулж түүнийг зах зээл дээр улам сонирхол татам болгодог.</li></ul>	
--	---	--