

САНХҮҮГИЙН ЗУУЧЛАЛ БА ЭДИЙН ЗАСГИЙН ӨСӨЛТ

Судалгааны хэлтсийн захирал Н. Амар

1. Оршил

Санхүүгийн салбарын хөгжил болон эдийн засгийн өсөлт хоёрын хооронд хамаарал байгаа эсэхийг олон эрдэмтдийн судалгаанууд тогтоохыг оролдсон байдаг. Эдгээр судалгаанууд нь тэдгээрийн хамаарлыг олон талаас судалж өөр өөр дүгнэлтэнд хүрч байсан байна. Харин сүүлийн жилүүдэд санхүүгийн салбар болон эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлыг нэгдмэл санаагаар харуулахыг судлаачид зорьж эхэлжээ. Дотоод хүчин зүйлсийн өсөлтийн онол (endogenous growth theory) 1980-аад оны сүүлээр гарч ирсэн нь тэдгээрийн хамаарлыг судлах шинэ онолын замыг тавьж өгсөн юм. Мөн эмпирик судалгааны аргачлал сайжирсан нь үүнд их нөлөө үзүүлжээ. Ихэнх эмпирик судалгаанууд санхүүгийн салбарын хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтийг түргэсгэж чадна гэсэн дүгнэлтэнд хүрчээ. Үүний зэрэгцээ зарим судалгаанууд үүний эсрэг байр суурийг ч илэрхийлсэн байдаг.

2. Онолын зарим ишлэл

Онол болон эмпирик судалгаанууд үр өгөөжтэй, тогтвортой санхүүгийн салбар нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмжинэ гэдгийг харуулж чадсан байдаг. Дал гаруй жилийн өмнө банкны салбарын үүрэг бол үр ашигтай хөрөнгө оруулалтыг санхүүжүүлэгч, улмаар эдийн засгийн өсөлтийг хурдасгагч юм гэж нэгэн эрдэмтэн хэлсэн байна (Schumpeter 1934). Энэ хэсэгт хэд хэдэн чухал онолын загварын тухай товч дурьдахын зэрэгцээ ихэвчлэн дотоод хүчин зүйлсийн өсөлтийн онолын тухай товч тайлбарлах болно. Дээрх онолын загвар дээр тулгуурлан санхүүгийн салбарын хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтөнд доор дурьдсан гурван замаар нөлөөлөх магадлалтайг дурьдъя. Нэгдүгээрт, санхүүгийн салбарын хөгжил нь хөрөнгө оруулалтын үр ашиг, бүтээмжийг нэмэгдүүлнэ. Хоёрдугаарт, санхүүгийн салбарын үр ашигтай ажиллагаа нь бизнесийн ажил хэргийн зардлыг багасгаж улмаар бүтээмжтэй хөрөнгө оруулалт дахь хуримтлалын хувь хэмжээг өсгөж өгнө. Гуравдугаарт, санхүүгийн салбарын хөгжил нь хуримтлалыг өсгөх буюу бууруулж чадна (Pagano, 1993).

1990-ээд оны эхэнд олон судлаачид үр ашигтай санхүүгийн зах зээл нь хөрөнгө оруулалтын чанарыг дээшлүүлж, эдийн засгийн өсөлтийг хангаж чадах талаар онолын загваруудыг хийж бүтээжээ (Greenwood and Jovanovic 1990, Levine 1991, Bencivenga and Smith 1991, Saint-Paul 1992). Загвар бүр өөрийн онцлогтойг доор өгүүлье.

Greenwood and Jovanovic-ийн загварын онцлог нь санхүүгийн зуучлагчдын үндсэн үүрэг бол цуглуулж судалсан мэдээллийг ашиглан ашигтай хөрөнгө оруулалт хийх нөөц сантай холбогдох явдал гэсэнд оршино. Хөрөнгийн хуримтлуулсан ашгийн хувь өндөр байх тусам эдийн засгийн өсөлтийг дэмждэг бөгөөд энэ нь эргээд өндөр өртөгтэй санхүүгийн бүтцийг сайжруулах утга санааг агуулдаг байна.

Үр ашигтай санхүүгийн салбар нь хөрөнгө оруулалтын түргэн хөрвөх чадварыг сайжруулдаг. Санхүүгийн зах зээл нь компаниудын хөрөнгийн урьдчилсан

дампуурлаас арилгах замаар тэдний бүтээмжийг дээшлүүлж чадна. Түргэн хөрвөх чадваргүйн шокод орсон үед хөрөнгө оруулагчид өөрсдийн хувьцаагаа бусдад зарах болно. Санхүүгийн зах зээл нь компаниудад хуваарилагдсан эх үүсвэрийн хэмжээг өсгөх замаар өсөлтийг дэмждэг. Эрсдэлд дургүй хөрөнгө оруулагчид бүтээмжийн эрсдэлийн өргөжилтийн дагуу компаниудад хөрөнгө оруулалт хийх болно (Levine 1991, Bencivenga, Smith 1991).

Saint-Paul-ын загвараар бүтээмжийн өсөлт нь ажиллах хүчний болон мэргэжлийн түвшингийн өргөжилтөөр бий болдог. Гэвч мэргэжих нь эрсдэлийг дагуулдаг байна. Санхүүгийн зуучлагчид хөрөнгө оруулагчдад зээлийн төрөлжсөн багцыг даатгах боломж олгох замаар мэргэжихийг дэмждэг. Гэхдээ мэргэжих (тусгай чиглэлийн) нь зөв зохистой үйл ажиллагаатай санхүүгийн салбар байхгүйгээр хөрөнгө оруулагчдын хувьд хэт их эрсдэлтэй байж болох юм. Хэрэв тийм бол сайжирч буй төсөл төлөвлөгөөнүүдийн бүтээмжийн санхүүжилт нь гацаанд орох болно.

Blackburn, Hung (1996) нар өсөлт ба санхүүгийн хөгжлийн хооронд хоёр чиглэлийн шалтгаантай бүхий (санхүүжилт-өсөлт, өсөлт-санхүүжилт) холбоо байдгийг тогтоожээ. Энэ загварт санхүүгийн салбарын мөнгөгүйдэл нь хөрөнгө оруулагч бүрийг тус тусдаа төсөл төлөвлөгөөгөө хянаж улмаар хяналтын өртөгийг хэт их болгож байна гэж тайлбарласан байдаг. Санхүүгийн салбар өндөр хөгжсөн газар хяналтын үүргийг зуучлагч нарт л даалгадаг. Ингэснээр бизнесийн өртөг багасаж, их хуримтлал үүсэн улмаар хөрөнгө оруулалтанд ногдох бөгөөд энэ нь шинэ технологийг бий болгох эх үүсвэр болно. Эцэст нь энэ бүхэн эдийн засгийн өсөлтийг дэмжинэ. Тэд мөн ямар шалтгааны улмаас улс орнууд эдийн засгийн удаан өсөлт болон санхүүгийн хөгжлийн сул дорой байдлын хүнд мөчлөгт орж болохыг тайлбарлан харуулжээ. Техникийн хөгжлийн суурь түвшин их доогуур, мөн хүлээгдэж буй шинэ технологийн урсгал бага улсуудын байдлыг авч үзье. Хяналтын өртөг тогтмол өндөр учир санхүүгийн зуучлал хэзээ ч байгуулагдах боломжгүй. Үүний үр дүнд бизнесийн өртөг өндөр хэвээр байх бөгөөд улмаар эдийн засгийн өсөлт тогтмол доогуур байна.

Naririson et al (1999) эдийн засгийн өсөлт болон санхүүгийн салбарын хөгжил хоорондын хоёр чиглэлийн хамаарлын хоёулангаас нь хамааралтай загварыг бүтээжээ. Эдийн засгийн өсөлт нь банкуудын үйл ажиллагаа болон ашгийг нэмэгдүүлдэг бөгөөд энэ нь банкуудын тоог өсгөхөд тус нэм болдог байна. Банкны үйлчилгээний боломж нэмэгдэх тутам банк ба харилцагч нарын биет болон биет бус хөндийрөл багасч улмаар бизнесийн өртөг буурдаг талтай.

Дотоод хүчин зүйлсийн онолын хувьд хуримтлалын хэмжээ өндөр байх нь эдийн засгийн өсөлтийг түргэсгэнэ гэдэг дээр мэтгэлзсэн хэвээр байна. Ерөнхийд нь авч үзвэл санхүүгийн салбарын хөгжил нь хуримтлалын хэмжээнд гурван хэлбэрээр нөлөө үзүүлдэг. Нэгт, санхүүгийн зах зээл нь хувь хүний онцлогийн эрсдэлийг (idiosyncratic risks) багасгаж улмаар иргэдийн урьдчилан болгоомжлох хуримтлалын (precautionary saving) түвшинг бууруулж, өсөлтийг удаашруулдаг. Хоёрт, багцын олон төрөл нь хуримтлалд хоёрдмол утгатай нөлөө үзүүлдэг учир ашгийн хэмжээний эрсдэлд бууралтыг үүсгэдэг. Эцэст нь, төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын бууралт нь санхүүгийн салбарт хязгаарлалтыг бий болгож улмаар хуримтлалын хэмжээг багасгадаг.

3. Эмпирик судалгаа

Санхүүгийн салбарын хөгжил болон эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлыг харуулсан олон эмпирик судалгаанууд байдаг. Тухайлбал, Goldsmith (1969) –ийн

судалгааны ажил нь санхүүгийн салбарын хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтийг түргэсгэнэ гэж нилээд өмнөхөн үеийн баримт дээр тулгуурлан харуулсан байдаг. Хэдий тийм ч энэ загварт санхүүгийн салбарын хөгжлийн хэмжигдэхүүн (хадгаламж/ДНБ) маш их хялбарчлагдсан бөгөөд шалтгааных нь чиглэл хэзээ ч тогтоогдоогүй байна.

King, Levine (1993) нарын судалгаанд санхүүгийн салбарын хөгжлийг дараахь дөрвөн үзүүлэлтээр хэмжсэн байна. Үүнд, түргэн хөрвөх пассив ба ДНБ-ий харьцаа, зээл хуваарилах үед банкуудын Төв банктай холбоотой байх ач холбогдол, хувийн байгууллагад олгосон зээл ба дотоодын нийт зээлийн харьцаа, хувийн секторт олгосон зээл ба ДНБ-ий харьцаа зэрэг болно. Тэд эдийн засгийн өсөлтөнд нөлөөлж буй бусад хүчин зүйлсийг шалгасны дараа дээрх үзүүлэлт тус бүр эдийн засгийн өсөлттэй хүчтэй эерэг холбоотойг тогтоожээ. Мөн тэдний судалгаагаар үнэт цаасны зах зээл болон банкны хөгжил нь эдийн засгийн өсөлттэй тогтвортой хамааралтай байдаг гэсэн дүгнэлт гарчээ.

Харин Rajan, Zingales (1998) нар дээрх судалгааны зарим үзүүлэлтийн талаар болон дүгнэлтийг хүчтэй шүүмжилжээ. Тэдний бодлоор санхүүгийн салбарын өсөлт болон эдийн засгийн өсөлт нь хуримтлалын хэмжээ буюу зээлийн дүн, өсөлтийг таамаглахуйц хөрөнгийн зах зээлийн хэмжээ гэх мэт нийтлэг үзүүлэлтүүдээр залагдаж явдаг байна. Мөн санхүүгийн салбар сайн хөгжсөн орнуудад байгууллагууд гадаад санхүүжилтын түргэн хөгжил дээр түшиглэдэг гэжээ. Энэ судалгаа нь санхүүгийн хөгжлөөс эдийн засгийн өсөлтөнд чиглэсэн учир шалтгааныг агуулж буй таамаглал дээр суурилсан байна.

Бүтцийн шинжилгээний өгөгдлүүдийг ашигласан судалгаанууд нь санхүүгийн салбарын хөгжил болон эдийн засгийн өсөлт хоёрын хоорондын хамаарлын шалтгааныг тодорхойлоход чиглэсэн юм. Гэвч улс хоорондын дунд хийсэн регресс (cross-country regression) нь тэдгээрийн хөгжлийн ялгаа, ялангуяа урт хугацааны өгөгдлүүдийн цувралын тогтворгүй байдлаас шалтгаалан шүүмжлэлд их өртөж байв. Зарим эдийн засагчид энэхүү регресс нь учир шалтгааны чиглэлийг тайлбарлаж чадна гэдэгт үл итгэн санал бодлоо илэрхийлж байлаа.

Сүүлийн жилүүдэд олон судалгаанууд үргэлжилсэн цувралын (time-series) үндэслэлийг өргөнөөр ашиглах болов. Эдгээр судалгаанууд нь эдийн засгийн өсөлтөнд санхүүгийн салбарын гүйцэтгэх үүргийн талаар саармаг дүгнэлтэнд хүрсэн байна. Тухайлбал, Demetriades, Hussein (1996) нарын судалгаанд хамрагдсан орнуудын тал гаруйд нь эдийн засгийн өсөлт болон санхүүгийн салбарын хооронд хоёр чиглэлийн шалтгаан бүхий хамаарал байдгийг харуулсан хэдий ч бусдад нь энэхүү хамаарал нь эдийн засгийн өсөлтөөс санхүүгийн хөгжил рүү чиглэсэн байх жишээтэй. Мөн өөр нэгэн судалгаанд санхүүгийн салбар болон эдийн засгийн өсөлтийн урт хугацааны хамаарал нь улсуудын дунд хөндлөн хэлбэлзэх боломжтойг тодорхойлжээ (Arestis, Demetriades 1997). Shan, Morris, Sun (2001) нар учир шалтгааны хамаарлын (causality) аргачлалыг ашиглан дээрхийн адил шинж тэмдэгийг тодорхойлсон байна. Rousseau, Wachtel (1998) нар хөгжингүй таван орны өгөгдөл дээр үндэслэн судалгаа хийж, санхүүжилтээс өсөлт рүү чиглэсэн нэг чиглэлийн учир шалтгааны хүчтэй шинж тэмдэгийг тодорхойлсон бол Neusser, Kugler (1998) нар эсрэгээр буюу дээрх шинж тэмдэгийг олж чадаагүй байна. Levine, Loayza, Beck (2000) нар динамик огтлолцолын шинжилгээг (dynamic panel analysis) ашиглан банкууд эдийн засгийн өсөлтөнд хүчтэй нөлөө үзүүлдэгийг тогтоожээ. Drakos (2002)-ийн судалгаа нь шилжилтийн 21 орны өгөгдөл дээр тулгуурласан бөгөөд банкны салбар дахь сул өрсөлдөөн нь эдийн засгийн өсөлтийг буруулж, бизнесийн мөчлөгийг өргөжүүлдэг гэсэн дүгнэлтэнд хүрчээ.

Rousseau, Wachtel (2002) нар санхүүжилт-өсөлт хоёрын хамааралд инфляци нөлөө үзүүлж байгаа эсэхийг шалгасан байна. Инфляцийн орчинд хөрөнгө оруулалтын төсөл төлөвлөгөө улам тодорхойгүй болж улмаар санхүүгийн зуучлалыг хүндрүүлнэ. Өндөр инфляци нь мөнгөний активын ашигт ажиллагааг багасгаж, санхүүгийн зуучлалд дарамт үзүүлдэг байна. Тэдний эмпирик судалгаагаар хэрэв инфляци 15-25 хувийн заагаас илүү гарвал санхүүгийн тэлэлт нь эдийн засгийн өсөлтийг урт хугацаанд нэмэгдүүлж чадахгүй гэсэн дүгнэлт гарчээ. Энэ судалгаа нь шилжилтийн эхэн үед инфляци тогтмол өндөр түвшинд байсан шилжилтийн орнууд дээр суурилсан байна.

Санхүүгийн хөгжил нь эдийн засгийн өсөлтийг түргэсгэнэ гэсэн дүгнэлтэнд хүрсэн улс хоорондын дунд хийсэн олон судалгаанууд үргэлжилсэн цувралын загвар дээр суурилжээ. Аргачлалаас гадна өгөгдлүүдийн бүтэц, бүрэлдэхүүн нь үр дүнд их нөлөө үзүүлдэг байна. Хөгжсөн болон хөгжиж буй орнуудын урт хугацааны өгөгдлүүдийг өргөнөөр ашигласан судалгаанууд санхүүгийн хөгжлөөс эдийн засаг уруу чиглэсэн учир шалтгааныг ихэнхдээ тогтоосон байдаг. Харин харьцангуй нэг хэвийн орнуудыг бага хэмжээнд хамруулсан судалгаанууд эсрэг үр дүнг үзүүлсэн байдаг. Үүний шалтгаан нь санхүүгийн хөгжлийг харуулсан үзүүлэлтээр түүний хэмжээг авсанд оршино. Эндээс харахад санхүүгийн салбарын хэмжээ нь түүний эдийн засгийн өсөлтөнд үзүүлж буй нөлөөлөлд тийм ч их чухал биш байна. Санхүүгийн салбарын хэмжээ түүний ашигт ажиллагаатай уялдсан үед л санхүүжилт-өсөлт хоёрын хамаарал эерэг байна. Их ба бага орлоготой орнуудын өгөгдлүүдийг ашигласан судалгаануудаас харахад их орлоготой улсуудын санхүүгийн салбарын хэмжээ нь том, илүү бүтээмжтэй байдаг тул санхүүгийн салбарын хэмжээ нь бүтээмж болон орлогын түвшинтэй хамааралтай байдаг нь илүү харагддаг байна. Мөн зарим судалгаанаас ажиглахад орлогын түвшин ижил орнуудад санхүүгийн салбарын хэмжээ нь чанарын түвшингийн ялгааны талаар ямар нэгэн дүгнэлтэнд хүргэж чаддаггүй байна. Энэ бүхнээс харахад хөгжил санхүүгийн салбараас эдийн засаг уруу тэмүүлдэг гэсэн шалтгаан бүхий таамаглал утгаа алдахын зэрэгцээ тус салбарын хэмжээ нь өсөлтөнд төдийлөн нөлөөлдөггүй гэсэн дүгнэлт гарч байна. Иймээс санхүүгийн салбарын тоон болон чанарын үзүүлэлтүүдийг хоёуланг нь ашиглах зөв гэсэн асуудал судлаачдын өмнө тулгардаг байна.

3. Шилжилтийн орнуудын санхүүгийн салбарын онцлог

Шилжилтийн өмнөх үед эдгээр орнуудын санхүүгийн (банкны) салбар нь хуучин Зөвлөлтийн загвараас уламжлагдан ирсэн бөгөөд зөвхөн нэг банк л (улсын) мөнгө зээлийн бодлого болон арилжааны банкны үүргийг давхар гүйцэтгэж байв. Энэ нэг шатлалттай банкны тогтолцоо нь Зүүн Европын болон Балтын орнуудад 1980-аад оны сүүлчээр, бусад шилжилтийн орнуудад 1990-ээд оны эхэнд халаагаа өгсөн байна. Үүний дараа ихэнх орнуудад олон арван арилжааны банкууд үүсч хөгжин банк санхүүгийн салбарын түргэцтэй тэлэлт явагдахын зэрэгцээ тус салбарт улсын өмчлөлийн хэмжээ буурч эхэлсэн байна. Мөн 1990-ээд оны дунд үеэс гадаадын банкуудын урсгал орж эхэлжээ.

1990-ээд оны туршид шилжилтийн ихэнх орнуудад муу зээлийн хурдацтай өсөлт нь банкны салбарыг хямралын гамшигт хүргэж байлаа. Үүнд хэд хэдэн шалтгаан бий. Ихэнх хямрал нь хуучин Зөвлөлтийн үеэс өвлөгдөн үлдсэн муу зээлийн өрөөс шалтгаалан улсын өмчлөлийн болон хуучин улсын банкууд төлбөрийн чадваргүй болсонтой холбоотойгоор үүсчээ. Түүнээс гадна шилжилтийн эдийн засаг нь тодорхой салбаруудад байгууллагуудын ашигт үйл ажиллагааг нь багасгаж, пүүс компаниудын зээлийнхээ хүүг төлөх боломжийг бууруулсан байна. Банкны салбарын ажиллагсдын хувьд шилжилтийн эхэн үед ашиг дээр тулгуурласан

бизнесийн үйл ажиллагааны талаар ойлголт маш сул дутмаг байлаа. Шилжилтийн эхэн үед банкуудын үйл ажиллагааны хүрээлэн буй орчин бүтээгдэхүүний хатуу хязгаарлалттай уялдан муудсан. Эцэст нь, банкны салбарын зохицуулалтын болон хяналт шалгалтын бүтэц ихэнх шилжилтийн орнуудад хангалтгүй байлаа.

Бусад орнуудыг бодвол Зүүн Европын шилжилтийн орнууд хямралаа даван туулахдаа их хэмжээний зардал гаргасан бөгөөд үүнийхээ үр дүнд бат бөх үр ашигтай банкны салбарыг бий болгож чаджээ. Энэ нь сүүлийн жилүүдэд эдгээр орнуудын ДНБ-д эзлэх хувийн секторт олгосон зээлийн дундаж хэмжээ бусад орнуудын дундажаас 15 хувиар илүү өссөнөөр нотлогдож байна. Түүний зэрэгцээ тус улсуудын банкны салбарын түргэн хөгжил нь бусад шилжилтийн улсуудтай харьцуулахад муу зээлийн хэмжээ бага, улсын өмчлөлийн хэмжээ доогуур байгаа зэрэг олон дэвшилтэнд хүргэсэн байна.

Өнөөгийн байдлаар ихэнх шилжилтийн орнуудад банкны салбар гүйцэт хөгжөөгүй л байгаа хэдий ч дотоодын санхүүжилтэнд чухал үүрэг гүйцэтгэх болсон байна. Хөрөнгийн зах зээл нь хэмжээний хувьд бага, тогтвортой бус болон төлбөрийн чадваргүй байгаа нь шилжилтийн орнуудын санхүүгийн салбарын сул тал юм. Үнэн хэрэгтээ, зарим шилжилтийн орнуудын хөрөнгийн бирж хичнээн олон компаниуд бүргүүлснээс үл хамааран дампуурлын аюулын ирмэг дээр байгааг хэлэхэд илүүдэхгүй биз. Ийм учраас шилжилтийн орнуудын бизнесийн байгууллагууд байнга өөрсдийн мөнгөний урсгалаар биш хөрөнгө оруулалтаар санхүүжигддэг эсвэл гаднаас зээл авч ашигладаг байна. Шилжилтийн ихэнх орнуудад дотоод санхүүжилтийн эх үүсвэр хангалтгүй хэвээр л байна.

Шигтгээ 1. Санхүүгийн зуучлагчдын хэмжээ болон үйл ажиллагааны үзүүлэлтүүд

1. Харьцангуй хэмжээ:
 - Төв банкны актив/ Санхүүгийн салбарын нийт актив,
 - Банкуудын нийт актив/ Санхүүгийн салбарын нийт актив,
 - Бусад санхүүгийн байгууллагын нийт актив/Санхүүгийн салбарын нийт актив
2. Үнэмлэхүй хэмжээ:
 - Төв банкны актив/ДНБ-ий хэмжээ,
 - Банкуудын нийт актив/ ДНБ-ий хэмжээ,
 - Бусад санхүүгийн байгууллагын нийт актив/ДНБ-ий хэмжээ.
3. Зуучлалын гүнзгийрэл ба түвшингийн хэмжээ:
 - М1/ДНБ,
 - М2/ДНБ.
4. Үйл ажиллагааны үзүүлэлт:
 - Банкуудын хувийн секторт олгосон зээл/ДНБ,
 - Банк болон ББСБ-ын хувийн секторт олгосон зээл/ДНБ

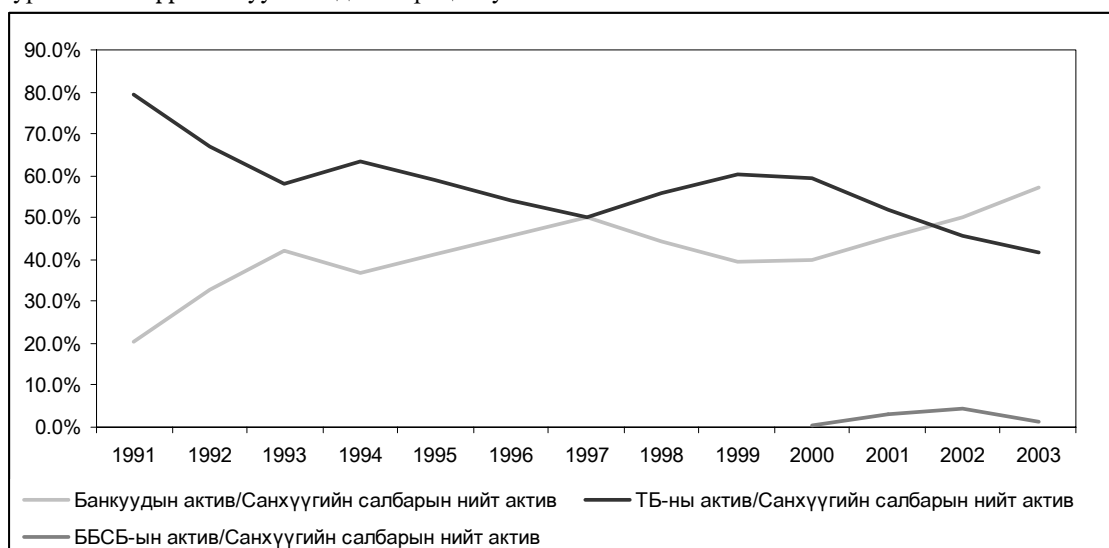
Хөгжингүй орнуудын нэгэн адил шилжилтийн орнуудад санхүүгийн салбар нь хөрөнгийн хуваарилалт, санхүүгийн зуучлал, хуримтлалыг хөрөнгө оруулалт болгон хувиргах үйл явц, хувь ногдуулалтын эрсдэл болон үнэт цаасанд оруулж буй хөрөнгийн эрсдэл зэрэгт маш чухал үүрэг гүйцэтгэдэг байна. Өндөр түвшинд хөгжсөн санхүүгийн зах зээл болон банкны үйл ажиллагаа нь бүтээмжийг сайжруулж, эдийн засгийн өсөлтөнд мэдэгдэхүйц нөлөө үзүүлдэг. Эдийн засаг дахь улсын оролцоог багасгах, даяарчлал болон улс төр, нийгмийн орчингийн өөрчлөлтүүдийн адил эдийн засгийн дахь өөрчлөлтүүд нь санхүүгийн зуучлалын хөгжилд хүчтэй нөлөө үзүүлдэг. Сүүлийн жилүүдэд санхүүгийн зуучлал, түүний эдийн засагт үзүүлж буй нөлөөг судлаачид олон талаас нь олон янзын

үзүүлэлтүүдээр тухайн орны онцлогт тохируулан загварчлан судалсан байдаг. Үзүүлэлтүүдийн хувьд тэд ихэвчлэн М2/ДНБ, Банкны салбарын нийт актив/ДНБ, Зээл/ДНБ, Хадгаламж/ДНБ, Хадгаламж зээлийн хүүний зөрүү, ДНБ-ий өсөлт, нэг хүнд ногдох ДНБ-ий хэмжээ, шинэчлэлт өөрчлөлтийн индекс (хөгжиж буй болон шилжилтийн орнуудын хувьд) болон бусад үзүүлэлтүүдийг өргөнөөр ашигладаг байна. Мөн түүний зэрэгцээ хөрөнгийн захын хэмжээ, түүний төлбөрийн чадварын үзүүлэлтүүдийг загвартаа агуулдаг байна. Үргэлжилсэн цувралын өгөгдлүүдийг ашиглан регрессийн судалгаа хийж эхэлсэн нь амжилтын гол эх үүсвэр болж өгчээ.

5. Монгол улсын санхүүгийн зуучлагчдын хэмжээ болон үйл ажиллагаа

Санхүүгийн зуучлал болон эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлыг судлахын өмнө манай орны санхүүгийн зуучлагчдын харьцангуй болон үнэмлэхүй хэмжээ, зуучлалын болон үйл ажиллагааны түвшингийн талаар товч өгүүлбэ.

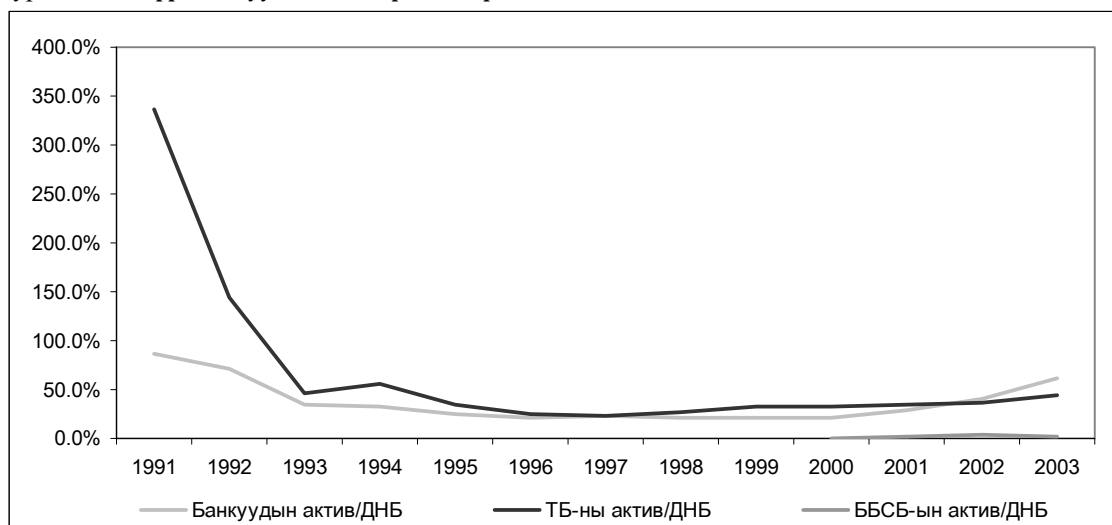
Зураг 1. Санхүүгийн зуучлагчдын харьцангуй хэмжээ



Зах зээлийн системд шилжин орсны дараа манай улсад банкны хоёр шатлалтай тогтолцоо бий болсноос гадна банк бус санхүүгийн байгууллагууд үүсч хөгжсөн юм. Зураг 1.-т санхүүгийн зуучлагчийн үүрэг гүйцэтгэгч Төв банк, банкууд болон ББСБ-уудын активын хэмжээг санхүүгийн байгууллагуудын нийт активын хэмжээнд харьцуулан тухайн санхүүгийн зуучлагчийн харьцангуй хэмжээг харууллаа. Хөгжлийнхөө эхэн үед санхүүгийн салбарт эзлэх активын хэмжээгээр Төв банк (хуучнаар Улсын банк) давамгайлж 80 орчим хувийг эзэлж байсан бол 1991-1993 онуудад шинээр банкууд (арилжааны банкууд) үүсч хөгжихийн зэрэгцээ үйл ажиллагаа нь өргөжин активынх нь хувийн жин 20 хувиас 40 хувь хүртэл өссөн байна. Үүнийг мөн үнэмлэхүй хэмжээнээс ч харж болно (Зураг 2.). Шилжилтийн эхэн үед ДНБ-ий хэмжээг хуучин аргачлалаар тооцдог байснаас шалтгаалан санхүүгийн зуучлагчдын активын хэмжээ ДНБ-ээс хэд дахин их байсныг зургаас харж болно. 1993 оноос шинэ аргачлалаар тооцож эхлэхэд Төв банкны актив ДНБ-ий 46.9 хувь, арилжааны банкуудынх 34.0 хувь байсан байна. Юмыг шинээр эхлэхэд заавал хүндрэл бэрхшээл байдаг. Үүний нэгэн адилаар манай улсад шинээр бүрэлдэн тогтсон банк санхүүгийн салбарт 1993 оноос хямралын үнэр ханхалж эхэлсэн юм. Хямралын шалтгаануудыг судалгааны ажил, илтгэл, өгүүлэл болон бусад олон материал дээр дурьдаж байсан тул энд өгүүлэлгүй өнгөрлөө. Зураг 1., 2.-оос харахад 1993, 1994 онуудад манай улсын банкны хямралын анхны шинж тэмдэг илэрч байсан нь санхүүгийн зуучлагчдын хамгийн гол төлөөлөгч

болох арилжааны банкуудын активын харьцангуй болон үнэмлэхүй хэмжээ буурснаар тайлбарлагдаж болох юм. Тухайн үед Сэлэнгэ, Монгол Хоршоо, Их зам, Төв Ази банкуудын төлбөрийн чадвар болон санхүүгийн байдал хүндэрч улмаар зуучлалынхаа үүргийг алдаж эхэлсэн тул нэгтгэх, татан буулгах үйл ажиллагаанд хамрагдсан байна. 1994-1996 онуудад арилжааны банкуудын активын харьцангуй хэмжээ өсч байсан хэдий ч үнэмлэхүй нь аажмаар буурсаар байлаа. Энэ нь активын чанар муудаж улмаар хямралын ирмэгт тулж ирсний дохио болж байв. 1996 онд банкны салбарт томоохон байр суурийг эзэлдэг Ард, Монгол Даатгал банкуудын санхүүгийн байдал, төлбөрийн чадвар эрс суларснаар банкны салбарын нуугдмал хямрал ил гарч ирсэн бөгөөд олон улсын байгууллагын тусламжтайгаар бүтцийн өөрчлөлт хийж, шинээр Хадгаламж, Сэргээн Босголтын банкуудыг байгуулан санхүүгийн салбарт анхны том цэвэрлэгээг хийсэн байна.

Зураг 2. Санхүүгийн зуучлагчдын үнэмлэхүй хэмжээ

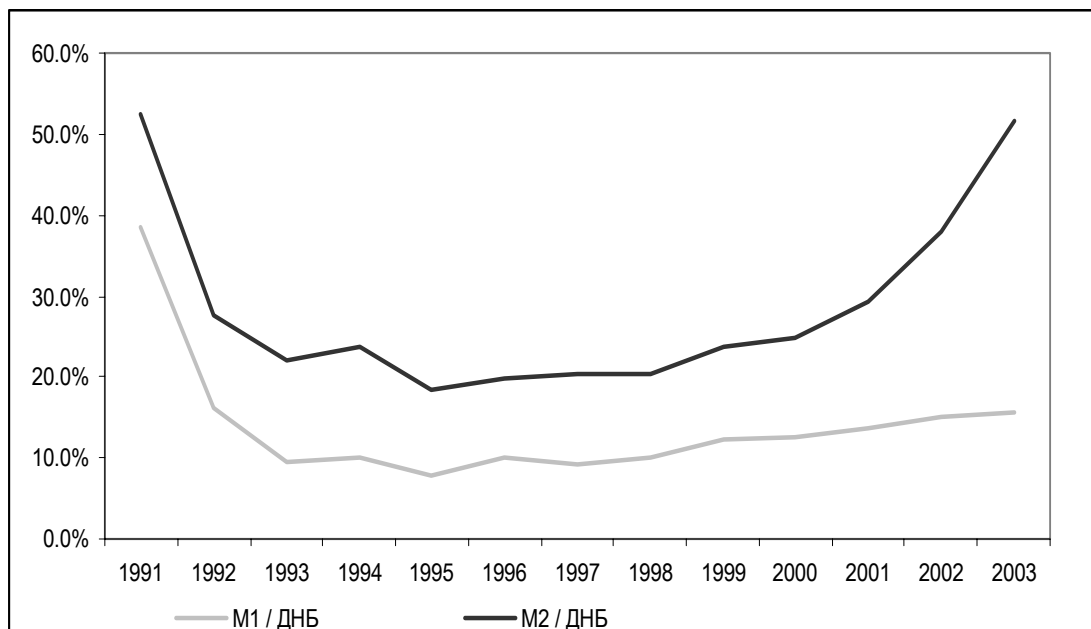


Энэ үйл явдлын дараа буюу 1997 онд банкуудын байдал түр зуур сайжирсан нь активынх нь харьцангуй болон үнэмлэхүй хэмжээ бага зэрэг өссөнөөр тайлбарлаж болох юм. Хэдий тийм ч хямралын үе шат бүрэн дуусаагүй нь 1998, 1999 онуудад дээрх үзүүлэлтүүд огцом унаснаар тайлбарлаж болно. Энэ үед Монгол улсын томоохон банкуудын тоонд ордог ХОТШ, СББ, ХАА банкууд төлбөрийн чадваргүй болж санхүүгийн зуучлалаа алдан улмаар татан буулгах, бүтцийн өөрчлөлтөнд орж хувьчлагдах (ХААН банк) үйл ажиллагаанд хамрагдсан байна. Үүний дараа буюу хямралын байдлаас гарснаас хойш банкны салбарын байдал тогтворжин (2000), цаашид хөгжил нь өргөжин тэлж, түргэссэн нь активын харьцангуй, үнэмлэхүй хэмжээ эрс өссөнөөр тайлбарлаж болно. Түүний зэрэгцээ 2002 оны дунд үеэс банкуудын активын харьцангуй болон үнэмлэхүй хэмжээ өсч, Төв банкныхаас давж гарсан нь санхүүгийн зуучлалын үйл ажиллагаа улам өргөжиж байгааг харуулж байна. Энд нэг зүйлийг нэмж хэлэхэд 2000 оноос эхлэн санхүүгийн байгууллагын нэг хэлбэр болох ББСБ-ууд эрчимтэй хөгжсөн нь активын харьцангуй хэмжээ 0.5 хувиас 4.5 хувь, үнэмлэхүй хэмжээ нь 0.3 хувиас 3.6 хувь хүртэл өссөнөөр харагдаж байна. Харин дээрх үзүүлэлтүүд 2003 онд буурсан нь манай улсад үйл ажиллагаа явуулж байгаа ББСБ-уудаас хамгийн том болох Чингис хаан ББСБ банк болж хувирсантай холбоотой болно. Олон улсын туршлагаас харахад “санхүүгийн актив/ДНБ” харьцаа өндөр байх нь санхүүгийн салбар эрүүл байна гэсэн ойлголт бас биш юм.

Санхүүгийн зуучлалын гол үзүүлэлтийн нэг бол түүний гүнзгийрэл буюу түвшингийн хэмжээг харуулдаг М2/ДНБ-ий харьцаа юм. Шилжилтийн эхэн үед

дээрх үзүүлэлт тооцооны аргачлалын зөрүүнээс шалтгаалан их өндөр байсан бол хямралын жилүүдэд доод түвшинд (20 гаруй хувьд) бага хэмжээгээр тогтвортой хэлбэлзэж, 2000 оноос огцом өсч, 2003 онд 50 гаруй хувьд хүрчээ.

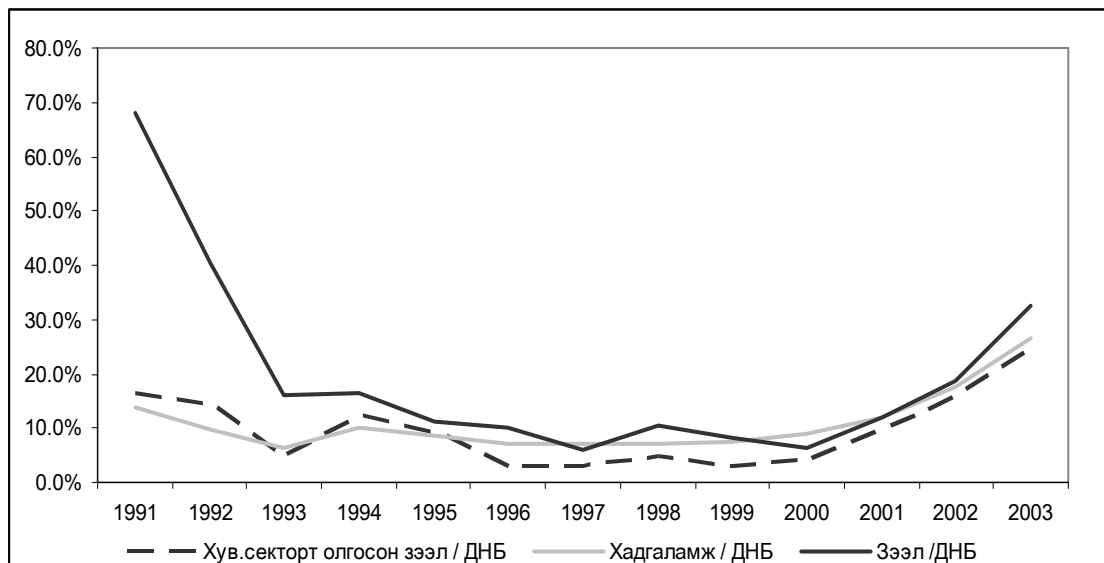
Зураг 3. Санхүүгийн зуучлалын гүнзгийрэл буюу түвшин



1990-ээд онд (1991 оныг эс тооцвол) энэ үзүүлэлт их доогуур түвшинд байсан бөгөөд үүний гол шалтгаан нь эхний ээлжинд удаа дараалсан банкны салбарын хямрал, түүний зэрэгцээ инфляци ба хүлээгдэж буй инфляцийн өндөр түвшин, ханшийн уналт зэрэг болно. Мөн хямралаас үүдсэн банкны салбарын бүтцийн өөрчлөлт болон нэгтгэлийн үйл ажиллагаанууд, гадаадаас шууд зээл авах эх үүсвэртэй олон үндэстний компаниудын өсөлт, зээлийн эрсдэл, дотоодын компаниудын өөрсдийгөө санхүүжүүлэх чиг хандлага, шилжилтийн эхэн үеийн тогтворжилт болон бүтцийн өөрчлөлт нь орлого хуримтлалд түр зуурын таагүй нөлөө үзүүлсэн зэрэг нь санхүүгийн зуучлалыг бага түвшинд байлгахад нөлөөлсөн байж болох юм. Олон улсын жишгээс харахад дээрх үзүүлэлт өндөр байх нь санхүүгийн зуучлал үргэлж өндөр түвшинд чанартай байна гэсэн ойлголт биш юм гэдэг нь нотлогдсон байна.

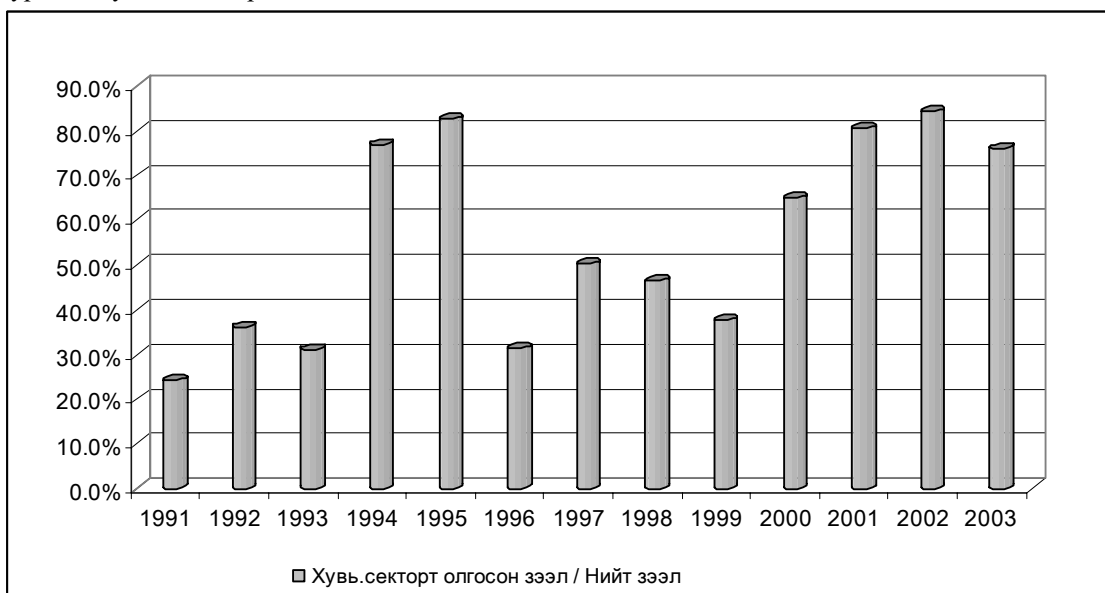
Зээлжүүлэлт буюу санхүүгийн салбараас эдийн засагт оруулж буй хөрөнгө оруулалт болон хадгаламж буюу санхүүгийн салбарын эх үүсвэрийн хэмжээг ДНБ-д харьцуулснаар санхүүгийн зуучлагчдын үйл ажиллагааны түвшинг харуулж болно (Зураг 4). Шинэ тогтолцооны эхэн үед иргэд, хувийн байгууллагуудад хуримтлал бий болж амжаагүй, их бага хэмжээтэй байсан нь хадгаламж ДНБ-ий 10 гаруй хувийг эзэлж байгаагаар тайлбарлагдаж байна. Харин хуучин системээс өвлөгдөж үлдсэн улсын гэх хөрөнгө нь нилээд байж зээлийн эх үүсвэрийн ихэнхийг бүрдүүлж байв. Тухайн үед зээлийн нийт дүн ДНБ-ий 70 орчим хувийг эзэлж байлаа. Дээр дурьдсаны адил тооцооны аргачлалын зөрүүнээс шалтгаалж үзүүлэлтүүд буруу гарсныг үгүйсгэхгүй. Эдгээр үзүүлэлтүүдийн хэмжээ 1991-1993 онуудад огцом унаж (ялангуяа улсын секторт олгосон зээлийнх), 1994 онд бага зэрэг өссөн хэдий ч далд хямралын үед болон хямралын он жилүүдийн эхэн үе болох 1995, 1996 онуудад уналтын байдалд (10 орчим хувь) эргэн орж санхүүгийн зуучлалын үйл ажиллагаа доод түвшиндээ хүрч байв. 1997 онд тогтвортой бага зэрэг өссөн ч хямралын хоёрдугаар үе буюу 1998, 1999 онуудад эргээд уналтын байдалд орсон байна.

Зураг 4. Санхүүгийн зуучлагчдын үйл ажиллагааны үзүүлэлтүүд



Харин 2000 оноос эхлэн тогтвортой өсч эхэлсэн бөгөөд 2003 онд өсөлтийнх нь хурд түргэсч, 30 орчим хувьд хүрчээ. Энэ нь хямралын дараа буюу 2000 оноос манай улсын санхүүгийн салбар эрүүлжиж, зуучлалын үйл ажиллагаа улам гүнзгийрч байгааг харуулж байна. Энд нэг зүйлийг нэмж хэлэхэд 1994, 1995 онуудад улсын секторт олгосон зээлийн хэмжээний огцом бууралтаас шалтгаалан нийт зээлд эзлэх хувийн секторын зээлийн хувийн жин өссөнийг эс тооцвол 2000 оноос эхлэн нийт зээлийн дийлэнх (70-80 хувь) хувийг хувийн секторын зээл эзлэх болсон байна. Энэ нь нэг талаас сүүлийн жилүүдэд хувьчлалын үйл ажиллагаа манай улсад эрчимтэй явагдсан, нөгөө талаас санхүүгийн салбарын харьцангуй болон үнэмлэхүй хэмжээ эрс өсч зуучлалын үйл ажиллагаанд дэвшил гарсаар байгааг харуулж байна. Тэгээд ч дэлхийн улс орнуудын туршлагаас харахад хувийн сектор эдийн засгаа авч явдагийн адил манай улс ч гэсэн тийм л замыг сонгон явж байна. Төв банкны зүгээс хуулийн хүрээнд хувийн секторт зээл олгодоггүй учир бусад санхүүгийн зуучлагчдын хувийн секторт олгосон зээлийг ДНБ-д харьцуулан судалгаандаа ашиглах нь илүү оновчтой юм.

Зураг 5. Хувийн секторт олгосон зээлийн хэмжээ



Эцэст нь хэлэхэд шилжилтийн орнуудын санхүүгийн зуучлалын үзүүлэлтүүд доогуур байгаа нь олон зүйлээс шалтгаалж байсан байна. Шилжилтийн эхэн үед дэх эдийн засгийн уналт (манай орны хувьд 9 гаруй хувь) буюу эдийн засгийн зогсонги байдал нь хамтын өмчлөлийн хүрээнд нийтийг хамарсан муу өр зээлийн асуудалд хүргэж, улмаар банкуудын зээлийн багцыг их хэмжээгээр бууруулахад хүргэсэн байна. Мөн хадгаламж/ДНБ-ний харьцаа доогуур байгаа нь зуучлалын үйл ажиллагааг ямар түвшинд байгааг харуулж байна. Түүний зэрэгцээ манай улсын хувьд хөрөнгийн зах зээлийн хөгжил сул байгаа нь санхүүгийн зуучлалын түвшинг доогуур байгааг илтгэж байна.

6. Өгөгдөл

Санхүүгийн салбар ба эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлыг тогтоохдоо судлаачид загвартаа эдийн засгийн өсөлт буюу нэг хүнд ногдох ДНБ-ий өсөлт, санхүүгийн байгууллагуудын харьцангуй болон үнэмлэхүй хэмжээ, хүү, зээл (хувийн секторт олгосон зээл), засгийн газрын хэмжээ, гадаад худалдаа, инфляци, боловсролын түвшин (ялангуяа дунд шатны), хар захын урамшуулал (black market premium), хэрэглээ, хөрөнгө оруулалт гэх мэт эдийн засаг, нийгмийн олон үзүүлэлтүүдээс түүвэрлэн хамруулсан байдаг. Зарим судлаачид шилжилтийн орнуудын хувьд бүтцийн өөрчлөлтийн индексүүдийн дундажийг ч ашигласан байх жишээтэй. Бүтцийн өөрчлөлтийн индекс үнийн сааржилтын индекс, ханш болон гадаад худалдааны саармагжилтын индекс, их ба бага хувьчлалын индекс, бодлогын өрсөлдөөний индекс зэргийг агуулсан байна (EBRD Transition reports).

Манай улсын санхүүгийн (банкны) салбарын хөгжил болон эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлыг тодорхойлохдоо дараахь үзүүлэлтүүдийг улирлаар авч ашиглав. Эдийн засгийн хөгжлийг бодит ДНБ-ий хэмжээгээр (Y), санхүүгийн салбарын хөгжлийг тоон болон чанарын үзүүлэлтүүдээр буюу санхүүгийн салбарт эзлэх банкуудын активын хэмжээ (BA), зээл-хадгаламжийн хүүний зөрүү (I), нийт зээлд эзлэх хувийн секторт олгосон зээлийн хэмжээ (CP), бүтцийн өөрчлөлтийн индексүүдийг төлөөлүүлэн инфляци (P), гадаад худалдаанд эзлэх экспортын хэмжээ (E) зэргээр илэрхийлэв. Үзүүлэлт бүрийн онцлогийн талаар товч дурьдяа. Үзүүлэлтүүдийн хамрах хүрээ нь 1993 оны нэгдүгээр улирлаас 2003 дөрөвдүгээр улирал бөгөөд үзүүлэлтүүдийг логарифмчлэн тусгасан болно.

- Хүн амын өсөлт улирлаар гардаггүй учир нэг хүнд ногдох ДНБ-ий бодит өсөлтийг авалгүй ДНБ-ий улирлын бодит хэмжээг (Y) тусгалаа.
- Санхүүгийн зуучлагчдын тоон үзүүлэлтийг төлөөлүүлэн санхүүгийн салбарт эзлэх банкуудын активын хэмжээг (BA) орууллаа.
- Зээл-хадгаламжийн хүүний зөрүү (I) нь банкны салбарын чанарын үзүүлэлт бөгөөд түүний бүтээмжийг тодорхойлогч гол үзүүлэлтүүдийн нэг юм. Түүний зэрэгцээ тус салбар дахь үйл ажиллагааны өртөгийг тусгадаг. Хэрэв үйл ажиллагааны өртөгийн бууралтаас шалтгаалан зөрүүний хэмжээ багасвал хуримтлал хөрөнгө оруулалтыг өсгөх болно. Хөрөнгө оруулалт нь өсөлттэй эерэг хамааралтай учраас үйл ажиллагааны бууралт нь эдийн засгийн өсөлтийг түргэсгэж чадна. Мөн хүүний зөрүү нь эдийн засаг дахь зээлдэгчдийн чанар сайжрахад нөлөө үзүүлдэг.
- Банкуудын нийт зээлд эзлэх хувийн секторт олгосон зээлийн хэмжээг (CP) тоон өгөгдлийн хүндрэлээс шалтгаалан тухайн улиралд олгосон зээлийн хэмжээгээр биш харин зээлийн өрийн үлдэгдлээр тооцон орууллаа.
- Бүтцийн өөрчлөлтийн индексүүдийг төлөөлүүлэн үнийн саармагжилтыг инфляциар (P), гадаад худалдааны байдлыг экспортын хувийн жингээр (E) илэрхийллээ. Тоон өгөгдөл, дүгнэх аргачлалын хүндрэлээс шалтгаалан хар захын урамшуулал, бодлогын өрсөлдөөн зэрэг бусад үзүүлэлтүүдийг оруулж тооцоогүй болно.

7. Загварчлал ба үр дүн

Эдийн засгийн өсөлт ба санхүүгийн хөгжлийн хамаарлыг дараахь загвар дээр үндэслэсэн болно.

$$GROWTH_i = \beta_0 + \beta_1 FINANCE + \beta_2 [CONDITIONING SET] + \beta_3 DUMMY + u_i$$

Хамааралтай хувьсагч буюу *GROWTH*-т эдийн засгийн бодит өсөлтийг, *FINANCE*-т хүүний зөрүү, хувийн секторт олгосон зээл, банкуудын активын хэмжээг тус тус оруулж тооцсон болно. *CONDITIONING SET*-т үнэ, экспортын хэмжээг тусгалаа. Хэдийгээр ихэнх судлаачид санхүүжилт-өсөлт хоёрын хамаарлыг улс хоорондын дунд хийсэн регресс болон динамик огтлолцолын шинэжилгээн дээр үндэслэн тогтоодог боловч энэ удаагийн судалгааг энгийн регресс дээр тулгуурлан хийлээ. Регрессийг хийхдээ голчлон санхүүгийн үзүүлэлтүүдийн ач холбогдлыг хугацааны хоцролттойгоор (lag) авч үзсэн болно. Үнэ, экспортын хэмжээ төдийлөн үр дүн өгөөгүй учир хасч тооцов. Түүний зэрэгцээ резидуал (residual) үлдэгдлийн алдааг засварлахдаа дамми (dummy) хувьсагчуудыг ашигласан болно. Одоо үр дүнг доор харуулъяа. Корреляцийг AR болон MA –ийн тусламжтайгаар засварлав.

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 10/12/04 Time: 16:36

Sample (adjusted): 1994Q3 2003Q4

Included observations: 38 after adjustments

Convergence achieved after 17 iterations

Backcast: 1992Q1 1992Q4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.667936	0.436510	22.14826	0.0000
CP(-1)	-0.176628	0.024094	-7.330894	0.0000
I(-2)	-0.156961	0.027921	-5.621676	0.0000

BA	0.285160	0.045922	6.209618	0.0000
D1	-0.087876	0.031625	-2.778666	0.0100
D2	0.078152	0.028964	2.698259	0.0121
D3	0.057103	0.019670	2.903040	0.0074
D4	-0.100530	0.028853	-3.484237	0.0018
D5	-0.120523	0.026786	-4.499466	0.0001
Y(-2)	-0.714544	0.070380	-10.15266	0.0000
AR(4)	0.952483	0.008543	111.4992	0.0000
MA(4)	-0.956381	0.025172	-37.99422	0.0000
<hr/>				
R-squared	0.991259	Mean dependent var	4.997133	
Adjusted R-squared	0.987560	S.D. dependent var	0.224072	
S.E. of regression	0.024992	Akaike info criterion	-4.288462	
Sum squared resid	0.016239	Schwarz criterion	-3.771329	
Log likelihood	93.48077	F-statistic	268.0293	
Durbin-Watson stat	2.130803	Prob(F-statistic)	0.000000	
<hr/>				
Inverted AR Roots	.99	-.00+.99i	-.00-.99i	-.99
Inverted MA Roots	.99	.00+.99i	-.00-.99i	-.99
<hr/>				

Дээрх регрессийн тэгшитгэлээс харахад хувийн секторт олгосон зээл, хүүний зөрүү хоёр эдийн засгийн өсөлттэй мэдэгдэхүйц сөрөг харин банкуудын активын хэмжээ эерэг хамааралтай байна. Онолын хувьд банкуудын активын хэмжээ болон зээл өсөлттэй эерэг хамааралтай байдаг хэдий ч энэ удаагийн судалгаагаар зээл сөрөг хамааралтай гарлаа. Регрессийг олон хэлбэрээр хэд хэдэн хугацааны хоцролттойгоор хийсэн хэдий ч зээлийн хувьд сөрөг хамааралтай гарсан нь байдлыг тодорхой бус болгож байна. Магадгүй шилжилтийн орнуудын хувьд бүтцийн өөрчлөлт, банкны салбарын удаа дараалсан хямрал, өндөр инфляци зэрэг нь дээрх үр дүнд хүргэсэн байж болох талтай. Үүнийг олон судлаачид баталсан байдаг. Энэ судалгаагаар илэрсэн онцлог зүйл бол дамми (D) хувьсагчдын тайлбар юм. Тухайлбал,

- D1 нь 1994 оны 4-р улирал. Энэ үед Монгол Хоршоо банкыг татан буулгаж Ардын банкттай, Сэлэнгэ банкыг татан буулгаж ХОТШ банкттай нэгтгэсэн байна.
- D2 нь 1996 оны 4-р улирал. Тухайн үед Ардын болон Монгол Даатгал банкуудыг татан буулгаж, шинээр СББ, Хадгаламийн банкуудыг бий болгосон.
- D3 нь 1998 оны 1-р улирал. Монгол Бизнес, Эдийн Тэнгэр банкууд татан буугдсаны зэрэгцээ СББ-ны төлбөрийн чадвар эрс муудсан.
- D4 нь 2000 оны 1-р улирал. Банкуудын дүрмийн санг 2000 оны 6-р сарын 1-ээс эхлэн 2 тэрбум төгрөгөөр тогтоосонтой холбогдуулан банкууд дүрмийн сангаа нэмж эхэлсэн.
- D5 нь 2001 оны 2-р улирал. СББ, ХОТШ банкуудын актив пассив хөрөнгийг өр барагдуулах албанд шилжүүлсэн, ББСБ-ын дүрмийн санг шинэчлэн тогтоосон, Чингис хаан банкинд зөвшөөрөл олгосон зэрэг үйл явдлууд болжээ.

Дээрх үйл явдлууд нь эерэг, сөрөг үр дагавруудыг агуулж, судалгаанд нөлөө үзүүлсэн нь тухайн үед болсон үйл явдлуудаар тайлбарлагдаж байна. Хүүний зөрүүний хувьд онолоор ч судалгаагаар ч эдийн засгийн өсөлттэй сөрөг хамааралтай байдаг буюу гарчээ. Хүүний зөрүү их байх нь санхүүгийн салбарын хөгжил дэх шинэчлэлийг удаашруулдаг сул талтайг анхаарах хэрэгтэй. Сүүлийн үеийн онолоор өсөлт банкны салбарын активын хэмжээнээс төдийлөн

хамаардаггүй гэсэн хэдий ч энэ судалгаагаар мэдэгдэхүйц эерэг хамааралтай гарсан нь шилжилтийн орнуудын бас нэгэн онцлог болно.

Одоо Granger Causality-ийн тестээр манай улсын санхүүгийн салбарын хөгжил эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлын чиглэлийг тогтооё.

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 10/13/04 Time: 12:36

Sample: 1993Q1 2003Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
CP does not Granger Cause Y	42	2.81403	0.07284
Y does not Granger Cause CP		0.20074	0.81901
I does not Granger Cause Y	42	11.8060	0.00011
Y does not Granger Cause I		1.16673	0.32258
BA does not Granger Cause Y	42	2.30552	0.11386
Y does not Granger Cause BA		2.79892	0.07380

Тестээс харахад зээл, хүүний зөрүүний хувьд чиглэл нь санхүүгийн салбараас эдийн засаг уруу тэмүүлсэн байна. Харин банкны активын хувьд тодорхой бус байна.

8. Дүгнэлт

Монгол улсын санхүүгийн салбарын хөгжил ба эдийн засгийн өсөлт хоёрын хамаарлыг харуулан судлагаанаас дараахь дүгнэлтэнд хүрэв. Үүнд :

- Тоон өгөгдлийн цувралын хэмжээний багаас шалтгаалан үр дүн зөрүүтэй гарсныг өгүйсгэхгүй.
- Улс хоорондын регресс, динамик огтлолцолын шинжилгээг ашиглалгүй энгийн регрессээр тооцсон нь судалгааны ач холбогдлыг багасгасныг мөн өгүйсгэхгүй.
- Нийт зээлд эзлэх хувийн секторт олгосон зээлийн хэмжээ статистикийн хувьд мэдэгдэхүйц байгаа хэдий ч тэмдэгийн хувьд эсрэг байгаа шилжилтийн орнуудад нийтлэг тохиолдсон бүтцийн өөрчлөлт, үнийн хөөрөгдөл болон банкны салбарын хямралтай холбоотой болов уу.
- Хүүний зөрүү нь статистикийн хувьд мэдэгдэхүйц, тэмдэгийн хувьд онолын дагуу гарсан бөгөөд их байх тусам банкны салбарын шинэчлэл өөрчлөлтийг удаашруулдагийг мартаж болохгүй.
- Шилжилтийн болон зарим хөгжиж буй орнуудын нэгэн адилаар санхүүгийн салбарт эзлэх банкны активын хэмжээнээс манай улсын эдийн засгийн өсөлт эерэг хамааралтай байна.
- Дамми хувьсагчуудыг ашигласан нь манай улсын санхүүгийн салбарт гарсан бүтцийн том том өөрчлөлтүүдтэй хугацааны хувьд таарлаа.
- Манай улсын хувьд санхүүгийн хөгжлөөс эдийн засгийн өсөлт үрүү чиглэсэн хамаарал байдаг нь судалгаагаар тогтоогдлоо.

Хавсралт 1. Судалгаанд хамрагдсан үзүүлэлтүүдийн болон судалгааны үр дүнгийн графикууд

