

Әл-Фараби атындағы Қазақ Ұлттық Университеті

ӘОК 338.34:336.77.067.22

Қолжазба құқығында

ДАРИБАЕВА МЕРУЕРТ ЖУМАБАЕВНА

**Қазақстан Республикасының қаржы нарығының динамикасына
экономикалық факторлардың әсері**

6D050600 – Экономика

Экономика ғылымдарының PhD докторы ғылыми дәрежесін алу үшін
дайындалған диссертация

Ғылыми кеңесшілер:
э.ғ.д., доцент Спанкулова Л.С.
доктор Ph.D., профессор М.А. Эль-Ходири

Қазақстан Республикасы
Алматы, 2013

МАЗМҰНЫ

БЕЛГІЛЕУЛЕР МЕН ҚЫСҚАРТУЛАР.....	4
КІРІСПЕ.....	5
1 ЭКОНОМИКАЛЫҚ ФАКТОРЛАР ТЕРБЕЛІСТЕРІНІҢ ҚАРЖЫ НАРЫҒЫНА ӘСЕРІН БАҒАЛАУДЫҢ ТЕОРИЯЛЫҚ НЕГІЗДЕРІ.....	9
1.1 Қаржы нарығының экономикалық мәні, құрылымы және атқаратын қызметтері.....	9
1.2 Негізгі экономикалық факторлар және олардың қаржы нарығымен өзара байланысы.....	18
1.3 Экономикалық факторлардың қор нарығына әсерін зерттейтін модельдер.....	34
2 ЭКОНОМИКАЛЫҚ ФАКТОРЛАРДЫҢ ҚАЗАҚСТАН РЕСПУБЛИКАСЫНЫҢ ҚОР НАРЫҒЫНА ӘСЕРІН ТАЛДАУ ЖӘНЕ БАҒАЛАУ.....	65
2.1 Қазақстан қор нарығындағы жағдай: талдау және бағалау.....	65
2.2 Экономикалық факторлар тербелістерінің Кәсіп қор биржасының динамикасына әсерін регрессиялық талдау.....	77
2.3 Қазақстан қор нарығына әсер етуші экономикалық факторлардың теңгерімділігін қамтамасыз етудегі мемлекеттің атқаратын рөлі.....	84
3 ЭКОНОМИКАЛЫҚ ФАКТОРЛАР ТЕРБЕЛІСТЕРІНІҢ ЖАҒДАЙЫНДА ҚАЗАҚСТАН РЕСПУБЛИКАСЫ ҚАРЖЫ НАРЫҒЫНЫҢ АРТЫҚШЫЛЫҚТАРЫ МЕН ДАМУ БОЛАШАҒЫ.....	98
3.1 Экономикалық факторлар тербелістерінің әсері шарттарында қаржы нарығын тұрақты дамыту стратегиясын қабылдаудың артықшылықтары.....	98
3.2 Экономикалық факторлар тербелістерінің циклдік өзгерістері жағдайындағы Қазақстанда жоғары индустриалды экономиканы қалыптастыру жолдары.....	104
ҚОРЫТЫНДЫ.....	111
ПАЙДАЛАНЫЛҒАН ӘДЕБИЕТТЕР ТІЗІМІ.....	114
ҚОСЫМШАЛАР.....	153

БЕЛГІЛЕУЛЕР МЕН ҚЫСҚАРТУЛАР

АҚ	акционерлік қоғам
АҚШ	Америка Құрама Штаттары
ЕДБ	екінші деңгейлі банктер
ЖҰӨ	жалпы ұлттық өнім
ЖІӨ	жалпы ішкі өнім
ҚР	Қазақстан Республикасы
ҚБА	Қазақстан бағалаушылар ассоциациясы
ТМД	тәуелсіз мемлекеттер достастығы

КІРІСПЕ

Зерттеу тақырыбының өзектілігі. Экономикалық қатынастардың тұрақтылығы кез келген мемлекеттің қарқынды даму негізі болып табылады. Нарықтық экономиканың жаһандануы жағдайында экономикалық факторлардың өзгерістері жалпы Қазақстан Республикасының әлемдік нарықтық қатынастар жүйесінде бәсекеге қабілеттілігін сақтап тұруда өте маңызды болып табылады. Қаржы нарығының жаһандануы мен әлемде бәсекелестік артықшылықта болу әр мемлекеттің экономикалық тұрақтылығына тікелей әсерін тигізеді. Қаржы нарығының динамикасы макродеңгеймен қатар, микродеңгейде де үлесі зор. Қаржы нарығының қызмет етуінің негізі ретінде, ең алдымен, аталған нарықта қаржылық ресурстар шоғырлануын және оларға әсер ететін экономикалық факторлардың тербелістерінің арасындағы өзара байланыстың теңгерімділігін айтуға болады.

Экономикалық факторлардың тербелістері жағдайында кез келген қаржы нарығында ақша қаражаттарының ағымын меншік иелерінен қарыз алушыларға бағыттап отыратын қаржы институттары негізгі рөлді атқарады. Онда төлем құралдары мен бағалы қағаздар тауар ретінде колданылады. Қаржы ресурстарының сатушылары мен сатып алушылары арасындағы тікелей байланысты орнатуға бағытталған қаржылық, әрі іскерлік қатынастар жиынтығы - қаржы нарығы болып табылады. Көптеген әлеуметтік-экономикалық үрдістер реттеліп, оның ішінде капиталдың инвестициялануы мен халықтың қаражаттарының мобилизациялануы жататын қаржы нарығы заманауи экономика дамуында маңызды роль атқарады. Ал бұл қор нарығының қызмет етуінің алғышарты болып табылады.

Еліміздің Президенті Нұрсұлтан Назарбаев «Жаңа әлемдегі жаңа Қазақстан» атты халыққа Жолдауында мемлекеттің қазіргі жағдайы мен оның сыртқы және ішкі саясаттың даму факторларын анықтады және қаржы жүйесінің дамуының негізі ретінде тиімді қызмет ететін қор нарығын құруды атап өтті. Бұл қор нарығы арқылы халықтың бос ақша қаражаттарын бағалы қағаздарға инвестициялауға жұмылдыруға ынталандыру болып табылады [1].

Экономикалық факторлардың теңгерімділігін қамтамасыз етуде қаржы нарығының, оның ішінде қор нарығы қызметінің тиімді жүргізілуі үшін мемлекеттік деңгейде әсер беретін механизм қажет. Сол себепті «Қазақстан Республикасының 2003-2015 жылдарға арналған Стратегиялық индустриалды-инновациялық дамуында» қор нарығының стратегиялық дамуы ең маңызды нарықтық жаңғыртуларға жататыны ерекше атап көрсетіледі [2]. Аталған міндеттің шешімі ретінде ішкі институционалды инвесторларды дамыту қажет, сонымен қатар қор нарығының техникалық инфрақұрылымының тиімді қазмет етуін қамтамасыз етіп, сонымен қатар көп деңгейлі реттеу жүйесін дамыту қажет.

Қазақстан қор нарығының дамуына халықтың бос ақша қаражаттарын жұмылдырып, тартуда қаржылық делдалдардың арасында жоғары білікті мамандардың санын арттыру маңызды. Қор нарығына деген халықтың ғана

емес, кәсіпорындардағы менеджерлердің де сенімі өте төмен болуы, олардың өз акцияларын ашық нарықта сату-сатып алу операцияларын жүргізуден бас тартуына, сондай-ақ аталған үрдістің қосымша инвестиция көзі екендігіне сенімсіз қарайды.

Экономикалық факторлардың жиі өзгерістері қазіргі таңда Қазақстан қор нарығын дамыту мақсатында ұзақ мерзімді инвестициялық стратегия жасау қажеттілігін туындатады және бұл бағытта фундаменталды зерттеулер көмегімен сценарийлерді ұсыну зерттеудің өзектілігін көрсетеді.

Қор нарығы арқылы экономиканың нақты секторына қайта бөлінетін ресурстардың нақты үлесі, инвестициялық қорлардың Қазақстандағы әлеуметтік және экономикалық мәселелерді шешудегі рөлі мен орны толыққанды анықталмаған. Осыған орай экономикалық факторлардың өзгермелілігі шарттарында қор нарығының нақты тиімді қызмет ету моделін құруда, сонымен қатар, оның өзіне тән ерекшеліктері мен инфрақұрылымы туралы сұрақтар әлі де пікірталас тудырады. Қор нарығына мемлекеттің араласуы анықталғанымен де, әлі күнге дейін оның нақты механизмі нақтыланбаған, сонымен қатар Қазақстан қор нарығының басқа да дамушы мемлекеттер арасында бәсекеге қабілеттілігінің барлық мүмкіндіктері толыққанды зерттелмеген.

Қазақстандағы трансформациялық үрдістерге стратегиялық көзқарас қажет. Осы мақсатта өткен және болашақ кезеңдерді бағалап, қор нарығының тиімді қызметін ұйымдастыруда объективті және субъективті экономикалық факторларды анықтау қажеттілігі туындап отыр. Аталған факторлар шетелдік және отандық экономикалық әдебиеттерде әрдайым талқыланатын сұрақтардың шешу қажеттілігін алдын ала анықтайды.

Жоғарыдағы факторларға негізделі отырып, қаржы нарығы, оның ішінде қор нарығының мәселелері жөніндегі зерттеулердің қажеттілігі диссертация тақырыбының өзектілігін көрсетеді.

Тақырыптың ғылыми зерттелу дәрежесі. Тиімді қор нарығын қалыптастыру мәселелерінің ғылыми тұрғыда қарастыру кешенді, әрі жүйелі түрде шетелдік және қазақстандық ғалымдардың еңбектері теориялық негіз ретінде қолданылды. Диссертациялық жұмыста қор нарығының экономикалық өсуге әсерін зерттеген, жалпы экономиканың стратегиялық дамуымен айналысатын келесі шетелдік ғалымдардың еңбектері қарастырылды: Г.Александр, И.Ансофф, Э.Бредли, Р.Брейли, Б.Вильямс, Д.Гарнер, Х.Зингер, Б.Карлофф, Дж.М.Кейнс, Д.Кидуэлл, С.Майер, Р.Манн, Г.Марковиц, Д.Маршал, Р.Мюррей, Э.Найман, П.Самуэльсон, Р.Тьюлз, Ф.Дж.Фабоцци, Дж.Фостер, У.Шарп, Д.Шнайдер, А.Элдер, және т.б. аталған авторлар осы маңызды теориялық және тәжірибелік мәселенің тиімді шешілуіне үлес қосқан.

Ресейлік ғалымдардың да бірқатар теориялық қорытындылары мен нақты жағдайларды талдайтын еңбектері де өте маңызды: А.Е.Абрамов, М.А.Алексеев, Б.И.Алехин, А.В.Аникин, А.И.Басов, А.Н.Буренин, В.А.Галанов, Е.Ф. Жуков, В.И.Колесников, Д.С.Львов, Я.Миркин, В.Д.Миловидов, М.В. Романовский, Б.Б.Рубцов, Т.С.Селеванов.

Аталған мәселелердің түрлі аспектілері қазақстандық ғалымдар: Г.Т.Абдрахманова, А.А. Адамбекова, А.К.Арыстанов, У.Б.Баймуратов, В.Ю.Додонов, А.Е.Есентугелов, А.Б.Зейнельгабдин, Ж.О.Ихданов, М.Б. Кенжегузин, А.К.Кошанов, К.Е.Кубаев, С. Құлпыбаев, В.Д.Ли, В.Д. Мельников, Е.А. Никифорова, Г.С.Сейткасымов, Р.О. Смагулова, А.К. Тусаева, Г.Н.Шалгимбаева, Д.А. Шыныбековтың және басқа да авторлардың еңбектерінде қарастырылған.

Алайда, тұрақсыздық шарттарындағы нарықтық қатынастар жағдайында экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығы, оның ішінде қор нарығының динамикасына әсерін бағалау, мәселенің күрделілігіне байланысты, бірқатар теориялық және әдістемелік аспектілері толыққанды қарастырылмаған. Сондықтан да жоғарыда аталған ғалымдардың еңбектерін басшылыққа ала отырып, Қазақстан экономикасының ерекшеліктерін ескере келе, автор өз пікірін жаңа тұрғыдан қарастыруды жөн көрген. Осыған орай осы диссертациялық жұмыстың тақырыбының таңдалуы орынды деп есептейміз.

Зерттеу жұмысының мақсаты мен міндеттері. Зерттеудің мақсаты экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығына, оның ішінде қор нарығы динамикасына әсерін теориялық-әдістемелік және ғылыми-тәжірибелік тұстарын зерттеп, экономикалық факторлар теңгерімділігін қамтамасыз ету бойынша ұсыныстар жасау болып табылады. Аталған мақсатқа жету үшін зерттеудің алдында келесідей міндеттер анықталған:

- экономикалық факторлар тербелістері жағдайында қаржы нарығының экономикалық мәні, құрылымы және атқаратын қызметтерін теориялық және әдістемелік негіздерін анықтау;
- экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығы динамикасына әсерін бағалау саласында теориялық аппаратын анықтау және толықтыру;
- Қазақстан Республикасының қаржы нарығы, оның ішінде қор нарығының динамикасына әсер ететін экономикалық факторларды анықтап, олардың қор нарығына әсерін анықтау;
- Қазақстан қор нарығына әсер етуші экономикалық факторлардың теңгерімділігін қамтамасыз етудегі мемлекеттің атқаратын рөлін анықтау.

Зерттеу жұмысының пәні мен объектісі. Зерттеу жұмысының пәні – экономикалық факторлар тербелісінің әсерін бағалау үрдісі мен қаржы нарығы қатысушылары арасындағы экономикалық қатынастар алынады.

Зерттеу объектісі Қазақстан Республикасының қаржы нарығы, оның ішінде KASE қор биржасы болып табылады. Зерттеу жұмысының хронологиялық шеңбері елімізде нарықтық қатынастар үрдісінің қалыптасуынан бастап бүгінгі күнге дейінгі аралықты қамтиды.

Диссертациялық жұмыстың теориялық және әдістемелік негізі ретінде әлемдік экономикалық ғалымдардың еңбектері, отандық және шетелдік ғалымдар монографиялары мен мақалалары, бағалы қағаздар нарық қатынастарын реттейтін заңнамалық және нормативтік-құқықтық құжаттар алынды.

Диссертациялық зерттеу барысында жүйелік, логикалық, статистикалық, сандық және сапалық талдау әдістері пайдаланылды.

Ақпараттық база ретінде ҚР Президентінің жарлықтары, ҚР Үкіметінің қаулылары, басқа да нормативтік құжаттар, Қазақстан Республикасының Статистика жөніндегі агенттіктің мәліметтері, Қазақстан қор биржасының материалдары және т.б. пайдаланылды

Зерттеу жұмысының ғылыми жаңалығы. Жүргізілген зерттеулер негізінде нарықтық экономика мен әлемдік қаржылық дағдарыстан кейінгі жағдайда экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығының динамикасына әсерін басқару және бағалаудың ғылыми мәселесі теориялық тұрғыдан негізделіп, оны шешетін жаңа перспективті бағыттар жасалынып, ұсынылды.

1. Шетел және отандық ғалымдардың тәжірибесі мен жұмыстарына сүйене отырып, экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығы динамикасына әсерін басқару саласында жаңа ғылыми теориялық құрылымдар ұсынылған, атап айтқанда:

- экономикалық факторлар тербелістері жағдайында Қазақстан қаржы нарығының құрылымы анықталған;
- экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығы динамикасына әсерін бағалау негіздері теория жүзінде негізделген, жіктелген және олардың нарықтағы орнын анықтау үшін «экономикалық факторлар тербелісі – нарық динамикасы» өзара қатынас сызбасы енгізілген;
- экономикалық факторлар тербелісі және оларды бағалау үрдістеріне жаңа көзқарас негізінде экономикалық факторлар барынша жалпы жіктемелік белгілерін қамтитын жіктелуі ұсынылған;

2. жетекші елдердің нарықтық капиталдануының негізгі экономикалық факторлары анықталған.

3. қор нарығы тиімділігінің сызбасы ұсынылған.

4. қор нарығына әсер ететін экономикалық факторлары анықталған

Қорғауға шығарылған негізгі тұжырымдар. Қорғауға экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығы динамикасына әсерін бағалау бойынша теориялық және әдістемелік жаңа жетілдірілген тәсілдер шығарылады:

- экономикалық факторлар тербелістері жағдайында қаржы нарығының экономикалық мәні, құрылымы және атқаратын қызметтерін теориялық және әдістемелік негіздерінің заманауи нақтыланған үлгісін көрсету;
- экономикалық факторлар тербелісінің қаржы нарығы динамикасына әсерін бағалау саласында теориялық аппаратының жаһандық үрдістерге сәйкес құрылымын көрсету;
- Қазақстан Республикасының қаржы нарығы, оның ішінде қор нарығының динамикасына әсер ететін экономикалық факторларды анықтап, олардың қор нарығына анықталған нәтижелері;
- Қазақстан қор нарығына әсер етуші экономикалық факторлардың теңгерімділігін қамтамасыз етудегі мемлекеттің анықталған рөлін тұжырымдау.

Зерттеу жұмысының ғылыми-тәжірибелік маңыздылығы.

Диссертацияда берілген ұсыныстар мен қорытындылар ҚР қор нарығын жетілдіру бойынша теориялық-тәжірибелік міндеттерді шешуге бағытталған. Ғылыми еңбектің материалдары мен нәтижелерін экономика саласында одан әрі теориялық таңдауда, сондай-ақ экономикалық білім беру жүйесінде арнайы курс жүргізгенде және жоғарғы оқу орындарында жүргізілетін кейбір мамандандырылған курстарға әдістемелік негіз ретінде пайдалануға болады. Диссертациялық жұмыстың нәтижелері мен қорытындылары зерттеу тақырыбын ғылыми тұрғыдан жалғастырғанда қолданылуына болады.

Зерттеу нәтижелерін қор нарығын, сонымен қатар қаржы және несие мамандарын дайындайтын жоғары оқу орындарында пайдалануға болады.

Алынған нәтижелердің экономикалық маңызы. Жүргізілген зерттеулер арқылы қор нарығының теориялық және құқықтық тараптарын бірыңғай етуге; осы нарыққа әсер ететін экономикалық факторларды ескере отырып, қор нарығының тиімді үлгісін құруға; ҚР қор нарығының мемлекеттік реттеуді дұрыс бағытта жүргізуге мүмкіндік береді.

Зерттеу нәтижелерінің жарияланымы. Жұмыстың негізгі мазмұнын айқындайтын зерттеудің басты қорытындылары республикалық басылымдарда жарық көрген мақалаларда көрініс тапты. Диссертация тақырыбы бойынша барлығы 11 ғылыми жұмыс жарыққа шығарылған, соның ішінде Скопус (Scopus) компанияларының мәлеметтер базасына кіретін 2 ғылыми мақала, Қазақстан Республикасының білім және ғылым саласындағы бақылау комитетінің нұсқауындағы экономикалық басылымдарда 3 ғылыми мақала, шетел басылымдарында 1 мақала және 5 мақала халықаралық ғылыми-тәжірибелік конференцияларда жарияланды.

Ғылыми жұмыстың құрылымы мен көлемі. Зерттеу жұмысы кіріспеден, үш бөлімнен, қорытынды және пайдаланылған әдебиеттер тізімінен, оның ішінде 13 кесте, 20 суреттен тұрады.

1 ЭКОНОМИКАЛЫҚ ФАКТОРЛАР ТЕРБЕЛІСТЕРІНІҢ ҚАРЖЫ НАРЫҒЫНА ӘСЕРІН БАҒАЛАУДЫҢ ТЕОРИЯЛЫҚ НЕГІЗДЕРІ

1.1 Қаржы нарығының экономикалық мәні, құрылымы және атқаратын қызметтері

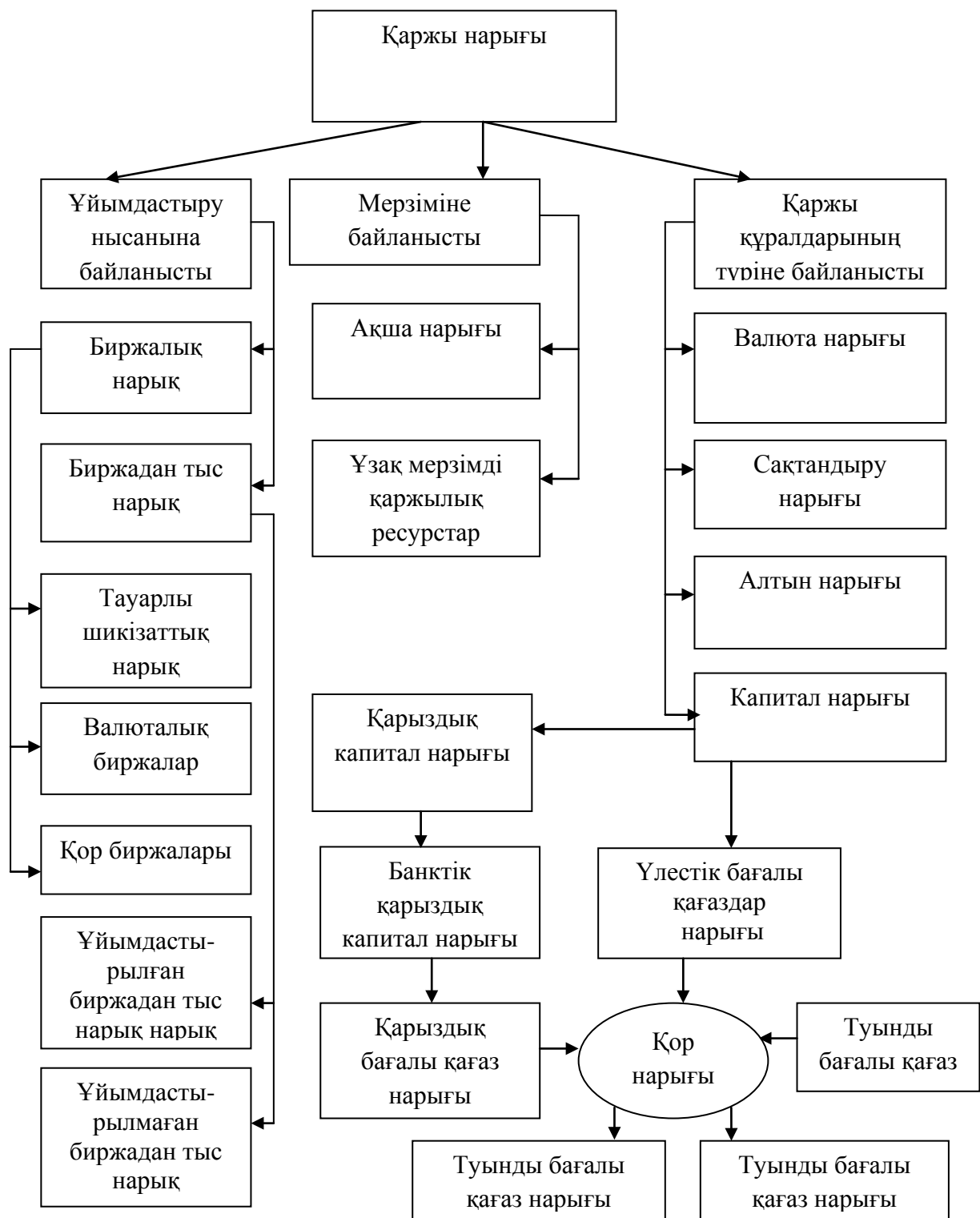
Қазіргі экономикалық кезеңнің ерекшелігі ретінде қаржылық институттардың әлемдік экономикадағы негізгі қозғаушы күші ретінде танылуы және қаржылық мәмілелердің басым көп бөлігінің аталған институттарда жұмылдырылуы болып саналады. Осыған сәйкес, Қазақстандағы қаржы институттарының жиынтық активтерінің көлемі ұлттық экономикада құрылған жалпы ішкі өнім (ЖІӨ) көлемінен асып түсуін айтуға болады [3].

«Қаржы нарығы» термині қазіргі заманауи қоғамда өте жиі пайдаланылатын ұғым болып табылады. Алайда оған берілетін анықтамалар әр түрлі, әрі жан-жақты. Бұл аталған анықтамалардың ортақ бір категорияға қатысты берілсе де, ғалымдардың көзқарастарының әртүрлілігі байқалады.

«Қаржы нарығы» терминінің заманауи анықтамасын қалыптастыру үшін көптеген ғалымдардың бір-біріне қарама-қайшы пікірлері мен ғылыми тұжырымдарына тап болуға болады. Себебі, ең алғашқы іскерлік қатынастар қалыптаса бастағанда алдымен қор нарығы деген ұғым қолданыла бастады және қазіргі таңға дейін ол «қаржы нарығы» терминіне теңдестіріліп келді. «Ақша», «капитал», қаржы сияқты басқа да классикалық категорияларға қарағанда, «қаржы нарығы» ұғымы соңғы 20-30 жылда ғана ғылыми және қоғамдық ортада қолданыла бастады. Аталған мерзімнен ертерек жазылған еңбектерде «қаржы нарығы» ұғымы тіпті пайдаланылмайды деуге болады, себебі ол кезеңде «қарыздық капитал нарығы» термині кең қолданылған болатын.

Қарыздық капитал нарығы әр уақытта да экономикалық дамуда үлкен рөл атқарып келеді және оның маңызы жаһандық үрдістердің пайда болуымен арта түсті. Себебі ол өндіріс пен тауар айналымының жоғарылауына, мемлекет ішінде және мемлекетаралық капитал айналымын қамтамасыз етеді, сонымен қатар ақша жинақтарының капитал салымына ауысуына, негізгі капиталдың жаңартылуына, ғылыми-техникалық үдерістің дамуына әсер етеді. «Қарыздық капитал нарығы» мен «қаржы нарығы» ұғымдарының байланысы, сол қарыз капиталының қаржылық капиталға ауысуымен түсіндіруге болады. Осыған байланысты, несиелік қатынастардың дамуымен капиталдың немесе талаптың бір түрі бірнеше формада әртүрлі ұстаушының қолында пайда болуы мүмкін. Алайда аталған ақшалай капиталдың көп бөлігі жалған капитал болып табылады. Жалған капитал айналымының өз заңдылықтары бар, сондықтан ақша капиталынан сандық және сапалық жағынан ерекшеленеді. Осыған қарамастан, бұл құбылыстар өзара тығыз байланыста болады. Мысалы, биржалық күйреу ақша капиталының жинақталуына кедергісін тигізеді, ал қарыз капиталы нарығының шамадан тыс қабынуы акция курсының төмендеуіне алып келеді. Бұл жерде бағалы қағаздар құнының төмендеуі немесе жоғарылауы нақты капитал құнының динамикасына тікелей қатысы

жоқ. Сол себепті де мемлекет байлығы бағалардың осындай жоғарылауы мен төмендеуіне қарамастан өзгеріссіз қалады. Қазіргі заманауи нарықтық қатынастарда жалған капитал нақты капиталға қатыссыз өз динамикасын құрайды. Жалған капитал қозғалысы бағалы қағаздардың нарықтық құнының баланстық құнынан қатты алшақтауына алып келеді, ал бұл өз кезегінде бағалы қағаздарда көрсетілген нақты материалдық құндылықтардың оларға бедгіленген бағасына тәуелділігін жояды.



Сурет 1. Қаржы нарығын қалыптастыру теориялары бойынша қаржы нарығының құрылымы.

Ескерту. [4] әдебиет негізінде автормен құрастырылған

Капиталға сұраныс жоғарылаған сайын пайыздық қойылымдар көтеріле бастайды. Ал пайыз қойылымы өз кезегінде қаржы нарығының бір қалыптылығын қамтамасыз ететін реттеушінің рөлін атқарады, немесе керісінше, ұсыныстың сұраныстан жоғары болуы пайыздық қойылымдарды төмендетеді және қарыз капиталының нарықтан кетуіне себеп болады. Капиталға сұраныс пен ұсыныстың теңгерімділігінің бұзылуының нәтижесінде қарыздық капитал купон немесе дивиденд түрінде табыс табатын көздерге салына бастайды.

Дербес экономикалық категория ретінде бағалы қағаздарды сату мен қайта сату жөніндегі операцияларды жүзеге асыру жолымен кәсіпорындардың, фирмалардың, банктердің, жинақтаушы зейнетақы қорларының, сақтық институттарының, мемлекеттің және халықтың уақытша бос ақшасын жұмылдыруды, бөлуді және қайта бөлуді қамтамасыз ететін нарықтық қатынастардың жиынтығы ретінде – қаржы нарығы саналады. Ол нарықтық қатынастар жүйесінің құрамды бөлігі болып табылады және тауар, ақша, несие, сақтық, валюта және басқа нарықтармен (капитал, жұмыс күші, тұрғын үй, жер, алтын және тағы басқа нарықтармен) етене байланысты. Нарықтық қатынастардың құрылымында да, мемлекет тарапынан оларды реттеу механизмімен де қаржы зор рөл атқарады [4].

Қаржы нарығында төлем құралдары мен бағалы қағаздар тауар ретінде қолданылады. Қаржы нарығы өз кезегінде жеке экономикалық категория ретінде, сонымен қатар, ақша, бағалы қағаздар, валюта, депозит, зейнетақы, несие және сақтандыру нарықтарында қаржы ресурстарының сатушылары мен сатып алушылары арасындағы тікелей байланысты орнатуға бағытталған және өзара тығыз байланысты қаржылық қатынастарын білдіреді.

Әлемдік экономиканың жаһандануы мен ұлттық қаржылық нарықтардың интеграциялануы жағдайында қаржы нарығының қызмет етуінің маңызын анықтау - зерттеу жұмысының негізгі міндеттерін анықтауға мүмкіндік берді. Осы мақсатпен шетелдік және отандық ғалымдардың еңбектеріне талдау жасалынды. Талдау нәтижесінде қаржы нарығын келесідей жіктеуге болатындығы анықталды: біріншіден, ақшалай белгілеріне байланысты; екіншіден, құрылымдық белгілеріне байланысты; үшіншіден, капитал нарығы ұғымымен байланысты қарастыру ұсынылады.

Ақша концепциясына байланысты қаржы нарығын ақша нарығының бір бөлігі ретінде қарастырады және қаржы нарығының шығу теориясына сәйкес оны капитал нарығының қор нарығы механизміне сәйкес қызмет етеді деп тұжырымдайды (В. Есипов, Д. Кидуэлл, Р. Петерсон, Д. Блэкуэлл, Дж. Сакс, Ф. Ларрен, В.В. Ковалев, В.Д. Ли). Бұл концепцияның кемшілігі ретінде қаржы нарығының барлық жеті құрамдас бөлігінің тек бір сегмент айналасында қысқартып қарастыруы болып табылады [5, 96].

Қаржы нарығын капитал нарығының бір бөлігі деп қарастыратын концепция ұстанушылары оны кредитор мен қарыз алушы арасындағы капиталды қайта бөлуші ретінде қарастырады (Э.А. Баринов, О.В. Хмыз, Э.Дж. Долан, Р.Л. Миллер, Д. Ван-Хуз, Н. Грегори Мэнкью, Т.В. Теплова, Л.Н. Красавина, В.Д. Мельников, К.К. Іліясов) [5, 9б]. Біздің ойымызша, қаржы нарығын тек «кредитор-қарыз алушы» арасындағы қарым-қатынас деп қарастыру зерттеу объектісін тар мағынада қарастыру болып табылады. Сол себепті де құрылымдық теорияны ұстанушылардың ойына шолу жасау қажет.

Құрылымдық теорияны ұстанушылар қаржы нарығын анағұрлым кең, әрі экономиканың жеке секторы ретінде қарастырады және оның құрамына өзіне тікелей қатысы бар нарықтың бөліктері кіреді деп есептейді (П.Н.Тесль, Д.Стиглиц, Л. Гитман, М. Джонк, Е.В. Самойлов, А.А. Первозванский, В.И. Колесников, Д. Михайлов, Т.Г. Морозова, У.М. Искаков, Д.Т. Бохаев, Э.А. Рузиева) [5, 9б].

Құрылымдық теорияны ұстанушылар қаржы нарығын мерзіміне байланысты қысқа және ұзақ мерзімді қаржылық құралдар нарығы, сонымен қатар атқаратын қызметтеріне байланысты: ақша, несие, депозит, қор, валюта, зейнетақы және сақтандыру нарықтары деп бөледі. Қаржы нарығын жеке сегменттерге бөліп қарастыру, біздің ойымызша өте тиімді. Себебі, жеке сегменттерді қарастыру арқылы, олардың өзара байланысын анықтап білуге болады және әр сегменттің өзіне тән ерекшеліктерін көрсетуге мүмкіндік туғызады.

Кез келген мемлекеттің қаржы нарығына баға беру үшін оның жекелеген нарық бөліктерін қарастыру арқылы талдау жасауға болады. Сонымен қатар, ең алдымен сол қаржы нарығының қызмет ету механизмін анықтау да зерттеу жұмысын әрі қарай дамыту үшін маңызды болып табылады.

Капиталға деген сұраныс пен ұсынысты қалыптастыру шеңберінде делдалдардың көмегімен несие берушілер мен қарыз алушылар арасындағы капиталды қайта бөлу механизмі жүйесінің жиынтығы қаржы нарығының атқаратын қызметтерін нақтылауға көмектеседі. Әлемдік және отандық тәжірибеге сүйене келе, қаржы-несие институттары арқылы уақытша бос қаржы ресурстарының айналымы қаржы нарығы арқылы жүзеге асырылады және осыған байланысты қаржы нарығының келесі қызметтері орындалады:

- баға белгілеу - қаржылық құралдардың бағасы нарықта еркін бәсекелестік жағдайындағы сұраныс пен ұсыныстың әсерімен қалыптасады;
- реттеушілік - оның көмегімен мемлекеттік басқару органдарының және өзін-өзі реттеу ұйымдарының тарапынан нарықты реттеу жүзеге асырылады;
- бөлу - қаржы нарығы құралдарының айналысы ақша қаражаттарының экономиканың бір саласынан екіншісіне, нарықтың бір қатысушысынан екіншісіне, бір аймағынан екіншісіне өтуін қамтамасыз етеді және сонымен бірге қаржы ресурстарының бөлінуіне әсер етеді;
- ақпараттық - қаржы нарығына қатысушылардың барлығын ақпараттармен толық және теңдей қол жеткізуін қамтамасыз етеді;
- коммерциялық - қаржы нарығындағы жүзеге асырылатын операциялар

мәмілеге қатысушылардың барлығына қандайда бір табыс әкеледі [6, 7б.].



Сурет 2. Қаржы нарығын қалыптастыру теориялары бойынша қаржы нарығының құрылымы.

Ескерту. [4, 5] әдебиеттер негізінде автормен құрастырылған.

Қаржы жүйесімен жүзеге асырылатын уақытша бос ақша ресурстарының әр түрлі инвестицияларға айналу процесі қаржы нарығының қызмет етуімен және

қаржы институттарының қызметімен тікелей байланысты. Егер қаржы ресурстарын шоғырландыру мен орналастыру процесінде қаржы институттарының негізгі рөлі меншік иелерінен қарыз алушыларға қаражаттардың мүмкіндігінше тиімді өтуін қамтамасыз ету болып табылса, онда қаржы ресурстарын сатушылар мен сатып алушылардың арасындағы қаржылық активтер мен міндеттемелердің саудасын ұйымдастыру қаржы нарығының міндеті болып табылады. Қазіргі уақытта Қазақстан қор нарығы бастапқы даму деңгейінде екенін байқауға болады.

Айтарлықтай дамыған заңнамалық реттеу мен бастапқы институционалды инфрақұрылым, қор нарығының кәсіби қатысушылар, эмитенттер мен инвесторлар бар, қор нарығының классикалық қаржы құралдарының негізгі жиынтығы даму алған. Бірақ қор нарығының халықаралық деңгейдегі бәсекеге қабілеттілігі мен оның халықаралық капитал нарықтарына сенімді түрде ықпалдасуын қамтамасыз ету үшін мемлекет пен қаржы қауымдастығы тарапынан қосымша шаралар қабылдануы қажет.

Дегенмен де, қазіргі таңда қаржы нарығының қызмет етуі, оның ішінде қор нарығының қызмет етуінің тиімділігі кез келген мемлекеттің қаржы жүйесінің тұрақтылығын сақтауда маңызды роль атқарады.

Ақша нарығы теориясы бойынша қаржы нарығы екі құрылымдық сегменттен құралған. Бұл жерде валюта нарығы мен қысқа мерзімді міндеттемелер мен несиелер нарығының субъектілері ретінде банктер, сақтандыру ұйымдары, зейнетақы жинақтау қорлары, мемлекет және басқа да ұйымдық-құқықтық нысаны бар қаржылық ұйымдар болып табылады. Ал бұл аталған ұйымдар өз қаражаттарын сақтап, көбейту мақсатында қосымша қаржы ресурстарының көздерін қажет етеді. Сол себепті де, аталған концепцияны ұстанушылардың құрылымы бойынша талдайтын болсақ, нарық субъектілері қосымша қаражаттарды қарызға алу арқылы, немесе қор нарығында бағалы қағаздарын сату және сатып алу операциялары арқылы өзіне қосымша өаражат тарта алады.

Құрылымдық теорияны ұстанушылар бойынша қаржы нарығын бір-бірімен байланысты жеті нарыққа бөліп қарастырады. Алайда, бұл жерде ескере кететін бір жайт, барлық аталған сегменттердің құрамына кіретін заңды тұлғалар, олардың ішінде, коммерциялық банктер (депозит және несие нарығы), сақтандыру ұйымдары (сақтандыру нарығы), валюталық брокер-дилерлер (валюта нарығы), ақша-несие саясаты мен зейнетақы жүйесін реттеп, жүргізіп отырған мемлекет (ақша нарығы) болсын, ең басты мақсаты халықтың тұрмыс деңгейін көтеру, қосымша қаржы көздерін тарту арқылы компанияның ғана емес, мемлекеттің әл-ауқатын көтеру болып табылады. Сол себепті, құрылымдық концепцияны ұстанушылардың қаржы нарығының құрамдас бөліктерінің ең маңызды сегменті болып қор нарығы танылады. Себебі бұл нарықта қаражаттар айналымға түсіп, қаржы нарығының үздіксіз қызмет етуін қамтамасыз етеді.

Капитал нарығы концепциясын ұстанушылардың қаржы нарығының құрылымын анықтағанда, екі сегментке бөліп қарастырады. Бұл жерде де ең

бастысы несиелік қаражаттарға және бағалы қағаздар нарығына көп мән беріледі. Капитал нарығы концепциясын ұстанушылар бойынша. Бағалы қағаздар нарығы, ның ішінде қор нарығына ерекше көңіл аударылады. Сол себепті, қаржы нарығындағы құралдардың айналысы бойынша Қазақстан Республикасының қаржы нарығының келесідей құрылымын көрсетуге болады.



Сурет 3. Қазақстан Республикасының қаржы нарығының құрылымы. Ескерту. [4, 5] әдебиеттер негізінде автормен құрастырылған.

Республика қор нарығының бәсекеге қабілеттілігінің жоғары деңгейіне қол жеткізуі мен Алматы қаласының халықаралық қаржы орталығының қалыптасу көрсеткіштерінің бірі ретінде, ішкі нарықта сатылатын шетелдік эмитенттердің бағалы қағаздарының үлесінің өсуін Азияның жетекші қаржы

нарықтарымен салыстыруға келетін немесе дамыған мемлекеттердің деңгейіне жақын деңгейде қамтамасыз етуді санауға болады (5-10 %). Қатарына Қазақстан да енетін нарықтары қалыптасу үстіндегі мемлекеттердегі деривативтер нарығы алғашқы қадамдарын жасауда және заңнамалық негіз бен деривативтік келісімдер жасауға мүдделі контрагенттер мен базалық активтердің дамыған нарығының жоқтығымен сипатталады.

Шаруашылық жүргізуші субъектілер мен мемлекетте қаржылық қаражаттарды қарызға алу қажеттілігі немесе уақытша бос қаражаттарды өзіне тиімді шартпен орналастыру мүмкіндігі пайда болады. Қаржы нарығы түпкі мәні бойынша әлеуетті сатушылар мен сатып алушылардың, сондай-ақ делдал-институттардың мүдделерін тиімді ескеріп, жүзеге асыруға арналған.

Тұтастай алғанда, қолданыстағы шығарылған акциялары бар 2208 акционерлік қоғамдардың 4 % акциялары ғана ресми тізімге енгізілген және Қазақстан қор биржасының айналымында жүр. Соның нәтижесінде, акциялар нарығының өтімділігі (сауда айналымы көлемінің капиталдандыруға қатынасы) - 2008 жылдың 1 шілдесіндегі жай-күйі бойынша 0,02 % өте төмен деңгейде сақталып отыр. Қазақстан акциялар нарығының капиталдандыруы 2008 жылдың 1 желтоқсанына әлемдік акциялар нарығының капиталдандыруының 0,1 % (Дүниежүзілік биржалар федерациясының құрамына кіретін қор биржалардың мәліметтері бойынша) құрады. Қазақстан қор биржасында акциялар сатылымдарының жылдық көлемі 2007 жылы 8,9 миллиард АҚШ долларын немесе акциялар сатылымының жалпы әлемдік көлемінің шамамен 0,008 % құрады. Бұл көрсеткіш Лондонмен салыстырғанда 1 160 есе, Гонконгтан - 240 есе кем. Қазақстан қор биржасы акциялар сатылымының орташа күндік көлемі бойынша Тәуелсіз мемлекеттер достастығы (бұдан әрі - ТМД) елдері ішінде екінші орынға ие, бірақ Мәскеу банкаралық валюталық биржасымен (бұдан әрі - МБВБ) салыстырғанда 164 есе кем. Әлемнің айтарлықтай дамыған мемлекеттерінің көрсеткіштерімен салыстырғанда, республиканың корпоративтік облигациялар бойынша сатылымдардың көлемі өте төмен болып қалуда. 2008 жылдың қорытындылары бойынша Қазақстанның үлесі әлемдік корпоративтік облигациялар саудасының көлемінен 0,02 % құрады. Осылайша, Қазақстан қор биржасында корпоративтік облигациялармен сауда көлемі 3,2 миллиард АҚШ долларын құрады, алайда Дүниежүзілік биржалар федерациясының құрамына кіретін биржаларда борыштық құралдар бойынша саудалардың жалпы сомасы 16,2 триллион АҚШ долларынан астам құраған болатын [7].

2008 жылдың 1 қазандағы жай-күйі бойынша қолданыстағы облигациялар саны не бары 335, бұл акционерлік қоғамдар мен жауапкершілігі шектеулі серіктестіктерден құралатын әлеуетті эмитенттердің жалпы санының өте аз үлесін құрайды.

Баршамызға ақша нарығы инфляцияның ықпалында болатыны мәлім. Егер инфляция жоғарғы қарқынмен шектен тыс асып кететін жағдайда өсетін болса, онда жалпы экономикада теріс, әрі жағымсыз үрдістер пайда болады. Мәселен, ЖІӨ жылдық өсімі 4%-ды құрап, ал инфляция өсімі 15%-ды құраған кезде

экономикалық үдерістің қалыпты қызмет етуі бұзылады және мемлекеттің кез келген саласының дамуына теріс әсерін тигізуі мүмкін [8].

Дамыған елдердің тәжірибесінде қаржы құралдарының айналыс мерзімі бір жылға толмайтын болса, онда бұл ақша нарығының құралы деп саналады. Ұзақ мерзімді және орта мерзімді құралдар капитал нарығына жатады. Әр түрлі елдерде қаржы құралдарын қысқа, орта және ұзақ мерзімдерге бөлу әр түрлі болады. Қазақстанда негізінен қысқа мерзімді қаржы құралдары ақша нарығының құралдарына қатысты, ал орта және ұзақ мерзімділері - капитал нарығына қатысты. Осылайша, қысқа мерзімді және ұзақ мерзімді қаржы құралдарының арасына ақша нарығы мен капитал нарығының арасындағы сияқты нақты шекара жүргізуге болмайды. Сонымен бірге бұлайша бөлудің үлкен экономикалық маңызы бар.

Қазақстанның ссудалық капитал нарығы немесе несие нарығындағы пайыздық қойылымдары өте жоғары болып табылады, сонымен қатар ұзақ мерзімді несие алған кезде ол бойынша қалқымалы пайыздық қойылымдар қолданылады. Бұл еліміздің қаржы нарығын әрі қарай дамыту керек екендігін білдіреді.

Қаржы нарығы жеке экономикалық категория ретінде бағалы қағаздарды сату мен қайта сату, сонымен қатар қайта сату жөніндегі операцияларды жүзеге асыру жолымен кәсіпорындардың, фирмалардың, банктердің, жинақтаушы зейнетақы қорларының, сақтық институттарының, мемлекеттің және халықтың уақытша бос ақшасын жұмылдыруды, бөлуді және қайта бөлуді қамтамасыз ететін нарықтық қатынастардың жиынтығы. Ол нарықтық қатынастар жүйесінің құрамды бөлігі болып табылады және тауар, ақша, кредит, сақтық, валюта және басқа нарықтармен байланысты. Шаруашылық жүргізудің қазіргі жағдайындағы қаржы нарығы қаржы ресурстарын үздіксіз қалыптастырып отырудың, оларды неғұрлым тиімді пайдаланудың, ұлттық шаруашылықта ақша қозғалысына ұтымды ұйымдастырудың айырықша нысаны болып табылады және бағалы қағаздар нарығы, сондай-ақ несие нарығы түрінде де іс-әрекет етеді. Қаржы нарығы экономиканың түрлі шаруашылық жүргізуші субъектілері арасында ақшаны қайта бөлуді барлық әр түрлі нысанда реттейтін нарықтық қатынастардың бүкіл жиынтығын біріктіретін неғұрлым жалпы ұғым болып табылады. Экономикалық әдебиеттерде және шаруашылық практикада қаржы нарығы ұғымы ақша, валюта, кредит, капитал нарықтарын қоса отырып кеңінен түсіндіріледі. Бұл қаржыны жалпы ақша мен құн категорияларына бара-бар категория ретінде қарастыратын практикамен, негізінен дүниежүзілік практикамен байланысты, өйткені экономикалық ресурстардың кез келген түрі меншіктің титулдары болып табылатын ақшамен немесе иісті бағалы қағаздармен, басқа құжаттармен ортақтастырылуы мүмкін. ТМД-ның барлық елдерінде, соның ішінде Қазақстанда, тәуелсіздік алумен бірге экономиканың қаржы секторының реформасы және дамуы қаржы институттарының тұрақтылығын жетілдіру мен нығайту және тұрғындардың қаржы секторына сенімін арттыру бойынша іс-шараларды белсендендіруге әкелген басымды мемлекеттік міндеттердің маңыздыларының бірі ретінде қарастырылады.

Бүгінгі күнге Қазақстанның қаржы секторы банктік қызметтер нарығы, бағалы қағаздар нарығы, сақтандыру нарығы және зейнетақы қызметтерінің нарығы сынды негізгі секторлармен көрініс тапқан [9].

1.2 Негізгі экономикалық факторлар және олардың қаржы нарығымен өзара байланысы

Заманауи қоғамның экономикалық дамуы қазіргі таңда көп деңгейлі үрдіс болып табылады. Аталған үрдіске экономикалық өсім мен жалпы экономикадағы құрылымдық өзгерістердің өзгерістері кіреді және халықтың өмір сүру сапасы мен деңгейінің дамуына өз үлесін қосады. Экономикалық даму модельдерінің көп түрлерінің үлгілері бар, мысалы, Германияның, АҚШ, Жапония, Швеция және т.б. көптеген мемлекеттердің модельдері айтуға болады. Осы модельдердің өздеріне тән бірнеше ұлттық ерекшеліктері бола тұра, ортақ заңдылықтарын байқауға болады. Аталған ортақ заңдылықтар дегеніміз, әр мемлекеттің экономикалық өсу деңгейін анықтауда бірнеше экономикалық көрсеткіштер арқылы талдау жасауға болады. Талдау жасауда толыққанды экономикалық көрсеткіштердің жүйесі қолданылады, олардың ішінде келесілер қолданылады:

- нақты ЖІӨ көлемі;
- жан басына шаққандағы ЖІӨ;
- экономиканың салалық құрылымы;
- жан басына шаққандағы өндіріс көлемі;
- халықтың өмір сүру деңгейі мен сапасы;
- экономикалық тиімділік көрсеткіштері.

Қазіргі экономикалық өсу теориясы негізгі екі бағытта жүзеге асырылады:

- 1) классикалық (неоклассикалық) теорияларына негізделген Ж.Б. Сэйден бастап, Дж.Б. Кларк, Р.Солоудың еңбектерімен аяқталды;
- 2) кейнсиандық (неокейнсиандық) макроэкономикалық тұрақтылық теориялары [10, 6-7 б.].

Классикалық бағыттағы ойда рыноктық жүйенің тиімділігі, яғни өзін-өзі реттеу механизмі ғана емес, сонымен қатар мұнда тек қана экономикалық субъект қана емес бүкіл экономикалық өндіріс факторлары қарастырылады. Бұл үлгі ойынша еркін бәсеке, рыноктық баға жалпы тепе-теңдікті қамтамасыз етті. Осы ретте классикалық теория XIX ғ. және XX ғ. басында экономикалық өсуде басты теория болып саналды.

А. Смит, Д.Рикардо, Т.Мальтус және К.Маркс халықтар байлығы қорлануына басты көңіл бөлді. Ал екінші дүниежүзілік соғыстан кейін Р.Харрод өзінің ғылыми мақаласында ұлттық өнімнің өсуіне байланысты өсудің үш концепциясын ұсынды: неокейнсиандық (Т.Харрод, Е.Домар); неоклассикалық (Р.Солоу); посткейнсиандық (Н.Калдор) [10, 8-9 б.].

Кейнсиандық модельдің алғышартына ұлттық шаруашылық кіреді. Кейнсиандық теорияның басты макроэкономикалық мәселесі ұлттық табыс деңгейінің динамикасы және оны қайта бөлу болып табылады. Бұл факторлар

кейнсиандық тиімді сұраныс факторы арқылы талданады. Дж. Кейнс бойынша, макроэкономикалық тепе-теңдікке жету үшін ЖҰӨ көлеміне ең тиімді сұраныс деңгейі пайда болмаған жағдайда ғана мемлекет тарапынан инвестициялар бөліуі тиіс деп қарастырды [11, 341 б.].

Неоклассиктер көзқарасы бойынша, экономикалық дамудың алғышарты болып ішкі ресурстардың жеткіліктілігі, капиталдың қорлануы мен халықтың өмір сүру сапасының өсуі болып табылады. Неоклассикалық модельде басты орында өндірістік функция тұрады [10, 13 б.].

Кейнстік өсу үлгісі негізінде логикалық құрал қолданылады, бізге белгілісі кейнстік қысқа мерзімдік тепе-теңдік моделі [11, 341 б.].

Кейнстік өсу моделінің қарапайым үлгісі Е. Домар болып табылады, бұл модельде капиталдың шекті өндірісі Леонтьев функциясы ретінде қарастырылады.

Домар үлгісі еңбек нарығында ұсыныстың артықшылығынан шығады, бұл модельде бағаның тұрақтылығы ескеріледі. Капиталдың Y -ке қатынасы (K / Y) және қор жинағы нормасы тұрақты болып келеді. Өнім тек бір ғана ресурсқа – капиталға тәуелді болып табылады. Инвестицияның өсуі экономикада ұсыныс пен сұраныс өсуінің факторы болып табылады.

Экономиканың өсуінің тепе-теңдігі сұраныс пен ұсыныстың теңестірілуінің шартында пайда болады. Яғни инвестицияның өсімшесі капиталдың шекті бейімділігіне тең болуы керек.

Тепе-теңдік шарты бойынша инвестиция қор жинағына тең болғандықтан, $I = S_6$ ал $S = sY$; $s = \text{const}$ болғанда, табыс деңгейінің көлемі инвестицияның деңгейіне пропорционал болады, сонда $\Delta Y / Y = \Delta I / I = a * s$.

Сондықтан, Е. Домар теориясына сай, экономикадағы нақты табыстың тепе-теңдік өсу қарқыны және қолда бар өндірістік қуаттың барлығы қолданылады. Ол капиталдың шекті өнімділігіне және қор жинағының нормаларына тура пропорционал немесе $\Delta Y / \Delta K$ – капиталдың қайтарылуының өсімшесіне тура пропорционал болады. Инвестиция мен табыс бірдей қарқында өседі [11, 343 б.].

Егер модельде берілген деңгейден жеке сектордың жоспарлы инвестициясының өсу қарқыны ауытқыса, мұндай динамикалық тепе-теңдік тұрақсыз болуы мүмкін. Е. Домар моделінің кемшілігі экономиканың тек қана қысқа мерзімін қарастырады.

Экономикалық өсу факторлары қызмет ету әрекетіне байланысты нақты және жанама факторлар болып бөлінеді. Нақты факторлар экономикалық өсудің физикалық өсуінің мүмкіншілігін көрсетсе, ал жанама факторлар осы әрекеттердің іске асуын қамтамасыз етеді. Олар нақты экономикалық өсу факторларына оң немесе теріс әсер етуі мүмкін [12, 313 б.].

Нақты факторларға негізгі бес факторды жатқызуға болады, яғни жиынтық ұсыныс пен өндірістің динамикасын көрсететін факторлар:

- еңбек ресурстарының сандық және сапалық өсуі;
- негізгі капиталдың сапалы құрамының көлемінің өсуі;
- өндірісті ұйымдастыру және технологиялар қатысуымен;

- табиғи ресурстардың шаруашылық айналымының сандық және сапасының артуы;
- қоғамды ксіпкерлік қызметтің дамуы.
- Жанама факторларға мына факторларды жатқызуға болады: нарықты монополизациялаудың төмендеуі, өндірістік ресурстарға бағаның төмендеуі, пайдаға салықтың төмендеуі, несие алу мүмкіншіліктерінің артуы және т.б. [12, 313 б.].

Экономикалық өсу қандай болмасын барлық әлеуметтік-экономикалық жүйеде басты қызметті атқарады. Экономикалық өсудің басқа экономикалық категориялардан ажырата көрсететін бірнеше белгілері бар:

1. Негізгі экономикалық факторлардың құрылымы мен деңгейін анықтайды.
2. Экономикалық өсу макроэкономикалық категория, сол себепті ол ұлттық экономиканың жағдайымен сипатталады.
3. Экономикалық өсу динамикалық түрдегі заңдылық үрдіс болып табылады;
4. Ол тек қана елдің ішкі экономикалық қызметіне ғана емес, сыртқы саяси және экономикалық факторларға, сонымен қатар жаһандану үрдістеріне де байланысты.
5. Бұл макроэкономикалық көрсеткіш бола тұра, микроэкономиканы да қатар бақылайды [10, 47 б.].

Экономикалық өсудің негізгі мақсаты халықтың өмір сүру деңгейінің жоғарылату болып табылады және ол бірнеше жағдайда көрінеді:

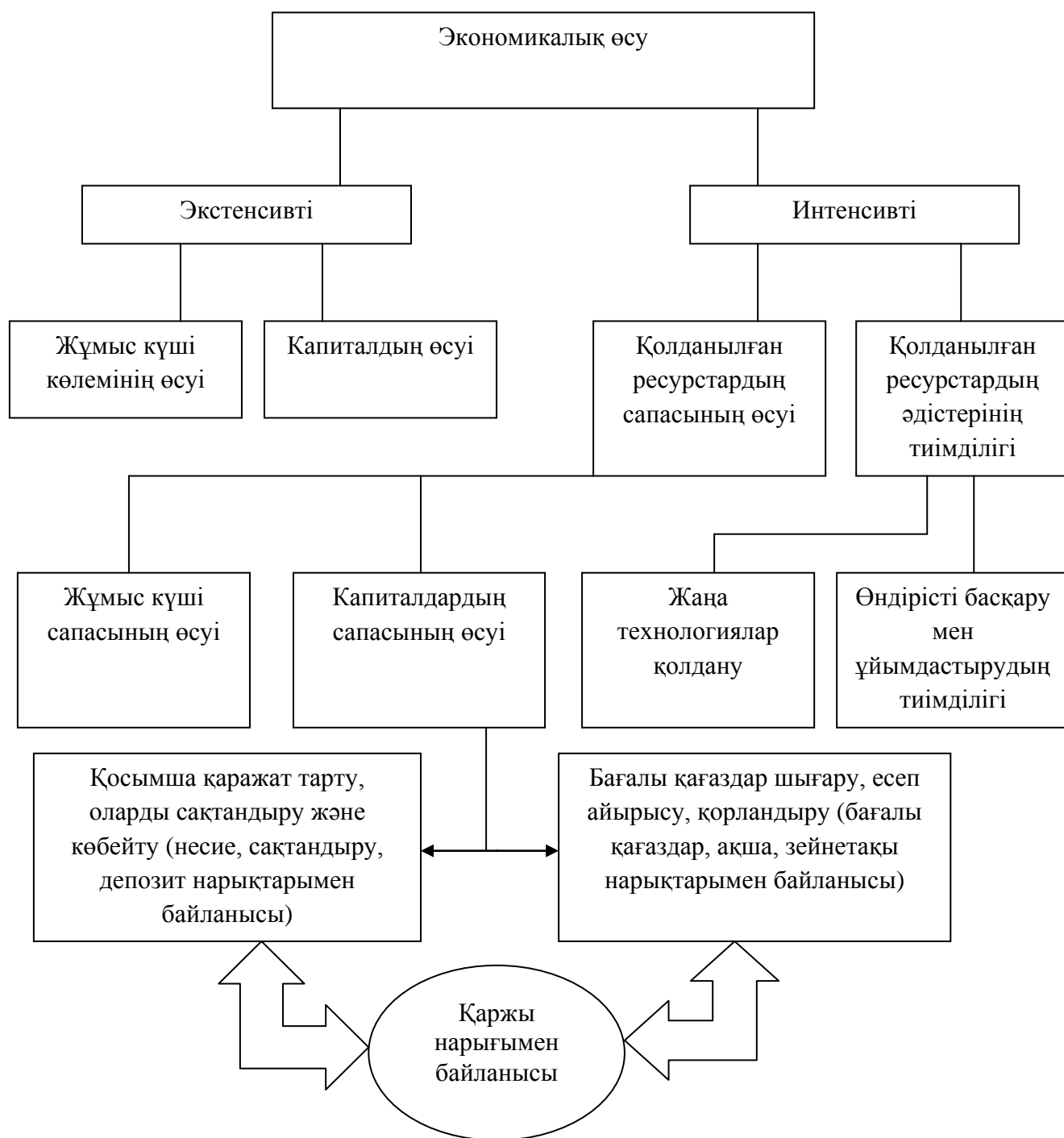
1. Халықтың табыстарының орташа деңгейінің жоғарылауы, яғни жан басына шаққандағы ұлттық табыстың өсуі.
2. Ұлттық табыстың өсуі және оны орта табысты халықтың арасында бөлінуі.
3. Әр түрлі тауарлар мен қызмет көрсетулер саны және сапасының өсуі.

Экономикалық өсу сандық және сапалық өсуіне байланысты экономика ғылымдарында экономикалық өсудің екі түрін, яғни интенсивті және экстенсивті экономикалық өсуді қарастырады. Интенсивті экономикалық өсу нақты факторлардың, яғни жұмыс күші, еңбек құралдары, жер, шикізат, отын-энергетикалық ресурстардың қолдануымен байланыстырылады [12, 315б.].

Экстенсивті өсу түрі экономикалық ресурстардың, жаңа кәсіпорындар ашылуымен, еңбек және табиғи ресурстардың табиғи өсуімен байланысты сипатталады. Экстенсивті өсу түріне:

- Өндірісті технологиямен қамтамасыз етуде инвестициялардың артуы;
- Бос уақыты жоқ қызметкерлер санының артуы;
- Тұтынушылар тұтынатын шикізат көлемінің, материалдардың, сыртқы капиталдардың өсу қарқыны;
- Интенсивті өсу нақты факторлардың сапалы түрде өсуімен байланысты. Интенсивті факторларға:
- Ғылыми техникалық үрдісті дамыту;
- Қызметкерлердің мамандық деңгейінің жоғарылауы;
- Негізгі және сыртқы қорларды қолдануды жақсарту [13, 375 б.].

Экономикалық өсудің екі түрінің жіктелуін келесі суреттен көрсек.
(4-сурет) [12, 316 б.].

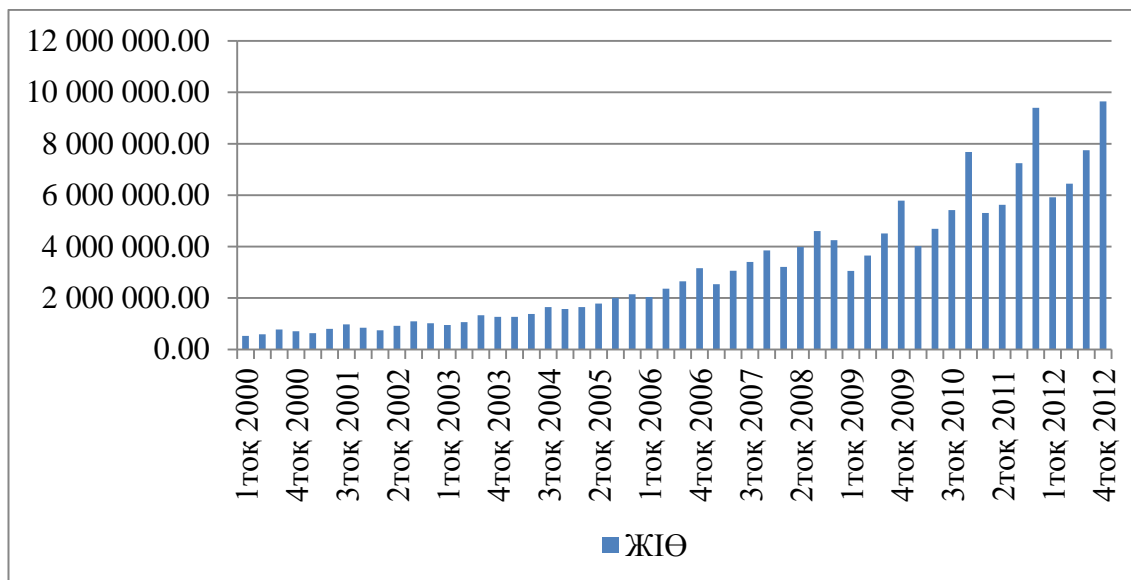


Сурет 4. Экономикалық өсудің қаржы нарығымен байланысы.
Ескерту. [12] әдебиет негізінде автормен құрастырылған

Экономикалық өсуді өлшеу әдетте келесі көрсеткіштерден тұрады:

- ЖІӨ-нің өсуі немесе ұлттық табыстың өсуі;
- ЖІӨ және ҰТ-тың өсу қарқынының жан басына шаққандағы мөлшері;
- Өндірістік саладағы жан басына шаққандағы өсу қарқыны [10, 53 б.].

Қаржы нарықтарының тиімді талдау және болжау жүйесін құру үшін сол нарықтардың динамикасына әсер ететін факторлардың максималды түрде толық қарастыру қажет. Осыған қоса экономикалық факторлардың тербелістерінің қаржы нарығы динамикасына әсерін анықтау өте маңызды болып табылады.



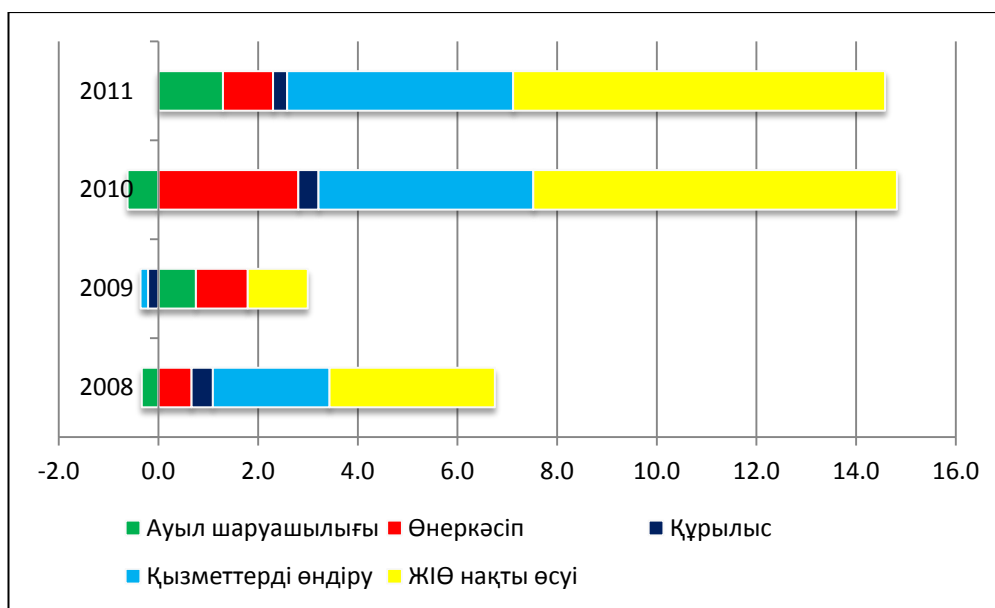
Сурет 5. Қазақстан Республикасының ЖІӨ-нің 2000-2012 ж.ж. тоқсандық өзгерістері.

Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Жоғарыдағы суреттен көріп отырғанымыздай, ЖІӨ өсу қарқыны жылдан жылға өсіп келеді. Бұл Қазақстан Республикасының тұрақты даму тенденциясын көрсетеді. 2000 жылдан бастап еліміз нарықтық қатынастарға белсенді түрде араласып, жаңадан ғана жаһандану үрдістеріне қадам бастады. Сол себепті бұл кезеңде ЖІӨ өсу қарқыны төмен болды. 2007 жылы басталған әлемдік қаржылық дағдарыс кезінде де Қазақстан Республикасы өзін әлемдік нарықта бәсекеге қабілеттілігін жоғарылату міндетін алдына қойды. Осыған байланысты соңғы жылдары (2010-2012 ж.ж.) ЖІӨ өсу қарқыны жоғарылап келеді. Бұл еліміздің экономикасы тұрақты түрде өсіп жатқанын білдіреді.

Қазақстан Республикасының ЖІӨ-нің ең маңызды құрамдас бөліктері болып ауыл шаруашылығы, құрылыс, өнеркәсіп, қызметтерді өндіру, көрсеткіштері жатады. 2012ж. экономикалық өсудің баяулауы байқалады, атап айтқанда ЖІӨ-нің 2012ж. нақты өсуі өткен жылдың осындай кезеңімен салыстырғанда 7,2% дан 5,2%-ға дейін төмендеді. 2012ж. қызметтер саласы (ЖІӨ-нің өсуіне үлесі 4,5%-ды құрады) экономиканың өсуіне қолдау көрсеткен іс жүзіндегі жалғыз қаржы көзі болды. Өнеркәсіп үлесі айтарлықтай төмендеді (0,2%-ға дейін), құрылыс секторының экономиканың өсуіндегі рөлі бұрынғысынша төмен (0,3%). Ауыл шаруашылығының үлесі теріс көрсеткішпен (-0,5%) қалыптасты және ол Қазақстанның негізгі астық өндіретін

өңірлеріндегі қуаңшылық нәтижесінде өткен жылмен салыстырғанда астық өнімінің 2 есе төмендеуімен байланысты болды (Сурет 6) [16].



Сурет 6. Салалардың ЖІӨ өсуіндегі үлесі, %

Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Өнеркәсіп өндірісінің баяулауына өңдеуші өнеркәсіптің өсу қарқынының 2012ж. өткен жылдың кезеңімен салыстырғанда көбіне металлургия өнеркәсібі көлемінің металл бағасының төмендеуі және сыртқы сұраныстың қысқаруы нәтижесінде 1,2%-ға төмендеуі есебінен 7%-дан 0,6%-ға айтарлықтай қысқаруы әсер етті. Бұл ретте 2012ж. өңдеуші өнеркәсіптегі аздаған өсім тамақ өнімдері мен сусындарды шығарумен, жеңіл және химия өнеркәсібімен, машина жасау және мұнай қайта өңдеу өнімдерімен қамтамасыз етілді. Әлемдік нарықтарда мұнай бағасының айтарлықтай қолайлы деңгейіне қарамастан, 2012ж. сырттан сұраныстың төмендеуі, сондай-ақ Қазақстандағы ірі мұнай өндіру кәсіпорны «Теңізшевройл» ЖШС кен орнында күрделі жұмыстардың жүргізілуі нәтижесінде өңделмеген мұнай мен табиғи газды, темір кенін өндіру көлемінің қысқаруы есебінен тау-кен өндіру өнеркәсібінің өсу қарқынының баяулауы байқалады [16].

Кесте 1. Жиынтық сұраныс компоненттерінің ЖІӨ өсуіндегі үлесі

	2008 ж.	2009 ж.	2010 ж.	2011 ж.
Үй шаруашылықтарының тұтынуы	4,4	0,3	6,9	6,0
Мемлекеттік басқару органдарының тұтынуы	0,2	0,1	0,2	0,7
Негізгі капиталдың жалпы жинақталуы	0,2	-0,2	0,9	0,7

Кесте 1 жалғасы

Қорлардың өзгеруі	-5,2	0,6	-1,3	0,5
Таза экспорт	4,2	0,3	0,6	-0,5
ЖІӨ нақты өсуі	3,3	1,2	7,4	7,5
Ескерту: Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері [16].				

Таза экспорттың теріс үлесі (-0,9%) экспорттың өсуімен салыстырғанда импорттың айтарлықтай жылдам қарқынмен өсуіне байланысты болды. Мемлекеттік басқару органдары тұтынуының ЖІӨ-дегі үлесі 0,4%-ға дейін төмендеді. Инвестициялардың экономиканың өсуіндегі рөлі бұрынғысынша өте аз – негізгі капиталға инвестициялардың нақты өсуі 2011ж. салыстырғанда 2012ж. 3,3% құрады. Бұл ретте салалардың инвестициялық тартымдылығы әр түрлі. Атап айтқанда инвестициялардың орташа алғандағы нақты өсуі ауыл шаруашылығында, өңдеуші өнеркәсіпте, құрылыста, ақпарат пен байланыста 12%-дан 34%-ға дейін ұлғайды. Сонымен бірге инвестициялардың нақты көлемі тау-кен өндіру өнеркәсібінде, қаржы және сақтандыру қызметінде, жылжымайтын мүлікпен операцияларда орташа алғанда 11,2%-ға төмендеді (Кесте 1).

Жиынтық сұраныс компоненттерінің ЖІӨ өсуіндегі үлесін қарастыра келе, инфляция қарқынын да атап өту қажет. Себебі экономикалық өсу жағдайында экономикалық факторлардың, әсіресе марозэкономикалық көрсеткіштердің тербелістерін қарастыру өте маңызды болып табылады. Қазақстан Республикасының инфляция қарқынын келесі суреттен көруге болады (Сурет 7).



Сурет 7. Қазақстан Республикасының 2000-2012 ж.ж. инфляция қарқынының тоқсандық өзгерістері.

Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Инфляция қарқынының ең жоғарғы көрсеткіші 2007 ж. байқалған болатын, бұл кезде әлемдік қаржылық дағдарысқа байланысты инфляцияның ең жоғарғы

қарқыны 9,2 %-ды құрады. Қазіргі таңда ҚР ҰБ жүргізіп отырған ақша-несие саясатына байланысты инфляция қарқынын 4-6 % арасында ұстап тұру саясаты жүргізіліп отыр. Ал бұл мемлекетіміздің әлемдік қаржылық нарықта бәсекеге қабілеттілігін сақтауға мүмкіндік туғызады. Сонымен қатар, Қазақстан Республикасындағы ұлттық жинақтардың қауіпсіздігін қамтамасыз етеді. Себебі, неғұрлым инфляция қарқыны төмен болса, ҚР азаматтарының жинақтары да соғұрлым тұрақтылығын сақтап отырады.

Кесте 2. Қазақстан Республикасының ұлттық жинақтардың өсу қарқыны, %-бен

	Қазақстанда ұлттық жинақтардың өсу қарқыны	Қазақстанның жинақтары, млн. теңге
1993		4752,200
1994	1 048,5	54580,300
1995	182,3	154084,900
1996	80,2	277707,500
1997	-3,4	268229,900
1998	-3,4	259155,300
1999	7,7	279233,000
2000	97,0	550013,000
2001	45,2	798761,700
2002	40,3	1120332,400
2003	15,6	1294704,000
2004	23,0	1591875,400
2005	37,2	2183967,800
2006	44,7	3160142,400
2007	19,8	3784710,200
2008	31,7	4984931,000
2009	0,3	5001140,000
2010	35,7	6786573,900
Ескерту: Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері [16].		

Қазақстанның ұлттық жинақтары әлемдік дағдарыстан кейінгі кезеңде қарқынды түрде өсіп келеді. Тіпті, дағдарыстан кейінгі 2009ж. 0,3 %-ды құраса, 2010 ж. сәйкес кезеңге 35,7 % құрады.

Қарыз қаражатына қол жеткізудің шектеулі болуынан кәсіпорындардың меншікті қаражаты бұрынғысынша негізгі капиталға инвестицияларды қаржыландырудың негізгі көзі болып қалуда. Шетелдік инвестициялар үлесінің 2 есеге жуық қысқаруы Қазақстан Республикасы Үкіметінің стратегиялық мұнай-газ секторында мемлекеттің қатысуын күшейту жөніндегі саясатына сәйкес Қарашығанақ жобасына 10%-дық қатысу үлесін мемлекеттің сатып алуымен байланысты болды.



Сурет 8. Қазақстан Республикасының ұлттық жинақтардың өсу қарқыны, %-бен.

Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Суреттен байқауға болатыны, Қазақстандағы ұлттық жинақтар көбіне 30-45 % аралығында өзгеріп отырады. Бұл халықтың өз қаражаттарын сақтау және көбейтуге деген көзқарастары тұрақты екенін білдіреді, сонымен қатар, инфляцияның бір қалыпта сақталуы да осы жағдайға тікелей әсер етеді. Инфляция мен ұлттық жинақтардың бір қалыпты сақталып тұруы негізгі капиталға инвестициялардың тартымдылығын арттырады (сурет 9).



Сурет 9. – ҚР инвестициялық қызметінің негізгі көрсеткіштерінің динамикасы 1991–2012 ж.ж.

Ескерту: ҚР Статистика агенттігінің мәліметтері бойынша автормен құрастырылған [17].

Кез келген мемлекеттің экономикалық өсу қарқынын анықтау үшін инвестициялық үрдістердің мәні өте зор. Қазақстанның қаржы нарығын дамыту мәселесі қазіргі таңға дейін өте өзекті мәселе болып қала береді. Инфрақұрылымды құру саласында жетістіктер, нарықтың ақпараттық айқындығының өсуіне және техникалық шешімдердің қабылдануына қарамастан елдің қор нарығы келесідей мәселелерді сақтап тұр – төмен өтімділік, бағалы қағаздардың жетіспеушілігі, эмитенттердің сала бойынша көрнекілігінің төмендігі және т.б.



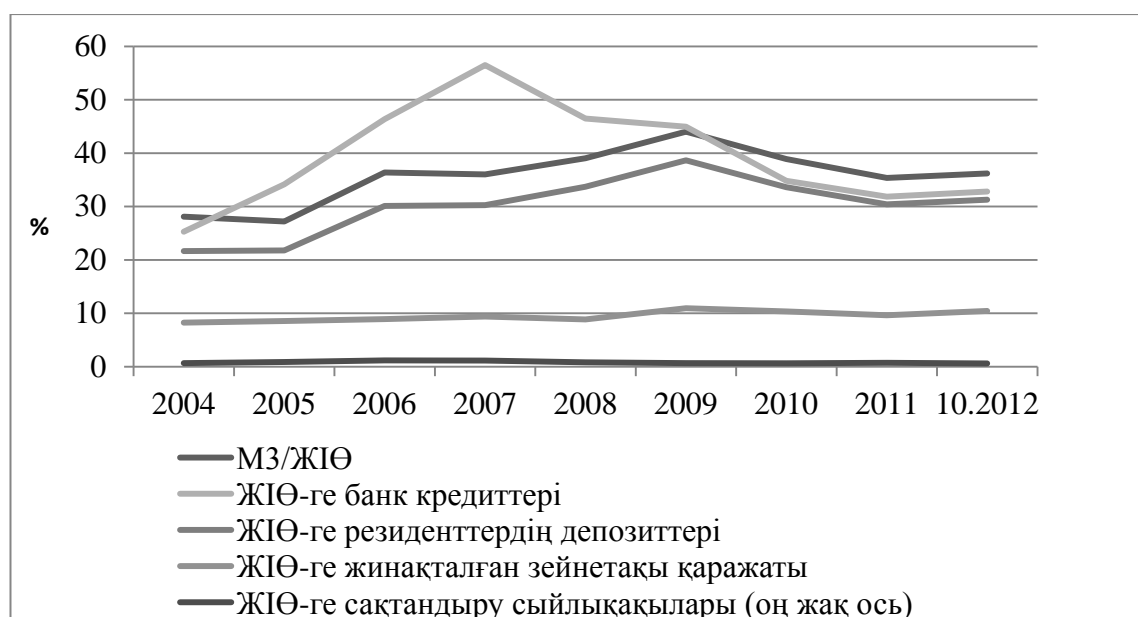
Сурет 10. – 2004-2012 ж.ж. Қазақстанда қаржылық және сақтандыру қызметтеріне инвестициялардың өсу қарқыны, %.

Ескерту: ҚР Статистика агенттігінің мәліметтері бойынша автормен құрастырылған [17].

Аталған мәселерге сай ұлттық қор нарығын жылдам, әрі озық түрде дамытуда шетел тәжірибесін пайдалану тиімді, алайда біз еліміздің ерекшеліктеріне ескере отырып, ұлттық қаржы нарығын экономикалық өсуге бағыттай отырып дамытуымыз қажет. Әсіресе, дамыған елдердің қаржы нарығының қалыптасуын зерттегеннен гөрі, қазақстандық нарыққа сәйкес келетін тәжірибені таңдап алу маңызды нысан болып табылады. Әлемдік тәжірибеде инвестициялық, зейнетақы қорларын, жеке ұйымдарды, сақтандыру компанияларына және жеке тұлғаларға басымдық беретін банктік жүйе емес, аралас үлгі дұрыс деп есептеледі.

Экономикалық жүйеде қаржы нарығының, оның ішінде қор нарығын қарастырғанда, оны экономиканың қозғаушы индикаторы екені және белгілі бір механизммен жұмыс істемесе, бүкіл ел экономикасының тиімді жұмыс істемейтіні анық. Қор нарығының механизмі экономика мен жоғарғы мемлекеттік билік органдарының саяси шешімдерінің өзгерістері мен тербелістеріне бірден көңіл аударуға мүмкіндік береді. Оның негізгі мақсаты

болып капиталды экономиканың өшіп қалған салаларынан қарқынды дамып келе жатқан, инновациялық салаларына қайта бөлу.



Сурет 11. Қазақстан қаржы нарығы құралдарының ЖІӨ-ге қатынасы, %.
Ескерту: ҚР ҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Шетел тәжірибесін талдай келе жетекші мемлекеттердің қор нарығын дамытудағы кейбір ерекшеліктерді атап айтуға болады. АҚШ пен Ұлыбританияда банктік үлгі жұмыс істемейді. Мұнда қор нарығы мемлекеттің қаржы-несиелік жүйесінің маңызды бөлігі бола отырып, ағылшындық корпорациялардың капитал жинақтарын біріктіреді. Қор биржасы мемлекет тарапынан мардымсыз реттеудегі акционерлік қоғам ретінде құрылады. Швейцария, Германия, Франция, Голландия, Италия сияқты мемлекеттердің банктік жүйесін қарастырайық. Бұл мемлекеттерде өздеріне тән ерекшеліктері бар. Мәселен, Швейцарияда швейцариялық капитал өндірісінде халықаралық бағыттылығы көп байқалады. Мемлекеттік реттеу банктік «өзін-өзі реттеуге» қарағанда мардымсыз. Голландиялық нарық құрамында банк өкілі мен маклерді кіргізетін жеке мекемені көрсетіп, ірі емес компаниялардың бағалы қағаздарына арналған мини-биржа қызмет атқарады. Мұнда биржадан тыс нарық жоқ. Француздық нарық мемлекеттік реттеудің қатаң үлгісімен ерекше. Биржадағы операцияларға мемлекет қатаң түрде реттеуді жүргізеді. Германияда монопольді банктердің ерекше әсер етуі көзге түседі, биржалар оның қатысушылары таңдаған кеңес арқылы басқарылатын құқықтық-жариялық мекеме ретінде құрылады. Мемлекеттік реттеу өте аз, жоғары ұйымдастырушылық және корпорацияның капиталдануы, банк пен өндіріс капиталының өте тығыз байланыста болуы көзге түседі. Италияндық қор нарығы аса дамымаған, экономиканың кейбір салалары төмен шоғырландырылған, корпорациялардың капиталдандырылуы өте төмен, мемлекеттік реттеу өте қатал болып табылады. Мұнда биржадан тыс нарық жақсы дамыған, қаржылық

құралдардың айналымын құқықтық реттеу әлсіз. Әлемдік тәжірибеде қор нарығының деңгейіне баға беруде негізгі көрсеткіш ретінде акциялардың жалпы ішкі өнімнің номиналдық құнына пайызбен шаққандағы акцияның капиталға айналу мөлшері қолданылады. Дамушы нарықтарда бұл арақатынас 30-40%, ал дамыған нарықта – 60-90% және одан жоғары мөлшерде болады [14, 75 б.].

Ұлттық қор нарығында табысты әрі басым дамып келе жатқан жетекші елдерді анықтау үшін қор нарығының негізгі параметрлеріне алдын-ала талдау жасап алу керек. Ондай көрсеткіштерге келесілерді жатқызуға болады: нарықтық капиталдану, листингтік ұйымдардағы эмитенттердің саны, биржалық саудасаттықтың көлемі мен қор индекстерінің өсімі. Аталған көрсеткіштердің бірі немесе басқасының жоғары деңгейі арқылы қор нарығында басым тұрған елді анықтап, аталған елдің тәжірибесін қазақстандық қор нарығын дамытуда қолданудың маңызы зор. Ұлттық қор нарықтары табысты, әрі басым түрде дамып келе жатқан жетекші елдердің қор нарықтарын толық түрде зерттеу үшін алты мемлекетті мысалға алу жеткілікті, олар – Үндістан, Бразилия, Норвегия, Австралия. Әр мемлекеттің Қазақстанмен белгілі – бір дәрежеде сәйкестігі бар. Мәселен, Норвегияның Қазақстанмен экономикалық жүйесі жағымен бірнеше ұқсастықтары бар – ел көмірсутегі шикізатын ірі өндеушісі және экспорттаушысы болып табылады, ұлттық мұнай қоры бар, халықтың аз қоныстануымен көзге түседі. Түркияның тәжірибесі бізге әлеуметтік және дәстүрлі жағының ерекшеліктерімен, сонымен қатар оларға шетелдік инвесторлардың қатынасы жағынан тиімді болуы мүмкін.

Әр елдегі қор нарығының қалыптасуы мен дамуын жеке-жеке қарастырайық. Ұлттық қор нарығының дамуы мен қалыптасуында маңызды мәнге ие көрсеткіштері институционалдық сипатта болады. Мемлекеттің экономикалық саясаты, бағалы қағаздармен сауда-саттықта ұйымдастыру технологиясы мен инфрақұрылым және шетел инвесторларының рөлі сияқты негізгі факторларды бөліп көрсеткен дұрыс. Қарастырылып отырған елдердің әрқайсысында аталған факторлардың әсері әрқалай болуы мүмкін [15, 31 б.].

1960-жылдардың басындағы австралиялық қор нарығының сапалы дамуының негізі болған бірнеше факторды атап айтқан жөн. Компаниялар мен бірыңғай листингтік талаптар жайлы заңның қабылдануымен қор нарығының бірыңғай ұлттық жүйеге бірігуі орын алды. Осының алдында жұмыс істеген алты штат пен алты биржаның нарықтары бірігіп, енді Австралиялық қор биржасы (АҚБ) болып құрылды. Австралиялық қор биржасының құрылуы оң нәтижелер көрсетті. Нарықтың көлемі өсті, жаңа эмитенттер нарығына шығу жеңілдеді, қор нарығы либералданды, нарық ашық түрде жұмыс істеді. Айта кететін жайт, Австралияның қор нарығы тарихи дамуы басқа елдердегідей емес, саяси және экономикалық дамудың әсерінен болды. Австралияның қор нарығын зерттей отырып өте маңызды ерекшелікті айта кеткен жөн. Ол – нарықтағы операцияларға халықтың қатысуының жоғары деңгейі. 2005 жылы Австралиялық қор нарығымен өткізілген зерттеулердің мәліметтеріне сүйенсек, 2004 жылы халықтың 55%-ы тікелей немесе жанама түрде акцияларды

иеленеді. Сонымен қатар, айта кететін жайт, 1988 жылы халықтың тек 8%-ы ғана акция иеленген. Сонымен, австралиялық қор нарығының дамуы халықтың қор нарығындағы операцияларға жаппай және көп мөлшерде қатысуының арқасында деп қорытындаласақ балады.

Қазақстан қаржы нарығына экономикалық факторлар тербелістерінің әсерін зерттей келе, келесідей факторлардың көбіне әсері анықталды: ЖІӨ өсімі, инфляция қарқыны, халықтың өмір сүру деңгейі, шетел валютасының өзгерістері және т.б.

Бразилиялық қор нарығы өзінің белсенді дамуын 60-жылдары бастады. Бағалы қағаздардың дамуына негіз болған оқиға – аталмыш саланы мемлекеттендіру. Бұл уақытқа дейін Бразилияда қор нарығының институттары мемлекеттік болды, биржалар штат қаржылырын департаментін басқаратын мемлекеттік ұйымдармен құрылды. Брокерлер ретінде мемлекеттік органдармен белгіленген жеке тұлғалар танылды. Жүйені реформалау 1965 жылы бағалы қағаздар туралы заңның қабылдануымен басталды. Бұл бағалы қағаздардың мемлекеттенуіне бастау болып қана қоймай, сонымен қатар, экономиканың корпорациялануына – фирмалар акционерлік қоғам, серіктестік түрінде құрыла бастады. Сонымен, дүниежүзілік стандарттарға сай бразилиялық корпоративтік сектор қалыптаса бастады. Бұл өз кезегінде, қор нарығының дамуына алғышарттар жасады. Бразилияда қор нарығының дамуы әр штаттардағы әр түрлі биржа алаңдарының жалпыұлттық биржа жүйесіне біріктірілуімен жүзеге асты. Қазіргі таңда BOVESPA жалғыз биржа болып табылады. Бразилиялық нарықтың дамуына үлес қосқан экономикалық-саяси фактор ретінде ұлттық экономиканың дамуының макроэкономикалық жетістіктерін айтуға болады. Бразилиялық нарықтың жылдам қарқынмен өсуі 2002 жылы басталды. Нарықтың капиталдануы шамамен 7 есеге ұлғайды. Бразилиялық нарықтың өсуі кезеңінде мынандай спецификалық ерекшелік байқалды – басқа елдерге тән емес ерекшелік факторы. Ол ерекшелік бразилиялық эмитенттердің табыстарының қор индекстерінің өсуімен қатар өсті. Бұл бразилиялық қор нарығы сирек кездесетін тиімді бизнестің өсімін қалыптастыруға негіз болады деген сөз.

Үндістандық нарық Азия елдерінің ескі жүйесі сияқты көрінгенімен, бағалы қағаздар нарығының қалыптасуы мен қызмет ету үлгісі жағынан қарастыратын болсақ, ол ең жас болып табылады. Үндістандық қор нарығы заманауи биржа істері 90-шы жылдардың ортасында нарықты реттейтін жаңа Ұлттық қор биржасының пайда болуымен жүзеге аса бастады. Ұлттық қор биржасы үкіметтің қатысуымен құрылып, бағалы қағаздар нарығының тиісті, әрі ашық деңгейде қызмет етуін қадағалап отыратын болды. 90-жылдары елдердегі қор нарығының дамуында Sensex индексінің дамуы басталды. Үндістандық компаниялар дәл осы кезеңде бағдарламалық өнімдер нарығына шыға бастады. Осы оқиға үндістандық бағалы қағаз нарығының дамуына алғышарт жасады. 2002 жылдан бастап бүкіл әлем бойынша қор нарықтарының дамуы жүріп, үндістандық нарықтың капиталдануы 7 есеге ұлғайған.

Норвегиялық қор нарығы қарастырылып отырған елдердің ішіндегі қалыптасу мен даму тарихы ең ұзақ мемлекет. Бұл қор нарығының дамуына институционалдық факторлардың әсерін нақты көруге мүмкіндік береді. Норвегиялық нарыққа экономикалық құрылымның өзгерісі мен дамуы, шаруашылық және биржалық қатынастардың ұлттандырылуы мейілінше көп әсерін тигізді. Норвегиялық қор нарығының дамуының бірінші кезеңі экономикадағы балық шаруашылығы саласымен байланысты болды. Кит және балық аулайтын, өндіретін компаниялар биржада кеңінен қанат жайып, олардың акциялары барлық биржалық айналымның жартысын құрады. Бұл тәжірибе бағалы қағаздар нарығын дамыту үшін барлығына белгілі, ірі кәсіпорындар қатысқанда ғана дамиды деген пікірді жоққа шығарады. Яғни, биржада экономиканың аса белгілі емес саласының да маңызы жоғары болатынын дәлелдеді. Норвегиялық нарық дамуының жаңа кезеңі мұнаймен байланысты болды. Норвегияда экономиканың перспективалы және табысты саласының пайда болуы осы саланың акцияларына деген халықтың орасан зор сұранысын қалыптастырды. Норвегиялық нарықтың мұнай саласы арқылы жылдам өсуі бағалы қағаздарға деген ішкі сұранысты да қалпына келтірді. Шельфтердің құрылу қарсаңында мұнай компанияларының акциялары алғашында үлкен көлемде ішкі инвесторларға, халыққа таратылып, халық тарапынан болған сұраныстың арқасында нарық қарқынды дамыды. Норвегиялық қор нарығының қарқынды дамуына серпін берген соңғы факторы ретінде елдің экономикасы мен биржалық операцияларының ұлттыққа айналу болды. 90-шы жылдары норвегиялық нарықта шетел инвесторлары көбейіп, ол жағымды, сонымен қатар, жағымсыз әсерлер берді. Норвегиялық нарықтың жоғары дәрежеде интеграциялануы жергілікті халық акциялары бағасының әлемдік өзгерістерге тәуелділігін күшейтті [19].

Шетел мемлекеттерінің қор нарықтарын қарастыра отырып келесідей қорытынды жасауға болады, оларды корпорациялардың ірі көлемде капиталдануы, өндірістік және банктік капиталдың тығыз байланысы, дамудың үлгісі мен мемлекеттік реттеудің араласу дәрежесіне қарамастан биржалық операцияларға халықтың көптеп қатысуы сияқты ортақ мәселер біріктіреді. Бұл экономиканың барлық саласының бірегей дамуы мен өндірістік индустрияның қалыпты дәрежеде болуы шартында ғана қарастырылады. Бұл корпорациялардың капиталдануы төмен деңгейдегі, экономиканың кейбір салаларының (машина жасау, ауыр машина жасау өнеркәсібі, жеңіл өнеркәсіп және т.б.) әлсіз дамуы дәрежесіндегі қазақстандық нарыққа тән емес белгілер. Қор нарығын дамытуда қай елдің қаржы жүйесін қолдану керек деген мәселе маңызды болып табылады. Негізгі критерийлер болып өндірістің ұзақ мерзімді тұрақты дамуы мен халықтың тұрмыс деңгейінің көтерілуі саналады.

Әлемнің әр түрлі мемлекеттерінің тәжірибесі көрсеткендей, дамушы елдер үшін неміс-жапон қаржылық жүйесін таңдаған тиімді деп есептеледі. Ол өндірістің нақты әрі ұзақ мерзім бойы дамуына алғышарт жасайтын жүйе болып табылады. Неміс-жапон қаржы жүйесінің негізінде банктер мен кәсіпорындардың арасындағы әріптестік қатынастарына көңіл бөлінеді. Мұның

негізінде банктердің кәсіпорындардың капиталына қатыса алуы, ал кәсіпорындардың банк капиталына араласа алуы орын алады. Бұл ашық нарықтық экономика шарттары жағдайында қаржылық-өндірістік топтардың (ҚӨТ) құрылуына алғышарт жасайды. Өзара капиталдардың алмасуы мен қаржылық капитал мен өндірістік капиталдың бірігуі өте күшті, бәсекеге қабілетті бірыңғай құрылымдық ұйымның пайда болуына алып келеді. Әсіресе, қаржы-өндірістік топтардың құрамында қаржылық институттар мен кәсіпорындардың негізінде технологиялық және өндірістік байланыстар жатқан кезде ерекше дамуға жетелейді. Қаржылық-өндірістік топтар шетел бәсекелестеріне өте қатал, тіпті трансұлттық монополияларға да төтеп бере алады. Олар отандық өнеркәсіптердің бірігуі нәтижесінде құрылған жергілікті тамырларға ие (сонымен қатар, жеке зерттеулерді, жаңа өнімдер мен технологияларды ойлап табуға, жаңа нарықтарды игеруге жеткілікті қаржы иеленеді. Бұл әлемдік нарықтағы ғылымилаңған технология заманының талаптары болып саналады). Неміс-жапон қаржы жүйесінде менеджерлердің жұмыс жасауының тиімділік критеріі болып ұзақ мерзімді көрсеткіштер саналады. Олардың қатарына өнім көлемінің ұзақ мерзімді даму деңгейі және оның нарықтағы үлесінің кеңеюін, ұзақ мерзімді капиталдануды жатқызсақ болады. Әлемдік тәжірибе дәлелдегендей мемлекеттің ғылымилаңған өнімдерді өндіруінің сақталуы мен жетістігіне жетелейтін қаржылық-өндірістік топтарды құру өз дамуын жаңадан бастаған дамушы елдер үшін тиімді әдіс болып табылады. Мұндай елдерде өндіріс нашар дамыған, халықтың тұрмыс жағдайы төмен және елдің қаржы жүйесі әлсіз. Осындай себептердің әсерінен көптеген фирмалар өз қалауларымен өнім өндіруге, өнімнің жаңа түрлерін игеруге және оларды ішкі және сыртқы нарықтарға шығару үшін қаржы жетіспеушіліктерін бастарынан кешіруде. Әсіресе технологиялық, сапа және ассортименттің әрқилылығы деңгейінен өнімнің бәсекеқабілеттігі анықталады. Дамушы елдердегі ішкі нарықтың толық ашықтылық шарттарында дамыған елдердің қысымы кезінде жергілікті фирмаларды банкроттықтан және дамыған елдердің дамушы елдерді тек шикізат көзі ретінде қолдануына шектеу қоюға, елдегі өндірістік индустрияның дамуына тек қаржылық-өндірістік топтар алғышарт жасай алады.

Өз іскерліктерінің әр ел мен түрлі салаларға деверсификациялау мүмкіндіктерін пайдалана отырып, трансұлттық компаниялар бастапқы кезде бәсекелестерінің барлығын тұншықтыру мақсатында өнімдеріне демпингтік өте төмен деңгейдегі бағаларды қояды.

Тек неміс-жапон қаржы жүйесін пайдаланып немесе отандық қаржылық-өндірістік топтарды құрып, өндірістерін шикізатты табудан оны өздері өңдеген елдер ғана қарқынды экономикалық жетістіктерге жетіп, халқының тұрмыс деңгейін жоғары дәрежеге көтере алды. Бұл бірінші кезекте Оңтүстік-Шығыс Азия елдеріне, сонымен қатар Қытай мен Үндістанға қатысты айтылған.

Қазақстанда қаржылық-өндірістік топтар бар болғанымен олар өндірісті аяқталу кезеңне дейін апара алмайды, яғни өз құрамына тек шикізатты алуды немесе қайта өңдейтін кәсіпорын ретінде көрініс тауып отыр, ал жаңа

қондырғылар арқылы шикізатты алып, оны өңдеп, нарыққа шығару мүмкін болмай отыр. Көптеген негізгі құрылымдық кәсіпорындар шетелдіктерге сатылып кеткен, ал ғалымдармен заманауи технологиялар қолданылған зауыттар жекешелендірілген. Мұндай шарттарда отандық қаржылық-өндірістік топтар шетел компанияларына тиісті бәсекелестік көрсете алмайды.

Қор нарығының дамуының үлгісі ретінде ағылшын-американдық қаржы жүйесін қарастырайық. Аталған үлгі халықтың қаражатын акциялар мен облигацияларды шығару арқылы тартуды көздейді. Ағылшын-американдық қаржы жүйесі елдегі дамығын көп әр түрлі қаржы құралдары бар қор нарығының қызмет етіп тұрғанын, халықтың тұрмыс тіршілігінің жақсы екенін білдіреді. Бұл жүйені қолданатындарда халықтың қаржысы өздерінің бірінші ретті қажеттіліктерін тұтынуға да, акция мен облигацияларды сатып алып, биржада ойнауға да жеткілікті болып табылады.

Халық бұрын соңды естімеген, тек аты мен котировкасын білетін кәсіпорынның акциялары мен облигацияларын сатып алады. Мұнда олар өте жылдам кезеңде баюды көздей отырып, өте жоғары деңгейлі тәуекелге барады. Әрине, кез-келген еңбексіз келген көлемді қаражат ол үлкен тәуекелді талап етеді. Тіпті, жағдайы тұрақты, танымал кәсіпорынның да акцияларын сатып алу белгілі-бір тәуекелге барғызады. Әсіресе, ол шікізатқа негізделген өндіріс саласында жиі байқалады. Мұнда табысқа жетіп, фирманың баюына сол саланың арнайы мамандарының өзі болжай алмайтын көптеген факторлар әсер етуі мүмкін. Көптеген инвесторлар үшін акциялар мен облигацияларды сатып алу лотерея ойыны сияқты болып келеді. Осыған орай, инвесторлар тек табысқа ғана емес, сонымен қатар, өз қаражаттарынан айырылып қалуға да дайын болуы тиіс. Немістер корпоративтік акциялар мен аз көлемдегі облигацияларға ақша салу керек диді (әрине, бұл ақшасы аз адамдарға емес, бай адамдарға арналған әуес). Дәл осы себептерге байланысты айтылып отырған жүйе ағылшын-американдық қаржы жүйесі деп аталады. Бұл инвестицияға бай ұлттардың қажеттіліктерін қанағаттандыру мақсатында, әрі өте жоғары тәуекелде жұмыс істейтін жүйе. Қор нарығының қалыптасқан жүйесі өте ірі және бәсекеге қабілетті кәсіпорындармен жұмыс істейді. Себебі, кәсіпорындар алғашында биржада акциялары мен облигацияларын орналастыру үшін биржаның өте қатал талаптарын орындай отырып, листинг алуы тиіс.

Ағылшын-американдық қаржы жүйесінде менеджерлердің негізгі тиімділік критерийін бағалауда кәсіпорынның акциясының ағымдағы нарықтық бағасы ерекше орынға ие. Менеджерлер өте ауқымды инвестиция талап ететін, бірақ кәсіпорынға жоғары табыс әкеледі деп болжанған жаңа инвестициялық жобаны алмайды. Олар тек ұзақ уақыттан кейін жүзеге асып, пайда алып келуі мүмкін. Кәсіпорынның ағымдағы жағдайы оның акциясының нарықтық құны арқылы және әр акцияға келетін дивидент мөлшері арқылы анықталады. Ал олар ірі инвестициялар тартылған кезде төмен деңгейге түсіп кетеді. Бірақ, ірі инвестициялардан бас тарту ұзақ мерзімді дамуды біршама тежейді. Дәл осы себепке байланысты ағылшын-американдық қаржы жүйесімен жұмыс жасайтын елдерде ұзақ мерзімді даму баяу түрде жүріп, олардың өсуі тұрақты

болмайды яғни қор нарығындағы сұраныс пен ұсыныстың өзгерісіне қатты тәуелді болып келеді. Олар көбінде күтіп отыратын спекулятивті көңіл-күймен жұмыс істейді. Бұл аталған жүйені таңдаған барлық елдің тәжірибесінде айқын көрініп отыр. Ағылшын-американдық қаржы жүйесін таңдап, АҚШ үлгісінде экономиканы дамыту басқа дамушы елдерге қажет емес. Ол үшін осы елдердің экономикалық және әскери салаларындағы мықты күштерін иелену керек. Сонымен, дамушы елдер үшін барлық негізгі көрсеткіштері жағынан анағұрлым тиімді үлгі – неміс-жапон үлгісі болып табылады [20].

Қор нарығының әртүрлі үлгілерін олардың ЖІӨ-ге, жан басына шаққандағы ЖІӨ қор нарығының капиталдануы сияқты негізгі көрсеткіштерін салыстыра отырып, дамушы елдерге неміс-жапон қаржы жүйесін таңдап, жұмыс жасаған тиімді болып келеді. Аталған үлгіні қолданғанда ғана жоғары жетістіктерге жетуге болады. Шетелдік қор нарықтарының дамуын талдай келе келесідей қорытынды жасаймыз, тиісті заңнамалық базасыз, қор нарығына халықты қызықтырмастан, қор нарығында әртүрлі қаржы құралдарын қолданбастан қор нарығын тиісті деңгейде дамыту мүмкін емес.

1.3 Экономикалық факторлардың қор нарығына әсерін зерттейтін модельдер

Қаржы теориясы саласындағы экономистер мен профессорлар акциялар нарығы сияқты алыпсатарлық нарықтардағы бағалардың динамикасын бұрыннан бері зерттеуде. Акциялардың курсының зманауи теориялары тиімділік нарығы деген атпен топтастырылады. Фундаментальды теорияның айтуы бойынша: нарықтың динамикасын болжай алмайсыз. Қаржы теоретиктері акция мен облигациялар нарығында неліктен қалыптасқан қаржы нарықтары тұрақты артық табыстарды шығарып тастайды? деген сұраққа жауап іздеуге ұзақ уақыттарын жіберді. Тиімді нарық теориясы осы сұраққа жауап бере алады. Тиімді нарық – бұл жаңа ақпараттар нарық қатысушылары арасында жылдам тарап және нарықтық бағаларға бірден қосылатын нарық. Тиімді нарық теориясына сай нарықтық бағалар барлық ақпараттарды өздерінде сақтайды. Ескі ақпараттарға немесе өткен кезеңдегі бағалардың өзгеріс динамикасына бағытталып табыс табу мүмкін емес. Сонымен қатар, тиімді нарық теориясы ұйымдастырылған нарықтардағы бағалар динамикасының талдау тәсілін қамтамасыз етеді. Аталған тәсілге сай, бұл динамика өте өзгергіш және графиктегі кескін сияқты көрсетілгенде «кездейсоқ адасулар» сияқты көрінеді.

Келесідей қорытынды жасаймыз. Тиімді нарық теориясы акцияға деген бағаның динамикасы неліктен өзгергіш болатынын анықтайды. Бағаға жаңалықтар, күтпеген оқиғалар бірден әсер етеді.

«Тиімді» қор нарығы кезінде компанияның болашақ кезеңдегі және ағымдағы жағдайына қатысты ақпараттардың барлығы оның бағалы қағаздарының бағаларында көрініс табады. Ю.Фома тиімді нарықты «көптеген рационалды табысты максимум деңгейге жеткізуді көздейтін нарық қатысушыларының болашақтағы акциялардың бағаларын болжаудағы іс-

әрекеттерін біріктіріп, ақпараттың барлығына бірдей ашықтығында жүзеге асады деп түсіндіреді. Тиімді нарықта көптеген қатысушылардың бәсекелестігінің нәтижесі жекелеген бағалы қағаздардың құндары кез-келген кезде ақпараттардың тиімділік дәрежін білдіріп, оқиғаларға негізделеді».

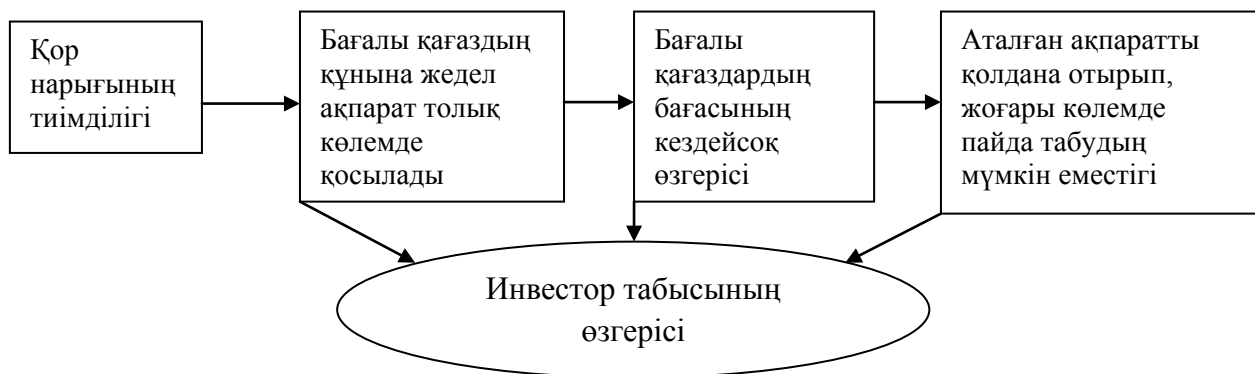
Одан ары қарай көптеген зерттеушілер «тиімді нарық» түсінігіне өз беттерінше түсінік бере бастады. Мәселен, У.Шарп «бұл кез-келген бағалы қағаздың құны оның инвестициялық құнына тең болатын нарық» деп түсіндірді [21]. Инвестициялық құн дегеніміз акцияға деген сұраныс деңгейін, болашақта одан пайда табу мүмкіндігін жақсы ақпараттанған сарапшылармен есептеген кездегі құны болып табылады.

Сонымен қатар, тиімді нарықтың келесідей анықтамалары бар: нарық қандай да бір ақпаратқа қатысты тиімді болып табылады.

Сонымен, тиімді нарық кезінде барлық бағалы қағаздар өздерінің инвестициялық құндары бойынша сатылады, бұл жерде бағалы қағаздарды дұрыс емес бағаларда сатып алу нәтижесіз іскерлік болып табылады. Тиімді нарық кезінде инвестор өзі салған инвестиция негізінде тиісті, нақты табысты ғана күтуі тиіс.

Сонымен, тиімді қор нарығының гипотезасы болжайтындай, кез-келген ақпарат бірден бағалы қағаздарға әсер етеді. Жаңа ақпараттар болып инвесторлар үшін күтпеген жерден болатын ақпараттар саналады. Әрине, әрқилы ақпараттар негізінде тиімді нарықтағы бағалар динамикасы әр түрі болып келеді. Егер инвестор бағалы қағаздың көлемі өскенін қалап, одан жоғары пайда алғысы келсе, онда ол нарықта тек бір ғана ақпарат болып және оны инвестор болжай білуі керек. Ал бағалы қағаздар нарығында ақпараттар кездейсоқ, сан қилы болғандықтан, инвестициядан түсетін табысты алдын-ала болжау мүмкін емес.

Бағалардың ойламаған жерден өзгеруі көптеген инвесторлардың әрекеттерінің арқасында болады. Ол бірінші кезекте, инвестордың кішкене болса да ақпаратты іздеп, сол ақпаратты бағалы қағаз құнына енгізуге тырысуы. Егер бұл өте жылдам мерзімде орын алса, онда инвестор ақпарат негізінде өте жоғары пайда таба алмайды, яғни бұл кез келген жағдайда оның табысының өзгерісіне алып келетінін байқауға болады. (сурет 12)



Сурет 12 – Қор нарығының тиімділік гипотезасының құрылымдық сипаттамасы.

Ескерту- [22] әдебиет негізінде автормен құрастырылған.

Бағалы қағаздармен сауда-саттық жасаған кезде олардың бағалары барлық ақпаратты көрсетпей, қатысушылардың нарыққа шығуына ешқандай кедергі болмаған кезде, сонымен қатар саудадағы ұсталатын ұсталымдар мен ақпараттарды өңдеу мен алу құнының нөлге тең болуы кезіндегі шарттар маңызды орынға ие. Осыған байланысты тиімді нарық теориясын қалыптастырудың мүмкіндігі туындайды: бұл ақпарат пен оны өңдеуге кеткен шығындарға қарағанда тәуекелі аз жоғары деңгейдегі табыс табуға болатын нарық.

Нарық тиімділігінің гиптезасы әр түрлі сипаттағы ақпараттармен жұмыс жасайтын тарихи 3 категорияға жіктеледі:

- гипотезаның әлсіз түрі бағалы қағаз құнының анықтаған барлық бұрынғы ақпараттар ағымдағы бағаларда толығымен көрініс табады. Сондықтан, инвестор бағалы қағазды сату, сатып алу шешімдерін қабылдағанда бағалы қағаздарға деген бұрынғы ақпаратты қолдана отырып жоғары көлемде пайда таба алмайды.

- жартылай күшті форма барлық жалпыға бірдей қолжетімді ақпарат бағалы қағаздың ағымдағы құнында көрініс табады деп айтады. Осыған байланысты инвестициялық шешімдер жасау үшін жалпыға бірдей қолжетімді ақпаратты қолдану жоғары пайда табуға мүмкіндік бере алмайды.

- нарық тиімділігінің гиптезасының күшті формасы барлық ақпарат – жалпыға ортақ та, және жеке де болып – бағалы қағаздың құнында көрініс табады. Инвесторлар жалпыға ортақ, әрі жеке ақпараттарды қолдана отырып жоғары пайда табуға мүмкіндіктері болмайды.

Айта кететін жағдай, тиімділіктің күшті формасы өз кезегінде тиімділіктің әлсіз формасын көрсететін жартылай күшті формасын көрсетіп нарықтың тек әлсіз формада ғана тиімді болатынын дәлелдейді.

Нарық тиімділігінің гиптезасының әр түрлі формаларының математикалық интерпретациясын келесі үлгіде көрсетуге болады.

Белгілі-бір t уақыт ішіндегі (R) активтің пайдалылықты екі компоненттің сомасы ретінде көрсетеміз: өткен мерзімде $E_{t-1}(R)$ күтілген пайдалылық, және күтілмеген «аса жоғары» пайдалылық Z_t , яғни:

$$R_t = E_{t-1}(R_t^e) + Z_t, \text{ мұндағы}$$

$$E_{t-1}(R_t^e) = E(R_t^e | \psi_{t-1}), \text{ мұндағы}$$

ψ_{t-1} – E период $t-1$ нарығының қатысушыларына қолжетімді ақпараттар жиынтығы.

Нарықтық тиімділік шарттары келесідей болады:

$$E(Z_t | \psi_{t-1}) = 0$$

Егер ψ_{t-1} бұрынғы табыстылық жайлы ақпараттарды ғана қамтылса, онда былай болып түрленеді:

$$E(Z_t | R_{t-1}, \dots, R_{t-n}) = 0$$

Мұндай жағдайда нарық тиімділіктің әлсіз формасында болады. Егер ψ_{t-1} басқа X жалпыға ортақ қолжетімді ақпараттан тұрса, R шығарып тастаса, ондай жағдайда нарық орташа күшті тиімділікте болады:

$$E(Z_t | R_{t-1}, \dots, R_{t-n}; X_{t-1}, \dots, X_{t-n}; I) = 0$$

Егер ψ_{t-1} сонымен қатар I ақпаратын иемденіп және ол жалпыға бірдей қолжетімді болмаған жағдайда, онда тиімділік күшті формада болып, келесі түрге көшеді:

$$E(Z_t | R_{t-1}, \dots, R_{t-n}; X_{t-1}, \dots, X_{t-n}; I) = 0$$

Нарық тиімділігінің гипотезасымен болжанған бағалардың математикалық үлгісі «әділ ойын» сияқты үрдіске негізделген. Ол сонымен бірге, t уақытында қалыпты табыстан жоғары деңгейде пайда табу үшін ақпаратты пайдалану тәсілдерінің жоқ екенін көрсетіп береді. Мәселен, Ψ өзімен инвесторға t уақытта ақпараттар жиынтығын ұсынады. Енді инвестор аталған ақпаратқа сүйене отырып, t және $t+1$ уақыттары арасындағы пайданы болжай алады. Одан әрі инвестор болжанған табыс пен нақты табысты салыстыра алады. Инвестордың болжанған пайдасынан ауытқу болашақ табыстылық жайлы ешқандай ақпаратты өзіне кіріктірмеуі тиіс. Инвестор үшін Ψ жиынындағы ақпаратты пайдалана отырып, бағалы қағаздан тәуекелге сәйкес деңгейде пайда алу мүмкін емес.

Одан ары қарай талдау үшін жоғарыда келтірілген үлшілер орындалмайтын шарттарды қарастыру керек. Мәселен, Ψ ақпараттар жиыны t уақытында акция бағасына қосылмаған, бірақ, $t+1$ уақытында қосылған ақпараттан тұруы мүмкін. Үкімет белгілі-бір компаниямен-өнімді жеткізушімен келісімшартқа отыруды болжады деп алайық. Бұл келісімшарт компанияның ірі табыс табуына алып келгенімен, оған қол қою кезінде тек потенциалдық табыстар ғана бағалы қағаз бағасына қосылады. Бұл келісімшарт жүзеге асатынын білетін шенеунік компанияның акциясын сатып алу арқылы жоғары табыс табуы мүмкін. Бұл жағдайда аталған инвестор үшін әділ ойын үлгісі жүрмейді. Сонымен, инвесторға қолжетімді ақпарат жиыны бағаға қосылмаса, онда әділ ойын үлгісі аталған ақпарат жиынына еш қатысы болмайды.

Нарық тиімділігінің гипотезасымен ұқсас баға қалыптасатын үлгінің бірі ретінде актив құнының кездейсоқ өзгеруіне негізделген үлгіні айтсақ болады. Бірақ мұнда «әділ ойын» үлгісінен ерекшелік ретінде табыстылықтың тәуелсіз және уақытқа бөлінген болып келетінін айтсақ болады.

Кездейсоқ адасулар үлгісі әділ ойын үлгісіне қарағанда қаталдау болып келеді. Әділ ойын үлгісі әр кезеңдегі табыстардың тең бөлінуін талап етпейді. Сонымен қатар, әділ ойын үлгісі табыстың уақытқа тәуелсіз болатынын көрсетпейді. Мәселен, фирма уақыт аралығында өз қарызы мен тәуекелін көбейте отырып, жоғары күтімді және фактілік табыстылықтарды көрсетуі мүмкін. Мұндай жағдайда бүгінгі және бұрынғы кезеңдегі табыстылықтардың өзара қатынастары ескеріліп, болашақтағы келіп түсуі мүмкін пайда болжанады. Бірақ, тәуекел жоғарылаған сайын күтілетін табыстылық мөлшері де артады, бұл ақпарат жоғары табыс табу үшін қолданыла алмайды. Егер кездейсоқ адасулар гипотезасы бұрынғы уақыттағы табыстылық жайлы ақпаратты өзіне қосса, онда нарық тиімділігінің гипотезасы да өзіне дәл сондай ақпарат қосуы тиіс. Бірақ бұл процесс керісінше болуы мүмкін емес. Сонымен,

кездейсоқ адасулар мен әділ ойын үлгілеріндегі бағалардың өзгерісінің дәлелі әлсіз формадағы нарық тиімділігінің гипотезасында да дәлел болып табылады.

Акциялардың бағаларының кездейсоқ өзгерісі оның қатысушыларының ақпараттарға бірден әрекет етуінен болады. Ақпараттың қаржы активіне ене алу жылдамдығы қатысушылардың жоғары пайда ала алу мүмкіндігін айқындайды. Ол тиісінше, нарық тиімділігінің деңгейін көрсетеді. Сонымен, нарықпен ақпаратты игеру жылдамдығы нарық тиімділігінің гипотезасы жұмыс істейтін негізгі аспект болып табылады. Келесі мысалды қарастырайық.

Бірінші сценарий. Бағаны көрсеткеннен кейін апта көлемінде баға өсіп отырды делік. Инвесторлар бастапқы бағамен салыстырғанда бағаның өсіп келе жатқанын байқайтын еді. Егер олар ол бағаның тарихи жылжуын білетін болса, онда инвесторлар аталған бағалы қағазды сатылым болған бірінші немесе екінші күні сатып алар еді (жаңа баға жылжуын байқаған сәтте). Акцияның бағасы жайлы ақпарат жинауға бір апта уақыт берілген болса, онда инвесторлар акцияның бұрынғы бағасының жылжу динамикасы жайлы ақпарат жинап, нәтижесінде артық табыс табар еді. НТГ әлсіз формасы дәлелдегендей бұл сауда стратегиясы артық пайдаға әкеле алмайды. Пайдалылықты бұрынғы мағыналар арқылы біле алмасақ, онда жаңа ақпарат бағалы қағаз құнына бірден енеді. Сонымен, баға өзгерісін талдау жасаған инвестор компания перспективаларындағы өзгерістерді байқаса, онда ол бірден акция бағасында көрінс табады.

Екінші сценарийді қарастырайық. Инвестор кейбір компаниялардың жағдайларының өскендігі туралы ақпараттарды алып, аталған компаниялардың акцияларын бірден сатып алды делік. НТГ-нің жартылай күшті формасы анықтағандай мұның өзі жоғары табыстылыққа кепіл бермейді. НТГ-нің жартылай күшті формасы дәлелдегендей, бағалы қағаздарды сатқысы келген инвесторлар, оларды сатып алғысы келген инвесторлар сияқты аталған жарнаманы талдап, бағалы қағаздың құнын шығарады. Қайта бағалау құнның бірден өсуіне алып келеді. Жаңа баға оның нақты құнына тең болмағанымен, ол міндетті түрде инвестициялық құнынан жоғары немесе төмен бағада болмайды. Сонымен, инвестор жарияланған бағалы қағаз үшін өте төмен немесе өте жоғары бағада инвестиция салуы мүмкін. Егер нарық НТГ-нің жартылай күшті формасына сәйкес келсе бірнеше жоғарыдағыдай оқиғаларда инвестор бағалы қағаздың нақты инвестициялық құнына сай ақша төлейді.

НТГ-нің күшті формасы нарық тиімділігінің екі әр түрлі аспектісімен байланысты. Екеуі де осыған дейінгі мысалда қарастырылуы мүмкін. Біріншісі, кімде-кіммен жалпыға қолжетімді ақпаратты қолдана отырып, жоғары табыс ала алу талдауына негізделген. Инвестор ақпаратты алып, осы ақпараттың компания жағдайына қалай әсер ететенін бақылай алады делік. Жарияланымнан кейін баға бағаланған құннан төмен болса инвестор бағалы қағазды сатып алады, ал жоғары болғанда- сатып жібереді. НТГ-нің күшті формасы аса жоғары мүмкіншіліктерді иеленетін инвесторлар жоқ деп санайды. НТГ-нің күшті формасының екінші аспектісі инсайдерлік ақпараттың негізінде пайда табумен байланысты. Менеджерлер өз компанияларының перспективаларының

жақсаратынын алдын ала біліп, ақпараттың жалпыға бірдей қолжетімді болмай тұрып біліп алды делік. НТГ-нің күшті формасына сай олар бағалы қағаздардың сауда-саттығы арқылы жоғары пайдаға кенеле алмайды.

Егер қор нарықтары НТГ-нің күшті формасына сай келсе, онда инвестициялық шешімдер қабылдау, қор нарығының қатысушылары мен оны реттеуші мемлекеттік органдардың рөлі жайлы сұрақтар кешеніне жауап іздеуге тура келеді.

Бағалы қағаздарды сатып, сатып алушы адамдарың көпшілігі өздері сатып алған құнды қағаздың нақты бағасы төлеген төлемнен жоғары, ал сатқан бағалы қағаздың нақты құны сатқан бағадан төмен болады деп санайды. Егер нарық тиімді болып, барлық ақпараттар бағада көрініс табатын болса, онда инвестордың дұрыс бағаланбаған бағалы қағаздың көмегімен жоғары пайда табам деген ойлары жайлы ойлау мардымсыз болар еді.

Нарық тиімділігінің гипотезасы қор нарығын талдау арқылы қандай да бір жоғары пайда табуды күмәнді деп санайды. Егер, эмпирикалық тесттер болашақтағы табыстылық бұрынғы табыстылықпен болжанып, шығып отырады десек, онда олар керексіз болып қалар еді. НТГ-нің жартылай күшті формасы эмпирикалық жұмыстармен қамтылған болса, онда дәл жоғарыдағыдай оқиғаны сауда-саттық стратегияларына қатысты да айтуға болады.

Нарық тиімділігінің күшті формасы жағдайында болған кезде қор нарығында инвестициялық институттар мен портфельдік менеджерлер қандай рөл алады деген сұрақ туындауы мүмкін. НТГ-ге қарай отырып, портфельдік менеджерлердің негізгі рөлі нарықты «алдауға» тырысу емес, инвесторлардың қажеттіліктеріне керек бағалы қағаздар портфелін жинастыру. Оптималды портфельдер салық салу, тәуекел мен қамтамасыз етілгендік дәрежі сияқты факторлар әсерінен өзгеруі мүмкін.

Нарық тиімділігінің гипотезасының күшті формасы активті немесе пассивті инвестициялаудан түскен табыстың әр қилы болмауын көрсетеді. Қор нарығында активті менеджмент бағалы қағаздармен сауда-саттықтың қысқа мерзім ішіндегі операцияларын, ал пассивті менеджмент ұзақ мерзімге негізделген құнды қағаздарды сатып алумен байланысты болады. Белсенді менеджерлердің айтуы бойынша, нарықтың тиімділігі төмен болса олар өздерінің ақылды іскерлігінің нәтижесінде орташадан жоғары пайдаға кенеледі. Бірақ, тиімді нарықта жоғары пайда табу менеджерлердің белсенді іс әрекетіне байланысты болмайды. Себебі, тиімді нарық жағдайында бағалы қағаздардың бағасы олардың инвестициялық құнына сай анықталып, активті және пассивті операциялар нәтижесіндегі табыстылық тең болады.

Билік органдары үшін қор нарығының тиімді болмауы қор нарығында жалпы саясат жүргізуге негіз береді. Егер нарық тиімді болса, онда мемлекет тарапынан саясат жүргізудің қажеттілігі аз болады, нарық өзі экономикадағы ақпараттарды тиімді түрде шығарып және бөліп отырады. Егер тиімді болмау дәрежесі жоғары болса, ақпараттарды тарату, дұрыс емес жиналу, өңдеу орын алғанда, онда нарық мемлекет тарапынан міндетті түрде мемлекеттік саясатты талап етеді.

Сонымен, НТГ қор нарығының қатысушылары мен реттеуші органдарға қорытында жасауды меңзейді. Бірақ, осы қорытындыларға сай қандай да бір істерді жүзеге асыру үшін, бірінші кезекте тексеруді жүргізу керек. Себебі, нақты нарықтар нарық тиімділігі гипотезасына сәйкес келеді. Оны тиімді нарыққа сәйкестігін тексеретін эмпирикалық тесттер қамтамасыз етеді.

Әр түрлі елдердің қаржы нарықтарының нарық тиімділігі гипотезасына сай келетін-келмейтінін анықтау мақсатында жеткілікті мөлшерде зерттеулер жүргізілген. Эмпирикалық тесттер негізінен АҚШ, Ұлыбритания, Жапония сияқты дамыған елдерге жүргізілді. Олардың көпшілігі әлсіз және жартылай күшті формадағы тиімді нарық гипотезасына сай келетінін анықталды. Зерттеушілердің тек бірнешеуі нарықтардың тиімді нарық гипотезасының күшті формасына сай келетінін айтады.

Дамушы елдердің қор нарықтарының талдау салыстырмалы түрде аз жүргізілді. Олардың нарық тиімділігінің әлсіз формасына сай келетінінің өзі туралы ойлар әр қилы (Д. Су, Б. Фиришер [23], Р. Мукердж, К. Йу [24] – Қытай нарықтары үшін; Р. Митчелл, П. Рикардо [25] – Латын Америкасы елдері үшін; М. Ратковицова [26] – Шығыс Еуропа елдері үшін). Нәтижелер авторлармен қолданылған ақпараттарды таңдау мен қолданылған әдіске байланысты өзгеріп тұрады. Тек кейбір зерттеушіле ғана нарық тиімділігі гипотезасының жартылай күшті формасына тән сипатты анықтап, ал нарық тиімділігінің күшті формасы жайлы тіпті сөз қозғалмайды.

Айта кететін жайт, НТГ тестілеу барысында әрқашан біріккен гипотеза мәселесі туындайды. Бағалар ақпаратты қаншалықты жақсы көрсететінін анықтау мақсатында баға үлгісін қолданған дұрыс. Осыған байланысты нарық тиімсіз деп айтуға болады. Себебі, қолданылатын үлгі қате болып шығуы мүмкін. Нарық тиімділігін оны зерттеуге қолданылған тесттілеудің терминдеріне шарттастырған дұрыс.

НТГ-нің үш түрімен сәйкес келесі тест топтарын ашып көрсетуге болады:

- Табыстылықтың болжамдылығына арналған тесттер: бағалардың маусымдық тербелісі мен бағалы қағаз бағасының өткен кездегі және болашақтағы мәнімен өзара қатынасын анықтау үшін; нарықтың тиімділігі әлсіз формасына қарай тексеріледі;

- Оқиғаны зерттеу: бағалы қағаз құнына жалпыға бірдей қолжетімді ақпараттың қосылу жылдамдығы мен нақтылығын көрсетеді; нарықтың тиімділігінің жартылай күшті формасына сәйкестігі тексеріледі;

- Жеке ақпаратты қолдануға арналған тесттер: пайлық қорлардың іскерлігі зерттеледі; нарық тиімділігінің күшті формасына сай екені тексеріледі.

Болжануға арналған тесттер бағалы қағаздардың болашақтағы құнын бұрынғы кездеге бағаға қарап анықтауға негізделген. Егер қор нарығы нарық тиімділігінің әлсіз формасына сәйкес келсе, онда бұрынғы бағалар болашақтағы бағаларға ешқандай әсер ете алмайды.

Акция нарығы экономиканы бүтіндей және салалық күйде, компания-эмитенттері туралы сапалы әрі толық ақпарат алуға мүмкіндік береді [27]. Инвесторларды ақпараттандырудың деңгейі тікелей нарық тиімділігінің

деңгейімен байланысты. Белгілі бір ақпаратты қолдануда табыс алуға ұмтылу инвесторларды компания қызметіне қатысты ақпаратты мұқият сараптап, әрі бақылауға ынталық танытады. Бағалы қағаздардың сату-сатып ауында аталған ақпарат негізінде инвесторлар бағалы қағаздарды оның инвестициялық құнына қарай бағыттап отырады. Ең тиімді қор нарығы инвесторларды өзге де сауда қатысушылары алдында басымдылық алу үшін мұқият ақпаратты сараптауды талап етеді. Сондықтан да, нарық тиімділігінің өсімінде ақпараттың көлемі мен сапасы, оның қолданысы кезінде - табысы өсуі тиіс. Қатты нысандағы тиімді нарықта, сауда қатысушылары ақпаратпен толық қамтылған деп есептейді. Осыған орай, бағалы қағаздар нарығының тиімділігін көтеру өз кезегінде оның қатысушылары туралы ақпараттың жақсарғандығын білдіреді, ал экономикада ресурстарды тиімді үйлестіруге мүмкіншілік жасап, экономикалық өсімге нұсқама болады.

Атап өтуге тиіс, қор нарығының тиімділігі өсуінің кері жағы болып, оның қатты нысанға жақын болатын, деңгей бойынша пайда болатын, «нарық тиімділігі парадоксы» мүмкіндігі табылады. Осыған байланысты, абсолютті тиімді қор нарығында ақпарат біртіндеп бағаның өзгерісі кезінде анықталып, инвесторларда фирма қызметінің мониторингі үшін қызығушылығын төмендетеді. Нәтижесінде нарықтың тиімділігі төмендейді және компаниялардағы жай-күйі туралы инвесторлардың хабардар болуы азая түседі.

Алайда аталған ескертпелер тек қана ең жоғары тиімділікке ие нарыққа ғана қатысты болуы мүмкін. Белгілі болғандай, екінші тараудағы қор нарығының, эмпирикалық сараптаманың нәтижелерінде келтірілгендей, оның ағымдағы жағдайы - келіп түскен ақпараттың бағасына, жедел әсеріне қатысты ақпарат жинаудағы инвесторлардың қызығушылығының төмендеуі туралы мәселе қозғауға алып келмейді. Керісінше, отандық бағалы қағаздар нарығының төменгі тиімділігі, оның қатысушыларына, кең көлемде - оның қолданысы аясындағы жоғары қалыпты кірістері туралы ақпараттың аз көлемін пайдалануға мүмкіндік береді.

Капитал тарту шартындағы акция нарығының әсерін қарастырғанда, көптеген зерттеушілер атап көрсетті, ауқымды өтімділіктегі және тиімділіктегі акция нарықтары ресурстарды жұмылдыруда жеңілдік танытады. Акция нарығының жинақтарының топтасу жолымен жүзеге асырылатын инвестициялық жобалар саны азаяды. Кейбір жоғары табыстылықта жобалар ірі капитал салуға талап етіледі, әйтсе де, ресурсты жұмылдыратын мұндай акция нарығы, капитал салымын жеңілдетеді және экономиканың өсімінің ұзақмерзімді шартын құрады. Инвестициялық үрдістің қатысушыларына ресурстарды қор нарығы арқылы тарту, бірнеше мәрте басымдықтар алып келеді. Инвесторлар үшін бағалы қағаздар нарығына салымдар салу тиімді болып келді, олар үшін ол өзінің портфелін әртараптандыруды жүзеге асыруда көмек болды. Бұдан бөлек, қор нарығы, бүкіл инвестициялық үрдіс кезіндегі бағалы қағаздар сатылымының мүмкіндігін қамтамасыз ете отырып, сондай-ақ инвесторларға жобада жұмыс істеуін лезде тоқтатуға мүмкіндік береді. Эмитенттер үшін, қор нарығы арқылы ресурстарды тартудың жағымды жағы

болып, өздерінің бағалы қағаздарының шығарылу мерзімін қадағалау мүмкіндігі табылады, ол олар үшін мейлінше ең жағымды эмиссияны жүзеге асыратын сәтті таңдауға мүмкіндік туғызады.

Жалпы, ресурстарды жұмылдыру, экономистермен акция нарығының негізгі қызметі ретінде қарастырылады, алайда, кейбір ғалымдар қаржы жүйесі өзінің тарихи ерекшеліктерімен бірге, несие ұйымдарына емес, [28] бағалы қағаздар нарығына негізделген модельдерге қарай тартылып отырады деп есептейді. Бірақ, капитал жұмылдыруда қор нарығы есебінше қарама-қайшылықтар да кездеседі. К.Майер көрсеткендей, [29] бағалы қағаздардың жаңаша шығарылымы ресурстарды қызықтыратын корпорацияларда өте аз бөлігін ғана құрайды. Үнділік және америкалық компаниялардың қаржыландырылу көздерінің салыстырмалы зерттеулерін Самуэл жүргізген болатын [30], ол қаржы кәсіпорындарындағы көздердің ішінен акция нарығының алатын мардымсыз үлесін таңдап алды.

Инвестициялық ресурстарды компаниялардың жұмылдыруындағы қор нарығының маңыздылығы, компания капиталының құрылымының өзгерісі мысалында бақылауға болады. А. Демиргук-Кант [31] дамыған және дамушы 30-ға тарта елдің өзінің инвестицияларын компания таңдау тәсіліне акция нарығы дамуының әсерін бағалаған. Ол банктік сектор мен компаниялар арасында алыс-берістер және акция нарығының даму қарқыны арасындағы мардымсыз корреляция және оның ұзақ алыс-берістері деңгейі арасында қалыпты етене байланыс бар екендігін анықтады. Бірақ, барлық таңдалғандардың әртүрлі категориялар бойынша белгіленуі, дамушы акция нарығындағы өсім шамасы ірі фирмаларда қарыз есебінен өзінің қаржыландыру үлесін арта түседі, сол уақытта шағын компанияларға акция нарығының дамуы олардың қаржыландырылуына әсерін тигізе қоймайды.

Осы орайда, дамушы қор нарығының жақсара түсуі, бағалы қағаздар нарығы есебінен компанияларды қаржыландыруға өсімділік алып келмейді, ал керісінше, несие ұйымдарының қызмет саласын арттыра түседі. Аталған нәтижелер, сондай-ақ, дамыған қаржы жүйесі бар акция нарығында және банктік секторы әртүрлі, экономикалық саясаттың бірін-бірі толықтыру секторы болып табылды, олар қор нарығын дамуға бағытталады, бірақ әрқашан банктік жүйеге қолайсыз әсерін тигізе бермеді.

Инвестиция тартатын компаниялардың құрылымын қор нарығының дамуына әсерінде акция нарығы жоқ экономикадағы жұмыс жасайтын фирмаларды қарастырамыз. Мұндай жағдайда, фирма ішкі көздер арқылы қаржыландырылатын болады, олардың рөлін сауда несиелері және банктік алыс-берістер атқарады. Сәйкесінше, акция нарығының дамуы, бәрінен бұрын, компания капиталының құрылымында акционерлік капитал үлесінің өзгерісіне алып келеді. Қор нарығының шектеулі қол жетімділігі компания оның қызметіне сай акционерлік капиталға қарыздық жоғары коэффициентінің тиімсіздігін тұжырымдайды. Қор нарығындағы қол жетімділігін шектеу екінші бақылауында, компания қор нарығының болмауы себебінен тиімсіздігін көрсетсе және өз ресурстары шеңберінде қызметін қаржыландыра алмайтын

болып табылады. А. Демиргук-Кант [31] атап өткендей, акция нарығының қызметін үйлестірудің бастамасында оның бағыттар бойынша компанияның акционерлік капиталға қарызы, сәйкес әсер етіп отырды. Біріншіден, қор нарығы арқылы ресурс жұмылдыруда шектеулер алып тасталғаннан кейін, компания қарыздары акционерлік капиталға алмастырылады. Екіншіден, меншікті капитал компанияда ішкі көздер арқылы жүреді. Үшіншіден, ресурс тарту бойынша, және өз инвестициялық портфельдерін әртараптандырған кездегі, кәсіпкерлерге ашылған мүмкіндіктер, қор нарығы қызметін үйлестіргеннен кейін, компанияның әлеуетін кеңейтуге жұмыс жасайтын болады. Мұндай экспансияның тиімділігі акционерлік капиталға қатысты қарыздары анық емес болады және компанияның тиімді қаржы құрылымына тәуелді болады.

Бұдан бөлек, акция нарығының дамуы акционерлік капиталға қарыздың қатынасында жанама әсер қалдырады. Тиімді қор нарығы, ақпарат нарығына келіп түсетін етене байланысты қамтамасыз ете отырып, компания қызметімен байланысты, және бағалы қағаздарды жүргізген кезде жүреді. Бұл инвесторлар тарапынан компания қызметіне мониторинг пен жай-күйі туралы сараптама бойынша шығындарды төмендетуге мүмкіндік туғызады. Мұндай нарықтың болуымен акционерлік капитал мен қарыздар мейлінше аз тәуекелде жүреді, олар компанияның ішкі қаржыландырылуындағы көлемнің ұлғаюына себепші болады. Бірақ, қаржыландырудың мұндай түрі сенімсіз болуы да мүмкін, оны толық сенімділікте анықтауға болмайды. Қарыздық қаржыландыру негізінен несие ұйымдарымен қамтамасыз етіледі. Олар компанияның іс-әрекеті туралы жақсы ақпараттандырылған, яғни, олардан акция нарығы дамуы шеңберінде компания қызметіндегі мониторинг бойынша шығындарды азайтқанда, банктік сектормен алыс-берістер деңгейі төмендей түседі. Атап өтетін жағдай, аталған талқылау акция нарығы қарыздық нарыққа қызмет атқарғанда тезірек дами түседі деген түсінікке негізделген. Қарсы жағдайда, қарыздық нарықтың дамуында тиімділік дәл сол жылдамдықпен кері бағытта жүруі әбден ықтимал.

Инвесторлар үшін, олар өздерінің құралдарын орналастыруға құлықты, инвестициялық компаниялар құны мен бағалы қағаздар бағамы қатынасында толық таныстырылуға міндетті. Мұндай дәл бағаны қағаз бағасы оның инвестициялық құнына жақынырақ келетін тиімді қор нарығында алуға болады. Тиімсіз нарықта инвесторларға келешегі бар жобаларды бірдей жобалардан айыру қиынға соғады, сәйкесінше, рентабелдік жобалардың қаржыландырылуы, толығымен қамтамасыз етілмейтін болады және инвестициялық ресурстар тиімсіз жайғастырылады.

Компанияларға қатысты, ресурс тартуда, нарық тиімділігі, жақсы компаниялар мейлінше жақсы жағдай туғыза отырып, ресурстарды тартатынын айта кету керек. Төмен көрсеткішті компаниялар екінші ретті нарықты акцияның төмен бағасындағы көрсеткіштерге ие және жақсы шарт туғыза отырып ресурс тартуға мүдделі болады.

Қор нарығындағы инвестициялық ресурстарды жұмылдыру қызметіндегі негізгі рөлді - нарықтың өтімділігі, транзакциялық шығындардың көлемі және

инвестициялауға қатысты қолжетімді қаржы құралдары алады. Аталған факторлар нарық тиімділігінде бағалы қағаздар нарығы арқылы инвестициялық жобаларда ресурстарды тарту үрдісінде қарастырылады.

Осыған орай, қор нарығының тиімділігі акция нарығында сапалы инвестиция тарту арқылы жүзеге асады. Тиімділікті арттыруға бағытталған шаралар ресурстарды жұмылдыру шартын жақсартуға алып келеді, оларға экономиканың ұзақ мерзімді дамуына сілтеме жасайды.

Қор нарығының дамуын жақсартудағы ресурстары бөлуде және экономикалық өсіміне әсер ететін келесі фактор болып, корпоративтік фактор табылады. Бағалы қағаздар нарығының кеңеюі, сол және өзге елде корпоративтік бақылауға әсері ретінде қалыпты әрекет етеді. «Корпоративтік бақылау» термині экономикалық әдебиеттерде өз ресурстарын қайтарып алуға кепілдік беретін жеткізуші капитал есебінде қолданылады. Корпоративтік бақылау теориясы келесідей сұрақтарға жауап іздейді: қаржы жеткізушілері қалайша менеджерлерді өзінің табысының белгілі бір бөлігін қайтаруға талап етеді, бұған олар қалай жетеді, менеджерлер олардың капиталдарын пайдаланбайды және қаржы жеткізушілері қалай менеджерлерді бақылайды.

Көптеген дамыған экономикалы елдерде өздеріндегі корпоративтік бақылау мәселесін ұтымды шешкен, олар ресурстар мен табыстарын тіпті болмағанда капиталды жеткізушілерге белгілі бір бөлігін қайтаруға міндетті болады. Бірақ бұл, атаған елдерде корпоративтік бақылау мәселесі толығымен шешілді дегенді немесе сол механизмдер жақсы болып кетеді дегенді білдірмейді.

Экономистер арасында, тіпті дамушы мемлекеттерді айтпағанда, корпоративтік бақылау шеңберіне дамушы мемлекеттерде көптеген алшақтықтар кездеседі. Мысалға, Ф. Истербрук [32] АҚШ-тағы жұмыс жасайтын корпоративтік бақылау жүйесіне өте жоғары баға береді, ал сол уақытта, М. Дженсен [33] оны терең әрі маңызды өзгерістерді талап ететін ұйым шеңберінде, ішкі алыс-берістердің әсерінен деп түсіндірді. Көп уақыт бойы корпоративтік бақылау төңірегіндегі англо-саксондық Германия мен Жапонияда қабылданған [34] жүйе туралы пікірталас орын алып келді. Бірақ жалпы АҚШ, Германия, Жапония және Ұлыбританияда, өзге елдермен салыстарғанда әлдеқайда жақсы, әлемдегі бірден бір дамыған корпоративтік бақылау бары анықталған.

Ф. Барканың [35] айтуынша, Италияда корпоративтік бақылау механизмі дамымай қалған. Бұл компанияның қарыздық қаржыландырылуының дамуына кедергі келтіретін негізгі фактор болып табылады. Дамушы елдер мен ауыспалы экономикадағы елдерде де корпоративтік бақылау мүлдем жоқ немесе әлсіз дамыған. Корпоративтік бақылауға қатысты туындаған мәселелер міндетті түрде агенттік мәселелердің болуымен байланысты (agensurproblem). Агенттік мәселелер – бұл Р. Коуз [36] ұсынған фирмаға контракттік қараудың негізгі элементтерінің бірі. Агенттік мәселелердің негізі менеджментті қаржыландырудан бөлу, немесе стандарттық терминологияда иеленушіні бақылаудан айырып көрсету болып табылады. Кәсіпкер немесе менеджер өз

иеліктерін сату үшін инвестициялық құралдарды тартады. Ал қаржыны алып келушілерге табысты өз ресурстарына енгізу үшін адами капитал қажет. Менеджер инвестициялауға жеткілікті қаражатты иеленбегендіктен оған қаржыгерлердің қоры қажет. Бірақ, инвестор өз қаражатын менеджерге табыстап, одан табыс алатынына қалай сенімді болады? Мұндай жағдайларды агенттік мәселелер қиындықтарға душар болады. Қаражатты жеткізуші бұл кезде өз ресурстарын дұрыс пайдаланғаны немесе пайдаланбағаны жайлы алдын-ала біле алмайды.

Қарама - қайшы қызығушылықтарды сәйкестендіру үшін қаржыны жеткізуші мен менеджер келісімшартқа қол қояды. Менеджер келісімшарт негізінде қаржыны пайдалану мен табысты бөлуді өз мойнына алады. Олар менеджердің атқаратын қызметтерінің барлығын көрсететін келісімшартқа қол қоюы мүмкін. Бірақ, болашақта болуы мүмкін шығындардың көбін алдын-ала болжап айту қиынға соқтырады. Барлығын қамтитын келісімшарт көбінесе орындалмай қалады. Сондықтан, менеджерлер мен қаржыны жеткізушілер келісімшартта көрсетілмеген, белгілі-бір оқиға туындағанда іс-әрекет жасауға құқықтарды бөліп алуы тиіс.

Қаржыны жеткізушілер өз қорынан қаржыландыру арқылы туындауы мүмкін мәселерді шешуді өз мойнына алу мүмкін. Мұндай жағдайда қаржыны жеткізуші менеджер ресурстарды қалай бөлуін өзі шешіп отырады. Бірақ, тәжірибеде мұндай келісімшарттарды қолдану мүмкін емес. Себебі, қаржыны жеткізушілер менеджерлер сияқты ақпараттармен қамтылмаған, ондай шешімдерді қабылдай алмайды. Нәтижесінде менеджерлер қаржыны жеткізушілермен берілген қаражатты өз қалаулары бойынша қалаған жерге бөлу құқығын алады. Әрине, менеджерлердің жұмыс істегенінде белгілі-бір нәрселерді жасауға тыйым салынады. Ол келісімшартта көрсетіледі. Аталған шектеулерді қадағалауда корпоративтік бақылаудың маңызы өте зор.

Сонымен, менеджерлер басқа адамның қаржы ресурстарын өз қалауы бойынша бөле алады. Кейбір жағдайларда менеджерлер барлық пайданы алады, немесе өнімді, компания активін, қосымша акциялар эмиссиясын сатып жібереді. Мұндай менеджердің ресурстарды бөлу тәсілі заңды болып саналады. Басқа жағдайларда менеджердің белсенді іскерлігі компания үшін оң нәтижелер алып келеді. Ал егер менеджерлер қаржыны дұрыс басқармаған жағдайда, онда компанияның жалпы тиімділігі төмендеп кетеді. Ол компанияға сыртқы инвесторлардың қаржы салуына көптеген кедергілер жасайды. Корпоративтік бақылау теориясының пәні болып менеджердің акционерлердің пайдасына жарайтын қаржыны басқарудың тиімді механизмін зерттеу болып табылады. Бірақ мұндай нәтижелі жұмыстар жағдайында түсетін қаржылар менеджерлердің өз қалтасынан қаржыландырғандағы түсетін пайдадан төмен болады. Нарықтық экономикадағы елдердің нарығында агенттік мәселелелдің болуы «оқиғаларды зерттеу» деген атпен белгілі эмпирикалық тесттерді жүргізу нәтижесінде анықталды. Аталған тәсілдің мәні нарыққа жаңа ақпарат келіп түскенде оның бағалы қағаз құнына қаншалықты әсер ететенінде жатыр. Егер хабарлама менеджердің шешімі акционерлерге шығын алып келетін

ақпараттан тұрса, онда акция бағасы төмендейді, ал керісінше, акционерлерге пайдалы шешім қабылданса, онда акция бағасы жоғарылайды. Жалпы алғанда, аталған әдістеме өзінің нәтижелілігін көрсетіп, нарықтық экономикадағы барлық елдерде агенттік мәселелердің бар екенін көрсетті [37].

Компанияның іскерлігі жайлы шешім қабылдағанда менеджмент акционерлердің қызығушылығына қарағанда, көбінесе өз қызығушылықтарын қанағаттандыруға тырысады.

М. Дженсен нақты материалдар негізінде еркін ақша ағымы теориясын жасады, онда ол менеджменттің компанияның қолма қол ақшасының еркін ағымын қайта инвестициялауды таңдайтынын дәлелдеді. Дженсен 1980 жылдардағы АҚШ-тың мұнай саласы қызметі туралы статистикалық материалдарды пайдаланды. Ол мұнай өндірушілер мұнай қорларының жаңа қорларын иегруге барреліне 20 доллар шамасында ақша жұмсағанын анықтады. Дж. Макконел мен К. Мускарелла 1970-1980 жылдардағы АҚШ-тың өнеркәсіптік кәсіпорындарының менеджментінің инвестициялық жобаларының хабарландыруларына акциялардың бағасының реакциясын зерттеді және мұнай компанияларының акционерлері үшін осы жобаларды жүзеге асырғаннан кейін туындайтын теріс табыстылықты анықтады, ал бірақ басқа салалар үшін нәтижелер әрқелкі болды. Бағалы қағаздардың компанияның инвестициялық жобаларының хабарландыруларына жаңа реакцияны талдау менеджменттің осындай хабарландырулар жасауға міндетті еместігі қағидасы фактісіне байланысты қиындатылды. Осы мәселе инвестицияның, компанияның жұтылуы мен бірігуінің ерекше жағдайларын талдауда осы ақпараттарды міндетті түрде ашумен байланысты болмайды. Осындай жағдайларды талдау агенттік мәселелер мен компания менеджментінің ресурстарды тиімсіз бөлуі жайында анығырақ дәлелдер береді. Көптеген зерттеулер жұтатын компанияның акционерлері оқиғаның аяқталғанынан кейін теріс табыс алатынын көрсетіп отыр. В. Левеллен мен К. Лордер теріс табыстар көптеген жағдайда менеджмент акцияның аз ғана пакетін иеленетін жұтатын компаниялар үшін туындайтынын анықтады. Бұл агенттік мәселелердің шамасы компанияның капиталының үлесіндегі менеджмент үлесімен өзара байланысын дәлелдейді. Дженсен агенттік мәселелердің көбінесе мардымсыз инвестициялық мүмкіндігі бар фирмаларда немесе артық қолма қол ақшасы бар компанияларда туындайтынын тапты. Агенттік мәселелердің болуының дәлелі ретінде компанияның оның басшылығының ауысу қаупіндегі іс-әрекетін зерттеген еңбектерде қарастырылған. Р. Волкинг менеджменттің жұтылуға қарсыласуы азырақ болады, егер олар келісімге тікелей қызығушылық танытса, акцияның пакетін алады немесе жұмыстан шығарғаны үшін компенсацияны алады, немесе өзінің жұмыс орнын сақталуы жайында кепілдікпен қамтамасыз етілінеді. Д. Анджело мен Раис компанияның жарғысына менеджменттің жұмыс орнын сақтауға бағытталған, акционерлердің жалпы әл-ауқатын төмендететін түзетулер енгізу туралы жариялы түрде хабарландыру беренін анықтады. М. Барклай мен Ш. Клиффорд акцияның ірі пакеттерін қор нарығында сату үстемемен жүретінін, яғни осы пакетті сатып алушы компанияның басқаруына ие бола отырып,

арнайы артықшылықтарды иеленуі мүмкін екендігін анықтады. Осылайша, көптеген зерттеулер компанияны бақылау менеджменттің жоғалтып алудан қорқатын өзінің қосымша құнына ие. Ең пессимистік зерттеулердің біреуінде Джонсон, Брюс, Маги, Нагарайян компанияның басқарушысының оқыс ажалы негізінен компанияның акцияларының бағасының өсуіне әкелетінін көрсетті. Бағалар бір басқарушы ұзақ уақыт бойы басқарған ірі конгломератта өседі. Бұл фактті компанияны бақылау артықшылығының жоғалуымен түсіндіруге болады. осылайша, агенттік мәселелер басқарудан қаржыландыруды бөлумен байланысты туындайды, басқаша айтқанда инвесторлар мен жалдамалы басшыларының мүдделерінің сәйкес келмеуінен пайда болады. акция нарығына қатысты агенттік мәселелерді акционерлердің әл-ауқатын жақсартуға бағытталған емес, өзінің жеке мүдделерін қанағаттандыруға бағытталған компанияның іс-қимылын менеджментпен жүзеге асыруы ретінде анықтауға болады. корпоративтік бақылаудың күші мен әлсіздігі агенттік мәселелердің шамасымен тікелей байланысты: олар неғұрлым жоғары болса, корпоративтік басқару соғұрлым әлсіз болады және керісінше. Агенттік мәселелер мен әлсіз корпоративтік басқарудың болуы экономикада ресурстарды тиімсіз бөлу мен пайдалануды көрсетеді. Қор нарығының корпоративтік басқаруға ықпал ететін келесідей бағыттарды көрсетуге болады:

- компанияның менеджменті мен акционерлердің әл-ауқаты арасындағы өзара байланысты қамтамасыз ету;

- тиімсіз меншік иесін ауыстыруды жұтылу және бірігу механизмдері арқылы қамтамасыз ету.

Дамыған қор нарығының болуы компанияның менеджментінің іс-қимылын оның акционерлерінің әл-ауқаты көлемімен байланыстуға мүмкіндік береді. Акционерлердің ағымдағы жағдайын нашарлатуға әкелетін менеджерлердің шешімдері осы компанияның акциялары бағасының төмендеуінде көрінеді, керісінше, акционерлерге тиімді жобаларды жүзеге асыруға бағытталған компания басқарушыларының іс-әрекеттері осы компанияның акция құнының артуында байқалады. Бұл инвесторларға компанияны басқарудың тиімділігінің нақты бағасына ие болуға мүмкіндік береді және акционерлер жиналысында менеджменттік ауысуына негіз бола алады. Екі бірдей компания арасында нашар менеджменті бар компания төменгі нарықтық құнға ие болуы керек және керісінше. Компанияның акцияларының құны арасындағы айырмасы – бұл компанияны тиімсіз басқарудың салдарынан компанияның акционерлеріндегі шығындар сомасы.

Менеджмент іс-қимылын компанияның акция бағасымен келістіру қор нарығының тиімді болуын талап етеді. Бұл жағдайда компанияның менеджменті өзінің жеке мүдделерін қанағаттандыруға бағытталған шешімдерді қабылдауда абай болады, себебі акция бағасының құлдырауы акционерлер тарапынан тиімді емес басқарушыларды алмастыру туралы жауап реакцияны тудыруы мүмкін. Тиімсіз нарықта акционерлер менеджменттің іс-қимылының нәтижелілігін нақты бағалай алмайды. Бұл корпоративтік

бақылаудың жақсаруына және экономикада ресурстарды тиімді бөлуге ықпал ете алмайды.

Тиімді қор нарығының корпоративтік бақылауды жақсартып алады деген пікірдің дәлелі ретінде дамыған корпоративтік бақылау жүйесі бар елдер (АҚШ, Англия, Жапония, Германия) тиімділіктің жартылай күші формасына сәйкес қор нарығына ие, ал корпоративтік бақылаудың дамымаған жүйесі бар елдерде (Италия, Латын Америкасы, Ресей) тиімділікті әлсіз формасына немесе тіпті осы деңгейге де жетпейтін қор нарығының болуын айтуға болады.

Қор нарығының корпоративтік бақылауға ықпал ететін екінші механизмі тиімсіз менеджментті бірітіру мен жұту процестері арқылы ауыстыруды ұамтамасыз ету болып табылады. Тиімді қор нарығында компанияның менеджментінің акционерлердің әл ауқатын жақсарту бағытталмаған іс-қимылы оның акция бағасының төмендеуіне әкеледі. Компанияның төменгі нарықтық құны компанияның ресурстарын тиімдірек пайдалана алатын сатып алушылардың назарын аудартады. Бұл жұту және одан әрі жұмыстан шығару қауіп-қатері менеджментті тиімдірек жұмыс жасауға ынталандырады және өзінің компаниясының акция бағасының төмендеуіне жол бермеуге итермелейді. Осылайша, олардың іс-қимылдары акционерлердің мүдделеріне сай келетін болады және агенттік мәселелердің қысқаруы мен экономикадағы ресурстардың тиімді бөлінуін арттыруға ықпал етеді.

Жоғарыда сипатталған менеджменттің жұмысын акционерлердің мүдделеріне қарай ынталандыру сызбасында кейбір жағдайлар ескерілмеген. Біріншіден, бұл қор нарығының компания акцияларының нарықтық құнын дұрыс бағалауды қамтамасыз ететіндей жеткілікті деңгейде тиімді болуы. Екіншіден, бұл нарықта компанияны сатып ала алатындай және одан әрі оның ресурстарын бұрынғы иесіне қарағанда тиімдірек пайдалана алатындай потенциалды компания-сатып алушылардың жеткілікті санының болуы. Үшіншіден, бірігу және жұтылу процестерінің өзі агенттік мәселелердің нәтижесі болмауы керек, себебі мұндай жағдайда жұтылатын компанияның акционерлері ғана осы процесті жүзеге асырудан пайда алады, ал барлық шығындар жұтатын компанияның акциясын ұстаушылар төлейді.

Жоғарыда аталғандарды қорытындылай келе, қор нарығының корпоративтік басқаруға жағымды ықпалының екі өзара толықтыратын факторын атап көрсетуге болады: қор нарығының тиімділігі мен бірігу мен жұтылу механизмдерін қамтамасыз ету.

Осылайша, қор нарығының тиімділігі қор нарығының тиімділік деңгейін жоғарылатудың сапалы корпоративтік бақылаудың жүзеге асырудың шарты болып табылады және ол агенттік мәселелердің төмендеуіне, ресурстардың аллокациясына ықпал ететін болады және экономиканың өсуіне ұзақ мерзімді жағдайды қамтамасыз ететін жағдай қалыптастырады.

Жоғарыда қарастырылған барлық факторларда қор нарығының тиімділігі қажетті шарттардың бірі болып табылады. Бағалы қағаздар нарығының тиімділік деңгейі мен нарықтың экономиканың өсуіне ықпал ететін факторларының шамалары өзара байланысты болып табылады: тиімділік

деңгейінің жоғарылауы инвестициялық ресурстардың жоғары табысты әрі төмен тәуекелді жобаларға құйылуын ынталандырады. Осылайша, экономиканың өсуін қамтамасыз ететін және қор нарығының тиімділік деңгейінің факторлары арасында тікелей байланысты негіздей отырып, бағалы қағаздар нарығының тиімділігінің артуы экономикалық өмуді қамтамасыз етудегі жағымды рөлін көрсетуге болады. Нарықтың қатусушыларының тиімділігін арттыруға бағытталған іс-әрекеттері инвестицияның жоғары табысты және төменгі тәуекелді жобаларға салынуына әкелуі керек. Нәтижесінде бұл экономиканың ұзақ мерзімді өсуіне ықпал етеді.

Өткен кездегі және болашақ кездегі бағалардың арақатынасы туралы көптеген зерттеулер әр түрлі уақыт кезеңдерінде бағалы қағаздардың табыстылығының өзінше үлгісінің бар екенін анықтады. Олардың бірі ретінде бағалы қағаздың табыстылығының әр түрлі аптада әр түрлі болатынын айтса болады. Мәселен, М. Гиббонс и Г. Хесс Нью-Йоркской биржасындағы 1962 және 1978 ж.ж. арасындағы акция бағаларын зерттеп, нәтижесінде дүйсенбідегі табыстылық теріс – 33,5% жылдық екенін анықтады [38]. 1981 жыл желтоқсаннан 1983ж. Ақпанға дейін аралықтағы акция бағасын зерттеген Харрис [39] те дүйсенбі күнгі теріс табыстылықты дәлелдеген. Табыстылықтар бір күнге бірдей бөлінбеген болды: олардың жартысы жұма күні нарықтың жабылар тұсында болса, ал жартысы нарықтың ашылар тұсында, яғни дүйсенбіде орын алды. Аталған зерттеулердің нәтижесінде жоғарыдағы авторлардың ешқайсысы табыс әкелетін сауда стратегиясын көрсете алмады. Бірақ нәтижелер көрсеткендей, инвестор бағалы қағаздарды жұма күні сатып, дүйсенбі күні сатып алуы керек.

Акция бағасының уақытқа тәуелдігін зерттеген екінші топ тесттер тобы қаңтар айында басқа айлармен салыстырғанда табыстылық көп болатынын анықтады. Сәйкесінше, бұл жағдай аса ірі емес компанияларда көрініс тапты (капиталдануы аз компанияларда).

Қаңтардың тиімділігін М. Галтекин [40] зерттеп, 17 елдің бағалы қағаздар нарығын зерттеп, барлығында қаңтар айындағы табыстылық деңгейінің жоғары болатынын анықталды. К. Като мен Дж. Шалхейм [41] де компанияның көлемі мен табыстылықтың көлемінің арасындағы қаңтар айында болатын ерекшеліктерді анықтады (кішірек компаниялар 8%, ал ірі компаниялар 3% төмен артық қаражат көрсетті). «Қаңтардың тиімділігі» капиталдануы аз фирмаларға көбінесе тән болды. Р. Мукердж және К. Йу [42] қытайдың қор биржасында дүйсенбі мен жұма күндері болатын ерекшелікті бірден байқап, бірақ «қаңтар тиімділігін» байқамады.

Зерттеушілер бағалардың маусымдық тиімділіктері жайлы әр түрлі ойлар айтып жатты.

Оның біріншісі зерттеулердің бір ақпарат жиынын өте үлкен көлемде зерттесе, бәрібір ол кездейсоқ болып табылады.

Екінші мүмкін анықтама қор нарығының ішкі құрылымы мен инвесторлар тапсырысының легіне қатысты айтылады. Үшінші анықтама

инвесторлардың салықты аз төлеуге деген құлшынысы акцияны сататын кез желтоқсанда, сатып алатын кез қаңтарда көрініс табады.

Алайда зерттеушілердің айтуы бойынша, барлық трансакциндық ұсталымдар мен сауда жүргізуге арналған төлемдерді төлемей, жоғары табыстылық табуды ойлап керек емес. Осыған байланысты аталған заңдылықтардың болуын НТГ –нің әлсіз формасының белгісі деп қарастыра алмаймыз.

Тесттердің екінші тобы табыстылықтың мөлшерін бұрынғы уақыттағы мәндерге қарап, болашақ кезеңдегі табыстылықты болжауға болатынын баса айтады. Бұл тесттер акция бағасы жайлы бұрынғы уақыттағы бағаларды ала отырып, қарапайым түрде зерттеуге негізделген.

Корреляциялық тесттер өткен уақыттағы және болашақтағы мәндердің сызықтық өзара қатынасы арқылы талдауға негізделген. Ол үшін келесі формадағы регрессия бағаланады:

$$R_t = a + bR_{t-1} + e_1,$$

Мұндағы, R_t , $-t$ кезеңіндегі бағалы қағаздың табыстылығы;

R_{t-1} $-t-1$ кезеңіндегі бағалы қағаздың табыстылығы ($t-1$ интервалы t күніндегі табыстылық пен табыстылық арасындағы өзара байланысты көрсетеді, сонымен қатар t күніндегі табыстылық пен $t-2$ күніндегі табыстылықтың байланысын көрсетуі мүмкін). A факторы осығын дейінгі табыспен байланысыз болатын күтілетін табысты өлшейді. Көптеген бағалы қағаздар тұрақты табыс әкелетіндіктен, a қалыпты шама болып табылады. B факторы өткен кездегі табыстылық пен бүгінгі күнгі табыстылықты байланыстырады. T шамасы зерттелетін уақытты анықтап, егер $T=0$ болса, онда t күн мен $t-1$ күні арасындағы табыстылық зерттеледі. Регрессия қалдығы e_1 кездейсоқ өзгергіштікті көрсетіп, өткен кездегі табыстылыққа байланысыз көптеген табыстылықты өзіне қосады. Айта кететін жайт, аталған регрессия тек акциятабыстылықтарының сызықтық байланысы ғана, ал шын мәнінде олардың сызықтық емес регрессиясы да болады. Мәселен, R_t және R_{t-1} табыстылықтары R_{t-1} және R_{t-2} табыстылықтарымен қиын комбинациямен байланысты болуы мүмкін.

НТГ-нің әлсіз формасына сәйкес келетін нөлдік гипотеза табыстылықтар сызықтық байланыста болмайтынын меңзейді. Мұны анықтау үшін b коэффициенті мен детерминация коэффициенті (R -квадрат) қолданылады.

Бағалы қағаздар нарығының тиімділігін бағалауда өткен кезеңдегі табыстылық мәндері арқылы болашақтағы табыстылықты болжау үшін корреляция коэффициенті қолданылады. Бірақ, олар қатал қадағалуды талап етеді. Нәтижелер бір немесе екі ерекше бақылауды көрсетуі мүмкін. Алтернативті талдау бағалық өзгерістердің белгілерін зерттеуді көрсетеді. Егер бағаның жоғарылағанын (+) деп, ал төмендегенін (-) деп алса, онда қалыпты байланыс кезінде (+) тің артынан (+), ал (-) артынан (-) жүрер еді. Егер бағалардың қалыпты жағдайы ұзақ болып тұрса, онда ұзын (+) пен (-) жалғасын тауып жатар еді. Бұл тесттер қатарлар тесті деген атауға ие (runstests).

Көріп отырғанымыздай, дамыған қор нарықтарына нарық тиімділігінің әлсіз формасы тән. Ал дамушы елдерге мұндай белгілер мүлде тән емес.

Қорытынды ретінде, корреляциялық тесттер мен қатарлар тесттері арқылы жүргізілген дамыған елдердің нарығын зерттеу нәтижесінде өткен кезеңдегі және боллашақтағы мәндердің ешқандай байланыс жоқ екені анықталды. Тиімді нарықтарда аталған тесттердің нәтижелерін қолдана отырып, аса жоғары пайдаға кенеле алмайсың. Қор нарықтарының тиімділігінің бір белгісі нарықтағы үлкен трансакциялық ұсталымдармен болатын күшті корреляция немесе кіші трансакциялық шығындармен болатын төмен корреляция. Аталған заңдылықты өз еңбектерінде Дженегет мен Корсволд [43] анықтаған. Олар норвегиялық қор нарығы жоғары трансакциялық шығындармен сипатталғанымен қатар, трансакциялық ұсталымдары әлдеқайда төмен АҚШ, Ұлыбритания елдерімен салыстырғанда уақыттық тәуелділіктің жоғары көрсеткіштерімен де ерекшеленетінін байқаған (2 кесте).

Кесте 3. Әлсіз нысандағы әртүрлі елдердің қор нарығының НТГ (нарық тиімділігінің гипотезасы)

Авторы және баға жүргізу	Елдер	Әлсіз нысандағы нарық тиімділігі
Фама (1965)	АҚШ	Қабылданады
Кинг (1966)	АҚШ	Қабылданады
Драйден (1970)	Ұлыбритания	Қабылданады
Ниаркос (1972)	Грекия	Қабылданады
Конард, Джатнер (1973)	ГФР	Қабылданбайды
Дженнерген (1975)	Норвегия	Қабылданады
Мак Хьюг (1976)	Австралия	Қабылданбайды
Вонг (1981)	Гонконг	Қабылданады
Хаванини, Мишел (1982)	Бельгия	Қабылданбайды
Коо (1982)	Сингапур	Қабылданады
Шионг (1982)	Малайзия	Қабылданады
Авторы және баға жүргізу	Елдер	Әлсіз нысандағы нарық тиімділігі
Диакогианис (1986)	Ұлыбритания	Нәтиже уақыт бойынша өзгереді
Мукердж (1999)	Қытай	Қабылданбайды
Антонио (1997)	Түркия	Қабылданбайды

Ескерту: [10] әдебиет көзінен алынған

Жоғарыда көрсетілген корреляциялық тестілер бағалы қағаздар кірісіндегі сызықтық өзара байланысты зерттейді. Тіпті мұндай ұдайы әрі қарапайым байланыстың жоқ болуы, өте күрделі үлгілердің нарық қатысушысы ретінде жоғары кірісті алуға мүмкіндік береді. Мұндай үлгілерді тестілеудің қарапайым жолы – сауда ережелерін құрылымдауда және оны қолдану негізінде жоғары кірісті алудағы мүмкіндіктерін саралау. Егер нарық әлсіз нысанда,

тиімді болса, онда мұндай сауда ережелерін қолдану инвесторға артық кіріс бермеуі мүмкін.

Олардың бірі болып «Фильтр» ережесі табылады. Бұл тұжырымдама келесідей қорытындыға саяды: өткен кезеңмен салыстырғандағы Х пайызға өскендегі акцияны сатып алып, қашан ол жоғарғы нүктедегі Y пайызға түскенге дейін сатпай ұстап тұруы. Аналогтық стратегия көбінесе, көптеген қор нарығы инвесторларының ішінде кең көлемде техникалық сараптамаларда қолданылады. Кейбір авторлар кіші капиталдануда - компания акциялары бойынша жоғары кірістегі қолданысты анықтаған. Р.Банц пен В.Брин [44] өлшемнің тиімділігі бойынша көпшілікке танымал эмпирикалық жұмыстарды алғашқылардың бірі болып жариялады. Фама-Макбез үлгісін пайдалана келе, олар, 1936 жылдан 1977 жыл аралығында кішірігім компаниялардың акцияларын сатып алу арқылы жоғары кіріс алуға болатындығын анықтаған. Үлкен және кіші компаниялардың арасындағы айырым 19,8 % құрады. Келешектегі зерттеулер көрсеткендей, қомақты мөлшерлі деректер қаңтар айында көрніс тапты. Осы орайда, «қаңтар әсері» мен мөлшер әсері бір-бірімен тығыз баланысты болып келеді.

Компанияның көлемі мен олардың акцияларының жоғары кірістілігінің 5 мүмкін болатын түсіндірулерін белгілеуге болады.

Алғашқы түсінік көрсеткендей, фирманың ауқымы аталған бағалы қағаздардың тәуекелдерін алмастырушы қызметінде болды. Өз еңбектерінде К.Чан мен Н.Чен [45] дәлелдегендей, шағын компаниялардың акцияларының жоғары акциялардың құраушысы болып, олардың ең төменгі тиімділіктегі экономиканың дағдарыс кезіндегі «тірі қалуға» төмен ықтималдығы және меншікті капиталға жоғарғы қарыз деңгейі табылады.

Д.Кейм [46] шағын акциялардың жоғары кірістілігін олардың өтімділігімен байланыстырады. Инвесторлар аз өтемділігі бар акциялардан күтілетін кірісті талап етеді, олардағы сауда операциялары жоғарғы тарнзакциялық шығындармен байланысты болып келеді. Деректерде көрсетілгендей, шағын компаниялардың акцияларының бағалары үлкен айырмаға ие және ауқымды істерге келгенде маңызды болып келеді, яғни, шағын акциялардың жоғары кірістілігі өтемділігіне байланысты өтемақының бір бөлігі болуы мүмкін деген сөз.

Екінші түсінік бойынша, шағын акциялардың динамикалық сараптамасында қолданылатын, бағалық үлгіер, күтілетін кірісті мейлінше аз дәлдікте болжамдайды. НАБМ (САРМ) (негізгі активтердің бағатүзу моделі) бағатүзу үлгісінде, оның негізінде көбінесе тестілеу жүргізіліп отырады, және шағын компанияның акцияларына кірісті дұрыс болжамдайды, және егер көпфакторлы модельдерді қолданған кезде, онда, аталған акциялар бойынша жоғарықалыпты кіріс байқалмайды. Мұндай зерттеудің мысалына Чан мен Ченнің еңбектерін жатқызуға болады. Олар АРТ моделін көлем негізінде құрылымдалған, 20-портфельдік кіріс күтілетін өлшемде қолданған. Ең аз және ең көп портфельдер арасындағы кіріс айырымы 1 жылда 1,5% тең болды. Қарама-қайшылықта, стандартты САРМ қолданысында, айырым бір жылда

11,5% құрады, яғни, сәйкес бағалық тиімді модельдерін қолданғанда тиімділіктің көлемі бақыланбайды.

Себептердің үшінші түсіндіру бойынша, тиімді нарықтағы шағын акциялардың феноменінің болуы, транзакциялық шығындардың фирманың сипаттамаларымен байланысты, тиімділікті қолдана отырып, қандай да бір сауда стратегияларында, табыстылығының жойылуына алып келеді. Зерттеулердің көп бөлігі, жоғары транзакциялық шығындардың, оның ішінде шағын компанияларға қатысты акциялардың болуын көрсетеді. Осыған орай, нарық тиімділігі, тіпті, шағын компаниялардың акциялары бойынша жоғарықалыпты кірісте болғанның өзінде әрекетін жалғастыра береді. Жартылай қатал тиімділіктегі нысандағы қор нарығына сәйкес тестілер бағаның жалпыға қолжетімді ақпаратқа – «жағдайды зерттеу» әдістемесіне әсерін саралайды. Ережеге сәйкес, жағдай есебінде бірігу, сіңіру, акцияларды топтау, кірістер мен шығыстар туралы хабарлама, дивиденттік өтемдер қарастырылады.

Көпшілік жұмыстар жедел әрі қажет бағыттағы аталған жағдайға сәйкес бағалы қағаздардың әсерін нақтылайды.

Тестілеу үшін, t , уақыт мерзіміндегі зерттелетін кірістің екі бөлікке бөлінетін, түрлі үлгілерлі қолданылады:

- t уақыт мерзіміндегі кез-келген жаңа ақпаратпен байланысты, жалпы фактордың әсерінен түзілетін кірістілік.

- қандай да бір ерекшеліктегі t уақыт мерзіміндегі компанияның қызметімен тікелей байланысты болып келетін кірістілік, мысалы, бірігу туралы хабарлама (сату жайындағы ұсыныстар). Келешектегі кірістілікте орташаланады және қалыпты кірістілікпен теңеседі.

Осындай мейлінше қызығушылық тудырған зерттеулердің бірі болып, М.Фиртаның еңбегі табылады. Ол қандай да бір фирманың капиталының 10 пайызын жеке тұлға сату туралы хабарламаның акция бағаларына әсерін сараптайды. Компанияның маңызды үлесінің сатылымы бірігу және жойылуына қызмет етеді деп күтуге болады. Эмпирикалық зерттеулер нақтылағандай, бірігу және жойылу көбінесе жойылған компанияның акционерлері үшін белгілі бір жоғарықалыпты кіріс алып келеді (эмпирикалық зерттеулердің жойылған акционерлер мен жойған компанияның акционерлері арасындағы кірістерді бөлуге қатысты, мейлінше кең шолуы А.Шлейфер мен Р.Вишиннің жұмыстарында көрініс тапқан [47]).

Осыған сәйкес, акционерлік капиталдың үлкен үлесінің сатылымы туралы хабарлама иеленуші компанияның акционерлерінің келешегі үшін жағымды индикатор есебінде қызмет атқарады. Фирт айтады, хабаламадан кейінгі келесі күні, акцияны иемденген инвестор, жоғарықалыпты табыс ала алмайды, яғни, аталған жағдайға байланысты нарық тиімді болады. Өзге де ұқсас зерттеулер қор нарығының жалпыға ортақ ақпарат алуына бірдей әсері бар екенін нақтылаған. Нарықтың бірдей емес әсері дамыған нарықтарда көрініс тапты – мұнда эмпирикалық зерттеулер қандай да бір жағдайға қатысты түскен қор нарығының маңызды бағалық әсерін байқамады [48], мұнда оны тиімділігіне

қатысты жартылай қатал нысанда сәйкессіздігін нақтылауы ретінде қарастырады.

НТГ қатты нысанын тестілеуде екі факторға қатысты олардың жоғарыкірістілігін алу мүмкіндігі зерттеледі:

- қаржы активтерінің бағасына әсер ететін, нақты факторлардың сараптамасы:

- дербес ақпараттың қолданылуы.

Осыған байланысты, инвестордың компания құнын қайта бағалау үшін түрлі ақпаратты пайдаланатынын нақты анықтау мүмкін еместігі, НТГ қатты нысанындағы эмпирикалық тесттер инвесторлар мен инвесторлық топтардың жоғарықалыпты кірістерінің өзіндік мүмкіндіктерін зерттейді. Тест топтарының аталған инвесторлық түрлер бойынша көпшілік мәліметтердің жоқ болуынан, негізінен, қор пайларының кіріс қызметі сараптамаға алынады. Пайлық қорлар (mutualfunds) шағын инвестордар салымдарын біріктіретін және келешектегі қаржы активтерін инвестициялайтын қорлар. Қазіргі уақытта әлемде 5000 тарта ПИҚ (ПИФ) бар, олар халықаралық инвесторларға ғана қолжетімді, олардың жалпы көлемі 15 трлн доллардан асып түседі. Ең танымал инвестициялық қорлардың топтары келесілер: Fidelity Investments, Vanguard Funds, T. Rowe Price, American Funds, Franklin Templeton Investments және т.б. Ресейде мұндай қорлардың ұқсастықтары - бұл чектік инвестициялық қорлар (ЧИК), кейін олар пайлық инвестициялық қорлар болып құрылды (ПИК) [49]. Қазақстан Республикасында пайлық инвестициялық қорлар мен инвестициялық портфельді басқаратын лицензиялық компаниялардың тұрақты өсімділігі байқалады. 2005 жылы пайлық инвестициялық қорлар саны 2-ден 45 есеге дейін өсті, немесе бұл 22,5 есе артық деген сөз, ал, акционерлік инвестициялық қорлар саны - 5 есеге дейін, басқарушы компаниялар саны – 14-тен 28-ге дейін немесе 2 есеге өсті. Экономика салаларының, компаниялар, қор нарығындағы жағдайды сараптайтын қор менеджерлері нарықты ойнатуға және артық шығын алуға көмектесетін, кейбір бағалы ақпараттарға ие болады. Бұл мазмұны жағынан, инвестициялық қорлардың [50] жұмыстарының төменгі бастапқы шарттарымен байланысты болып келеді. Егер олар аталған білімдері негізінде жоғарыкірісті табыс алатын болса, онда бұл барлық ақпаратты бағалы қағаздарға тіркей отырып, НТГ-нің қатты нысанына қарама-қайшылық танытады. Пайлық қорлардың қызметін бағалайтын көптеген зерттеулерде, мәліметтердің сараптамасын құрайтын аралас мәліметтерді алуға болады. Бұл тек бүгінгі кездегі бар қорларды қарастырғаннан болады. олардағы табыстылық нарық бойынша орташадан төмендеу болып келсе де, өзінің қызметін тоқтатқан қорлар сараптамаға кірмейді. Көптеген зерттеулер тек шындығына келгенде бүгінгі кезде қызмет атқаратын, қордың жалпы кірісі нәтижесінде жоғары болып келеді, қорлардың қызметін қарастырады.

Мұны араласу деп есептейтін зерттеулер [51], пайлық қорлар нарық индексі табыстылығынан, қарапайымнан орташа есеппен төмен табыс табатынын есептеген. Пай алушыларға жеткілікті ұзақ уақыт мерзіміндегі белгілі бір жоғарықалыпты табыс алып келген қорлар қызметі болған емес,

керісінше, нарық бойынша орташадан төмен табыстар алып келген ұзақ мерзімдегі қорлар бар екені анықталған. Пайлық қорлардың қызметін сараптайтын жұмыстардың түйіні, орташа есеппен олардың басқарушылары, нәтиже бойынша тек мемлекеттік облигациялар мен нарық портфелі арқылы үйлесімділік жолымен жетуге болатын комиссиясын алады. Барлығын қосқан кезде, пайлық қорлардың қызметін зерттей келе, НТГ-нің қатты нысанынан басып озатын дәйектер табылмайтындығына көз жеткіземіз.

НТГ-нің қатты нысанының тестілеудің екінші бағыты инсайдерлердің әрекеттерін пайдаланады. Компания капиталының белгілі бір үлесін иеленетін немесе фирманың басшылығындағы жоғары қызметке ие барлық инвесторлар - инсайдерлер болып саналады. Бұл адамдар, жеке, жалпықоғамдық ақпаратта белгісіз, және соның есебінде пайда әрекеттері негізінде жүзеге асатын ақпаратпен қамтамасыз етіледі. Егер инсайдерлер артықшылығы бар ақпарат негізінде саудаласса, онда олар акцияны оның бағасы өскенге дейін сатып алады, және оның бағасы түскенге дейін сатып жіберетінін әсте күтуге болады. Зерттеулер олардың операциялары нарықпен салыстырғанда, табыстылығы көптеу болатынын тексеруге дейін алып келеді. Атап өту керек, инсайдерлік ақпараттағы сауда, оның иесі үшін әрқашан тиімді бола бермейді. Біріншіден, көптеген мемлекеттерде (Мәселен АҚШ-та), «материалдық сипаттағы» инсайдерлік ақпарат негізіндегі саудаға заңи тұрғыдан тыйым салынған, ал, заңды бұзғаны үшін, қатаң жаза қолданылады. Инсайдерлер барлық табыстарын, бағалы қағаздарды сату-сатып алу нәтижесіндегі алған барлық кірістерін қайтаруға тиісті, егер, олардың әрекеттері олардың жарты жылдан аз уақыт шеңберінде, яғни, олар қысқамерзімді баға тербелісін жасай алмайды. Кейбір жағдайларда инсайдерлік ақпаратпен келген саудада бас бостандығынан айыру жазасы төнуі мүмкін.

Екіншіден, инсайдерлердің өз компанияларының жай-күйі туралы басым ақпаратқа ие екендігі айдан анық. Мәселе оларға компанияға қатысты, нарықта беймәлім барлық тетіктер белгілі болуында, алайда, нарыққа қатысушылар, бүтіндей акциялардың, салалардың нарықтағы жай-күйі, оларға осы компанияның қатыстылығы, оның бәсекелесетері және т.б. туралы жеткілікті ақпаратқа ие болады. Инсайдерлердің ерекше білімі - компанияның жай-күйіне қатысты оларға ақпараттық басымдылық бермеуі мүмкін. Мұндай жағдайда, ақпараттық ассимметрия теориялық тұрғыдан есептеледі, бірақ, тәжірибелік мазмұнға ие бола алмайды.

Бағалы қағаздар нарығындағы инсайдерлер қызметінің мейлінше қомақты сараптамалық нәтижелерін анықтауда М. Шольс [51], Дж. Джаффе [52], Дж. Финнерти [53] және Х. Сейхунның [54] жұмыстары негізге алынады. Бұл жұмыстарда НАБМ (САРМ) көмегімен инсайдерлермен жасалған келісімдердің кірісі қаншалықты қалыптан асқаны есептеледі (АҚШ-та инсайдерлік келісімдер тура мәліметтер бағалы қағаздар туралы Комиссияда ай сайын жарияланып отырады). М. Шольс [51] көрсеткендей, инсайдерлік келісімдер – нарыққа қажетті ақпараттарға ие. Олардың табыстылығы компаниялармен, пайлық қорлармен, инвестициялық ақпараттық

басымдылықты иемеденетін банктермен, кез-келген инвестормен жасалған келісімдерден асып түседі. Дж.Джаффе жоғарытабыстылық 7% көлемінде екенін, Дж. Финнёрти – 5-8% болатынын тапқан. Бұл тесттердің олқылықтары олардың НАБМ (САРМ) негізделетіндігінде (НАБМ шағын компаниялардың кірісін бағаламайды). Инсайдерік сауда шағын компания акциялары саудасында үлкен пайызды құрайды, сондықтан, инсайдерлердің жоғарытабыстылығы НАБМ (САРМ) жетіспеушілігімен түсіндіріліп отырады. Аталған мәселе, көпфакторлық үлгіні пайдаланған Х.Сейхунның жұмысында шешілді [54]. Ол өзінің еңбектерінде келісімдер жоғары табыстылыққа алып келетінін тапты (бірақ алдыңғы жағдайлардағыдай емес): аутсайдерлармен салыстырғанда инсайдерлер ұтысы 3% болды.

Ресейлік зерттеушілер сонымен қатар, ресейдегі бағалы қағаздар нарығының тиімділігі туралы сараптама жасады. Е.Дорофеев баламалы қаржылық құралдар мен РТС қор нарығының активтері арасындағы арбитраждық мүмкіндіктерін оқыту негізінде табады, ресейлік бағалы қағаздар нарығы тұрақты дамудың мерзімінде (01.1997 ж -08.1998 ж.) аз тиімділікке алып келді [55]. Аталған тұжырым Шығыс Еуропа елдеріндегі қор нарығына қатынасын соңғы жылдарды алынған нәтижесі бойынша салыстармалы болып келеді [56]. Қаржы нарығының дамуы (ҚНД) индекстері мен көлемінің өзгерістері арасындағы етене байланысты пайдалана отырып, В. Наливайский, Е. Алифанова и Х. Алексакисның жоғарытабыстылық алып келуге мүмкіндік беретін сауда стратегияларын ресейлік қаржы нарығында қолдану мүмкіндіктерін пайдалануға болатынын түсіндірді [57]. Осыған орай, ресейлік қаржы нарығын әлсіз нысанда нарық тиімділігінің гипотезасына сәйкес келмейтінін айтқан.

Қор нарығының тиімділік деңгейін анықтау үшін, қор нарығының тиімділігі автормен жүргізілді. Есептілікті жүргізу үшін параметрлік емес тестілер жүйесі, яғни, тесттер қатары қабылданған. Параметрлік емес статистикалық тестілердің мақсаты болып акция бағаларының екі бағытта баға өзгерісіне алып келетіндегі табылады. Көбінесе, қатардың екі түрі қарастырылады: бағалар жоғарыға қарай (бағалардың қалыпты өзгерісі) және бағалар құлағанда (бағаның теріс өзгерісі). Теориялық тұрғыдан үшінші жағдай да қарастырылады, ол бағалар өзгеріске түспегенде, бірақ, тәжірибеде, ол ерекше индекстер өзгерісінде бірегей болып танылады. Егер нарық тиімді болып есептелсе, онда бағалы қағаздардың табыстылық өзгерісі сәйкесінше жүреді. Және керісінше, тиімсіз нарықта табыстылықтың өзгерісі сәйкесінше, заңдық тұрғыдан қадағаланады, яғни, қалыпты жағдайда ол қалыпты, ал теріс жағдайда – теріс көрсеткішті көрсетеді.

Қатарлардың бөлінуі кездейсоқ екендігін бағалау үшін z критерийі бойынша мағынасы келесідей бейнеде есепке алынады [58]:

$$z = \frac{R - \left(\frac{2n_1n_2}{n_1 + n_2} + 1\right)}{\sqrt{\frac{2n_1n_2(2n_1n_2 - n_1 - n_2)}{(n_1 + n_2)^2(n_1 + n_2 - 1)}}} \quad 56$$

R – қатарлар саны;

n_1 – қалыпты жағдайдың саны;

n_2 – табыстылықтың теріс өзгерісінің саны;

Жоғарыда атап көрсетілгендей, көптеген экономистер қаржы нарығының жалпы экономиканың дамуына қалыпты әсер ететіндігіне сенім артады. Алайда бағалы қазғаздар нарығының қаржы нарығындағы экономикалық өсу құралы ретіндегі маңызды құраушысы болуы туралы сауал, отандық және шетелдік ғалымдардың зерттеулерінде әлі күнге дейін жауап таба алмай келеді. Нарықтың сапалы сипаттамаларының әсері, тиімділік деңгейінің экономиканы қамтамасыз етудің сілтемесі ретіндегі тиімділігі, қаржы нарығының дамуындағы сараптамада әлі көрініс тапқан емес.

Осыған орай, өзектілігі ретінде қор нарығының экономикалық дамуды қамтамасыз етумен қатар ресурстарды орналастыру тиімділігі көрсеткіштерінің өзара әрекеті, сонымен қатар аталған көрсеткіштермен нарық тиімділігінің байланысын анықтауы табылады. Экономикаға қор нарығының тиімділігі әсер ете ме, ол ұзақмерзімді экономикалық өсуді қамтамасыз ететін сапалы сипаттамаларға ие болуы мүмкін бе, әлде ол акция нарығының ішкі сипаттамасы болып табылады ма?

Қаржы нарығының дамуының индикаторларының өзгерісі мен дамушы және дамыған елдердегі таңдап алынған елдердегі, жан басына шаққандағы нақты өсімнің арасындағы корреляциялық етене байланысты тапқан, алғашқы эмпирикалық еңбектердің ішінде Гелбтің [59], Кинг [60] және Левиннің [61] еңбектері ерекше назарға алынады.

Ресейлік зерттеуші Булатов В.В [62] сол және өзге елдердегі экономикалық өсімге әсер ететін негізгі факторларды іздеп табуға ұмтылды. Зерттеулер қаржы нарығының дамуы деңгейі бірегей экономикалық өсімнің детерминанттары екендігін көрсетті. Алайда, қаржы жүйесі дамуы мен экономикалық өсім арасындағы байланыстың болуы олардың арасындағы себеп-салдарлықтың бар екендігінде жеткілікті болып табылмады. Сонымен қатар, эмпирикалық зерттеулер сараптамасы көрсеткендей, аталған өзара байланыс тұрақты болып саналмайды, бірақ, өзінің ерекшеліктері бар, мысалға:

- зерттеліп отырған елдердің экономикалық дамуының өсу шамасына қарай корреляция мағынасы азаяды;

- аймақтық ауытқулар орын алады, олардың тіпті кейбір бөлігі онда экономикалық өсу мен қаржы дамуы индикаторы арасында теріс корреляцияның болуын айқындайды (ол Латын Америкасы елдерінің 12 еліне қатысты болады);

Өзге де эмпирикалық куәландырулары бар, олар экономиканың өсуі мен қаржы нарығы арасындағы өзара байланыстың күрделі сипатының бар екенін дәлелдеді:

- өндірісі дамыған елдердің компанияларын қаржыландыру көздерін зерттеу фирмада көпшілік көрсеткендей, қаржы нарығына қарамастан, ішкі құралдар есебінен физикалық капитал жинақтауды дәлелге алды. Қаржы жүйесінің либерализациясының өсіміне қарамастан, ішкі қаржыландыру соңғы уақытта жоғары тұжырымдамаға ие болып келеді. 1970 жылмен салыстырғанда, 1989 жылы инвестиция көлемі ішкі көздермен қаржыландыру есебінен 69,3%-ды құрады, бұл Жапониядағы көрсеткіш, ал, Ұлыбританияда 97,3%-ды көрсетті бұл өзара ең кіші және ең қомақты көрсеткіш болып табылады [63].

Сыртқыға қарағанда ішкі қаржыландырудың басымдығы заманауи нарықтық экономиканың феномені болып есептелмейді. Сәйкес жағдай ХХ ғасырдың екінші жартысындағы индустриализация үрдісі кезіндегі бірқатар Батыс Еуропа мен АҚШ көптеген компанияларына тән болып келеді. Германияда 1878 жылдан 1914 жыл аралығындағы мерзімде темір-литийлі өндірістегі 11 ірі фирмдан тек бір ғана компания 60%-дан төмен ішкі қаржыландыру коэффициентіне ие болды. Алайда, дамушы елдерде ішкі көздер ішінде инвестициялық компаниялар шығындарын қаржыландыру кең танылған деп айтуға келмейді, алайда, олар мейлінше жоғары деңгейде тұрады. Мысалға, А. Синг пен Дж. Хамидтің сараптамасы зерттелген 10 мемлекеттің ішінен 3-еуі ғана компанияның ішкі қаржыландыруының орташа коэффициенті 50% аспайтынын көрсетті. Осыдан кейін, дамушы мемлекеттерде қаржы секторының компанияның шығындарын инвестициялық қамтамасыз етуінде аса жоғары маңыздылыққа ие екендігін көрсетуге болады.

Қаржы нарығының дамуы компанияның үлкен шығыны мен банкроттығына алып келетін мейлінше жиі дағдарысқа соқтырады. Бұл ерекшелік көптеген елдерде [64] барлық қаржылық жүйелердің дамуы үшін сипаттамалық көрсеткіш болып табылады. Сәйкесінше, қаржы дағдарысына ұшыраған елдерде көпшілігінде қаржы нарығы жүйесінің дамуы экономиканың нақты секторындағы әсерін анықтады.

Жалпы алғанда, қаржы нарығының дамуының байланысын зерттеу негізінде және жан басына шаққандағы нақты кірістердің өсімінде мынадай тұжырымдамаға алып келеді:

- Қаржы нарығының дамуы - экономикалық өсімнің қамтамасыз ету үрдісіндегі бірден бір маңызды элементі болып табылады. Алайда қаржы секторының әрбір үрдісі экономикалық өсімнің жоғары қарқынымен сәйкес келе бермейді (мысалға, Латын Америкасы елдерінде) және экономикалық өсім көрсеткіштері мен қаржы нарығының дамуы арасындағы корреляция аталған елде жан басына шаққандағы кірістердің өсім деңгейінен әлдеқайда әлсіз болып келеді. Сонымен қатар, қаржы нарығы инвестицияның көпшілік үлесі ішкі көздердің кәсіпорындарымен қаржыландырылуына байланысты, нақты капитал жинақтау үрдісінде маңызды рөл атқарады деп бірден кесіп айтуға болмайды.

- Қаржы нарығының дамуы күрделі және көпсалалы үрдіс болып табылады. Бұл тек қайталанбалы қаржы дағдарысымен байланысты ғана емес,

сонымен қатар, тіпті жоғары экономикалы дамыған елдерде инвестициялық шығындардың үлесі компанияларда ішкі көздермен қаржыландырылады.

Осыған байланысты экономикалық өсімді қамтамасыз ету үшін, қаржы нарығының дамуына нақты әсер ету механизмін көрсету керек. Неоклассикалық теория өсім теориясының бағытын сілтейтін заманауи барлық бағыттардың негізі, өзінің сараптамасын Робинзон Крузоның экономикасы шеңберінде жүргізеді. Ол экономикалық белсенділікті бір ғана агенттің көзқарасымен зертейді, ол өзінің қажеттілігін максималдау уақытында ресурстар санын белгілі бір деңгейде болумен айналысады. Бұл модель қалыс қалғандарды, уақыт бойынша ресурстардың тиімді аллокациясы шарттарында қамтамасыз етеді, яғни, агент қандай жағдайда тұтынудан бас тартуы тиіс, ресурстарды бөлуде және оны жүзеге асыруда каншалықты капитал салу тиіс екендігін зерделейді. Алайда қаржы нарығының қызметін үйлестіруде тек ресурстарды бөлу үрдісіне кеткен уақыт шарты ғана емес, тіпті кеңістікте де мүмкіндігі болады (ресурстардың тұлғааралық аллокациясы). Соңғысы неоклассикалық модельде қамтыла алмайды. Ол жанама түрде кез-келген ішкі көздердің пайдаланылу негізіндегі қаржы нысандарының белсенділігін түсіндіреді. Аталған тұжырымның экономикадағы нақтылықпен сәйкес келуі үшін, сыртқы секторды қаржыландыруды бақылағанда, ресурстардың уақыт бойынша және кеңістіктегі ішкі қаржыландыруда ресурстарды бөлудегі оптималды шарттарды және мүмкіндіктері тізіміне, қандай да бір әрекет ете алмайтынын айтады. Басқаша айтқанда, капиталдың өсімі - фирмалар қаржыландыру көзі ретінде сыртқы көздерді ала ма немесе оларды Модильян-Миллердің «нарық құны компанияда оның құрылымы мен капиталына бағынышты емес» [65] деген теоремасында құрылымдалғандай, өзінің жинақтарын сала ма деген тараптардан тәуелсіз жұмыс істейді. Эмпирикалық жұмыстардан шыққан қаржы нарығының дамуы мен экономикалық өсімнің арасындағы корреляция, аталған теориялық тұжырымдамалармен келіспейді, яғни, неоклассикалық модельдің қасиеті экономиканың маңызды басым факторларының қатарын қамти алмайды, әсіресе:

- түрлі агенттер әр түрлі өндіріске байланысты (күтілетін табыстылықпен) қаржылық мүмкіндіктерге ие болады. Аталған дәйек, экономикалық өсімнің басымдығын толық пайдалану, ресурстардың аллокациялық (тұлғааралық) ұйымдастырылуы жүрмейінше пайда бола алмайды дегенді білдіреді.

- инвестициялық мүмкіндіктер шексіздікке дейін бөлінбейді: өте ірі инвестициялар қомақты меншікті өндірістілікті көрсетеді; тіпті, егер, әрбір агент бірдей инвестициялық мүмкіндіктерге ие болғанның өзінде де, экономиканың өсімінің басымдылығы ресурстардың аллокациясы (тұлғааралық) кеңістіктегі ұйымдастырылуы жүрмейінше, ол пайдаланылмайды.

Осы орайда, экономикалық өсімге қаржы нарығының негізгі әсері – кеңістіктегі ресурстардың аллокациясының мейлінше тиімділігімен түсіндіріледі. Тұлғааралық аллокация қосымша капиталды қажет етпейді, ол тек қолжетімді ресурстарды дұрыс пайдалануды қамтамасыз етеді, яғни, қаржы

нарығы экономиканың дамуы мен өсуіне жинақтардың жұмылуы мен инвестициялық жобалар арасындағы жинақтардың бөлінісін тиімді бөлуді қамтамасыз етеді.

Экономикалық өсімге қаржы нарығының әсерін аталған мәліметтер бойынша жүруі мына дәйекпен де келтіріледі: экономикалық өсімнің жоқ кезіндегі немесе баяу қарқынды өсімінде әртүрлі елдерде меншікті капиталдың жоқтығы басты мәселеге айналып үлгерген жоқ. «Сонымен қатар, дәйектер өзінің ерте дамуында көптеген елдер физикалық капиталды жинақтай алмады деген тұжырымға қарсы келеді. Мұндай инвестициялардың ерекшелігі әртүрлі қаржы пирамидаларының болуы сияқты, жаңа жер жайылымдарын игеру, шіркеулер құрылысы, иррагациялық жүйелер және т.б. оларға салынған инвестицияның үлкен көлемі мен оған қатысты, олардың басқаруындағы төмен кіріс мөлшері. Егер көптеген пайдаланылмаған инвестициялық мүмкіндіктер дәл уақытында болған жағдайда, онда олар не үшін пайдаланылғаны түсініксіз жайт болып қалады.» [66]. Аталған сұраққа жауап былай болуы мүмкін: бұл көптеген экономист агенттердің өздерінің ең пайдалы инвестициялық жобаларын, экономикадағы ресурстардың тиімді бөлінісінің механизмдерінің әлсіз болуынан жүзеге асыра алмай қалуларында дегенге саяды.

Жұмыс істейтін қаржы нарығы мұндай мүмкіндіктерге ие агенттердің қамтамасыз ететін міндетті сілтемесі болары анық. Атап өтерлік жайт, ресурстардың аллокациясын тұлғааралық тиімді жүзеге асыруында тек қана дамыған қаржы нарығы емес, сонымен қатар көптеген өзге де іргетасы қаланған нұсқамалардың талап етілетіндігінде. Мысалға, орталықтандырылмаған экономикада экономикалық агенттер туралы мақұлдап айтпаған дұрыс, сонымен қатар, келісім-шарттарын агенттердің орындауын қамтамасыз ету жүйесінің бар болуын да есепке алмау керек. Алайда, нарық қағидаларымен жұмыс істейтін мемлекеттер үшін, қаржы нарығы экономикадағы ресурстарды бөлудің тиімді қамтамасыз етілуіне нұсқайтын басты сілтеме болып табылады.

Осы орайда, қаржы нарығының дамуын мақұлдаған кезде, нақтыланып кетуі тиіс жайттар: қаржы нарығы экономиканың дамуы мен өсімін жинақтардың жұмылдырылуы жолымен, егер ол инвестициялық жобалар арасында ресурстарды тиімді бөлген болса қамтамасыз етеді.

Көптеген дамушы елдердің экономикалық өсімі көп елдердің үкіметінің қаржы жүйесін әкімшілік реттеу саясатының тергеу жүргізілуімен, ресурстардың аллокациясының тұлғааралық үрдісін орындауда тиімсіздік танытатынын көрсетеді. Нәтижесінде, экономикалық өсімге бағытталған экономикалық саясат, қаржы жүйесінің либерализациясымен аяқталуы тиіс. Алайда көп елдердің тәжірибесі көрсетіп отырғандай, қаржы секторының либерализациясы бірінші кезеңде, әрқашан, экономикалық өсімге алып келе бермейді, кейде қаржы дағдарысына ұластып кетуі ықтимал, экономикалық құлау мен жоғары инфляцияға да қауіп төндіреді [67].

Сәйкесінше, қаржы нарығының бірден бір маңызды рөлі экономикалық субъектілер арасындағы ресурстарды бөлудің тиімділігін қамтамасыз ету. Аталған қызметті қаншалықты тиімді атқарса, сонша оның сол және өзге

елдердің экономикалық өсімі деңгейіне әсерін береді. Бағалы қағаздар нарығы қаржы нарығының негізгі бірден бір құраушысы, аталған үрдісте, экономикалық өсімге әсер ететін, сапалы бағытқа өзгетуге мүмкіндігі бар, әртүрлі факторларға әсер ететін рөлді атқарады.

Келесідей бағыттарды бөліп көрсетуге болады, олар қаржы нарығының дамуы арқылы экономикалық өсімге және ресурстарды тиімді бөлуге әсерін тигізеді:

- қаржы жүйесінің өтімділігі;
- тәуекелдердің диверсификациясы;
- компания қызметі туралы ақпараттандыру;
- Жинақтардың жұмылдырылуы;
- Корпоративтік бақылау.

Жұмыста келесі қарастырылғаны, осы факторлардың ресурстарды тиімді бөлу үрдісіне және экономикалық өсім шарттарын қамтамасыз ету, сонымен қатар, олардың қаржы нарықтарымен тиімділік бойынша өзара байланысы қарастырылған.

Қор нарығының дамуы өтімділіктің ұлғаюымен сәйкес келеді. Көптеген жоғары табыстылық күтілетін инвестициялық жобалар қаржы нарығының ұзақмерзімді салымын талап етеді. Алайда көптеген инвесторлар ұзақ уақыт бойы өзінің салымдарынан қол үзіп қалғылары келмейді. Өтімділікті қамтамасыз ететін сәйкес нарықтардың болмауы немесе өзге қаржы институттарының жоқ болуы, жоғары табыстылықтағы жобалардың жетілмеген инвестициялауына алып келуі әбден мүмкін. Өтімділікті нарықта акционерлер инвестициялық жобалар кезінде сол арқылы өздерінің активтеріне қол жеткізе алады, сонымен қатар тез әрі компанияға аз шығындармен өзінің үлесін сата алады.

Осы орайда, нарықтың өте өтімділікті акциялары табыстылығы мол жобаларды басым бағытта ұстай отырып, ұзақмерзімді инвестицияларды жеңілдете отырып, экономиканың өсімінің өтімділігіне басымдылығын жоғарылатып, капиталды бөлуді жақсартады. Бірақ, экономикалық өсудің өтімділік деңгейіне әсері хақында ғалымдар бір мәмілеге келе қоймаған. Бенчивенг, Смит, Старрдың [68] зерттеулері көрсеткендей, анықталмағандықты төмендете тырып, өтімділік жинақ қойылымын экономикалық өсімнің төмен деңгейіне дейін түсіру керек.

Экономикадағы өтімді қаржы нарығының маңыздылығын Дж.Хикс [69] мақұлдады, ол кезде өнеркәсіп революциясын революция етіп болдыруға не түрткі болғаны қаралды (Англия, XVIII ғасыр). Ол өнеркәсіп төңкерісі жаңа инновациялық технологиялардың келуі себебінен туған жоқ деп мін тағады: олардың көпшілігінде бұл сол уақыттан ерте болып қойған делінеді. Хикстің пікірінше, жаңашылдық, жаңа дүниелерді жүзеге асыру, аталған инновациялардың ерекшеліктері, мемлекет деңгейінде талап етілуі үшін, үлкен масштабтағы инвестициялар ұзақ уақыт бойы жұмсалмайтын капитал ретінде қарастырылған. Бұл үрдісті өтімділікті қамтамсыз ететін қаржы нарығының қатысуынсыз атқаруға болмайтындай болды. Сәйкесінше, технологиялық

инновациялар өзінен өзі экономикалық өсімге серпін беруге жеткіліксіз болды. Осыған орай, қор нарығының өтімділігін көтеру, инвестицияларды ұзақмерзімді әрі жоғары табыстылықты инвестициялық жобаларда жеңілдетуге мүмкіншілік туғызады.

Бағалы қағаздар нарығы өтімді болып табылады, егер оның қатысушылары қысқа мерзімде төмен транзакциялық шығындармен, қалаған уақытында бағаларының өзгеруінсіз және бағалы қағаздар санының көптігіне байланыссыз сату сатып алу үрдісін жүргізетін болса. Көбінесе, өтімділік деңгейі нарықта төрт көрсеткіштер арқылы өзгереді: ұзындығы, тереңдігі, жиілігі және икемділігі.

Ұзындығы бағалы қағаздың сұранысы мен ұсынысы арасындағы айырмасына (спрэд) және бағалы қағаздар жүргізілген кездегі комиссиялық, өтелетін көлемге қатысты болып келеді.

Тереңдігі бағалы қағаздардың сату-сатып алу кезіндегі алынған бағаға сұраныс пен ұсыныстың санына байланысты.

Икемділігі қағаздардың бағасы ірі сату-сатып алу жүрген кездегі, өзінің алдыңғы мазмұнына оралуы кезіндегі жылдамдығына байланысты.

Енді қор нарығының тиімділігін және оның өтімділік жағдайының арасындағы өзара байланысты анықтау керек. Нарық тиімділігі – бұл компанияның акция бағамдары туралы ақпаратқа қатысты барлық және көптеген көрінісі болып табылады. Қате берілген акция бағамы кезіндегі жағдайды орнықтыру, яғни, акция бағаларының инвестициялық құны бойынша түзеу, толық бағаланбаған акцияларды сатып және қайта бағаланған акцияларды сатып алып, табыс алуға ұмтылатын инвесторлардың іс-әрекетіне қатысты, былайша айтқанда, бағалы қағаздардың берілген түрі ойынша белсенді сауданың, нәтижесінде жүріп отырады. Сәйкесінше, өтімділігі мол нарықта, инвесторлар акцияның дұрыс бағаланбауы кезінде жағдайды тез әрі оңай түзей алады, немесе керісінше, өтімсіз нарықта мұндай қызмет қатысушылар үшін қиындатыла түседі. Өте өтімді нарық өте тиімді болады, немесе керісінше, өтімділігі аз болса – оның тиімділігі аз болады.

Шетелдік қор нарығының эмпирикалық тестілеулері көрсеткендей, қор нарығы өтімділігі мен оның тиімділігі деңгейінің арасында жоғары корреляция болады. Өте өтімді қор нарығы НТГ-нің көзқарасында да өте тиімділікке ие болады, және керісінше, дамушы елдердің қор нарығы аз тиімділіктегі сипатта, аз өтімділікте жүріп отырады. Қазақстандық қор нарығының тиімділігі, екінші тарауда көрсеткендей, бағалы қағаздар нарығында акция өтімділігі мен оның тиімділігі деңгейі арасындағы өзара тікелей байланыс бар екендігін көрсетеді (өте өтімділікті акциялардың тобы, биржада кодталған ,сонымен қатар, тиімділіктің аса жоғары деңгейіне ие). Дж.Джонсонның еңбегінде және К.Троллборгтың еңбегінде [70] қор нарығына ғаламдық компьютерлік желі internet-тің әсері қарастырылады, онда атап өткендей, оның негізгі бірден бір факторы болып, Internet арқылы дамыған қалыпты әрекеті акция нарығына тиімділігін көрсетіп, оның өтімділігін жоғарылататыны байқалған. Осы орайда,

қор нарығының өтімділік деңгейі тиімділік деңгейінің өсуіне шартты негіз болады.

Негізгі фактор ретінде, өтімділіктің көрсеткішіне әсері, оның сауда көлеміне байланысты болып келеді. Сауда көлемінің ұлғаюы өтімділіктің жақсаруы үшін негізгі фактор болады, және сонымен қатар нарық тиімділігінің жоғарылауына да негіз болады. Реттеуші органдар мен нарық қатысушыларының әрекеті, өтімділікті арттыру жолында, қор нарығының тиімділігін арттыруға алып келеді, одан тәуекелі аз инвестициялық жобалардың және аз табыстылықты қаржы ресурстарын жандандыруға, оның ішінде экономиканың өсіміне шартты қамтамасыз етуге жұмыс жасайтын болады.

Тәуекелдерді әртараптандыру бағалы қағаздар нарығының дамуы арқылы экономикалық өсімге әсер ететін екінші құрал болып табылады. Саинт-Паулдың [71], Деверукс, Смит [72] және Обстфельдтің [73] еңбектерінің сараптамасы көрсеткендей, акция нарығы тәуекелдерді әртараптандыруда мүмкіндіктер туғызады. Олармен жасақталған модельдер өте жоғары тәуекелдерде жоғары табыстылықтағы жобаларда инвестицияның жандануымен экономикалық өсімге әсер ететінін көрсетеді. Жоғары табыстылығы күтілетін жобалар салыстырмалы тәуекелдік тұжырымына сай, жақсы әртараптану кезінде жоғары табыстылықты жобаларда инвестиция салымына мүмкіншілік туғызады. Зерттеушілердің бөлігі кейбір жағдайларда үлкен әртараптану, экономикалық өсімді тежейді деп есептейді. М. Девереукс және Г. Смит [72] көрсеткендей, өте төмен тәуекелдер жинақтың қойылымын төмендетеді, ал ол жалпы экономиканың әл-ауқатын азайтады.

Қор нарығының тиімділігі компанияның акциялары бағасының келешегі мен ағымдағы жағдайға қатысты барлық ақпаратты толық әрі көпсалалы көрсетуге жұмылдырады. Тәуекелдердің әртараптануы әр түрлі тәуекелдер деңгейінде активтер арасында инвестициялық ресурстарды бөлуді білдіреді. Портфельді әртараптандыру - инвестор табыстылығынан мейлінше көп көлемде жоғалтпай, біразға дейін төмендетеді. Әртараптандудың ұтымды үрдісінде инвесторларға бағалы қағаздардың табыстылығы мен тәуекелдер деңгейіне қатысты нақты ақпаратты орналастыру міндетті. Акцияның бағаларындағы ақпараттың толық көрініс табуы мен нақыт бағасы нарық тиімділігінің деңгейімен байланысты: өті тиімді нарықта инвесторлар өтімділікті мейлінше нақты таба алады, мұндай нарықта акция бағамы оның инвестициялық құнына тең болады. Нарық қаншылықты тиімді болып есептелсе, соншалықты инвестор оның өтімділігін сезіне алады. Және керісінше, тиімсіз нарықта өтімділік үрдісі бағалы қағаздардың инвестициялық құнымен шынайы дұрыс бағамымен күрделендірілген, яғни, қор нарығының тиімділігінің көбеюі тәуекелдердің жақсы өтімділікте болуына мүмкіндік береді.

Осыған орай, нарық тиімділігін көтеру - тәуекелдердің өтімділігін жақсы жағынан жұмылдыру, ресурстарды мейлінше тиімді орналастырып және экономикалық өсімге нұсқама береді. Аталған үрдістің сәтті жүруі үшін қаржылық құралдардың үлкен жиыны қажет етіледі. Тәуекелдердің әртараптандырылуының сараптамасы екі факторларды тартады: әртараптануы

мүмкін болатын түрлі бағалы қағаздардың саны және сапасы (қаншалықты нақты акцияның бағамы оның инвестициялық құнына сәйкес екендігі). Нарық тиімділігі аталған үрдістің сапалы жағынан ауысуына мүмкіндік береді. Сөйтіп, ресурстарды дұрыс қамтамасыз ете отырып, орналастыруда қор нарығының тиімділігін көтеруге бағытталған әрекеттер мен әртараптандыруды жүзгеге асыруға қажетті, бағалы қағаздар тізіміне бағытталған әрекеттер маңызды болып саналады.

Қорытындылай келе, нарық тиімділігін арттыруға бағытталған шараларды, экономикалық өсім шарттарын қамтамасыз етуге бағытталған әрекетіне қалыпты болатын, жоғары табыстылықты және аз тәуекелді инвестициялық жобалар ресурстарды бөлуге мүмкіндік беретін, тәуекелдерді әртараптандыруға мүмкіндіктерін арттыруға септігін тигізеді деп санауға болады.

2 ЭКОНОМИКАЛЫҚ ФАКТОРЛАРДЫҢ ҚАЗАҚСТАН РЕСПУБЛИКАСЫНЫҢ ҚОР НАРЫҒЫНА ӘСЕРІН ТАЛДАУ ЖӘНЕ БАҒАЛАУ

2.1 Қазақстан қор нарығындағы жағдай: талдау және бағалау

1993 жылдың 15 қарашасында Қазақстанда ұлттық валюта – теңге енгізілді. Осы уақиғадан кейін екінші күні – 1993 жылдың 17 қарашасында – Қазақстан Республикасы Ұлттық Банкі және жиырма үш жетекші қазақстандық коммерциялық банктарымен бірлесе отырып, валюталық биржаны ұйымдастыру бойынша шешім қабылдады. Осыға дейін қызмет еткен Валюталық операцияларды өткізу орталығы (Валюталық биржа) Ұлттық Банктің құрылымдық бөлімшесі болған. Жаңа биржаның алдына қойылған мақсаты – теңгенің енгізілуіне байланысты ұлттық валюталық нарықты ұйымдастыру және дамыту болып табылады. Заңды тұлға ретінде биржа 1993 жылдың 30 желтоқсанында "Қазақ Банкаралық Валюта Биржасы" атауымен, ұйымдастырушылық-құқықтық формасы жабық тұрпаттағы акционерлік қоғам ретінде тіркелді. Осылайша қазіргі Қазақстан қор биржасы ұйымдастырылған, ал 17 қараша – оның туған күні болып саналады.

1994 жылдың 03 наурызында, биржаның атауын қолданыстағы заңнамаға сәйкестендіру қажеттілігіне байланысты, биржа "Қазақ Банкаралық Валюта Биржасы" атауымен қайта тіркелді.

Алғашқы екі жыл бойы жаңа құрылған биржа тек шетел валюталарының сауда-саттығын ұйымдастырумен айналысты. 1994 жылдың тамызынан бастап Биржалық кеңес Биржа Басқармасына бағалы қағаздар нарығында биржалық қызметін дамыту мәселесі бойынша сұрақтарды пысықтауды тапсырды, ал биржаның әрі қарай қызметінің бағытталуын белгілеу мақсатында акционерлердің жалпы жиналысы шешімімен биржаның атауы "Қазақстан банкаралық валюта-қор биржасы". Жаңа атаумен биржа 1995 жылдың 12 шілдесінде қайта тіркелді.

Қазақстан Республикасы Министрлер Кабинетінің 1994 жылдың 03 қазанындағы № 1099 қаулысымен бекітілген, бағалы қағаздарды шығару және айналысқа жіберу және қор биржасы туралы Уақытша қағидасын қабылдауға байланысты, қор биржасының қызметі Қазақстан Республикасы Қаржы Министрлігімен лицензиялануға жататын болды (осыға дейін 1991 жылдың 11 маусымындағы "Қазақ ССР бағалы қағаздардың айналыста болуы және қор биржасы туралы" Қазақ ССР заңы бойынша қор биржасы тек Республика қаржы министрлігінде тіркеуден өтеуі тиіс болған). Сондай-ақ, қор биржасы ретінде қызметті жүзеге асыруға лицензия алу қажеттілігі туралы 1995 жылдың 21 сәуіріндегі "Бағалы қағаздар және қор биржасы туралы" Қазақстан Республикасы Президентінің заң күші бар өкімінде де көрсетілген. Бұл ретте, лицензияның функциясы Қаржы Министрлігінен алынып, жаңадан құрылған Қазақстан Республикасы Бағалы қағаздар жөніндегі Ұлттық комиссиясына берілді.

1995 жылдың 02 қазанында биржа бағалы қағаздардың нарығында биржалық қызметті жүзеге асыруға № 1 лицензиясын алды, бірақ осы лицензия

тек мемлекеттік бағалы қағаздардың сауда-саттығын ұйымдастыру құқығымен шектелетін. Мемлекеттік бағалы қағаздардың алғашқы сауда-саттығы 1995 жылдың 14 қарашасында өткізілді. Сол кезде түрлі себептерге байланысты мемлекеттің борыштық міндеттемелер нарығындағы биржалық сегменттің үлесі шағын болатын, мемлекеттік облигациялардың сауда-саттығы эпизодтық, тұрақсыз сипатта болғандықтан, бір жылдан соң – 1996 жылдың 20 қыркүйегінде биржа осы бағалы қағаздардың сауда-саттығын тоқтатуға мәжбүр болды. Мемлекеттің борыштық міндеттемелерінің биржалық нарығы тек 1998 жылы Қазақстанда жинақтаушы зейнетақы жүйесі енгізілгеннен кейін ғана белсендіріле бастады.

Қазақстан Республикасы Президентінің аталмыш өкімінде қор биржасына тауарлық биржа қызметтерін атқаруға тыйым салынуына байланысты, биржа лицензиарының талабы бойынша биржаның атауы өзгертіліп, оның атауынан валюталық құраушысы алынды. 1996 жылдың 12 сәуірінде биржа "Қазақстан қор биржасы" деген атаумен қайта тіркелді, ал сол жылдың 13 қарашасында Қазақстан Республикасы Бағалы қағаздар жөніндегі Ұлттық комиссиясы биржаға бағалы қағаздардың сауда-саттығын ұйымдастыруға шектелмеген лицензиясын берді.

Бағалы қағаздардың ұйымдастырылған нарығын дамыту бағытында жұмсалған күш-жігермен қатар, биржа мерзімдік нарықты дамыту бойынша жұмыстар өткізді. 1996 жылдың басында мерзімдік келісімшарттардың биржалық нарығын реттейтін нормативтік базасын құру жұмыстары жүзеге асырылды. Өкінішке орай, осы нарықты ашу бойынша алғашқы ұмтылыстар табысты болмады, сондықтан 1998 жылдың ақпан айында мерзімдік келісімшарттардың сауда-саттығы тоқтатылды. Нарықтың осы секторын қайта жаңғырту тек 1999 жылдың наурыз айында ғана мүмкін болды.

1997 жылдың 05 наурызындағы Қазақстан Республикасының "Бағалы қағаздар нарығы туралы" жаңа заңы қор биржасының қызметін тек бағалы қағаздармен шектейтініне байланысты, биржа акционерлерінің жалпы жиналысы 1997 жылдың сәуірінде "Алматы қаржы құралдарының биржасы" ЖАҚ (AFINEX) жеке заңды тұлғасын бөліп шығару арқылы биржаны қайта ұйымдастыру туралы шешім қабылдап, осы ұйым 1997 жылдың 30 шілдесінде тіркелген. Сол жылдың 01 қыркүйегінен бастап AFINEX сауда алаңына шетел валюталарының және мерзімдік келісімшарттардың сауда-саттығы ауыстырылды. Ал Қазақстан қор биржасы 1997 жылдың 03 шілдесінде бұрынғы атауымен қайта тіркеуден өтті де, сол жылдың 19 қыркүйегінде беймемлекеттік эмиссиялық бағалы қағаздардың алғашқы сауда-саттығын өткізді.

1998 жыл мемлекеттік бағалы қағаздардың биржалық сауда-саттығы қайта басталуымен көзге түсті, оған себеп – заңнама талаптарына сәйкес активтерді тек ұйымдастырылған қор нарығында ғана пайдалануға міндетті, бағалы қағаздар нарығының кәсіби қатысушыларының жаңа тобы ретінде зейнетақылық активтерді басқару жөніндегі компаниялардың пайда болуы. Сол жылы Қазақстан Республикасы бағалы қағаздар жөніндегі Ұлттық комиссиясының көмегімен елімізде Қазақстан Республикасының тәуелсіз

еурооблигацияларының ұйымдастырылған қайталама нарығы құрылды. Осы еурооблигациялардың биржадағы бірінші сауда-саттығы 1998 жылдың 19 қазанында өткізілді. Сол жылдың 15 шілдесінен бастап биржа баға белгілеу сауда-саттық жүйесін қолданысқа енгізді, соның көмегімен Қазақстанда биржадан тыс баға белгілеу ұйымын құру мәселесі де шешілді.

1999 жылдан бастап корпоративтік облигациялардың биржалық нарығының дамуы басталды, осы облигациялардың алғашқылары биржаның ресми тізіміне 1999 жылдың 01 ақпанынан бастап енгізілді. Сондай-ақ, 1999 жыл мемлекеттік бағалы қағаздарды репо операцияларының биржалық секторында алғашқы рет саудалануымен және муниципалдық облигациялардың орналастырылуымен ерекшеленді.

Қазақстан Республикасының "Акционерлік қоғамдар жөніндегі мәселелер бойынша Қазақстан Республикасы заңнамалық актілеріне кейбір өзгертулер мен толықтырулар енгізу туралы" 1998 жылдың 10 маусымындағы заңы өз күшіне енуімен қоса, қор биржасының қызметіне шетел валюталарының және бағалы қағаздардан өзге қаржы құралдардың сауда-саттығын ұйымдастыруға салынған тыйым жойылып, AFINEX пен Қазақстан қор биржасы біріктіруге мүмкіндік берді. Осы туралы шешімді акционерлердің 1999 жылдың 06 қаңтарында өткен жалпы жиналысы қабылдады, ал сол жылдың 16 наурызында біріктірілген биржаның тиісті мемлекеттік қайта тіркеуі жүзеге асырылды.

2007 жылдың 07 қаңтарынан бастап Қазақстан Республикасы Алматы қаласы өңірлік қаржы орталығының қызметін реттеу жөніндегі Агенттіктің (ҚҚА АӨҚО) 2006 жылдың 15 желтоқсанында өз күшіне енген № 74 бұйрығына сәйкес биржа АӨҚО арнайы сауда-саттық алаңының операторы ретінде белгіленіп, алғашқы сауда-саттық 2007 жылдың 27 ақпанында өткізілді.

2007 жылдың 21 шілдесіндегі "Алматы қаласы өңірлік қаржы орталығын дамыту мәселесі бойынша Қазақстан Республикасының заңшығарушы актілеріне өзгертулер мен толықтырулар енгізу туралы" Қазақстан Республикасы заңы 2007 жылдың 08 тамызынан бастап өз күшіне енген сәттен бастап биржа коммерциялық емес ұйым мәртебесінен айырылып, кез келген мүдделі тұлғалар оның акцияларын сатып алу құқығына ие болды (осының алдында биржаның акционерлер тұлғаларының шеңбері заңмен тек бағалы қағаздар нарығының кәсіби қатысушылары және, бағалы қағаздар нарығының кәсіби қатысушысы болып табылмайтын, бірақ Қазақстан Республикасының заңнамасына сәйкес бағалы қағаздардан өзге қаржы құралдарымен мәмілелерді жүзеге асыруға құқылы, басқа да ұйымдармен шектелген).

Осы күннен бастап биржа акционерлерінің жалпы жиналысында дауыс беру принципі өзгертілді ("бір акционер – бір дауыс"-тың орнына – "бір акция – бір дауыс") және бір акционерге, оның аффилирленген тұлғаларымен қоса, тиесілі биржа акцияларының максималды санына шектеу енгізілді. Бұл шектеу ҚҚА АӨҚО басқа (мемлекеттік акциялар пакетін иелену және пайдалану құқығы ҚҚА АӨҚО тиесілі) биржаның кез келген акционері үшін биржаның

орналастырылған акцияларының жалпы санынан 20 % құрайды (осы кезде аталмыш ұйым биржаның орналастырылған акцияларының жалпы санынан 13,75 % иеленген).

2007 жылдың 23 тамызында өткен биржа акционерлерінің жалпы жиналысы биржа тарихындағы алғашқы, 2007 жылдың 26 шілдесінде өткен Биржалық кеңеспен алдын ала мақұлданған, 2007–2010 жылдарға арналған биржаның даму стратегиясын бекітті.

Кесте 4. Дамыған мемлекеттердің қор нарықтары мен негізгі макроэкономикалық көрсеткіштер арасындағы байланысты көрсететін корреляция коэффициенттері

Дамыған қор нарықтары							
Қор индексі	Бельгия Spot Return Index	Канада Portfoli o Index (XXM)	Гонгконг Hong Kong, All Ordinarie s	Норве- гия Oslo SE Total Index	Швей- цария Swiss Perfoman - ce Index (SPI)	Ұлы- бри- тания FT SE 100	Топ бойын- ша орташа мәндер
Жиынтық ұлттық жинақтар	0,71	0,799	-0,578	0,682	0,927	0,105	0,441
Ішкі сұраныс	0,863	-0,183	0,203	0,612	0,927	0,156	0,43
ЖІӨ	0,604	-0,903	0,473	0,737	-0,39	0,889	0,235
Ақша массасы	0,848	-	0,482	0,507	-0,06	-0,694	0,217
Жиынтық ұлттық инвестицияла р	0,402	0,714	-0,526	0,373	-0,224	0,34	0,18
Сауда балансының сальдосы, ЖІӨ-ге қатынасы %	-0,883	0,356	-0,421	0,392	0,993	-0,764	-0,055
Пайыздық қойылым	-0,442	-0,724	0,072	-0,891	-0,858	0,228	-0,436
Дамушы қор нарықтары	-0,987	-0,766	-0,634	-0,31	-0,146	-0,995	-0,64
Ескерту: [68, 117б.] әдебиет көзінен алынған							

Дамыған нарықтық экономикалы елдерде ресурстарды бөлуде мемлекеттің араласу мүмкіндігі шектеулі. Көптеген кәсіпорындар нарықтарда өздігімен материалдық және қаржы ресурстарын іздестіреді. Өндірушілер мен тұтынушылар арасындағы байланыстырушы буын ретінде нарықтар жүйесінің қызмет етуі мен оқшаулануын қазіргі жағдайдағы өндіріс дамуының сипаттамалы ерекшеліктерінің бірі ретінде түсінуге болады. Бұл жерде инвестициялық процеске апаратын бағалы қағаздар маңызды орын алады.

Кесте 5. Дамушы мемлекеттердің қор нарықтары мен негізгі макроэкономикалық көрсеткіштер арасындағы байланысты көрсететін корреляция коэффициенттері

Дамушы қор нарықтары							
Қор индексі	Аргентина Buenos Aires Stock Exchange Value Index	Чили IGPA	Израиль General Share	Польша WIG	Сингапур SES All Share Index	Словения SBI	Топ бойынша орташа мәндер
Жиынтық ұлттық жинақтар	0,231	-	-	0,842	-	0,791	0,621
Ішкі сұраныс	0,089	-	-	0,832	0,202	0,666	0,447
ЖІӨ	-	0,459	-0,39	-0,202	0,688	0,357	0,182
Ақша массасы	0,019	0,193	-0,547	0,28	0,217	0,757	0,153
Жиынтық ұлттық инвестициялар	-0,189	0,934	0,799	-0,901	-0,581	0,639	0,117
Сауда балансының сальдосы, ЖІӨ-ге қатынасы %	0,057	0,26	0,626	-0,835	-0,633	0,98	0,076
Бағалар индексі	-0,027	-	-	0,136	-0,936	0,64	-0,047
Пайыздық қойылым	-0,589	0,889	-0,968	-0,201	0,028	-0,386	-0,204
Дамыған қор нарықтары	-0,5	- 0,968	-0,428	-	-0,158	-0,921	-0,595
Ескерту: [68, 117б.] әдебиет көзінен алынған							

Біздің ойымызша, қор нарығын шаруашылық субъектілермен өзінің тұрақты дамуы мақсатында қолдана алатын құралдар нарығы (инвестициялық бағалы қағаздар) ретінде түсінуге болады. Басқаша айтқанда, қор нарығын негізгі капиталдың ұдайы жаңғыртылуын қаржыландыруды қамтамасыз етуші механизм ретінде қарастырамыз.

Жоғарыда кетіріген кестеде ұқсас коэффициенттер келесідей болды:

1. Жиынтық ұлттық жинақтар:
Словения (0,791) – Канада (7,799);
2. Ішкі сұраныс:
Сингапур (0,202) – Гонгконг (0,203);
3. ЖІӨ:
Швейцария (-0,39) – Израиль (-0,39)
Гонгконг (0,473) – Чили (0,459);

4. Жиынтық ұлттық инвестициялар:
Гонгконг (-0,526) – Сингапур (-0,581);
5. Сайда балансының сальдосы, ЖІӨ-ге қатынасы:
Швейцария (0,993) – Словения (0,98);
Бельгия (-0,883) – Польша (-0,835);
6. Бағалар индексі:
Гонгконг (0,57) – Словения (0,64)

Жоғарыда келтірілген мәліметтер дамыған және дамушы мемлекеттер арасындағы берілген макроэкономикалық көрсеткіштер мен қор нарығының индекстері арасындағы корреляция коэффициенттері бойынша ұқсастықтарды қамтиды. Бұдан аталған көрсеткіштердің қор нарығының индексіне дамыған және дамушы елдердегі әсері салыстырмалы түрде бірдей екендігі шығады.

Нарықтық қатынастар жүйесіндегі маңызды орын алатын инвестициялық бағалы қағаздардың, басқа кез-келген тауар секілді, өзінің тұрақты еркін айналым сферасы, өзінің нарығы болуы тиіс [8, 27-31б.] Бұл, қор нарығы – технологиялық циклдердің жоғары деңгейдегі тұтастылығымен күрделі ұйымдық-экономикалық жүйе екендігін болжайды. Сонымен қатар, инвестициялық бағалы қағаздар – бұл айрықша тауар. Сәйкесінше, қор нарығы басқа нарықтардан (тауар, ақша және т.б.) өзінде айналыстағы тауардың (яғни, инвестициялық бағалы қағаздарымен) ерекшелігімен айырықшаланады. Бұл нарық қатысушыларының айырықшалықты құрамын, қызмет ету тәртібін және реттеу ережесін анықтайды.

Осы күнде биржа әмбебап қаржы нарығы болып табылады, оны шартты түрде бес негізгі секторларға бөлуге болады: шетел валюталарының нарығы, мемлекеттік бағалы қағаздардың нарығы, акциялар мен корпоративтік облигациялардың нарығы, репо операцияларының нарығы, деривативтер нарығы.

Кесте 6. Қазақстан Республикасының қаржы институттарының құрылымы

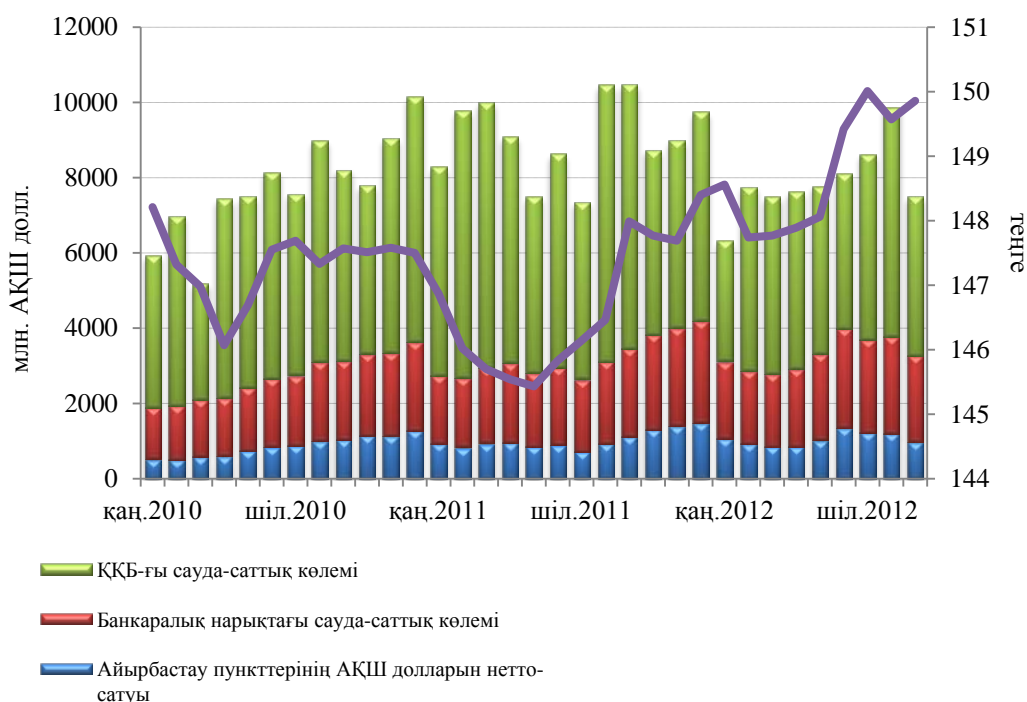
Қаржы институттарының саны	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012
Банктер	33	35	37	38	39	38
Сақтандыру ұйымдары	40	41	44	41	40	38
БҚН-ға кәсіби қатысушылары*	147	208	213	172	153	144
Жинақтаушы зейнетақы қорлары	14	14	14	14	13	11
Сауда-саттық ұйымдастырушылар	1	1	1	1	1	1
Ипотекалық ұйымдар	10	12	12	7	6	4
Банк операцияларының жекелеген түрлерін жүзеге асыратын ұйымдар	15	22	21	8	8	6

Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Банктердің және жинақтаушы зейнетақы қорларының саны өзгермеген кезде БҚН кәсіби қатысушылары және сақтандыру ұйымдары санының азаюы байқалады. 2012ж. 9 айдың нәтижелері бойынша банк секторындағы шоғырлану дәрежесі төмендеді: аса ірі бес банктің активтерінің үлесі 01.01.2012ж. 65,3%-дан 01.10.2012ж. жағдай бойынша 60,8%-ға дейін қысқарды. Институционалдық шоғырландырудың аздап төмендеуі заңды және жеке тұлғаларды кредиттеу секторында байқалады. Осы ахуал шетелдің қатысуы бар банктердің және басқа да орташа банктердің кредиттеу нарығына өздерінің қатысуын кеңейтумен түсіндіріледі. 2012ж. бастап сақтандыру секторындағы және жинақтаушы зейнетақы жүйесіндегі шоғырлану көрсеткіші іс жүзінде өзгерген жоқ.

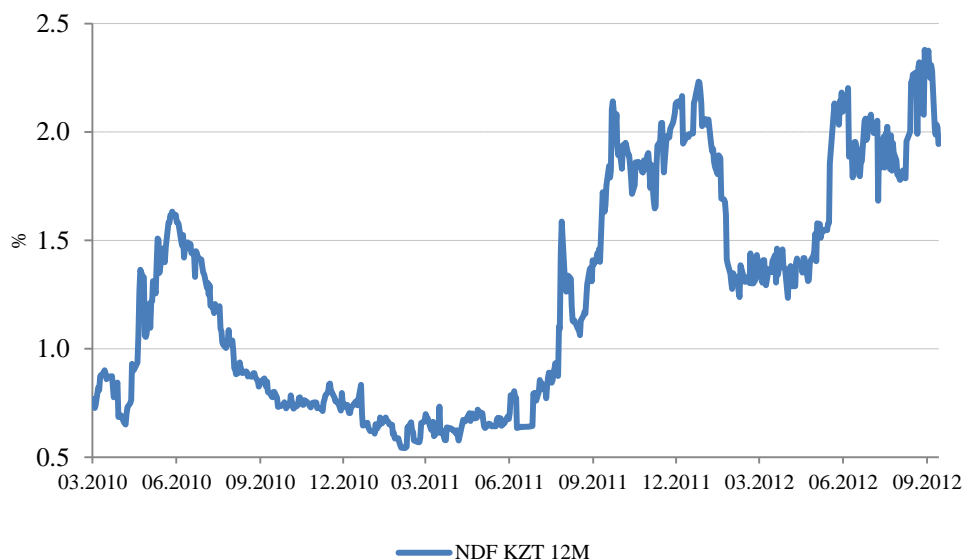
2011ж. ортасында басталған теңгенің баяу әлсіреу динамикасының сақталуы 2012ж. елдің валюта нарығындағы негізгі үрдістер болды және көп жағдайда сыртқы экономикалық операциялар бойынша актив сальдосының қысқаруына және дүниежүзілік шикізат пен валюта (әсіресе ресей) нарықтарының өзгермелі конъюнктурасына себепші болды.

Ақша нарығы 2012ж. бірінші жартыжылдықта гиперөтімділік жағдайында болды. Ішкі валюта нарығындағы ахуалдың өзгеруі және кейіннен шетел валютасына «кетуі» ақша нарығының қысқа мерзімді құралдарынан бастап және ҚР Қаржыминінің ұзақ мерзімді МБҚ аяқтағанда операциялардың барлық аясы бойынша кірістіліктің өсуіне әкелді. Бағалы қағаздар нарығындағы айла-шарғы жасау тәуекелінің қазіргі деңгейі нарықтың төмен өтімділігіне, бағалы қағаздармен белсенді сауда-саттықты жүзеге асыратын шектеулі қатысушылар санына, және қатысушылар арасындағы келісу ықтималдылығының болуына байланысты.



Сурет 13. Қазақстан Республикасының валюта нарығының динамикасы. Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

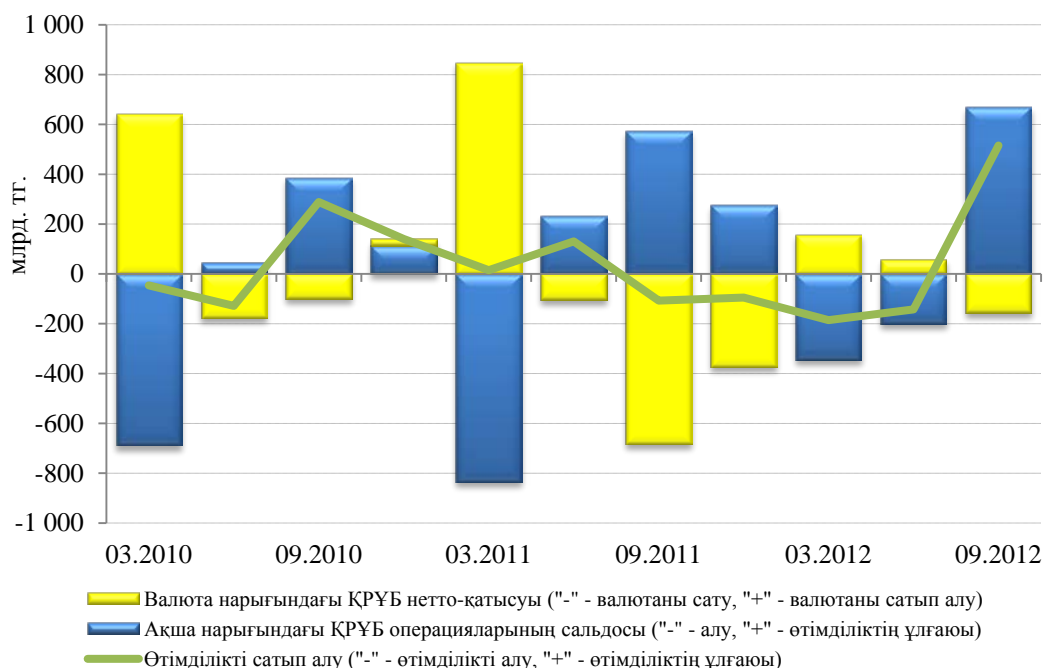
2012ж. теңгенің АҚШ долларына қатынасы бойынша аздап әлсіреуі байқалды және айырбастау бағамы бір доллар үшін 147-151 тг. дәлізінде сақталды. Өткен жылмен салыстырғанда ішкі валюта нарығындағы операциялар көлемі іс жүзінде өзгерген жоқ (2012ж. төмендеуі - 0,9%). Бұл ретте ұйымдасқан нарықта (КҚБ) сауда-саттық көлемінің қысқаруы биржадан тыс сегменттегі операциялардың және айырбастау пункттеріндегі операциялардың бір мезгілде өсуіне байланысты болды. Айырбастау пункттеріндегі операциялардың өсуі, өткен жылдардағы сияқты, халықтың жинақтарын түрлендіруге тырысуымен түсіндіріледі. Банктер арасындағы екіжақты мәмілелердің өсуі аясында биржалық валюталық операциялар көлемінің төмендеуіне операциялары ірі экспортерлер арқылы жүзеге асырылатын жекелеген банктердің валютаны бағам тұрғысынан алғанда барынша «қолайлы» кезеңдерде сата отырып, валюта бағамдарының құбылмалылығы жағдайларында қосымша кіріс алу мақсатында шетел валютасын ұстап тұруына себепші болды.



Сурет 14. NDF мәмілелер бойынша кірістілік деңгейінің теңгенің АҚШ долларына қатысы бойынша өзгеруі.

Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

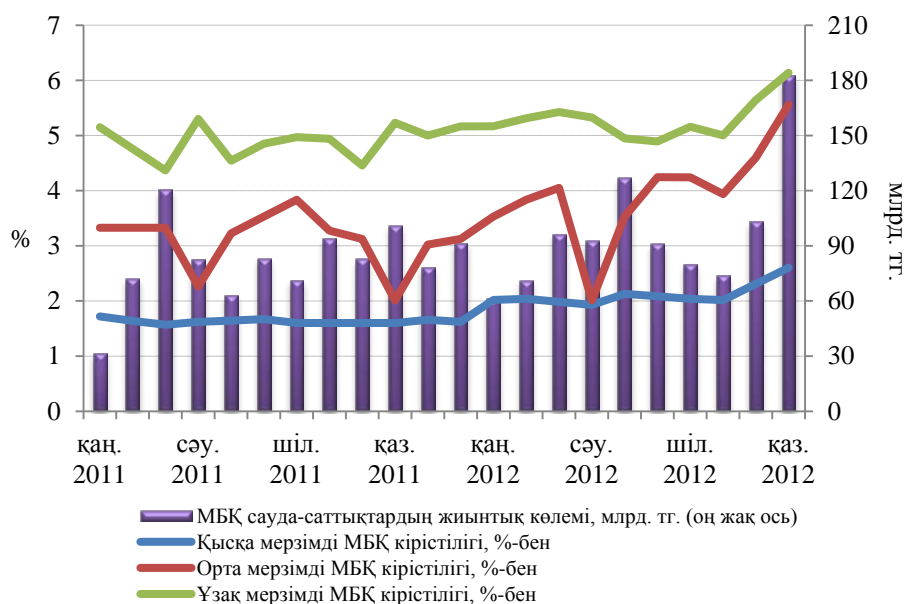
2012ж. бойы ішкі валюта нарығында теңгенің АҚШ долларына қатынасы бойынша әлсіреуіне қатысты теріс күтулер басым болды. 2012ж. бастап байқалған мұнай бағасының ұлғаюы теңгенің бағамы үшін оң фактор болып табылады. Сонымен қатар, еуроаймақтың кейбір елдерінде сақталып отырған тұрақсыздық, сондай-ақ алтын және мұнай бағасының құбылмалылығы болашақта ұлттық валютаның бағамына қысымның әлеуеттік факторлары болып табылады.



Сурет 15. Қазақстан қаржы нарығының динамикасы.

Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

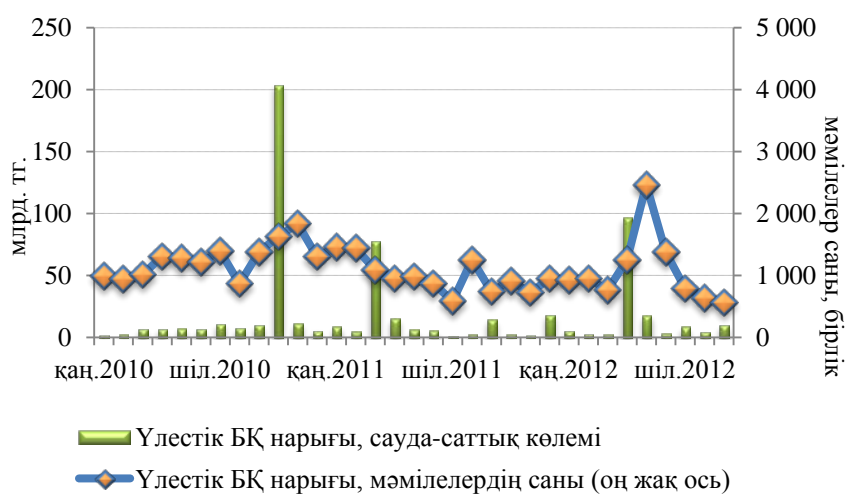
Биржалық валюта нарығының асимметрия индексі валютаны сатуға-сатып алуға өтімдердің айтарлықтай санына байланысты болған валюта нарығындағы қысымның ұлғаюын көрсетеді. Бұл ретте валюта жеткізуші банктер қанағаттандырмаған өтімдер ҚРҰБ-ның тарапынан тиісті сұраныстың немесе ұсыныстың ұлғаюы арқылы орындалды, бұл АҚШ долларының биржа нарығы бойынша өтімділік индексінің динамикасымен расталады, ол, өз кезегінде, 2011ж. салыстырғанда 2012ж. құбылмалылығы төмен болды.



Сурет 16. ҚР Қаржымінің МБҚ айналыс мерзімдері бойынша мөлшерлемелері және көлемі

Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Бұл ретте өтімділіктің айтарлықтай көлемі биржадан тыс сегментте екі жақты кері РЕПО операцияларын жүргізу арқылы ұсынылды. 2012ж. ортасынан бастап ақша нарығында, сол сияқты ұзақ мерзімді борыштық құралдарды – ҚР Қаржыминінің МБҚ бастапқы орналастыру кезінде кірістіліктің өсу үрдісі байқалады. Осыған байланысты мөлшерлемелердің өсу себептері қаржы құралдарына деген сұраныстың аясына байланысты, ол 2012ж. біршама төмендеді, ал олардың ұсынысы айтарлықтай өзгерістерге ұшыраған жоқ. Біріншіден, қатысушылар тарапынан сыртқы қаржы нарықтарын және, тиісінше, теңгенің айырбастау бағамын дамыту бойынша теріс орташа- және ұзақ мерзімді күтулердің сақталуы барынша ұзақ мерзімге берілген қаражаттың қымбаттауына әкеледі. Екіншіден, 2012ж. зейнетақы активтерін инвестициялау бөлігінде ЖЗҚ-ға қойылатын реттеу талаптары жұмсартылды, соның салдарынан ЖЗҚ МБҚ-ға сұранысты қысқартты.

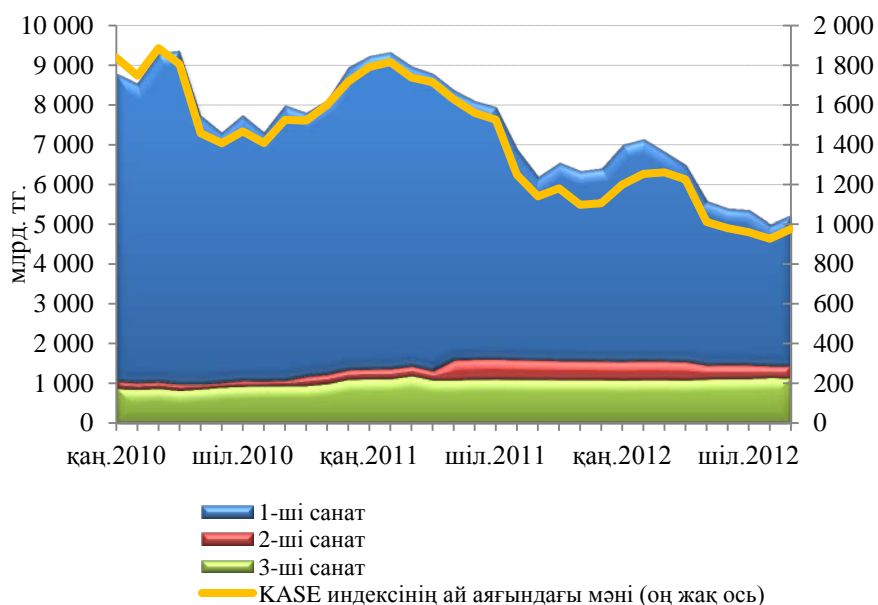


Сурет 17. Акциялар нарығының жиынтық айналымының динамикасы. Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Акциялар нарығы, өткен жылдардағыдай, төмен белсенділікпен сипатталды. Ірі мәмілелерді дүркін-дүркін жүргізу осы нарық көрсеткіштерінің айтарлықтай көтерілуіне әкелді. Мәселен, 2012ж. акциялар нарығы белсенділігінің артуы «Қазақтелеком» АҚ және «Каспий мұнай» АҚ акцияларын сатуға-сатып алуға байланысты болды.

Банк секторының 2012ж. бойы ҚРҰБ операцияларымен нығайтылған жоғары өтімділігі ақша нарығындағы пайыздық мөлшерлемелердің төмен деңгейінің негізгі себебі болды. 2012ж. қаңтар-қыркүйекте ҚРҰБ жиынтық негізде валюта нарығы арқылы, сол сияқты ақша нарығының операциялары арқылы банктерге 187,2 млрд. тенге ұсынды.

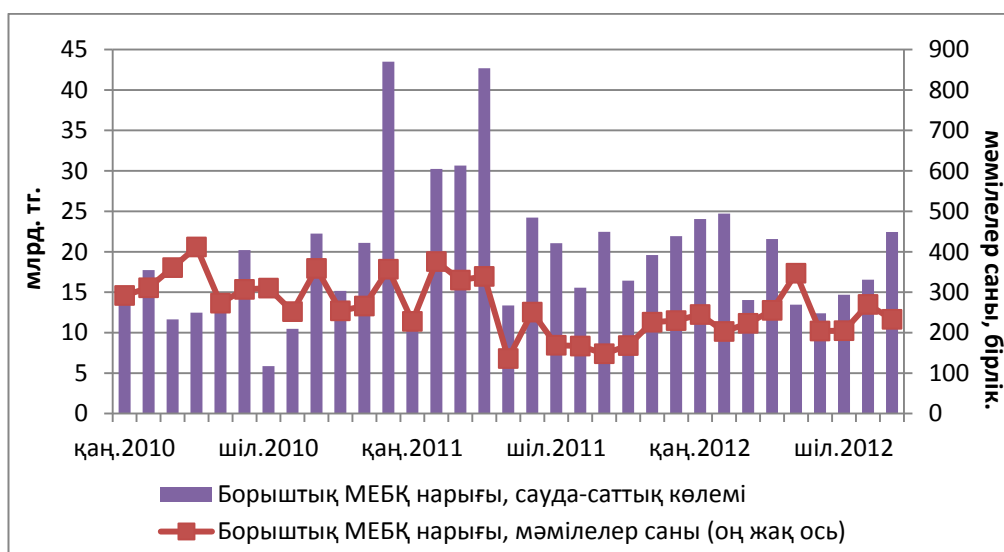
2012ж. борыштық бағалы қағаздардың 1-санаты бойынша капиталдандырудың күрт төмендеуі оның міндеттемелерін қайта құрылымдаудың үдерісінің басталуынан нарықтың ірі қатысушыларының біреуінің облигацияларын «буферлік санатқа» 11 аударуына байланысты екендігін атап өткен жөн.



Сурет 17. Акциялар нарығын капиталдандыру және кірістілігі
Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

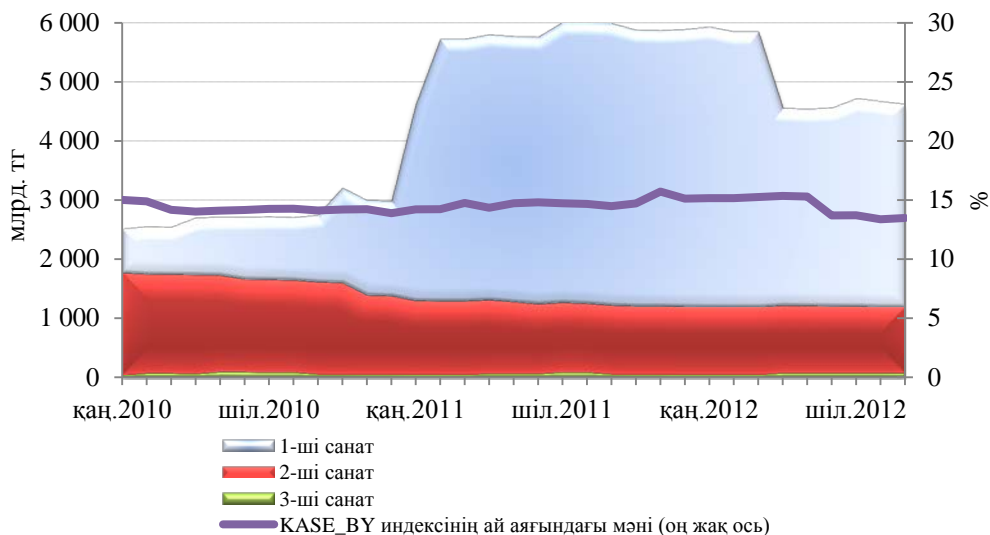
Үлестік бағалы қағаздар нарығында сауда-саттық көлемі 01.10.2012ж. жағдай бойынша 01.10.2011ж. салыстырғанда 2,9%-ға азайды. KASE индексі 2012ж. 9 айда 18,6%-ға төмендеді, ал акциялар нарығын капиталдандыру 25%-ға қысқарды, бұл дағдарыстан кейін экономиканы баяу қалпына келтірумен түсіндіріледі.

Мемлекеттік емес облигациялар нарығында сауда-саттық көлемі 2012жылы 2011жылмен салыстырғанда 14,0%-ға ұлғайды, бұл сыртқы қорландыру көздерін барынша қолжетімді ішкі көздермен ауыстырудың басталып келе жатқан үдерісін көрсетеді.



Сурет 17. Облигациялар нарығының жиынтық айналымының динамикасы
Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Корпоративтік облигациялардың орташа алынған кірістілігін көрсететін KASE_BY биржалық индексі 2012ж. бастап 1,7%-ға төмендеді және 01.10.2012ж. жағдай бойынша 13,5% болды. Мемлекеттік емес борыштық бағалы қағаздар нарығын капиталдандыру 20,9%-ға азайды.



Сурет 18. Корпоративтік облигациялар нарығын капиталдандыру және кірістілігі

Ескерту: ҚРҰБ мәліметтері негізінде автормен құрастырылған [16].

Реттеушінің ұстаушылар алдындағы ақпараттың мәнін ашуға қоятын талаптарды қатандатуға, облигациялар шығару мен орналастыру нәтижесінде тартылған қаражатты мақсатқа сай пайдалануды қамтамасыз етуге байланысты 2-санаттағы корпоративтік облигациялар нарығында белсенділіктің төмендеуі жалғасты. Бұдан басқа, ақша ағындарын бақылау және облигация ұстаушылар алдындағы міндеттемелерді уақтылы жабуды қамтамасыз ету эмитенттер үшін қиын болды. Осыдан, қор нарығы арқылы кредит беру, банктерде кредитті ресімдеумен салыстырғанда салыстырмалы түрде күрделі және барынша шығынды болып отыр және субъектілер үшін оның барынша белсенді дамуын және тартымдылығын арттыру үшін қосымша шаралар қабылдауды қажет етеді. Төмен өтімділікке, бағалы қағаздармен белсенді сауда-саттықты жүзеге асыратын қатысушылардың шектеулі санына және олардың арасында келісу тәуекелінің болуына байланысты бағалы қағаздар нарығында айла-шарғы жасау проблемасы сақталады. Осы проблема маркет-мейкер институтының төмен тиімділігінен күшейеді, олар бағалы қағаздар бойынша қатаң баға белгілеулерін қолдайды және, осы арқылы, қор нарығындағы өтімділік деңгейінің өсуін тежейді деген қорытынды жасауға болады.

2.2 Экономикалық факторлар тербелістерінің Kase қор биржасының динамикасына әсерін регрессиялық талдау

Экономикалық теория тұрғысынан алып қарағанда, «қор нарығы» терминіне «капитал нарығы» синоним бола алады. Сондай-ақ, бұл түсінікті максималды дұрыс қолданатын болса, онда бұл дәл синоним болып табылады [69,16-17б]. Заңдық тұрғыдан «қор нарығы» терминін оның нормативтік анықталмағандығы себебімен Қазақстан жағдайында қолдану дұрыс емес. Сондықтан да, заңға байланысты еңбектерде «бағалы қағаздар нарығы туралы» ҚР Заңына сәйкес «қор нарығы» термині «бағалы қағаздар нарығы» терминімен ауыстырылады. Бірақ бұлай істеудің бірқатар кемшіліктері бар, себебі бағалы қағаздар ретінде экономикалық әдебиеттерде де, сонымен қатар бірқатар нормативтік актілерде де акциялар мен облигациялар ғана емес, сондай-ақ негізгі капиталдың ұдайы жаңғыртылуын қаржыландыру үшін көзделмеген басқа да бағалы қағаздар түсіндіріледі.

«Қорлар» сөзі ғасырлар тереңінен шығады, оның мәні бірден тұрақтанбады; ол ұзақ уақыт бойы «капитал» мәнінің орнына қолданылды. «Қор» сөзінің бастапқы мағынасы қазіргі түсініктегі, яғни әлі табыс әкелмеген, бірақ мұны істеуге әрекеттендіретін құндылық, негіз ретінде түсінуге болатын «бастапқы капитал» түсінігіне эквивалент ретінде болды [70,111б.].

Ұзақ мерзімді қаржы ағындарының құралдары ретінде капиталдық құрылымды қалыптастыру және қайта құру процестеріне шаруашылық субъектілерімен эмитенттелетін инвестициялық бағалы қағаздардың қозғалысы капиталдық құнды тасушы қызметін атқарады.

Сонымен, қор нарығы қаржы нарығының құрамдас бөлігі болып табылады. Ол қаржы ресурстарының салалар арасында қайта бөлістірілуін жүзеге асыра отырып, жалпы алғанда, ұлттық шаруашылықтың дамуына, экономиканың өсуіне жағдай жасайды.

Қазақстан қор нарығын талдау үшін келесі көрсеткіштер таңдап алынды:

1. KASE индексі;
2. нақты ЖІӨ;
3. инфляция;
4. ақша массасы (M3);
5. АҚШ доллары, теңгеге шаққанда.

KASE индексі есептеу әдістемесі кіші квадраттар әдісі (ККӘ) бойынша келесідей:

KASE индексі есептеу үшін Қазақстан қор биржасының ресми тізімінде көрсетілген бағалы қағаздарды бағалауда келесі қағидалар қолданылады.

1. Ресми тізімдегі акциялардың жалпы саны, кемінде 7 атауы болу керек;
2. Қандай да бір акцияның атауы тек қана Биржада жарияланған акциялар туралы ақпарат түскенде ғана кіреді;
3. Тізімге кіретін акция бойынша соңғы 6 ай ішінде кемінде 10 келісімшарт жасалған болуы тиіс;

4. Биржаның Тәуекел комитеті ресми тізімдегі акцияларды шығару туралы шешімді өзі қабылдайды;
5. Ресми тізім индексті есептеу барысында өзгеріп отыруы мүмкін;
6. Акция айналысын тоқтатқан жағдайда ол автоматты түрде тізімнен шығарылады.

Кәсе индексі келсі формула бойынша есептеледі:

$$KASE = K * KASE_b * MV_t / MV_b \quad (1)$$

Мұндағы:

KASE – KASE индексі;

K – түзету коэффициенті;

KASE_b – KASE индексінің алғашқы мәні;

MV_t – акциялардың нарықтық бағасының сомасы;

MV_b – KASE индексінің алғашқы есептеу сәтіндегі акциялардың нарықтық бағаларының сомасы.

Модель құру үшін аталған көрсеткіштер орташаланған. Ай сайынғы көрсеткіштерді алып, оларды тоқсандық орташа көрсеткіштермен есептеу қолданылды. Жоғарыда келтірілген көрсеткіштер 2000-2012 ж.ж. тоқсандық мәндері арқылы келесідей:

Кесте 7. KASE индексіне әсер етуші факторлар арасындағы байланысты анықтайтын регрессия құрдық:

Dependent Variable: LGKASE_SA				
Method: Least Squares				
Date: 10/21/13 Time: 01:27				
Sample: 2000Q1 2012Q4				
Included observations: 52				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-169.8983	95.16097	-1.785378	0.0808
LGRGDP_SA	3.966608	0.240342	16.50402	0.0000
OUTPUT_GAP	4.684612	3.289025	1.424316	0.1611
LGM3_SA	2.726520	4.143213	0.658069	0.5138
LGINFLATION_SA	37.45808	17.07299	2.193997	0.0333
LGERUSD_SA	-13.07253	2.696029	-4.848810	0.0000
R-squared	0.910587	Mean dependent var		9.577772
Adjusted R-squared	0.900868	S.D. dependent var		3.788111
S.E. of regression	1.192696	Akaike info criterion		3.298477
Sum squared resid	65.43614	Schwarz criterion		3.523621
Log likelihood	-79.76041	Hannan-Quinn criter.		3.384792
F-statistic	93.69298	Durbin-Watson stat		0.384132
Prob(F-statistic)	0.000000			

Логарифмделген және маусымдық ауытқулардан тазартылған мәліметтер арқылы барлығы регрессиялық теңдеуге қатыстырылды. H_0 : оң автокорреляция жоқ. $0,38 \in (0;2)$ Оң автокорреляция бар.

Модель:

$$LGKASE_SA = -169.89 + 3.96*LGRGDP_SA + 4.68*OUTPUT_GAP + 2.73*LGM3_SA + 37.46*LGINFLATION_SA - 13.07*LGERUSD_SA$$

Output gap – шығарылым үзілісі, нақты және потенциалды ЖІӨ арасындағы айырмашылық, рассчитано с использованием фильтра Ходрик–Прескотт фильтрін қолдану арқылы есептелді. Кестеден ақша массасы KASE индексіне әсері төмен. LGM3_sa коэффициентінің 10%-дық деңгейінде де әсер етпейді.

Кесте 8. Логарифмделген және маусымдық ауытқулардан тазартылған мәліметтер

Dependent Variable: LGKASE_SA				
Method: Least Squares				
Date: 10/21/13 Time: 01:36				
Sample: 2000Q1 2012Q4				
Included observations: 52				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-137.1021	80.57674	-1.701510	0.0955
LGRGDP_SA	3.888711	0.207906	18.70420	0.0000
OUTPUT_GAP	4.906421	3.251916	1.508779	0.1380
LGINFLATION_SA	34.14147	16.21346	2.105748	0.0406
LGERUSD_SA	-13.79480	2.447609	-5.636033	0.0000
R-squared	0.909745	Mean dependent var		9.577772
Adjusted R-squared	0.902064	S.D. dependent var		3.788111
S.E. of regression	1.185481	Akaike info criterion		3.269386
Sum squared resid	66.05217	Schwarz criterion		3.457005
Log likelihood	-80.00403	Hannan-Quinn criter.		3.341315
F-statistic	118.4366	Durbin-Watson stat		0.353711
Prob(F-statistic)	0.000000			

Кестеден келесі модельді қорытындылауға болады:

$$LGKASE_SA = -137.10 + 3.89*LGRGDP_SA + 4.91*OUTPUT_GAP + 34.14*LGINFLATION_SA - 13.79*LGERUSD_SA$$

Коэффициенттердің барлығының мәнді екенін дәлелдеу үшін корреляциялық матрица құрылды. Корреляциялық матрицадан KASE индексіне ең жоғары мөлшерде ЖІӨ әсер ететінін байқауға болады. Басқа коэффициенттердің мәні төмен болғанымен, олар мүлдем әсер етпейді деуге болмайды. Бұл жерде көбіне ақпараттық факторлар әсер етіп кетуі нәтижесінде байланысты аз көрсетіп отыр. Сол себепті бұл матрицаны құру барысында экономикалық емес факторлар есепке алынбағанын ескеру қажет.

Кесте 8. – Корреляциялық матрица

	L GKASE _SA	L GRGDP _SA	OUTPUT _GAP	L GM3_S A	LGINFLA TION_SA	L GERUS D_SA
L GKASE_S A	1	0.87				
L GRGDP_S A	0.87	1				
OUTPUT_G AP	0.28	0.08	1			
L GM3_SA	-0.22	-0.41	0.19	1		
LGINFLAT ION_SA	0.27	0.03	0.18	-0.09	1	
L GERUSD_ SA	-0.47	-0.12	-0.43	-0.30	-0.42	1

Осыдан, әр коэффициенттің әсер ету мүмкіндіктерін жеке қарастыруды жөн көрдік.

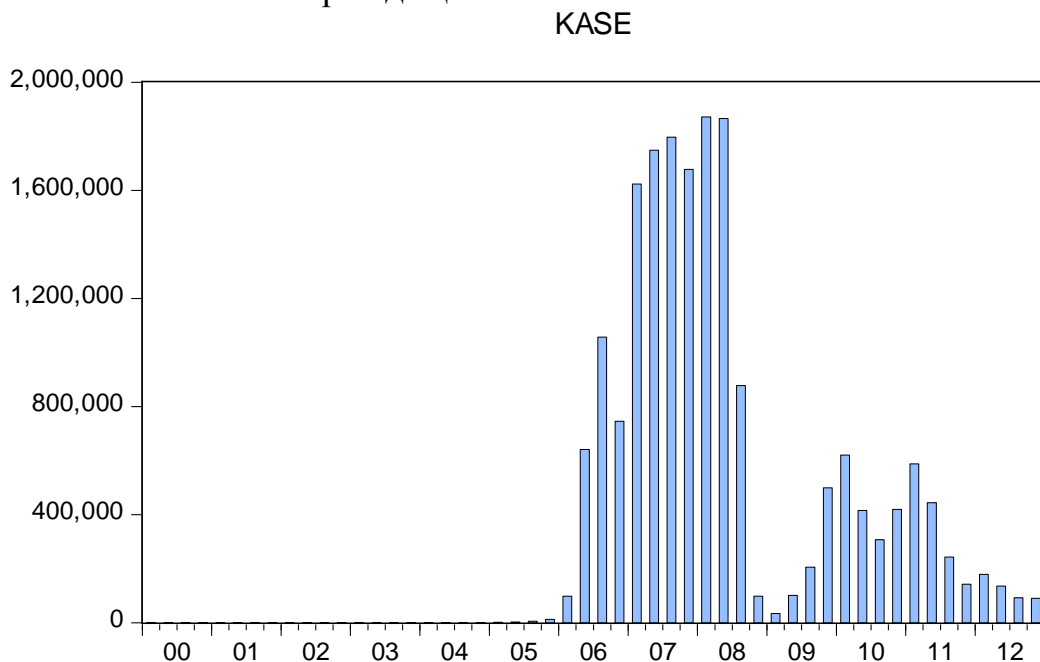
Кесте 9 – KASE индексінің ЖІӨ мен инфляциядан тәуелділігі, бірінші ретті авторегрессиялық үрдісті қолдану арқылы есептелген

Dependent Variable: LGKASE_SA				
Method: Least Squares				
Date: 10/21/13 Time: 01:49				
Sample (adjusted): 2000Q2 2012Q4				
Included observations: 51 after adjustments				
Convergence achieved after 32 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-117.6575	52.36942	-2.246683	0.0294
LGRGDP_SA	4.729715	1.515028	3.121866	0.0031
LGINFLATION_S A	10.66908	6.146747	1.735727	0.0892
AR(1)	0.988437	0.045387	21.77779	0.0000
R-squared	0.977930	Mean dependent var		9.673392
Adjusted R-squared	0.976521	S.D. dependent var		3.761891
S.E. of regression	0.576428	Akaike info criterion		1.811251
Sum squared resid	15.61663	Schwarz criterion		1.962766
Log likelihood	-42.18689	Hannan-Quinn criter.		1.869149
F-statistic	694.1917	Durbin-Watson stat		1.255495
Prob(F-statistic)	0.000000			

Модель келесі түрде көрсетілді:

$$LGKASE_SA = -117.66 + 4.73 * LGRGDP_SA + 10.67 * LGINFLATION_SA + [AR(1)=0.9884372372]$$

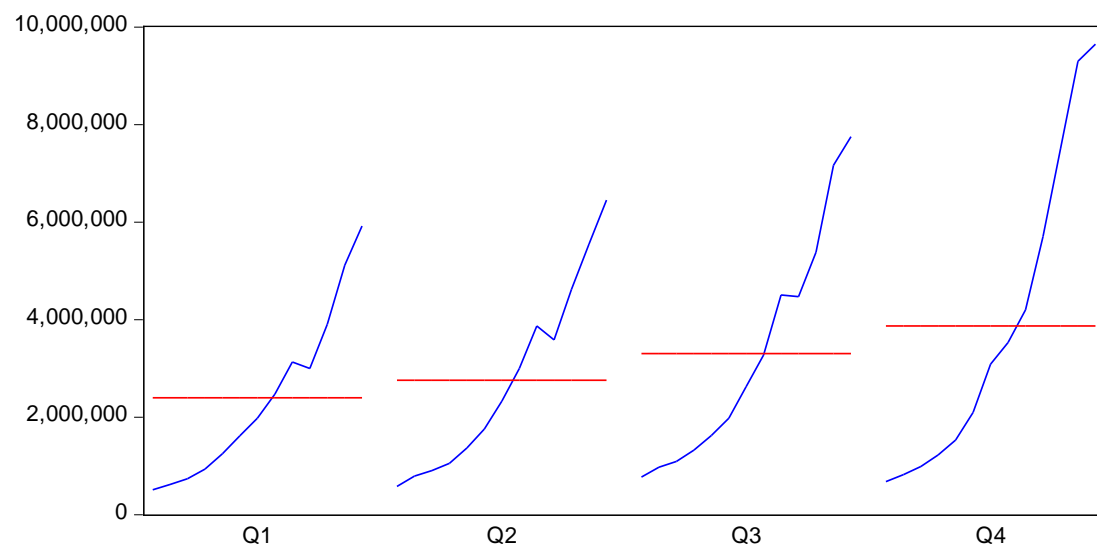
Әр экономикалық фактор тербелісінің KASE индексіне әсерін бағалау арқылы келесі нәтижелер алдық.



Сурет 19. 2000-1012 ж.ж. KASE индексінің динамикасы.

Ескерту. Қазақстан қор биржасы мәліметтері негізінде автормен Eviews 7 пакетін қолдану арқылы есептелген [7].

Қор нарығы мен оның экономикалық өсуге тиімділік деңгейінің өсуіне жағымды ықпал етуін жүзеге асыру үшін қаржы жүйесінің қызмет етуінің вундаменталды жағдайларын жасауды қамтамасыз етуін талап етеді. Құқықтық база мен оны жүзеге асыру деңгейі арасындағы айырмашылық компанияның әр түрлі елдегі сыртқы қаржыландыру деңгейінің себебі болып табылады.



_____ орташа тоқсандық көрсеткіш, _____ тоқсандық нақты ЖІӨ динамикасы

Сурет 19. 2000-1012 ж.ж. ЖІӨ тоқсандық динамикасы.

Ескерту. ҚР ҚБ мәліметтері негізінде автормен Eviews 7 пакетін қолдану арқылы есептелген [16].

Инвесторлар қор нарығындағы өздерінің салымдарын заңдық деңгейде олардың құқықтарын қорғау шартымен ғана жүзеге асырады. Шағын инвесторлар, ол акционер немесе кредитор болсын, жалдамалы жұмысшыға немесе жабдықтаушыға қарағанда компанияның менеджменті жағынан құрдымға әкелетін ықтимал іс-әрекеттері үшін әлсіз топ болып табылады және заңдық базаға қатты тәуелді.

Сыртқы инвесторларды қорғау бойынша сот жүйесінің дамуының жағымды факторы компанияны менеджментінің активтер мен оның акционерлерінің пайдаларын иемденуді қиындататын жағдай қалыптастыру болып табылады. Инвесторлар құқығын қорғауды жақсарту шаралары бойынша менеджмент компанияның активтері мен пайдаларын жымқырудың мықты сызбасын пайдалануға мәжбүр болады. инвесторлардың құқықтарын қорғау өте жоғары деңгейде болған кезде менеджмент өзіне жоғары жалақыны төлеп, басқарушы лауазымдарға өздерінің туыстары мен таныстарын қою немесе өздері ықпал ете алатын тиімсіз инвестициялық жобаларға қатысуды ғана жүзеге асыра алады. Активтер мен пайдаларды акционерлерден жымқыру технологиясының тиімділігі азайған сайын менеджмент аз деңгейде жымқыра бастайды және олардың бақылаудан түетін жеке пайдалары азая бастайды. Мұндай жағдайда инвестицияларды жақсы шарттармен тартуды жүзеге асырады және экономикадағы ресурстар тиімдірек бөлінеді.

Инвесторлардың мүдделерін қорғаудың мемлекеттік реттеуі мен заңдық құқықтарын қамтамасыз етудегі бар күштер қаржы келісімшарттарын жүзеге асыруға дәстүрлі көзқарастарға қарама-қайшы келеді. Осы көзқарасқа сәйкес қаржы нарығын заңдық реттеу қажет болып табылмайды, себебі қаржы келісімшарттары тәжірибелі әрі меңгерілген элементтермен және инвесторлар арасында жасалынады. Инвесторлар олардың активтері мен пайдаларын иемденіп алу тәуекелінің болуын мойындайды. Себебі кәсіпкерлер бағалы қағазды эмиссиялау кезіндегі шығындарды өздері көтереді, олар сол арқылы инвесторлардың ресурстарын иемдену мүмкіндігін болдырмау үшін өздерінің қызметін келісімшарттық міндеттемелермен шектейді. Егер келісімшарттың мәліметтері толықтай орындалса, онда қаржы нарықтары қандай да бір әкімшілік реттеуді талап етпейді.

Коуз теоремасына негізделетін бұл көзқарас келісімшарттың орындалуын қамтамасыз ететін соттық органдарға сүйенеді. Көптеген елдерде, соның ішінде Қазақстанда да соттық шешімнің сапалы түрде орындалуына кеіл берілмейді. келісімшарттардың сот жүйесі арқылы орындалуы қымбат болса, онда инвесторлардың құқықтарын қорғаудың басқа формалары тиімдірек болуы мүмкін.

Осылайша, инвесторлардың құқықтарын қорғау корпоративтік бақылауды жақсартып, қаржы нарығының дамуына септігін тигізеді. Инвесторлар олар үшін компания менеджментінің жағымсыз іс-әрекеттерінен қорғалған кезде, олар бағалы қағазға жоғары баға төлейді, осылайша осы қағаздардың эмитенттеріне жақсы жағдай қалыптастырады. Сәйкесінше, акционерлердің құқықтарын жоғары дәрежеде қорғау бағалы қағаздар нарығының дамуына

ықпал етеді, ол компанияның құнының артуында, қор нарығында бағаланып отырған акциялар санында көрінеді. Ла Порта мен Шлейфер өздерінің зерттеулерінде инвесторлар құқықтарын қорғайтын елдер қор нарығының жоғары капитализациясына ие, жан басына шаққандағы бағаланып отырған бағалы қағаздардың жоғары саны мен компанияның жаңа бағалы қағаздар орналастырудың белсенділік деңгейінің жоғары шамасына ие.

С. Джонсон, Р. Буне, Е. Фридерман, А. Брич инвесторлар құқықтарын қорғау деңгейін қаржы дағдарыстарының туындау ықтималдығымен байланыстырады. Инвесторларды қорғаудың әлсіз жүйесі бар елдерде компанияның жағдайы жағымды әрі оның қаржыландыруды жалғастыруға мүдделі кезінде менеджмент сыртқы инвесторлардың мүдделеріне ұзақ уақыт бойы әсер ете алады деп болжанады. Алайда компанияның перспективалары нашарлағанда менеджмент сыртқы инвесторлардың активтерін немесе пайдаларын жымқыруды бастайды. Бұл процесс бағалы қағаз құнының төмендеуіне әкеледі және менеджменттің одан әрі белсенділік танытуына ынталандырады. Осы гипотезаны тестілеу үшін Джонсон 1997-1998 жж қаржы дағдарысы кезінде 25 елдегі валютаның құнсыздануы мен қор нарығының құлдырауын зерттеді. Корпоративтік бақылау айнымалыларының шамаларына байланысты, мысалы, инвесторларды қорғау индексі, заңдарды орындау сапасы, қаржы дағдарысының тереңдігі де өзгереді. Қор нарығының бағаларының өте қатты құлдырауы инвесторларды қорғаудың аз дамыған жүйесі бар елдерді болады.

Қор нарығының тиімділігі мен оның экономиканың дамуына ықпалының жоғарыда аталған көрсеткіштерін талдай келе, өтімді қаржы жүйесінің, жинақтардың мобилизациясының, корпоративтік бақылаудың болуы, тәуекелді диверсификациялау бойынша шараларды қабылдау, компанияның қызметі жайында эмитенттерді ақпараттандырудың болуы, қаржы нарығының дамуының осы бағыттары ресурстарды бөлу тиімділігі мен экономикалық өсімге ықпал ететінін айту керек.

Осы сұрақ бойынша қазақстандық спецификаны қарастыра отырып, оның қор нарығының даму жағдайы корпоративтік бақылау деңгейі секілді жеткілікті деңгейде жоғары емес. Осы жұмыста келтірілген отандық қор нарығының нәтижелері қазақстандық қор нарығының дамушы нарықтар тобына жатады деуге жеткілікті негіздер береді, жүргізілген тест қазақстандық қор нарығының тиімділіктің жартылай күшті формасына сәйкестігін көрсетеді.

Бірінші тарауда жүргізілген зерттеу келесідей қорытынды жасауға мүмкіндік береді:

– Қор нарығының негіздеріне талдау жасалынды. Қазіргі кезде түсіну аппаратында келіспеушіліктер бар екендігі анықталынды. Ғалым мамандардың көзқарастарын қарастыру нәтижесінде зерттеу тақырыбы бойынша негізделген анықтамаларды қалыптастыруға және ұсыныстарды жинақтауға талпыныс жасалынды. Зерттеудің негізінде келесідей қорытындылар жасалынып, негізгі ғылыми әрі практикалық нәтижелер алынды. Түсініктер анықталынды:

– Бағалы қағаздар нарығының құрамдас бөлігі ретінде қалыптасатын, өзіне ұйымдастырылған бірінші және екінші нарықтарды қамтитын қор нарығы ;

– Тиімді қор нарығы – бұл барлық жаңа ақпараттар нарық қатысушыларымен жылдам менгерілетін және нарықтық бағада тез арада көрінетін нарық.

– Эмпирикалық зерттеулердің көбісі экономикалық өсімнің негізгі детерминанттарының бірі ретінде қаржы нарығының даму деңгейі екенін көрсетті. Қор нарығының экономиканың өсуін қамтамасыз етуге негізгі ықпалы ресурстарды бөлу сапасын жоғарылатуда жатыр. Осы процесте жетекші рөлді бағалы қағаздар бағасы атқарады. Олар ресурстарды оңтайлы пайдалануға бағыттайтын қоғамдық сигналдар ретінде қызмет етеді. Бұл сигналдар ірі, жоғары өтімді нарықтарда ақпараттық болып табылады, осылайша инвестициялық ресурстардың жақсы бөлінуіне септігін тигізеді.

– Шетел қор нарықтарының тәжірибесі қор нарықтарының типтері мен модельдерін, олардың даму кезеңдерін, инфрақұрылымдарының болуын анықтауға мүмкіндік берді, даму үшін жағымды орта қалыптастыруға ықпал етті және қор нарығын дамыту бойынша бірқатар міндеттерді анықтады. Дамушы нарықтар үшін неміс-жапон моделін пайдалану керек, ол өндірістің нақты дамуын ұзақ мерзімді перспективада жоғары қарқынмен дамуын қамтамасыз етеді.

– Акцияның табыстылық индексіне қатысты тестер табыстылықтың өзгеруі кездейсоқ еместігін, бағалы қағаздардың табыстылығы арасында белгілі бір байланыстың бар екендігін көрсетті. Алынған нәтиже қазақстандық қор нарығының дамушы нарықтар тобына жататынын және қор нарығының жартылай күшті формасына сәйкестігін дәлелдеп отыр.

2.3 Қазақстан қор нарығына әсер етуші экономикалық факторлардың теңгерімділігін қамтамасыз етудегі мемлекеттің атқаратын рөлі

Қаржы жүйесі/қаржы нарығы заманауи экономикада бірнеше қызмет атқарады: қайта бөлу, ақпараттық, тәуекелдерді басқару, айналым шығындарын үнемдеу және т.б., осы аталғандардың ішінде ең маңыздысы – капиталды қайта бөлу қызметі болып табылады. Ақша ресурстарына мұқтаж қарыз алушы мен оларды жинақтаушылар (қарыз беруші немесе кредитор) арасындағы капиталды қайта бөлу қызметін атқару - жалпы мемлекеттің экономикалық тиімділігін сақтауда маңызды роль атқарады.

Экономикалық даму барысында қаржы жүйесінің рөлі туралы келесі атақты авторлар: Й. Шумпетер [Shumpeter 1912], Е. Шой [Gurley, Shaw 1955], Р. Голдсмит [Goldsmith 1969], Р. Маккинон [McKinnon 1973] және т.б. жазған болатын. 1990-2000 жылдары ондаған мемлекеттің мысалында жасалған көптеген зерттеулер нәтижесінде экономикалық даму деңгейі мен қаржы жүйесінің даму деңгейі арасында оң байланыс орнайтыны анықталды [North 1990; Neal 1990; Rajan, Zingales 2000; Rousseau, Sylla 2001; Levine 2002, Rousseau 2002]. Аталған авторлардың ішінде ойын ең айқын түрде білдірген -

Нью-Йорк университетінің Профессоры Ричард Силла болды. Ол XVII ғасырдағы Голландия мен Англия, XVIII ғасырдағы АҚШ, XIX ғасырдағы Германия, Жапония мен Ресей мысалында қаржы революциясы, нақтырақ айтқанда банк жүйесін құру өнеркәсіп революциясының басталуына және жылдам экономикалық өсуге алып келетінін дәлелдеген.

Сонымен бірге қаржы нарықтарының экономикалық динамикаға теріс әсер ететін тұстары да кездеседі, бұл ретте қаржы нарығы өсуге ықпал ететін фактор емес, керісінше өндіріс процесіндегі қалыпты жағдайды бұзып, теріс, негативті нәтижелерге алып келетін факторға айналуы мүмкін. Аталған құбылысты қаржылық дағдарыс деп атайды.

Қаржылық дағдарыс ретінде көптеген қаржылық институттар немесе қаржылық активтердің өз құнының бір бөлігін жоғалтуы, осының нәтижесінде қаржы-несие мекемелерінің жаппай банкроттығы, қарыз қаражаттарын алудың қиындауы, экономикалық агенттер арасындағы қатынастардың бұзылуы, осыған сәйкес негізгі капиталға инвестициялардың азаюы, жұмысбастылық пен өндірістің төмендеуі, демек, толыққанды экономикалық дағдарысты айтуға болады. Қаржы дағдарысы экономикалық дағдарыстан алдын ала, экономикалық дағдарыспен қатар немесе экономикалық дағдарысты аяқтауы мүмкін (ал кейбір жағдайларда тіпті экономиканың нақты секторына әсер етпеуі мүмкін). Қаржылық дағдарыстың бірнеше формалары бар: банктік, бюджеттік, валюталық, қор (биржалық), дағдарыс немесе бірнеше формаларды бір мезетте қамтуы мүмкін.[72, 756]

2007 жылы АҚШ-та ипотекалық дағдарыс ретінде басталған қаржылық дағдарыс кейіннен АҚШ пен Еуропаның банк жүйесіне тарауы, ал бұл жағдай акция нарығында бағалардың төмендеуіне әсер етіп, кейіннен толық масштабты түрде жалпы өндіріс пен негізгі капиталға инвестициялардың азаюымен, жұмыссыздықтың өсуімен экономикалық дағдарысқа алып келді.

Аталған дағдарыстың ең шиеленіскен ортасында қаржы жүйесі мен қаржы нарығы болды. Осы тұрғыдан алғанда олардың (қаржы жүйесі мен қаржы нарығының) реформалау мен қайта құрылуы жайлы алдыңғы қатарлы 20 дамыған мемлекеттің басшыларының кездесуінде айтылған болатын. Бұл қаржы секторының заманауи экономикада алатын орны ерекше екенін көрсетеді. Осыған сәйкес, қазіргі таңда заманауи экономиканы – қаржылық экономика деп те айтуға болады [72,756]. Аталған қаржы институттары мен қаржы нарықтарының атқаратын қызметтерінің басты мәселелері мен қаржы жүйелерінің құрылымы жайлы көптеген еңбектер жазылған. Қаржы нарығы аясына байланысты көптеген ғалымдар, оның ішінде: М. Фридман, Д. Тобин, Р. Коуз, Д. Стиглер, М. Аллэ, Ф. Модильяни, М. Миллер, Г. Марковиц, Дж. Бьюкенен, У. Шарп, Р. Мертон, М. Шоулз, Р. Манделл, Д. Акерлоф, М. Спенс, Д. Стиглиц, Д. Канеман, П. Кругман өз еңбектерінде қаржы нарығының өзгермелілігі, оның экономикаға әсері өте жоғары екендігі туралы атап өтіп, бұл жерде пайда болатын мәселелердің салдары экономиканың құлдырауына алып келу мүмкіндігінің жоғары екенін көрсеткен.

Жаһандық қаржы нарықтарының ауқымы қандай деген сұраққа жауап табу мақсатында көптеген мемлекеттердің экономикасына назар аудару қажет. Өртүрлі сегменттердің өзіндік ерекшеліктерін ескере келе ортақ бір көрсеткіш арқылы зерттеу мүмкін емес. Мысалы: ақша нарығы мен капитал нарығындағы көрсеткіштерді сақтандыру қызметтерінің нарығымен салыстыру тіпті мүмкін болмайтын жағдай. Дегенмен, базалық құралдарды салыстыруға болады.

Халықаралық Валюта Қорының жылдық есептерінің қосымшаларында көбіне банк активтерінің сомасы, шағарылған қарыздық қағаздар мен биржаларда сатылатын акциялардың нарықтық бағасы көрсетіледі.

Кесте 10 - 2009-2011ж.ж. әлемдегі алдыңғы қатарлы мемлекеттер мен Қазақстан Республикасының негізгі экономикалық көрсеткіштері, %

ЖІӨ			
	2009	2010	2011
АҚШ	-2,6	1,6	2,5
Еуропалық Одақ	-2,7	0,5	1,4
Кесте 15 жалғасы			
Жапония	-4,3	0,8	1,5
Қазақстан	1,2	7,3	7,5
Инфляция			
АҚШ	-0,7	1,6	1,4
Еуропалық Одақ	0,6	1,3	1,5
Жапония	-0,6	-0,1	0,6
Қазақстан	7	7,2	7,5
Жұмыссыздық			
АҚШ	8,8	9,4	9,8
Еуропалық Одақ	8,9	9,9	11,5
Жапония	4,7	5	5,2
Қазақстан	6,6	6,8	5,4
Орталық банктің қайта қаржыландыру қойылымы			
АҚШ	0,18	0,9	2,13
Еуропалық Одақ	0,85	1,29	1,5
Жапония	0,08	0,46	1,2
Қазақстан	7	7	7,5
Ескерту. Автормен [73] және [74] мәліметтері негізінде құрастырылған.			

2007-2009 жылдардағы әлемдік қаржы-экономикалық дағдарыс әлемдік қаржы жүйесін реформалау мен ұлттық реттеуші органдардың өзара байланысын нығайту қажеттігін туындатты. Әлемдік нарық көлемінде жоғарыдан бақылау мен реттеу органдары болмайды. Алайда, халықаралық деңгейде көбіне үкіметаралық және жеке ұйымдар арқылы белгілі бір ережелер, стандарттар белгіленеді және бұлар өз кезегінде ұлттық деңгейде қабылданады (Халықаралық есеп Банкінің капиталдың жеткіліктілігі туралы базельдік

стандарттары, ОЭСР-дің корпоративтік басқару қағидалары, халықаралық қаржылық есептердің стандарттары және т.б.). Бұрын халықаралық қаржы ұйымдары дамушы мемлекеттерге соңғы инстанциядағы кредитор ролін атқаратын, дегенмен, қазіргі таңдағы жағдай бойынша бұл механизмдердің жеткілікті түрде талаптарға сай деп айтуға қиын.

Кесте 11 – Қаржы нарықтарын реттеудің халықаралық стандарттары

Реттеу аясы	Стандарт	Жауапты ұйым
Қаржы және ақша-несие саясатындағы транспаренттілік	Ақша және қаржы саясатын жүргізудегі транспаренттілік Кодексі	Халықаралық Валюталық Қор (ХВҚ) (IMF)
Фискалды саясатты жүргізудегі транспаренттілік	Фискалды саясаттың траспаренттілік Кодексі	ХВҚ (IMF)
Ақпаратты тарату	Ақпаратты таратудың арнайы стандарты	ХВҚ (IMF)
Банкроттық	Банкроттық және кредиторлардың құқықтары	Әлемдік Банк (World Bank)
Корпоративтік басқару	Корпоративтік басқарудың қағидалары	ОЭСР (OECD)
Бухгалтерлік есеп	Қаржылық есептің халықаралық стандарттары	Қаржылық есептің халықаралық стандарттары бойынша Кеңес (IASB)
Аудит	Аудиттің халықаралық стандарттары	Халықаралық бухгалтерлар федерациясы (IFAC)
Төлем жүйесі және есеп айырысу	Төлем жүйелерінің қызмет етуінің негізгі қағидалары	Төлем жүйесі және есеп айырысу бойынша Комитет (CPSS)
Нарықтың бүтіндігі	Ақшалардың жоғалуымен күресу бойынша қаржылық шаралар Тобының 40ұсынысы	Ақшалардың жоғалуымен күресу бойынша қаржылық шаралар Тобы (FATF)
Банктік қадағалау	Тиімді банктік реттеудің негізгі қағидалары	Банктік қадағалау бойынша Базель комитеті (BCBS)
Қор нарығын реттеу	Қор нарықтарын реттеудің мақсаты мен міндеттері	Бағалы қағаздар бойынша комиссиялар бойынша халықаралық ұйым
Сақтандыруды қадағалау	Сақтық реттеушілердің негізгі қағидалары	Сақтандыру нарығын реттеушілердің халықаралық ассоциациясы (IAIS)
Ескерту: автормен құрастырылған әдебиет көзі [75].		

Топ 20 мемлекет өкілдерінің кездесуінде әлемдік қаржы нарығын реформалаудың келесі негізгі қағидалары анықталды:

- есеп берудің сапасын жоғарылату және оның прозрачность арттыру;
- реттеу жүйесінің тиімділігін арттыру;
- ақиқат қаржы нарығын дамытуға ат салысу;

- халықаралық бірігіп қызмет етуді дамыту;
- халықаралық қаржы ұйымдарын реформалау.

Ал Қазақстан Республикасында бүгінде мемлекеттік қаржылардың қоғам мұқтаждықтары мен мемлекеттің өзіне тән әр алуан қызметін қаржыландыру, экономикалық қатынастарды түрлендіру, қаржы жүйесін нарықтық жағдайларға бейімдеу және инвестициялық белсенділікті ынталандыру, сондай-ақ әлеуметтік мәселелерді шешу, экономикалық тұрақтылықты және қауіпсіздікті қамтамасыз ету барысында атқаратын рөлі мен маңызы күн санап күшейе түсуде. Демек, мемлекет тарапынан ақша қаражаттарын шоғырландыру және ақшалай қорларды қалыптастыру, сондай-ақ қаржылық ресурстарды бөлу барысында пайдаланылатын мемлекеттік қаржылар мемлекеттің нарықтық өркендеуінің және егемендігінің экономикалық атрибуты болып танылады [76, 3б.].

Басқарудың тиімді мемлекеттік аппаратын түсіндіруде мына төмендегідей бағыттармен келісуге болады:

- мемлекеттік билік органдарының адекватты жүйесін құрудың маңыздылығы – бұл тиімді әрекет етуші мемлекеттік басқару аппаратын қалыптастыру, бұл кезде бірінші кезекті қарсылық көрсетуді басып тастауға қабілетті жүйе емес, азаматтарға қолдау көрсетуді біріктіруге қабілетті жүйе тиімді деп есептелінеді [77, 576.];

- биліктің тіктігін қалыптастыру мен нығайту – бұл басқарудың тиімді мемлекеттік аппаратын құру. Дәл осы міндетті сәтті шешуде Наполеон Бонапарт Францияның ұлттық күштерін бүкіл Европаны жаулап алу үшін және елдің экономикасын нығайту үшін жұмылдыра білді. Оның шешімінің сәттілігінен сол кезеңінің ұзақтығы, келесі кезеңнің сипаты байланысты болады [78, 746.].

Қазіргі таңда мемлекеттік қаржылық бақылаудың негізгі міндеттері келесілер болып табылады:

- қаржылық құқықтың сақталуын қамтамасыз ету;
- қаржы жүйесінің барлық буындарының ұтымды жұмыс істеуін қамтамасыз ету;
- ақша жүйесінің, соның ішінде ұлттық валюталық жүйенің тиісінше жұмыс істеуін қамтамасыз ету;
- қаржылық ресурстарға деген қажеттілік пен қолда бар мемлекеттік ақша қаражаттары қорлары мөлшерінің арасын теңдестіру;
- міндетті субъектілердің мемлекет алдындағы өз қаржылық міндеттемелерін толығымен және уақытылы орындалуын қамтамасыз ету;
- мемлекеттің қаржылық ресурстарын мақсатқа сай пайдалануын қамтамасыз ету.

Қазақстанда мемлекетпен қаржылық реттеуді жүзеге асыру, мемлекеттің қаржылық ресурстарын орталықтандыру, мемлекеттік ақшалай қорлардың түрлері мен пайдаланылу бағыттарын айқындау, республикалық бюджеттің кірісі мен шығысын бөлу және т.б. мемлекеттің қаржы жүйесі мен оның әрбір буынына олардың тиісінше жұмыс істеулерін қамтамасыз ету мақсатында

ықпал ететін заң жүзінде рәсімделінген жүйе мемлекеттік қаржылық реттеу арқылы жүзеге асырылады.

Жалпы мемлекетпен қаржылық реттеуінің басты мақсаты қаржы жүйесінің тұрақтылығын қамтамасыз етуге қол жеткізу жатады. Демек, мемлекеттік қаржылық реттеу барысында мемлекеттің қаржы жүйесінің барлық буындарының кіріс базалары жоспарланған көлемдегі ақша қаражаттарымен қамтамасыз етіледі. Мемлекеттік қаржылық реттеу мына түрде жүзеге асырылу керек [79]:

- мемлекеттің қаржы жүйесінің құрамын және экономикалық негізін қалыптастыру;

- мемлекеттің қаржы жүйесін құрайтын ақшалай қорлардың түрлері мен мақсатты бағыттарын айқындау;

- мемлекеттің кірістері мен шығыстарын қаржы жүйесінің нақты буындары арасында бөлу;

- бағаларды және мемлекеттің инвестициялық қызметін қаржылық реттеу;

- мемлекеттік қаржылық жоспарлау негізінде республикалық бюджеттің негізгі басымдықтарын айқындауға және есептеуге қажетті база ретінде әлеуметтік-экономикалық дамудың макроэкономикалық көрсеткіштерін болжамдау;

- мемлекеттің қаржы жүйесінің құрамына кіретін ақшалай қорлардың қаражаттарын қалыптастыруды және бөлуді жоспарлау;

- мемлекеттің қаржы жүйесінің ресурстарын жұмсау басымдықтарын айқындау және қоғамдық мемлекеттік маңызы бар ақша қаражаттарын пайдалану аясында мемлекеттік қаржылық бақылауды жүзеге асыру;

- бюджеттік жүйенің кіріс базасын бюджеттік реттеу;

- республикалық және жергілікті бюджеттердің кіріс және шығыс бөліктерін теңдестіру.

Мемлекеттік қаржылық реттеу мемлекеттің қаржы жүйесінің тиісінше жұмыс істеуін, сондай-ақ оның құрылымдық бөліктерінің өзара қарым қатынастарын айтарлықтай деңгейде қамтамасыз ету мақсатында қаржы жүйесіне ұйымдастыру сипатында және бағытталған түрде қаржылық-экономикалық ықпал ету мемлекеттік қаржылық басқару арқылы іске асырылады [80].

Қорытындылай келе, келешекте қаржы жүйесінің тұрақтылығын қалыптастыру мақсатында мемлекеттік қаржылар саласындағы басқару мынаны қамтамасыз ету қажет:

- қаржы жүйесінің тұрақтылығын қамтамасыз ету;

- мемлекеттік қаржыларды теңдестіруге ықпал жасау;

- экономиканы қаржылық реттеуге өз үлесін қосу;

- мемлекеттік инвестициялық-қаржылық кешеннің тиімді жұмыс істеуін қамтамасыз ету;

- қаржы жүйесінің халықаралық стандарттарға өтуіне жағдай жасау;

- қаржы жүйесінің қаржылық заңнамасын жетілдіру;

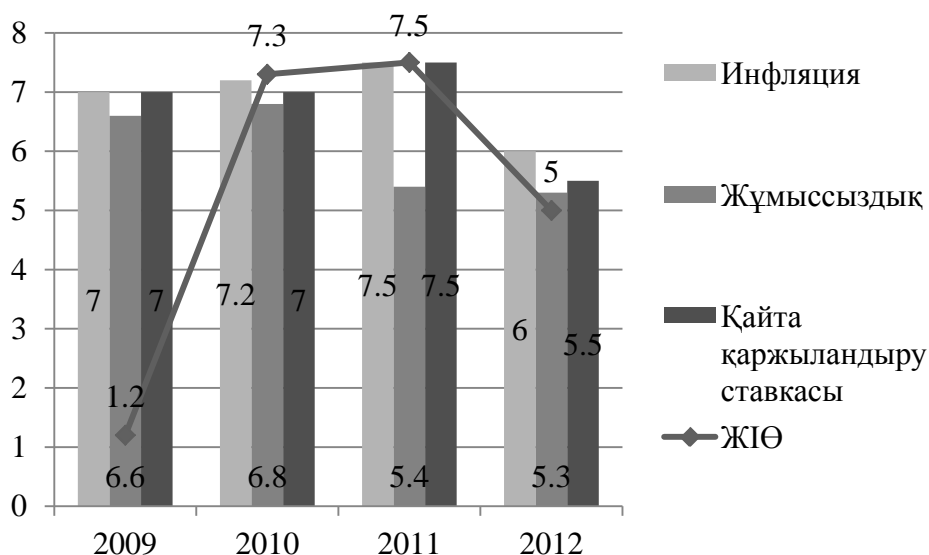
- мемлекеттік кәсіпорындардың қаржылық орнықтылығын қамтамасыз ету;

-бюджеттен тыс мемлекеттік мақсатты ақшалай қор-лардың қалыптастырылуын және жұмсалуды қамтамасыз етеді.

Қазақстан Республикасында бүгінде мемлекеттік қаржылардың қоғам мұқтаждықтары мен мемлекеттің өзіне тән әр алуан қызметін қаржыландыру, экономикалық қатынастарды түрлендіру, қаржы жүйесін нарықтық жағдайларға бейімдеу және инвестициялық белсенділікті ынталандыру, сондай-ақ әлеуметтік мәселелерді шешу, экономикалық тұрақтылықты және қауіпсіздікті қамтамасыз ету барысында атқаратын рөлі мен маңызы күн санап күшейе түсуде. Демек, мемлекет тарапынан ақша қаражаттарын шоғырландыру және ақшалай қорларды қалыптастыру, сондай-ақ қаржылық ресурстарды бөлу барысында пайдаланылатын мемлекеттік қаржылар мемлекеттің нарықтық өркендеуінің және егемендігінің экономикалық атрибуты болып танылады [81, б.3].

Қаржы рыногы - қаржылық қызмет көрсету мен тұтынуға, сондай-ақ қаржы құралдарының шығарылуына және айналысына байланысты қатынастардың жиынтығы болып табылады [82, б.1].

Бүгінде мемлекеттік қаржылар саласындағы басқару мемлекеттік қаржыларға байланысты өзекті мәселелерді шешу және алға қойылатын мақсатты орындауда күтілетін нәтижелерге қол жеткізу үшін қаржылық тетікті ынталандыру тәсілдері мен басқа да жолдарын және санкцияларын қолдану арқылы мемлекеттің қаржылық қызметінің аясындағы барлық субъектілердің, сондай-ақ қарамағында мемлекеттің ақша қаражаттары бар уәкілетті органдардың мінез-құлықтарына, әрі іс-қимылдарына жоспарланған және бағдарланған негізде реттеуші-ұйымдастырушы ықпал ету міндетін алға қойылғаны белгілі [81, б.9].



Сурет 20. Қазақстан Республикасының 2009-2012 жылдардағы негізгі экономикалық көрсеткіштері, %.

Ескерту: Автормен құрастырылған әдебиет көзі [84,85,86]

Тұтастай алғанда тұрақтандыру шараларын іске асырудан Қазақстан экономикасы қосымша 2172 млрд. теңге көлемінде мемлекеттік қолдау алды, олардың ішінде, мыналардың есебінен: Ұлттық қор қаражаты – 1200 млрд. теңге; Ұлттық Банк шаралары – 350 млрд. теңге; жаңа Салық кодексын қолдану шеңберінде салықтық жүктемені төмендету – 500 млрд. теңге; Стресті активтер қорын құру – 122 млрд. теңге. Жалпы қабылданған шараларды іске асырудың нәтижесінде Қазақстанда 2009–2010 жылдары ЖІӨ-нің нақты өсімі жылына 1–3% деңгейінде көтерілді. Инфляция деңгейі 2009 және 2010 жылдардың соңына қарай 7–9% шегінде ұстап тұрылған [83].

Жалпы мемлекетпен қаржы ресурстарын басқаруда мемлекет бюджет табыстарын сенімді және тұрақты нормативтік негізде қалыптастыру қажет. Индустриалды немесе аграрлы бағыттағы аумақтардан табыстарды жаңа меңгеріліп келе жатқан аумақтарға аудару кезінде әлеуметтік-экономикалық даму деңгейі әр түрлі облыстар, топтар арасында салықтық бөлулердің дифференциясы болу керек. Бұл Республика экономикасының қаржылық экономикалық баланстан болуынан жергілікті орган және мемлекеттік бюджет қатынастарын ғылыми негізде нормативтік базаға ауыстыруға негізделген.

Қазақстан Республикасының қаржы нарығы мен қаржы ұйымдарының қызметтерін реттеп, бақылап, қадағалайтын бірден бір уәкілетті орган – Қазақстан Республикасының Ұлттық банкінің Қаржы нарығы мен қаржы ұйымдарын реттейтін Комитет саналады.

Қаржы нарығы мен қаржылық ұйымдарды мемлекеттік реттеу мен қадағалауға бағытталған қызмет осы саладағы қоғамдық қатынастарды реттейді және Қазақстан Республикасы қаржы жүйесінің тұрақтылығын арттыру мен қаржылық қызмет көрсетуді тұтынушылардың құқықтары мен заңды мүдделерінің бұзылуына жол бермеу жөнінде жағдайлар жасауға бағытталған.

Қаржы нарығы мен қаржылық ұйымдарды мемлекеттік реттеудің және қадағалаудың мақсаттары:

- 1) қаржы нарығы мен қаржылық ұйымдардың қаржылық тұрақтылығын қамтамасыз ету және тұтастай алғанда қаржы жүйесіне деген сенімді қолдау;
- 2) қаржылық қызмет көрсетуді тұтынушылардың мүдделерін қорғаудың тиісті деңгейін қамтамасыз ету;
- 3) қаржы нарығында адал бәсекені қолдауға бағытталған қаржылық ұйымдардың қызметі үшін тең құқықтық жағдайлар жасау болып табылады.

Қаржы нарығы мен қаржылық ұйымдарды мемлекеттік реттеудің және қадағалаудың принциптері:

- ресурстар мен реттеу құралдарын тиімді пайдалану;
- қаржылық ұйымдар мен қаржылық қадағалау қызметінің айқындығы;
- тәуекелдерді бағалауға негізделген қаржылық ұйымдарды басқаруды ынталандыру;
- жаңа қаржы құралдарын және қызмет көрсетуді дамытуды қолдау арқылы қаржылық қызмет көрсетуді тұтынушылар мүдделерінің қорғалуын қамтамасыз ету жөніндегі шаралардың кешенділігі, сондай-ақ қаржы нарығына қазіргі заманғы технологияны енгізу;

- қаржылық ұйым органдарының жауапкершілігі болып табылады.

Қаржы нарығы мен қаржылық ұйымдарды мемлекеттік реттеудің және қадағалаудың міндеттері:

- қаржылық ұйымдар қызметінің стандарттарын белгілеу, қаржылық ұйымдарды корпоративтік басқаруды жақсарту үшін ынталандыру жағдайларын жасау;

- қаржы жүйесіндегі тұрақтылықты сақтау мақсатында қаржы нарығы мен қаржылық ұйымдардың мониторингі;

- қаржылық тұрақтылықты қолдау мақсатында қаржы нарығының қауіпке неғұрлым бейім салаларында қадағалау ресурстарын шоғырландыру;

- қазіргі заманғы технологияларды енгізуді ынталандыру, қаржылық ұйымдардың қызметі және олар көрсететін қаржылық қызметтер көрсету туралы ақпараттың тұтынушылар үшін толымдылығын және қолжетімділігін қамтамасыз ету болып табылады.

Уәкілетті органның қаржылық ұйымдар үшін олардың қаржы тұрақтылығын және қаржылық қызмет көрсетуді тұтынушылар мүдделерін қорғауды қамтамасыз ету мақсатында белгілейтін экономикалық шектеулер пруденциялық нормативтер болып табылады.

Қазіргі таңда қаржыны өз мақсатында және тиімді пайдалану үшін мониторинг жүргізу және бақылау жасау шараларын нығайту үстінде. Дағдарыс жағдайында осыған байланысты әсіресе, жұмыс орындарын сақтау, орынсыз жұмыстан қысқартуға жол бермеу және жаңа жұмыс орындарын ұйымдастыру басты бағыт болып табылса, екіншіден, басым бағыт макроэкономикалық тұрақтылықты қамтамасыз ету болып табылады. Міне, осындай жағдайда әлеуметтік шығындардың бір теңгесінің де төмендемеуіне қол жеткізу керек.

Республикалық және жергілікті бюджет ресурстарының орындалуын бақылау жүйесін дамытудағы бағыттары – республикалық және жергілікті бюджет құралдарын тиімді, мақсатты қолдануға және де республикалық, коммуналдық меншіктегі мүліктерді тиімді қолдануға алдын-ала, ағымдық және кейінгі бақылау жүргізуді одан әрі нығайту мен жетілдіруді де талап етеді [87, б.89].

Мемлекеттік қаржылық басқарудың басты мақсатына мемлекеттің қаржы жүйесінің тұрақтылығын қамтамасыз етуге қол жеткізу жатады. Демек, мемлекеттік қаржылық реттеу барысында мемлекеттің қаржы жүйесінің барлық буындарының кіріс базалары жоспарланған көлемдегі ақша қаражаттарымен қамтамасыз етіледі. Мемлекеттік қаржылық реттеу мемлекеттің қаржы жүйесінің тиісінше жұмыс істеуін, сондай-ақ оның құрылымдық бөліктерінің өзара қарым-қатынастарын айтарлықтай деңгейде қамтамасыз ету мақсатында қаржы жүйесіне ұйымдастыру сипатында және бағытталған түрде қаржылық-экономикалық ықпал ету мемлекеттік қаржылық басқару болып табылады.

Басқарудың тиімді мемлекеттік аппаратын түсіндіруде мына төмендегідей бағыттармен келісуге болады:

- мемлекеттік билік органдарының адекватты жүйесін құрудың маңыздылығы – бұл тиімді әрекет етуші мемлекеттік басқару аппаратын қалыптастыру, бұл кезде бірінші кезекті қарсылық көрсетуді басып тастауға қабілетті жүйе емес, азаматтарға қолдау көрсетуді біріктіруге қабілетті жүйе тиімді деп есептелінеді [88, б.57];

- биліктің тіктігін қалыптастыру мен нығайту – бұл басқарудың тиімді мемлекеттік аппаратын құру. Дәл осы міндетті сәтті шешуде Наполеон Бонапарт Францияның ұлттық күштерін бүкіл Европаны жаулап алу үшін және елдің экономикасын нығайту үшін жұмылдыра білді. Оның шешімінің сәттілігінен сол кезеңінің ұзақтығы, келесі кезеңнің сипаты байланысты болады [89, б.74].

Қазіргі таңда мемлекеттік қаржылық бақылаудың негізгі міндеттері келесілер болып табылады:

- қаржылық құқықтың сақталуын қамтамасыз ету;
- қаржы жүйесінің барлық буындарының ұтымды жұмыс істеуін қамтамасыз ету;
- ақша жүйесінің, соның ішінде ұлттық валюталық жүйенің тиісінше жұмыс істеуін қамтамасыз ету;
- қаржылық ресурстарға деген қажеттілік пен қолда бар мемлекеттік ақша қаражаттары қорлары мөлшерінің арасын теңдестіру;
- міндетті субъектілердің мемлекет алдындағы өз қаржылық міндеттемелерін толығымен және уақытылы орындалуын қамтамасыз ету;
- мемлекеттің қаржылық ресурстарын мақсатқа сай пайдалануын қамтамасыз ету.

Қазақстанда мемлекетпен қаржылық реттеуді жүзеге асыру, мемлекеттің қаржылық ресурстарын орталықтандыру, мемлекеттік ақшалай қорлардың түрлері мен пайдаланылу бағыттарын айқындау, республикалық бюджеттің кірісі мен шығысын бөлу және т.б. мемлекеттің қаржы жүйесі мен оның әрбір буынына олардың тиісінше жұмыс істеулерін қамтамасыз ету мақсатында ықпал ететін заң жүзінде рәсімделінген жүйе мемлекеттік қаржылық реттеу арқылы жүзеге асырылады.

Жалпы мемлекетпен қаржылық реттеуінің басты мақсаты қаржы жүйесінің тұрақтылығын қамтамасыз етуге қол жеткізу жатады. Демек, мемлекеттік қаржылық реттеу барысында мемлекеттің қаржы жүйесінің барлық буындарының кіріс базалары жоспарланған көлемдегі ақша қаражаттарымен қамтамасыз етіледі. Мемлекеттік қаржылық реттеу мына түрде жүзеге асырылу керек:

- мемлекеттің қаржы жүйесінің құрамын және экономикалық негізін қалыптастыру;
- мемлекеттің қаржы жүйесін құрайтын ақшалай қорлардың түрлері мен мақсатты бағыттарын айқындау;
- мемлекеттің кірістері мен шығыстарын қаржы жүйесінің нақты буындары арасында бөлу;
- бағаларды және мемлекеттің инвестициялық қызметін қаржылық реттеу;

- мемлекеттік қаржылық жоспарлау негізінде республикалық бюджеттің негізгі басымдықтарын айқындауға және есептеуге қажетті база ретінде әлеуметтік-экономикалық дамудың макроэкономикалық көрсеткіштерін болжамдау;

- мемлекеттің қаржы жүйесінің құрамына кіретін ақшалай қорлардың қаражаттарын қалыптастыруды және бөлуді жоспарлау;

- мемлекеттің қаржы жүйесінің ресурстарын жұмсау басымдықтарын айқындау және қоғамдық мемлекеттік маңызы бар ақша қаражаттарын пайдалану аясында мемлекеттік қаржылық бақылауды жүзеге асыру;

- бюджеттік жүйенің кіріс базасын бюджеттік реттеу;

- республикалық және жергілікті бюджеттердің кіріс және шығыс бөліктерін теңдестіру.

Мемлекеттік қаржылық реттеу мемлекеттің қаржы жүйесінің тиісінше жұмыс істеуін, сондай-ақ оның құрылымдық бөліктерінің өзара қарым қатынастарын айтарлықтай деңгейде қамтамасыз ету мақсатында қаржы жүйесіне ұйымдастыру сипатында және бағытталған түрде қаржылық-экономикалық ықпал ету мемлекеттік қаржылық басқару арқылы іске асырылады.

Кесте 12 – Қаржыны басқаруда оның тұрақтылығын қамтамасыз ету жөніндегі шаралар

Шешу жолдары	Нысан
1	2
Қаржы нарықтары өтімділігінің қысқаруы	
Қайта қаржыландырудың классикалық құралдары бойынша операциялар көлемін және мерзімдерін ұлғайту	Қысқа мерзімді РЕПО операциялары (1 айға дейін)
	Ұзақ мерзімді РЕПО операциялары (1 айдан астам)
Қайта қаржыландырудың жаңа нысандары (құрал-дар, бағдарламалар)	Арнайы шарттар бойынша қайта қаржыландыру операциялары
	АҚШ долларындағы, оның ішінде кепілсіз кредиттерді/ депозиттерді ұсыну/ орналастыру бойынша аукциондар
	Орталық банктер арасындағы АҚШ долларындағы және өзге валютадағы валюталық СВОП операциялары туралы келісім
	АҚШ долларымен және басқа валютамен СВОП операциялары
	Мемлекеттік банктер арқылы берілетін кепілсіз кредиттер (оның ішінде реттелген), ОБ және Үкіметтің депозиттері
	Банктердің өтімсіз активтерін өтімді активтерге ауыстыру (сатып алу) схемалары

Кесте 12 - жалғасы	
1	2
Орталық банктің қайта қаржыландыру операциялары бойынша шарттарының өзгеруі	Кепілдік қамтамасыз ету тізімін кеңейту
	Брокерлер, диллерлер, кредиттік ұйымдар, инвестициялық банктер, сақтандыру компаниялары және басқа ұйымдар есебінен қарсы агент ұйымдарының тізімін кеңейту
	Міндетті резервке алу нормативтерін төмендету
Орталық банктің ресурстары және экономикадағы кредиттер құнының өзгеруі	Басты пайыздық мөлшерлемелердің төмендеуі
Банктерге өтімділікті ұсынудың өзгешесі	Орталық банктердегі депозиттер бойынша пайыздарды арттыру, депозиттер және депозиттік сертификаттар бойынша пайыздар төлеу
Қаржы жүйесіне сенімнің төмендеуі	
Коммерциялық банктердің салымдары бойынша кепілдіктерді ұлғайту	Кепілдік берілген депозиттер бойынша ең көп өтеу сомасын арттыру
Банктердің және өзге де қаржы институттарының міндеттемелері бойынша кепілдіктерді хабарлау	Қаржы міндеттемелерінің қазіргі түрлері (банкаралық, сыртқы заемдар, депозиттер), сондай-ақ жаңа тартулар бойынша Үкіметтің немесе ОБ кепілдіктері
Капиталдың тәуекелдерге барабарлығы	
Капиталдандыруды бара-бар әлуелік тәуекелдер деңгейіне дейін арттыру	Қайта капиталдандыру (акциялардың жаңа немесе нақты көлемдерін сатып алу мен жазылу және реттелген борыш)
Қаржы институттарын мәжбүрлеп мемлекеттің иелігіне алу	
Адрестік қолдау	Үкімет немесе орталық банктер тарапынан соңғы сатыдағы кредитор ретінде қаржы институттарына кредиттер беру
Активтер сапасын арттыру	Проблемалық активтерді сатып алу
Қорландыру, міндеттемелерге кепілдік беру, активтерді сатып алу, уақытша басқаруды жүзеге асыру проблемаларын кешенді шешу	Қаржы институттарын қолдау бойынша мамандандырылған институттар/қорлар құру
Қаржы нарықтарының құбылмалылығының артуы	
Ішкі нарықтардағы алыпсатарлық операцияларға шек қою	Барлық нарық бойынша немесе бағалы қағаздардың шектеулі тізімі бойынша қысқа сатуларды жүргізуге тыйым салу, ақпараттың мәнін ашуға талаптар
Шетел валютасына сұранысты қанағаттандыру бойынша ОБ ресурстық базасын ұлғайту	ХВҚ кредиттері

Кесте 12 - жалғасы	
1	2
Нарықтың баға өлшемдерін тұрақтандыру	Ішкі валюта нарықтарындағы басымшылықтар
Бағалы қағаздардың ұйымдасқан нарықтарындағы басымшылықтар	
Ескерту: автормен құрастырылған әдебиет көзі [89, 229б.]	

Қорытындылай келе, келешекте қаржы жүйесінің тұрақтылығын қалыптастыру мақсатында мемлекеттік қаржылар саласындағы басқару мынаны қамтамасыз ету қажет:

- қаржы жүйесінің тұрақтылығын қамтамасыз ету;
- мемлекеттік қаржыларды теңдестіруге ықпал жасау;
- экономиканы қаржылық реттеуге өз үлесін қосу;
- мемлекеттік инвестициялық-қаржылық кешеннің тиімді жұмыс істеуін қамтамасыз ету;
- қаржы жүйесінің халықаралық стандарттарға өтуіне жағдай жасау;
- қаржы жүйесінің қаржылық заңнамасын жетілдіру;
- мемлекеттік кәсіпорындардың қаржылық орнықтылығын қамтамасыз ету;
- бюджеттен тыс мемлекеттік мақсатты ақшалай қорлардың қалыптастырылуын және жұмсалуды қамтамасыз етеді.

Осыған орай, мемлекетпен қаржыны тиімді басқару үрдісі бойынша жүргізілген зерттеулер бірқатар қорытындылар мен ұсыныстар жасауға мүмкіндік берді.

1. Жалпы экономикада қаржыны басқару үрдісінің ерекшелігіне тоқтала отырып, оның тиімділігін арттыру мақсатында негіз болатын қағидалар қорытылып шығарылды.

2. Қазақстан үшін тұрақты экономикалық өсімін қамтамасыз ету жолында нақты индустриалды даму стратегиясын құру міндетін шешу керек. Бұл үшін мемлекетке тиімді макроэкономикалық стратегиялық саясат жүргізу қажет. Соның ішінде бюджет жүйесінің одан әрі даму стратегиясын үш негізгі міндеттерге бөлуге болады: бюджетті елдің нақты даму құралына айналдыру; қазіргі бюджет жүйелерін оңтайлы құру; бюджет үрдісінің ашықтығына қол жеткізу.

3. Қазіргі бюджет ресурстарын тиімді қалыптастыру мен жұмылдыру міндеті келесі қағидаларға сүйене отырып, басқарылатын болса дұрыс болар еді: шығындар бойынша нақты жауапкершілікті бекіту; билік органдар арасында салықты тиімді бөлу және қайта бөлу; бюджетаралық трансферттің тиімді жүйесін тұрғызу.

4. Қаржы саласында мемлекеттік бақылау жүйесін жетілдіру жолдары – нормативтік құқықтық актілерді дайындау мен бекіту, құқықтық нормалардың әрекет ету сферасы мен объектілерін бөлу, халықаралық талаптарды есепке ала отырып, республикалық және жергілікті бюджеттің орындалуын бақылау түсінігін анықтау қажеттілігіне негізделген. Қаржы саласында мемлекеттік бақылау органдары арасында міндеттер мен өкілеттілікті нақты бөлу заңда

қарастырылмаған. Сонымен қатар бұл органдар арасында және мемлекеттік бақылау жүйесінен тыс қызмет атқаратын аудит институттары арасында өзара әрекет етуде нақты міндеттердің жоқтығы айқындалған.

5. Экономиканың сапалық дамуын қамтамасыз ететін мемлекеттік саясаттың негізгі құралы – бюджет заңына сәйкес мемлекеттің орталықтандырылған ақша қоры ретінде сипатталатын елдің бюджет ресурстарын басқару бағыттары анықталды.

6. Қаржы ресурстарын басқаруда бақылау жүйесін дамыту бағыттары:

- Қазақстан Республикасының республикалық және жергілікті бюджеттің орындалуын бақылау жүйесінің нормативтік құқықтық базасын жетілдіру.

- Халықаралық тәжірибеге сәйкес бақылау жүйесін әдістеме мен әдіснамалық қамтамасыз ету әрекеттерін әзірлеу және енгізу.

- Ұлттық банк, қазынашылық, салық және кеден қызметтері, зейнетақы мен әлеуметтік қамтамасыз ету және басқа да ведомстволардың ақпарат жүйесін енгізу базасында республикалық және жергілікті бюджеттің орындалуына жауапкершілік жасайтын мемлекеттік органдардың біріккен ақпараттық-телекоммуникациялық жүйесін пайдалану қажет.

7. Елдің әлеуметтік-экономикалық дамуын қамтамасыз ету мақсатында қазіргі таңда мемлекетпен қаржы көздерін жұмсалу бағытының басымдықтар мен келешекте қаржы жүйесінің тұрақтылығын қалыптастыру мақсатында мемлекеттік қаржылар саласындағы басқару шаралары анықталды.

3 ЭКОНОМИКАЛЫҚ ФАКТОРЛАР ТЕРБЕЛІСТЕРІНІҢ КОНТЕКСТІНДЕ ҚАЗАҚСТАН РЕСПУБЛИКАСЫ ҚАРЖЫ НАРЫҒЫНЫҢ АРТЫҚШЫЛЫҚТАРЫ МЕН ДАМУ БОЛАШАҒЫ

3.1 Экономикалық факторлар тербелістерінің әсерлері негізінде қаржы нарығын тұрақты даму стратегиясын қабылдаудың артықшылықтары

Заманауи зерттеулердің нәтижелері көрсетіп отырғандай жаһандану жағдайында бәсекеге қабілеттіліктің негізгі шарттарының бірі болып дамыған өзара байланысты әрі бір-бірін толықтырушы салалар болып табылады. Қаржы нарығы тұрғысынан оның негізгі фундаменти – қаржы нарығы сегменттерінің өзара байланыста әрі өзара тәуелділікте дамуы қарастырылады. Қаржы нарығы сегменттерінің өзара әрекет ету дамуының механизмі сегменттердің әрбіреуі қалғадардың барлығының дамуына себепші болады. олардың барлығы қаржы нарығы мен оның қаржы құралдарының бәсекеге қабілеттілігін жоғарылатуға маңызды. Нарықтың бір сегментінің артықшылығы оның қалған сегменттеріне тәуелді және осы шарт – өзара тәуелділік, қаржы нарығының дамуын анықтаушы болып табылады.

Қазақстанның қаржы нарығы сегменттерінің өзара әрекеттесуіне жүргізілген талдау нарық сыймдылығын бағалауға, әр түрлі нарықтардың құралдарының бір-біріне ықпалын, олардың өзара құбылмалығын десмо-тәуелділік көрсеткіші арқылы бағалауға мүмкіндік берді. Алайда бұл талдау алынған аналитикалық мәліметтердің кендігі мен тереңдігіне қарамастан қаржы нарығы сегменттерінің өзара әрекетін толықтай бағалауды қамтамасыз ете алмайды. Зерттеуді белгілі бір нәтидеге дейін жеткізу үшін Қазақстан қаржы нарығының сезімталдығы мен өзара әрекеттесуінің деңгейін орнату міндетін қойдық. Осыған байланысты жұмысты екі бағытта жүргізді:

- нарық сегменттерінің өзара әрекеттесуінің экономикалық-математикалық моделін тұрғызу;

- қаржы нарығы сегменттерінің қаржы дағдарысына байланысты құбылмалық деңгейін белгілеу.

Бірінші бағытты жүзеге асыру үшін қазақстандық қаржы нарығының сапалық сипаттамаларын зерттейміз. Алдында қандай да бір нарықтың сыймдылығын ЖІӨ шамасына, даму тұрақтылығы көрсеткішінің мәртебесіне қатынасын сипаттайтын көрсеткіштер тобын иемдену қажеттілігі айтылған.

Қазақстан қаржы нарығының сегменттерінің даму тұрақтылығы бойынша мәліметтерді оның динамикасымен сәйкестендіру қазақстан қаржы нарығының даму тұрақтылығының 2005 жылдан бастап қана нарықтың ресурсқа қызмет көрсететін сегменттерінің нормативтерге қол жеткізген кезінен (жылына 20%) басталғанын көрсетеді. Сонымен қатар ресурсты орналастыратын сегменттер үшінші жылда екі жылдық нормативтерге қол жеткізе алды. Алайда 2006 жылы нарықтың барлық сегменттері мен оның жалпы көлемі өздерінің көрсеткіштерінің күрт өсуін көрсетті, бұл қазақстандық экономиканың қаржы сласының тұрақсыздығын көрсетіп отыр. 80% нормативте төртінші жылы ресурсты орналастырушы нарықтар екі есеге артты, сөйтіп ресурстық қызмет

көрсететін сегменттерден озды (нормадан 1,75 есе). Қазақстандық қаржы нарығының дамуында дағдарыстық тенденциялардың күшеюін сыртқы қарыздардың өсуімен түсіндіруге болады. олардың өсуі ХВҚ нормативінен 11,7 есеге артып кетті. Көрсеткіштердің өздері ұлттық экономиканың дамуына келесідей ықпалын көрсетіп отыр. Қазақстандағы қаржы нарығында 100 теңге ЖІӨ құру үшін 577 теңге қаржы құралдары айналымға түседі. Олардың 358 теңге – депозиттік құралдар, 77 теңге – несие құралдары, 5 теңге – банкаралық депозиттер, 94 теңге – қор нарығының құралдары, 10 теңге – зейнетақы мен сақтандыру нарықтарының құралдары. Осыдан келіп, 100 теңге ЖІӨ–ге қызмет ету үшін қаржы институттары айналымға 32 теңге халықаралық несиелер мен облигациялық қарыздарды өздерінің өтімділік мәселелерін шешу үшін тартады. 100 теңге ЖІӨ–ді қаржыландыру үшін қаржы нарығы айналымға 77 теңге несие құралдарын жібереді, бұл қаржы левириджінің ұлттық экономика көздері құрылымындағы жоғары деңгейін көрсетеді. Мұндай жағдай Қазақстан экономикасының өзінің өндірісі арқылы депозиттік құралдарды айналымға шығаруға қаржы бөле алатындығы жағдайында қалыптасады немесе әрбір 100 теңге ЖІӨ депозиттерде 358 теңге еркін ақша қаражаттарының аккумуляциялануына ықпал етеді. Сонымен қатар ұлттық экономиканың әрбір 100 теңге ЖІӨ құру үшін 94 теңге қор құралдарын инвестицияланатыны, олардың тек 16 теңгесі ғана тікелей инвестициялау құралы, ал қалған 75 теңге қор нарығын капитализациялауын көрсетуін білдіреді.

Экономика батыл қарқынмен қалпына келуін жалғастыруда, оған мұнай бағасының қолайлығы және өткен жылғы құрғақшылықтан кейінгі ауыл шаруашылығындағы өндіріс көлемі өсуінің қалпына келуі ықпал етуде. Құрылыстағы және жылжымайтын мүлік саласындағы динамиканың әлсіздігіне қарамастан, ХВҚ-ның қызметкерлері нақты ЖІӨ-нің 2011 жылы 6,5 пайызға дейін өсетінін болжап отыр. Шетелдік активтер жоғары деңгейде және халықаралық резервтер мен Ұлттық қордың ресурстарын есептегенде 72,5 млрд. АҚШ долл. (ЖІӨ-нің 40%) құрайды, сол арқылы экономика үшін жеткілікті буфер қалыптастырып отыр. Шикізат экспорты көлемінің ұлғаюының арқасында ағымдағы шоттың оң сальдосы ұлғайды, мұнай саласымен байланысты тікелей шетелдік инвестициялар және сыртқы қаражат көздерінен түскен инвестициялар капитал ағынының сақталуына ықпал етеді. Азық-түліктің және отынның әлемдік бағаларының едәуір дәрежеде жоғары болуынан, сондай-ақ халық кірісінің өсуінен (бюджет саласындағы жалақының шілдеде 30%-ға өсуін қоса алғанда) жылдық инфляцияның қарқыны қыркүйектің соңында 8,75 пайызды құрады және қаңтардан бастап реттелетін бағалардың кеңінен қолданылуына қарамастан, мемлекеттік органдар жоспарлаған 6-8 пайыздық деңгейден асып кетті. Депозиттік база кредиттеу көлемінің ұлғаюы кезінде (мемлекеттік кәсіпорындар қаражатының есебінен) өсуде, бірақ банктердің баланстары әлсіз күйінде қалып отыр, бұл тәуекелдердің қолайсыздығын күшейтіп, қаржылық делдалдыққа зиян келтіреді.

Қазақстан экономикасының 2007-2009 жылдардағы дағдарыстан кейін жылдам көтерілуі сенім ұялатады. Алайда қалыпқа келу сыртқы экономикалық жағдайдың жылдам нашарлауы аясында жүріп жатыр. Әлемде экономикалық белсенділік төмендеп, әлсірей бастады, сенімділік азаяуда, ал теріс тәуекелдер күшейе түсуде. Дағдарыс нәтижесінде зардап шеккен дамыған елдер бастан кешірген құрылымдық проблемалар күткендегіден күрделірек болды, ал реформалар әзірлеу мен іске асыру үдерісінің сипаты азая бастады. Осындай қиындықтарға байланысты «еуроаймақтағы» дағдарысты реттеудегі және АҚШ-тағы мемлекеттік емес сұранысты қалпына келтірудегі түрлі кідірістердің себебінен ғаламдық өсу үшін анық теріс тәуекелдер туындауда. Бұл тәуекелдер орын ала бастаған жағдайда шикізат бағасы түсіп, әлемдік сауда мен капиталдың қозғалысының көлемдері қысқарады, бұл экономикасы қалыптасу үстіндегі елдердегі және дамушы елдердегі өсуді тоқтатады. Оның шикізат экспортына тәуелділігін және халықаралық нарықтармен тығыз байланысын ескере отырып, Қазақстан басқа да көптеген елдер сияқты осындай күйзелістер нәтижесінде зардап шегуі мүмкін.

Қалыптасқан жағдайда Қазақстанның банк жүйесінде сақталып отырған әлсіз тұстар алаңдаушылық туындатады. Сыртқы берешектің қайта құрылымдауына және мемлекет тарапынан қаржылай көмекке қарамастан банк активтерінің сапасы нашарлай берді, ал жұмыс істемейтін несиелер көлемі өте жоғары деңгейде (халықаралық есеппен алғанда) қалып отыр. Есептелген, бірақ алынбаған пайыздық кіріс көлемінің жоғары болуы, қайта құрылымдалған несиелер үлесінің жоғары болуы және кірістіліктің төмен болуы капитал жеткіліктілігінің нормативтері үшін тәуекелдер туындатады. Банктердің бұрынғысынша тәуекелге барғысы келмеуін, ал ірі заңды тұлғалардың заем қаражатының үлесін төмендетуді жалғастыруын ескерсек, мақсатты қаржы бөлінген кредиттер, мемлекет тарапынан адрестік көмек және бейімделген ақша-кредит саясаты кредиттеудің жақын болашақта өсуіне ықпал етуі екіталай.

Айтарлықтай күйзелістер болмаған кезде банктердің жағдайы біртіндеп жақсаруы мүмкін. Алайда, әлемдік экономикадағы белгісіз ахуалды ескерсек, банк жүйесінің толық сауығуын және оның әлеуетті күйзелістерге қарсы тұруын және жинақталған қаражатты өндірістік қызметке бағыттауын қамтамасыз ету үшін бастамашыл тәсіл қолданған жөн. Әлемдік экономикалық жағдайдың айтарлықтай нашарлауы, атап айтқанда, ірі көршілес мемлекеттер тарапынан болатын ықтимал теріс әсерлер, Қазақстанның экономикасына және оның банк жүйесіне теріс әсер етеді. Ықпалдар қол жетімді ресурстар көлемінің қысқаруы және қарыз құнының ұлғаюы (банктер, заңды тұлғалар және квазимемлекеттік құрылымдар үшін), сондай-ақ сенімнің әлсіреуі түрінде болады, бұл, өз кезегінде, банктер үшін қосымша қиындықтарға әкеп соғады. Экономикадағы қаржы ресурстарының көптігіне қарамастан, мұндай ахуал басқару органдары үшін көптеген қиындықтар туындатады, сондай-ақ «2020 жылға дейінгі стратегиялық даму жоспарында» көзделген мемлекеттік емес

секторды дамыту және экономикалық әртараптандыру есебінен өсуді қамтамасыз етудің міндеттерін іске асыру үшін кедергі болады.

Бұл қиындықтардан шығуға Қазақстанның банк жүйесін орнықты ету жөніндегі уақтылы және шешімді шаралар көмектесуі мүмкін. Мемлекет орынды бірқатар шешімдер қабылдады: үмітсіз несиелерді есептен шығаруға кедергі келтірген салық ережелерінің күші жойылды; шетел валютасында кредиттеуге қарсы және капиталдың ең төменгі мөлшеріне қойылатын талаптарды ұлғайтуға бағытталған шаралар есебінен нормативтік-құқықтық база нығайтылды; проблемалық активтерді реттеудің жаңа тұжырымдамасы қабылданды. Соған қарамастан қосымша байыпты күш салу қажет. Бірінші кезекте, барлық банктердің кредиттерді дұрыс бағалауына және резервтер қалыптастыруына (олар қайтарылмаған жағдайда) пәрменді түрде қол жеткізу қажет. Одан басқа тиісті жағдайларда үмітсіз несиелер көлемін төмендету және банктердің капиталын акционерлер немесе мемлекет тарапынан толықтыру үшін нақты іс-қимылдар жасау қажет. Көрсетілген жағдайлар туындаған жағдайдағы төтенше іс-қимылдардың жоспарларын дайындау қажет.

Жағдайдың белгісіздігін назарға ала отырып икемді макроэкономикалық саясат жүргізген жөн. Міндетті резервтеу нормативінің жақындағы аздап ұлғаюы бейімділігі аз ақша-кредит саясатының жағына қарай жасалған қадам ретінде қабылданады. Ұлттық банк қаржы секторына қолдау көрсету мен инфляцияны ұстап тұрудың арасын байқап теңгеруі қажет. Жоспарланған бюджетті біртіндеп шоғырландыру бұрынғысынша орынды болып табылады және ол шығыстар сапасын қамтамасыз етуге бағытталуы тиіс. Егер сыртқы күйзелістер отандық экономикаға әсер ететін болса, ақша-кредиттік және салық-бюджеттік реттеу органдары жағдайды реттеуге дайын болғандары жөн. Айырбастау бағамының едәуір икемділігі экономиканың осындай күйзелістерге бейімділігіне жәрдемдесетін болады.

Болашақта қарсы циклдік бюджет саясатын жүргізуді жалғастыра беру қажет, ал бюджетті макроэкономикалық саясат мақсаттарына және мұнай ресурстарын оңтайлы пайдалануға сәйкес дайындаған жөн. Мемлекеттік органдардың мұнайға жатпайтын бюджетті орта мерзімді перспективада қысқарту жөніндегі жоспарлар жасағаны орынды. Әлеуметтік шығыстар инфляцияны ұстап тұрудың әкімшілік шараларына сүйенбес үшін халықты қорғаудың жетілдірілген жүйесі ескеріле отырып жүзеге асырылуы тиіс. Бұдан басқа мемлекеттік емес сектордың одан да серпінді қызметі және одан әрі экономиканы әртараптандыру үшін айтарлықтай резерв бар, бұл экономиканың өсуінің кемсітушілік сипатының аз болуын, бүкіл халықтың берекесін қамтамасыз етеді. Соған байланысты жақындағы «Дуинг бизнес» рейтингіндегі көрсеткіштердің жақсаруы сенім ұялататын фактор болып табылады, ал басқару, ашықтық және институционалдық құрылыс мәселесіндегі алдағы табыстар қаржы секторының сауығуымен қатар инвестициялар мен өсу үшін жаңа мүмкіндіктердің туындауына әкеп соғады.

Қаржы нарығының әр түрлі сегменттері өзара байланысты. Ол экономикалық тұрғыдан көрінеді және қаржы ағымдарының қозғалысы мен әр

түрлі сегменттердегі қаржы құралдарының табыстылығын теңестіруге ұмтылуымен негізделеді. Қаржы нарығының сегменттері арасындағы байланысты бағалау үшін ағымдағы мәліметтер ретінде қаржы нарығының келесідей индикаторлары таңдап алынды:

- қор индексі- KASEShares;
- долларға қатысты теңгенің курсы;
- Бағалы қағаздарды мемлекеттік эмиссиясының орташа табыстылығы;
- депозиттік құралдардың орташа жылдық табыстылығы;
- сақтандыру құралдарының орташа жылдық табыстылығы;
- зейнетақы активтерінің орташа ұлттық табыстылығы;
- несие операциялары бойынша орташа табыстылық.

Қаржы нарығы сегменттерін олардың тәуелділік деңгейі бойынша жіктеу мүмкіндігін зерттейік. Қолданбалы статистикада осындай мәселелерді шешу үшін көпөлшемді, каноникалық және факторлық талдау әдістерін жиі пайдаланады. Қаржы нарығын статистикалық зерттеудің негізгі мақсаты нарық сегменттерінің арасындағы өзара байланысты түсіндіретін бақыланбайтын (жасырын) шамаларды анықтау болып табылады. Сонымен қатар көпөлшемді және факторлық талдау мәліметтер құрылымын көпфакторлық шегінде жүргізуге мүмкіндік береді. Көпөлшемді талдау әдісін пайдалана отырып эндогенді айнымалылар арасындағы өзара қарым қатынас зерттелінеді. Бұл жағдайда мұндай айнымалылар болып табыстылық көрсеткіштері табылады, эндогенді айнымалылардың бір тобында валюта курсының көрсеткіші мен KASEShares қор индексі жатады.

Бұл жағдайда зерттелініп жатқан индикаторлар саны жоғары және олардың арасындағы өзара байланыс өте күрделі, себебі бір сегмент, мысалы, бағалы қағаздар нарығы несие нарығымен тығыз байланысты, сонымен қатар зейнетақы нарығымен де, сақтандыру нарығымен де, валюта нарығымен байланысты. Алайда каноникалық шамалардың кішігірім саны бар деген тұжырымды алға тартуға болады. олар арқылы бақыланатын индикаторлардың өзара байланысы нақты көрінеді. Сонымен қатар белгілі бір каноникалық шамалардың ықпалы бірнеше бақыланатын индикаторларда байқалғанда, онда осы индикаторлар өзара тығыз байланыста болуы мүмкін. Сондықтан каноникалық шамалардың жалпы саны өлшенетін индикаторларға қарағанда аз болуы мүмкін. Зерттелінетін каноникалық шамалар жасырын болады, оларды тікелей зерттеуге болмайды, алайда оларды бағалаудың статистикалық әдістері бар. Осылайша, қаржы нарығының индикаторларын каноникалық талдау бақыланбайтын көрсеткіштердің шектелген жаңа кешенін анықтауға мүмкіндік береді. Сонымен қатар анықталған бақыланбайтын шамалар өзара жоғары емес тәуелділікте болуы керек.

Бұл жерде Қазақстан қаржы нарығын реттеудің негізгі концептуалды позициясы қаржы тұрақтылығын қамтамасыз ету болып табылады. Осы концепцияның келесідей сипаттарын көрсетуге болады:

1) қаржы тұрақтылығының жүйелік сипаты. Қаржылық тұрақтылық қаржы нарығының қатысушыларының өзара әрекеттесуі мен қаржы

құралдарының өзара байланысты айналымының синергиялық нәтижесі ретінде туындайды;

2) қаржы тұрақтылығының мүмкін жағдайының көптігі. Қаржылық тұрақтылық – бұл жалғыз нүктелік жағдай емес, мүмкін мәндер қатары, олардың әрбіреуіне қаржы нарығы сегментінің өзара әрекеттесу деңгейі сәйкес келеді;

3) қаржы тұрақтылығының салыстырмалы сипаты. Қаржы тұрақтылығы қаржы тұрақтылығының абсолютті жағдайы болып табылмайды. Қаржылық дестабилизацияның туындау ықтималдығы тұрақты қаржы нарығында да болады;

4) қаржы тұрақтылығының динамикалық аспекті. Ағымдағы t_0 кезеңдегі қаржылық тұрақтылық кезінде болатын тәуекелдер анықталынған және бағаланған. Тәуекелдердің дұрыс бағасы қаржы тұрақтылығын t_1 , t_2 кезеңдерде де қамтамасыз етуге мүмкіндік береді;

5) сенімнің қаржы нарығына негізделуі. Қаржы институттарына, қаржы нарығы сегменттеріне, оның құралдарына және инфрақұрылымына сенбей қаржы тұрақтылығы бола алмайды;

б) қаржы нарығы ішінде жағымсыз шоктарды толықтай абсорбирлеу қабілеті. Қаржы тұрақтылығы жағдайында қаржы нарығы тарапынан нақты экономикаға жағымсыз ықпал етудің болмауы.

Сонымен қатар еуропалық Орталық банкі қаржы тұрақтылығы мониторингін жүзеге асыра отырып, оны кумулятивтік процестерді дамытпай қарсы тұру қабілеті ретінде анықтайды. Осылайша, қаржы нарығының жағдайын қаржы тұрақтылығына жатқызу үшін минималды талаптар жүйелік қаржы дағдарысы мен қаржы құралдары айналысқа түсетін құрылымда дисбаланстың болмауы болып табылады. Дамыған экономикада қаржы тұрақтылығы жағдайына басқа да қосымша талаптар қоя алады. Заманауи экономикалық-математикалық модельдеу әдістері мен қаржы нарығының көрсеткіштерін талдау әдістерін пайдалану, тәуекелді анықтау мен жоғарыда аталған әдістерді тәуекелділік пен табыстылықты есептеуде пайдалану, қаржы нарығы сегментінің көрсеткіштерінің корреляциялық сезімталдылығы Қазақстан қаржы нарығының сегментінің математикалық моделін құруға мүмкіндік берді.

Бұл жұмыста факторлар мәліметтерін дисперсиялық-ковариялық матрица мен Statistica 6.0 бағдарламасы көмегімен есептеудің әдістемесі ұсынылды. Осылайша, біздің теорияға сәйкес қаржы нарығы сегменттері бір бірімен өзара байланыста қызмет етеді, бір біріне ықпал етіп, дамуын анықтайды.

3.2 Экономикалық факторлар тербелістерінің циклдік өзгерістері шарттарындағы Қазақстанда жоғары индустриалды экономиканы қалыптастыру жолында қаржылық қамтамасыз ету жүйесін жоғарылатудың даму болашағы

Тұрақты әлеуметтік-экономикалық дамуға стратегиялық көзқарастың приоритеттілігі қазіргі кезде дамыған және дамушы елдердің экономикасының дамуының негізгі бағыттарының бірі болып табылады.

Бұл ұлттық экономиканың өсуінің жоғарғы қарқынын және әлеуметтік көрсеткіштердің жақсартуын қамтамасыз ететін әр түрлі формаларды пайдалану үшін жағымды жағдай қалыптастырады. Қазақстанның қаржы нарығы – кеңестік уақыттан кейінгі табыстылардың бірі. Алайда қаржы ағымдарын қалыптастыру мен бөлуді тиімді басқарусыз бұл артықшылық жоғалып кетуі мүмкін.

Қазақстанның қаржы нарығы жоғары технологиялық тауарлар мен қызмет түрлерін жасау процестерін ақша қаражатымен қамтамасыз етуге арналған, яғни қаржы нарығындағы айналымдағы ақша қаражаттары сұраныс болмаса мәні болмайды. Өз кезегінде, сұраныс нарықтағы қаржы ресурстарының ұсыну көлемінің болуына себепші болады және тауар және тауарлы емес өндіріс нарығының қажеттіліктеріне тәуелді. Сондықтан оның тиімді қызмет етуі мен даму деңгейі елдің экономикалық жүйесінің дамуын анықтап, септігін тигізеді. Қаржы нарығы сегменттерінің қызметінің көрсеткіштері өзара тығыз байланысты және елдің экономикасын сипаттайды. Халықтың салым түріндегі банктік жүйеге сенімі, экономиканың басқа субъектілерінің қаржы нарығының қатысушыларының тұрақты қызметіне сенімі экономикалық жүйенің қызмет ету тұрақтылығын, қаржы ағымдарының тиімділігін, мерзімділігін, жеткіліктігін сипаттайды.

Қаржы нарығының қаржы ағымдарының қалыптасуы мен айналымының ортақ сипатты белгісі бір жағынан капитал айналымының үздіксіз процесі болса, басқа жағынан қаржы нарығында қалыптасатын қаржы ресурстары өндіріс процесі мен тауарларды, жұмыс пен қызметті тұтынуға қызмет етеді. Басқаша айтқанда, жиынтық ұлттық табыстың қалыптасу процесі қаржы ағымдарының көлеміне, жылдамдығына, тиімділігіне тәуелді. Қазіргі кезде елдің қаржы нарығының қаржы ағымдарының көлемін сандық жағынан арттыруды қамтамасыз ететін қарапайым механизмдер іске қосылған. Қаржы нарығының дамуының жалпы векторы қазақстандық өндірістің даму стратегиясынан ерекшеленбейді: экстенсивті формалар мен экономикалық өсу әдістерін өсіруді жалғастырып келеді.

Бәсекелестік жағдайда қаржы институттары нарықта қаржы қызметтерінің көлемін төмендетуге ұмтылады. Қазақстандық өндіріс нарығында энергия тасығыштар, металл, бидай, басқа да шикізат тауарларының әлемнің нарығында жағымды конъюнктура қалыптасып келеді. Алайда олардың көпшілігі стратегиялық инвестицияларға қосымша салымдар салуға ұмтылмайды. Осылайша, осы мәселелерге қатысты нарықта айналатын ресурстар көлемі қысқарып келеді. Осыған байланысты тұрақты әлеуметтік-

экономикалық дамудың жалпы ұлттық стратегиялық мақсаттарын отандық тауар өндірішiлер мен шетелдi инвесторлардың экономикалық мүдделерiмен сәйкестендiрудiң механизмдерiн жасау қажеттiлiгi туындап отыр.

Замануи әлемнiң дамуының маңызды ерекшелiгiнiң бiрi болып прогрессивтi жаһандану болып табылады. Бұл көзқарас тұрғысынан жаһандану процестерiнiң тереңдеуiнде капиталдың шығарылымы маңызды рөл атқарады. Қазiргi жағдайларда ұлттық экономика мен әлемдiк шарушалықтың қаржы нарығының сегменттерi арқылы байланысы күшейiп келедi. Қазiргi кезде капиталдық халықаралық мобильдiлiк деңгейi ұлттық экономиканың ашықтық деңгейiнен туындайды. Елдiң төлем балансында көрiнiс табатын капиталдың қозғалысы туралы мәлiметтер ұлттық қаржы нарығының әлемдiк қаржы жүйесiне қамтылу деңгейi туралы ақпарат бередi.

Осылайша, жаһанданудың жағымды тенденцияларының қазақстандық қаржы нарығының барлық сегментiне ықпалын күшейту үшiн келесiлерге мүмкiндiк беретiн ешeндi механизмдi қамту қажет: бiрiншiден, жаһанданудың позитивтi факторларын синхронизациялануын қамтамасыз ететiн; екiншiден, Қазақстанның арнайы жағдайына қатысты осы факторларды тереңдеп бейiмдеудi қамтамасыз ету. Кешендi механизмнiң әрекетiн әрбiр сегмент үшiн нақтылау және трансформалау маңызды. Микроэкономикалық деңгейде акцент қаржы нарығының тұрақтылығын жоғарылататын жаһанданудың позитивтi факторларын пайдалануды, жалпы ұлттық резервтік қорларды құру мен тиiмдi қызмет етуiн және әлеуметтiк экономикалық тұрақты дамудың басқа да стратегиялық мiндеттерiн қамтамасыз ететiн мемлекеттiк реттеу механизмдерiне жасалынады. Мезоэкономикалық деңгейде жаһанданудың позитивтi факторларын пайдалану механизмi қаржы нарығының сегментивтi құрылымын жетiлдiруге тiкелей ықпал етедi.

Қазақстан қаржы нарығының одан әрi дамуы мен оның сегменттерiнiң өзара әрекет туын кеңейтуге бағытталған осы шаралар кешенi келесiдей негiзгi бағыттарды қамтиды:

Бiрiншi бағыт – бұл қаржы нарығының құралдарын келесiлер арқылы одан әрi дамыту шаралары:

- резервтеу нормаларын депозиттiң мерзiмiне қарай белгiлеу, бұл банктiң төлем қабiлеттiлiгiн оның резервтеу деңгейiмен сәйкестiгiн қамтамасыз етедi;
- қаржы институттарының БАҚтағы жарнамалардың мазмұнына деген жауапкершiлiгiн әкiмшiлiктiк реттеу нормалары арқылы арттыру;
- депозиттер бойынша қойылымдардың инфляциялық индексациясын белгiлейтiн қаржы институттарын тiкелей және жанама әдiстер арқылы ынталандыру;
- ҰЗҚ-дағы ерiктi және ерiктi-кәсiби зейнетақы құралдарын жабу мерзiмiн 5 жылға дейiн қысқарту, 50 жасқа толған салымшыларға осы қаржы құралы бойынша салымдарды еркiн басқарып, пайдалануға мүмкiндiк беру керек;
- ерiктi салымдарды ҰЗҚ-нан инвестициялық қорға олардың 5 жылдан кейiн ауысуына мүмкiндiк беру;

- ҰЗҚ жүзеге асыратын салымдар спецификасына нбағытталған банктер үшін арнайы рейтингтік жүйені жасау және енгізу;
- ҰЗҚ комиссиялық сыйақы нормасын қысқарту мен үнемделген қаражат есебінен зейнетақы бонустар қорын құру;
- ҰЗҚ үшін капиталдың жеткіліктігі нормативін енгізу;
- зейнетақы жинақтарының индексация коэффициентін әрбір қаржы жылы үшін Ұлттық қор қаражаты есебінен енгізу;
- сақтандыру нарығында тәуекелді бағалауға негізделген қадағалу концепциясын пайдалану (Risk-Based Supervision);
- сақтандыру қорларына актуарлық әдістер арқылы ғана көшу;
- қайта сақтандыратын компанияларды құру;
- сақтандыру бойынша біртұтас статистикалық базасы мен Сақтандыру бюросын құру;
- ҚР Бюджет кодексіне өзгерістер енгізу;
- пайлық инвестициялық қорларының қаражаттарын экономиканың нақты секторының инвестициялық жобаларын қаржыландыруға тартудың арнайы механизмін жасау;
- инвестициялық қорлар шығаратын акциялар мен пайлардың сапасын бақылауды ұйымдастыру;
- ірі инвестициялық-брокерлік және басқарушы компанияны инвестициялық банктің негізінде құру;
- қолма қолсыз бөлшек төлем жүйесін микропроцессорлық технологияларды пайдалану арқылы құру;
- орта мерзімдік жоспарлау мақсаттары үшін қаржы нарығының сегменттерінің өзара әрекетінің экономикалық-математикалық моделін пайдалану.

Екінші бағыт – бұл келесілердің көмегімен қаржы нарығы мен қаржы ұйымдарын қадағалауды жетілдіру шаралары:

- ҚР ҚҚК мен қаржы институттарының өзара әрекеттесу процедураларын қайта құру, формалдылықты жою;
- қадағалау процедураларының реинжинирингі – олардың тиімділенуі мен оңтайлануы;
- статистика бойынша Агенттіктің, ҚҚК мен ҚРҰБ беретін мәліметтерінің көлемін арттыру;
- ұлттық валюта мен инфляцияны қатарынан таргеттеуге бағытталған ақша-несиелік реттеуді жүзеге асыру;
- маркет-мейкерлік қызметтің жағдайын бағалы қағаздар бойынша бағалық маржаның өзгеруіне шектеу қою арқылы бақылауды күшейту;
- Елдің қадағалау органдарының қызметкерлерінің қызмет әрі кәсіби біліктігін арттыру.

Үшінші бағыт – бұл келесілердің көмегімен қаржы құралдарының сапасын жоғарылату:

- тұрақтылықты қамтамасыз ету;

- сауатты бизнес және қаржылық жоспарлауды жүргізу;
- корпоративтік басқару қағидаларымен, заңдармен, ережелермен сәйкес сенімді әрі тиімді ішкі процедураларды жасау;
- айналыстағы қаржы құралдарының «тазалығын» қамтамасыз ету— заңсыз табыс пен операцияларға, терроризмді қаржыландыруға қарсы іс әрекет;
- ұсынылып отырған қаржы тауарлары мен қызметтерінің жеткілікті спектрін құру;
- жеткілікті қаржы мүмкіндіктерін қаржы ұйымдарының жоғары капиталы есебінен қамтамасыз ету;
- МСФО негізіндегі есептіліктің транспаренттілігі мен жоғары сапалығы;
- қаржы инфрақұрылымын дамуына ықпал ету: филиалдар мен бөлімшелердің желілері, заманауи технологияларды пайдалану, дамыған есептеу жүйесін қолдану;
- өзгермелі экономикалық жағдайға жедел жауап беру мен икемділігін қамтамасыз ету.

Төртінші бағыт – бұл келесілер арқылы қаржылық қызметтің қолжетімділігін арттыру мен кедергілерді жою:

- Банктің қызметін атқаруда немесе жекелеген банктік операцияларды жүзеге асыруда шығындарды қысқарту;
- Банктік бірігу мен қосылу процедураларын қарапайымы ету, оңтайландыру, қысқарту және арзандату;
- Клиенттік ортаның ақпараттық ашықтығын қамтамасыз ету.;
- Банктерді бағалау және қаржы нарығының басқа да қатысушыларын бағалау үшін мемлекеттік емес рейтингтік бағдарламаларының жасалуын қолдау.

Бесінші бағыт – бұл келесілердің көмегімен қаржы дағдарысының болуына қарама қарсы іс әрекеттер шаралары:

- қаржы нарығының қаржы дағдарысына сезімталдығын бағалау индикаторларының ұсынылып отырған моделін енгізу;
- ҚҚК-нің баға лимиттерінің бұзылуы жағдайында биржалық садуларды тоқтату бойынша құзіреттілігін кеңейту.

2007 жылдың екінші жартысындағы банктік саланың өтімділік дағдарысы Қазақстандағы қаржы дағдарысының болжамын көрсетті. Құрылыс индустриясындағы дисбаланс жылжымайтын мүлік нарығында дағдарысқа әкелді. Осының барлығы инфляцияның өсуімен байланысты клиенттердің төлем қабілеттілігін нашарлатып, несие нарығындағы дағдарысқа алып келді. Алайда қаржы нарығының дамуына қатысты оның алдында жүргізілген ынталандыру шараларының тиімділігі экономиканың осы саласында жағымды инвестициялық климаттың сақталуына мүмкіндік берді. Қаржы нарығында банктердің жоғарғы нарықтық концентрациясы сыртқы инвесторлардың ұлттық банктік салаға қызығушылығын арттырды. Оның дәлелі ретінде ірі шетелдік қаржы холдингінің екі қазақстандық банкті иемденуі бола алады. Қазақстандық қаржы нарығына шетелдік инвесторлардың келуіне біркелкі емес бірқатар көзқарастар бар. Бір жағынан, олардың келуі капитализацияны жоғарылатуға,

экономикаға инвестицияның артуына, қаржы қызметтерінің спектрінің кеңеюіне және отандық қаржы институттарының ресурстық базасының кеңеюіне жол ашады деп есептеді. Шетелдік капиталдың болуы қазақстандық қаржы ұйымдарының бәсекеге қабілеттілігін жоғарылатуға, жаңа технологияларды пайдалануға, қаржы бизнесінің ашықтығын жоғарылатуға ынталандырады.

Басқа жағынан, шетелдік инвесторлардың нарыққа келуінен бастап олардың ішкі қаржы нарығына деген қысымы қатты арта түсті деп есептейді. Қазақстандық банктер шетелдік капиталға бәсекелестік күресте жеңілу қаупі бар. Батыстың қаржы институттары қаржы нарығының табысты әрі перспективті сегменттерін басып алуға үлгереді, ол жақтан отандық банктерді біртіндеп шығарады, нарықта пайыздық саясатты жүргізе алатындай мүмкіндік алады. Бұл ұлттық қаржы саласының елдің экономикасының дамуында алатын рөлінің қысқаруына әкелуі мүмкін. Сонымен қатар шетелдік банктер ұлттық капиталды елден алып кетудің ірі каналы болуы да мүмкін.

Сонымен қатар шетелдік инвесторлардың келуі ұлттық банктік жүйеге ықпал етпейді, себебі шетелдік және қазақстандық банктер әр түрлі нарықтарда жұмыс жасайды. Шетелдік банктер көбінесе ірі қазақстандық және шетелдік компанияларға қызмет көрсету мен оларды несиелендіру, капиталдың әлемдік нарықтарынан қарадат тарту, халықты несиелендіруді жүзеге асырады. Сонымен қатар олар өздерінің филиалдық желілерін кеңейтуге тырыспауы мүмкін және тек қана ірі қалаларда ғана қызмет ететін болады.

Қазақстанның қаржы нарығының даму тенденциясын ескере отырып, осы зерттеудің нәтижесінде алынған қорытындылар осы деңгейде шетелдік инвесторлардың қазақстандық нарықта UniCreditoItalianoS.p.A и KookminBank болуларын жағымды деп есептейміз. Осы инвесторлар алған банктер елдің ірі он банкінің құрамына енеді, алайда олардың активтері жинһынтық банктік активтің 20%ын да құрамайды. Сонымен қатар шетелдік инвесторлар осы саланың дағдарыстан шығуына септігін тигізеді. Осымен байланысты реттеуші органның жедел іс қимылдары қазақстандық нарыққа шетелдік инвесторлардың келуінің позитивті жағын пайдалануға бағытталуы керек. Шетелдік инвесторларды тарту дағдарыстан шығудың негізгі құралы болмауы маңызды. Бұл қажетті бақылаудың болмауы жағдайында экономикалық қауіпсіздіктің жоғалуына әкеледі.

Дағдарыстық жағдайлар үшін реттеуші органдардың төтенше жағдайлар кезінде арнайы жоспары болуы керек. Нарықты оперативті бақылаудың жүйесі болуы керек. Ол реттеуші органға стандартты ақпараттарды ғана емес, сонымен қатар нарықтың ағымдағы жағдайы туралы ақпараттарды тұрақты түрде беріп тұруды білдіреді. Мысалы, Гонконгта (1998 жылы) бағалы қағаз нарығында мемлекеттің интервенциясы нәтижелі болды. Ол кезде Hong Kong Monetary Authority қаржы регуляторы ретінде валюталық резервтерді акцияларды сатып алуға және жедел нарықтағы төмендеуге қарсы әрекет ретінде пайдаланды, нәтижесінде нарықтың құлдырауын тоқтатты. Сонымен қатар интервенция негізінде алынған акциялар ExchangeFundInvestmentLtdc арнайы қорына оларды коммерциялық басқару, одан кейін жекешелендіру немесе жеке

инвесторларға қайта сату мақсатында берілді. Сонымен қатар капитал шоты бойынша қаражаттардың қозғалысына шектеулер енгізуіне мысал келтіруге болады. 1997 жылы Малайзияда ішкі қаржы нарығында спекулятивтік шабуылдармен байланысты шаралар қабылданды. Осындай әрекеттерге барлық елдің орталық банктері валюталық интервенция жүргізіп немесе ашық нарықта мемлекеттік бағалы қағаздармен операцияларды жүргізе отырып жүгінеді. Ұлттық қаржы нарықтарының қорғалуының әлемдік тәжірибесін зерттеу қаржы нарығында интеграциялық құбылыстарды дамыту процесінде көптеген елдер ұлттық экономиканы қорғаудың әр түрлі механизмдерін пайдалануға мәжбүр. Негізгі жасалынған қорытындылар 51 кестеде келтірілген.

Кесте 13 – Ұлттық банктік жүйені қорғаудың негізгі механизмдері

Механизм	Елдер
Банк-резидент еместердің жиынтық жарғылық капиталдағы немесе ұлттық банк жүйесінің активтеріндегі үлесін квоталау	Үндістан, Индонезия, Малайзия, Корея, Филиппины
Банк-резидент еместің ұлттық банктің жарғылық капиталындағы максималды үлесін орнату	Бразилия, Үндістан, Малайзия, Мексика, Норвегия, Таиланд, Қазақстан
филиалын немесе еншілес банкін ашқысы келген банк-резидент емес үшін капиталдың минималды деңгейін белгілеу	Қытай
Еншілес банктің немесе банк-резидент еместің капиталдың минималды деңгейін орнату	Түгел дерлік
Еншілес банктің немесе банк-резидент еместің ашылуына лицензияны квоталау	Үндістан, Филиппины, АҚШтың кейбір штаттары
Банк-резидент еместің экономикалық орындылығын бағалау	Бразилия, Малайзия, Корея, Чили
Еншілес банктер мен банк-резидент емес үшін ұлттық және шетел валютасындағы жекелеген банктік операцияларға шектеу қою	Бразилия, Индонезия, Канада, Китай, Республика Корея
Жекелеген трансшекаралық банктік операцияларға шектеу қою	Қытай, Корея, Словакия, Таиланд, Чехия, Чили
Еншілес банк пен банк-резидент еместің қызметкерлер штатындағы резидент емес жеке тұлғаның үлесін квоталау	Түгелдей дерлік
Ескерту: дерек көзі мәліметтері негізінде құрастырылған [232 с.216]	

Көрсетілген механизмдер кез келген дамушы нарықтарда, соның ішінде Қазақстанда да қолданыла алады. Жаһандану жағдайында мемлекеттің ұлттық қаржы нарығы мен оның негізгі сегменттерінің тиімді қызмет етуін қамтамасыз етуіне мемлекеттің жауапкершілігін арта түседі. Оның негізгі себептерінің бірі мемлекеттік реттеудегі жетіспеушіліктер деп қарастырылды.

Бұл ұлттық экономиканың қауіпсіздігін қамтамасыз етуге де, отадық қаржы институттары мен қаржы құралдарының әлемдік капитал нарығындағы бәсекеге қабілеттілігін жоғарылату мәселелеріне байланысты.

2007 жылы қарашада қол қойылған ҚР ҚҚК, Ұлттық банк пен Үкіметтің өзара әрекеті туралы Меморандум Қазақстандағы қаржы дағдарысының алдын алу бойынша шараларды координациялауға бағытталған. Бұл Меморандум мемлекеттік құрылымның қаржы нарығындағы жүйелік дағдарыстың басталуына қарсы әрекет етінің негізгі бағыттарын анықтайды. Осылайша, реттеудің механизмі мен тұтқасының көмегімен қаржы нарығының тиімділігін арттыруды оның бәсекеге қабілеттілігін арттыру, оның негізгі сегменттерінің төлем қабілеттілігін, сенімділігін, өтімділігін жоғарылатуды қамтамасыз ете алады.

Жүргізілген зерттеу тиімді реттеу түсінігін тәртіпті сақтауға бағытталған, қарды нарығының қатысушыларының жұмысы үшін қалыптас жағдай қалыптастыруға, қатысушыларын манипуляция мен алаяқтықтан сақтауға, қаржы құралдарына сұраныс пен ұсыныстың негізінде баға белгілеудің еркін процесін қамтамасыз етуін, кәсіпкерлікті ынталандырудың жағдайларын жасауға бағытталған шаралар жиынтығы деп анықтауға мүмкіндік береді. Басқаша айтқанда, әлемдік қаржы нарығының негізгі стандарттарына сай келетін осындай нарықты құру Қазақстанды әлемдік қоғамдастыққа мақтанышпен көрсете алады.

ҚОРЫТЫНДЫ

Зерттеу жұмысын қорытындылай келе, Қазақстан Республикасында қаржы нарығының жаһандануы және әлемдегі бәсекелестік артықшылықта болу елдегі бағалы қағаздар нарығына әсерін бергенін көруге болады. Дегенмен, қаржы нарығындағы қор биржасының салалық ерекшелігіне байланысты өзіндік ерекшелігі бар. Сондықтан, диссертациялық жұмыста айтылған ойлар мен пікірлерді саралап, талданған материалдар негізінде төмендегідей тұжырымдар ұсынылып отыр.

Бірінші бағыт – бұл қаржы нарығының құралдарын келесілер арқылы одан әрі дамыту шаралары:

- резервтеу нормаларын депозиттің мерзіміне қарай белгілеу, бұл банктің төлем қабілеттілігін оның резервтеу деңгейімен сәйкестігін қамтамасыз етеді;

- қаржы институттарының БАҚтағы жарнамалардың мазмұнына деген жауапкершілігін әкімшіліктік реттеу нормалары арқылы арттыру;

- депозиттер бойынша қойылымдардың инфляциялық индексациясын белгілейтін қаржы институттарын тікелей және жанама әдістер арқылы ынталандыру;

- ҰЗҚ-дағы ерікті және ерікті-кәсіби зейнетақы құралдарын жабу мерзімін 5 жылға дейін қысқарту, 50 жасқа толған салымшыларға осы қаржы құралы бойынша салымдарды еркін басқарып, пайдалануға мүмкіндік беру керек;

- ерікті салымдарды ҰЗҚ-нан инвестициялық қорға олардың 5 жылдан кейін ауысуына мүмкіндік беру;

- ҰЗҚ жүзеге асыратын салымдар спецификасына нбағытталған банктер үшін арнайы рейтингтік жүйені жасау және енгізу;

- ҰЗҚ комиссиялық сыйақы нормасын қысқарту мен үнемделген қаражат есебінен зейнетақы бонустар қорын құру;

- ҰЗҚ үшін капиталдың жеткіліктігі нормативін енгізу;

- зейнетақы жинақтарының индексация коэффициентін әрбір қаржы жылы үшін Ұлттық қор қаражаты есебінен енгізу;

- сақтандыру нарығында тәуекелді бағалауға негізделген қадағалу концепциясын пайдалану (Risk-Based Supervision);

- сақтандыру қорларына актуарлық әдістер арқылы ғана көшу;

- қайта сақтандыратын компанияларды құру;

- сақтандыру бойынша біртұтас статистикалық базасы мен Сақтандыру бюросын құру;

- ҚР Бюджет кодексіне өзгерістер енгізу;

- пайлық инвестициялық қорларының қаражаттарын экономиканың нақты секторының инвестициялық жобаларын қаржыландыруға тартудың арнайы механизмін жасау;

- инвестициялық қорлар шығаратын акциялар мен пайлардың сапасын бақылауды ұйымдастыру;

- ірі инвестициялық-брокерлік және басқарушы компанияны инвестициялық банктің негізінде құру;

- қолма қолсыз бөлшек төлем жүйесін микропроцессорлық технологияларды пайдалану арқылы құру;

- орта мерзімдік жоспарлау мақсаттары үшін қаржы нарығының сегменттерінің өзара әрекетінің экономикалық-математикалық моделін пайдалану.

Екінші бағыт – бұл келесілердің көмегімен қаржы нарығы мен қаржы ұйымдарын қадағалауды жетілдіру шаралары:

- ҚР ҰБ ҚҚК мен қаржы институттарының өзара әрекеттесу процедураларын қайта құру, формалдылықты жою;

- қадағалау процедураларының реинжинирингі – олардың тиімділенуі мен оңтайлануы;

- статистика бойынша Агенттіктің, ҚҚК мен ҚРҰБ беретін мәліметтерінің көлемін арттыру;

- ұлттық валюта мен инфляцияны қатарынан таргеттеуге бағыталған ақша-несиелік реттеуді жүзеге асыру;

- маркет-мейкерлік қызметтің жағдайын бағалы қағаздар бойынша бағалық маржаның өзгеруіне шектеу қою арқылы бақылауды күшейту;

- Елдің қадағалау органдарының қызметкерлерінің қызмет әрі кәсіби біліктігін арттыру.

Үшінші бағыт – бұл келесілердің көмегімен қаржы құралдарының сапасын жоғарылату:

- тұрақтылықты қамтамасыз ету;

- сауатты бизнес және қаржылық жоспарлауды жүргізу;

- корпоративтік басқару қағидаларымен, заңдармен, ережелермен сәйкес сенімді әрі тиімді ішкі процедураларды жасау;

- айналыстағы қаржы құралдарының «тазалығын» қамтамасыз ету – заңсыз табыс пен операцияларға, терроризмді қаржыландыруға қарсы іс әрекет;

- ұсынылып отырған қаржы тауарлары мен қызметтерінің жеткілікті спектрін құру;

- жеткілікті қаржы мүмкіндіктерін қаржы ұйымдарының жоғары капиталы есебінен қамтамасыз ету;

- МСФО негізіндегі есептіліктің транспаренттілігі мен жоғары сапалығы;

- қаржы инфрақұрылымын дамуына ықпал ету: филиалдар мен бөлімшелердің желілері, заманауи технологияларды пайдалану, дамыған есептеу жүйесін қолдану;

- өзгермелі экономикалық жағдайға жедел жауап беру мен икемділігін қамтамасыз ету.

Төртінші бағыт – бұл келесілер арқылы қаржылық қызметтің қолжетімділігін арттыру мен кедергілерді жою:

- Банктің қызметін атқаруда немесе жекелеген банктік операцияларды жүзеге асыруда шығындарды қысқарту;

- Банктік бірігу мен қосылу процедураларын қарапайымы ету, оңтайландыру, қысқарту және арзандату;
- Клиенттік ортаның ақпараттық ашықтығын қамтамасыз ету.;
- Банктерді бағалау және қаржы нарығының басқа да қатысушыларын бағалау үшін мемлекеттік емес рейтингтік бағдарламаларының жасалуын қолдау.

Бесінші бағыт – бұл келесілердің көмегімен қаржы дағдарысының болуына қарама қарсы іс әрекеттер шаралары:

- қаржы нарығының қаржы дағдарысына сезімталдығын бағалау индикаторларының ұсынылып отырған моделін енгізу;

- ҚҚК-нің баға лимиттерінің бұзылуы жағдайында биржалық садуларды тоқтату бойынша құзіреттілігін кеңейту.

2007 жылдың екінші жартысындағы банктік саланың өтімділік дағдарысы Қазақстандағы қаржы дағдарысының болжамын көрсетті. Құрылыс индустриясындағы дисбаланс жылжымайтын мүлік нарығында дағдарысқа әкелді. Осының барлығы инфляцияның өсуімен байланысты клиенттердің төлем қабілеттілігін нашарлатып, несие нарығындағы дағдарысқа алып келді. Алайда қаржы нарығының дамуына қатысты оның алдында жүргізілген ынталандыру шараларының тиімділігі экономиканың осы саласында жағымды инвестициялық климаттың сақталуына мүмкіндік берді. Қаржы нарығында банктердің жоғарғы нарықтық концентрациясы сыртқы инвесторлардың ұлттық банктік салаға қызығушылығын арттырды. Оның дәлелі ретінде ірі шетелдік қаржы холдингінің екі қазақстандық банкті иемденуі бола алады. Қазақстандық қаржы нарығына шетелдік инвесторлардың келуіне біркелкі емес бірқатар көзқарастар бар. Бір жағынан, олардың келуі капитализацияны жоғарылатуға, экономикаға инвестицияның артуына, қаржы қызметтерінің спектрінің кеңеюіне және отандық қаржы институттарының ресурстық базасының кеңеюіне жол ашады деп есептеді. Шетелдік капиталдың болуы қазақстандық қаржы ұйымдарының бәсекеге қабілеттілігін жоғарылатуға, жаңа технологияларды пайдалануға, қаржы бизнесінің ашықтығын жоғарылатуға ынталандырады.

Пайдаланылған әдебиеттер тізімі

- 1 Қазақстан Республикасы Президентінің халыққа Жолдауы. Жаңа әлемдегі жаңа Қазақстан. Астана 28 ақпан 2007ж. // Страна и Мир.- 2007 - № 9 (197)
- 2 Стратегия индустриально-инновационного развития Республики Казахстан на 2003-2015 годы.
- 3 ҚР Ұлттық банкінің қаржы нарығын реттеу және қадағалау Комитетінің ресми сайты. www.afn.kz
- 4 Faroukh Nourzad. Financial development and productive efficiency: a panel study of development and developing countries // Journal of economics and finance // Volume 26 – 2012. – 139 p.
- 5 Адамбекова А.А. Қазақстан қаржы нарығы: оның сегменттерінің өзара іс-қимылы және даму келешегі: монография. – Алматы, 2012. – 9 б.
- 6 Искаков Ұ.М., Бохаев Д.Т., Рузиева Э.А. Қаржы нарығы және делдалдары.- А.: Экономика, 2008. – 17 б.
- 7 Қазақстан қор биржасының материалдары. www.kase.kz
- 8 Алматы қаласының өңірлік қаржы орталығын дамытудың 2015 жылға дейінгі жоспары // Қазақстан Республикасы Үкіметінің 2009 жылғы 30 қаңтардағы № 90 қаулысымен бекітілген.
- 9 Избасаров Б. Развитие банковской системы Казахстана: первая пятилетка после реформ // [http:// www.nationalbank.kz](http://www.nationalbank.kz) – 2004.
- 10 Андарова Р.К. Теория и стратегия экономического роста в условиях рынка. Диссертация, канд.экон.наук. - Караганды,- 2002г.- 230б.
- 11 D. Romer. Advanced Macroeconomics (2 ed) // Economic activity: Spring 2009 – 325 p.
- 12 Carl E. Walsh. Monetary Theory and Policy // MIT Press
- 13 Ю. К. Шокоманов. Состояние и перспективы экономического развития Казахстана в переходной период // Вестник КазНУ, Серия экономическая, №4, 2001 г. – с. 38-44.
- 14 Нурсеит Н., Нурсеитова Р. Проблемы развития фондового рынка и пути их решения // Экономика и статистика. – 2003. – №1.
- 15 Байманова Ж.К. Влияние фондового рынка на развитие экономики Казахстана [Электронный ресурс]: дис. ...канд.экон.наук. – Алматы, 2008. – 31 с.
- 16 Қазақстан Республикасы Ұлттық банкінің ресми сайты // www.nationalbank.kz
- 17 ҚР Статистика агенттігінің мәліметтері // www.stat.kz
- 18 Stern N. The Economics of Development // Journal Economics. – 1998. – № 99. – 78 p.
- 19 Додонов В. Опыт эффективного развития национальных фондовых рынков // Рынок ценных бумаг Казахстана. – 2008. – №11.
- 20 Нурсеит Н., Нурсеитова Р. Проблемы развития фондового рынка и пути их решения // Экономика и статистика. – 2003. – №1.

- 21 Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. ИНВЕСТИЦИИ: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII, 1028 с.
- 22 Байманова Ж.К. Влияние фондового рынка на развитие экономики Казахстана [Электронный ресурс]: дис. ... канд.экон.наук. – Алматы, 2008. – 31 с.
- 23 Su D., Firisher B. Risk Return and Regulation in Chinese Stock Markets // World Bank Working Paper Series. – 1999. – № 1845.
- 24 Mookerge R., Yu Q. An Empirical Analysis of the Equity Markets in China // Review of Financial Economics. – 1999. – № 8.
- 25 Mitchell R., Ricardo P. Tests of Technical Trading Strategies in the Emerging Equity Markets of Latin America and Asia // Journal of Banking & Finance. – 1999. – № 23.
- 26 Ratcovicova M. Driving Factors of Efficiency of CEE Capital Markets. – Budapest: Sentral European University, Dept. of Economics, 1998.
- 27 Obstfeld M. Risk-Taking Global Devirsification and Growth // American Economic Review. – 1994. – № 84(5).
- 28 Holmstrom B., Tirole J. Market Liguidity and Performance Monitoring // Journal of Political Economy. – 1993. – № 101(4).
- 29 Mayer C. New Issues in Corporate Finance // European Economic Review. – 1988. – № 32
- 30 Samuel C. The stock market as a source of finance : A comparison of U.S. and Indian Firms // Operations Policy Department World Bank Working Papers. – 1996.
- 31 Demirguk-Kunt A., Maksimovic V. Stock Market Development and Firm Financing Choices // World Bank Working Paper. – 1995. – № 1461.
- 32 Easterbrook F., Daniel F. The Economic Structure of Corporate Law. – Cambridge: Harvard University Press, 1991.
- 33 Jensen M. Active Investors, LBOs and the Privatization of Bankruptcy // Journal of Applied Corporate Finance. – 1989. – № 2.
- 34 Roe M. Strong Managers Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance. – Priencton: University Press, 1994.
- 35 Barca F. On Corporate Governance in Italy: Issues, Facts and Agency. Manuscript. – Rome: Bank of Italy, 1995.
- 36 Coase R. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – № 4.
- 37 Macconnell J., Muscareila C. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value // Journal of Financial Economics. – 1986. – № 14.
- 38 Gibbons M., Hess P. Day of the Week Effects and Asse Returns // Journal of Business. – 1981. – № 54.
- 39 Harris L. A transaction Data Study of Weekly and Intradaily Patterns in Stock Returns // Journal of Financial Economics. – 1986. – № 14.
- 40 Gultekin M., Gultekin N. Stock Market Seasonality: International Evidence // Journal of Financial Economics. – 1983. – № 12.
- 41 K., Shallheim J. Seasonal and Size Anomalies in the Japanese Stock Market // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1985. – № 2.

- 42 Mookerge R., Yu Q. An Empirical Analysis of the Equity Markets in China // Review of Financial Economics. – 1999. – № 8.
- 43 Jennergen P., Korsvold P. The Non-Random Character of Norwegian and Swedish Stock Market Prices. International Capital Markets. – Amsterdam: North-Holland, 1975.
- 44 Banz R., Breen W. Sample-Dependent Results using Accounting and Market Data: Some Evidence // Journal of Finance. – 1986. – №4.
- 45 Chan K., Chen N., Hsieh D. An Exploratory Investigation of the Firm Size Effect // Journal of Financial Economics. – 1985. – № 14.
- 46 Keim D. Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality Further Empirical Evidence // Journal of Financial Economics. – 1983. – № 12.
- 47 Shleifer A., Vishny R. A survey of corporate governance // NBER Working Paper. – 1996. – № 54.
- 48 Bhattacharya U., Daouk H., Jorgenson B., Kehr C. When an event is not an event: The curious case of an emerging market // Journal of Financial Economics. – 2000. – № 55.
- 49 Барановский Д. Все что нужно знать инвестору о паевых фондах // [http: www.stockportal. Ru](http://www.stockportal.ru)
- 50 Капитан М. Паевые фонды в январе-июле 2005 г. // Рынок Ценных Бумаг. – 2005. – № 16 (295).
- 51 Scholes M. The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices // Journal of Business – 1972. – № 45.
- 52 Jaffe J. Special Information and Insider Trading // Journal of Business. – 1947. – № 47.
- 53 Finnerty J. Insiders and Market Efficiency // Journal of Finance. – 1976. – № 31.
- 54 Seyhun H. Insiders Profits, cost of Trading and Market Efficiency // Journal of Financial Economics. – 1986. – № 16.
- 55 Дорофеев Е. Влияние колебаний экономических факторов на динамику российского фондового рынка. – М.: РПЭИ, 2000.
- 56 Fiszeder P. Analysis of the Warsaw Stock Exchange Processes. – Warsaw: Nicholas Copernicus University, 1999.
- 57 Наливайский В., Алифанова Е., Алексакис Х. К вопросу сравнительного анализа развивающихся фондовых рынков Греции и России. Этюды о переходной экономике // Сборник научных отчетов. – Ростов-на-Дону: Изд-во РГУ, 1998.
- 58 Brealey R., Myers S. Principles of Corporate Finance. – New York: McGraw-Hill, 1996.
- 59 Gelb A., Financial Policies, Growth, and Efficiency. – Washington.DC: World Bank PPR Working Paper, 1989. – №202.
- 60 King R., Levine R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence // Journal of Monetary Economics. – 1993. – №32 (3).
- 61 Levine R. Financial Development and Economic Growth // Journal of Economic Literature. – 1997. – №35.

- 62 Булатов В. Экономический рост и фондовый рынок: в 2-х т. – М.: Наука 2004. – Т 1.
- 63 Mayer C. Myths of the west – Lessons from Developed Countries for Development Finance // The World Bank Working Paper. – 1989. – № 301.
- 64 Johnston B., Pazabaisogly C. Linkages Between Financial Variables // Financial Sector Reform and Economic Growth and Efficiency // IMF Working Paper. – 1995. – №103.
- 65 Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. – 1958. – № 48.
- 66 Romer P. Increasing returns and new developments in the theory of growth, Equilibrium Theory and Applications. – Cambridge: MA, 1990.
- 67 Diaz-Alejandro C. Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash // Journal of Development Economics. – 1985. – № 19.
- 68 Bencivenga V., Smith B., Starr R. Equity markets, Transaction Costs and Capital Accumulation: An Illustration // World Bank Economic Review. – 1996. – №24.
- 69 Hicks J. Theory of Economic History. – Oxford: Clarendon Press, 1969.
- 70 Jonsson J., Trollbong K. Internet Stock Trading and the Market Efficiency // Stockholm School of Economics. Masters Thesis in Financial Economics. – 1997. – №14.
- 71 Saint-Paul G. Technological Choice Financial Markets and Economic Development // European Economic Review. – 1992. – № 36 (4).
- 72 Devereux M., Smith G. International Risk Sharing and Economic Growth // International Economic Review. – 1994. – № 35(4).
- 73 Obstfeld M. Risk-Taking Global Diversification and Growth // American Economic Review. – 1994. – № 84(5).
- 74 Goldsmith R. Financial Structure and Development. – New Haven: Yale University Press, 1969. – 23 p.
- 75 Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. ИНВЕСТИЦИИ: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII, 1028 с.
- 76 Додонов В. Ю. Портфельный менеджмент на развивающихся фондовых рынках. – Алматы, 2003г.
- 77 Батунин М. Соотношение фондового рынка и рынка ценных бумаг/Хозяйство и право. 1996. №5.
- 78 Нарықтық экономиканың орысша-қазақша сөздігі. – Алматы: ҚазмемҒАҒЗУ, 2001. 400 б.
- 79 Абдрахманова Г.Т. Проблемы функционирования и перспективы развития рынка корпоративных ценных бумаг. – Алматы: «ФинЭк», 2000.- 119с.
- 80 Рубцов Б.Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование // Век глобализации. - №2, 2011.
- 81 Статистический ежегодник. «Казахстан в 2011 году». – Астана, 2012.-С.463-465 - <http://www.stat.kz/publishing/20121/kazakhstan%202011.pdf>
- 82 World Development Indicators // The World Bank, 2006.- P.318-325
- 83 Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики // Финансовые институты и экономическое развитие: кол. монография / под ред. Д.В. Смыслова. М.: ИМЭМО РАН, 2006.

- 84 Б.С.Мырзалиев, Ө.Қ.Шеденов. Мемлекеттік қаржылық басқару. – Түркістан, 2013 – 3б.
- 85 Игнатов В.Г., Понеделков А.В., Старостин А.М. Эффективность государственной службы // Государственная служба: теория и организация. Ростов н/Д.: Феникс. 1998. – С.74.
- 86 Чиркова Е.В. Анатомия финансового пузыря. М.: Кейс, 2009.
- 87 Қазақстан Республикасының «Қаржы нарығы мен қаржы ұйымдарын мемлекеттік реттеу, бақылау және қадағалау туралы» 2003 жыл 4 шілде N 474 Заңы.
- 88 Б.С.Мырзалиев, Ө.Қ.Шеденов. Мемлекеттік қаржылық басқару. – Түркістан, 2013 – 3б.
- 89 Қазақстан Республикасының «Қаржы нарығы мен қаржы ұйымдарын мемлекеттік реттеу, бақылау және қадағалау туралы» 2003 жыл 4 шілде N 474 Заңы.- 1 бап, 3 тармақ.
- 90 Типовая презентация Президента KASE Дамитова К.К. на 01 января 2013 года. www.kase.kz - http://www.kase.kz/files/presentations/ru/13_01_01_KASE_ru.pdf
- 91 Қазақстан Республикасы Ұлттық банкінің инфляцияға шолуы. 2012 жылғы 4 тоқсан. http://www.nationalbank.kz/cont/publish315140_10100.pdf - 7 б.
- 92 Қазақстан Республикасы Ұлттық банкінің №29 баспасөз релизі http://www.nationalbank.kz/cont/publish816014_8602.pdf - 1 б.
- 93 Статистический ежегодник. «Казахстан в 2012 году- предварительные данные». – Астана, 2012.-С.6 - <http://stat.kz/publishing/20131/%D0%9F%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B2%D0%B0%D1%80%D0%B8%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D1%8B%D0%B5%20%D0%B4%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D1%8B%D0%B5%20%D0%B7%D0%B0%202012%20%D0%B3%D0%BE%D0%B4.pdf>
- 94 Проблемы эффективности государственной власти и управления в современном обществе. –Ростов н/Д. 1998. Вып. 1, 2. – С.57.
- 95 Игнатов В.Г., Понеделков А.В., Старостин А.М. Эффективность государственной службы // Государственная служба: теория и организация. Ростов н/Д.: Феникс. 1998. – С.74.
- 96