

The Hypothesis of Stock Market Instruments: Modern Aspects, Forms and Anomalies

Dana A. Kulanova^{1*}, Perizat B. Sarsenbekova¹, Ermek Tashov¹

¹ *M. Auezov South Kazakhstan University, Shymkent, Kazakhstan*

Abstract

The relevance of the results of the presented research is also related to their demand both from investors and issuers and from research scientists. For research scientists, the predictability of profitability or the lack of such predictability is crucial for creating models that would be able to accurately describe risks and profitability in financial markets. The methods and techniques used in the study allow us to determine the general trend of the market movement toward increasing or decreasing its efficiency. For investors, such an assessment of the effectiveness of the stock and bond markets creates a basis for optimizing asset allocation when building portfolio strategies, and for issuers serves as the basis for building a strategy for issuing activities. The subject of the study is the totality of economic relations between stock market participants in the process of assessing its effectiveness and volatility in the Republic of Kazakhstan. The theoretical basis was the results of fundamental research contained in the scientific works of foreign and Russian scientists and presented in the modern literature on the problems of evaluating the effectiveness and modeling the volatility of the stock market and building investment strategies. The scientific novelty of the research lies in the development of theoretical provisions and methodological tools for assessing the effectiveness of the Kazakhstan stock market in modern conditions.

Keywords: stock market, economic growth, volatility, financial instruments, financial sector, Kazakhstan

Гипотеза инструментов фондового рынка: современные аспекты, формы и аномалии

Куланова Д.А.^{1*}, Сарсенбекова П.Б.¹, Ташов Е.¹

¹ *Южно-Казахстанский университет имени М.Ауэзова, Шымкент, Казахстан*

Аннотация

Актуальность результатов представленного исследования связано и с их востребованностью как со стороны инвесторов и эмитентов, так и со стороны ученых-исследователей. Для ученых-исследователей предсказуемость доходности или отсутствие такой предсказуемости имеет определяющее значение для создания моделей, которые способны были бы точно описать риски и доходность на

финансовых рынках. Используемые в исследовании и методики позволяют определить общий тренд движения рынка в сторону повышения или снижения его эффективности. Для инвесторов такая оценка эффективности рынков акций и облигаций создает базу для оптимизации распределения активов при построении портфельных стратегий, а для эмитентов служит основой построения стратегии эмиссионной деятельности. Предметом исследования является совокупность экономических отношений между участниками фондового рынка в процесс оценки его эффективности и волатильности в Республике Казахстан. Теоретической основой послужили результаты фундаментальных исследований, содержащиеся в научных трудах зарубежных и российских ученых и представленные в современной литературе по проблемам оценки эффективности и моделирования волатильности фондового рынка и построения инвестиционных стратегий. Научная новизна исследования заключается в разработке теоретических положений и методического инструментария оценки эффективности казахстанского фондового рынка в современных условиях.

Ключевые слова: фондовый рынок, экономический рост, волатильность, финансовые инструменты, финансовый сектор, Казахстан

Қор нарығы құралдарының гипотезасы: қазіргі аспектілер, формалар және ауытқулар

Куланова Д.А.^{1*}, Сәрсенбекова П.Б.¹, Ташов Е.¹

¹М. Әуезов атындағы Оңтүстік Қазақстан университеті, Шымкент, Қазақстан

Түйін

Ұсынылған зерттеу нәтижелерінің өзектілігі олардың инвесторлар мен эмитенттер тарапынан да, зерттеуші ғалымдар тарапынан да сұранысына байланысты. Зерттеуші ғалымдар үшін кірістіліктің болжамдылығы немесе мұндай болжамдылықтың болмауы қаржы нарықтарындағы тәуекелдер мен кірістерді дәл сипаттай алатын модельдерді құру үшін өте маңызды. Зерттеуде және әдістемелерде қолданылатын нарық қозғалысының жалпы трендін оның тиімділігін арттыру немесе төмендету бағытында анықтауға мүмкіндік береді. Инвесторлар үшін акциялар мен облигациялар нарығының тиімділігін бағалау портфельдік стратегияларды құру кезінде активтерді бөлуді оңтайландыру үшін негіз жасайды, ал эмитенттер үшін эмиссиялық қызмет стратегиясын құруға негіз болады. Зерттеу нысаны қор нарығына қатысушылар арасындағы оның тиімділігін және Қазақстан Республикасындағы құбылмалылығын бағалау процесіне экономикалық қатынастардың жиынтығы болып табылады. Теориялық негіз шетелдік және ресейлік ғалымдардың ғылыми еңбектерінде қамтылған және қазіргі әдебиеттерде қор нарығының тиімділігін бағалау және құбылмалылығын модельдеу және инвестициялық стратегияларды құру мәселелері бойынша ұсынылған іргелі зерттеулердің нәтижелері болды. Зерттеудің ғылыми жаңалығы қазіргі жағдайда қазақстандық қор нарығының тиімділігін бағалаудың теориялық

ережелері мен әдістемелік құралдарын әзірлеу болып табылады.

Кілт сөздер: қор нарығы, экономикалық өсу, құбылмалылық, қаржы құралдары, қаржы секторы, Қазақстан

Кіріспе

Қазақстан Республикасының экономикалық саясатының қазіргі заманғы парадигмасы шикізаттық бағыттан кетуді, қосылған құны жоғары салалар мен өндірістерді дамытуды, кәсіпкерлік субъектілерінің өндірістік базасын жаңғыртуды, олардың бәсекеге қабілеттілігін күшейтуді көздейді. Бұл кешенді мәселені шешу тек қаржылық ресурстарға қол жетімділікті жақсарту негізінде мүмкін болады. Нақты сектордағы қаржыландыру көздерінің тапшылығы жағдайында қаржы институттары олардың артықтығын сезінеді. Қаржы секторының артық өтімділігі сыртқы тәуекелдердің күшеюі аясында инвестициялау объектілерінің жетіспеушілігімен байланысты.

Қор нарығы қаржы құралдары – бағалы қағаздарды қолдану арқылы оның қатысушылары арасында капиталдың еркін құйылуын қамтамасыз етуге арналған. Әлемдік практикадағы қор нарығының құралдары кірістілік, өтімділік және тәуекелдер деңгейі бойынша алуан түрлілігімен сипатталады.

Сонымен қатар, республиканың бағалы қағаздар нарығының қазіргі жағдайы экономиканың даму деңгейіне сәйкес келмейді. Қаржы құралдарының тапшылығына, инвесторлардың құқықтарын қорғаудың жеткіліксіз деңгейіне, транзакциялық шығындардың жоғары деңгейіне байланысты қор нарығы өз мақсатын толық орындамайды. Авторлар республиканың қор нарығының қазіргі жағдайын, оған макроэкономикалық үрдістердің әсерін зерттейді. Жүргізілген талдау негізінде Қор нарығы тетігін жандандырудың кешенді міндеттері тұжырымдалды, сондай-ақ оны жандандыру, ҚР кәсіпкерлік субъектілерін қаржылық қамтамасыз етудегі рөлін жандандыру бойынша нақты ұсыныстар берілді.

Қазіргі жағдайда қор нарығының тиімділігін арттырудың кешенді проблемасын зерттеу оның маңызды сипаттамаларын, даму заңдылықтары мен ерекшеліктерін талдау, қазіргі шындықты ескере отырып, оның Қазақстанның экономикалық жүйесіндегі орны мен рөлін нақты анықтау қажеттілігін болжайды. Интеграциялық процестерді объективті күшейту тек мүмкіндіктерді ғана емес, сонымен қатар отандық бағалы қағаздар нарығына қауіп төндіреді.

Зейнетақы қорларын біріктіру институционалдық инвесторлардың белсенді нарығының жойылуына, бағалы қағаздар нарығындағы өтімділіктің төмендеуіне әкелді.

Осыған байланысты оның қазіргі жағдайын объективті бағалау, одан әрі дамудың бағыттары мен тетіктерін іздеу қажеттілігі артып келеді. Қаржы құралдарының тізбесін кеңейту, инвесторларды қорғаудың пәрменді тетіктерін әзірлеу, эмитенттердің корпоративтік бағалы қағаздар эмиссиясы арқылы қорландыру көздерін тартуға мүдделілігін арттыру мәселелері ерекше өзекті болып отыр.

Зерттеудің мақсаты Қазақстан экономикасын қаржылық қамтамасыз етудегі

Қазақстанның қор құралдарының рөлін күшейту бойынша ғылыми негізделген ұсынымдар әзірлеу болып табылады.

Жоба мәселелері бойынша әдебиеттерге шолу

Қаржыға деген дәстүрлі көзқарастар 1970 жылдардың басында академиялық және практикалық тұрғыдан өзінің шыңына жетті. Бұл Гарри Марковец, Джеймс Тобин және Юджин Фама сияқты экономистердің экономикалық ғылымның дамуына қосқан керемет үлесінің арқасында мүмкін болды. Дәстүрлі қаржы теориясы тұрғысынан қаржы нарықтары олардың ақпараттық тиімділігі тұрғысынан қарастырылды. Тиімді нарық гипотезасы шамамен 1960 жылы Чикаго университетінде тұжырымдалған және бұл 30 жыл бойы ең көп талқыланған теория болды, ал экономист ғалымдар алған эмпирикалық дәлелдер теорияның барлық дерлік болжамдарын растады.

Нарықтың тиімділігі - бұл сатып алушылар мен сатушыларға транзакцияның минималды шығындарымен мәмілелер жасауға барынша мүмкіндік беретін ақпараттың қол жетімділігі (нарықтың барлық қатысушылары үшін).

Тиімді нарық гипотезасы (EMH) – бұл бағалы қағаздар нарықтағы барлық ақпаратты көрсетеді деп мәлімдейтін Инвестициялар теориясы.

Тиімді қор нарығының гипотезасына сәйкес, бағалы қағаздардың нарықтық бағасы барлық қол жетімді ақпаратты көрсетеді. Бұл ақпарат барлық инвесторлар үшін қол жетімді, сондықтан кез-келген инвестор жоғары пайда табу үшін қор нарығындағы инвестициялары үшін абсолютті немесе салыстырмалы артықшылыққа ие бола алмайды.

1960 жылдардың басында американдық экономист Юджин Фама тиімді нарық гипотезасын тұжырымдады, ол мұндай нарықта кез-келген уақытта бағалы қағаздардың бағасы барлық қол жетімді ақпаратты толығымен көрсетеді, өйткені барлық сатып алушылар мен сатушылар бірдей қол жетімді ақпаратқа ие.

M. Kendall және H. Branford мәлімдемесіне сәйкес, «акциялар бағасының ауытқуы бір-біріне тәуелді емес және бірдей ықтималдық үлестіріміне ие». Сондай-ақ, В. Malkiel және R. Shiller акциялардың бағасы уақыттың кездейсоқ өзгеруін сипаттайды деп мәлімдейді: бағаның өзгеруін болжау мүмкін емес, өйткені олар тек жаңа, болжау мүмкін емес жаңа ақпаратқа жауап ретінде пайда болады.

Тиімді нарық инвесторлар кез-келген ақпараттық артықшылықтарға жауап береді деп болжайтындықтан, бағалар әрқашан нарықтағы қол жетімді ақпаратты толығымен көрсетеді. Бұл кездейсоқ серуендеуге әкеледі, онда нарық неғұрлым тиімді болса, соғұрлым бағаның өзгеруі кездейсоқ жүреді.

«Кездейсоқ кезбе» термині қаржы әдебиеттерінде барлық өзгерістер кездейсоқ болатын және алдыңғы бағалардың өзгеруіне тәуелді емес бағалардың қаржылық қатарларының өзгеретін жағдайын сипаттау үшін қолданылады. Бұл қаржылық активтер бағасының болашақ өзгерістері өткен өзгерістерге байланысты емес дегенді білдіреді. Кездейсоқ серуендеу моделі бағалы қағаздарға салынған инвестициялардың кірістерінің сериялық корреляциясы жоқ екенін және олардың

ықтималдығын бөлу уақыт бойынша өзгермейтінін көрсетеді [1].

Кездейсоқ серуендеу теориясы техникалық талдауға қайшы келеді, өйткені техникалық талдау қаржылық активтердің мінез-құлқын өткен уақыт кезеңдеріндегі деректерді пайдалану арқылы болжауға болатындығын айтады.

А. Шлейфердің айтуынша, кездейсоқ серуендеуге арналған үш негізгі дәлел бар [2]:

1. Инвесторлар ұтымды, сондықтан бағалы қағаздарды ұтымды бағалайды.
2. Кейбір инвесторлар қисынсыз, бірақ олардың мәмілелері кездейсоқ және бір-бірін жоққа шығарады.
3. Кейбір инвесторлар қисынсыз, бірақ ұтымды арбитраждар олардың бағаға әсерін жоққа шығарады.

Ю. Фама алғаш рет «барлық қол жетімді ақпарат» терминіне негізделген нарық тиімділігінің үш түрінің арасындағы айырмашылықты анықтады.

Қор нарығының жұмыс істеу мәселелері белгілі ғалымдардың еңбектерінде қарастырылды. Сонымен қатар, «қор нарығы» терминіне қатысты пікірлерде Бірлік жоқ екенін атап өткен жөн. Атап айтқанда, У.Ф. Шарп, Г. Александр және Дж. Бэйли «Инвестициялар» Қаржы нарығы мен бағалы қағаздар нарығы ұғымдарын анықтайды [3]. «Қазіргі заманғы қаржы анықтамалығы» одан да көлемді американдық басылымда бағалы қағаздар нарығы, қор нарығы және биржалық нарық ұғымдары анықталды [4].

Қор нарығы мен бағалы қағаздар нарығы ұғымдарының жалпы қабылданған сәйкестендірілуіне қарамастан, біздің ойымызша, бұл терминдерді олардың этимологиясына қарай ажыратуға болады. Ағылшын тіліндегі терминология қор нарығы үшін «stockmarket» және бағалы қағаздар нарығы үшін «securitiesmarket» ұғымдарын қарастырады. Егер «securities» – «бағалы моншақтар» – «бағалы қағаздар» сөзі борыштық қағаздарды, қаржылық туынды құралдарды (туынды бағалы қағаздарды) және т. б. қоса алғанда, фьючерстер мен форвардтар типіндегі тауар келісімшарттарына дейін қаржы құралдарының кең ауқымын білдірсе, онда «stock» термині «қатысты» дегенді білдіреді, бағалы қағаздардың тар тобына [5]. Тьюлз Р., Брэдли Э., Т.Тьюлз атап өткендей, Солтүстік Америкадағы «қор» сөзі әдетте корпорациядағы акцияларды немесе мүлікті білдіреді [6].

Рубцов Б.Б. қор нарығын акциялар нарығына, борыштық қағаздар нарығына және туынды қағаздар нарығына бөледі [7]. Бағалы қағаздар саласындағы ресейлік мамандардың бірі Я. Миркин қор нарығы мен бағалы қағаздар нарығы ұғымдары сәйкес келеді деп санайды [8]. Белгілі ресейлік ғалым Алехин Б. И. бағалы қағаздар нарығына ақша нарығын жатқызады [9].

Жалпы қазақстандық экономикалық әдебиеттерде қор нарығының тұжырымдамалық аппаратын түсіндіруде сәйкессіздік бар. В. Д. Мельников: «қаржы нарығында бағалы қағаздар нарығы маңызды орын алады, бұл бағалы қағаздардың қозғалысы арқылы жүзеге асырылатын экономикалық қатынастар. Оған қор құндылықтарының айналымына байланысты қор нарығы кіреді: корпоративті бағалы қағаздар – акциялар мен облигациялар және мемлекеттік бағалы қағаздар нарығы. «Қор нарығы» термині бастапқыда бағалы қағаздармен - қор биржасымен мәмілелер жасалған және ресімделген мекеменің атауымен байланысты».

Қазақстандық ғалымдардың көпшілігінің еңбектерінде А. А. Адамбеков [10], В.Додонов [11], К. Ж. Бертаева қаржы нарығының, оның ішінде қор нарығының қазіргі заманғы проблемаларын зерттейді. Отандық қор нарығын зерттеуге Ә.Қ. Арыстанов, Ө. Б. Баймұратов, Ө. М. Ысқақов, Н. К. Кучукова, Г. С. Сейтқасымов және т. б. еңбектері елеулі үлес қосты. Оларда авторлар қор нарығының қалыптасуы мен дамуының, негізінен макроэкономикалық сипаттағы жекелеген проблемаларына жүгінеді, бірақ аз дәрежеде корпоративтік бағалы қағаздар нарығының жұмыс істеуі, оның институттары мен инфрақұрылымының жай-күйі, сондай-ақ бағалы қағаздар нарығының құралдары арқылы қазақстандық экономиканы қаржылық қамтамасыз ету тетігі мәселелері қаралды.

Қор нарығының құрылымында оның қаржы құралдарының сипаты маңызды. Бұл мәселе ең күрделі және әртүрлі авторлардың көзқарастарында айтарлықтай айырмашылықтар тудырады. Талдау көрсеткендей, кейбір авторлар қор нарығының қаржы құралдарына жатады:

- 1) тек акциялар;
- 2) корпоративтік бағалы қағаздар;
- 3) негізгі және туынды бағалы қағаздар, сондай-ақ қаржы институттарының бағалы қағаздары.

Жүргізілген зерттеу нәтижелеріне сүйене отырып, біз қор нарығының құралдарына негізгі және туынды бағалы қағаздарды, оның ішінде мемлекеттік облигацияларды жатқызуды орынды деп санаймыз, бірақ инвестициялық қажеттіліктер үшін шығарылған бағалы қағаздар ғана.

Материалдар мен әдістер

Зерттеудің әдіснамалық негізі мынадай жалпы ғылыми әдістер болып табылады: талдау, синтез, жүйелеу, жіктеу, жалпылау, индукция, дедукция, салыстырмалы талдау әдістері. Жұмыста сонымен қатар: абстрактілі логикалық әдіс; қазіргі жағдайда қор нарығының тиімділігі мен құбылмалылығын бағалау проблемаларын анықтауға жүйелі тәсіл қолданылды.

Нәтижелер

ЕМН Қаржы нарығы бәсекеге қабілетті және инвесторлар ұтымды деген болжамдарға негізделген. Рационалдылық болжамы келесі сипаттамаларға ие. Ұтымдылықтың бірінші сипаттамасы инвестордың белгілі бір тәуекелді түсінуі және тәуекел сыйлықақысы туралы шешім қабылдауы болып табылады. Екінші Сипаттама-Бұл ұзақ мерзімді перспективада оның кірістілігіне негізделген акцияның бағасы. Сонымен қатар, бағаның өзгеруі сыртқы факторларға негізделмеген, бірақ жаңа ақпараттың түсуіне байланысты инвесторлардың мінез-құлқын көрсетеді. Бағаның өзгеруі кездейсоқ, өйткені жаңа ақпаратты болжау мүмкін емес. Төртінші сипаттама-қол жетімді ақпаратты пайдалану қажет екенін түсіну.

Сондықтан, осы сипаттамалары бар инвесторлардың ұтымды мінез-құлқы жаңа ақпарат келген сайын бағалардың тез өзгеруін қамтамасыз етеді, бірақ егер

олар өзгермесе, онда жаңа ақпарат бағаларға әсер ететіндей маңызды емес.

Алайда, акциялардың бағасы әр инвестор үшін бірдей ақпарат жиынтығын ескере отырып, акция бағасын анықтауға әсер ететін мінез-құлықтың нақты әсеріне байланысты әр түрлі болады. Бұл әртүрлі бағалаулар сауда белсенділігінің себебі болып табылады. Осы мәмілелер арқылы акциялардың бағасы нарықта теңдестірілген және әртүрлі болжамдарға негізделген.

Алғаш рет Ю. Фама [12] «барлық қол жетімді ақпарат» терминіне негізделген нарық тиімділігінің үш түрінің арасындағы айырмашылықты анықтады.

Бұл бөлу берілген басылымда эмпирикалық түрде зерттелетін нарықтың тиімділігін түсіну үшін өте маңызды. Тиімді нарықтың әрбір түрі үшін эмпирикалық растау үшін қолданылатын әртүрлі сынақтар бар. Бұл кіші бөлімде әр форманың анықтамасы ғана ұсынылады, сонымен қатар тиімділіктің әрбір күшті формасы тиімділіктің әлсіз формаларын қамтитыны атап өтіледі.

Нарық тиімділігінің әлсіз түрі. Тиімді нарық гипотезасының әлсіз түрі акциялардың ағымдағы бағалары тек өткен Баға тарихы туралы барлық қол жетімді ақпаратты толық көрсетеді деп мәлімдейді.

Қаржылық талдаушылар бағаны болжаудың кең таралған әдістерін қолданады, мысалы, болжау үшін акциялардың бұрынғы бағаларын зерттейтін техникалық талдау, сондықтан бұл ЕМН-ге қарама-қарсы, ол қор нарығындағы бағаны болжау мүмкін емес деп санайды.

Нарық тиімділігінің жартылай күшті түрі. Тиімді нарық гипотезасының жартылай күшті түрі акциялардың бағасы акциялар бағасының өткен тарихы туралы ғана емес, сонымен қатар уақыт бойынша нарық пен компаниялар туралы барлық қолда бар ақпаратты көрсетуі керек деп болжайды.

Нарық тиімділігінің әлсіз формасынан айырмашылығы, жартылай күшті форма акциялардың бағасы инвесторлар немесе брокерлер үшін қол жетімді (жария) ақпаратты талдау негізінде есептелген активтердің құнын көрсетуі керек деп болжайды. Бұл шығындар төмен және барлық акцияларға ортақ болады, өйткені оларды жүйелі және біркелкі талдайтын көптеген инвестициялық компаниялар немесе брокерлер бар. Нәтижесінде акциялардың бағасы бағалы қағаздарға әсер ететін ағымдағы және өткен айнымалылар туралы барлық қол жетімді ақпаратты көрсетеді.

Нарық тиімділігінің күшті түрі. ЕМН-тің күшті формасы қазіргі бағалар барлық қолда бар ақпаратты, мемлекеттік және жеке ақпаратты қамтиды деп мәлімдейді. «Қоғамдық ақпарат» термині өткен және ағымдағы ақпаратты, сондай-ақ акциялардың бағасына әсер ететін негізгі айнымалыларды білдіреді. Жеке ақпарат әр инвестор жоғары пайда табу мақсатында таба алатын ішкі ақпарат деп аталады. Нәтижесінде бағаларға брокерлердің немесе инвесторлардың ішкі ақпараты әсер етеді.

Жартылай күшті және күшті тиімділік гипотезасының басты айырмашылығы - сол кезде белгісіз ақпаратпен сауда жасаса да, ешкім артық пайда таба алмайды. Нарықтың күшті тиімділігінің түйсігі-нарық болашақ оқиғаларды «ашық оймен» болжайды.

Қаржы саласындағы эмпирикалық зерттеулер күшті ЕМН формасына сәйкес келмейтін дәлелдер тапты.

ЕМН-ге алғашқы сын 1970 жылдардың аяғында болды, онда эмпирикалық түрде нарық тиімділігі гипотезасына қайшы келетін көптеген оқиғалар анықталды. М. Rozeff және W. Kinney [13] жылдың белгілі бір уақыттарында кірістілік нарығының қалыптан тыс мінез-құлқын зерттеді және басқа айлармен салыстырғанда қаңтарда орташа кірістіліктің жоғары көрсеткіштерін көрсетті. Тиімді нарық гипотезасы арқылы түсіндірілмейтін мұндай қозғалыстар немесе оқиғалар қаржы нарығының ауытқулары деп аталады.

Аномалиялар - бұл қаржы нарықтарының қолданыстағы теорияларына немесе модельдеріне сәйкес келмейтін эмпирикалық нәтижелер және олар тиімсіз нарықтың көрсеткіші болып табылады. Бұл ауытқулар техникалық, іргелі және құрылымдық факторларға байланысты.

Мақаладағы қор нарығының нарықтық ауытқулары осы нарықтағы бағаның күтпеген әрекеті ретінде анықталған және активтерге баға белгілеу моделіне сәйкес болжамнан ауытқуды білдіреді. Инвесторлар нарықтық кірістен (аномальды кірістен) жоғары табыс алу үшін ауытқуларды пайдалана алады.

Қор нарықтарындағы ауытқулар нарық алған оқиғалар мен ақпаратқа жауап беру арқылы олардың тиімділік дәрежесімен байланысты. Реакция неғұрлым тез және ұтымды болса, нарық соғұрлым тиімді және аномалиялар әлсіз болады. Тиімді нарықтарда ауытқуларға тіпті төрешілер де қол жеткізе алмайды. Ғылыми қызығушылық нарық тиімділігінің үш түріндегі ауытқулардың айырмашылықтарын зерттеу болып табылады.

Тиімді нарық гипотезасы баға ауытқуларын да, алыпсатарлықты да жоққа шығаратын әділ бағаны анықтауды қамтиды. Эмпирикалық түрде барлық нарықтарда қор активтері бағасының олардың әділ құнынан ауытқуы байқалады, яғни ауытқулар пайда болады. Алайда, тиімді нарықта аномалиялар сирек кездеседі және пайда табу қиын. Нарықтың тиімділігі неғұрлым жоғары болса, нарықтық ауытқулар соғұрлым аз болады.

Тиімсіз нарықта бағаны болжау әдістерін қолдануға болады, мысалы, болжау үшін акциялардың бұрынғы бағаларын зерттейтін техникалық талдау. Ең маңызды ауытқулар тиімсіз нарықта пайда болады, олар бағалы қағаздардың баға белгілеулерінде үнемі болады және жүйелі болып табылады, сондықтан баға ауытқуларының болуы ерекшелік емес, ереже болып табылады.

Ең маңызды ауытқулар тиімсіз нарықта пайда болады, олар бағалы қағаздардың баға белгілеулерінде үнемі кездеседі және жүйелі, сондықтан бұл ерекшелік емес, ереже. Алайда, баға ауытқуларының пайда болуын және қор нарығының тиімділігінің жартылай күшті түрінде жоққа шығаруға болмайды. Жартылай күшті ЕМН нысаны акциялардың бағасы акциялар бағасының өткен тарихы туралы ғана емес, сонымен қатар нарық немесе компания туралы барлық қол жетімді ақпаратты толық көрсетуі керек деп болжайды.

Қаржы нарықтарында байқалатын нарықтық ауытқулардың көптеген түрлері бар. Алайда олардың ғылыми әдебиеттерде жіктелуі келтірілмеген. Біздің ойымызша, келесі жіктеу белгілеріне байланысты қаржылық ауытқулардың жіктелуін ұсынуға болады: қаржылық аномалияның пайда болу уақыты; қор нарығына әсер ететін факторлар; инвестордың мінез-құлқы. Біз ұсынатын жіктеуде олар үш негізгі түрге бөлінеді:

1. Күнтiзбелiк немесе маусымдық ауытқулар. Зерттеулер күнтiзбелiк кестеге байланысты акциялар бағасының ауытқуы бар екенiн көрсетедi. Көптеген эмпирикалық зерттеулер бағалардың күн мен Айға байланысты өсетiнiн немесе төмендейтiнiн атап өтедi, сондықтан менеджерлер акциялар бағасының болжамды өзгерiстерiнен пайда табуға және артық пайда табуға мүмкiндiк алады. Қазiргi ғылыми әдебиеттерде қаңтар эффектiсi, демалыс эффектiсi, дүйсенбi эффектiсi, айдың басы эффектiсi, маусымдық эффектер, Хэллоуин индикаторы сияқты көптеген күнтiзбелiк эффектiлер туралы айтылады. Ең көп талқыланатын күнтiзбелiк әсерлер қаңтардың әсерi және демалыс күндерiнiң әсерi. Қаржы нарықтарында жиi кездесетiн аномалия - бұл дамыған және дамушы нарықтарда болатын қаңтардың әсерi. Акциялардың бағасы 31 желтоқсан мен қаңтардың бiрiншi аптасы аралығында өседi, сондықтан инвесторлар акцияларды желтоқсанның аяғында төмен бағамен сатып алады және бағалар қаңтардың басында өскен кезде сатады.

Осылайша, қаңтардағы әсердiң негiзгi белгiсi-жылдың аяғында бағалы қағаздарды сатып алудың өсуi және жылдың басында сатудың өсуi. Көптеген эмпирикалық зерттеулер қаржы нарықтарындағы басқа күнтiзбелiк әсер демалыс күнiнiң әсерi екенiн дәлелдедi. Бiр апта iшiнде акциялардың кiрiстiлiгi жүйелi түрде өзгерiп отырады, бұл дүйсенбiдегi кiрiстiлiкке (ашылу бағасына) қарағанда жұма күндерi айтарлықтай жоғары кiрiстi (әсiресе жабылу бағасының жоғарылауын) көрсетедi.

Қазақстандық қор нарығындағы күнтiзбелiк аномалияларды зерттеудi талдай отырып, бiз нарықтың тиiмдiлiгiне сәйкес келмейтiн күнтiзбелiк аномалиялар негiзiнде пайда табудың дәлелi жоқ екенiн анықтадық. Екiншi жағынан, қор нарығындағы күнтiзбелiк ауытқулардың әсерi басқа қаржы орталықтарына және жалпы экономикалық циклдарға байланысты байқалады. Бұл жұма мен дүйсенбi әсерлерiнiң сәйкесiнше дүйсенбi мен сәрсенбiде нелiктен көрiнетiнiн түсiндiредi.

2. Негiзгi ауытқулар. Бұл жағдайда нарықтың тиiмсiздiгi бағалы қағаздардың құнына әсер ететiн сапалық және сандық факторларды зерттейтiн қаржы нарықтарын iргелi талдау процесiнде анықталады.

Инвесторлар өсiп келе жатқан компаниялардың болашақ кiрiстерiн асыра бағалайды және компания көлемiнiң әсерi деп аталатын iрi компаниялардың болашақ кiрiстерiн жете бағаламайды. Компания көлемiнiң әсерi шағын компаниялардың (өсiп келе жатқан компаниялардың) өсу мүмкiндiктерi көбiрек және тұрақсыз бизнес ортасы бар. Нәтижесiнде, олар iрi компанияларға қарағанда акциялардың бағасы төмен және болжамды (болжамды) бағаға ие.

Бiрнеше жұмыста iргелi ауытқулардың әртүрлi түрлерiнiң дәлелдерi келтiрiлген. S. Basu өзiнiң зерттеуiнде төмен коэффициенттi (P/E) портфельдер жоғары коэффициенттi (P/E) басқаларға қарағанда жоғары кiрiстер әкелетiнiн анықтады. E. Fama және K. French, дивидендтiк кiрiстiлiгi жоғары акциялар нарықтан озып, көп пайда әкелетiнiн көрсеттi.

Екi модель осы ауытқулардың болуы туралы практикалық түсiнiктеме бередi: бiрiншiсi-капиталды бағалау моделi (CAPM), ал екiншiсi - Fama-French үш факторлы моделi және оның кеңеюi.

3. Мiнез-құлық ауытқулары. Нарықтық ауытқулардың үшiншi категориясы-

бұл мінез-құлық ауытқулары немесе әсер момент (тренд әсері), бұл инвесторлардың мінез-құлқымен байланысты. Идеясы сәт бұл баға тенденциясы өз бағытын өзгертпейді және акциялар бағасының өсуі немесе төмендеуі, содан кейін бағаның одан әрі өсуі немесе төмендеуі ықтималдығы жоғары.

Тиімді нарықтық гипотеза бойынша акциялар бағасының өсуі сұраныс, ұсыныс немесе жаңа ақпарат сияқты нарықтардың іргелі факторлары өзгерген жағдайда ғана орын алады. Импульстік әсердің пайда болуы когнитивті бейімділіктермен және бағаға жаңа ақпаратты енгізбейтін инвесторлардың иррационалды мінез-құлқымен түсіндіріледі.

Мінез-құлық ауытқуларының психологиялық және әлеуметтік факторларға байланысты жіктелуін үш топтан көрсетейік:

- аномалияны эвристикалық жеңілдету, ол ақпаратты өңдеу қателеріне негізделген; аномалияларды тудыратын эмоциялар инвестордың қазіргі эмоционалдық жағдайына байланысты иррационалды шешімдердің нәтижесінде пайда болады;

- нарық субъектілерінің жаппай психологиясы басым болған кездегі әлеуметтік әсер.

Нарық тиімділігінің нысандары туралы экономистердің пікірлерін зерттей келе, ұлттық бағалы қағаздар нарығы бір емес, бірнеше формада тиімді болуы мүмкін деген қорытындыға келуге болады. Мысалы, өтімділік шоғырланған «көк фишкалар» қорлар тиімділіктің жартылай күшті формасына ие болуы мүмкін, ал екінші деңгейлі қорлар әлсіз формаға ие болуы мүмкін. Сондай-ақ іс жүзінде тиімділікті талдау мінез-құлық аспектілерін зерттеуден оқшаулау мүмкін емес деп айтуға болады..

Қор нарығын дамыту қажеттілігі экономика мен әлеуметтік саланы қаржыландыру, елдегі ақша айналымын реттеу үшін қосымша қаржы ресурстарын іздеумен байланысты. Қор нарығын дамытудың негізгі мақсаты – ел экономикасын тиімді реттеуге жәрдемдесу, нарықтық экономиканың барлық субъектілерін белсендіру негізінде қаржылық тұрақтандыруды және экономикалық өсуді жеделдету [14].

Сонымен қатар, интеграциялық процестерді дамытудың қазіргі тенденциялары, сыртқы тәуекел факторларының өсіп келе жатқан әсері, нақты сектордың қажеттіліктерін қамтамасыз ету үшін қаржы нарығы құралдарының дамуының жеткіліксіз дәрежесі экономиканы қаржылық қамтамасыз ету тетігі ретінде қор нарығын жандандыру проблемасын жаңа жолмен қояды. Қор нарығын дамытудың жаңа кезеңінің негізгі міндеттері экономиканың нақты секторына инвестициялар тарту үшін жағдайлар жасау және инвесторлардың құқықтарын қорғау болып табылады.

Экономикалық теория саласында инвестициялық процесс және қор нарығы оның маңызды тетігі ретінде экономикалық өсуге және қоғам кірістерін қайта бөлуге әсер етудің күрделі мәселелерін тудырады. Экономиканы дамытудың әрбір жаңа кезеңінде оларды шешудің жаңа жолдары мен әдістерін табу қажеттілігі туындайды [15].

Қазақстан үшін аса маңызды міндет макроэкономикалық тепе-теңдік пен қазіргі кезеңнің талаптарына барабар нарықтық экономика жүйелері мен

тетіктерінің жұмыс істеуі үшін жағдайлар жасау болып табылады. Экономикалық жүйе мен қаржы-несие левередждерінің динамикалық тепе-теңдігі салыстырмалы түрде тұрақты болуға және сыртқы экономикалық жағдайдың ауытқуына тәуелді болмауға арналған [16]. Ол үшін инвестицияларды тартудың түрлі көздері мен тетіктерін, оның ішінде бағалы қағаздар нарығын дамыту арқылы барынша тиімді пайдалану қажет. Дамыған елдерде бағалы қағаздар нарығы қаржы нарығының ең серпінді сегменті болып саналса, қазіргі уақытта қазақстандық қор нарығының даму деңгейі ұлттық экономиканың қажеттіліктеріне сәйкес келмейді.

Бұл бірқатар факторларға байланысты:

- нарықтық қатынастардың пайда болуы жағдайында қаржы нарығының қалыптасуының өзіндік ерекшеліктері;
- қаржы құралдарының тапшылығына байланысты аспаптық;
- нарық қатысушыларының да, тұтастай алғанда тетіктің де жұмыс істеуінің төмен тиімділігімен байланысты инфрақұрылымдық.

Бүгінгі таңда қаржы нарығы жаһандық қаржы-экономикалық тұрақсыздықтың бір бөлігі болып табылады, оның шығу тегі Қазақстаннан тыс жерлерде кездеседі [17]. Соңғы онжылдықтарда республика экономикалық тұрғыдан күшейіп, көптеген позициялар бойынша әлемдік нарықтарға сәтті интеграцияланды, атап айтқанда, банк жүйесінің әлемдік қаржы жүйесіне интеграциялануының жоғары дәрежесін атап өткен жөн. Бұл ретте аталған интеграция процесі сыртқы қарыздардың шамадан тыс өсуімен және соның салдарынан ұлттық экономиканың сыртқы тәуекелдерге осалдығының артуымен қатар жүргенін атап өтуге болмайды.

Қазіргі жағдайда қаржы секторының даму бағыттары жаһандық ауқымда болып жатқан өзгерістерді ескеруі тиіс. Интеграциялық процестердің күшеюі аясында Ұлттық қаржы нарықтарын реттеуге келісілген бірыңғай тәсілдер әзірленуде (Базель III, SolIII, Sol, SOLSOLVENCY II стандарттары). ҚР және оның қаржы нарығы әлемдік үрдістерден тыс қалмайды. Үздік халықаралық практика мен реттеу стандарттарын белсенді енгізу жүріп жатыр.

Қаржы секторын дамытудың 2030 жылға дейінгі қабылданған тұжырымдамасына сәйкес ЭЫДҰ стандарттарын қоса алғанда, үздік халықаралық стандарттар негізінде бәсекеге қабілетті қаржы секторын құру және оның экономикадағы ресурстарды қайта бөлудегі тиімділігін арттыру мақсаты қойылады. Бұл тапсырмаға бірнеше кезеңде қол жеткізу керек. Эмитенттердің экономикалық мүдделерін іске асыру бағалы қағаздарды алғашқы иелеріне орналастыру арқылы бастапқы қор нарығында жүзеге асырылады. Эмиссиялық бағалы қағаздарды шығаруға рұқсатты уәкілетті мемлекеттік орган береді. Осы кезеңде эмитент өзіне қажетті инвестициялық ресурстарды алады. Әдетте, бағалы қағаздарды алғашқы сатып алушылар Қор нарығында дилерлік қызметті жүзеге асыратын ірі инвестициялық компаниялар болып табылады. Қазақстан Республикасында алғашқы сатып алушылар ретіндегі ең үлкен рөл жинақтаушы зейнетақы қорлары, сақтандыру компаниялары, инвестициялық қорлар, коммерциялық банктер тұлғасында кредиттік-қаржы институттарына берілген.

Бағалы қағаздардың қайталама қор нарығының негізгі мақсаты инвесторлардың мүдделерін жүзеге асыруға мүмкіндік беретін өтімді бағалы

қағаздар нарығын қолдау болып табылады. Бұл жағдайда инвестордың кез-келген уақытта меншікті бағалы қағаздарды нарықтық құны бойынша сату мүмкіндігі бар. Осылайша инвесторлардың уақытша бос ақшаны инвестициялау құралы ретінде қор нарығына деген сенімі сақталады.

Қазақстан Республикасының заңнамасында көрсетілген бағалы қағаздар нарығының негізгі идеологиясы мынадай қағидаттарда жатыр:

- әрбір әлеуетті инвесторға қолжетімді бағалы қағаздар эмиссиясының барлық түрлері туралы толық және сенімді ақпарат;
- клиенттің қаржылық әл-ауқаты байланысты болуы мүмкін бағалы қағаздар нарығына қатысушылардың біліктілігі.

Қорытынды

Мақалада жүргізілген талдауға қажеттілік дамыған экономикалық жүйелері бар елдерде және дамушы экономикасы бар Қазақстанда нарықтың тиімділігін тестілеу құралдарының ерекшелігіне байланысты болды. Мақалада қор нарығының тиімділігі гипотезасының мазмұндық сипаттамалары қарастырылып қазақстандық қор нарығының тиімділігін тестілеуге жаңа тәсіл ұсынылды.

Зерттеудің қорытындысы ретінде қазақстандық қор нарығы үшін оның тиімділігін бағалау әдістемесін өзектендіруге болады. Негізгі алғышарт: қаржы нарықтарының қазіргі жағдайын зерттеу үшін оларды талдау, біздің ойымызша, олардың тиімділігін бағалаудан басталуы керек. Қор нарығының тиімділігін бағалау қор нарығында корпорациялардың инвестициялық және қаржылық стратегияларын құрудың бастапқы нүктесі болып табылады.

Мәселені зерттеу логикасы: қор нарығы тиімділігінің нысандары арасындағы өзара байланысты анықтау, ауытқуларды жіктеу, акциялар мен облигациялар нарығындағы тиімділікті бағалаудың теориялық аспектілерін салыстырмалы талдау, Қазақстандағы қор нарығының тиімділігіне әсер ететін факторларды анықтау, қор нарығындағы тиімділік пен құбылмалылықты бағалаудың әдістемелік негіздері.

Бірінші кезеңде қор нарығының тиімділігі гипотезасының мазмұндық сипаттамалары талданды және «қор нарығының аномалиясы» ұғымын қор нарығының тиімсіздігінің белгісі ретінде түсіндіру бөлігінде нарық тиімділігінің үш нысаны арасындағы айырмашылықтар анықталды, бұл автордың пікірінше, тиімділік дәрежесіне байланысты қаржылық активтерге баға белгілеу мен бөлудің негізін құрайды.

Сонымен қатар, қаржылық ауытқулардың сипатына қарай жіктелуі ұсынылған, онда үш категория бар. Акциялар мен облигациялар нарығындағы тиімділікті бағалаудың теориялық аспектілерін салыстырмалы талдау негізінде қор нарығының тиімділігіне әсер ететін факторлар жүйесі анықталды.

Қаржы нарықтары теориясындағы өзекті мәселе Қазақстан Республикасындағы қор нарығының тиімділігін бағалау үшін қазіргі заманғы эконометрикалық модельдер негізінде оны тестілеудің тиімді құралдары қажет болып табылады.

Отандық және шетелдік әдебиеттерде бұл мәселелерді шешудің көптеген

ғылыми тәсілдері ұсынылған, олардың артықшылығы ғылыми теориялық тұжырымдамаларды ғана емес, сонымен қатар нақты жұмыс істейтін модельдерге көшуге мүмкіндік береді.

Пайдаланылған дереккөздердің тізімі

1. Fama, E. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance / E. Fama // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – Vol. 49. – Issue 3. – P. 283–306
2. Shleifer, A. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*. (Clarendon Lectures in Economics) / A. Shleifer. – Oxford : Oxford University Press, 2000. – 224 p.
3. Sharp U., Aleksander G., Beyli Dzh. (1998) *Investitsii [Investments]*. М.: INFRA-M, p. 975
4. *Handbook of modern finance*. Editor d.e. Logue. Warren, Gorham, Lamont. – Boston – New York. – 1984, p. I-32
5. Aarons M., Ender V., Wilkinson A. *Securitization Swaps: A Practitioner's Handbook*. – January, 2019, p. 232.
6. Tyulz R., Bredli E., Tyulz T. (1997) *Fondovyy rynek [Stock Market]*. М.: INFRA-M, p. 3
7. Рубцов Б.Б. *Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования*. – М.: ИНФРА-М, 1996. – С. 17
8. Миркин Я.М. *Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития*. – М.: Альпина Паблишер, 2012. – С. 91
9. Алёхин Б.И. *Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции*. – М.: Финансы и статистика, 2014. – С. 6.
10. Адамбекова А.А. *Финансовый рынок Казахстана: становление и развитие*. – Алматы, 2007. – 118 с.
11. Додонов В. *Казахстанский фондовый рынок в условиях глобального финансового кризиса* // *Аналитический журнал «Рынок ценных бумаг Казахстана»*. – 2008. – № 12. – С. 29
12. Fama, E. F. *Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds* / E. F. Fama, K. R. French // *Journal of Financial Economics*, University of Chicago. – 1993. – Vol. 33. – P. 3–56
13. Rozeff, M. *Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns* / M. Rozeff, W. Kinney // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3. – No 4. – P. 379–402
14. Brandimarte P. *An Introduction to Financial Markets: A Quantitative Approach*. – October, 2017, p. 84
15. *FIA Annual Global Futures and Options Volume: gains in North America and Europe offset declines in Asia-Pacific*. – 2016, p. 81, www.fimag.fia.org
16. Buitron C., Vesperoni E. (2015) *Spill over Implications of Differences in Monetary Conditions in the United States and the Euro Area*. *International Monetary Fund*, p. 112
17. *Overview of Dow Jones Averages (2016)* p.12, www.djaverages.com

Information about the authors

***Dana A. Kulanova** - corresponding author, Candidate of Economics, Associate Professor, Professor of the Department "Management and Marketing" of the NPJSC M. Auezov South Kazakhstan University, Shymkent, Kazakhstan. E-mail: k_dana_a@mail.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9188-5243>

Perizat B. Sarsenbekova - master's student, NPJSC M. Auezov South Kazakhstan University, Shymkent, Kazakhstan. E-mail: perizat.sarsenbekova.00@bk.ru

Ermek Tashov - master's student, NPJSC M. Auezov South Kazakhstan University, Shymkent, Kazakhstan. E-mail: tashov@bk.ru

Авторлар туралы мәліметтер

***Құланова Д.А.** - автор корреспондент, э.ф. к., қауымдастырылған профессор, "Менеджмент және маркетинг" кафедрасының профессоры. М. Әуезова ат. Оңтүстік Қазақстан университеті КЕАҚ, Шымкент, Қазақстан. E-mail: k_dana_a@mail.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9188-5243>

Сәрсенбекова П. - магистранты, М. Әуезова ат. Оңтүстік Қазақстан университеті КЕАҚ, Шымкент, Қазақстан. E-mail: perizat.sarsenbekova.00@bk.ru

Ташов Е. – магистранты, М. Әуезова ат. Оңтүстік Қазақстан университеті КЕАҚ, Шымкент, Қазақстан. E-mail: tashov@bk.ru

Сведения об авторах

***Куланова Д.А.** - автор корреспондент, к.э.н., ассоциированный профессор, профессор кафедры «Менеджмент и маркетинг» НАО Южно-Казахстанский университет им.М.Ауэзова, Шымкент, Казахстан. E-mail: k_dana_a@mail.ru, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9188-5243>

Сәрсенбекова П.Б. - магистрант, НАО Южно-Казахстанский университет им.М.Ауэзова, Шымкент, Казахстан, E-mail: perizat.sarsenbekova.00@bk.ru

Ташов Е. - магистрант, НАО Южно-Казахстанский университет им.М.Ауэзова, Шымкент, Казахстан. E-mail: tashov@bk.ru