

ҚАРЖАУБАЕВА О.Ж.

***ЗЕЙНЕТАҚЫ ҚОРЫНДАҒЫ
ҚАРЖЫЛЫҚ МЕНЕДЖМЕНТ***

Оқу құралы



2010

УДК 005(075.8)
ББК 65.290-93 я73
Қ 41

Рецензенты: **д.э.н., профессор Искаков Ұ.М.**
э.ғ.к., проф. Джолдасбаева Г.Ө

Қаржаубаева О.Ж.

Зейнетақы қорындағы қаржылық менеджмент: Оқу құралы. – Ақтау, Ш.Есенов КМТЖИУ, 2010. – 123 стр.

ISBN 978-601-226-093-9

Оқу құралында зейнетақы жүйесінің және зейнетақымен қамтамасыз етудің теориялық сұрақтары қарастырылған. Жинақтаушы зейнетақы қорларының қалыптасуы және дамуы, сонымен қатар ЖЗҚ-ның қаржысын басқару мен шетел тәжірибесінің зейнетақы жүйесінде алатын орынындары айқын көрсетілген. Сонымен қатар, қаржылық менеджменттің ролі, зейнетақы қорларында корпоративтік басқарудың кемшіліктері мен болашақтары қарастырылған. ҚР-дағы зейнетақы қорларына бағалар берілген.

Оқу құралы экономикалық жоғарғы оқу орындарының оқытушылар мен студенттеріне арналған.

Басылымға Ш.Есенов КМТЖИУ оқу-әдістемелік кеңесімен келісілген
« _____ » _____ 2010ж. Хаттама № _____

ISBN 978-601-226-093-9

© Қаржаубаева О.Ж.
© Ш.Есенов КМТЖИУ, 2010

КІРІСПЕ

Нарықтық қатынастардың ҚР-дағы қалыптасуы, қаржылық банктік жүйенің дамуына, жеке кәсіпкерлердің талап ету принциптері бойынша: өте жақсы ұйымдық-әкімшілік әдіспен кәсіпорынды басқару. Нақтылы уақытта бұл қаржы менеджментінің негізгі қызметінің, мәнінің жоғарылауына себепші болды және қаржылық жинақтаушы зейнетақы қорының жеке меншігін басқару, қаражаттарды басқару макро деңгейде қалай болса, микро деңгей де солай болады.

Қатаң шарттарда бәсекелестік өнерді басқару үлкен шараларда әрбір компанияның ішкі қолданысында шоғырлануы, экономикалық дәлелдеуде қолданылатын шаруашылық шешімдер екені белгілі.

Нарықтық экономикалық елдерде осы облыстағы бұрын жинақталған белгілі тәжірибелерді зерттеу және қолдану әрбір отандық кәсіпкерлердің дамуына позитивтік ықпалын тигізеді, әсіресе оны қаржы нарығында көрсетеді. Жалпы бүтіндей алғанда халықаралық стандарттардағы бухгалтерлік есеп беру жүйесінің көрсеткіштігі белгілі шаралар сәйкестігімен шетелдік ғылыми жетістіктерді пайдалану, бірақ жеңіл және облыстағы қаржылық менеджмент тәжірибесі шетелдік тәжірибені жақсылап игеруді қажет етеді. Бұл проблеманың бәрі Қазақстанның зейнетақы нарығына әсерін тигізіп, бүгінгі таңда елдегі қаржы нарығында ең жақын болашақта маңызды орын алады. Зейнетақы нарығы үшін басты бизнес сатысының дамуына мінездеме: қалыптасу процесі, нарық қатысушыларының санының артуы, түзету режимдерін күшейту, бәсекелестікті күшейту, капиталды топтастыру. 2003 жылы басталған басты екі фактормен байланысты зейнетақы активінің табысының төмендеу процесі – қор нарығындағы бағалы қағаздардың барлық категориясының жалпы табысының төмендеуінен және теңгенің долларға қатынасын нығайтуды жалғастыруды алдын-ала болжап бағалауға болады. Бұндағы басты себеп – ол экономикалық беталыстың қызып кету салдарынан қаржылық ресурстарды арзандатуды жалғастыру. Бүгінгі таңда зейнетақы нарығындағы ең басты ахуал ақпараттың шынайылығын жоғарлату, либерализациялық нарық түгелімен инвестициялық қызметтің Жинақтаушы Зейнетақы Қоры (ЖЗҚ) және олардың жеке кәсіпорындарын басқару. Зейнетақы нарығындағы ең басты менеджменттік мәселелерді шешу жолдары – инвестициялық – қазіргі кезде көптеп кездеседі: әр түрлі схема түрінде, механизм және құрал-жабдықтардың экономикалық дәйектілігі есебінде және тәуекелге бару негізінде. Зейнетақы активтерін инвестициялау сферасын жоғарылату үшін лайықты жинақталған қолдауларда пайда болған жағдайлардан шығу

жолдарын ұсынуға қолайлы әдістерді ойлап табуға толықтай рұқсат етіледі. Бірақ, қаржылық менеджменттің өзіндік активтік қорында азды-көпті нәтижиелі сұрақтар туындайды. Соңғы екі жылда пайданың былай маңызды өсуі комиссиялық сыйақымен пара-пар келуіне назар аудартады, өзіндік қор активтері қандай болса, инвестициялық табыс та солай болады.

Бүгінгі таңдағы зейнетақы қорында бастысы корпоративті басқару дәрежесіндегі сұрақтар акционерлік түрдегі қиын бизнес құрылымы корпоративті менеджментте жаңа техниканы пайдалануды қажет етеді. Одан басқа ҚҚК-нің жинақтаушы зейнетақы қоры үшін қолданылатын пруденциалдық нормативтердің қатаңдығын күшейтуді реттеу зейнетақы активінің табыстылығының қатынасын және қордың өзінің табыстылығының қатынасын және қордың өзінің табысына бағыныштылығын және де зейнетақы қорындағы қызметтердің қорытынды мағынасын көрсету. Барлық жоғарыда айтылғандар Қазақстандағы ЖЗҚ-н жетілдіру менеджментінің ерекше өзекті тереңдетілген мәселелерін зерттеуді көрсетеді.

Өзіндік зейнетақы нарығының теориялық аспектілер қызметтілігі біздің елімізде жеткілікті тереңдетіліп оқытылған. Алайда зейнетақы қорларының қызметінде қаржылық менеджмент сұрақтарына тіптен көңіл бөлінген жоқ. Басқаруды жетілдірудегі көптеген сұрақтар қордың құрылымымен және зейнетақы активтерінің инвестициялық портфелінің сапасымен жанасады. Капиталдың құндық бағасын талдау сұрақтарына және капитал құнының теориясының дамуына Э.Бернстайынның, Дж.Ван Хорнның, Р.Брейлидің және С.Майерстің, М.Эрхардтың, Ю.Бреигхэмнің және Н.Гапенскидің, У.Шарптың, С.Александрдың, М.Бредлидің, Т.Коуплендтің, Т.Колердің және А.Маркустың, ДЖ.Милгромның, В.В.Ковалевтің, Е.Стойнованың, Т.В.Теплованың, С.В.Валдайцевтің жұмыстары ерекше үлес қосты. Алайда бұл жұмыстардың бәрінде қарапайым бизнес-компаниялар үшін қаржылық менеджменттік кепілдемелер көрсетілген және қарастырылған, сол уақытты зейнетақы қорларының өз қызметтерінде ерекше өзгешеліктер бар.

Қазақстанның ЖЗҚ-ы қызметінің қаржылық менеджментін жетілдіру бағыттарын ойлап табу оқу құралының мақсаты болып табылады. Қаржылық менеджменттің теориялық және практикалық аспектілерін талдау негізінде олардың нық дамуын мақсатты қамтамасыз ету, әлемдік тәжірибеде зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесін ұйымдастыру. Бұл мақсатқа жету үшін келесі талаптар қойылған:

- ЖЗҚ-н қаржылық менеджменттегі өзгешелігін дәйектеу және анықтау;
- Қордағы қаржылық менеджменттің методологиялық әдістерін дәйектеп және олардың қолданыстағы нәтижелерін көрсету;

- Қазақстандағы зейнетақы нарығында және зейнетақы қорында функционалдық талдаулар жүргізу;

- Шетел тәжірибесінде зейнетақымен қамтамасыз ету, оның қаржылық менеджментін ұйымдастыру жүйесіне баға беру және қарастыру, позитивті тәжірибені қолдану мүмкіндігіне кепілдеме беру, елдегі қаржылық менеджменттің сапасына және дәрежесіне ықпалын тигізу;

- Қазақстандағы қазіргі шарттағы экономикалық даму ЖЗҚ-дағы қаржылық менеджментте жүзеге асырылатын нақты бағыттар ұсыну.

Зерттеу объектісі: ҚР-ның ЖЗҚ-ы.

Зерттеу заты: Қазақстандағы ЖЗҚ-ның қаржылық менеджменттегі ұйымды жетілдіру процесінде туындайтын әлеуметтік-экономикалық қатынастар жиынтығы.

Зейнетақы қорының қаржылық менеджментінің теориялық, методологиялық және ақпараттық базасын отандық және шетелдік ғалымдардың зейнетақымен қамтамасыз ету тақырыбындағы диссертациялық зерттеу еңбектері құрады.

Статистикалық деректерді зерттеуде көмектескен ақпараттық база ҚР-ның еңбек және әлеуметтік қорғау министрі, ҚР-ның қаржы министрі, ҚР-ның статистика жөніндегі агенттігі, ҚР- қаржылық ұйымдар және қаржы нарығын қадағалау және реттеу агенттіктері, ҚР-ның Ұлттық Банкі, отандық және шетелдік әдебиеттеріндегі басылып шыққан статистикалық деректер және ЖЗҚ-ң Қазақстандық қаржылық есептемелері. Методологиялық негіз есебінде Қазақстан Республикасы Үкіметінің нормативтік құжаттары және заңдылықты растау құжаттарын және елдегі зейнетақымен қамтамасыз етуді дамытуда ресми бағдарламалық құжаттарды пайдаланады.

ТАҚЫРЫП 1

Зейнетақы қорларының қаржылық менеджментінің теориялық негізі

Қазақстан Республикасындағы нәтижелі қаржылық менеджмент тәжірибесі, объективті экономикалық өтпелі кезең қиыншылықтарымен кездесіп, кемеліне жетпеген нормативті-құқықтық база және әлі де жеткіліксіз деңгейдегі мамандар дайындығы әзірге даму барысында. Қаржылық менеджмент кәсіпорынның қаржысын басқару өнері секілді, жинақтаушы нарықтық экономикамен қымбат арсеналдық әдістерді пайдаланып, отандық тәжірибедегі шаруашылыққа сенімді кіре алады. Оның, әсіресе зейнетақы қоры үшін өзекті, елдегі ерекше қызметті жүзеге асыру тек қана қаржы нарығында ғана емес, сонымен қатар Қазақстанның әлеуметтік және саяси сахнасында да нәтижелі дамуында. Бұл ұштастыру атап айтқанда зейнетақы реформасының жетістігін осы уақыттағы және болашақтағы зейнетақымен қамтамасыз етуде үкіметтің қабылдаған мемлекеттік бағдарламаларының дұрыстығын анықтайды.

Қазіргі жағдайда компанияның капиталын басқаруда, оларды өңдеу мінездемелері басты зерттеу алады. Қаржылық есеп беруді пайдаланушылар оның деректерін компанияның құнының бағалары мақсатында пайдалануға тырысады. Алайда байланыс қасиетімен есептесу, есеп беру күнінде компаниясының қаржылық жағдайындағы бағаға әсер етеді, ал оның баланстық құны бірдей баға құны есебінде қабылдауы мүмкін емес. Осы немесе басқа да капиталдың берілген бағалары қазіргі қаржылық есеп беруде ақпаратпен қамтамасыз ету облысында бар психологиялық үзілулерді қабылдау жағдайларды талдауды айқындайды. Құндық факторға талдау жасаған кезде шынайы басылған көрсеткіштер жетіспеушілігімен кездесеміз, осының негізінде есептеулер жасалып және салыстырулар жүргізіледі. Үлгілерде көрсетілген көптеген өте үлкен прогрессивті табысқа негізделген көрсеткіштер, тектен тек дәстүрлі есеп беруде пайдаланылды деп

есептелмейді, себебі олардың есептемелері үшін ақпарат онда көрсетілмейді. Сонымен қатар, қазіргі уақытта капиталдың құндық факторлар бағасына басқа да көптеген әсер етулер бар. Көптеген есеп беру жүйесінің барлық әдістерге икемді бола бермеуі мүмкін, сондықтан оның өзі нарықты түгелімен ақпарат қажеттілігімен қамтамасыз ететін әмбебап және қатаң анықталған тетіктерден тұрады. Есеп берудің нақты көрсеткіштері өте үлкен сынмен көрсетілген дәстүрлі есеп беру баға қаражаттарымен қамтамасыз етілуі тиіс. Алайда бұл көрсеткіштер шын мәнінде құнның сапалық талдау факторларының тек қана маңызды элементін көрсетіп, капитал құнын өте бірдей бағада қамтамасыз етеді. Қазіргі таңда капиталдың құндық бағасына белгілі жұмыстар шеңберінде аналитикалық процедураларға душар болатын жүйелік факторлар жасалып құрастырылуда. Бұл жүйелер нақты көрсеткіштердегі экономикалық дәреженің шағылысуының белгілі қағидасына негізделеді. Алайда, ең үлкен факторлық баға осы жүйені пайдаланып, белгілі уақытқа жазып қойылған есеп беруге сүйенеді. Бұндай әсер ету нәтижелік бағаны және комплекстік қаржылық талдаулар жүргізілгеннен кейін қолданушылар қажеттігін толық түрде қамтамасыз етеді, бірақ капиталдың құндық бағасы керек кезде тез арада қиындықтар қатары пайда болады. Бұл байланыс капитал мәнін түсінуде қайта мағынылауды қажет етеді. Капитал категориясы «актив» және «мүлік» ұғымдарының синтезіне баламалы емес екендігі белгілі. Капитал – бұл элементті шығару көрсеткіші.

Бағалы қағаздар нарығында акциялары еркін айналыста болып, жоспарланатын барлық компаниялар өз акционерлері үшін құнды жасау қажеттілігімен ұшырасады. Қор нарығы Қазақстанда әлі дамымағандықтан, бұл сұрақтар Қазақстандық қор нарығы үшін өзекті болмауы мүмкін. Алайда бұл бизнестегі жұмысшылар алдында болашақ тұр, және оған күмән келтіруге болмайды. Тіпті қазір көптеген отандық ЖЗҚ-ы өзінің нарықтық бағасы үшін максимизациялаулық бағытты өзіне алды. Бизнес бағасында тұрақты механизмдердің жоқ болуы бұл жолдағы басты кедергі болып отыр. Отандық ЖЗҚ-ның менеджерлері үшін бұл негізгі сұрақтардың қорытындысы компанияның құнын жасау не үшін керек немесе керек па деген емес, оны қалай құрастыру керектігінде. Бұл ең әуелі зейнетақы қорының реттеу қызметіне енгізілген пруденциалдық нормативтерді өзгертумен байланысты. Компания құнының максимизациясын хабарлайтын қаржылық менеджментінің әр түрлі әдістері бар. Олардың кейбіреулері тез нәтижеге көзделген, басқалары менеджерлерінің көпжылдық бағдарламалық жаңаруды енгізу дайындығын талап етеді. Біреуін пайдалану үшін үлкен

массивте көрсеткіштер және дамыған есептік ақпараттық жүйені қажет етеді, ал басқаларын пайдаланғанда аз ғана көлемді ақпаратпен де болады.

Нарық жағдайында меншікті құрылымдар өзгеріп отырады. Бұрын бар болған мемлекеттік монополиялық меншік, енді тек меншіктің бір түрі болды. Егемендік жылдар өзінің позитивті нәтижелерін сол жылдардағы қиындықтарға қарамастан береді. Компанияның қызметінің нәтижелілігі көптеген меншік иесін қызықтыратын болды, сондықтан олар өз қаражаттарын салады. Зейнетақы нарығы әлі жас, сондықтан бәсекелестік күресте өзінің ерекшеліктері бар. ЖЗҚ-да табысты жұмылдыру үшін маркетингтік зерттеулер жүргізеді, нарық конъюктурасын оқиды. Өзінің қызметін өз бетімен жоспарлайды, өз салымшыларын табады. Осының нәтижесінде олар да бір жағынан нақты өз нәтижесінде оларда, бір жағынан зейнетақы қоры акционерлік компания ретінде өз қаражатын салғандарға, енді салатындарға тиісті ақпаратты жеткізуі қажет. Сонымен елдегі зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесінде іске асырылатын субъективті қарым-қатынас зейнетақы қорының өзінде де қызметінің дұрыстығы жөнінде мемлекеттің алдында есеп беру үшін сақталуды жалғастырады.

Қаржыны басқару өнері қазіргі жағдай да компанияны басқаруда елдің және қоғамның азғантай бөлігі, жанұя секілді маңызды атрибуттың бірі болды. Қаржылық менеджмент экономикада сонымен қатар макроқаржымен және портфельдік инвестицияда қаржылық ағым жағдайын қарастыруда бөлек жолға бөлініп шыққандығын ескеруіміз маңызды. Қаржылық менеджмент сұрақтары ғылыми және оқу әдебиеттерінде нақты активтерді инвестицияландыруда және өндірістік компанияның қаржылық қайнар көзін қалыптастыру сұрақтарына дейін таралады. Одан басқа қаржылық менеджмент жинақтарын қарастыру әсіресе қаржыны басқару сұрақтары математикалық есеп берумен қосылса ол қаржылық математика позициясында да кездеседі. Бұл әдісті дұрыс емес деп айтуға болмайды, бірақ ол оның қызметінде қабылданған субъектілік қаржылық шешімдерге шек қояды. Қаржыландыру көздерінің әр түрінің арасында таңдау жасау, инвестициаландыру құралдарының нұсқалары шынайы және қаржылық активтер коммерциялық өнеркәсіп үшін біртұтас ережеден құрылса, қаржылық институттар үшін де дәл солай. Сондықтан негізгі қаржылық менеджмент үшін, нарықтың барлық қатысушылары үшін кепілдеме құрады, құрылған шешімі бойынша белгісіз жағдайларда, тәуелікелдікті, асимметриялық ақпараттарда, қабылданған шешімдер мен алшақтаулар болады.

Мұндай жағдайда ағылшын сөзінің сөзбе-сөз аудармасына еретін болсақ, «менеджмент» (басқару), онда қаржылық менеджмент – бұл

қаржыны басқару, ақша айналымын қалыптастыруды және компанияның қаржылық ресурстарын пайдалануды басқару кезеңі. Бұл сол формадағы жүйе әдістері мен тәсілдері, солардың көмегінен, ақша айналымын басқаруды және қаржылық ресурстарын жүзеге асырады. Біздің атап өткеніміз жөн, «қаржылық басқару» термині қаржылық менеджментке сәйкестігі әлдеқайда белгісіз болады, себебі қаржылық басқару көптеген маманданған аумақтарды басқарудың бір әдісі болып табылады. Ол қаржылық басқарудың барлық әдістерін қамтымайды

Жүз жыл кезеңінде өмір сүрген қаржылық менеджмент қарастыратын жағдайлар тізімін едәуір кеңейтті – егер пайда болған жағдайда ол әсіресе жаңа фирма және компания құрудағы қаржылық сұрақтар, қазіргі уақытта ол барлық тәжірибелік бағытта өзіне енгізеді. Соңғы жылдары қаржы міндеттеінің бірқатар проблемалары білім облысында өзінді қатысты қаржылық талдауда, инвестициялық менеджментте, тәуекел менеджментінде, кәсіпорынды банкроттық қауіпте антикризистік басқаруда өзінің тереңдетілген дамуын алды. Негізі құндылық-бағдарланған қаржы менеджментінің кепілге берілген, капитал бағасының құндылығы үшін және оның мағынасы базалық қызметті көрсетеді.

Қаржы менеджментінің классиктерінің көзқарасы бойынша құндылық-бағдарланған қаржы менеджментінің комплекстік шаралары тұратын капиталдың корпоративтік бағасының құндылығының өткізіліміне бағыттылған. Берілген көрсеткіштердің мазмұнын қорытындылайтын болсақ, ақшалай қаражаттардың еркін ағындары капитал құндылығының орта өлшеміне есептелінеді. Қаржы менеджментінің теориясы мен практикасының пайда болуы, бұрынғы жүзжылдықтың 90-жылдардың ортасындағы трансұлттық бизнестің пайда болуымен байланысты болды. Былай Т.Коуплендпен; Т.Коллермен және Дж.Мурринмен консалтингтік компаниялар Mckinsey & Company-дің негізгі көрсеткіштеріне жүргізілген зерттеу нәтижесіне келетін болсақ, мағыналары арасындағы корреляциялық коэффициент осы модельді есептеу кезінде алынған компанияның құндық нақты нарықтық мағынасы 0,94 құрайды. Басқадай дәлелдемелер корпоративтік баға үлгілері нақтылығында Дж.Мак-Каффертидің зерттеулерінен алынды, корпаративті баға үлгісі әсіресе қолайлы технология есебінде қарастырылады. Компанияның баға құны оның потенциалдық өтелуі мақсатында көрсетіледі.

Корпоративтік капиталдың баға құны немесе компанияның баға құны қазіргі жағдайда қолданылатын бірнеше теорияны қарастырады. Компанияның баға құны қазіргі жағдайда қолданылатын бірнеше теорияны қарастырады. Компанияның баға құнының негізгі бағыты Ю.Бригхэмді және

М.Эрхардты оқу болып табылады. Компанияның құны – ол табыс саласы және оған салынған қаржыны инвесторлардың алатын болжамы деп ойлайды. Басқаша айтқанда, корпоративтік капитал құны – бұл берілген компанияның инвесторының капитал құнын пайдалануы. Корпоративтік менеджмент шешімінде капитал құны кілттік элемент болып есептелінеді және компания бизнесіндегі баға құндылығымен бюджеттендіру процессінде қолданылады. Компания капиталының арасындағы бар айырмашылық, оның бизнесіндегі баға құндылығы менеджментте баға нәтижелігінің маңызды кезі болып келеді. Мысалы, көптеген компаниялар менеджердің сыйақысын есептегенде экономикалық қосылған құн көрсеткіштерін қолданады.

Осы өзгешелікті ойға ала отырып, фирмалар арасындағы бар әр түрлі ресми формалар: жекеменшік фирмалар кішігірім акционерлік компанияға қарағанда басқаша бағаланылады және басқаша ірі корпорацияға қарағанда, акциялары үлкен инвестициялық қызығушылықты қалыптастырады.

Көзқарасымыз бойынша, зейнетақы бизнесінде капитал құнының бағасы, ерекше мағына береді. Ол мынаны білдіреді, зейнетақы қоры қаржы нарығында ерекше түрдегі қызметті атқарады, бір жағынан қаржылық қызметті атқарғаны үшін, екіншіден мемлекеттің кепілділігімен зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесіне қатысканы үшін. Мұнда зейнетақы қорының баға құндылығын қалыптастыру үшін маңызды:

- оның нарықтағы шынайы қызметі;
- өндірілген қор салымшыларымен, комиссиялық сыйақының адекваттық көлемі;
- қордың заңды операциялық шығындары, сонымен қатар топ-менеджерлердің еңбек ақысы;
- инвестордың елді зейнетақымен қамтамасыз ету процесіне қатысатын компания есебінде зейнетақы қорына әкелген капитал құны.

Қазақстандық қаржы менеджмент практикасында капиталдың баға құны көбінесе жоспар процесінде сыртқы кірмелерді орындау керектігінде анықталады.

Капиталдың баға құнының теориясының маңызды ерекшелігі, көбінесе кейбір ғалымдар мен тәжірибелік түсінікте капитал құны және капитал құрылымының бір мағынаға келуі болып табылады. Бұндай көрсеткіш, көзқарасымызша, қате түсінік болып табылады. Капитал құны оның құрылымы емес, тек қана капитал табысы есебінде бағаланады. Егер капитал құрылымын компанияның өз қызметтерін жүзеге асыру үшін тартылған қаражатының барлығы деп түсінсек, онда капитал құны осы қаражаттың табыстылығымен сипатталады. Берілген түсініктің параллельдік

қолданылуының мәні негізінде, капитал құнының есеп беру методикасы табылады. Былай капиталдың баға құны үшін әртүрлі қаржыландыру көздерінің құндық орташаланған мағынасы қолданылады.

Дж.Ван Хорнның түсінігі бойынша, капитал құны-ол қаржыландырудың әр түрлі түрлері үшін қажет, нақты немесе болжанған кіріс. Компания үшін оларды басқаруды координациялық процесі үшін қаржы концентрациясы толығымен маңызды. Нәтижесінде капиталдың толық құны басты анықтауды қабылдау да инвестициялық шешім тек қана анықталған жағдайларда қолданылады: фирма активтері тәуекел көзқарасымен бірдей болуы қажет, бағаланған және қарастырылған инвестициялық келісімдер де ұқсас болуы қажет. Ол оны орта өлшенген инвестициялық құн деп анықтайды. Алайда, Дж.Ван Хорн бұл көрсеткіштердің бірнеше басқа қолданысын көреді, ал Ю.Бригхэм және М.Эрдхардт капитал бағасының құны компанияның бірдей ставкасының көмегімен болашақтағы инвестициялық жобалардың бағасы үшін қажет деп біледі. Бұл барлық инвестициялық ұсыныстардың қажетілігі нормалық пайданы есептеу проблемаларынан қашуға рұқсат етеді.

Л.В.Теплова - капитал құнын қолдану, анықталған ресурстарды пайдаланудағы шешімдер түсінігі деп қарастырады, яғни «оларды тартудың қымбаттығы» туралы. Осыған байланысты капитал құнына қатысты ауқымды шығындар капитал элементтері деп түсінеді. Капитал құнының ауқымы өз кезегінде капитал иелерінің қажет ету табыстылығымен анықталады. Оның көзқарасы бойынша, капитал құнының бағасы және капиталдың әр түрлі элементтер құнын салыстыруда қаржыландырудың ұзақ мерзімдік ең үлкен арзан амалын таңдауға рұқсат етеді, яғни капитал құрылымының арнаулылығын ұйымдастыру.

Е.Стоянованың көзқарасы бойынша инвестициялық талдаудың мақсаты кәсіпорында орындалатын капитал құнының орта есебін анықтау болып табылады. Басқаша сөзбен ол капитал құны түсінігі анықтамайды, бірден салық бағасынан кейінгі -орта еселенген құны деп қарастырылады. Осыдан, Е.Стоянованың берілген көрсеткіштерінен негізгі тағайындалған саналымың анықталған осы немесе басқа жобаларынан көреміз.

Миллер-Модильяни теориясы капитал құнын қарастырғанда екі көрсеткішті бейнелейді: бағаның салықсыз жағдайы және салықпен. Салықсыз жағдайда капитал құны салықтың жоқтығынан шығып бағаланады, қарыз капиталына еркін кіріп және жекеменшік, акционерлік капиталдың тендік өлшемі. Бұл жағдайда капитал құнының нарықтық бағасы қарыз қаражаттарының көлеміне есептелуі мүмкін. Капитал құнының тәуелсіздігі оның құрылымынан берілген теория бойынша фирманың пайда болу

мүмкіндігінсіз тең салмақты жағдайлармен түсіндірілді, операциялық пайда тәуекел дәрежесінің өлшемімен ұқсас, бірақ теңсіз нарық бағасымен.

Осылай, Миллера-Модильяни үлгісі бойынша салық есебінсіз зейнетақы қорының нарықтық құны операциялық пайда болып табылады. Миллера-Модильяни үлгісінде, инвесторлар мен корпорация басшылары корпорация болашақтары жайлы бірдей ақпараттары бар, сондықтан шешім ақпараттық симметриялық жағдайында қолданылады және ұйғарылды. Симметриялық ақпараттың астарынан түсінуге тиісті ақпарат, ол болып жатқан жағдайлардың бір уақытта бір жерде болуы. Шынайы бизнес тәжірибесінде, әсіресе Қазақстан үшін тың ақпарат қаржылық шешімдері қабылдау үшін қажет, көбінесе ассиметриялық мінезді алып жүреді. Топ – менеджерлер инвестициялық мүмкіндіктер жайында және жете бағалау немесе қайта бағалау дәрежесіндегі акция жайында көбірек ақпараттанғанын білдіреді. Нарықтық баға барлық ақпаратты көрсетпейді. Ақпараттың өзі шектелген және аз рұқсат етілген болып табылады.

Капитал құнын анықтау ассиметриялық ақпараттар жағдайында сигналдық үлгіде ескеріледі. Бірінші болып сигналдық үлгіні С.Россо мазмұндады. Оның үлгісінде менеджерлердің қаржылық шешімдері инвесторлармен қабылданғанда әсер ету мүмкіндігімен ұйғарылды. Мұндағы соңғы кезең ақшалай ағын тәуекелінен шынайы дәрежесі өзгермеуі мүмкін, бірақ менеджерлер монополистер секілді ақпараттың болашақтағы ағынын қабылдаған шешімдер ағынымен анықтау болып табылады. Сонымен қатар менеджерлердің ауқаттылығы бірден маңызды фактор болып табылады. Менеджерлер жұмыс нәтижелілігімен компанияның нарықтық баға құндылығының белгілі бөлігінен сыйақы алады деп, - Россо үлгісінде ұйғарылды.

Майерс - Майлуфаның сигналдық үлгісі өте белгілі үлгілердің бірі болып табылады, менеджерлердің ассиметриялық ақпараттық жағдайында инвестициялық және қаржылық шешімдерді қарастырады. Берілген үлгіде ұйғарылады, менеджерлер қабылдаған шешім кезінде бар болған акционерлердің қызығушылығы бойынша жұмыс жасайды. Инвесторларда компанияның құндылығы жайында ақпараттың жоқ болуы, жобаны қаржыландыруда қызмет ететін акционерлер үшін қаражаттардың жаңа эмиссиялық акциясы ұтымсыз болуына әкеліп соғады.

Д.Уэллстің үлгісінде корпоративтік капитал құны компанияның нарыққа бірінші рет шығарған бағалы қағазының нәтижелік ұстанымымен бағаланды. Жете бағаламау көлемі бірінші жарияланғанда потенциалдық инвесторлар үшін маңызды сигнал болып табылады. Д.Уэллш нарықтық ойындарында тәжірибесі бар компаниялар, болашақта аз қамтылған

компанияларға осындай жолмен белгі береді. Егер әуелгі эмиссияның барлығы жете бағаланбаса, болашағы жоқ компаниялардың нарықтан кетуі мүмкін. Мазмұндалған теория жүйелеуі бойынша негізгі қорытынды келесі кестеде көрсетілген.

Кесте 1- Корпоративтік капитал құнының ғылыми концепциясы

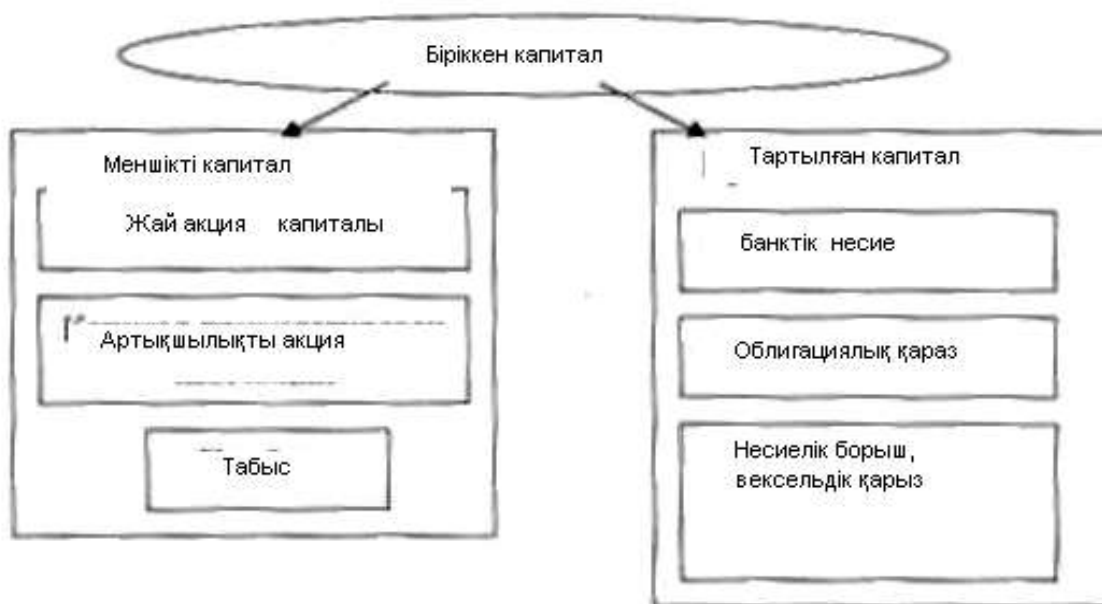
Капитал құнының теориясы	Жағымды және жағымсыз көрінісі	ЖЗҚ-ның қаржылық менеджменте қолдану мүмкіндігі
1	2	3
Ю.Бригхэм және М.Эрдхардтың теориясы – компания құндылығы, ол табыс сомасы, инвесторлардың салған салымынан алатындығы туралы болжамы.	Капитал құны капиталдың бюджетте ең басты фактор есебінде қарастырылады және макродеңгейде есептеледі.	күмансыз қызығушылықты көрсетеді және тек қана макродеңгейде ғана емес, микродеңгейде де қолданылады.
Р.Брейли – компания құны фирманың барлық активінің құнына жүргізілген сапа бойынша анықталады, сонымен барлық құрама бөлшегі теңдік сомасын білдіреді.	Компанияның басқада құнды бағасы бар, бір ірі инвестициялық жобалардың бағасы есебінде.	WACC компаниясы есептеуде сенімді ставка болып табылады, егер негіздеме күту болса, оның қарыздық жүктеме коэффициенті константка жеткілікті жақын болады.
Дж.Ван Хорн - капитал құнының бағалануы әртүрлі қаржыландыру типтері үшін түсім нормасымен ұйғарылады. Жобалар бағасы ұқсас базалық жағдай реализациясы үшін қызмет етеді.	Бірдей бастапқы жағдаймен жобалар жеткілікті тез және нәтижелі бағаланады, қарсы жағдайда капитал құнының бағасы объективтіліктен алыс болады.	Активтердің сапасы тәуекел дәрежесі және адекваттық инвестициялық ұсыныстар бойынша есептеуді талап етеді немесе оның қолданысын қиындатады.
Т.Теплова – капитал иелерінің талап етуі бойынша капитал құнының көлемі табыс бойынша анықталады. Капиталдың баға құны және капитал элементінің әр түрлі	Компания қызметінде қаржыландыру көздерінің қолдағы кең спектірін салыстыру үшін ұйғарады.	Қор қызметінің қаржыландыру көздерінің жалғыз мүмкіндігі акционерлендіру болып табылады, ал

құнын салыстыру ұзақ мерзімді қаржыландырудың өте көп арзан амалын таңдауға рұқсат етеді.		қалғандарын қатаң шек қоюмен жүзеге асырады.
Е.Стоянова- капитал құны жаңа инвестицияландырудың бағасы болашақ мақсаты үшін анықталады.	Капиталдық жоғарғы құндылығы және құралдың тежелуінде инвестицияландыруда қолдану мүмкіндігі үшін берілген теория нольге тең болады.	ЖЗҚ-ы үшін Қазақстандық жағдайда нәтижені кеңейту үшін тартылған қаражаттарды орналыстыруда қолдану.
Миллер-Модильяни капитал құндылығы анықталады – салықтық жеңілдік бейімделінгенділіктен шығады, ол қарыздық қаржыдан алынады.	Қарыздық қаржыландыру жалпы капитал құрылымының деңгейінен жоғары болса, сонша компания құны төмен болады	Қарыздық қаржыландыру көздерін тарту мүмкіндігіне шек қою, берілген үлгілерді қолданумен анықталады.
С.Росс – компания топ-менеджментінің ақысының деңгейімен байланыс капитал құнымен бағаланады. Менеджерлер болашақтағы даму жолдарын анықтайды	Жаңа орналастыруды іске асыру топ-менеджменттің бедел деңгейін қолдану керектігінде қолданылады.	Үлгі капитал құнының арасындағы қиын байланысты және басшылықтың сыйақы деңгейімен анықталады. ЖЗҚ-ның қызмет ерекшелігі берілген үлгіні “таза” түрінде қолдануға рұқсат бермейді.
С.Майерс-Майлуф – капитал құрылымы жаңа жобаны қаржыландыру қажеттілігімен анықталады. Менеджерлер әрекет етуші акционерлердің қызығушылығымен орындайды. Болашақтағы жобалардан бас тарту мүмкін немесе жоғары қаржылық тұтқаны таңдау.	Жаңа эмиссияны орналастыру акцияның жағымсыз көрінісі есебінде бағалануы нәтижесінде акция бағасы түсуі мүмкін.	Қарыздық қаржыландыру көздерін тарту мүмкіндігіне шек қою жаңа тартулардың қажет екендігін ескертеді. Берілген үлгіде сөзсіз қызығушылық бар, бірақ таза түрінде қолдануға болмайды.
Миллер және Рок - компанияның төлем	Барлық тану түрі жағымды	Берілген үлгі күмәнсіз қызығушылықты

мүмкіндігінің оның иелеріне капиталы тану белгілі қаражатты тануымен куәландырады.	қарастырылады, акция эмиссиясы немесе облигация жағымсыз болған уақытта.	тудырады және Қазақстандық жағдайларда қолдану мүмкін.
--	--	--

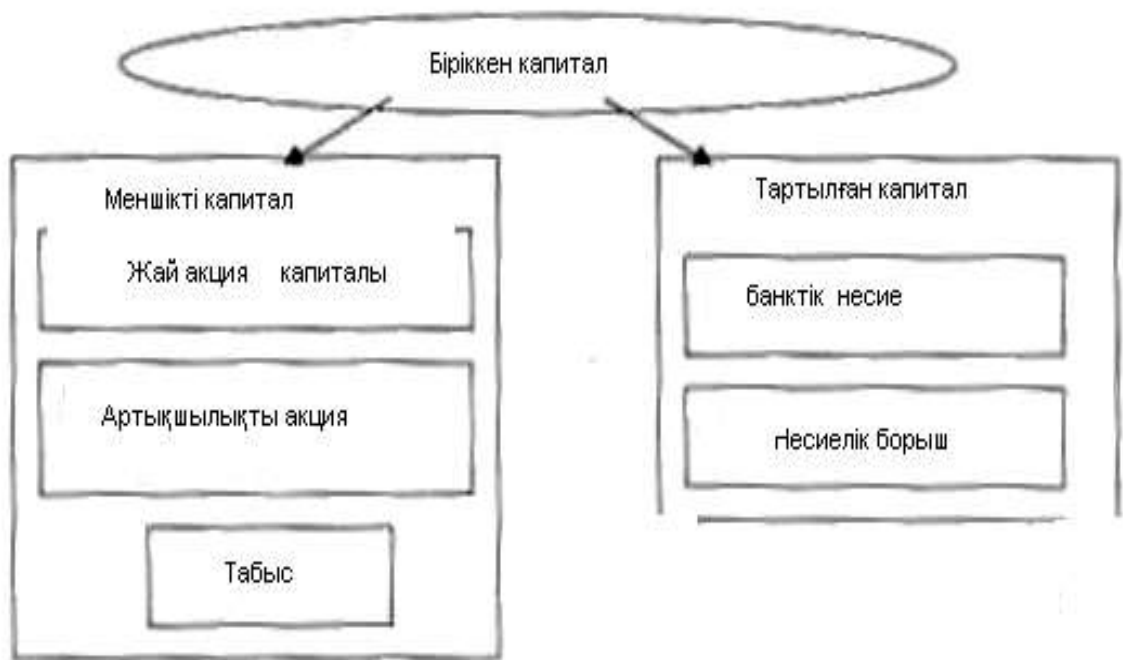
Талдау нәтижесінде капитал құны концепциясының жоғары мазмұндылығы қаржылық менеджменте құндылық-бағдарланған сала жолында маңызды тапсырма болып табылады. Бұл капитал құнында компромистік үлгіні талдауға рұқсат етеді, ЖЗҚ-ның Қазақстандық қаржылық менеджмент жүйесін жетілдіру.

Осыдан, капитал құнын бағалауда барлық қойылған теория тұтастығы қортындыланады, капитал құны ресурстар құнының орта есебімен анықталады, қаржыландыру көздерінің сапасымен тартылған. Барлық негіздер шаруашылық жүргізуші субъектілер үшін бүтінмен ұқсас болып келеді және бұндай сапа ресурстары келесі негіздерде қарастырылады (сурет №1).



Сурет 1 - Шаруашылық жүргізуші субъектілер үшін біріккен капитал құрылымы

Қазақстандық ЖЗҚ-на сәйкес әрекет етуші заң шығарушы қарыздық операцияларды іске асыруға құқығы жоқ, сондықтан оның корпоративтік капиталы өте қысқартылған болып келеді [13]. Ол тек өзіндік капитал мен несиелік борышта көрсетілді (сурет 2).



Сурет 2 - Қазақстандық ЖЗҚ біріккен капитал құрылымы

Қазақстандық ЖЗҚ-ның берілген құрылымы мынадай категориалық аппараты түсінікті жүргізуге рұқсат етеді, корпоративтік капитал секілді, тек қана компанияның қаржылық менеджмент тиістігіне қаралатын, ол ЖЗҚ-ның өз қызметтеріне ұқсас.

Қаржылық менеджмент ұстанымымен корпоративтік капитал қызметінің барлық кезеңінде қалыптасқан ЖЗҚ-на қосылған капитал деп түсінуге болады, оған барлық үлкен емес үлестік міндеттің 1%-тен максимум 10%-тән. Сонымен қатар бұл міндеттемелер тартылған қаражаттар үшін көрсетілген және өз құрылымында да қарыз қаражаттары жоқ. Кіріспенің қажеттілігі берілген түсінікте ескерілді, онда берілген термин мынадай компаниялардың қаржылық менеджменттік мазмұнын толықтай қарастыруға рұқсат етеді. Сол себепті мұндай компаниялардың қаржылық тұтқадағы артық жерлерін пайдалану мүмкіндігі жоқ. Олардың қаржылық менеджмент ерекшелігіне байланысты, олар құрылымдық пассивтердің маневрлік есебімен өзіндік капиталдың рентабельділігін көтере алмайды және салықтық артық жерлерді де қолдана алмайды.

Ереже бойынша, капитал негіздерінің құрылымы кеңірек болған сайын, компанияның мобильділігі, төлем қабілеті артады. Егер компанияның капитал құрылымында тек қана өзіндік емес, қарыздық ресурстар да кеңірек көрсетілсе онда компания өзіне үлкен инвестициялық капиталды интеграциялайды және ол кредиторлар мен инвесторлар үшін қызықты.

Қазақстандық нарықтағы ЖЗҚ-ның қызметінің ерекшелігін атап өткендей, ЖЗҚ-ы мемлекет жағынан қатаң реттеумен қорытындалады. Алайда оған қарамастан, компанияның корпоративтік капиталы қалай көрсетілсе, оның барлық құраушылары ортақ қасиетке ие. Мында қаражаттарды жеткізген инвесторлар аз қаражат салып, табысымен қайтарып алуды күтеді.

Қазіргі уақытта Қазақстан Республикасында қаржылық менеджмент облысындағы жоғары класстағы мамандардың сұранымының өсуі қадағаланылады, біздің елде өзінің енді бастаған жеңіл емес қадамдарын тек қана негізді қолдануда емес, сонымен және атап айтқанда тәжірибелік білімді игеруде. Қаржылық менеджер – ол тек қаржыгер, экономист, талдаушы, кәсіпкер емес, сонымен қатар шығармашылық тұлға. Компанияның ішкі және сыртқы ортасында болып жатқан барлық өзгерістерге әсер ету қажеттілігі, компанияның маңызды жетістіктерінің бірі. Әрқашан да және әр жерлерде барлық негізде құпталады, барлық менеджерлер үшін ең қиын шешіледі дилемма бұл «тәуекел немесе рентабельділік», ол құндық максимизация көлемінде түсіндіріледі. Нәтижелі қаржылық менеджмент нарықтағы зейнетақы қоры қызметінің жоғары көрсеткіштерін қалыптастыруға рұқсат береді, өзіндік капиталдың күнделікті өсуін қамтамасыз етеді, нарықтағы бәскелестік ұстанымын көтеру, болашақта тұрақты экономикалық дамуды қамтамасыз етеді. Бүгінгі таңда компанияны толығымен басқару біздің елде әлі де халықаралық стандарттан қалып келеді. Қарапайым қаржылық менеджерлер, өкінішке орай оларға қойылған талаптарға барлық уақытта жауап бере алмайды. Кейде басқарушының өзі мамандандырылмаған болуы мүмкін, ереже бойынша, микро және макро нарықтығы жүйені жетілдіру болып табылады. Сонымен қатар қаржылық менеджер қызметін кез-келген ірі және тіптен орташа компанияларда кездестіру мүмкін емес. Дегенмен соңғы жылдары қаржылық менеджмент облысында бір нәрсені өзгертуге көмектесетін бірнеше бағыт пайда болды. Біздің көзқарасымызша ең көп таралғанын айтуға болады:

- Мамандықтарды көтеру құрылымын ақырын күйде қалпына келтіреді;
- Кадрларды басқаруда өз бетімен дайындалу қажеттілігін, ереже бойынша шетелден өзіне мамандандырылған тәжірибе қосып алу;
- Өзіндік мақсаттағы программаларды және кәсіпорындағы қаржылық менеджмент тұжырымдамасын жасау сонымен қатар дамыту, жаңа әдістерді және қаржылық менеджмент технологиясын енгізу;

Қазақстанда қаржылық менеджменттің бірнеше қалыптасқан тұжырымдамасы бар:

- батыстың негіздері мен тәжірибесінің толық көшірмесі;

- батыстың қаржылық менеджмент негізі мен тәжірибесіне жартылай бейімделу;
- өзіндік қазақстандық үлгілерді ойлап табу;
- шетелдік тәжірибені пайдалану мүмкіндігінің толық жарамсыздығы.

Қаржылық менеджмент компаниясы түгелімен басқару компаниясымен және адамдар ресурстарының басқару жекешелігімен тығыз байланысты. Сондықтан корпоративтік басқару принциптерін қолдану бойынша компания капиталының құндылығын басқару қаржылық менеджментте құнды бағдарлық сәтте бастапқы негіз бола алады. Өз-өзімен корпоративтік басқару принциптері компания менеджментінің мақсатын жақсартуға бағытталады. Бірақ бұл тек қана қарапайым компанияларға ғана тән. Біздің елде ЖЗҚ-ы үшін корпоративтік басқару ұстанымын қолдану керісінше, көбінесе қаржылық менеджментте қорытындылаудың жоғарылауы анық пайда болады. Сонымен экономикалық нәтижелі жоғарылаудың кілттік элементінің бірі – корпоративтік басқару болып табылады. Компанияның топ менеджерлерінің арасындағы комплекстік қатынасты қосқанда оны басқарудағы акционерлер мен және басқа да қызығушы тұлғалар. Корпоративтік басқару сонымен бірге сыртқы бейнесін анықтайды, компанияның тапсырмаларын белгілейтін, компанияның қызмет қорытындысындағы бақылау формасымен және оның берілген тапсырмаларының жұмсалып қаржылатын көрсетеді. Корпоративтік басқару фирмалар мен зейнетақы қорының жеткілікті іске асыратын экономикалық мәтіннің өте кең бөлшегі болып табылады, мысалы макроэкономикалық саясат және бәсекелестік деңгейі кіреді. Корпоративтік басқару құрылымы сондай-ақ құқықтық реттеулік, институтционалдық аралыққа тәуелді. Сонымен қатар, мұндай факторлар іскерлік этика және әлеуметтік зейнетақы қоры қоғамның қоғамдық мүддесін сезіну секілді, сондай-ақ абыройына және оның ұзақмерзімді үлгеріміне әсер етуі мүмкін.

Бірақ, басқару процесіне және қабылданған шешімге көптеген факторлар әсер етеді және олар ұзақ уақытты жетістікке жету үшін үлкен мағынасы бар, сонымен, құндылық-бағдарланған қаржылық менеджмент қаржылық басқару мәселесін жинақтады. Басқарудағы өзіндік бөлім нәтижесінде пайда болған және капитал құнының өзгерісін зерттеуден шығады. Корпоративтік басқаруға тиісті корпорациялық базалық принциптер дәрежесін сақтау инвестициялық сұрақтар бойынша қабылданған шешімдердің өте маңызды факторы болып табылады, корпоративтік басқаруға тиісті тәжірибе ішкі инвесторлардың сенімін нығайтуға

көмектеседі, капитал құндылығын азайтады, соңында олардың нәтижелі орналасуына себепті болады.

Корпоративтік басқаруға сондай-ақ, басқару құрылымының қатысушылары арасындағы байланыс әсер етеді. Акциялық бақылау пакеті бар акционерлер, жеке тұлғалар санында жанұя, альянстар немесе басқа корпорациялар холдингтік компаниялар немесе акцияларға өзара иелік ету арқылы қызмет етуші корпоративтік жүріс-тұрысқа әсер етуіне болады. Акцияның иелері бола тұрып, институционалдық инвесторлар корпорацияларды басқаруда өте жоғары дауыс құқығын талап етеді және зейнетақы нарығы да шет қалмайды. Жекеше акционерлер көбінесе басқаруда өз құқықтарын пайдалануға талпынбайды, бірақ оларды да қобалжыту мүмкін, себебі, акцияның бақылау пакетін иеленуші акционерлер әділ қарым-қатынаспен қамтамасыз етілуі және әкімшілік негізі.

Өзгеруші әлемде бәсекелестікті сақтап қалу үшін ЖЗҚ-ын корпоративтік басқаруда осындай жолмен жанартып және түзетуі керек. Жаңа талаптарға сай жауап беру және қайта пайда болған мүмкіндіктерді пайдалану негізінде. Ұқсастық бейнесінде мемлекетпен қалыптасқан нәтижелі реттеу құрылымы үшін жауап береді. Жеткілікті икемділікпен қамтамасыз етіп, зейнетақы нарығына нәтижелі қалыптасуға рұқсат беріп және салымшылармен қоса акционерлердің үмітін ақтау.

Әлемдік тәжірибеде корпоративтік басқаруда бірнеше үлгілері бар, алайда олардың негізінде корпоративтік басқару ұстанымы, ұйымдасқан ЭҚДҰ-ның (ОЭСР) негізін қалағанын атап өту керек. Олардың зерттеулерінде 4 халықаралық ұйымның барлық Европалық комиссия елдеріне мүше үкімет өкілдері қатысты (Бүкіл Әлемдік Банк, Халықаралық Валюта қоры, банктік қадағалау мен реттеу бойынша базельдік комитет, бағалы қағаздар нарығы бойынша халықаралық ұйымдық комиссия). Бұл ұстаным келесідей негізгі жағдайдан тұрады:

1. Акционер құқығы – корпоративтік басқару құрылымы акционерлер құқығын қорғауы керек.

2. Акционерлерге ортақ қарым-қатынас – бұл құрылым акционерлерді ортақ қарым-қатынаспен қамтамасыз ету керек, сонымен қатар ұсақ және шетелдік акционерлерді де.

3. Компанияларды басқаруда қызығушы тұлға рөлі – корпоративтік басқарушы қызығушы тұлғалардың заңды қарастырылған құқықтарын мойындауы керек, максимизациялық активтер мен компания пайдасына және жұмыс орындарында бағытталған.

4. Ақпараттарды ашу – корпоративтік басқару құрылымы барлық корпорацияға қатысты, қаржылық жағдайды қоса алып, қызметтік

қорытындыларды, жекеменшік және компанияны басқаруда қалыптасқан сұрақтарға нақты және уақтылы ақпараттарды ашу мен қамтамасыз ету керек.

5. Басқару міндеттері – қалыптасқан құрылым стратегиялық басқару компанияларын басқарма жағынан топ-менеджментпен нәтижелі бақылау, сонымен бірге акционерлер мен компаниялар алдында есеп беру басқаруды қамтамасыз ету керек.

Сурет 3-те көрсетілгендей корпоративтік басқарудың бірнеше үлгідегі ұстанымдары бар:



Сурет 3 - Корпоративтік басқарудағы ұйымдық ұстанымдардың үлгілері

Корпоративті басқарудың жапондық түрі соғыстан кейінгі кезеңде банктік менеджмент ұйымдық тәжірибесі негізінде қалыптасты. Бұл қаржы институттарының едәуір үлесін жапондық корпорация акцияларын иеленуге себепші болды. Берілген үлгі үшін даму стратегиясының ұзақ уақытты қалыптасуы тән. Корпоративті басқаруда қолданыстық принциптегі немістік үлгі барлық жерлердің басқаруына тән.

Англо-американдық үлгінің қалыптасуына агрессивті беталыс ерекше әсер етті, бұл АҚШ және Ұлыбритания жаһандық экономикасына тән. Әлемдік тәжірибеде қолданылатын корпоративтік басқарудың негізгі түрлеріне салыстырмалы талдау жүргіземіз.

Кесте 2 - Корпоративтік басқару түрлеріне салыстырмалы талдау және олардың ұйымдық механизмдері.

Жапондық түр	Немістік түр	Англо-американдық
--------------	--------------	-------------------

1	2	3
Банктердің жоғарғы үлесі өндірістік компаниялардың акционерлік капиталында	Банктердің жоғарғы үлесі өндірістік компаниялардың акционерлік капиталында	Банктер мен қаржылық институттар холдингтердің акционерлік капиталында аз көрсетілген
Холдингтің ішіндегі жобаларды қаржыландыру банкпен жүзеге асады	Холдингтің ішіндегі жобаларды қаржыландыру банкпен жүзеге асады, бұл жағдайда олар бөлшектік мониторинг жүргізеді	Холдинг ішіндегі жобаларды қаржыландыру негізінен қорлық механизмдер арқылы жүзеге асады.
Компания қызметінің нәтижелігі төмендеген жағдайда холдинг ішінде кадрларды ауыстыру жүргізіледі, басқарушы компания (банк) өзінің табысымен бөлісуі мүмкін	Компания қызметінің нәтижелігі төмендеген жағдайда топ-менеджмент командаларының ауысуы жүргізіледі, даму стратегиясын түзету қажет болса, банк қосымша қаржыландыруды жүзеге асырады	Компания қызметінің нәтижелігі төмендеген жағдайда топ-менеджменттің барлық командаларын ауыстыру немесе жұмыстан шығару жүргізіледі және оның қызметінде радикалдық ұйымдар болады
Холдинг ішілік өзара қызмет етудің жоғарғы дәрежесі тек қана қаржылық дәрежеде емес оперативті басқаруда да көрінеді	Холдингке кіретін компаниялардың өзара әрекеттесуі интенсивті болып табылмайды. Холдинг көлеміндегі безендірулерде өмір бойы құқықтық орын алады.	Тең жағдайларда көлденеңге қарағанда тік шағылысу қолайлы қаржылық нәтиже тудырды.
Ірі-ірі акционерлер директорлар кеңесінде көрсетілуі.	Ірі-ірі акционерлер кеңесінде көрсетілді. Капитал концентрациясының дәрежесі жоғары болған сайын бақылау кеңесінің құрамы ірі акционерлер	Акционерлік контрольді ауыстыру әрқашан ашық бәсекелестік сату нәтижесінде болмайды, сонымен жиі жабық жеке келісімдер

	сонымен сәйкес келеді.	қолданылады.
Бір акционердің жекешелігіне жоғары емес концентрация	Бір акционердің жекешелігіне жоғары концентрация	Бір акционердің жекешелігіне жоғары емес концентрация
Топ-менеджментті материалдық ынталандыру компания құнының өсуіне байланысты емес	Қызмет ету тұтқасы ретінде әр түрлі тура және ашық әдістер қолданылады, сонымен қатар тәуелсіз инвестициялық қорларды құру	Топ-менеджментті материалдық ынталандыру тікелей компания құнының өсуіне байланысты
Жапондық компаниялардың жоғары құрылымдық тәуелділігі компанияның топ-менеджерлері акционерлер отырысындағы қабылданған шешімдерден аз тәуекелді болады	Холдингке кіретін банктер бақылау кеңесінің көзқарасын қолдайды, инвесторлар атынан топ-менеджменттің жоғары тәуелділігін куәландыратын қосымша қаржыландырулар	Компания нәтижелігі төмендеген жағдайда топ-менеджмент командасын босату және ауыстыру

Жүргізілген талдаудағы негізгі екпін акционерлік капиталмен басқаруды қарастырған, себебі капитал құндылығын анықтайтын Қазақстандық зейнетақы қорлары үшін бұл негізгі фактор болып табылады. Корпоративтік басқару түрлеріне кесте 2 жүргізілген талдау қорытындысының көрсетуінше, айырмашылық тек қана қаржылындыру көздерінің инвестициялық жобаларына, сонымен бірге реттеу жағдайларыда жатпайды. Корпоративтік басқару түрлеріндегі айырмашылық көбінесе корпорациялық континентальдық Европалық ірі акционерлерді иеленуіне себепші болады.

Қаржылық менеджмент ғылымы корпоративтік басқару ұстанымында ерекше мағынаға ие. Англо-американдық үлгінің қалыптасуына үлкен әсер еткен 80-жылдары дами бастаған ғылыми негіздегі анықтама. Берілген түрлерді салыстыру корпоративті басқаруда куәландырылады, Қазақстандық жағдайларда зейнетақы бизнесін қалыптастыруда немістік үлгіде басқару көбірек жарамды болып табылады. Оған себепші Қазақстандық өзіндік сектордың дамуының банктік беталысына ұқсастығы, сонымен бірге отандық

ЖЗҚ-ның ірі немістік холдингтермен акционерлік капитал құрылымының ұқсастығы.

Батыстық негіздің толық көшірмесі көбінесе керексіз салдарға әкеледі. (Ресейдегі 1998 жылы тамызда болған оқиға), Ұлттық ерекше даму бұл салада есептелмейді. Жартылай бейімделу кезінде қаржының негізі ретінде лайықты негізді немесе менеджменттік тәжірибені таңдау мәселесі туындайды. Қазақстан және зейнетақы нарығы үшін жекелікте көбінесе қаржылық менеджменттің өзіндік негізі мен тәжірибесі қолайлы даму методикасы болып табылады. Сонымен бірге барлық бағыттарды есептейтін аспектілерді: артық жерді, батыстық тәжірибенің әртүрлі жетіспеушіліктерін, берілген облыстағы терең білімді ұйғару, қаржылық менеджердің аналитикалық ойлауы.

Мазмұндалғанның бәрі олардың қызметінің ерекшелігінен шыға отырып, зейнетақы қорындағы қаржылық менеджменттің қызметтерін қалыптастыруға рұқсат етеді. Жәй сәйкестікте тандалған қаржылық менеджменттің құндылық-бағдарланған бағыттарын есептейді, қаржылық менеджменттің қызметтері келесілермен қорытындалды:

- *қызметтік қорды қаржыландырумен қамтамасыз ету:*

1. Акционерлік капиталымен реттелмеген табыстың сәйкестік ұстанымымен өзіндік капитал құрылымын анықтайды. Акционерлік капитал көлемінің өзгеруінде шешімдер дәйектеледі.

2. Дивиденттік саясатты жасайды, акционерлердің сый ақысына реттелген, реттелмеген табыс есептеулері өңделеді, бір жағынан өзін-өзі қаржыландыруда даму, басқа жағынан өзіндік қаражаттарды өсіру.

3. Корпоративтік басқару ұстанымдарын енгізу механизімін жасайды, топ-менеджмент пен акционерлердің және қор салымшыларының агенттік қарым-қатынасын реттеуге бағытталған және иелерінің қызығушылығын қорғау.

- *қаржылық жақтан пайдаланым активтері:*

1. шығындалған қаражаттардың негізгі бағыттарын анықтайды, пруденциялық нормативтердің реттелуінің іске асырылу есебімен лайықты инвестициялық саясат қоры.

2. Өзіндік активтердің өте жақсы құрылымын қалыптастырады.

3. Таратылмаған табыстың динамикасы мен массасын реттеу.

- *қор қызығушыларының байланысы бойынша және оның салымшылары:*

1. активтерді орналастыру инвестициялық қор стратегиясын іске асыру бойынша, пруденциялық нормативтердің реттелуді іске асыру есебімен оның инвестициялық саясатқа сәйкестігі.

2. маркетингтік саясат қорын жасауға қатысады.
3. Қаржылық жобаларды жүргізеді, қызметтік қордың сәйкес бағыттарын бюджеттендіру, тәуекелдерді басқарады. Берілген қаржылық есеп беруді талдау, қордың стратегиялық және тактикалық даму ұстанымын жасайды.

Отандық қаржылық менеджмент батысқа қарағанда, нарықтық экономика жағдайында, динамизмдік қалыптасу мен әдістер тән. Шаруашылық компаниялардың ішкі және сыртқы жағдайларының тез өзгерісін анықтайды. Сол басқарудағы қанша компанияны қаржылық жетістіктермен қамтамасыз еткен, алайда ол бүгінгі таңда қарама-қарсы қорытындыға әкелуі мүмкін. Қаржылық менеджердің тапсырмасы тек өз білімін тек қана практикада қолданудан тұрмайды, сонымен бірге әрқашан мәмілеге келіп, баланс пен шетелдік қаржылық менеджменттің сәтті байланыс әдістерін және ҚР-ның өзіндік тән тәжірибесін ұштастыру. Сонымен қатар компанияның қаржысын басқару өнері қазіргі кезеңде оның қаржылық идеологиясымен стратегиясына өз уақтылы өзгертулерді, басқару шешімдерінің сәйкесінше жаңа әдістемелік тәсілдерді күнделікті іздеу, осы шешімдердің жаңа қаржылық құралдарының іске асуын талап етеді. Сондықтан шетелдік тәжірибеде зейнетақымен қамтамасыз етудің ұйымдық жүйесі зерттеудің келесі кезеңі болды.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары

1. ЖЗҚ-ның қаржылық менеджментінің құрылымы.
2. Қаржылық менеджментінің базалық концепциясы.
3. Капитал құрылымының теориясы: Модильян және Миллер теориясы.
4. Корпоративтік басқару қағидалары.

ТАҚЫРЫП 2

Зейнетақымен қамтамасыз ету және ұйымдастырудағы қаржылық менеджменттің шетелдік тәжірибесі

Қазіргі қоғам беталыспен сипатталады бір жағынан, ескірген қоғам, басқа жағынан елді жақсарту бақыланады. Зейнеткерлер қатарына жататындар, сонымен қатар еңбектік қызметін жалғастырушылар, «нетто нәтиже және қартаю» деп аталады. Бұл беталыс көптеген жылдар ағымында әр түрлі сипатталған.

Екінші Дүниежүзілік соғыс біткеннен соң 1940 жылдың аяғы мен 1950 жылдың басында қайта туылу атап өтілген кезде, көптеген әлем пайдаланып, «зейнетақыны қазіргі табыстан төлеу» ұйғарылды, экономикалық активті халық салық төлейді, артынан зейнеткерлердің атына тағайындалады. Бұл шешім экономикалық және саяси тиімді болды. Алайда, уақыт өте көптеген демографиялық жағдайы дамыған елдерде өзгеріп және келесідей ерекшеліктермен сипатталады: еңбекқор халықтың сандық өсуін бәсеңдетіп тіпті оларды қысқартып болып жатты. Бұның салдарынан әлемдік туу дәрежесі төмендеді, күтілген ұзақтық өмірі жоғарылады. Сонымен қатар 60 тан жоғары жастағы, тіпті 80 жастағы халықтың тез ұлғаю беталысы қатысты, потенциалдық өсу санының қабілетсіз қоғам мүшесі мен мүгедектерге шарасыз келді, зейнеткерлердің санының артуына алып келді. Мысалы: 2000 жылы бүкіл әлемде 65 жоғары жастағы түгелдей халық саны 419 млн адам деп есептелінді. 1950 жылмен салыстырғанда 298 млн адамға өскен, 1995 жылы 99 млн адам. БҰҰ көрсеткіштері бойынша 2000 жылы жоғары жастағы халық саны әлемде ай сайын 750 мыңға өсіп отыр, 2020 жылы болжам бойынша бұл өсу қарқыны 2 млн адамға жетеді.

Кесте 1 - Жоғары топтағы адамдар 60 жас және жоғары жастағы үлесі (халықтың түгелімен), %.

Елдер	ЖЫЛ						
	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040
ФРГ	15,5	15,5	17,1	20,4	21,7	25,8	27,6
Франция	14,0	13,8	15,3	16,3	19,5	21,8	22,7

Италия	13,5	13,6	15,3	17,3	19,4	21,9	24,2
Ұлыбритания	14,9	15,1	14,5	14,6	16,3	19,2	20,4

Кесте 1 –де көрсетілгендей барлық зерттелетін ел үшін бірте-бірте халықтың қартаю дәрежесінің ұлғаюы куәландырады. Бұл жерде кейбір елдер үшін динамика жай болуы мүмкін (Ұлыбритания, Франция), ал басқалары үшін озық (ФРГ, Италия), бұл елдерде демографиялық жағдай, саясат, менталитетпен тән деп айтылады. Сонымен қатар мұндай жағдайда басқадай себептерді айтуға болады. Қазіргі жағдайда адамдар ұзақ және артық оқып және зейнеткерлікке ерте шығады. Сонымен халықтың бүкіл еңбек жолы қысқартыла бастайды.

Зейнеткерлер санының артуы жүктеменің артуымен байланысты, көптеген зейнетақы жүйесінің болашақта дағдарысқа ұшырау қаупі бар, ұрпақаралық жанжалдың мүмкіндігі жайлы болжамдар таратыла бастады. Ресурстардың алаңдайтыннан туындайтын білім беру саласы мен кіші буынды тәрбиелеу үлкендер жағында. Ресми есеп беру бойынша, 2040 жылы ЖІӨ-ның бөлігі, АҚШ-тағы денсаулық сақтау және әлеуметтік қамсыздандыру екі есеге жоғарлайды. Осындай жоғарылау европалық елдерде қадағаланылады. Көптеген экономикалық беталыс демографиялық мәселелерге себепші болды, елдегі тағайындалған зейнетақы жүйесі, мысалы, еңбек кезеңінің азаюы, зейнеткерлікке ертерек шығу және т.б. Мысалы, Ұлыбританияда 1995 жылы тәуелділік коэффициенті 65 жастағы және одан да жоғары жастағы адамдар санының қатынасы, 15-64 жас арасындағы адамдар санына 24%, 1970 жылмен салыстырғанда 20,7%-ды құрайды. Еуропа үшін эксперттер толығымен бұл көрсеткіш 1990 жылы 21,5 %, 2010 жылы 25,9%-ға жоғарылайды деп күтілуде. Бұндай жағдай тек қана Еуро Одаққа мүше елдерге ғана тән емес, толығымен әлемдік қоғам үшін де солай. Үкімет жағынан назардың болмауынан бұл елдерде әлеуметтік асқыну қана Еуропа елдеріне тән емес, толығымен әлемдік қоғам үшін де маңызды.

Кесте 2 - де келтірілген коэффициент тәуелділігін кейбір дамыған Еуропа елдерінде 1995 жылғы және бұл көрсеткіш 2030 жылға болжам. Кестеде көрсетілгендей 35 жылдық кезеңдік көрсеткіш Еуропа елдерінің барлығы 2 есеге өсу мүмкіндігін және пропорционалдық өсу жүктемесінің мемлекеттік жүйесін әлеуметтік қамтамасыз етуді білдіреді.

Кесте 2 - Кейбір дамыған Европа елдеріндегі ішкі жалпы өнім құрылымындағы халықтың әлеуметтік қамсыздандырудағы тәуелділік және мемлекеттік шығындар деңгейінің коэффициенттері

Елдер	Тәуелділік коэффициенті %		
	1995жыл (нақты)	2030жыл болжам	ЖІӨ-де әлеуметтік қамтамасыз етудегі шығын үлесі
Ұлыбритания	20,4	38,7	14.5
Германия	21,7	49,2	11.1
Испания	19,8	41,0	10.0
Италия	21,6	48,3	13.3
Франция	20,8	39,1	10.6
Орташа ЕО мүше елдері бойынша	21,7	43,3	11.9

Әлем елдерінің кейбіреуін зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесі анықталған көрсеткіштер бойынша қызмет ету кесте 3-де берілген.

Кесте 3 - 2007 жылғы деректер бойынша әлемдік зейнетақы нарығындағы қызмет ету көрсеткіштері:

Әлемдік тәжірибедегі даму жүйесі азаматтарды әлеуметтік қамтамасыз ету кейбір артық жерлер мен басқарушы әлем елдерінің зейнетақы жүйесінің әр қайсысының даму тапшылығы куәландырады.

Елдер	Зейнеткерлік жас Ерлер/әйелдер	Минималдық зейнетақы мөлшері
Ұлыбритания	62/60	633
Дания	62/60	833
Қытай	60/60	80
АҚШ	65/62	667
Франция	60/55	667
Чили	65/60	120
Швеция	62,5/60	800
Жапония	65/65	833
Қазақстан	63/58	57
Ресей	60/55	21

Мемлекеттік жүйе төңірегіндегі Жапонияда әлеуметтік қамтамасыз етуде бірнеше зейнетақы жүйесі бар, онда жалпы зейнетақы халықты

сақтандыру ұстанымына негізделген. Әсіресе, олардың көпшілігі жалданған жұмысшыларды жұмыс орындары бойынша сақтандыру болып табылады. Сақтандыру жарналарын өз жұмысшыларынан басқа олардың жұмыс берушілері төлейді.

Олардың ішіндегі ең ірі жүйе 1941 жылы «Зейнетақы ауқаттылығы» жүйесі енгізілген. Жүйенің сақтандыру қоры жалақының 11,3-13,6% көлемінде жарнасын құрайды, жартысын азаматтардың өздері салады, ал жартысын жұмыс берушілер. Мемлекет 20-25 % сома қосымша зейнетақы төлейді. Зейнетақы қартайғандығы бойынша, мүгедектерге және асыраушысынан айрылғандарға да төленеді. Сонымен қаражаттың бір бөлігін арнайы қорға құю мүмкіндігі қарастырылған. Бұл зейнетақы көлемін жоғарылату үшін қолданылады. Ол жеке компания мен мемлекет арасындағы жарнасы негізінде қалыптасады. Компаниялардың аударған қаражаты мемлекеттікінен кем дегенде 30% басым болуы керек.

Жапонияда зейнетақымен қамтамасыз етудің екінші жартысын қоғамдық өзара көмек зейнетақы жүйесі құрайды, сақтандыруды орталық және жергілікті үкімет органдары қызметкерлерінің жұмыс орны бойынша, жекешелік оқу орындарының жұмысшыларына, ауылшаруашылық кооперативтерінің мүшелеріне және де теңізшілерге ұйымдастырылады. Осы жүйемен қамтылған сақтандырушылар саны шамамен 5 млн адам. Сақтандыру жарнасының көлемі 16,3% ке дейін жалақыдан өзгеріп отырады. Бірақ сақталған жарналардың теңдігімен олардың жұмыс берушілері мен күнде қалпына келтіріледі. Мемлекет 16-18% зейнетақы сомасын қосымша төлейді. Бұл жүйеде зейнетақы көлемі әдетте жоғары, зейнетақы ауқаттылығы жүйесіне қарағанда 90 жылдардағы жеке оқу орындарында кәрілік зейнетақысын айына 136,6 мың иенді, мемлекеттік аппаратта қызмет етушілерге 156,5 мың иенді, жергілікті үкімет органдарында қызмет етушілерге 175,5 мың иенді құрайды. Жапондық зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесінің ерекшелігі жалданбалы жұмысшылар қатарына кірмейтіндер, үкіметте жұмыс жасамайтын мүшелер 1959 жылы құрылған халықаралық зейнетақы жүйесінің қызметіне сүйенеді. Ол елде зейнеткерлер саны бойынша және соңғысы зейнетақы төлеу көлемі бойынша 1 орын алады. Бұл жүйе төңірегінде әртүрлі категориялармен сақталған зейнетақы әртүрлі негіздермен төленеді. Сонымен мемлекеттік бюджеттен еңбекке жарамсыз тұлғаларға төмен жалақаның күшінен сақтандыру жарнасын төлей алмағандықтан сонымен қатар ұйымдастыру кезінде бұл жүйенің сақтандыру қорын жасына байланысты құра алмағандар себеп болады.

Ал қалған азаматтар үшін зейнетақы жасына жеткенде: 2/3-зейнетақы қоры есебіне және 3,1 мемлекеттік бюджет есебінен төленеді.

Өзінің сақтандыру шотына өз еркімен жарна салуына немесе тағы бір жинақ шотын ашуға болады, оған ақша салатын немесе одан ақша алатын, ол түгелімен зейнетақы қорын ауыстыруына болады және ертерек зейнетке шығу мүмкіндігін алу үшін соманы өсіру, аясайын өз шотынан ала-алатын немесе өмірлік зейнетақысын өсіру үшін қолайлы жағдайлар бар.

Зейнетақы жүйесін қалыптастыру механизмі жаңа зейнетақы қорының мүшелері үшін келесідей қорытындалады. Мұндай тұлғалар үшін мемлекет «мойындау шегі» формасы есебінде бұрынғы жарнасының сомасын санайды. Бұрынғы жүйе бойынша әлеуметтік сақтандыру қызметінде зейнетақы жарнасының көлемі 22,95%-ке жетті, бұған барлық сақтандырылғанның 2/3 және 24,91% жекеменшік қызметкерлердің сақтандыру кассасына жатады.

Талдау бойынша, жаңа жүйедегі жарналар шамамен соманың 70 пайызын құрайды, 10 жыл шамасында әлеуметтік сақтандыру қызметіне төленген.

Жекеменшік зейнетақы қорын басқарушылар мен екі әр түрлі типтегі комиссияндық қаражаттар өндіріледі: жалақы сомасынан % есебіндегі алым және қызмет көрсетендігі үшін алым. Комиссияндық алымның орташа көлемі жалақылық төлемнің 3% құрайды (әр есеп беруде 0,25 доллар). Жалақылық төлемнің шамамен 0,5% мүгедектерге арналған. Бұл төлемдер барлық жүйе қатысушыларна кепілдендірілген.

Чилиде зейнетақы қорымен қаражаттарды инвестициялауға келесі активтермен рұқсат етілген:

- мемлекеттік бағалы қағаздар;
- орталық банктің бағалы қағаздары;
- банктік облигациялар;
- депозиттік сертификаттар;
- қысқа мерзімді корпоративті бағалы қағаздар;
- акциялар;
- бағалы қағаздар мен басқа да инвестициялар шетел үкіметіне

кепілдеме.

Бағалы қағаздардың бекітілген табыспен зейнетақы қорының ортақ көлемді инвестициясының шамамен 65 % құрайды, қалған 35 % акцияларға тура келеді. Шетелдік инвестициялар барлығы 5% құрайды. Табыстың инвестиция бойынша жоғарғы дәрежесі чилилік нарығының бағалы қағазының соңғы 10 жылдық ағымында кеңейтілуімен түсіндіріледі, ол үшін стимулды жинақтаушы зейнетақы жүйесі болды. Зейнетақы қорын инвестициялауда объект болатын барлық бағалы қағаздар, банкте сақталған және қоймаларда, өз бетімен және тәуелсіз болады. Зейнетақы қорының

қызметін қадағалайтын, қатаң реттейтін және бақылайтын мемлекеттік комитет былай бейнеленеді:

- басқарушы компанияның инвестиция түрлерін;
- зейнетақы төлеуді;
- басқарушы компаниялардың және зейнетақы қорының бухгалтерлік есептерін;
- қатысушылар арасында ақпараттың таралуын;
- мүгедектік бойынша зейнетақы тағайындаушы медицина комиссиясының қызметін.

Германияда зейнетақы нарығы өз қызметтерін зейнетақыны сақтандыру ұстанымы негізінде жүзеге асырылады.

Германиядағы жұмысшылар мен қызметкерлердің зейнетақыны сақтандыру жүйесінің құқықтық негізі бұрынғы ФРГ-ның заң шығарушылары болып табылады, олардың өз мақсаттары бар:

- мамандандырылған қатынаста немесе жалпы еңбекке жарамсыздарды зейнетақымен қамтамасыз ету;
- сақтандырылған отбасы асыраушысын жоғалтқан жағдайда зейнетақымен қамтамасыз ету;
- сақтандырылған халықтың өмірдегі санитарлық жағдайын жақсарту.

Зейнетақылық сақтандыру Германиядағы зейнетақы нарығындағы негізгі инструмент есебінде мерекелік шара жүйесін көрсетеді. Ол еңбекке жарамдылықты жақсарту және квалификацияны жоғарлату, жаңа мамандықтарды игеру мен жарамды жұмыс іздеу. Сонымен бірге, профессионалды және жалпы еңбекке жарамсыздарға зейнетақы төлеу, зейнетақы жасына жеткендігі бойынша - әйелдер 60 жас және ерлер 65 жас. Асыраушысынан айырылған жағдайда зейнетақы төлеу жүйесі, зейнетақыны сақтандыруға қатысты, жесірлерге және жетімдерге зейнетақы төлеу ұйымын көрсетеді. Жесірлерге төленетін зейнетақы соманың 60% құрайды, және сақтандырылған тұлғаға есептелінеді. Егер өлер алдында ол профессионалды еңбекке жарамсыз болса, сонымен қатар көрсетілген жоғары зейнетақы оған дейін қарастырылған аз зейнетақыға қарағанда сақтандырылған тұлғаның жесіріне төлетін 50% жоғары.

Зейнетақы көлемі келесі факторлардан тұрады:

- зейнетақы жасына келгенге дейінгі сақтандырылған тұлғаның барлық еңбектік табысының дәрежесі;
- оның еңбек стажы кезіндегі сақтандырылған тұлғаның табысының көлемі;
- жұмыс стажының жалғастырылуы.

Сақтанушы көбірек табатын болса және көбірек жұмыс жасаса, зейнетақы да сонша жоғары болады.

Германияда зейнетақыны сақтандыруда зейнетақы төлеу жалғыз тапсырма емес. Ол сонымен қатар сақтауды да қамтамасыз етеді, сақтандырылған еңбекке жарамсыздардың қайта қалпына келтіру және жақсарту, курорттық емделулермен қамтамасыз етеді және жаңа квалификацияны меңгеруге көмектеседі, алайда ол денсаулық жағдайы бойынша керек етілген жағдайда. Міндетті зейнетақы сақтандыруда маңызды қосымша кәсіпорын зейнетақысы болып табылады, оны көптеген фирмалар өз жұмысшыларына қартайған шағында қосымша көмек есебінде төлейді. 1974 жылы қабылданған заң бойынша кәсіпорын зейнетақысында, қызметкерлер кәсіпорыннан зейнеткерлік жасына жетпей кетуге тура келсе де, олар орнатылған зейнетақы алу құқығын сақтайды. Егер жұмыс беруші төлей алмаған жағдайда зейнетақы жоғалмайды. Бұндай жағдайда осындай мақсатта құрылған қордан төленеді. Зейнетақы реформасындағы жаңа жоба 2000 жылы Г.Шредер үкіметіне талқылауға енгізілді 2011 жылдан бастап мемлекеттік бюджеттен төленетін зейнетақы көлемін төмендетуді бастау жоспарланған. Мәлім етілген бағдарлама бойынша реформа 2030 жылға дейін созылады және нақты бұл уақытқа дейін Германия Чилидің жинақтаушы зейнетақы жүйесіне өтуді жоспарлайды.

Шведцияның зейнетақы жүйесінің ерекшелігі ұлттық зейнетақы жүйесі болып табылады, өзіне халықтың, қосымша және жартылай зейнетақысын қосу болып табылады. Осы барлық үш жағдайда да төлемдер жыл сайынғы үкіметпен орнатылған базалық сомаға негізделеді, автоматты түрде инфляциямен бірге көбейеді, зейнетақы жасы - әйелдер мен ерлер үшін бірдей – 65 жас.

Бұл жүйеде барлық уақытта 60 немесе 70 жас аралығында зейнеткерлікке кету мүмкіндігі зейнетақы көлемінің лайықты өзгеруімен қарастырылады. Алайда ереже бойынша Швецияда зейнеткерлікке 65 жаста шығады. 1976 жылдан бастап жартылай зейнетақы жайында арнайы заң қызмет етеді. Ол 60 тан 65 жас арасындағы адамдарға жұмыс уақытын қысқартып және алу мүмкіндігі бар, бірақ ол аптасына 17 сағаттан кем емес жұмыс жасауы қажет.

Халықтық және қосымша зейнетақы өзіне 3 форманы қосады: кәрілік бойынша, мүгедектік және отбасылық, асыраушысынан айырылған бірнеше зейнетақы алуы мүмкін. Швецияда тұратын әр азамат халықтық зейнетақыны алуға құқылы. 1979 жылдан бастап қосымша зейнетақыға құқығы бар азаматтар сонымен қоса халықтық зейнетақыны да ала алады.

Кәрілік бойынша зейнетақы бір адамға 96% көлемінде базалық сомадан төленеді, әйелі мен күйеуі үшін – зейнеткерлер – 157% екеуіне. Кәрілік бойынша халықтың зейнетақы көлемі өте төмен (шамамен жұмыстан кеткенге дейінгі жалақының 20%). Сондықтан, негізгі немесе өте төмен қосымша зейнетақы алатындар, сонымен бірге коммуналдық тұрғын үй субсидиясын және зейнетақы үстеме (базалық сомадан 48%) алады.

Егер адам 16 жастан бастап одан жоғары жаста ауруға байланысты еңбекке жарамдылығын жоғалтса, мүгедектік немесе ақыл-ойының артта қалуы, ол зейнетақылық жасына дейін мүгедектік зейнетақысын алады. Оның көлемі еңбекке жарамдылықты төмендету көрсеткішіне тәуелді. Халықтық зейнетақы жүйесінде толық мүгедектіктің зейнетақысы кәріліктің зейнетақысына тең. Егер адам 16 жасқа дейінгі жеке кемшілігі бар баланы бағатын болса, онда халықтық зейнетақы жүйесі балаларына жәрдемақы төлейді.

Отбасылық зейнетақыға жесір зейнетақысы кіреді және жетімдер зейнетақысы кіреді. Жесір күйеуі өлгенге дейін 36 жасқа келсе және кем дегенде 5 жыл тұрмыста болған жағдайда оған төленеді. Толық зейнетақы жесір 50 жасқа толғанда беріледі, немесе жесірдің 16 жасқа дейінгі баласы болса. Жесірдің толық зейнетақысы жеке тұратын кәрілік зейнетақысымен бірдей. Оның төлемі егер жесір күйеуге шықса тоқтатылады. 18 жасқа дейінгі балалар зейнетақысы бір немесе екі ата-анасынан айырылған жағдайда төленеді және базалық соманың 25 тен 40% құрайды. Қосымша зейнетақы толық көлемде 1980 жылдан бастап төленді. Оны алу үшін зейнетақы табысы болуы қажет, 16 дан 64 жасқа дейінгі сақтандырылған тұлғалар үшін есептелінеді.

Толық зейнетақы алу 30 жыл жұмыс жасау қажет. Аз стаж көлемінде зейнетақы әрбір жұмыс жасамаған жыл үшін $1/30$ - іне қысқартылады. Зейнетақы тағайындауда табыстың орташа көлемі 15 жылдық жоғары жалақымен есептелінеді. Қосымша зейнетақы жүйесі уақытынан бұрынғы зейнетақыны алуға, мүгедектік бойынша жесірге және жетімдерге мүмкіндік береді. Швецияда бұрын қызмет ететін, өндірісте қолайсыз жағдайдан сақтандыру жүйесі 1977 жылы енгізілді. Ауырып қалған жағдайда, сонымен бірге жұмыста қолайсыз жағдайға ұшырағанда, жұмысқа кем жатқанда немесе жұмыстан шыққанда, еңбекке жарамдылықтың нашарлауынан және өлімге өтелімдер төленеді.

Шетел елдерінің зейнетақы жүйесін талдау және олардың қаржылық менеджменттің ерекшелігімен қарау келесі қорытындыларды алуға рұқсат береді. Әлемдік жүйенің зейнетақы қамтамасыз ету негізін біздің елде нәтижелі қолдануда келесілерді айтуға болады:

1. Жинақтаушы зейнетақыны сақтандыруда Жапониядағы әр түрлі механизмдердің барлығы, бір уақытта үш жаққа қатысатынын қарастырады: мемлекет, сақтандырушы және оның жұмыс берушісі.

2. Жапонияда қолданылатын демалыс зейнетақысы, жәрдемақысы, кәсіпорынның әр бір жұмысына зейнеткерлікке шығар алдында кәсіпорынның қарыжысын сақтандыру қорынан төленеді.

3. Азаматтарға зейнетақылық жинағын әр түрлі формада чилилік үлгіде төлеуді қолдау.

4. Немістік үлгі өзіне мерекелік комплексті қосады, әлеуметтік реабилитация жүйесіне көбірек қатысты, азаматтарды күнделікті еңбек қызметіне ынталандыру.

Өкінішке орай, өмірде соңына дейін тамаша зейнетақы жүйесі болмайды, алайда Қазақстандық жинақтаушы зейнетақыны әлемдік дамушы елдер қатарына батыл қоса аламыз. Олардың зейнетақы жүйесін құру үлгілері өз азаматтарын әлеуметтік қамтамасыз ету сферасында басқа мемлекеттер үшін үлгі болуы мүмкін. Сақталу мен парапарлықтың қалыптасуы бүгінгі салымшылардың зейнетақы қорындағы жинақтары сенімді зейнетақы нарығына тәуелді.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары:

1. Зейнетақымен қамту жүйесінің шетелдік ерекшеліктері.
2. «Чили» зейнетақы сақтандыру реформасы.
3. Зейнетақымен қамту жүйесінің дүниежүзілік артықшылығы.
4. Табыстылық көрсарасы негізінде меншікті капитал және акционерлік баға өсімі англо-американдық және жапоно-немістік корпоративтік басқару моделіне салыстырмалы түрде талдау жасаңдар.

ТАҚЫРЫП 3

Жинақтаушы зейнетақы қоры – Қазақстан қаржы нарығының жетекші институттары.

Қазақстан қаржы нарығы ұлттық экономиканы қалыптастыруда маңызды рөл атқарады. Бұл тек мемлекетпен анықталған ақша-несие, салық саясатымен ғана емес, сонымен бірге демократиялық қоғамға сай жаңа әлеуметтік механизммен анықталған. Мұндай қоғамның негізі ретінде посткеңестік аймақта кеңінен дамыған зейнетақы жүйесі болды. Бүгінде зейнетақы қызметінің Қазақстандық нарығындағы орнын ескере отырып, осыған орай біздің қоғамның бұл нарықты еліміздің қаржы нарығының негізгі сегментінің біріне айналды деп айтуға толық негіз бар. Көпшілік мамандардың ойынша, Республикада халықты болашақта зейнетақымен қамтамасыз ету мәселесін шешіп қана қоймай, сонымен қатар мемлекет экономикасын дамытуға ықпал ететін ерекше табысты зейнетақы жүйесі құрылған. Бұл мәселе жинақтаушы зейнетақы қоры сияқты ірі институционалды инвесторлардың пайда болуына байланысты іске асты.

Дәстүрлі мағынада зейнетақы қызметі ақша құралдарын шоғырландыру үшін әртүрлі зейнетақы үлгілерін құру және оны болашақта зейнетақы жасына жеткенде немесе басқа да жағдайларда зейнетақы ретінде төлеу және бөлістіру деп қарастырылады. Зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесі әлемнің барлық елдерінде кездеседі, дегенмен, олардың бір-бірінен айырмашылығы бар. Зейнетақы жүйесінің көп жақтылығына қарамастан, олардың қаржыландыру көзі бойынша 2 түрін ажыратуға болады: *ынтымақтас* және *жинақтаушы*. Ынтымақтас зейнетақы жүйесінің тиімсіздігі бұрынғы кеңес одағы мемлекеттерінде орын алған экономика және бюджет жүйесіндегі дағдарыстан көрінеді. Оған мемлекеттік кәсіпорынның банкротқа ұшырауы, жалақының қысқаруы мен уақытында берілмеуі, «нықтылы» сектордың көп бөлігінің «көлеңкелі» экономикаға өтуін жатқызуға болады. Бұл кезде мемлекеттік бюджетте үлкен дефицит байқалғандықтан, мемлекет зейнетақы төлемінің бұрынғы деңгейін қамтамасыз ете алмады. Зейнетақы жүйесінің банкроттылығы экономиканың нақтылы секторындағы реформаларға кедергі жасап қана қоймай, елдегі әлеуметтік қысымды күшейтті.

1997 жылы 20 маусымда Қазақстанда «Қазақстан Республикасындағы зейнеткерлікті қамсыздандыру туралы» заңы қабылданды. Ол 1998ж қаңтарда қолданысқа енгізіле бастады және бұрынғы ынтымақтастық жүйені реформалауға және зейнетақы салымын капиталдаудың жаңа жүйесін дамытуға әсерін тигізді. Алғашқы рет посткеңестік аймақта міндетті жекелеген зейнетақы жинақтар принципі жарияланды. 1998 жылы 1 қаңтардан бастап өз еркімен қосымша зейнетақы жинақтау мүмкіндігін сақтай отырып, Қазақстанның әр азаматы өз табысының 10% зейнетақы қорына аударып отырды. Елдің қаржы нарығының табысты реформалануы Қазақстан экономикасының дамуында ерекше рөл атқарды және зейнетақы жүйесіне бүгінгі дәрежесіне жетуге мүмкіндік берді.

Нарықтық экономикаға лайықты жаңа зейнетақы жүйесінің пайда болуы халықтың жаңа экономикалық жағдайларындағы әлеуметтік қорғанысы болып табылады: 1,5 млн аса зейнеткерлер ынтымақтастық негізіндегі зейнетақы төлемімен қамтамасыз етілген, сонымен қатар жинақтаушы зейнетақы жүйесінде азаматтардың 8,5 млн жеке жинақ шоты есептелінген. Жинақтаушы зейнетақы жүйесінің дамуы мемлекетіміздің банк секторында маңызды экономикалық реформалар жүргізуіне байланысты екенін атап өткен жөн. Пруденциалды реттеудің халықаралық стандарттарына енгізілуі, ҚЕХС-на өту, банктердің меншікті капиталының өлшеміне қойылатын талаптардың қаталдандырылуы кішігірім банктердің санының азаюына және елдің банктік жүйесін қайта құрылымдауға едәуір мүмкіндік берді.

Қазақстанның жинақтау жүйелері негізгі басымдылық зейнетақы жарналарының жинақталуы және жақсы инвестициялық табысты алуды арқасындағы азаматтары үшін қамтамасыз етудің тұрақты нысыны болып табылады. Бүгінгі күнде зейнетақы жүйесінде салымшылардан түскен үлкен құралдар жинақталған. ҚР Қаржы нарығын реттеу және қадағалау нарығының мәліметі бойынша 2007жылдың 1 қаңтарына Республикада 78 филиалдар және 77 өкілдіктері бар 14 ЖЗҚ жұмыс істейді. 12 ұйым зейнетақы активтерін инвестициялық басқару қызметін атқарады. Оның 6 зейнетақы активтерін дербес басқару лицензиясы бар ЖЗҚ болып табылады. Бұлар АҚ «ЖЗҚ МЖЗҚ», АҚ «Қазақстан Халық Банкінің ЖЗҚ», АҚ «Қазақстан БТА банкінің ЖЗҚ», АҚ «ЖЗҚ Капитал», АҚ «ЖЗҚ Қазақмыс», АҚ «ЖЗҚ Отан». Зейнетақы нарығының құрылуы жеке алғанданы ұлттық экономикаға және қаржы нарығының экономикалық дамытуында түбегейлі жетістіктерге жетуге мүмкіндік берді. Бұл елдің қаржы нарығының құрылымындағы ерекше орынды оған анықтап бекітті. Біздің ойымызша, зейнетақы нарығының мәні төмендегідей:

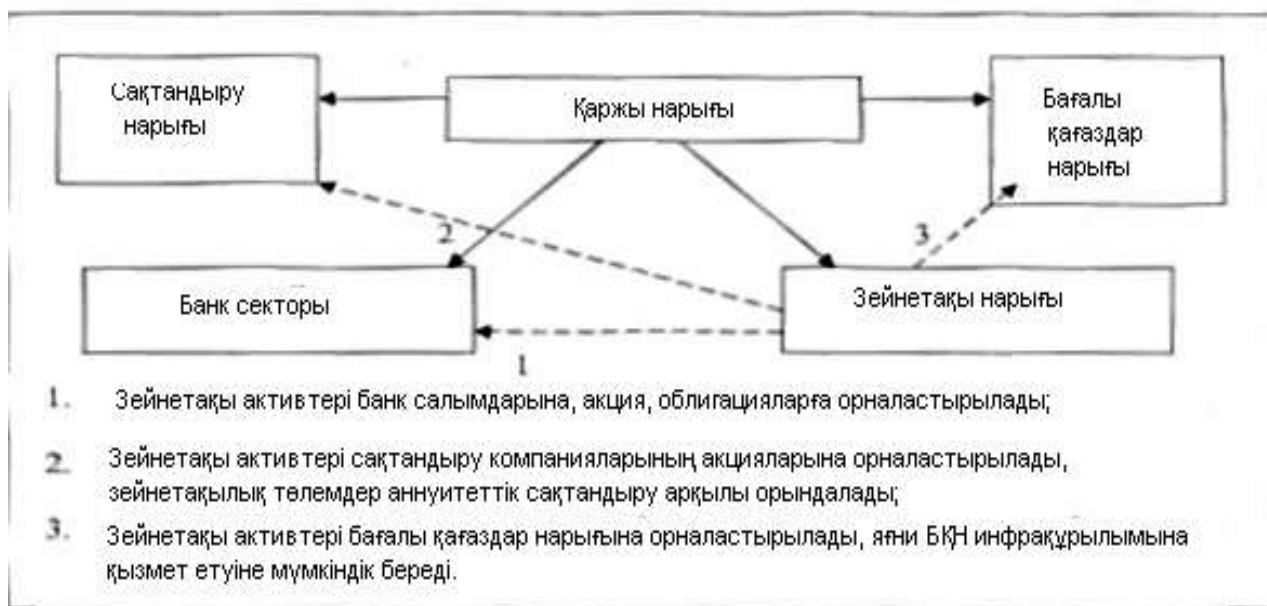
- Жинақтаушы зейнетақымен қамсыздандыру жүйесі қаржы нарығында тек ірі жұмыс берушілер емес, ірі салық төлеушілер болып табылатын ірі қаржы арашалары- жинақтаушы зейнетақы қорының пайда болуына мүмкіндік туғызды;

- Зейнетақы нарығының жұмыс жасауы мемлекетке өз елінің егде азаматтарын әлеуметтік қорғау мәселесіндегі кернеулікті түсіріп және республикалық бюджеттегі шығынды жүктемені жеңілдетуге мүмкіндік береді;

- ЖЗҚ өзінің құрылған уақытынан биік инвестициялық сапаларға (мерзімдік және өтемділік) ие болатын ірі қаржы ресурстарын жинақтайды;

- Зейнетақы нарығында айналып тұрған құралдыр экономиканың нақты секторына инвестиция салуға, мемлекетімізге ұлттық шаруашылықтың шикізаттық бағыттарына көмектеседі.

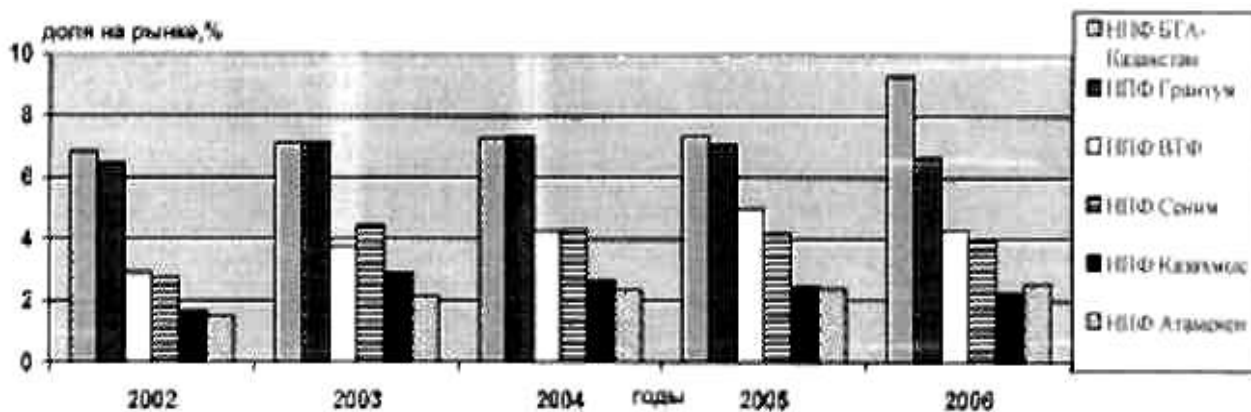
Қаржы нарығындағы зейнетақы нарығының құрылымының мағынасы оның басқа секторлармен қарым-қатынасын бейнелейтін келесі сызбада көрсетілген (1сурет).



Сурет 1 - Елдің қаржы нарығындағы зейнетақы нарығының ролі

Зейнетақы жарнасын тарту бойынша және зейнетақы төлемдерін жүзеге асыру қызметтері соңғы 3 жылда орындалмағанын атап өту керек. Бұл, зейнетақы нарығының негізгі қатысушыларының роліне негізгі талапкерлер тағайындалғанын және олардың позициялары бекітілгенін білдіреді.

Нарықтағы позицияларын үлестіру туралы айта кетсек, көшбасшылары: «Халық банкінің зейнетақы қоры» - 27%, іс жүзінде тең позициялы «МЖЗҚ» -17,7%, «Ұлар Үміт» - 17,6%. Зейнетақы нарығының көшбасшылары нарықтың 63,2% бойынша өз позицияларын бекітті. «Үлкен Үштіктен» кейін «Қазақстан БТА банкі ЖЗҚ-ы»- 9,29%, ЖЗҚ «Грантум»-



Сурет 2 - Зейнетақы активтер көлемі бойынша жетекші ЖЗҚ 2002-2006 жылдар үлесі

нарықтың еншісі - 6,65% орналасқан. Осылайша, жинақтаушы зейнетақы жүйесінің жетекші бестігі халықтың зейнетақы активі бойынша қызмет көрсету үлесі -78,24%.

2002 жылмен салыстырғанда жалпы нарық конъюктурасының өзгерісін көрсететін қарама-қайшы динамиканы байқауға болады.

Бұл талдау тұрақты өсу динамикасын тек ЖЗҚ «БТА Қазақстан» және «Атамекен» ЖЗҚ біріккен қоры көрсететінін куәландырады. Басқа қорлар әртүрлі факторлар әсерінен өз позициясын бәсекелестерге қарсы ұстай алмады. Мысалы, «Грантум» ЖЗҚ-ы нарықтағы үлесінің қысқаруының негізгі себебі: бұл қордың акционерлері АҚ «КазкоммерцБанк», оның зейнетақы жүйесінің көшбасшысы қатарына жататын тағы бір қоры бар: «Ұлар Үміт» ЖЗҚ-ы. Бұл екі қорлардың қосылуынан «Грантум» ЖЗҚ-ның даму динамикасы төмен түсті. «Валют-Транзит-Фонд» ЖЗҚ-ның нарықта үлесінің қысқаруының негізгі себебі банкроттық жағдайында тұрған аналық банкіне байланысты.

Сонымен, өткізілген талдау қорытындысы бойынша Қазақстан ЖЗҚ-ы нарықта даму принципі бойынша келесі топтарға бөлеміз:

- Динамикалық дамидын – оларға зейнетақы активтері мен нарықтағы үлесінің тұрақты өсуі тән. (АҚ «Халық Банк ЖЗҚ-ы» және АҚ «БТА Қазақстан ЖЗҚ-ы»)

- Өсу қарқынын біртіндеп төмендететін – бұл қорларға олардың нарықтағы үлесінің әр түрлі себептерге байланысты қысқаруы тән. («МЖЗҚ», ЖЗҚ «Сенім», «Ұлар Үміт», ЖЗҚ «Грантум», ЖЗҚ «Қазақмыс», ЖЗҚ «Нефтегез Дем», ЖЗҚ «Қорғау»)

- Даму үстіндегі қорлар – бұл қорларға нарықтың 1-4% үлесі ғана тән, бірақ осы қорлар нарықтағы өз қатысының нақтылы кеңеюін көрсетеді. («МЖЗҚ» «Атамекен», ЖЗҚ «Капитал», ЖЗҚ «Отан», ЖЗҚ «Кунаев атындағы»).

Нарықтың қалыптасуының бастапқы кезеңінде зейнетақы қорлары тұрақты бәсекелестік жағдайында дамығанын атап өткен жөн және бұл нәтиже берді. Өлсіз қорлар өз позициясын нығайтып, мемлекеттің зейнетақы нарығында экспансиясын жалғастырып, күші басымдырақ бақталастарына жол беріп, нарықтан кетті. Қазақстандық ЖЗҚ-да зейнеткерлік заңын әрі қарай жетілдіру сияқты сұрақтардың шешімінде оң тенденция құрылды. Қазақстанның Қаржы маманы қауымдастығы бұл үдерістің координаторы қызметін атқарды. Қаржы Маманы Ассоциациясы қаржы нарығын реттеу және қадағалау жөніндегі Агенттікпен біріге отырып, үкімет деңгейіндегі қорлардың ұсынысын жинақтап жүзеге асырды. Дегенмен, Зейнетақылық нарық бөлуді қажет етеді және өткізген зерттеулер бұған негіз болып отыр. 2007 жылы 1-мамырында міндетті зейнетақы жарналары бойынша салымшылардың жеке зейнетақы шоттарының саны 8808807 құрады. Бұл Республика тұрғындарының жартысы және елдің жұмыс жасайтын тұрғындарының негізгі бөлігін құрайды. Міндетті зейнетақы жарналары салымшылар шотының негізгі 4 қоры бар: «МЖЗҚ» - 28,04%, «Қазақстан Халық банкі» - 19,83%, «Ұлар-Үміт» - 15,4%, «БТА-Қазақстан» - 8,20% немесе олардың еншісіне салымшылардың шоттарының жалпы санының 71,21%-і тиісті. Бір жағынан бұл салымшылардың елдің 5 қорында шоғырланғандығын сипаттайды және зейнетақы жинақтау жүйесінің қатысушыларының зейнетақы есептерінде қызмет көрсетуінің бір қалыпты болмауына, яғни монополизмге қатысты тәуекелді куәландырды.

Жинақтаушы зейнетақы жүйесінің жағдайын зерттеу келесі негізгі көрсеткіштерді талдау негізінде жүргізіледі.

- Салымшылардың жеке зейнетақы шотының саны (міндетті, ерікті, ерікті кәсіптік салымы бойынша) –жалпы және ірі қорларының резерві бойынша;

- Зейнетақы нарығының институтталған инфрақұрылымы (ЖЗҚ, ООИУПА, банк кастодиаль саны);

- Зейнетақы жинақтары мен салымшылары (жалпы және ірі) қорларының резервтері бойынша;

- Зейнетақы активтерін инвестициялаудан түскен таза табыс (жалпы және зейнетақы жинағының саласындағы жалпы үлесі);

- Шартты өлшемдер құны;

- Зейнетақы төлемдері- жалпы және сақтандыру мекемелеріне аударылғандар саласы;

- Зейнетақы жинағының бір қордан басқа қорға аударымдары (жалпы және ірі қорлардың резерві бойынша);

- Зейнетақы актив құрылымы;

- ЖЗҚ-ы зейнетақы активтерінің инвестициялық портфельдерінің құрылымы;

- Қорлардың машиналды коэффициенті;

- Қорлардың қаржылық жағдайы - жиынтық байланысының көрсеткіштерінің резервінде;

- Меншікті активтер есебіне құрылған ЖЗҚ-ның инвестициялық портфелі.

Берілген көрсеткіштер жинақтаушы зейнетақы қорларын сандық параметрлері бойынша бағалауға және сипаттауға мүмкіндік береді. Сонымен бірге, әр параметр бойынша жинақтаушы зейнетақыны қамсыздандыру нарығында өз лидерін белгілеуге болады. Дегенмен, бұл салыстыру нәтижесінде алынған қорытындылар айырмашылығы алынған информацияның салыстырмайтындылығы емес, олардың толықтығын куәландырады. Сонымен, негізгі көрсеткіштер бойынша жүргізілген талдау осы қорытындыға әкелді.

Қазақстан банктер қорының кастодиандық қызметкерлерінің талдауы бүгінгі күнде лицензиясы бар он ЕДБ-ден тек алтауы ғана қызмет көрсететінін көрсетті. Соның ішінде АҚ «АТФ банк» үш қорға кастодиаль болып келеді, АҚ «Қазақстан Халық банкі», төрт қорға, АҚ «Банк Центр Кредит» және АҚ «Темірбанк» екі қорға, «HSBC Қазақстан банкінің» ішкі банкі және АҚ «Евразийский банк» бір қорға, ҰБ – «МЖЗҚ-н» қорына қызмет көрсетеді. Банк- кастодиальдың жетекші үштігіне АҚ «АТФ Банк», АҚ «Қазақстан Халық банкі» және АҚ «Қазақстан Ұлттық Банкі» кіреді. Қазақстан нарығында ең ірі Банк-кастодиі болып АҚ «АТФ Банкі» табылады, ол зейнетақы активтері 28,9% құраған қорларға қызмет көрсетеді. 2-ші орында АҚ «Қазақстан Халық Банкі» – кастодильді қызмет көрсету үлесі - зейнетақы активінің 25,3%-ы, соңғысы, елдің Ұлттық банкі, 17,9% көлемінде

АҚ «ЖЗҚ МЖЗҚ» қорларына қызмет көрсетеді. Бұл талдау зейнетақы нарығында кастоди қызметінің бірқалыптылығын көрсетеді, яғни бұл нарық секторы қалыптасып болды және банктерден жаңа лицензия алуға өтініші түспейді деп айтуға болады.

Сонымен бірге, жүргізілген ООИУПА қызметкерлерінің талдауы бойынша бұл мекемелердің инфрақұрылымдық үлестірілімі кастоди қызметтерінен өзгешеленетіні байқалды. Сонымен, 7 ООПУИА - дан өз қызметін тек 6 көрсетеді, соның ішінде тек АҚ «ООИУПА Bailyk asset management» 4 қорға қызмет көрсетеді. Дегенмен, бұл компанияның қорларға қызмет көрсету саны бойынша үлесі 36% болғанымен, басқарудағы зейнетақы активтерінің көлемі тек 8,3% құрайды. Жүйенің жиынтық активтерінің қалған 4 мекемесі актив 5% төмен бір-бір қордан қызмет көрсетеді. Бұл мекемелерге өздерінің қорларымен біріккен жөн. Жүргізілген зейнетақы нарығының құрама талдауы, танылған лидер Үштіктің қызметіне түзетулер енгізу керектігін көрсетті.

Сонымен, негізгі көрсеткіштері бойынша нарықтың күмәнсіз көшбасшылары болып АҚ «Қазақстан Халық Банкі» ЖЗҚ және АҚ «Ұлар-Үміт» ЖЗҚ-ы табылады. Бұл Үштікті АҚ «ЖЗҚ МЖЗҚ» тұйықтайды. Алайда, құрама талдауға сүйенсек, ол тек 5 орында, ал 3 орында - АҚ «Қазақстан БТА ЖЗҚ-ы». Бұл ауытқулар көп жағдайларда нарық көшбасшыларын сандық параметрі бойынша бағалау нәтижесінде болып отыр. Негізгі көрсеткіштер болып мынадай сапалық мінездемелер табылады: таза инвесторлық табыс, шарттағы зейнетақы бірлігінің құны, бір салымшының зейнетақы жинағы және қорлар арасындағы зейнетақы аударымдар сальдосы.

ЖЗҚ-ң маңызды ерекшелігі ұлғайып жатқан ерікті зейнетақы салымы болып табылатын зейнетақы салымының бұл түрі бойынша көшбасшы АҚ «Сенім ЖЗҚ» болып табылады, ал серікті зейнетақы салымы бойынша шоттар тек «ЖЗҚ Ұлар Үмітте» ашық. Ерікті зейнетақы салымының үлесі: «Сенім» - 61,49%, «Ұлар Үміт» -18,64% және «Капитал»-12,4% немесе бұл 3 қор жалпы шоттар санының 92,61% құрайды. Қалыптасқан уақыт ішінде зейнетақы активінің ерікті салымының орташа жылдық өсуі 1 айға 336 шотты құрайды. Соңғы жылда бұл көрсеткіш 181 шотты құрады. Бұл жағдай, біздің ойымызша, 2001-2004 жылы жинақтаушы зейнетақы жүйесінің кірісінің қысқаруы мен зейнетақы нарығының шығындылығына байланысты оған деген сенімнің түсуі себебінен Қазақстан азаматтарының ерікті зейнетақы жарнасына деген қызығушылығының төмендеуін көрсетіп отыр. 2005-2006 жылы табыстылық зейнетақы жарнасының бұл түріне деген қызығушылықты тудыруы мүмкін.

Осылайша, жүргізілген зейнетақы нарығының негізгі көрсеткіштерінің қаржылық талдауы бойынша 2005 жылда зейнетақы нарығы ұлттық валютада шығарылған активтердің пайдаларына зейнетақы активтерін салулары бойынша өзгерісі есебінен нарықтағы жалпы ахуал тұрақтандырылды. 2006 жылы зейнетақы активтерін инвестициялау ережелеріне енгізілген өзгерістерге байланысты, зейнетақы қорлары нарықта өз позицияларын бекітіп, инвестициялық табыстың өсу ахуалын жақсартты. Дегенмен, зейнетақы қызметі нарығының жалпы ахуалы нарықтың бөлінуі және оның тиімділігінің жоғарылауына мүмкіндік туғызатын қаржы менеджментінің сапасымен деңгейін жоғарылатудың қажеттілігін растайды.

Бастапқыдан зейнетақы реформасының бас мақсаттарының бірі-экономиканың нақты секторына Қазақстандық азаматтың зейнетақы жарналарының инвестиция салуы болды.

Бүгінгі зейнетақы активтерін ұлттық инвестициялау тәжірибесін өздерінің ұзын қазыналарының құрастырылу үлгісі деп атауға болады. Орналастыру мерзіміндегі үлкен мүмкіндіктерге ие болуына қарай ЖЗҚ-ы жедел қаржы құрамалар нарығында жылжымалырақ болып келеді. Бұл оған банктер, сақтау және инвестициялық компаниялар сияқты бәсекелестер алдында басымды жағдайды қамтамасыз етеді. Бұл ЖЗҚ-ы ресурстарының банк ресурстары менде басқа қаржы нарығының қатысушыларының ресурстары менде салыстырылмайтындығын білдіреді. Зейнетақы жүйесінің қызмет етуі қаржы құралдарының дефицит есебінен тиімді орналастырылу деңгейі төмендеп бара жатқан біршама ақша массасының жиынын қамтамасыз етті.

Зейнетақы қорының инвестициялық портфелінің көп бөлігінің табыстылығы бюджетке түсетін салықтық төлемдермен қамтамасыз етілетін мемлекеттік бағалы қағаздарда орналастырылған.

Зейнетақы нарығының қызметін реттеу сұрақтарындағы пруденциалды - нормативтік базасын әбден жетілдіру бойынша шаралармен зейнетақы активін инвестициялаудың ортақ тұжырымдамалары арасында байланыс байқалмайды, басқа сөзбен айтқанда, мақсаттары мен әдістері арасында жекелік байқалады. Зейнетақы нарығы, өкінішке орай, несие берушілердің қызметтерін орындамайды, себебі облигациялармен басқа мемлекеттік бағалы қағаздар инвесторлар тарапынан қарыз қорларының бағыты мен қолдануына бақылаудың жоқтығы.

Болып жатқан процесстердің негізгі себебі: зейнетақы реформасының құқықтық базасы едәуір артта қалды және оның іске қосылуының нақты алғышарттарын құрастыруға бөгет жасайды. Зейнетақымен қамсыздандыру жүйесі және зейнетақы активінің құрылуының жұмысы осы жылдар ішінде

қағидаттары өзгермеді және шығарулары міндетті зейнетақылық жиынмен айқындалады. Осылайша заң жүзінде зейнетақы қорына әрбір жеке тұлғаның табысының актуарлық есептеусіз белгілі бір бөлігі аударылады. Бұл ақша инвестицияланады, инвестициялық табыстың көп бөлігі салымшының жеке зейнетақы шотына аударылады, ал 15-17% қорлардың керегіне жұмсалады. Бүгінгі таңда, осы барлық мемлекеттік және мемлекеттік емес жинақтаушы зейнетақы қорының негізгі қызметі болып табылады. Ол тіпті зейнетақымен камсыздандыру институты емес, жарналы қаржы салу қорына айналды.

Мемлекеттің негізгі қадағалау және реттеу органы реттеу механизміне әртүрлі өзгерістер енгізу арқылы реттеп отырады.

Қаржы нарығымен жинақтаушы зейнетақы жүйесі субъектілерінің қызметінің мониторингін жетілдіру аясында, даму бағдарламасынан кейін, пруденциалды реттеу концепциясы қабылданады, ол өз кезегінде операциялық және несиелік тәуекелді ескере отырып, ЖЗҚ-ы және ООИУПА капиталына қойылатын талаптарды біріңғайландыру мақсатымен талаптарды айқындайды.

Басқаша айтқанда, ООИУПА-ң капитал мөлшері берілген компанияның басқаруындағы қаржы құралының саласына тікелей байланысты болады. Бұл концепцияға сәйкес жинақтаушы зейнетақы жүйесімен бағалы қағаздар нарығының субъектілеріне қойылатын талаптарды біріңғайландыру мақсатымен ЖЗҚ-ы және ООИУПА-ға арналған пруденциалдық нормативтерге өзгерістер енгізілуде.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары:

1. ҚР-ның қаржы жүйесіндегі зейнетақы нарығының ролі.
2. Қалыпты қызмет ету қағидасы бойынша ЖЗҚ-ын топтастыр.
3. ЖЗЖ-нің негізгі көрсеткіштерін ата.
4. Жинақтаушы зейнетақы нарығының көшбасшысын қарастырып талда.
5. Қазақстандағы ЖЗҚ-ның негізгі кемшіліктері.

ТАҚЫРЫП 4

Зейнетақы қорларын қаржылық басқару

Қазіргі кезде экономикалық дамудың жеке секторы мен жұмыс орнын қалыптастыруда маңызды өзгерістер байқалып отыр. Әлемнің көп елдері- экономикалық саясаттың нарықтық жолына көшкен сайын, азаматтар әл-ауқаты үшін жеке компанияның маңыздылығын ұғыну жоғарылып келеді: жеке компаниялар жаңа жұмыс орнын ашады, салық түсімдерінің кірісімдері өседі, қызмет пен тауарлардың кең ассортиментін қолайлы бағамен өндіреді, көп мөлшерде халықтың жинағын басқарады және зейнетақыны қамтамасыз етеді. Әлемде жеке сектордың өсуі өз кезегінде корпоративтік басқару мәселесінің маңыздылығын арттырады. Экономикалық Ынтымақтастық және Даму Ұйымдары елдерінде бұл жағдай бірнеше жылдан бері болып келе жатыр және де корпоративтік басқару режимін жақсарту үшін көп жұмыс жүргізілген. Азия елдері және басқа да аймақтарда дағдарыс не үшін корпоративтік басқарудағы есеп берушілік пен мөлдірлік мәселесі инвесторлар сенімділігі мен ұлттық экономиканың тиімділігіне керек екенін әлемнің елдеріне көрсетті.

Корпоративтік басқарудың ірі компаниялардың қызметтерімен бақылауды қамтамасыз етуінің ішкі құрамына жатады. Үкімет корпоративтік басқарудың негізгі жүйелері дамитын құқықтық, институциялық және реттеушілік климатын қалыптастыруда маңызды роль атқарып отырса да, негізгі жауапкершілік жеке сектордың мойнына жүктеледі. Корпоративтік басқарудың жоғары деңгейі компанияның өз капиталын тиімді қолдануына себепші болады. Мүдделі тұлғалардың кең шеңберінің мүдделерінің серіктестерінің есепке алуы, сонымен бірге оған бірлестіктер қамтамасыз етуге көмектеседі.

Компанияның өз басқару органына және акционерлеріне есеп берушілік мүмкіндік туғызады. Осыған байланысты шетел және отандық инвесторлардың сенімі артады және де ұзақ мерзімді, «шыдамды» капитал тарту мүмкіндігі жоғарылайды: нәтижесінде корпорация қызметі бүкіл қоғамның әл-ауқатының өсуіне ықпал етіп отырады.

Бәсекелестіктің қатаңдауы компанияларды бизнес басқару мәселелеріне көп көңіл аударуға итермелейді. Әлемнің ірі консультациялық фирмаларының бірі «Mekinsey» фирмасының зерттеуі мынаны көрсетті: нарықта өз орнын сақтап қалғысы келетін компаниялар басқару жүйесін жетілдіруді өз стратегиясының маңызды элементі деп қарауы тиіс. Бұл Қазақстан сияқты қараушы нарықтарға тән. Корпоративтік басқарудың болмашы ғана жақсаруының өзі бәсекелестік күрестің негізгі факторларына шешуші әсер етуі мүмкін екені дәлелденді. Ол факторлар:

- Бизнесінің даму қарқыны және оның тепе-теңдігі;
- Операциялық тиімділік және шығынның қысқаруы;
- Тәуекелдің төмендеуі;
- Мықты нарық позициясы: тұтынушы-өнім-сату каналы;
- Орнықты имидж және мінсіз таза абырой.

Қаржы менеджментінің қазіргі теориясында жиынтық ұйымдастырылған білімі компанияның стратегиялық активтерінің бірі болып белгіленеді. Бұл ұйымдастырылған білім жұмыс істейтін жүйе түрінде формалданылған жаққа, яғни документ түрінде болса, іс-әрекетті басқарып, керекті тәртіппен қолданылып, көкейкесті күйде қаралған жағдайда ғана шын мәнінде солай болады. Осы себепті де Қазақстан азаматына зейнетақы жинағы бойынша қызмет көрсететін зейнетақы қорының негізгі мақсаты мықты бәсекелестік басымдылыққа ие стратегиялық актив тиімді, әрі өзгеше басқарудың жүйесін құру және жетілдіру болып табылады.

Қаржы менеджментінің стратегиясы мен тактикасында, соның ішінде корпоративтік басқарудың жаңа бағыты- құндылық-бағдарланған басқаруда қазіргі компанияның жиынтық ұйымдастырылған білім ретіндегі тиімді басқару жүйесіне бағытталған әдістер қолданылады. ЖЗҚ-ы шеңберінде, қаржы менеджментінің осы бағыты бизнестің даму қарқынының өсуіне, бәсекелестіктің жоғарылауына және зейнетақы қорын капиталдандыруының өсуіне ықпал ететіндіктен, құндылықты-бағытталған менеджментті таңдайды. Қазіргі қаржы менеджментінің теориясы мен тәжірибесінде компанияның акционерлік құнын өсіруге бағытталған компанияны корпоративтік басқару әдіс-тәсілдерінің жиынтығы деп қарастырылған.

Қазіргі кезде Қазақстанның және бүкіл әлемнің қаржы менеджментінің теориясы мен практикасын түбегейлі өзгерістер күтіп тұрғаны бәрімізге мәлім. Алайда, акционерлер, менеджерлер, қызметкерлер, тұтынушылар және компанияның басқа да мүдделі тұлғаларының көзқарасы бойынша бизнес қаржысын басқарудың бұрынғы жолы не тіпті жұмыс жасамайды, не

өте тиімсіз жұмыс жасайды. Елдің зейнетақы бизнесінің мекемелерінің ерекшелігі корпоративтік капиталының ерекше құрылымын көрсетеді.

Зейнетақы қорының қаржы менеджментінің негізгі қызметтерінің бірі- қор капиталының құрылымының қалыптасуын басқару. Қазақстандағы ЖЗҚ-ның маңызды ерекшелігі болып ЖЗҚ-ң корпоративтік капиталындағы жоғары меншікті салмағы аталды. Корпоративті капитал ұғымына анықтама берумен қатар, ЖЗҚ-ң жиынтық корпоративтік капиталына 5 жылдағы талдаулар және алынған қорытындылар кесте 1- де келтірілген.

Кесте 1 - ЖЗҚ-тың жиынтық бірлескен капиталы

Жыл	Жарғылық капитал		Резервтік капитал		Меншіктік капитал		Міндеттемелер		Корпоративтік капитал	
	Млн тенге	%	Млн тенге	%	Млн тенге	%	Млн тенге	%	Млн тенге	%
2002	3447,2	80,0	157,6	3,65	4142,1	96,2	722,4	3,8	4306,8	100
2003	5573,2	75,5	479,2	6,5	6598,0	89,4	777,1	10,6	7375,2	100
2004	6351,2	74,4	1395,4	16,3	8107,5	95,0	425,3	5,0	8532,8	100
2005	6148,9	49,4	1436,9	11,5	11932,6	95,9	511,4	4,1	12444,0	100
2006	8501,0	36,7	1706,2	6,9	23132,2	94,4	1366,9	5,5	24504,1	100
Ескерту- 22,23 мәлімет бойынша құрастырылған										

Берілген мәліметтер талдауы ЖЗҚ-ң корпоративтік капиталының құрамындағы меншікті және жарғылық капиталының құрамындағы меншікті және жарғылық капиталдың жоғары деңгейін куәландырады. Бұл өз кезеңінде ЖЗҚ-ң капитал құндылығын ерекше басқаруды және бүкіл әлемде қабылданған ерекше корпоративтік басқарудың тиімді принциптерін қолдануды көздейді.

Кесте 1-де көрсеткіштер ЖЗҚ-ң бөлінбеген табысының оның өз капиталының тиімділігімен сәйкес келетінін тағы да растайды. Бұл компания қызметінің анықтаушы көзі компанияның өз капиталы болып табылатындығымен жүзеге асады (яғни ол қарыздарға тәуелді емес) . Жеке қорлар бірлескен капиталының құрылымы жөніндегі жағдай жалпы алғанда ортақ тенденциядан айырмашылығы жоқ. Бұл кесте 2 - де көрсетілген.

Кесте 2 - 2007 жыл 1-қантар ЖЗҚ-ның корпоративтік капиталының құрылымына талдау

ЖЗҚ	Меншікті капитал		Бөлінбеген пайда (шығыс)		Міндеттемелер		Корпоративтік капитал	
	Млн тенге	%	Млн тенге	%	Млн тенге	%	Млн тенге	%
ҚР Халық банкі	6111,6	99,5	2545,3	41,4	29,4	0,5	6140,9	100
БТА Қазақстан	4307,6	99,7	2790,9	64,6	12,6	0,3	4320,3	100
МЖЗҚ	2311,4	97,85	82,6	3,4	50,6	2,15	2362,3	100
Валют-Транзит Қоры	2095,6	99,5	6,3	0,3	10,1	0,5	2105,7	100
Ұлар-Үміт	1580,0	66,1	624,9	26,1	808,3	33,69	238,4	100
Басқа табыс әкелетін ЖЗҚ	2782,4	94,4	357,8	12,1	189,4	5,6	2946,3	100
Басқа шығын әкелетін ЖЗҚ	1234,4	96,7	-25,1	-	41,6	3,3	1275,9	100
Зейнетақы жүйесі бойынша қорытынды	20423,1	94,8	6382,	29,6	1116,5	5,2	21539,7	100
Ескерту- 22 мәлімет бойынша құрастырылған								

Бұл кесте бойынша, зейнетақы қорларының барлығының дерлік корпоративтік капитал құрамындағы жеке капиталының тұрақты жоғарғы, меншікті салмағы бар. 2006 жылдың қорытындысы бойынша шығынға ұшыраған зейнетақы қорларының құрамында коммерциялық банктердің акционерлерінің болмайтындығын атап өту керек.

Бұл осындай қорлардың капиталын басқарудағы ерекшеліктерді анықтайды және ұқсас нәтижелерге себепті болады. Зейнетақы қоры қызметін қаржыландыруды қамтамасыз ету жөніндегі қаржы менеджментінің (басқармасының) қызметінің іске асыру дивиденд саясатына деген қажеттілікті және қордың даму стратегиясын іске асыруын талап етеді. Қаржы менеджментіндегі қордың дивидентті саясатын құрастыру кезінде келесі принциптерді басшылыққа алу керек.

- Зейнетақы қорының пайдасы көбінесе зейнетақы активі бойынша инвестициялық табыстарға және зейнетақы жинақтағышының делдалдық ақысына байланысты болады. Ал олар өз кезегінде зейнетақы активтерін басқарушылардың тиімділігіне байланысты болады. Олардың жақсы нәтиже беруі инвестициялаудың пруденциалды нормативтеріне және қаржы құралдары нарығындағы ұсыныстарға тәуелді. ЖЗҚ-ң бөлінбеген табыстарының динамикасы 5 жылда бұл көрсеткіштердің тұрақты емес екендігін растады. Осылайша, 2001 жылы ЖЗҚ-ң бөлінбеген жиынтық табысы- 497,6 млн теңге, 2002 жылы -707,8; 2003 жылы -1270,5; 2004 жылы - 586,8; 2005 жылы -363,5; 2006 жылы - 12000,5 млн теңгені құрады. Сонымен

қатар, қаржы менеджментінің қызмет ерекшеліктеріне қарамастан оның басты қызметі - салық салуды төмендету. Себебі, салық салу табысы неғұрлым көп болған сайын корпоративті салық соғұрлым көп болады;

- Дивиденд түрінде төленетін пайда қосымша пайда болып табылады, ол кейбір жағдайларда қорлар инвестицияларының жеке портфелінің негізгі көзі болып табылады.

- Қордың акцияларының дивиденд түрінде төлеулердің үлестіру нормасы қордың меншікті капиталының жеткіліктілігіне байланысты пруденциалдық нормативтерге сай келуі тиіс. Бұл үлестіру нормасы жоғары болған сайын, қордың активтерінің өтімділігімен К1 төмен болуымен түсіндіріледі;

- Акционерлерге төленетін дивидент түріндегі кіріске табыс салығы салынады.

Қор иелері, салымшылар және мемлекеттік реттеуші орган ретінде мүдделерінің балансы, қорлардың капитализация деңгейінің жоғарылатуы қажеттілігі арқылы жетеді. Қорлардың капитализация деңгейінің жоғарылауының негізгі әдісі акцияларды орналастыру мен бөлінбеген кірісті жарғылық капиталды толықтыруға бағыттау. Қазақстандық ЖЗҚ-ы екі әдісте қолданылады және нақты құқықтық шектеуі жоқ.

Бірінші әдіс үшін қойылатын негізгі шектеулер:

- алдыңғы эмиссияда орналастырылмаған акция көлемі;

- қордағы сатып алынған меншікті акциялардың болуы;

- ҚҚА-ның талаптарының сай келмейтін жаңа эмиссия проспектінің дайындауы;

Екінші әдіс үшін шектеулер:

Қордың капиталдау деңгейін көтеру үшін бөлінбеген кірістің игілігі. ЖЗҚ-ы қаржы менеджментінің дивидент саясатын орындау кезінде үлестіру үштігі мыналарға тәуелділігін ескеру керек: меншікті құралдардың табыстылығына және өсудің ішкі екіні және дивиденд төлемдерінің әдісіне.

Меншікті құралдардың табыстылығы қордың потенциалды дамуының иелігін анықтап қана қоймай, дивиденттің жоғары деңгейін де анықтайды, егер ROE 20%-ға тең болса, онда меншікті құралдарды 20%-ға көбейтеміз немесе 20% дивиденд төлейміз немесе олардың арасында ортақ шешім қабылдау керек.

$$NR = \frac{ROE - IRG}{ROE - IRG} ; \quad IRG = ROE - (1 - NR), \quad (1)$$

ROE

Мұнда: NR-үлестіру нормасы;

ROE-меншікті құралдардың табыстылығы;

IRQ- өсудің ішкі қарқыны [29, с.67].

Өсудің ішкі қарқыны көрсетеді:

- Осы үлестіру нормасы бойынша кірісті бағыттап, меншікті құралдарды қаншалықты үлестіре алады.

- Негізгі құралдардың өсуі пассивтерінің жалпы сомасының өсуіне әкеледі.

- Бұл өз кезегінде активтердің өсуін куәландырады.

- Пассивтің өзгеріссіз құрылымы мен трансформацияның өзгеріссіз коэффициенттерінің IRQ инвестиция қорының меншікті мөлшерінің өзгерісін көрсетеді.

Кесте 3 - ЖЗҚ-ның есептік көрсеткішінің өзгерісі

ЖЗҚ	2004ж.			2005ж.			2006ж.		
	ROE	IRG	NR	ROE	IRG	NR	ROE	IRG	NR
Қазақстан Халық Банкі	0,06	0,06	-	0,49	0,39	0,2	0,43	0,34	0,2
БТА Қазақстан	-	-	-	0,27	0,25	0,1	0,29	0,23	0,2
Ұлар Үміт	0,06	0,06	-	0,33	0,27	0,2	0,11	0,9	0,1
Атамекен	0,07	0,07	-	0,21	0,18	0,1	0,24	0,21	0,1
МЖЗҚ				0,03	0,03	-	0,08	0,08	-
Ескерту- 22 мәлімет бойынша құрастырылған									

Кестедегі берілген мәліметтердің талдауы мынадай қорытынды жасауға мүмкіндіктер береді. ЖЗҚ-ң нақты кірісі 2005-2006 жылдарда байқалады. Сондықтан қорлардың дивиденд төлемі тек осы жылдары ғана беріледі. 2005 жылы төмен болғанымен, бірде бір ЖЗҚ-ы өз акционерлеріне дивиденд төлемеді, себебі табыстың негізгі бөлігі алдыңғы жылдардағы шығынды өтеуге және қордың келешектегі дамуына жұмсалды. 2006 жыл қорытынды бойынша көптеген қорлардан дивиденд төлеуі ішкі өсімнің табыстылығын қамтамасыз ету мақсатында NR мөлшерінің 10-20% деңгейінде жалпы зейнетақы қорында ол 1,3-тен 2,6 теңгені құрайды.

Осы кезеңдерді басқара отырып, қаржы менеджменті аясында дивидент саясатының негізгі мақсаты - IRC мен портфель мөлшерінің өсу процессімен сәйкес келуі, акционерлер қызығушылығымен дамудың жеткілікті қаржыландыруының қажеттілігін арттырады. Сонымен бірге, дивиденд төлеулерін өте ұтымды әдістің таңдауы болашақта дамыту ғана емес, дәл осы

кезде және пруденциалдық нормативтарды орындалуда қордың өтімділігі де дивидендтің төлеуі және мәселелер сәтті пайда болатын жағдайлар мүмкіндік береді.

Қаржылық менеджмент жүйесі әртүрлі дивидент төлеу әдістерін қарастырады, олардың ішіндегі көп таралғандары:

- Тұрақты %-ды төлеу әдісі. Ол жай акцияның таза табыс көлеміне анықталатын «дивиденд шығуы» көрсеткішінің тұрақтылығын сақтауды көрсетеді. Артықшылығы - көрсеткіштің төмендеуі акция курсының түсуіне әкелуі мүмкін;

- Бекітілген дивиденд төлеулер әдісі - акция дивидендінің курсына байланыссыз тұрақтылығы мен жүйелілігін сақтау. Артықшылығы - қарапайымдылық, акцияның курстық құнының тербелісін тегістеу; кемшілігі - төлем кірісінің азаюы өтімділікті түсіреді;

- Кепілді минимумды төлеу және «экстра дивиденд» әдісі - жүйелі төлемдердің тұрақты төленуі мен компания табыстылығына байланысты. «Сыйақы» дивидендінің төленуін сақтау. Артықшылығы - акция курсының тербелісін тегістеу. Кемшілігі - дивиденттің жиі төленуіне байланысты ол күтіледі және акция курсы қалыптастыруда роль атқаруын тоқтатады;

- Дивидендті акциямен төлеу әдісі. Артықшылығы - өтімділік мәселесінің тез шешімі, барлық кіріс дамуға бағытталады, бұл тартысты құрылымның үлкен бостандығы, ынталандырудың қосымша тетігінің болуы. Кемшілігі - инвестордың ақша таңдап акциямен сатуы мүмкін.

Осыларды қарай отырып, барлық дивиденттік төлеу әдістерінің ішінде ең артығы - дивидендті акциямен төлеу әдісі болып табылады. Себебі, тек сол әдіс капиталдануының өсу мәселесін шешуге көмектеседі, акционерлер құрылымын өзгертпейді.

Бірлескен капиталдың биік шоғырлануының артықшылықтары да, кемшіліктері де бар. Ірі мемлекеттердің бірлескен бақылауды шоғырландыру жағдайында топ-менеджментті «қопсыту» (окапывания) мәселесі сонша өткір болып табылмайды. Топ-менеджментті қопсыту деп әдетте ықпал ету салаларын кеңейту нәтижесіндегі компанияларды басқарудағы тоқырауды айтады. Капиталдың жоғары шоғырлану жағдайында кең әрі өкілетті басқару органдарын қалыптастыру қажеттілігі азаяды. Өткізілген зерттеулер компанияның қызметінің тиімділігі мен акционерлік меншіктің шоғырландыруының аралығындағы оң корреляцияларды жиі көрсетеді. Ең негізгі кемшілік бұл – осы жағдайдағы меншік иелері жалдаған сыртқы директорларды толық тәуелсіз позициямен қамтамасыз ету қиынырақ болып табылады. Бұл өз кезегінде мұндай компанияларды нақтылы инерциялылыққа және батыл техникалық және экономикалық жаңалықтарға

кішірек қабылдағыштығын өз кезегінде алып келеді. Сонымен бірге осындай бақылауында тәртіптік функцияның іске асыруы қамтамасыз етілетіні айтылады. Қазақстанның ЖЗҚ-ның бірлескен капиталы акционерлік капиталдың шоғырландыруының түбегейлі деңгейін көрсетеді. Бұл ерекшеліктер ЖЗҚ-ы үшін ғана емес, көп қаржы ұйымдары және елдің институттары үшін тән. Істердің мұндай жағдайы Қазақстанның қаржы нарығын дамытуға және әбден жетілдіруі бойынша апарылған реформалар негізі салдарынан болды. Сонымен, 1997 жылы республикамызда енгізілген зейнетақымен қамсыздандырудың жаңа жүйесі қаржы ұйымдарының жаңа түрін – жинақтаушы зейнетақы қорларын жасауды талап етті. Сол мезгілде бұл процесті ұлттық экономиканың тек қана ірі экономикалық субъекттері болып табылатын коммерциялық банктер ғана қолдай алды. Бұл елдің коммерциялық банктерінің қолдарындағы мұндай акционерлік капиталдың шоғырландыруының биік деңгейінің негізгі себебі болды. Осылай, ЖЗҚ-ның акционерлік капиталының талдауы келесі кестенің мәліметтерінде қаралған.

Кесте 4 - қазақстандық ЖЗҚ-ның акционерлері туралы мәлімет

	ЖЗҚ	Ірі акционерлер
1.	МЖЗҚ АҚ	ҚР Ұлттық Банкі
2.	АҚ МЖЗҚ Қазақстан Халық Банкі	АҚ Қазақстан Халық банкі
3.	АҚ ЖЗҚ Ұлар Үміт	АҚ казкоммерцбанк
4.	АҚ ЖЗҚ БТА Қазақстан	АҚ Банк Туран Алем
5.	АҚ ЖЗҚ Capital	АҚ Банкцентр кредит
6.	АҚ ЖЗҚ Грантум	АҚ ДАБ АВ< AMRO Қазақстан банкі
7.	АҚ ЖЗҚ Атамекен	АҚ Нұрбанк АҚ Банк Центр Кредит
8.	АҚ Кунаев атындағы ЖЗҚ	Банктік емес тұлғалар
9.	АҚ ЖЗҚ Қазақмыс	АҚ Қазақмыс
10.	АҚ ЖЗҚ Республика	Банктік емес тұлғалар
11.	АҚ ЖЗҚ Нефтегаз Дем	Банктік емес тұлғалар
12.	АҚ ЖЗҚ Отан	АҚ АТФ Банк
13.	АҚ ЖЗҚ Сенім	АҚ ССГПО
14.	АҚ ЖЗҚ Қорғау	Банктік емес тұлғалар
Ескерту- 22,28 мәлімет бойынша құрастырылған		

Көрсетілген мәліметтердің талдауы 14 ЖЗҚ-ның тоғызына акционер болып Қазақстанның коммерциялық банктері табылатыны туралы куаландырады.

Зейнетақы қорларының корпоративті капиталы үлкен дәрежеде акционерлік капиталға тәуелді болады, инвестициялаудың басқа көздері өндірістік сала мен банктер. Бұл қағида бүкіл әлемде серіктестіктердің құндылық бағдарланған қаржы менеджменті шеңберінде қолданылатын бірлескен басқаруының ерекше маңыздылығын анықтайды.

Елдің зейнетақы қорларындағы бірлескен басқаруына бұл қағида енгізуі қажеттілігі, келесі себептермен шартталған:

- Зейнетақы нарығының институционалдық құрылымы бір-бірінен қаржы көрсеткіштері бойынша да, нарықтағы еншісі бойынша да едәуір айырмашылығы болатын аймақтық қорлармен ұсынылған;

- ЖЗҚ-ның корпоративті капитал құрылымында негізгі үлес меншікті капиталға, соның ішінде, иелердің және қадағалау органдарының тарапынан ерекше көңіл бөлуді талап ететін жарғылық капиталға тиесілі;

- Зейнетақы қорларының биік аймақтық шоғырландыруы. Осылай, бір облыстарда жеке зейнетақы қорларының кең желілі филиалдары бар, кейбіреулерінде тіпті жоқ;

- Басқару тәуекелдерді жоғарылататын және серіктестіктердің құнына ықпал ететін елдің сауда банктері бар зейнетақы қорларының бүркеме аффилирлығының түбегейлі деңгейі;

- Зейнетақымен қамсыздандыру жүйесінің зейнетақы активтері мен өздерінің қорларының қызметінің төңіректеріндегі мемлекеттік шешімдеріне биік тәуелділігі қолданылған;

- Зейнетақы қорларының топ-менеджментіне кадрлардың таңдап алуын, мобильділік және иілгіштіктің деңгейін түсіретін басқарудағы керітартпалықты куәландыратын бірлескен жол тән;

- Зейнетақы қорының (директорлар Кеңесі) басқару мүшелері және тіпті топ-менеджменттері осы қордың әрдайым акционерлері болып табылмайды;

- Ұлттық зейнетақы нарығы үшін зейнетақы қорларының араласуы және қосылып кету жағдайы әбден мүмкін болып отыр және бірлескен басқару қағидалары қолданылмаса жағымсыз салдарға ие болуы мүмін;

Бірлескен басқару қағидаларын енгізу мемлекеттік реттеу тарапынан зейнетақы қорлары үшін міндетті болып табылмайды. Дегенмен, бұл кез келген ірі серіктестіктің биік бірлескен мәдениеті туралы куәландырады, соның ішінде ЖЗҚ-да бар. Зейнетақы қорларының қазақстандық қаржы менеджерлері бірлескен басқаруының қағидасын енгізу мәселесімен тек соңғы жылдарда шұғылдануда. Барлық жұмыстар мыналарға бағытталған:

- бірлескен мәдениет кодексінің өңделуі (қалыптасуы);
- абырой кодексінің өңдеуі;

- бірлескен басқарулардың енгізілетін қағидаларын есепке алып зейнетақы қорының топ-менеджментін бөлу;

Зейнетақы қорларының қаржы менеджментінің маңызды функциясы ретінде қордың тиісті инвестициялық саясаттарына сай құралдардың жұмсауын атап өттік. Қаржы менеджері осы функцияны іске асыруда қордың құрастырылған активтерін жұмсау процесін тікелей басқаруды жүзеге асырады және қордың инвестициялық декларациясын өңдеуде жанашырлық жасайды.

Кесте 5 – ЖЗҚ-ның жиынтық активтері.

ЖЗҚ-ы активтері	2004 ж.		2005 ж.		2006 ж.	
	Млн тенге	%	Млн тенге	%	Млн тенге	%
Негізгі құралдар	823,6	9,7	913,7	7,4	2123,2	8,7
МЕА	104,4	1,2	141,8	1,1	147,3	0,6
Меншікті инвестициялық қоржын	5768,9	67,6	8623,3	70,2	13896,4	56,7
БҚ жабылғанға дейінгі	270,6	3,1	776,5	6,3	65,2	2,8
Сатуға арналған БҚ	4482,8	52,6	4271,2	34,9	7807,7	31,8
Кері РЕПО	-	-	691,9	5,6	1330,9	5,4
Сатылатын БҚ	-	-	0,4		903,1	3,9
Орналастырылған салымдар	1015,5	11,9	2883,3	23,4	3169,5	12,9
Дебиторлар	1261,1	14,8	567,3	4,6	1251,3	5,1
Комиссиялық сыйақы бойынша дебиторлық берешектер	-	-	1545,8	12,5	5225,5	21,3
Соның ішінде зейнетақы активтерінен	-	-	24,2	2,3	396,2	1,4
Инвестициялық табыстан	-	-	1261,6	10,2	429,3	19,7
Ақша құралдары	574,8	6,7	516,0	4,2	1860,4	7,6
ЖЗҚ-ның барлық активтері	8532,8	100	12307,9	100	24504,1	100
Ескерту- 22,28 мәлімет бойынша құрастырылған						

Кесте 5-те көрсетілген мәліметтерден қазақстандық ЖЗҚ-ның меншікті инвестициялық портфелі қордың ортақ активтерінен 64,8% орналасатыны көруге болады. Бұл осы портфельдің өтімділік және пайдалылық деңгейін бақылауды қарастырады. ЖЗҚ-ның бухгалтерлік есеп жүйесінде делдалдық

ақының өзгерісі баланста «Делдалдық ақы бойынша дебиторлық қарыз» бабының пайда болуына әкелді. Бұдан басқа, 2004 жылы енгізілген РЕПО операциялары бойынша бағалы қағаздар қорының меншікті активтер алуудағы өзгерістер қордың балансының құрылымдарын өзгертті. Әйтсе де, РЕПО-ның (5, 5%) операцияларының болмашы өлшемдеріне қарамастан, олар дегенмен ерекше бақылаулар талап етеді, себебі іс жүзінде бағалы қағаздардың кепілдігіне несиелер беру бойынша операциялары болып табылады.

Барлық жоғарыда айтылғандар бойынша зейнетақы қорының активтерінің қаржы менеджментінің негізгі бағыттарын анықтауға мүмкіндік береді. Сонымен, қордың қаржы менеджменті келесілерге сүйене отырып құрылуы керек:

бірінші деңгей - қордың меншікті активтерінің инвестициялық портфелімен басқару (64,8%);

екінші деңгей - комиссиялық сыйлық берулер қарызын басқару (16,9%),

үшінші деңгей - айналымнан тыс активтерді басқару (9,56%);

төртінші деңгей - дебиторлық қарызды басқару (8,1%);

бесінші деңгей – қаржыларын басқару (6,1%).

Сонымен бірге, әрбір деңгей ЖЗҚ-ның қаржы менеджменті үшін сәйкес қолданылады. Қордың меншікті активтерінің инвестициялық портфелін басқаруда келесі қағидалар қолданылады:

- Қордың меншікті активтерінің арқасында құрастырылған инвестициялық портфельдің құрылымы қордың инвестициялық декларациясына сәйкес келіп, бір эмитенттің бағалы қағазы және бір банктегі инвестиция салудың көрсеткіштерінің қатынасында реттеудің пруденциалдық нормативтарына жауап беруі тиіс.

- Қордың инвестициялық декларациясы сонымен бірге ЖЗҚ-ның зейнетақы активтерін инвестицияландыру бойынша инвестициялық декларациямен сәйкес жасалуы керек.

Осы сәйкестік зейнетақы активтерін де, меншікті активті де басқару процесінде мүдделерге дауға жол бермеу керек (ЖЗҚ-ы зейнетақы активтерін басқармаған жағдайда да). Бағалы және бір банктің үлестерінде инвестиция салу бойынша пруденциалдық нормативтар дәл қазір (СА) Па көлемінен 10% аса алмайды. Егер банк емес эмитент туралы айтсақ, онда бұл эмитенттің облигациясында 10% Па (СА), ал акциясында 15% орналастыруға болады.

- Іс жүзінде несие қызметімен айналысатын кері РЕПО операциялары 30 күннен аспайтын уақытта атқарады. Мұндай операциялардың көлемдерімен басқару қордың тәуекелдерімен қордың инвестициялық

декларациясының бағыттары және басқару жүйесінің есепке алуымен іске асуы керек;

- Банкте орналастырылған үлестер нормативтерге сай орналастырылуы тиіс. Қаржы менеджменті сонымен бірге банктің төлеу қабілетіне, активтерді инвестиция салатын депозиттеріне көңіл бөлуі керек. Депозиттердің мерзімі 36 айдан аспауы керек, депозиттің мерзімінде өтелуін және шартты ресімдеудің уақытылы болумен олардың кері орналастыруын қадағалау керек;

- Өтеуге дейін алып қалған бағалы қағаздар әдетте меншікті активтердің портфеліндегі аласалау салмақта орналасады, бұл мұндай қағаздардың құрамында биржамен делистингтелген және қор бір жыл ішінде сата алмаған бағалы қағаздар болуына байланысты. Тез өтімді бағалы қағаздар әдетте сатуларға жататын басқа дәреже бойынша көрсетіледі. Дегенмен бұл осы сынып бойынша осы портфельде тек қана жұмсалмайтын қағаздар болатынын білдірмейді. Әйтсе де, мұндай қағаздарының күйін бақылау қаржы менеджерін нарық өзгерістерін зерттеп отыруға міндеттейді.

Қордың комиссияндық сыйақылары бойынша қарызбен басқаруда келесі қағидалар қолданылады:

- Қаржы менеджері есептеулерге жетекшілік ететін және Банк-кастодидің қордың делдалдық ақысының көлемі бойынша параметрлердің дер кезінде мұқият тексеруінің заты бойынша бухгалтерлік бөлімшенің жұмысын тексеруі керек.

Осы қарыз ұзақтығы 5-34 күн аралығында ауыспалы және уақытша болып табылады (комиссия есептеген айдың бірінші есеп беру күнінен бастап). Осыған байланысты, негізгі ықылас қордың дебиторлық қарызының өсу қарқындарына қарағанда делдалдық ақысының қарқынының зер салу керек. Олардың сәйкессіздігі банк-Кастоди немесе бухгалтерия қызметкерлерінің жұмысындағы келеңсіздіктер туралы куәландырады.

Айналымнан тыс қордың активтерін басқаруда келесі қағидаларды қолданылады:

- Айналымнан тыс активтердің қолданудың тиімділігінің талдауы - олардың қаржы менеджментінің негізі болып табылады. Бұл мақсат үшін тұрақтылықты талдау немесе актив мобильділігі коэффициенті көрсеткішінің динамикасының талдауы (қордың активтеріне айналымнан тыс активтерінің байланысы), меншікті капитал (анықталатын байланыс меншікті капитал құралдағы инвестициялары арқасында), (айналымнан тыс активтердің бастапқы құнға тозуды сомасының байланысы) тозуды коэффициенттің жұмылдырудан босатылған коэффициентінің динамикасының талдауы жүргізіледі.

- Айналымнан тыс активтер ЖЗҚ-ы қызметінің негізгі құрамдас қызметін атқарады. Бұдан басқа, сонымен бірге оларды қордың меншікті активтеріне инвестиция салу құралы деп қарастырған жөн. Инвестициялардың айналымнан тыс активтерге салудың өсуі зейнетақы жинағының көлемінің өсімі, қордың зейнетақы активіне негізделетінін ескерген жөн. Сондықтан ЖЗҚ-ы қаржы менеджментін жетілдіру мақсатында бұл қатынастың көрсеткішін жасау керек.

Қордың дебиторлық қарыздары басқаруда келесі қағидалармен негізге алуға керек:

- ЖЗҚ-ы дебиторлық борыштары кәдімгі серіктестердің борыштары сияқты: борышақылары және қалған дебитор берілген салықтар бойынша енгізілген аванстық төлеу. Қаржы менеджментінің позициялары бойынша негізі дебиторлық қарыздың мерзімдеріне бақылау болып табылады;

- дебиторлық қарыздың құрастыруын талдау оның салыстырмалы көрсеткіштерінің зерттеп отыруын қарастырады: дебиторлардағы активтердің шығу коэффициенті (0, 08-0, 1), дебиторлық қарыздың айналымдылығының мерзімі, дебиторлық қарыздың сапасының коэффициенті (0,1-0,3 мүмкін және керексіз қарыздың байланысы).

Қордың қаржыларын басқаруда келесі қағидаларды негізге алу керек:

- күннің аяғына қордың кассасындағы қаржылардың қалдығының өлшемі пруденциалдық нормативтармен сәйкестік қордың меншікті активтерінің өлшемінен 10% аспауы керек;

- Зейнетақы активтерін инвестицияландыруға арналған қорлардың қазынасының қалдығының максимал өлшемі: берілген ЖЗҚ-ы және шетел банк-кастодианындағы инвестициялық және корреспонденттік шоттардағы ақша құралдары қордың зейнетақы активі мөлшерінің 3% аспауы керек [30];

- Банк-кастодианның ЖЗҚ-ның инвестициялық шотына түсетін зейнетақы активтері толық көлемде қорға инвестиция салуға ұлттық валютамен 10 жұмыс күнін шегерумен, шетел валютасымен 30 күнтізбелік күнді шегеруімен жатады;

Бұлардың барлығы қазақстандық ЖЗҚ-ларының қаржы менеджментінің негіздері болып табылады және қордың арнайы құрылымдық бөлімшелерімен іске асырылуы керек.

Массамен және таратылмалған табыстың динамикасымен реттеу ЖЗҚ-ның қаржы менеджментінің маңызды функцияларының санына жатады. Қаржы менеджерінің осы функциясының іске асырулары келесі қағидаларды негізге ала алады:

- Қордың комиссиялық табыстарын есептеудегі енгізілген мойындау және шағылыстыру әдістемелеріндегі өзгерістер есепті мерзімді пайданың

өлшемінің кішірейтуі салық өндіруді кейінге қалдыру және оның минимизациялауының әдісінің бірі болып табылады;

- Пайданың өсу динамикасы зейнетақы жинақтарының өсу қарқындарына жауап беруі керек. Динамикалардағы сәйкессіздік зейнетақы активтерінің, жеке алғанда ол бойынша инвестициялық табыстың тиімсіз есептік саясаты туралы куәландырады.

- Таратылмалған табыстың өсуі ЖЗҚ-ның кәсіпкерлік субъектісі ретінде бірқалыпты даму туралы куәландырады, бірақ қаржы менеджментінің позициясынан салық салмағының өсуін меңзейді.

Қордың мүдделері және оның салымшыларының тіркесін қордың қаржы менеджментінің негізгі құраушысы деп қарастырдық. Осы бағыт маңызды, себебі тек ол ЖЗҚ-дағы қаржы менеджментіндегі жинақтылық ерекше жолдың өңдеуін растайды. Осы бағыттар шеңберінде оның инвестициялық саясатына реттеу және сәйкестіктің пруденциалдық нормативтарын орындаудың есепке алуы бар оның активтерінің орналастыруы бойынша қордың инвестициялық стратегиясының іске асыруы ескерілген. Осы функциялар орындауда келесі қағидаларды ескеру керек:

- инвестициялық саясат қормен өңделеді, өз алдына зейнетақы активтерін 1 жыл мерзімінде және ООИУПА қызметтерін 3 жыл мерзімге қолданды. Инвестициялық стратегия әр 3 айда өңделеді және онда қаржылық талдаудың нәтижелері, болжам мәндері, күтілетін макро және микроэкономикалық көрсеткіштер, кепілдемелік сипаттағы инвестиция салудың стратегиясы болуы керек.

- қордың инвестициялық стратегиясы қордың тәуекелдерінің басқару жүйесінің есепке алуымен жасалуы керек.

ЖЗҚ-ның қаржы менеджменті басқа компаниялардікі сияқты қордың қаржы нәтижелеріне осы саясаттың шараларының нәтижелерінің ықпалы қордың маркетингтік саясатын өңдеуге қатысуы тиіс. Қазақстандық ЖЗҚ-ы басқару құрылымында көрсетілгендей оның көпшілігінде маркетингті басқару, оның негізгі функциясы зейнетақы нарығында маркетингтік стратегияны өңдеу болып табылады. Қаржы менеджментінің осы процессте қатысуы келесі қағидаларға сәйкес іске асады:

- қордың дамыған және таралған қазақстандық зейнетақы нарығында маркетинг стратегиясын іске асыруға қатысты шығындары оның нәтижелілігіне бірдей тең болуы керек. Бұл тиісті көрсеткіштердің талдауын өткізу арқылы өрнектеледі. Мұндай көрсеткіштердің санына мыналарды жатқызу маңызды: *маркетинг шығындарының серпу коэффициенті* (зейнетақы актив алған комиссиялық марарпаттауды шамаға маркетинг шығындарының байланысына қалай), маркетинг шығындылығының

коэффициенті (қордың шығындарының жиынтық көлеміне маркетингке шығындарының байланысы ретінде), сәйкестіктің коэффициенті (нақтылы қордың табысының өсу қарқындары бар маркетингіне шығындардың қарқын өсуін байланысы ретінде);

- көрсетілген көрсеткіштердің талдауы қаржы менеджеріне осы көрсеткіштер немесе есепті нормативтың анықтауларының тұрақтылық түріндегі құралдардың жұмсауына мүмкіндік береді.

Қордың мүдделері және оның салымшыларының тіркесі бойынша қаржы менеджментінің негізгі бағыттарының бірі іске асыру тәуекелдердің қаржы жоспарлауы, қор, басқаруды қызметтің тиісті бағыттарының бюджет жасауынан, талдау және қаржы есеп беруін барлау, және қордың стратегиялық және тактикалық дамытуы туралы ұсыныстарды өңдеуден тұруы керек. Қаржы менеджеріне ғана емес, қордың бас есепшісі және көп құрылымдық бөлімшелер үшін маңызды болатын осы функциялардың қатынасында келесі қағидаларды атап өту керек:

- қаржы жоспарлауы және бюджет жасауды процесінде қаржы менеджері тиісті бөлімшелердің бюджеттерін құрастырулар үшін қажетті негізгі параметрлердің тізімін анықтайды. Бұл ақыр соңында республика бойынша филиалдар және өкілдіктердің есепке алуымен барлық қордың қаржылық жоспарын құрауға мүмкіндік беретін, қордың құрылымдарының бюджеттерін сапалы құрастыруын және олардың тиімді қорғауын қамтамасыз етеді.

- қаржы менеджері тәуекелді басқару функциясының іске асырулары үшін қаржы активтерінің ішкі және сыртқы нарығындағы кері динамика жағдайындағы зейнетақы және меншікті активтерге, өтімділік пен пайдалылыққа тәуекелдер ықпалының бағасының әдістемесін өңдейді;

- қаржы есеп беруін талдау және барлау қаржы талдауының классикалық қағидаларына сәйкес жүргізіледі және пайдалылығының бұл мәліметтің қолданушыларына зейнетақы активтерінің ол қарауындағы қорларының қаржы күйі туралы демалыс мәліметінің бақылау және ұсыныстарын қамтамасыз етуге бағытталады. Олардың қатарына мыналарды жатқызуға болады: аудиторлар, акционерлер, құрылтайшылар және уәкілетті қадағалау органы (Қаржы қадағалау Агенттігі);

- қаржы менеджері қордың стратегиялық және тактикалық дамытуы туралы ұсыныстарды өңдеу барысында түпкі мақсатты және оның жұмыс жасауының есептерін негізге алуы керек. Осындайға жатқан: серіктестіктің құнының максимизациялары, қордың зейнетақы және меншікті активтерінің пайдалылығының жоғарылатуы және салық өндіруді минимизациялау.

Қордың бірлескен капиталының қаржы менеджменті қордың қаржы менеджментінің негізгі функцияларының бірі деп анықталған. Оның құрылымы және қордың активтерінің құрылымы талдаудың нәтижесінде алған қорытындылармен дәлелдедік. Бұл көрсеткіштер арасында тығыз байланысты анықтап, бірлескен капитал құны қаржы менеджментінің процессінде кезеңі болып келетінін көреміз. Басқа жағдайда, менеджмент қордың меншікті активтерінің инвестициялық портфелі кәдімгі қаржы талдауына және басқаруға апарады. Қаржы менеджерлері, аналитиктер үшін және зейнетақы ісінің тәжірибелерінің көпшіліктері үшін қордың бірлескен капиталының бағасы серіктестіктің акцияларының ішкі құнының анықтауымен көрінеді. Акцияларға ие болу компанияны иеленумен бірдей, және борышкерлері жоқ зейнетақы қоры үшін бұл да солай болып табылады.

Әр түрлі серіктестіктердің капиталының құны формалардың алуан түрлігімен бейнеленеді. Зейнетақы қорының бірлескен капиталын талдау тұрғысынан қарасақ, анықтаушы серіктестіктің әділ нарықтық және инвестициялық құндары болып табылады. Әдетте әділ нарықтық баға деп мемлекеттік органдар қабылдаған, шағын және ірі акционерлерге де тиімді, ұқсас объектілердің орташа нарықтық бағасына жақын баға анықталады. Зейнетақы қорлары жағдайында осы құн мемлекет және мемлекеттің сыртқы қолданушылары бойынша капиталдың құнын бағалау, алған пруденциалды реттеудің көрсеткіштерінің позициясынан бағаланады.

Инвестициялық құн әдетте осы инвесторға арналған жоғары бағалаулармен, синергетикамен және шектеулермен, салық ерекшеліктерімен қарастырылатын осы серіктестіктің құны деп қаралады. Бірлескен капитал және оның талдауы осы формалардың арасындағы айырмашылықтардың анықталуы зерттеудің міндеттерінің бірі болып табылады. Ең алдымен, қойылған есептің шешімінде алынған қорытындылар зейнетақы қоры және сақталуды болашақта және зейнетақы жинақтарының адекваттылығының күйі мәліметтің сыртқы қолданушылары және салымшыларға мүмкіндік беретіндігін жүзеге асатындай бағалау.

ООИУПА үшін, ЖЗҚ-ы үшін әділ нарықтық құн оқылатын пруденциалдық нормативтерді меншікті капиталдың жеткіліктілігі К1 көрсеткіші бойынша бағаланады. К1 коэффициенті: ЖЗҚ-ның меншікті портфелінің және зейнетақы активтерінің портфелінің өзара байланысы. Өз кезегінде, ЖЗҚ-ы меншікті портфелі бастан-аяқ қордың меншікті капиталының көлеміне тәуелді болады. Осы көрсеткіштің мәні бұл реттейтін тетік ретінде оны өз активтерінің өлшеміне қормен қызмет көрсетілетін зейнетақы активтерінің сәйкестігін тексеруге шақырғандығында болып табылады. Қормен - қызмет көрсетілетін зейнетақы активтерінің өлшемі

басқаша айтқанда акционерлермен осы қорда қабаттасқан құралдардың өлшеміне сәйкес келуі керек. Осылай, $K1 = 0,01$ жеткіліктіліктер нормативте, бұл әрбір 100 теңгесіне қордың (орналастыруды тәуекелдің есепке алуымен ойлап-пішілген қаржы құралдарында) қазақстандық азаматтардың зейнетақы бөліп шығаруларын зейнетақы қорымен меншікті активтердің 1 теңгесі қамтамасыз етуі керек болуға тартылған. Бұл қор егер өз пассивтарының құрылымындағы қарыз капиталын қалыптастыруға құқығы болмаса, бұл 1 теңге акционерлік капитал және таратылмалған табыстың түріндегі қордың тек қана меншікті құралы бола алады. Осы көрсеткіш $K1$ -дің есептеуінің әдістемесінен де шығады. Осылай, $K1$ -дің пруденциялық нормативтерін есептеу бойынша жұмыс істейтін нұсқаулар сәйкес [30, 31] келесі формула бойынша саналады:

$$K1 = \text{ЛА} - \text{О} / \text{ВПА} \quad (2)$$

Мұнда: ЛА-Қордың өтімді және басқа да активтері;

О- қордың міндеттемелері;

ВПА- (ойлап-пішілген зейнетақы активтері) - қаржы құралдарының құны, орналастырылған тәуекел дәрежесі бойынша ойлап-пішілген зейнетақы активтері инвестициялық портфельде болады.

ЖЗҚ-ы акционерлері зейнетақы жинақтарының қызметі көрсетілетін қорының көлемі құралдарының табысының өсу есебіне сүйене отырып, есептеу құнының үлгілерін зейнетақы активтерінің табыстылығына сүйене құрастыру.

$$S_c \text{ ПА} = \frac{P \times K2}{OC} \times 100\% \quad (3)$$

Мұнда: $S_c \text{ ПА}$ —зейнетақы активінің кірісіне есептелген жылдық пайыздық капитал құны;

P- табыс, бөлінбеген пайда;

$K2$ - есепті мерзімге зейнетақы активтерінің табыстылығы немесе ЖЗҚ-ның номиналды табысының коэффициенті;

OC-ЖЗҚ-ның меншікті капиталы;

Капиталдың инвестициялық құнын көп ғалымдардың ұсынғаны бойынша капиталдың элементтерінің қызмет көрсетуі шығындардың салыстырмалы шама ретінде бағалайды.

$$S_c = \frac{D_c}{C} \times 100 \%, \quad (4)$$

Мұнда: S_c -капиталдың жылдық пайыздық құны;

D - капитал иесіне жылдық төлеу;

C - бұл иеден серіктестікпен тартылған капитал;

Қазақстандық ЖЗҚ-ның қызметінің ерекшелігі олардың жалғыз инвесторларымен акционерлік капиталдың инвесторлары бола алатындығында және сондықтан болған бірлескен оларға арналған капиталын құны ол тәуелді акциялардың пайдалылығы бойынша талаптарымен анықталатындығында. Егер басқа серіктестіктері үшін капитал құны орташа өлшемді мәні ретінде анықталса (Weighted Average Cost of Capital - WACC), онда ЖЗҚ-ы үшін акционерлік капитал құны (Cost of the Share Capital - CSC). Қазақстандық ЖЗҚ-на арналған CSC келесі ерекшеліктерді анықтау маңызды:

1) осы көрсеткіш елде мемлекеттік ЖЗҚ-ын реттеулерімен шартталған. Демек, бұл мұндай көрсеткіш дүние жүзінде қолданыла алатынын білдірмейді, себебі мұндай шектеулер барлық мемлекеттерде жұмыс істемейді.

2) Қазақстандағы қаржы институттары ретіндегі зейнетақы қорларының дамытумен, ірілендірумен және күшейтуімен осы шектеулер алынуы мүмкін.

3) Қазақстандық ЖЗҚ-ы шектеулер артынан қарыз капиталының қолданулары мен меншікті капиталының нәтижесінде алынатын қаржы тетігінің артықшылықтарын қолдана алмайды. ЖЗҚ-ы қаржылық тетігі нөлге тең болған жағдайда операциялық пайданың өсуі автоматты түрде таза пайданың өсуін шақырады, сонымен қатар салық артықшылықтарын қолдануға мүмкіншілік бермейтін пайдалар.

4) ЖЗҚ-ы акционерлері, ең алдымен, бұл акционерлік қоғамдар инвесторлар болып табылатындықтан, ЖЗҚ-ның капиталының шекті құнын есептеу маңызды болып табылады. Бұл бір ақшаға капиталды үлкеюде керек болатын жылғы процентті бейнеленген көрсеткіштер. Әрбір жаңа ақшаның тартуы өресіздіктен қаржы қорлары теория жағынан алғанда нарыққа қымбаттау қарауы керек. Дегенмен, капиталдың құны нақтылы өлшемге дейін өзгермеуі мүмкін.

5) Отандық ЖЗҚ-ның бірлескен капиталын талдау көрсеткендей, барлық қорларды екі топқа бөлуге болады: банктік және банктік емес. Бұл топтарының дивидендтердің төлеуінің позицияларымен ішінде орындайтын дивидендтердің төлеулері, және төлеу орындамайтын қорларды қарау керек. Бұл екі әдістермен CSC-тың есептеуінің қажеттілігін ескертеді: бірінші - формула бойынша, екінші- инвестиция салған тиімділіктер есепке алуымен.

$$CSC = \frac{P}{C} \times 100\%, \quad (5)$$

$$ROE = \frac{P}{C} \times 100\%, \quad (6)$$

Мұнда: CSC-акционерлік капитал құны;

P-пайда, бөлінбеген табыс;

ROE- меншік капиталының табыстылығы;

C-компанияның иесінен тартылған капитал;

(5) формулалардың ұқсастығы (6) және капиталды құнының ұғымы және зейнетақы қорға арналған оның тиімділік болған шартталған бұл көрсеткіштер бір жағынан бастапқыда, тепе-тең сияқты қаралғанымен, бір-бірімен айырмашылығы болады. Қор екі әдістермен меншікті капиталды өсіп жетілдіре алады:

- жаңа акциялар шығару,
- акционерлердің арасында өткен мерзімдерде пайданы үлестірмей, ол фирманың қарамағында қалдыру.

Құралдардың барлық қайта тартылған серіктестіктерінің 2%-дан кемдері дамыған қордың нарығының шарттары арқасында жаңа акция шығарулар құрастырады. Негізгі себептері:

1) кәдімгі меншікті капиталдың орналастыруына шығындар әдетте жоғары болады;

2) инвесторлар жаңа акциялар шығару жолымен капитал тартуды компанияның қазіргі нарықтық бағасы бойынша жағымсыз қабылдайды. Менеджерлер әрдайым фирманың даму болашақтары туралы жақсы мағлұматтанған болып есептеледі, акциялардың бағасы тым көтеріңкі деп есептесе, олар жаңа акция шығаруға бейімді. Демек, егер дамыған серіктестік

қосымша акциялар шығарылым жоспарларын жарияласа, бұл оның акцияларын әдетте арзандатады;

3) бұдан басқа, акция шығару, әдеттегідей қарыз емес жанама борышты қаржыландыру тартуы бар қиындықтары туралы куәландырады;

4) жаңа акция шығару қолайсыз фактор сияқты қарала алатын серіктестікпен бұрынғы акционер, сол сияқты топ-менеджерлердің серіктестіктері үшін бақылауды жоғалтуын тәуекелмен әрдайым түйіндескен.

Акционерлер ЖЗҚ-ның қаржы тетігін қолдану мүмкіндігі болмағандықтан пайдалылық қабаттасқан (корпорацияның барлық капиталына демек) екі элементті жабатын пайда алуды күтеді:

1) болашақтағы пайданы күтіп, бос ақша қаражатынан бас тарту, инфляцияны есепке алу;

2) ақша қаражатын алуға байланысты тәуекел;

Сайып келгенде, дисконттау ставкасын екі құрайтын тиісті пайдалылықтар қамтып көрсетуі керек: ұқсас мерзімнің тәуекелсіз инвестициялық шешімдері бойынша пайдалылық және тәуекелге (үстемені) сыйақыны.

Инвесторлардың талаптарын орындау үшін компания қайта тартылған капиталды инвестициялап, көбірек ақша табу керек. Мұндай шығарылымдар іс жүзінде, тіпті дамыған нарықта, сирек кездеседі және олар жағдайлардың көпшілігінде жаңа капиталды тарту үшін емес, немесе серіктестіктердің негізгі қорларын қайта бағалаудың жанында, немесе меншікті қайта бөлу акционерлер үшін. Зейнетақы қорларымен келесі жағдайды есепке алу маңызды. Бірлескен капитал құрастырылған бүгінше реттеудің талапқа сай болмағандықтан, меншікті капиталдың жеткіліктілігінің коэффициентіндегі реттеудің нормативтарының қаталдандыруы қорлардың сыртқы тартуының қорларынан талап етеді. Қысымдық жағдайда таратылмаған табыстың дивидендтерін төлемей, қорды дамытуға төлеу меншікті капиталдың құнын өзгертеді. Қор қызмет етуіне қарамастан, серіктестігінің және акционерлер талғаулы шығындар алып жүруге таратылмаған қандай болса да пайданың бір бөлігінде шығындарды өтеуге тиісті.

Зейнетақы қорларының қаржы менеджментінің мәні және ерекшелігі бірлескен капиталды басқарудың әдістерінің талдауын және маңыздылығын анықтауға мүмкіндік берді. ЖЗҚ-ы қаржы менеджменті оның мәнін ашатын және құрайтын маңызды функциялардан тұрады. Бұл, ең алдымен, бірлескен капиталдың құрылымы мен басқаруы, және сыртқы активтер мен қорлардың дебиторлық қарызының қаржы менеджменті, қордың меншікті активтерінің инвестициялық портфелімен басқаруы және т.б.

Осы функцияларды іске асырулар үшін дамытудың стратегиялық және тактикалық мақсаттарының табысқа арналған зейнетақы қорын негізге алуы керек болады. Бұдан басқа, қордың меншікті инвестициялық портфелінде қордың активтерінің құрылымындағы негізгі меншікті салмақ және қордың меншікті капиталы оның бас көзі болып табылады.

Бірақ, меншікті капитал болғандықтан, қордың бірлескен капиталы түбегейлі еншіні құрайды, онда капиталдың құнының бағасының негізінде оның басқаруының әдістерінің талдауы, қорларға қолдануға қажетті қаржы менеджментінің өте болашақтағы бағыттарының бірі болып табылады.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары:

1. Корпоративтік капитал түсінігіне анықтама беріңдер.
2. Зейнетақы қорының дивиденттік саясатының қағидалары.
3. Қорды капитализациялау тәсілдері.
4. Корпоративтік капитал артықшылықтары мен кемшіліктері.
5. Корпоративтік капиталдың қағидаларын енгізудің алғышарттары.
6. Қазақстанда ЖЗҚ-ның қызмет ету жолдары.

ТАҚЫРЫП 5

Корпоративтік капиталды басқарудың зейнетақы қорларындағы әдістері

Зейнетақы қорларының бірлескен капиталымен басқару жүйесінде бағыттың маңызды құндылығы - бағдарланған қаржы менеджменті. Ең алдымен серіктестіктің капиталының басқаруларын әдістердің өңдеуінің жанында, оның құнының бағасын жасау керек. Құндылық - бағдарланған (ҮВМ) қаржы менеджментінің құнын жасауға бағытталған басқару сияқты қаржы менеджментінде қаралады. Бұл қаражаттармен басқаруларға арналған тұжырымдамалар, стратегиялық және жедел шешімдердің сапалы жақсартуына шешім қабылдайтын адам, құн факторларының маңызды ұйымдар деңгейлерін шоғырландыру есебінен жүзеге асады. ҮВМ-ның тұжырымдамасы талғаулы мақсаттық функциялардың жиындары шеңберінде серіктестіктің құнының максимизациясын таңдайды. Серіктестіктің құны оның дисконтталған келешек ақшалай ағындарымен анықталады. Жаңа құн серіктестік тек қана осындайда жасалады, бұл капиталды тартуға кеткен шығыннан асатын инвестиция салынған капиталдан мұндай серпуді алады. Қазақстандық зейнетақы қорлары ережеден тыс болып табылмайды, керісінше, оларға арналған осы мәселе ерекше өзектілікті тап соңғы кезде алғанын дәлелдеудің сәті түсті.

Зейнетақы жинақтарының төлеуіне құралдардың жеткіліктілігінің позициясы және инвестициялық табыстан ЖЗҚ-ның капиталды құнының максимизациясы маңызды.

Егер зейнетақы активтері бойынша номиналды пайдалылықтың көрсеткіші ортақ күнтізбелік жылдың аяғында барлық ЖЗҚ-ы бар шаманы, екінші пайдалылықтың аз ең төменгі мәнін құраса, онда қор номиналды пайдалылықтың көрсеткішінің аралығында айырмашылықты және меншікті капитал пайдалылықтың мәнімен номиналдың арқасында қаулы етуге міндетті. Бұл қордың қызмет көрсетуге болатын зейнетақы активі және өз көрсеткіштерімен басқару бойынша параметрлердің арасындағы өзара байланысын анықтайды. Сонымен бірге, көлемі ірі қормен қызмет көрсетілетін зейнетақы активтері, содай-ақ міндетті түрде ірірек және күштірек зейнетақы қоры болуы қажет. Басқаша айтқанда, акционерлер және қордың құрылтайшылары бастапқы көлемдерімен шектелуге және сонымен бірге зейнетақы жинақтары бойынша міндеттемелердің мұндай көлемін тексерумен шектеле алмайды. Қордың акционерлері сапалы басқару

камтамасыз етілуі үшін жинақтағыш тетік бойынша зейнетақымен камсыздандыруды жүйе түбегейлі қаржы қорларының тұрақты құйылуын камтамасыз етілуін, қызмет көрсетуі және бұл құралдардың есепке алу қажет. Белгілі жай, кез келген сапа нақтылы шығындарды талап етеді және қазақстандық қорға арналған жалғыз сыртқы көз акцияларды орналастыру арқылы болып табылады. Зейнетақы қорының тіршілік әрекеті және қысқа мерзімді феномендердің күрделі интерференциясы болады. Қордың өзіне, өтімдік те, зейнетақы активтері де нарық, инвестициялық портфельдің биік пайдалылығы және тиімділіктің сенімді еншісіне зейнетақы активтерінің түбегейлі көлемі болатын жақсы нәтижелер, таңдау және шешімдер, орта және ірі серіктестіктің дамытуын тиісті стратегиялық сызықтың бірдей талаптарының іске асыруының нәтижесі бола алады. Объект және стратегиялық қаржы менеджменті бір уақытта кәдімгі шаруашылық субъектінде, тіпті қаржы институтында оның инвестициялық саясаты болып табылады. Сонымен бірге инвестиция саясаттың зейнетақы қорына оның негізгі қызметінің анықтайтын бағыты болып табылады. Сондықтан, зейнетақы қорының қаржыларын басқару негізінде зейнетақы қорының салымшыларының, осы қордың акционерлерінің мүдделерінің бірігуінде жатыр. Бүгінгі күні қоғамда қалыптасқан басты стереотип, бұл зейнетақы қорының салымшыларының қаражаттарын өзіне тартуы және салымшылардың нақты жас шамасына жеткенінен кейін олардың төленуіне кепілдік беруі. Сонымен бірге, зейнетақы қоры және оның активтері бір бірінен айырылмайды және зейнетақы қоры бұл ақшаны белгілі бір уақыттан кейін кез келген жағдайда береді деген ой қалыптасуда. Зейнетақы қорының акционерлік қоғам формасында қалыптасқан заңды тұлға статусына ие екендігін айрықша атау және де оған тек қана зейнетақылық камтамасыз етумен байланысты тәуекелдер емес, сонымен қатар иелік ету субъектісіне байланысты тәуекелдер тән. Сондықтан, зейнетақы қорының қаржы менеджментінің стратегиясының құрылуы барысында қаржы институты ретінде қаржы менеджментінің элементтері мен иелік етуші субъектісінің элементтерінің ұтымды бірігуінің қажеттілігін ескеру керек.

Алайда, ЖЗҚ-ң корпоративтік капиталын басқару кезінде келесі мәселелер туындайды:

1) Қор иелерінен, басқарушы директорлардан, топ-менеджерлерден көптеген техникалық дағдылануды, Еліміздің қазіргі жағдайында игере алмайтын өте жоғарғы білімді талап ететін басқару технологиясының өте қиын болуы. Бұл басқарушылардың, топ-менеджерлердің басқару саласындағы арнайы білім алуға, практикалық жағынан дағдылануға уақытының болмауымен, бизнес төңірегіндегі сауатының, білімінің

жеткіліксіз болуымен және әлемдегі қаржы төңірегіндегі соңғы жетістіктермен танысып, оларды үйрену үшін ағылшын тілінен білімінің төмен болуымен байланысты. Осының салдарынан, көптеген компаниялар өте әлсіз әрі тиімсіз басқарылады. Сонымен қатар, қаржыны басқару процесі көптеген жағдайларда қателіктерге алып келетін «сезгіштік қасиетіне сүйену» (по интуиций) арқасында жүзеге асырылады. Бүгінде, басқару ғылымының табыстылығы, әсіресе қаржы менеджментінің саласында іс жүзінде өзгермейді (олардың жоғарғы күрделілігі сылтауына байланысты), нәтижесінде әсіпкерлікті басқаруда ғылымға қарағанда өнер көп болып келеді.

2) Қаржы менеджерлерімен және негізгі қорлардың мамандарымен атқарылатын ескілікті еңбектің шамадан тыс көлемі. Бұл компьютер технологияларының білімінің аласа деңгейімен және шешім қабылдауды биік деңгеймен (өкілеттіктер беру жүйесінің аласа тиімділігі) шарталған.

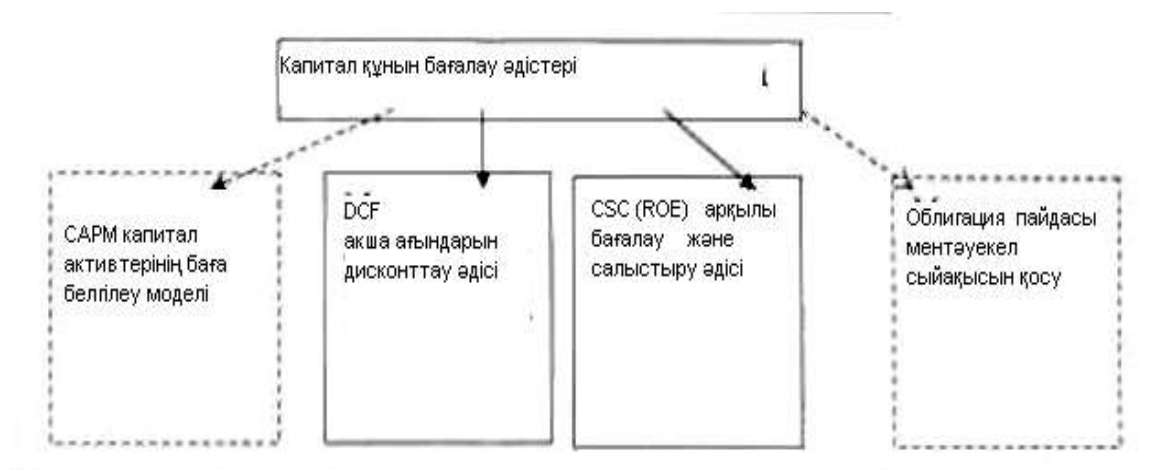
3) Қорлардағы басқару технологияларының біркелкілігінің жоқтығы (тік және сол сияқты көлденең). Бірлескен капиталмен басқаруда қаржы қызметтерінен басқа қордың тағы басқа құрылымы жұмыс істеген. Өте жиі әрбір деңгей басқаруды және әрбір функционалдық бөлімше тіл, өз меншікті пәндік облысы болады, басқару технологиясы, әдістемелер және тағы басқалар. Бұл өзара әрекеттесуді әлсіз деңгейлер кәсіпкерліктің тетіктері тиімді жұмыс істейтін біртұтас келісім жасауға мүмкіндік бермейді. Мұндай ахуал уақытша және түбегейлі қаржы жоғалтуларына алып келеді (тіке шығындар да, алынып болмаған пайдалар да). Технологиялардың шамадан тыс әр түрлілігі кәсіпкерлікпен біртұтас басқару технологиялар, тиімділік нормативтары және бірлескен стандарттарға тігінен және көлденең негізделген басқаруларда аса тиімді жүйе жасауға мүмкіндік бермейді.

4) Қорлардағы үш әртүрлі менталитеттердің болуы - аралық иелер, топ-менеджерлер және қызметкерлер, сонымен бірге олардың арасындағы құзырлардың болуы. Нәтижесінде біз тиімділік, пайдалылыққа, бәсекеге түсе алатындық және қордың капитал құнына қолайсыз ықпал ететін мүдделерінің дау ахуалын аламыз.

5) Қордың құрылымдық элементтерінің орынды ақпараттық бытыраңқылығы, яғни бір - біріне үйлесімді емес ақпарат аралшықтары мен кәсіпкерлікті тиімді басқаруға және құнының максимизациялануына қажетті ақпараттық кеңістіктің болуы;

6) Нәтижесінде, негізгі мамандар мен қаржы менеджерлерінің (әсіресе, жоғарғы буын) тиімді басқару және операциялық шешімдерін қабылдауға қажетті ақпараттық қажеттіліктерін қанағаттандырмайтын қорлардың ақпараттық жүйелерінің өте аласа тиімділігі.

Көрсетілген мәселелердің шешіміне құндылық - бағдарлалған қаржы менеджментінің негізгі әдістерін қолдану жолымен жетуге болады. Стратегиялық қаржы менеджментінің жүйесіндегі осы бағыт бірлескен басқаруының тиімділіктерін жоғарылату арқылы серіктестіктің құнының максимизациясына бағытталған. Зерттеу көрсеткендей, ЖЗҚ-ы үшін капитал құны оның қызметін анықтайтын маңызды көрсеткіш болып табылады. Бұл баланс негізінде есептелген (әділ) құн мен потенциалдық инвесторлардың ЖЗҚ бағалайтын инвесторлық құнының арасында айырмашылықтың болуына байланысты. Қазақстандық ЖЗҚ-ның акционерлік капиталының құнына мағыналы баға беру үшін қаржы менеджментінің тәжірибесінде кең таралған әдістерді пайдаланамыз. Көрсетілген әдістер өзара шығаратын болып табылмайды – олардың ешқайсысында дауланбайтын артықшылықтар болмағандықтан, олар қате нәтиже беруі мүмкін. Демек, қордың акционерлік капиталының құнының бағалауды өткізуде оң нәтиже беретін әдістерін пайдалану керек. Содан кейін, эксперттік қорытынды негізінде біреуін таңдау керек немесе алынған нәтижелердің орташасын алу керек.



Сурет 1 - капитал құнын бағалау әдісі

ЖЗҚ-ның акционерлік капиталының құны (САРМ) іргелі активтерге баға белгілеудің моделдері қолдануда пайдалылықтың тәуекелсіз құнының анықтауы жолымен бағаланады, k_{RF} - ның нарықтық тәуекелге келешек сыйақының есептеуі RP_M , акциялардың тәуекелдің индексі ЖЗҚ-ның акцияларының (b_j) бета - коэффициентті бағасы. Алған мәндер САРМ формулаларында табылады және оқылатын акциялардың пайдалылықтарын бағалайды.

$$CSC = k_{RF} + RP_M \times b_i, \quad (7)$$

Мұнда: k_{RF} - пайдалылықтың тәуекелсіз табысы;

RP_M - нарықтық тәуекелге сыйақы;

b_j - ЖЗҚ-ның акцияларының (b_j) бета- коэффициент, индексі

Әдеттегідей пайдалылықтары тәуекелсіз табысы ретінде төленбей қалу дәрежеде тәуекелінен едәуір еркін болатын мемлекеттік бағалы қағаздар бойынша пайдалылықтың табысы белгіленеді (негізінен активтер мүлде еркін тәуекелсіз болмайтындығымен).

Нарықтық тәуекелге сыйақы RP_M - нарықтық пайдалылықпен және тәуекелсіз мөлшерлеменің аралығында бұл күтілетін айырмашылық. Оны (5) есеп беру мәліметтер негізінде бағалауға болады немесе болашақтағы бағалар.

$$RP_M = k_M - k_{RF}, \quad (8)$$

Мұнда: k_M - нарықтық пайдалылық;

k_{RF} - пайдалылықтың тәуекелсіз табыстылығы

Есеп беру мәліметтерін сонымен бірге нарықтағы қаржы құралдарының жылдық орта мөлшеріндегі пайдалылығы бойынша орташа арифметикалық есептеудің негізінде анықтауға болады. Тәуекелге сыйақыны бірлескен портфель бұл болатын құралдар бойынша және МБҚ-ы бойынша пайдалылықтың деңгейімен ЖЗҚ-ның инвестициялық портфелінің пайдалылығын салыстыру негізінде анықтауға болады. Дегенмен ЖЗҚ-ның қатынастағы бета- коэффициентін есептеу мүмкін болмай отыр, себебі бета - коэффициенті акциялардың өзіндік индексі ретінде ұйымдастырылған нарықтағы бұл акциялардың баға белгілеуі және оның есептеу қызметін атқарады. ЖЗҚ-ның өмір сүру жылдарында оның акциялары ешқашан KASE-де орналастырылмады, себебі оның иелерін қызықтырмады. Жалпы мұндай шешімге әкеледі - барлық дерлік ЖЗҚ-ы өз банктерінің серіктестіктерімен тәуелді болатынын растайды, және мерзімін ұзартылған есеп беруді олармен бірігіп ұсынады.

Тәуекелге болашақта сыйақылар берудің жұртқа белгілі жолы күтілетін нарықтық пайдалылықтың бағасының (DCF) ақшалай ағындарының есептеу үлгісінің қолдануы болып табылады. Осы үлгілерді негізде инвесторлардың күтулерін тепе-теңдік және нарықтық пайдалылықтың нақты нормасы туралы жорамал салынған. Демек, егер $k_M = k_M$ болса, онда, k_M тәуекелге нарықтық сыйақыны бағалауға және бұл бағалауды жеке ЖЗҚ-ның меншікті капиталының құнының есептеуге қолдануға болады.

$$K_M = \frac{D_1}{C_0} + q = k_{RF} + RP_M = k_M, \quad (9)$$

Мұнда: D_1 -есеп беру жылына иесіне капиталды төлеу;
 C_0 -акцияның ағымдағы нарықтық бағасы;
 q - дивидендтердің жылдық орта мөлшердегі өрлеу қарқыны;

Зерттеулер (9) формуладағы тәуекелге сыйақының маңызды моменттері болып табылады және сынағыштық қатерге душар болғанын көрсетті. Бұл тәуекелге сыйақыны есеп беру мәліметтері және болжам бағалардың позициясынан бағалауға байланысты болып отыр. Сонымен бірге орташа арифметикалық немесе орташа геометриялық формуламен есеп жүргізуге болады. Тәуекелге сыйақыларды бағалау негізінде бұл тәуекелге сыйақы инвесторлардың өздерінің қатынасымен анықталатынын деп есепке алған жөн, және де инвесторлар бүгінде өткен 50 жылға қарағанда толерантты (кем орналастырған) деп есептеуге болады. Жинақтаушы зейнетақы жүйесінің дамуы, әлеуметтік және медициналық сақтандыру және сақтандырудың бағдарламалары, не азаматтардың инвестициясы және олардың келешек табыстары еңбекке жарамсыздығын білдіреді және оларды тәуекелге әкеледі. Осы болжамдарға сүйене отырып, болашақта нарық тәуекелінің сыйақысы жайлап төмендейді деп болжауға болады.

DCF әдісі бойынша есептеуге бастапқы деректердің үш түрі керек болады: акциялардың ағымдағы нарықтық бағасы, ең жақын дивидендтер туралы мәлімет және дивидендтердің өсу қарқынының бағасы. Бұл жерде дивидендтердің өсу қарқынын есептеу қиынға соғады. Менеджменттің құндылықты-бағдарланған тәжірибесінде өсу екпінін бағалаудың келесі әдістері бар: өсудің есеп беру қарқынын қолдану (дивидендтер өсу қарқынын болжау үшін қолданылады), табысты қайта инвестициялау негіздегі өсу моделі мен сарапшылық болжамдарды қолдану. Жай акциялардың бағасы мен табыстылығы олардың күтілетін дивидендтерге байланысты екені белгілі:

$$C_0 = \frac{D_1}{(1+k_M)^1} + \frac{D_2}{(1+k_M)^2} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_M)^t}, \quad (10)$$

Мұнда: C_0 – акцияның ағымдағы бағасы;

D_t - жылдың соңына дейін түсуі күтілетін дивидендтер

k_M – инвесторлар талап ететін табыстылық

Егер дивидендтер тұрақты q жылдамдығымен өсетіні күтілсе, онда Гардон формуласы қолданылады:

$$C_0 = \frac{D_1}{k_M - q}, \quad (11)$$

11 формуладан инвесторлардың күтілетін табыстылықтың мәнін есептеуге болады:

$$k_M = \frac{D_1}{C_0} + q, \quad (12)$$

Өсу қарқыны өсу бағасын пайданы қайта инвестициялау негізінде анықталады:

$$q = ROE \times NR \quad (13)$$

Мұнда: ROE- меншікті капиталдың табыстылығы;

NR - Қордың қарамағындағы акционерлер арасында үлестірілмей қайта инвестицияланатын пайда үлесі.

Өсу қарқынын бағалаудың үшінші әдісі аналитикалық қызметтері мен өте ірі инвестициялық институттар жүргізетін сарапшылық болжамдарды қолдану.

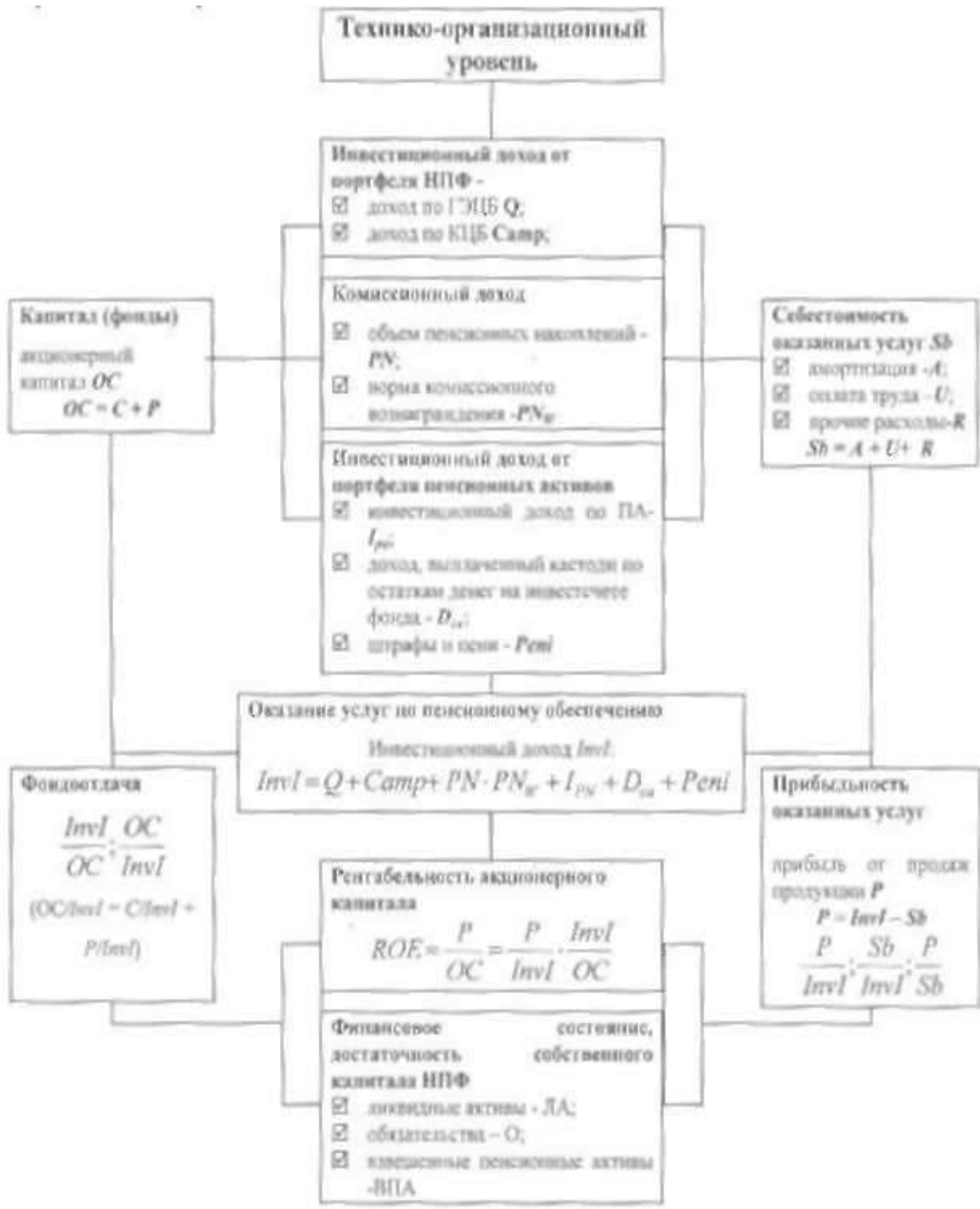
DCF әдісінің келесі мәліметтерде қолдануы: Халық Банк ЖЗҚ-ның акциялары нарықта 1000 тенгемен көрсетілген, ағымдағы жылдың дивидендтері 276 тенгені құрайды, ал дивидендтердің жылдық орташа өсімі 8,6% құрайды. Бұл жағдайда инвесторлармен талап етілетін қордың жай акцияларына салуларының пайдалылығы, яғни оның жай меншікті капиталының құны 3,6% құрайды. Облигациялардың пайдалылығының және тәуекелге сыйақысын қосу әдісінің негізінде серіктестіктің ұзақ мерзімді міндеттемелерінің пайдалылығына (жеке алған) тәуекеліне сыйақының бағасын қосуы әдістемесі салынған. Осы әдістің ерекшелігі оны отандық ЖЗҚ –ы жағдайында қолдануға мүмкіндік бермейді, сондықтан сурет 1-де бұл әдіс CAPM әдісі секілді пунктінде көрсетілген.

ЖЗҚ-ның бірлескен басқаруын тиімділігі ЖЗҚ-ның менеджменті және сонымен бірге оның құнының бағасы мақсаттарындағы қолдана алатын агрегатталған факторлардың кішігірім жиынымен бейнеленеді. Бірақ осындай бір көрсеткіш-факторға субфакторлар жүйесі әсер етеді. Фактор - көрсеткіш бірінші дәреже фактордың ролін ойнайды, ал оның субфакторларды биігірек орын алады. Кешенді экономикалық талдауда ортақ, немесе синтетикалық көрсеткіштермен қатар жеке (аналитикалық) көрсеткіштер де есептеледі. Әрбір көрсеткіш фактор нақтылы экономикалық дәрежені қамтып көрсете отырып, экономикалық тағы басқа факторлар әсерінен қалыптасады. Субфакторлар – бұл берілген көрсеткішке немесе көрсеткіштер қатарына әсер ететін элементтер. Бұл мағынада экономикалық субфакторлар, көрсеткіштермен көрсетілген экономикалық категориялар секілді объективті сипатта болады. Субфакторлардың құбылысқа әсері тұрғысынан немесе бірінші ретті факторды екінші ... n-ші ретті деп қарастырған. Фактор көрсеткіш және субфактор ұғымдарының айырмашылығы шартталған, себебі әрбір көрсеткіш келесі көрсеткіштің факторы болып қарастырылуы мүмкін және керісінше [35, 106]. Объективті мерзімді факторларды ұйымдастыру-техникалық шаралар осы көрсеткіш анықтайтын факторларға әсер етуіне қарай субъективті жолдарын бөлуге болады.

Субфакторларды ортақ, жалпы көрсеткіш-факторларға әсер ететін және тек белгілі бір көрсеткішке әсер ететін жеке деп бөледі. Көп факторлардың биік реттерінің жалпылауыш сипаты көрсеткіштердің арасындағы байланыспен және алдын ала келісіп алумен ұғындырылады. Соңғы әдебиеттерде факторлардың жаңа классификациялары бар: ішкі қормен бақыланатын (олар өз кезегінде негізгі және негізгі емес деп бөлінеді) және сыртқы, аз бақыланатын және тіпті бақыланбайтын. Ішкі негізгі факторлар деп - қордың жұмысын анықтайтын нәтижелері филиал желісінің салымшылар саны. Ішкі негізгі емес субфакторлар бірінші деңгейдің жалпылауыш факторларына ықпал етсе де, қарастырылып отырған фактор-көрсеткіштің мәніне байланысты болмайды, мысалы, салымшыларға көшірменің уақытынан тыс берілуі. Сыртқы факторлар қордың қызметтерінен тәуелді болмайды, бірақ инвестициялық зейнетақы активтерін басқаруды деңгейі және (қаржы құралдары салымшылардың еңбекақысының өсуі, нарыққа ұсыныс) осы қордың қаржы қорларын сандай анықтайды.

Қордың қаржы менеджментінің факторлы жүйесінің көрсеткіштерінің топтарының негізі құрастырудың классикалық схемасы болып табылады (сурет 2). Бұл схеманың әрбір деңгейіндегі бірінші синтетикалық және аналитикалық факторларының өзара байланысы ішкі жүйе ретінде бола

алады. Бұл өзара байланысқа сүйене әрбір блоктің факторын анықтайтын факторлардың классификациясы қалыптасады. Қосып жасалған схемамыз, Қазақстандық ЖЗҚ-ның қаржы менеджментінің ұйымындағы бірінші деңгейдің барлық анықтайтын факторларын қамтып көрсетеді.



Сурет 2 - ЖЗҚ-ның қаржы менеджментінің дискретті (факторлық) моделі

Көрсетілген дискретті факторлы жүйе, қордың қаржы менеджментінің нақтылы уақыт тиімділіктерін талдаудың жақсы жасап біткен тетігі болып табылады.

Дискретті (факторлы) талдау үлгілерінің негізінде дәстүрлі қаржы есеп беру мәліметтерінің (табыстар және шығындар туралы есептеу нәтижесі, зейнетақы жинағы және салымшылардың саны және тағы басқалар бойынша мәлімет) негізінде табыс жолының қолдану құралдары салынған. Осы үлгіде мұндай факторлардың керекті мөлшерде аз өсімшесіне сезгіштігі негізінде капитал құнның факторларының маңыздылығының бағасының әдісі іске асырылған. Үздіксіз өсімшелердің қолдану негізінде құрастырылған мұндай амал динамикалық тұрғыдағы капиталды құн туралы қаржы мәліметінің ашылуын сирек кездесетін әдісін өзіне қосады. Дегенмен, мұндай факторлардың жүйесінің өндірулері процесінде бірнеше есеп беруде дәл емес келтірілген немесе тіпті болмаған элементтермен кездесіп қалдық. Негізгі мәселелердің бірі мұндай элементтерінің құбылысы мен кемшіліктерді қалыптастыру болып табылады.

ЖЗҚ-ы қаржы менеджментінің дискретті үлгісі жиынтық зейнетақы нарығының факторларының мәндерінің салыстыруы бойынша келесі қорытындыларды алуға мүмкіндік берді, АҚ «ЖЗҚ Халық Банк», АҚ «ЖЗҚ МЖЗҚ», АҚ «ЖЗҚ БТА Банк Қазақстан», АҚ «ЖЗҚ Атамекен» (кесте 1).

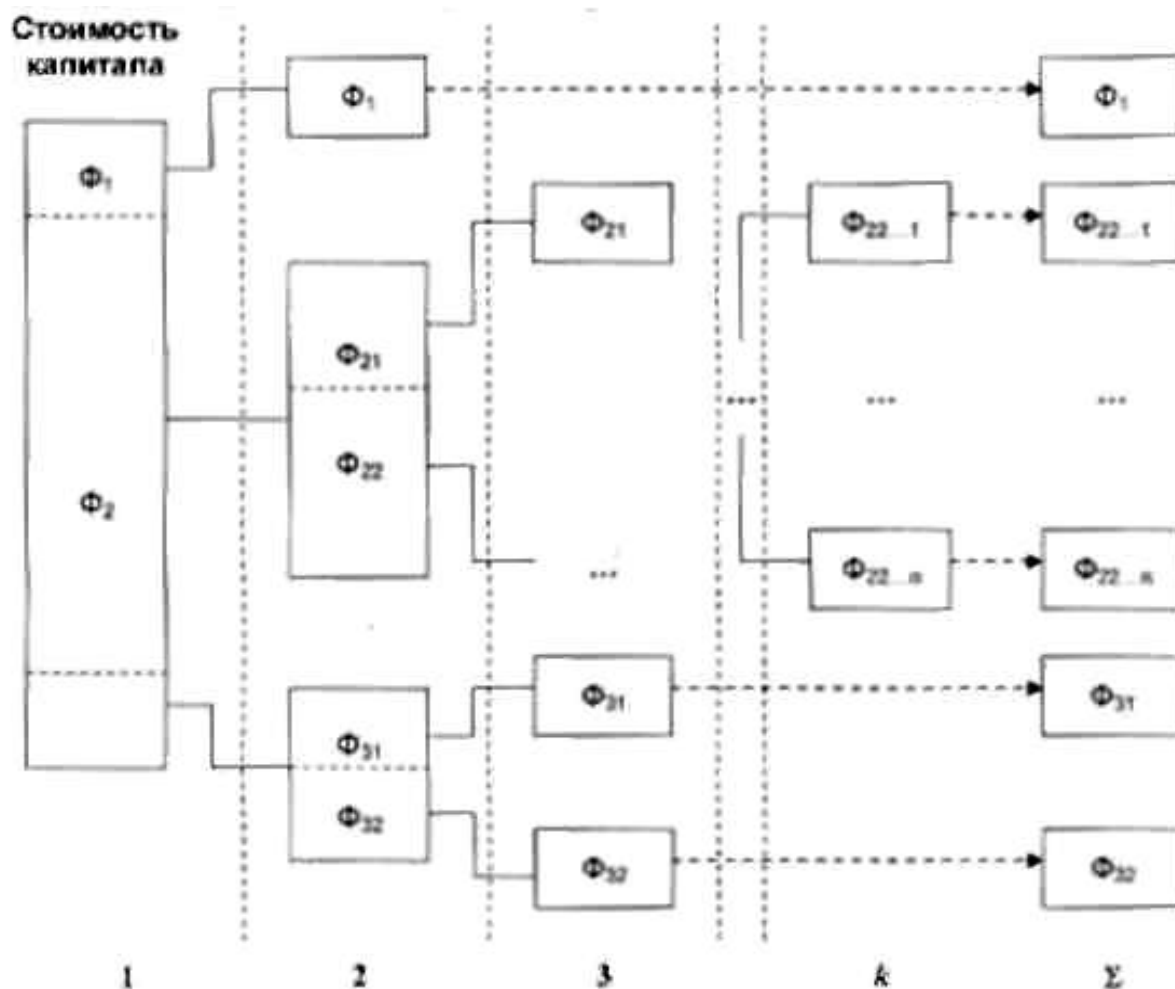
Кесте 1 - 2007 жылы 1- қаңтардағы ЖЗҚ-ның дискретті үлгісінің есебі

Дискреттік модельдің көрсеткіші	ЖЗҚ-ы	ЖЗҚ-ы Халық Банкі	ЖЗҚ-ы БТА Қазақстан	ЖЗҚ-ы Атамекен
OC = C+P мың тнг	20525570	2384748	1426027	381488
InvI мың тнг	211127570	47264470	14363437	4678033
ΦO=InvI/C, (%)		19.8	10.07	12.26
ΦE= C/InvI, (%)		0.05	0.09	0.08
ROEoc (%)	58.47	58.07	29.59	22.85
Ki=(ЛA-0)/ВПА (бірлік)	0.08	0.08	0.081	0.08
Sb=A+ U+R,(мың.тнг)	11496184	1373321	567820	254670
P/InvI, (бірлік)	0.0568	0.0293	0.0294	0.0186
Sb/InvI, бірлік	0.0545	0.0291	0.0395	0.0544
P/Sb, (бірлік)	1.044	1.008	0.74	0.34
Ескерту- 32,33,34 қаржылық есеп мәліметі бойынша құрастырылған				

Кестеде көрсетілген мәліметтер игерілген дискретті үлгіміз бойынша ЖЗҚ- ы қаржы менеджментінің негізгі шығушы көрсеткіштерін қамтып көрсетеді. Бұл көрсеткіштер қаржы менеджментінің негізгі екіпіндерін анықтауға және көрсетілген үлгінің негізінде барлауларды жүзеге асыруға мүмкіндік береді. Құнның бағалауы және талдауына ұсынылатын жолы оны анықтайтын факторларының мәндерінің бағытталған өзгерістің идеясынан

шығады және екі маңызды жағдайлардың әсері болып табылады: құндылық - бағдарланған жүйе және құнға жүйе критеріі сияқты көзқарас. Бұл жолдың негізіне талдауда ең үлкен ықпалас құнның шамасына және құнның түпкі мәнінің табысына ықпал тигізетін факторларға сол білдіруі керектігі туралы тезис қойылған. Басқа сөзбен айтқанда, ең алдымен, егер құнның барлық факторлары капиталды түпкі құнға олардың өзгерістерінің әсер ету дәрежесін кему ретінде орналастырса, онда олардың ішінен басқарудағы ықпалас басында алған қатарларда болатын шоғырландыруы керек. Факторлардың ықпал етуі оң сипатта да, теріс сипатта да болуы мүмкін. Осы себепке байланысты, қатар аралас болады, реттілеу әсер ету дәрежесінің мәнінің модулы бойынша жүргізілуі керек. Факторларға құнның сезгіштігін білу меншік иелері байлығының өсімшесі бойынша қаржы менеджментінің күштерінің шамасын және бағытын оптимизациялауға мүмкіндік береді.

Шаруашылық жұмысының факторларының ұйымының толық дискретті үлгісін бөлек сегменттерге бөлінген схема-блок түрінде А.Д.Шеремет ұсынды [36, с.56].



Сурет 3 - бірінші деңгейден k деңгейге дейінгі қаржы менеджментінің тиімділігін анықтайтын факторлардың иерархиясы

Бұл жүйеге сәйкес өзгеріс капиталды құнның өзгерісіне маңызды ықпал ететін кез келген фактор қарауға мағынасы болады. Әрбір блок биігірек реттердің факторларының жиынымен детерминантын тапқан өзінің (бірінші деңгейдің факторы) бір синтетикалық көрсеткішін алып жүреді. Ішкі жүйелер блогының шығысы болып табылатын бір блоктің синтетикалық көрсеткіші басқа бағынышты блок үшін кіріс ролін атқарады. Бұның көмегімен жалпылауыш көрсеткіштер жүйеде жеке блоктардың арасындағы байланыс іске асады. Оқшау жүйе ретіндегі әрбір блок жалпылауыш жоғарғы реттердің факторларының аналитикалық көрсеткіштерінің жүйесімен бейнеленеді. Фактор деп белгілі процестегі маңызды момент, құбылыс, қандай болмасын негізгі қарастыратын жағдайлар факторлардың бөлуі және олардың иерархиясының құрастыруы ұғылады. Салынған жүйеде қордың жұмысының тиімділігіне ықпал көрсететін факторлар қаралған. Бұл факторлардың көпшілігі ерекше сипаты және қорға олардың әсерінің қатты шеңберлерінде қаралады. Сурет 3-те факторлар жиынтығы ретінде жиын сияқты жаңа тұжырымдаманы көрсетеміз [37, с.178]. Анықтамаға сәйкес, теория жүзінде алғанда мұндай иерархия деңгейлердің саны бойынша шектеулері болмайды деп қорытынды жасауға болады. Капитал құнына ықпалына қарай маңызды факторлар (Зейнетақы активтерінің шартты өлшемін құны, делдалдық ақының нормасы, зейнетақы жинағының көлемі, несие тәуекелінің деңгейі) иерархияның бірінші деңгейіне жатқызылады. Оның тереңдігі көпшілігінде бөлудің мақсаттарына және ақылды жеткіліктіліктің қағидасын сақтауларына тәуелді болады. Бір жағынан шексіз ұсақтап шегудің де мағынасы жоқ. Егер фактор капитал құнына көрінетідей ықпал етпесе, оны иерархияға қосу орынсыз.

Тиісті талдауды өткізуге ақпараттық дәлелдер қаржы (бухгалтерлік) есеп берулердің дәстүрлі формалары, сонымен бірге басқару есеп берудің мәліметтері арқасында қамтамасыз етіледі. Құнның негізгі факторларының анықталуы қор үшін қиын процедура болуы мүмкін, өйткені бұл әрбір бизнес- процесске жеке ықпал етуді талап етеді. Қазақстандық ЖЗҚ-ы есеп беру жүйелері жеткілікті дамыған болып табылады, бірақ қорлардың оларды жариялауға дайын еместігі (нарықтың жиынтық мәліметі бойынша) олардың ақпараттары қажетті факторларымен қамтамасыз етуге дайын еместігін куәландырады.

Келесіде құн факторларының классификациясын үш деңгейге бөлдік:

- Жалпы деңгей, негізгі қызметтен түскен пайда инвестициялық капиталдың көрсеткіштерімен қосылып инвестиция тиімділігін есептеудің негізі болып табылады.

- Зейнетақы активтерінің шартты өлшемінің деңгейі (мысалы, клиент базасы, фронт-офистің тиімділігі, зейнетақы активтерінен инвестициялық және комиссиялық табысы);

-Үшінші деңгей, орташа және төменгі буынды қаржы менеджерлерінің құзыр болатын нақты шешімдерді мен құндылық факторларын байланыстыру үшін шекті тәптіштеу керек болады;

Факторлардың иерархиясының құрастыруларын негізгі артықшылықтарының сандарына жататындар:

- құнға жақсы көріну деңгейлердің ұсынысының және факторлардың бекітуінің әсерлері;

- құнның есептеуінің процедурасының формализациясындағы қажеттіліктің жоқтығы.

Құнға табиғи ықпал етуге мүмкіндік беретін жолдың негізі ретінде Тейлор қатарында орналасқан айнымалы функцияларының әдісін аламыз. Осы жол құнның бірнеше факторларға байланысты шамаға негізделген. Бұл құнның шамасымен аз салыстырмалы өсімшелерді оған тұлдай басқаруға мүмкіндік береді. Фактордың өсімшесі туралы құнның өсімшесінің дәрежесі факторға сезгіштік деп, немесе факторлы жүктеме деп атауға болады. Сезгіштік фактордың мәнінің 1%-ға үлкеюінде капиталды құнының қанша пайызға өсіп немесе азайғанын көрсетеді. Сезгіштіктің коэффициенті көбірек болған сайын сәйкесінше сол құн мәндірек өзгереді.

Құнның ортақ факторлары: зейнетақы жинақтарының көлемінің сондай өсулері, капиталды инвестициялық және комиссиялық табыс, айналымдылық - барлық зейнетақы қорларына дерлік бірдей қолайлы. Факторлардың негізі ретінде сезгіштіктің үлгісінің өзіне ұқсас басқа да үлгілердің алдында артықшылығы – біртекті факторларды (зейнетақы активтерінің шартты өлшемі, сан, көлемдер және тағы басқалар) біртектес базаға - өлшемсіз еншілерге келтіруге мүмкіндік береді. Осылайша, әртүрлі экономикалық факторлардың ықпалының бағалануы мен капитал құнының салыстырмалылығы қамтамасыз етіледі. Сонымен бірге негізді факторлар туралы мәліметтерді көбінесе дәстүрлі формалардың қордың есеп берулерінен алуға болады. Жетіспейтін мәліметтерді ішкі басқару есеп берумен қамтамасыз ете алады, алайда тек басқару есеп беруді жүйе тиімді орнатылған жағдайда ғана.

Практикалық қолдануға жарамды факторлар құнның сезгіштігінің коэффициенттерінің анықтау болып табылады. Көп айнымалы функциясы ретінде құн үшін факторлардың әрқайсысына үзіліссіздіктің және бірінші дәреженің туындыларының болу шарты орындалады деп болжаймыз. Тейлор

қатардамыздан (жақын жүрген адам теңдіктің бұдан әрі таңбасы дәл теңдікпен алмастырады) бірінші мүшеге дейін жіктеуге пайдаланамыз.

$$\Delta C = \sum_{\Phi} \frac{\partial C}{\partial \Phi} \Delta \Phi, \quad \Delta \Phi \times \sum \partial C = \Delta C \times \sum \partial \Phi, \quad (14)$$

Мұнда: ΔC - капиталды құнның өсімшесі;

∂ - сезгіштіктің көрсеткішінің дифференциалының таңбасы (негізгі өсімшенің бір бөлігі айнмалы)

Φ - Φ факторының мәні;

$\Delta \Phi$ - Φ факторының өсімшесі.

Фактордың өсімшесінің алдындағы коэффициент бірлікке тең осы фактор мәнінің өзгерісіне құнның реакциясы болатынын көрсетеді. Абсолютті шамалар туралы бұл сөзде жүреді. Егер фактор ретінде зейнетақы активтерінің шартты өлшемдерінің саны таңдалынса, онда капитал құны зейнетақы активтерінің табыстылығы зейнетақы активтерінің шартты өлшемдері өсудің нәтижесінде өскенде қанша ақша бірлігіне үлкейетін коэффициентті көрсетеді. Өкінішке орай, көрсетілген коэффициенттердің негізгі кемшілігі оларға сәйкес келетін факторлар алажаулы өлшемді болатындықтан, бір-бірімен олардың салыстыруының мүмкін еместігіде.

Өлшем айырмашылыққа қатысты кемшіліктен арылу үшін, (14) формуланы өзгертеміз, және салыстырмалы шама енгізе отырып мына өрнекті аламыз:

$$\frac{\Delta C}{C} = \sum_{\Phi} \frac{\partial C}{\partial \Phi} \times \frac{\Phi}{C} \times \frac{\Delta \Phi}{\Phi} \quad (15)$$

Мұнда: C - капиталдың күтілетін құны (абсолютті мән);

Φ - Φ факторының күілетін мәні;

Ол факторлар өзгерістері мен капитал құнының арасындағы сызықты болып табылмаған байланысын мінездейді. Дегенмен факторлардың кішігірім өзгерісінде сызықтық жуықтаумен шектелуге болады, осының арқасында сезгіштіктің жай экономикалық интерпретациясы болуы мүмкін: фактор 1%-ға өскенде, капитал құны қанша пайызға өседі немесе азаяды.

(14) және (15) формулалардың қолданулары үшін бастапқы мәліметтер ретінде есептеуі мүмкін болып табылатын капитал құнын анықтайтын дискретті үлгі, негізгі факторлар тізімін аламыз.

Кесте 2 - АҚ Халық банкінің ЖЗҚ-ы бойынша сезгіштіктің коэффициентінің анықтауы

Ф-Факторы	2004 жылы	2005 жылы	2006 жылы	$\Delta\Phi$	ΔC	∂
$Im_{\text{мың тнг}}$	25491914	29045865	47264470	10886278	63334389	1.34
$Sb_{\text{мың тнг}}$	883302	789347	1373321	338964	1853983	1.35
$P_{\text{мың тнг}}$	570309	489394	1384748	488152	2395614	1.73
$OC_{\text{мың тнг}}$	1200409	1029394	2384748	647677	3481732	1.46
ROE, %	47.5	44.9	58.07	7	66	1.14
NR, бірлік	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3	1.5
K2, бірлік	3.2	13.8	15.07	4.8	25.9	1.72
Ескерту- 32 қаржылық есеп мәліметі бойынша құрастырылған						

Өткізілген есептеулер нәтижесінде алынған мәліметтердің талдауы келесі қорытындыларды жасауға мүмкіндік береді. АҚ Халық банкінің ЖЗҚ-ы үшін анықтайтын бірлескен капиталдың сезгіштігі әр түрлі болып табылады және әрбір көрсеткішке арналған сезгіштіктің деңгейін бағалауға мүмкіндік береді. Осылай, мәліметтерге сәйкес бірлескен капиталдың құны жоғары сезгіштікті таратылмалған табысқа және зейнетақы активтерінің табыстылығында көрсетеді.

Ұсынылатын алгоритмдар тәжірибелік күрделі қолдануларда жеткілікті көрінеді, дегенмен олар коэффициенттерді жүргізу процедурасында көрнекілік мен мөлдірлікті сақтауда нақтылы қаталдықты сақтауға мүмкіндік береді. Екі алгоритмнің әрбірінің қолданылуының нәтижесі - фактор қалыптасуына әсер ету бағытын таңдау арқылы капитал құнын басқару шешімін қабылдауға мүмкіндік беретін факторлар және оларға арналған коэффициенттердің тізімі бар кесте болып табылады.

1997 жылы Қазақстан Республикасы 30 жылға арналған мәні зейнетақы жинақтарын құрастырудың ынтымақты жүйесінен жинақтаушы жүйеге өтуде болатын реформаға көшті. Жинақтаушы зейнетақы жүйесінің жұмыс жасауының ішінде оның нормативтік - заңға сүйенген базасына соның ішінде зейнетақы активтеріне инвестиция салу бөлігінде әлденеше рет өзгерістер енгізілді. Дегенмен, азаматтарды зейнетақымен қамсыздандыру жүйесіндегі реформалауда, соның ішінде нормативтік-құқықтық және техникалық-инфрақұрылымдық базада жүргізілген жетістіктерге қарамастан,

зейнетақы активтерін инвестицияландырудың аспапты базасын дамытудың төңірегіндегі және өздерінің қорларының қаржы менеджменті деңгейінің әбден жетілдіруіндегі көп мәселелері әлі де шешусіз қалып отыр.

Жұмыс көлемінің ұлғаюы, құнды қағаздар нарығында инвестициялық белсенділік пен ондағы бәсекелестіктің өсуіне байланысты әрбір ЖЗҚ-да өзінің қаржы менеджментін жетілдіру қажеттілігі бар. Бүгінгі күнде инвестиция салудың тез өтімді құралдарының дефицитінің мәселесі болғандықтан, зейнетақы активтерінің табыстылығы инфляция деңгейін зорға жабады, қаржы нарығындағы ЖЗҚ-ның қызметтерінің және басқа жолмен ақша табу мүмкіндігінің шектеулілігінен, трансакциондық шығындардың өсуіне байланысты зейнетақы қорларына меншікті қаржы орнықтылығы ерекше бақылау жасаған жөн. Сондықтан, қаржы ұйымы ретінде зейнетақы қоры өз қызметінде басқаруды талап ететін тиісті тәуекелдермен кезігіп тұрады.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары:

1. ЖЗҚ-дағы корпоративтік капиталды басқару қиыншылықтары
2. Қазақстандық ЖЗҚ-ның акционерлік капитал құнын бағалау әдісі
3. ЖЗҚ-дағы нәтижелі корпоративтік басқаруды мінездейтін факторлар.

ТАҚЫРЫП 6

Зейнетақы кәсіпкерлігіндегі тәуекелдерді басқару

Қазіргі кезде қаржы менеджменті экономика және қаржы саласында жұмыс істейтін әрбір азаматтың білуі тиіс негізгі пәндердің бірі болып табылады. Қаржы менеджментінің процесі келесі операциялардан тұрады: қаржыны жоспарлау (пайданы жоспарлау), қаржы қызметінің нәтижелерін барлау және бақылау, қаржы қорларының қозғалысын талдау және басқару, тәуекелді басқару.

Қаржы менеджменті ғылым ретінде кәсіпкерге нарық күйінің құбылмалылығы шарттарында компаниялардың ең төменгі шығындармен жоғары пайда табуы үшін қысқа – орташа және ұзақ мерзімді кезеңде компаниялардың қызметін жоспарлауды қамтамасыз етуге мүмкіндік береді. Екібастан, бұл болмай қалмайтын қаржы тәуекелімен байланысты, қазіргі шарттарда әсіресе, бірақ дұрыс өткізілген стратегиялық жоспарлау тәуекелді минимумға түйістіруге мүмкіндік береді.

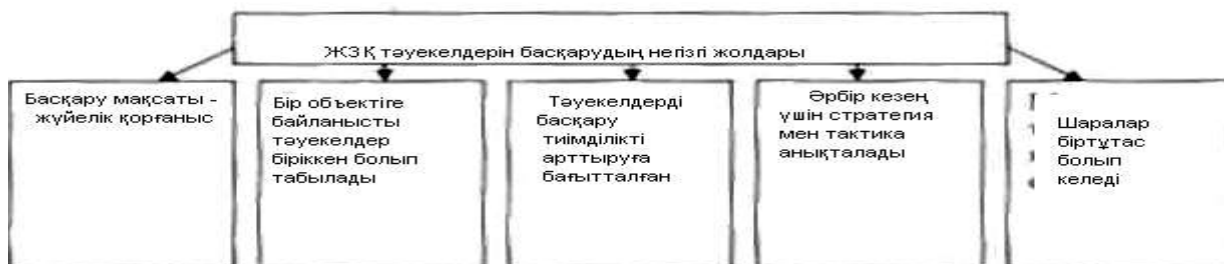
Белсенді нарықтық позиция және дер кезінде аналитикалық қаржы болжамы көмегімен жағымсыз зардаптарды ескертуге және нарықтың қазіргі шарттарындағы қаржы жетістігімен қамтамасыз етуге үміт артатын жинақтаушы зейнетақы қорыларын қаражат қожалығы қызметтің көрсеткіштері сияқты есептеулер және қаржы менеджментінің негізгі көрсеткіштерінің саралау әдістерінің қолдануы қажеттілігін дәлелдеу мақсаты жатыр. Зейнетақы нарығының дамуының қазіргі шарттарында жинақтаушы зейнетақы қорлары нақтылы нарықтық заңдар керісінше дәлдікпен жұмыс істейтін қазақстандық экономиканың ерекше қатты шарттарында болатынын ұмытуға болмайды. Алайда, қайта құруларға дейін еліміз бірқатар жылдар ішінде авторитарлық нұсқаушы - жоспарлы экономиканың үлгісі болғанын есептегеннің өзінде де, шаруашылық істейтін коммерциялық субъектілер мен негізгі нарықтық көрсеткіштер қызметінің

нақтылы тәжірибесі бар. Қазақстандық ЖЗҚ-лар бос орындарда жасалмады, олардың көпшілігі банктік құрылымдар болып табылады және зейнетақы активтерінің жинақтағыш құрастыру тетігінің жұмыс жасауындағы тәжірибе болмаса да, оларға арқа сүйейтін негіз болды.

Зейнетақы нарығының соңғы жылдардағы негізгі мәселесі зейнетақы активтерінің инвестициялық портфелінің ерекше тәуекел әсерінің нәтижесінде пайда болған пайдалылықтары циклдігі болып табылады. Олардың санына зейнетақы нарығында мыналарды жатқызу керек: қаржы тәуекелі, оның ішінде өтімділіктің валюталық тәуекелі, проценттік тәуекелі, инфляциялық тәуекелі, пайдалылықтың төмендету тәуекелі, қолдан кеткен пайданың тәуекелі, кәсіпкерлік тәуекелі.

Тәуекел болжалатын оқиғалардың болмау ықтималдығымен (портфель бойынша уәделі сыйлық беру төлеулері іс жүзіне аспайды, зейнетақы жинақтарының өсуі болмайды) және нақты ақшалай ағындары болжалатын ағыннан аз болуымен анықталады. Жағымсыз ауытқулары әдетте (уәделі төлемдердің алынбауы, капиталды жоғалту) таза тәуекел ретінде қаралады [5, б.440]. Нәтиженің тең мәнді (тәуекелді және тәуекелсіз) екі активтердің ішінен нәтиже бойынша кепілдік берілгенін таңдайтын инвестор тәуекелдің қарсыласы (тәуекелге бейім емес) болып есептеледі. Нәтижелер номинал бойынша тәуекел және тәуекелсіз ұқсасқа бірдей қатынас инвесторды мәнсіз тәуекел сияқты анықтайды. Олар зейнетақы активі оған басқарылудың зейнетақы қорларының әлеуметтік маңыздылықтарынан ерекше тәуекелдің қарсыластарының дәрежесіне әкету керек. Тәуекелге қатынас шешім қабылданатын қаржылардың шамасынан тәуелді болады. Болуы мүмкін жоғалтудың шамасы көбірек болған сайын, инвесторлар тәуекелге аз барады [39, б.16].

Тәуекелдің қазіргі әдістерінің жиындарынан алынған көзқарас бойынша басқаруға жүйелік амалдарды қамтамасыз ететін жолдарын ерекшеледік.



Сурет 1 – ЖЗҚ-ның тәуекелін басқарудың негізгі жолдары

Тәуекелдерді басқару кез келген бизнес - жүйенің операцияларының тиімділігіне ықпал етеді. Қаржы тәуекелдерімен бақылау және басқару шығындарының түбегейлі деңгейі тәуекелдермен басқаруға жүйелік амалдың қажеттілігін ескертеді. Бұл жолдар ЖЗҚ-ы тәуекелдерін басқаруды төмендегідей көрсетеді.

1. ЖЗҚ-ның қызметінің тәуекелдерін басқару мақсаты тәуекелдердің әр түрлі түрлерінен жүйелік параллельді қорғауы болып табылуы керек. Тәуекелдерді басқаруда бастысы, әр түрлі бизнес-процесстерін басқарудағы мақсаттардың балансын қамтамасыз етуі болу тиіс.

2. Тәуекелдерді басқару процесінде зейнетақы активтері де қордың пайдалануының тиімділігіне ықпал ететін біртұтас кешені сияқты қаралатын түрлі көздер бір объект сияқты қаралуы тиіс екенін ескеру керек.

3. Қаржы менеджментінің элементі ретінде тәуекелдерді басқару қордың инвестициялық операцияларының тиімділігін жоғарылатуына бағытталған.

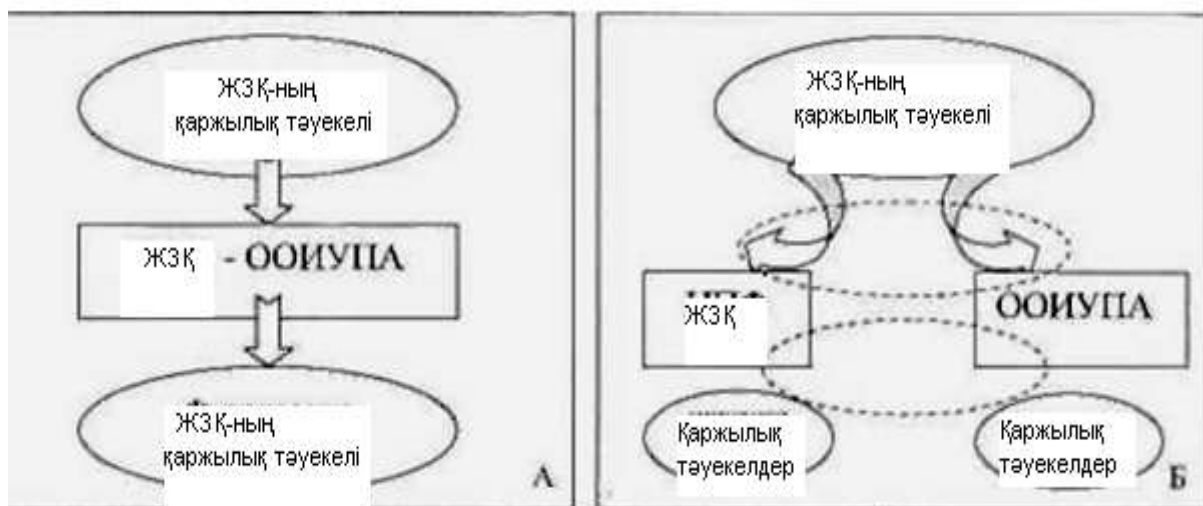
4. Зейнетақы қорының инвестициялық қызметінің әр түрлі циклдерінің тәуекелдерін төмендету мақсатында әрбір нақты цикл үшін шаралардың кешені өнделеді.

5. Тәуекелді басқару бойынша жасалатын шаралардың кешені бірыңғай және өзара байланысты әсерлер жүйесі ретінде ұсынылуы керек.

Тәуекелдерді басқарудың жүйелік амалының артықшылығы серіктестікке, жеке алғанда зейнетақы қорына қауіпсіздікті қамтамасыз ету мақсатында қорларды тиімді үлестіруге мүмкіндік береді. Қаржы тәуекелін басқару процесінің мінездемесін анықтаудың қажеттілігі зерттелетін қаржы құбылысының табиғатының теориялық ұғынуына ғана емес, жаттығу жоспарында - оның қолдануын тиімділіктің жоғарылатуына да көкейкесті көрінеді. Зейнетақы қорының компанияның меншікті активі бойынша шешім қабылдайтын және оның зейнетақы активтерінің инвестициялық портфелінен ықпалына тәуелді болатын қаржылық орнықтылығын анықтайтын қаржылық менеджері бейім емес болып табылады. Әдеттегідей, ол (ақшалай түсу немесе салыстырмалы шамаларында - пайдалылық) нәтиженің тап қалған мәніне тәуекелдің аз нұсқасын қалайды. Әрбір қаржы менеджеріне пайдалылықтың игілігінің тіркесі және тәуекелдің игілігінің өз таңдауы болады. Тәуекелге бейім емес инвестор үшін ортақ ереже тәуекелдің өсуі пайдалылықтың үлкеюіне әкелу талабы болып табылады. Егер тәуекел шеттелмесе, онда ол орнын толтыруы керек.

Тәуекелді басқару- өз мақсатында қолайсыз жағдайлардың себебінен пайда болатын объектке арналған залалды кішірейту немесе орнын толтыру процесі. Зейнетақы қорларының қаржы менеджментінде тәуекелдерді (менеджмент тәуекелдері) басқару процесінде бұл тәуекелдерді басқару құралдары мен тетіктерінің аясын ескеру керек. ЖЗҚ-ның қызметінің ерекшелігі қормен және өндірістік қызметті жүзеге асыруды мүмкін емес болатын қаржы қызметтерінің ерекшелігімен шартталған. Бұл, сөз жоқ, кәсіпкерліктің субъекттері сияқты ЖЗҚ-ның өз қызметтерінде душар болатын тәуекелдердің тізімін тарылтады. Осылай, кәсіпкерліктің құрылу ерекшеліктеріне қатысты кәсіпкерлік тәуекелі іс жүзінде қаралмайды. Бұл қорлардың біздің мемлекетіміздің негізгі әлеуметтік бағдарламаларының бірі болып келетін зейнетақымен қамсыздандырудың жинақтау жүйесі бойынша қызмет көрсетуі болатынымен байланысты, және мемлекет ЖЗҚ-ы бойынша өз міндеттемелерін алып тастау мүмкіндігі нөлге тең.

Сайып келгенде, негізінде ЖЗҚ-ы өз қызметіндегі қаржы тәуекелдері әсер етумен қағылысады. Бұл тәуекелдер бойынша пайда болатын қызметтің түрлерін анықтау бұл жерде маңызды. Зейнетақы кәсіпкерлігінің Қазақстандық тәжірибесіндегі осы дәрежелері арналған тек қана екі үлгісіне байланысты: қордың тәуекелдерімен басқару зейнетақы активі өз алдына бағдарлаушы ЖЗҚ-ы және ООИУПА-ның қызметтері арқылы зейнетақы активі бағдарлаушы ЖЗҚ-ы бұл ерекшеліктердің есепке алуымен құрастыруы керек.



Сурет 2 ЖЗҚ-ы тәуекелін басқару механизмі

Ұсынылған суретте ЖЗҚ-ы тәуекелін басқару механизмі көрсетілген. Сонымен бірге 2 А суретте өз зейнетақы активтерін басқаратын ЖЗҚ басқару схемасы көрсетілген. ЖЗҚ-ы тәуекелдер бұл жердегі барлық қатынастарының жазықтығымен қордың өзіне шоғырландырған, демек басқарудың негізгі бағыттары өздігінен сақтандыру болып табылады. 2 Б суретте ООИУПА арқылы зейнетақы активтерін басқаруларды жүзеге асыратын ЖЗҚ-ның тәуекелдерімен басқарулармен үлгі қайтарады екен. Екінші үлгінің артықшылығын суреттен сөз жок көруге болады. Өзі қадағалап, басқаруға тура келетін тәуекелдердің үлесін азайту арқылы қор берілген бұл модельде өзінің ООИУПА тәуекелін сақтандыруды іске асырады. Өз кезегінде ООИУПА әрбір қордың арасындағы тәуекелді диверсифицирлеу арқылы бір уақытта бірнеше қордың активтерін басқарады. Сонымен қатар, осындай ООИУПА бір уақытта бірнеше қордың бақылауында болып, өз стратегиясын қауіпсіз түрде, абайлап жүзеге асырады, яғни сенімдірек инвестициялық портфель құрады және оны аз тәуекелге ұшыратады. Мысалы, АҚ «Халық банкінің ЖЗҚ-ы» бөлінінбеген табыстың деңгейі бойынша да, зейнетақы активтерінің табыстылығы жөніненде зейнетақы жүйесінің лидері болып табылады.

Қордың қызметінің ерекшелігін және қаржы тәуекелдерін басқару туралы тәжірибе және ғылыми әдістемелерін есепке ала отырып, ЖЗҚ-ң тәуекелдерін басқару модельдерін құру қажеттілігін тудырады. Экономикалық ғылымда қаржы тәуекелін басқару процесінің әртүрлі әдістері қарастырылады. И.А. Бланк компанияның қаржы тәуекелін басқаруы идентификация, бағалау, профилактика және сақтандыру мәселелеріне қатысты олардың жағымсыз қаржы зардаптарын бейтараптандыру процесстерін жүзеге асырады деген ойды ұстанады. В.В. Глуценко және Ван Хорн сияқты атақты ғалымдардың ғылым және тәжірибе саласындағы ұсынған теорияларына сәйкес ЖЗҚ-ң қызмет ерекшеліктерін ескере отырып қаржы тәуекелін басқару қағидаларын қарастырайық.

1. Тәуекелдерді қабылдауды түсіну. Егерде қаржы менеджері инвестициялық операцияны орындаудан тиісті табысты алғысы келсе, ол саналы түрде тәуекелге баруы тиіс. Қаржы тәуекелі объективті түсінік болғандықтан, компанияның қаржы қызметінен тәуекелді тіпті шығарып тастауға болмайды. Бөлек инвестициялық бағыттар бойынша тәуекелді бағалау деңгейінен кейін тәуекелден құтылу тактикасын қолдануға болады. Тәуекелді қабылдауды түсіну тәуекелдің зардаптарын бейтараптандыруда негізгі шарт болып табылады.

2. Қабылданатын тәуекелді басқару. Қаржы құралдарының портфелі және оған қатысты қаржы тәуекелдерінің құрамында бейтараптандыруға көнетін тәуекелдер болуы тиіс.

3. Бөлек тәуекелдерді басқару тәуелсіздігі. Өндірістік бизнестің тәуекелінің әртүрлі түрлері бойынша қаржы шығыны бір бірінен тәуелсіз процесс барысында жеке түрде бейтараптанады. ЖЗҚ-ң қызметі қаржы қызметін көрсетумен және клиенттік базаны жоғалтып алу мүмкіндігіне байланысты кәсіпорындық тәуекелдермен байланысты. Сондықтан ЖЗҚ-ң тәуекелдерін басқаруда бұл өзара байланысты ескеру маңызды.

4. Қабылданатын тәуекелдің қаржы операцияларының табыстылығымен салыстырымдылық-менеджмент тәуекелінің концепциясындағы негізін қалайтын қағида. Оның мәні мынада: зейнетақы қоры қаржы қызметін орындау барысында «табыс-тәуекел» шкаласы бойынша табыстың тиісті деңгейінен аспайтын қаржы тәуекелін қабылдауы керек. Табыс деңгейінен көп тәуекелдің кез келген түрін компания қабылдамауы тиіс.

5. Қабылданатын тәуекелдердің қордың қаржы мүмкіндіктерімен салыстырмалылығы. Қордың күтілетін қаржы шығынының мөлшері тәуекелдердің ішкі сақтауын қамтамасыз ететін капиталға сәйкес келуі тиіс. Бұл жерде негізгі міндеттерінің біріне айналған компанияның құнын дұрыс анықтау мәселесінің ерекше мағынасы көрінеді.

6. Тәуекелдерді басқару тиімділігі. Қордың қаржы тәуекелін бейтараптандыру мақсатында жұмсалған шығындары бұл процеске жұмсалатын қаржының нормасынан аспауы қажет. Тәуекелді басқару тиімділігінің критерилері қаржы тәуекелінің өзін өзі сақтау сонымен қатар қаржы тәуекелінің сырттай сақтауын жүзеге асыру кезінде сақталуы керек.

7. Тәуекелді басқару операциясын жүргізу кезеңін есептеу. Қордың өз көзімен де, зейнетақы активтерімен де инвестицияланған қаржы құралдары ұзақ мерзімді болған сайын, оның тәуекел диапазоны соншалықты кең болады. Инвестициялауды жүзеге асыру кезінде қор немесе мекеме тәуекел бойынша, сонымен бірге өтімділік бойынша кірістің қосымша деңгейін алуды қамтамасыз етуі керек. Тек қана осы жағдайда осы операцияның іздестіру жағдайының жағымсыз қаржы зардаптарын бейтараптандыруға арналған қажетті потенциалы қалыптасады.

8. Тәуекелдерді басқару процесіндегі серіктестіктің қаржы стратегиясын есепке алуы. Қаржылық тәуекелді басқару жүйесі мүмкін тәуекелдердің деңгейіне байланысты, оның қаржы идеологиясын, сонымен бірге бірлескен басқарудың қағидаларын іске асыру қатынасындағы саясатты көрсететін ортақ критерийлерге негізделуі керек. Таңдалған стратегияның

тактикалық құрылымы мен бірлескен басқарудың қағидаларын есепке алу басқару деңгейінде белгілі ізденіске уақытты қысқартуға мүмкіндік береді.

9. Тәуекелдердің берілу мүмкіндігінің есепке алуы. Қаржы тәуекелдерінің қабылдануы кейбір жағдайда қордың қаржы мүмкіндіктерімен сәйкес келмейді. Сонымен қатар, мұндай инвестиция салуды өткізу зейнетақы нарығында стратегиялар және қордың қызметінің бағытталғандығының талаптарымен жүргізіле алады. Алайда тәуекелдерді жиынтық қаржы тәуекелдерінің портфеліне қосу мына жағдайда ғана мүмкін болады, егер инвестиция салуға немесе сыртқы сақтандыру бойынша әріптестерге жартылай немесе толық олардың берілуі мүмкін болса ғана (мысалы, даму институттары).

Қор қызметке қатысты тәуекелдердің жеке түрлерінің анықталуы жүйелі түрде анықталады және қызметтің тән осы түрі тәуекелдердің зерттеуінде болады. Осылай, келесі тәуекелдерге тән ЖЗҚ-ын айқындауға мүмкіндік бердік:

- жүйелік (недиверсифицируемы) тәуекелдер: инфляциялық, пайыздық және заң шығару өзгерістерінің тәуекелі;

- жүйесіз (диверсифицируемы) тәуекелдер: объекттердің инвестиция салулары, өтімділіктің бағыттары, валюталық және елдің, уақытша және техникалығы.

Инфляциялық - зейнетақы және меншікті активтердің инвестиция салуынан ағымдағы пайдалылық инфляция төменгі деңгейде болатындығын айтамыз.

Қазақстандық ЖЗҚ-ы бойынша инфляциялық тәуекелдердің талдауы кесте 1- де көрсетілген.

Кесте 1 - 2002 -ден 2007 жылдар аралығындағы ЖЗҚ-ның инфляциялық тәуекелі

жылдар	К2- номинальдық табыс коэффициенті, %			инфляция деңгейі	К2 инфляция деңгейінен ауытқуы		
	К2- барлық ЖЗҚ	К2-ЖЗҚ Халық банкі	К2* ЖЗҚ НефтеГаз Дем		Барлық ЖЗҚ	К2- ЖЗҚ Халық банкі	К2* ЖЗҚ НефтеГаз Дем
2002	13,04	12,71	13,12	9,5	+3,54	+3,21	+3,62
2003	6,98	7,38	5,56	9,75	-2,77	-2,37	-4,19
2004	3,64	3,2	2,63	9,5	-5,86	-6,3	-6,87
2005	13,9	13,8	11,6	8	+5,9	+5,8	+3,6
2006	13,75	15,07	6,94	8,5	+5,25	+6,51	-1,56

Пайыздық тәуекелдер - бұл жоғалтудың зейнетақылық қорларды алып жүре алуы, инвестор бола қаржы нарығындағы қалалар, осыған сәйкес проценттік мөлшерлеме нарығында өзгертулерді айтады. Тәуекелдің осы түрі қаржы актив қабаттасқан құралдар бойынша ортақ пайыздарын анықтаған қаржы нарығының басқа секторлары мемлекеттік бағалы қағаз ахуалдардың несие, депозитке, ықпалдың нарығы нәтижесінде басталады. Қазақстандық ЖЗҚ-ы К2-нің пруденциялық нормативты орындалуы процентті тәуекелдердің есептеулері шеңберінде ұсынады.

Тәуекелдер ретінде заң шығару өзгерістері қаралуға қабылдалған тәуекелдер елдегі саяси курстың бұған инвестиция салу, салық өндірудің жаңа ережелерін кіріспе және тағы басқалардың жанында инвестициялық ауа райының өзгерісі болуы мүмкін [46]. Мұндай сипаттың өте ықтимал тәуекелдеріне, мыналарды жатқызуға болады:

- тәуекел инвестиция салуды ережедегі өзгерісі зейнетақы шетел эмитенттері де, отандық та активтердің бағалы қағаздарында болуы мүмкін. Бұл халықаралық рейтингтердің дәрежелері, оның аффилирленген қосу тұлғаларын есепке алуы бар бір эмитенттегі отандық қағаздар, инвестиция салудың нормаларының баға белгілеуі және тағы басқалар бойынша бағаның ережелерінің өзгерісі тигізе алады;

- тәуекел қасында табыстар өзгеріс салық өндіру реті бойынша жеке, бірлескен төлеулер, табыс салықтары болуы мүмкін. Мысалы, мәлімет бойынша салық преференцияларының алуы акциялар бойынша табыстардың түріне және листинг KASE «А» және «В» категориялы эмитенттердің облигациялары бойынша кіретін.

Зейнетақы кәсіпкерлігінің тәуекелдерінің өткізілетін деңгейін есептеудің әр түрлі әдістері қолданылады. Оған жатқан: құрылымның өзгерісі, тәуекелді анықтайтын факторларының құрамының есепке алуы бар тәуекелдерінің есептеуі, (тамаша портфель шарттарындағы, инфляцияның ықпалы сөзсіз) инфляция деңгейіне байлануды есепке алумен, факторлардың динамикасының тұрақтылығының салыстыруын есепке алады. Инвестиция салудың объектілерінің тәуекелдері болуы мүмкін бағалы қағаздарының инвесторларымен зейнетақы қорлары болып табылған өздерінің эмитенттерінің қызмет нәтижелеріне қатысты жоғалтулармен айқындалған. Эмитенттің табыстарының мұндай төмендетудің тәуекелдерінің себептері және ол бағалы қағаз бойынша сыйлық беру төлеуге жарамсыздығынан бола алады.

Сонымен нарықтағы Қазақстандық қордың тәуекелдерінің өз ерекшелігі болады. Саудалық алаңдарға тән бағалы қағаздардың уақытында емес сатып алынуымен тән көбірек сабақтас уақытша тәуекел дамыған.

Бағалы қағаздары бар операциялардың қызмет көрсетуімен сабақтас техникалық тәуекелдер ЖЗҚ-ның қызметінде сирек жеткілікті айқындалады. Қаржы тәуекелдерінің деңгейін анықтауда қажетті ақпараттық дұрыс баға қажет. Қаржы тәуекелдерінің деңгейінің бағалары әдістердің таңдауында сапа және ақпараттық базасының толықтықтарын бағалайды. Ақпараттық базасының екі қасиеті зейнетақы қорының қаржы тәуекелдерін басқаруда өткізілетін саясатының тиімділіктеріне ықпал етеді.

Зейнетақы қорларының қызметтің ерекшелігі қаржы тәуекелдерінің жеке түрлерінің келеңсіз салдарының бейтараптандыруының тиісті ішкі тетіктерінің өңдеуін қажеттілікті ұғындырады. Осылай, тек қана зейнетақы бөліп шығаруларын жинақтаумен және олардың орналастыру сабақтас қызметтердің жүзеге асыруы адам факторынан осы процессте биік тәуелділікті ескертеді. Бұл қордың талаптары, кадрлардың басқарудың қазіргі технологияларының қолдануы олардың сәйкестігіне мамандықты жоғарылату курсы, қызметкерлердің мамандандырылған деңгейінің ішкі тексеруін өткізуге топ-менеджмент позициясының негізгілері.

Тәуекелдердің минимизациялауының маңызды тетіктерінің бірі резервтік қорлар жасау арқылы сақтандыру табылады [42, б.18]. Зейнетақы қорлары жақын уақытқа дейін құрастырылатын резервтік қорға бөліп шығаруларын жүзеге асырды.

Сонымен, ұзақ мерзімді қабылдану бағытталған тәуекелмен басқару бойынша зейнетақы қорларының қаржы менеджментінің стратегиялары келесі қағидалармен ерекшелінеді:

1. Қаржы менеджментінің тиімділігі. Оның жүзеге асыруына шығын тиісті ақшалай формада жүзеге асу тиісті бағаланған шешімдер (нәтиже) серпуі және инвестициялық, қаржылай шешімдері олардың иесіне ақшалай түсуді қамтамасыз ететін активтердің жасаулары қаралады. Зейнетақы қоры үшін (материалдық және материалдық емес формада болатын) - ғимарат, жабдық, патентталған құқықтар тағы сол сияқтылар, және (депозиттер банкке, облигация, акция тағы сол сияқтылар) қаржы активтері нақты активтер болып танылады.

Активтер бойынша бір қатар жағдайда ақшалай түсулер үлестер бойынша сыйлық берудің нақтылы төлеулерін алады, облигациялар бойынша купон төлеулері, акциялар бойынша дивидендтер, активтің бағасының (немесе төмендеу) жоғарылатуы анықталмаған сипаттарды бір қатар жағдайда танысады. Бұл табыс (алуға қай капитал салды) ұзақ мерзімді актив бойынша капиталды (жоғалту) өсу болады.

2. Инфляциялық тәуекелдердің есепке алуы бар стратегиясының құрастыруы. Шығындардың жүзеге асуы және нәтиже алуы уақыт

аралығымен бөлінген, сондықтан нәтиженің алуы уақытында артта қалушылыққа қатысты жоғалтуларды салыстырмалы шаманы олардың салыстыруында есепке алынуы керек. Зейнетақы активтерінің сақталуы ұзақ мерзімді сипаты болатындығынан, осы қағидасын зейнетақы қорларының қаржы менеджментіне өзі анықтайтын әрекет болып табылады. Демек, нәтиже және шешім қабылдауды алуды түрлі уақыт өлшемдерін есепке алудың әр түрлі уақытта болған қаржыларының құрастырылуын талап етеді. Мысалы, актив бойынша алынатын тәуекелсіз ақшалай ағынының ағымдағы бағасы активтің бір жылдық қарастырулары келесі формула бойынша анықталады:

$$S_n = \frac{S}{(1+k_{fn})}, \quad (17)$$

Мұнда: k_{fn} - максимал пайдалылығын қамтамасыз ете алған инвестиция салымдары жылдық пайыздар

Табысты алумен активке инвестиция салу бойынша шешім қабылдай отырып бір жылдан кейін, қор, инвестор нақ сол варианттардан бас тартады. Актив үшін бірнеше жыл ішінде ақша ағымын әкелетін нәтиженің ағымдағы қорытынды бағасымен сыйақы анықталады:

$$S = \frac{S_n}{(1+k_{f1} + \dots + k_{fn})}, \quad (18)$$

мұнда: k_n, k_{f2}, \dots — тәуекелсіз пайыздық ставкалар (жылдық пайыздық ставка) 1,2 және оданда көп жылдарға инвестициялау

3. Зейнетақы қорларының қаржы менеджментінде маңызды тәуекел және тәуекелсіз активтер де есепке алу. Егер актив бойынша ақшалай түсулер өлшем алдын ала белгіленгендерге кепілдік берсе, онда активке тәуекелсіз сияқты қарауы керек. Тәуекел активі - бұл актив, ақшалай бойынша түсулер қанда (немесе төлеу әр-түрлі себептермен іс жүзіне аспауы мүмкін болуға бекітілген акциялар бойынша табыстың алуы өзі кепілдік берілмейді) жағдайлардан жартылай тәуелді болады. Ақшалай түсулері бойынша кепілдік бермеген және екі ұштылықтың элементтерін алатын актив белгілі бір нәтижесі бар активке қарағанда жоғары қастерленеді.

Зейнетақы қорларында тәуекел – менеджментінің жоқ болуы жүйенің - зейнетақы нарығында қабілетсіз эмитенттердің санының өсуіне алып келеді.

Қаржы нарығының сегменті ол үшін қадағалау қызметтерін қорлық нарықта алаяқтық және сыбайлас жемқорлықтың айғақтарымен байланыстырып көлеңкелі жағдайлардың болуына жол бермеу керек.

Негізінде осы айғақтар нақтылы эмитенттер олардың мөлдірлігінің деңгейін төмендететін жалған мәліметті нарықтың қатысушыларына ілігетін болды. Кейбір зейнетақы қорлары дегенмен олардың бағалы қағаздарын алуды жалғастырды. Дәл қазір, қасаның биржалық кеңестің мәліметінің, бағалы қағаздар базарға кейбір зейнетақы қорлары және нарықтық сүйкімсіз аспаптар нәтижеде өздерінің қорларығана емес, зейнетақы жүйесі негізінен де қаржы тәуекелін үлкейтетін зейнетақы қорларының портфелінде толып қалатын серіктестіктердің бағдарлаушы менеджерлерінің келісімінің айғағы орын алады. Бұл күмәнді эмитенттердің төлей алмайтыны зейнетақы қорларығана емес, әрбір салымшы жеке пайдалылыққа ықпал тигізе алатынымен ұғындырылады. Әлеуметтік мағыналы қаржы институттарының Қазақстан экономикасының негізі болатын жинақтаушы зейнетақы қорылардағы инвестиция салатын активтердің сапаға жауапкершілігі туралы сұрақ бүгінгі күнге өткір тұрады.

Бүгінде енгізілген листингтелетін және бағалы қағаздарға қойылатын міндетті бірлескен басқару қағидаларының қосымша талаптары эмитентке қатысты нарық қатысушыларының ақпараттылық деңгейін арттыруға, соның салдарынан инвесторлардың оған деген сенім деңгейін, өтімділік пен қор нарығының дамуына ықпал етеді.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары:

1. Зейнетақы нарығындағы тәуекел түрлері
2. Тәуекелді басқару тәсілдеріне мінездеме беріндер.
3. Тәуекелді басқару үрдісі қалай анықталады?
4. Қаржылық инвестициялардағы тәуекелді есептеу.

ТАҚЫРЫП 7

Зейнетақы қорларының инвестициялық саясаты

Қызметі отандық қор нарығының дамымағандығы мен қаржы құралдарының бағалы ұсынысы және делдалдық қызметтерге сұраныстың болмауына байланысты эпизодтық және жүйесіз сипатқа ие болатын көптеген делдалдық серіктестіктер мен басқа да кәсіби қатысушыларға карағанда жинақтаушы зейнетақы қорларының жұмысы тұрақты динамикалық дамып келеді, өйткені экономиканың ұтымды дамуы және ЖЗҚ-дың салымшы еңбекақысының өсуінің шартында зейнетақы активтері үздіксіз түседі және үнемі өсіп отырады. Бұл туралы ұлттық экономиканың дамытуының басымдылықтары Қазақстан халқына президенттің жолдауында қойылған жинақтаушы зейнетақы жүйелері тұрақты даму серпіні де куәландырады.

Әлемнің елу дамыған елдерінің санына кіру мақсаты жүзеге асып келеді, өйткені табысқа нақты алғышарттары бар. Жинақтаушы зейнетақы қорлары осы мақсатқа жетуде ең соңғы роль ойнамайды және оның негізгі мақсаты зейнетақы жинақтарының сақталуы мен табыстылығының қамтамасыз ету, олардың бірлескен басқаруын әбден жетілдіру арқылы шешіледі [47,2].

Қорлардың капиталының құрылымдарын талдаудың нәтижесінде олардың құрылымының ерекшелігі көрсетіліп және ЖЗҚ-ның бірлескен капиталына түсінік берілген. Сонымен бірге ЖЗҚ-дағы активтердің құрылымының зерттеуі қордың активтерінің құрылымындағы инвестициялардың меншікті портфелінің жоғары үлесін көрсетті, соның

салдарынан қордың капиталының құны мен қордың меншікті активтерінің портфельін басқару тиімділігінің арасындағы тығыз байланысы анықталды.

ЖЗҚ-ның қаржы менеджментінің негізгі функцияларының бірі ретінде портфельдік инвестиция салуы негізінде қордың меншікті активтерінің инвестициялық портфельімен басқаруы анықталды.

Портфельдік инвестиция салуы, анықтама бойынша, бағалы қағаздар портфельін құрастыру мақсатында бар құралдарының салынуы болып табылады. Осылайша, ЖЗҚ-ы үшін инвестиция салудың осы түрі тіпті ерекше және капитал салымы мен инвестицияның экономикалық мәні мен басқа да ерекшелігі бойынша классикалық дәрежелерінен айтарлықтай айырмашылығы болады. Мұндай айырмашылықтардың бірі осы процесстің қатысушыларының ортасы - портфель, немесе (тар мағыналы термин) институционалдық инвесторлар болып табылады. Қазақстандық ЖЗҚ-лары ұлттық қаржы нарығының ең ірі институционалдық инвесторлары бола тұра, портфельдік инвестициялау процесінің және портфельді менеджментін ұйымдастыруда негізгі қатысушысы болып табылады.

Институционалдық инвесторлар ретінде ЖЗҚ-ның рөлінің мәні қорлардың осы мәртебесін анықтауда ашылады. Әдеттегідей, институционалдық инвесторлар деп инвестициялар барлық операциялардың маңызды бөлігі болатын банк, сақтандыру компаниясы немесе зейнетақы қорлары ұғылады [48, б.16]. Басқаша айтқанда, біз ЖЗҚ-ы бұл бағалы қағазға инвестиция салуы табыстың негізгі қайнар көзі және ажырамас бөлігі болып саналатын институционалдық инвестор деп қорыта аламыз. Портфельдік инвестиция салуы ЖЗҚ-ның активтерінің орналастыруының жалғыз тәсілі болып табылатындықтан, онда оларды басқару процесінде келесі есепке алу маңызды екенін атап өту керек. ЖЗҚ-ның меншікті активтерінің инвестициялануына инвестициялық қызметтің жеке, дербес түріне бірнеше ерекшеліктер тән. Мұндай ерекшеліктер:

1) ұйымның бағалы қағаздар нарығының кәсіби қатысушылары болып табылатын инвестициялаудың осы түрінің субъектілерінің, яғни зейнетақы активтерін де, ЖЗҚ-ы активтерін де басқарумен айналысатын мекемелердің ерекшелігі;

2) бағалы қағаздар нарығындағы осы инвестициялық қызметті атқаратын мекеме үшін профильдік қызмет түрі және негізгі кіріс көзі болып табылады;

3) инвестиция салудың негізгі әдісі бағалы қағаздар портфельін құрастыруы болып табылады.

Зейнетақы активтерін және өз қорларының активтерін инвестицияландыру нарығы инвестициялаудың дамыған нарығымен

салыстырғанда айрықшылықты ерекшеліктері бар, бұл оны портфель менеджментінің дәстүрлі жолдары шартында қолдануына ықпал етеді. Жинақтаушы зейнетақымен қамсыздандыруды жүйесінің жұмыс жасауы мен дамуының ерекшеліктері активтерді басқарудың әдістердің қолданылуын ұсынады. Айырмашылықтың негізгі себептері қаржы нарығының басқа қатысушыларының инвестиция салу ережелермен салыстырғанда ЖЗҚ-ның активтердің инвестиция салуының керітартпа стратегиясы болып табылады. Сәйкесінше, зейнетақы инвестициялау нарығындағы портфель менеджментінің қалыптасу тұжырымдамасының қағидалары мен жолдары қолданылатын инвестициялық технологиялардың адекваттылықтың деңгейінің жоғарылатуының мақсатында бұл нарықтарының ерекшелігінде негізделуі тиіс. Екібастан, зейнетақы инвестиция салуының нарықтарының ерекшелігі қордың құралдарының таңдаулылығы, құрастырылатын портфельдің сенімділігі, өтімділік және пайдалылығы әр түрлі мамандар санына инвестициялық саясаттың жинақтылық және жоспарлылықтарында әкететін портфель инвестиция салуының ортақ, әмбебап қағидаларын, активтердің құнсызданатындығын ескермеуді қарастырмайды. ЖЗҚ-ның зейнетақы және меншікті активтерінің портфелі қаржы менеджментінің ерекше қағидаларының арасында келесілерді атап өтуге болады:

- *Инвестициялық қызметтің жоғары ақпараттық-аналитикалық қамтамасыз етілу қағидасы.* Ақпараттық қамсыздандыру зейнетақы активтерін инвестициялаудың маңызды элементерінің бірі болып табылады. Зейнетақы нарығының дамуы мен құрылымының динамикасына әсер ететін әртүрлі факторлардың болу шартында, ақпараттың маңыздылығы бірнеше есе артады, себебі талдауды кеңейту мен оның ақпараттық деңгейінің өсу қажеттілігі туындайды.

- *Нарықтың құбылмалы шарттарына бейімделгіштігінің қағидасы.* Бұл қағиданың іс жүзінде іске асуы, біріншіден, барлық маңызды факторлардың қарқынына бағытталған нарық пен макроэкономикалық жағдайдың мониторингі; екіншіден, индикаторларды болжамдау процесінде қолданылатын жүйенің жаңаруы;

- *Нарықтық ахуалға жедел қимылдаушылық қағидасы.* Бұл жүргізілген ахуал мониторингі негізінде жоспарланған кірістің жағымсыз өзгерісіне негізделіп, қор өз ұстанымынан бас тартуға дайын екенін көрсетеді. Қағида өз тәжірибесінде портфель басқаруының ерекше технологияларын (соның ішінде лимиттік ордерлер) қолдануға, сонымен қатар нарықтың әр түрлі келеңсіз жағдайларына қарай ситуациялық басқаруды қалыптастыру;

- *Кіріс деңгейінің ұтымды жеткілікті қағидасы.* Бұл қордың тым қатерлі салулардан бас тартуы мен портфель табысының белгілі шама бойынша шектеуі болуын көрсетеді;

- *Инвестициялық шешімдердің қалыпсыздығы қағидасы.* Бұл қағида дамушы нарықтарға ыңғайлы болып келеді, өйткені олар портфельдің басқарылуы мен рационалды құрылуының классикалық талаптарын орындай алмайды.

Аталған қағидалар ЖЗҚ-ның зейнетақы және меншікті активтерінің портфель менеджментін ұйымдастырудың негізгі тұжырымдамалық көзқарастарының жиынын және сипатын ескертеді. Осы жолдарды құрастырудың міндеті портфель менеджментінің канондарының зейнетақы инвестициясының ерекшелігіне бейімделу болып келеді. Осы қағидаларға сүйене отырып, портфельді менеджментті ұйымдастырудың негізгі жолдарын атап өтуге болады, соның ішінде басқару әдістемесі тарапынан инвестициялық саясаттың жинақтылығын қамтамасыз ету жолы қарастырылған.

Қордың инвестициялық саясаты - қордың зейнетақы және меншікті активтерін инвестициялық басқаруға бағытталған шаралардың кешені. Қалайша қор зейнетақы активтерімен басқаратынына қарамастан, инвестициялық саясаттың мазмұны зейнетақы және меншікті активтерді басқару жолдарының айырмашылығын көрсету қажет екенін есепке алған жөн. Инвестициялық саясатты құраушылар сурет 1-де көрсетілген.



Сурет 1 - Қордың инвестициялық саясатының негізгі құраушылары

Кешенді инвестициялық саясаттың негізгі бағыттарына мыналарды жатқызуға болады:

- инвестициялаудың мақсаттары, инвестициялау операцияларын бекітуі бойынша, сонымен бірге инвестициялаудың жоспары мен лимиттері бойынша өкілеттілік;

- оңаша мәліметтерді қолданатын операцияларға жол бермеу мақсатында инвестициялық операциялар жүрізу қызметінің басқа да қаржы қызметтеріне байланысты қызметтерін бөлу процедурасы;
- қаржы құралдарының түрлері, инвестициялық қызметтің мақсаты бойынша инвестициялық белгілер;
- қаржы құралдарының болуы, қолданылу және табыстылық шарттарын талдау процедуралары;
- инвестициялау объектілерін және қызмет нарықтарын әртараптандыру (географиялық, салалық және аспапты бөлімдерде);
- көп деңгейлі аналитикалық қамтамасыз ету;
- инвестициялық стратегиялардың құрамалылығы;
- инвестициялардың уақыт бойынша құрылымы (ұзақ, орташа, қысқа мерзімді операциялар);
- нарықтың мінез-құлығының әр түрлі сценарийлерінің өңделуі.

Инвестициялық саясатты қалыптастыру процесінде қолданылатын негізгі жолдардың бірі деп инвестициялау мақсаттарын құрылымдау мен толық өңдеуді айтуға болады. Инвестициялау құралдарының пайдалылық өсуінің жалпы мақсаттары ретінде қабылдай отырып, стратегияны, инвестициялау әдістері мен стильдерін анықтайтын басқа да мақсаттарды есепке алмауға болмайды.

Мақсаттардың жиыны әр алуан бола алады, ал олардың құрамы түрі факторлар мен инвестордың позицияларына тәуелді болуы мүмкін. Мұндай жиынның мысалы ретінде Б.Алехин ұсынған қазақстандық ЖЗҚ-ы үшін қолайлы бола алатын мына мақсаттар бола алады:

- салымдардың қауіпсіздігі;
- салымдардың пайдалылығы;
- салымдардың өсімі;
- салымдардың өтімділігі [49, б.36].

ЖЗҚ-ы үшін салымдарының қауіпсіздігі қордың зейнетақы және меншікті активтерінің сақталуын қамтамасыз етуі мақсатын анықтауыш ретінде қараған жөн. ЖЗҚ-ның қызметінің ерекшелігі зейнетақымен қамсыздандырудың мемлекеттік жүйесі шеңберінде сөзсіз азаматтардың зейнетақы салымдарының бөліп шығаруларын жинақтау қажеттілігі болған жағдайда, бұл мәселе зейнетақы инвестициясында маңызды мәселе болмай қалмайды. Инвестиция салу процесінде салымдардың қауіпсіздігіне қордың портфельдік инвестициялауының тәуекелін басқару жүйесін өңдеу мен тәуекел-менеджмент шеңберінде барлық шаралардың жүргізілуі арқылы қол жеткізуге болады.

ЖЗҚ-ы үшін салымдардың пайдалылығы пайдалылықтың қажетті деңгейін қамтамасыз ететін инвестициялық портфельді жасау қажеттілігіне байланысты. Сонымен қатар, ЖЗҚ-ы үшін табыстылық деңгейі деп инфляциялық тәуекелдерді де, пруденциалдық нормативтердің орындалуын қамтамасыз ететін деңгей түсінілуі керек. Қордың меншікті және зейнетақы активтерінің инвестициялық салымдарының табыстылығы әртараптандырылған қаржы құралдарының құрылымына байланысты болып келеді. Қордың меншікті және зейнетақы активтерінің инвестициялық портфельінің салымдарының пайдалылығы қаржы құралдарының деңгейі бойынша құнсызданатын пайдалылықтың портфельінің құрылымынан тәуелді болады. Портфельді әртараптандыру мақсатында баға тербелісінен болатын нарықтық табыстылық факторын да, пайыздық табыстылық факторын да ескеру керек.

ЖЗҚ-ы үшін инвестициялау мақсаты ретінде *салымдардың өсуін* инвестициялау процесінде пайда болатын жүйелік тәуекелдердің жамылғысын активтер көлемінің өсуі арқылы қамтамасыз етуге болатындықтан тандадық. Салымдардың өсуі ЖЗҚ-ның меншікті активтерінің өсуі тұрғысынан да, зейнетақы активтерінің өсуі тұрғысынан да қарастырыла алады. Бірінші бағыт тиімді қаржы менеджменті және бірлескен басқару қағидасын іске асыру нәтижесінде жүзеге аса алады. Екінші бағыт ары қарай дамыту стратегиясымен қатар, айқын маркетинг саясаты арқылы жүзеге асыруға болады. ЖЗҚ-ның активтерінің инвестиция салымдарының осы мақсаты бірінші бағыт бойынша және екінші бағыт бойынша салымдардың динамикасы мен қарқынын анықтау болып табылады.

Салымдардың өтімділігі салымдардың қауіпсіздігінің мақсаттарын іске асырудың маңызды тетігі ретінде қарастырылады. Бұл ЖЗҚ-ы үшін портфель инвестиция салымдарының өзара байланыстырылған мақсаттары деп бекітуге болады. Салымдардың өтімділігі мұндай тәуекел инвестиция салуды өтімдіктің негізгі канондарына жауап беретін ЖЗҚ-ы активтердің портфельінің қамтамасыз етуінде болады. Осылай, мысалға, егер банктердің активтерінің өтімдіктерінің негізгі талаптарына 0,25 мәні қолданылатын болса, онда қызмет ерекшелігін есепке ала отырып ЖЗҚ-ы активтері үшін де бұл мәнді қолдануға болады.

Зейнетақы инвестициялау нарығында портфельді менеджментті ұйымдастырудың маңызды жолдарының бірі болып *портфель тәуекелі деңгейінің ықшамдауын* ұсынуға болады. Бұл жолды қолдану қажеттілігі осы нарықты жүйелік тәуекелдің биік деңгейімен ескертіледі, нақты портфельдің тәуекелінің деңгейін төмендетуге бағытталған әдістердің қолдануы салдарынан орындалады. Тәуекелдің ықшамдауын екі формада бейнелеуге

болады. Біріншіден, сәтсіз позицияларды жою, бұл бір жағынан, портфельдің (инвестициялық барлық сипаттамаларында кездесетін процесс) дәстүрлі қайта құрылымдаулары жанында өндіріп алатын оның тиімділігінің бағасынан кейін, басқа жағынан - нақтылы инвестициялық цикл аяқталған соң алған табыстың қайта инвестициялауы. Екінші бағыт - жедел ықшамдау. Тәуекел деңгейінің жедел ықшамдауы (жоғарыда сипатталған табыстар деңгейінің жеткіліктілігінің қағидасымен ескертеді) бағалы қағаздар бойынша қауіптілігі жоғары қорлық құралдардан пайдалылықтың тиімді шамаларының табысынан кейін ақшалай формаға активтердің бір бөлігінің аудармасы жолымен өндіріліп отыруы керек. Мұндай операциялар инвестициялық саясаттың құрастыруын кезеңдерінде қалыптасатын, оның тәуекел деңгейін анықтайтын портфельдердің пропорцияларын қолдауға бағыттауы керек. Активтердің бір бөлігінің ақшалай формаға аударымы (жай ақша қаражаты түрінде немесе МЭБҚ немесе сенімді банктердің түрлерінің тәуекел активтерінде олардың салынуы) белгілі бір резервтік қор портфелінің шеңберінде салынуын меңзейді.

Портфельдің бұл бөлімінің құралдары портфельдің тәуекелінің жалпы деңгейін төмендетуге, сонымен бірге кейбір жағдайларда керекті қосымша инвестициялар үшін резерв қызметін атқарады (мысалы, операцияның табыстылығын жоғарлатуға ыңғайлы жағымды факторлардың пайда болуы), ал мұндай резервтердің пайда болуының өзін портфельдік менеджментті ұйымдастыруда қосымша жол деп қарастыруға болады. Бұдан басқа, тәуекелдің жедел ықшамдауы оқшау тәуекелді сақтандыруға бағытталған бірнеше инвестициялық технологияларды (сақтандыру, ортақ шамалау, жабу) қолдануды қарастырады.

Осы белгіленген жолдардың негізінде зейнетақы инвестициялық портфелінің қайта құрылымдауы арқылы инвестициялауының нарығында портфельді менеджментті ұйымдастырудың тиімді схемасы келесі кезеңдерден тұрады: инвестициялық саясаттың қалыптасуы, портфельдің құрылуына ықпал ететін талдау және болжау, портфельдің активтерін басқару (бағалы қағаздардың сату, сатып алуы бойынша операциялар және сонымен бірге жүретін техникалық әдістер).

Портфельді басқару портфельдік менеджментті ұйымдастыру процесінің қорытынды кезеңі келесілермен анықталады:

- портфельдің құрастырылуы;
- басқаруды техникалық әдіспен ықшамдауы;
- нарықтағы ахуалдың барлауы (мониторинг);
- портфельдің қайта құрылымдануынан тәуекелдің жедел ықшамдауы;
- портфельді басқарудың тиімділіктерінің бағасы;

- портфельдің ықшамдауы [43, б.124; 49, б.24].

Портфельдік менеджментті ұйымдастыру процесінің негізгі кезеңі болып талдау және болжау табылады, өйткені терең және жиынтық талдауға сүйенген болжаудың дәлдігіне қарай портфельдің табыстылық деңгейі мен инвестициялық операциялардың тәуекелділік деңгейі тәуелді болады. Портфельдік инвестициялау нарығын талдау және ЖЗҚ-ның бұл нарықтағы үлесін анықтау, инвестициялау шарттарын салыстыру және бұл қорытындылар негізінде зейнетақылық инвестицияның ерекшеліктерін анықтау – портфельдік менеджменттің осы кезеңінің маңызды құраушысы болып табылады.

Қазіргі кезде қазақстандық портфельдік инвестициялау нарығы келесі институттармен бейнеленеді:

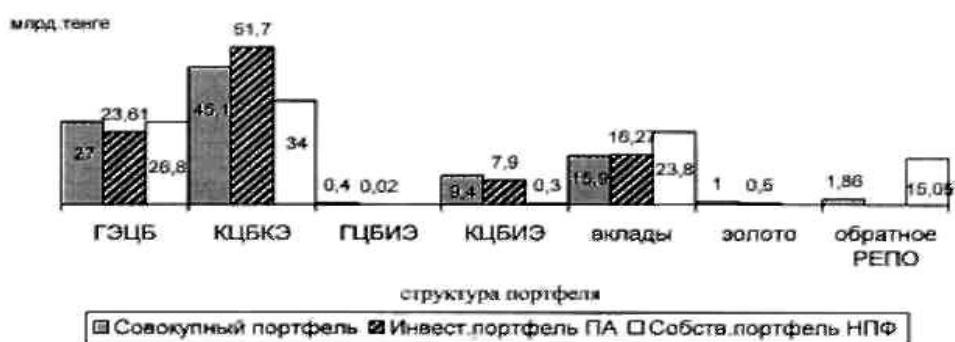
- сауда банктері - банктің активтерінің инвестиция салудың бір бөлігінде қорлық аспаптар;
- зейнетақы қорларымен - инвестиция салудың бір бөліктерінде меншікті және зейнетақы активтері;
- сақтандыру компаниялары - активтердің инвестиция салуы көлемінде сақтандыру серіктестіктерінің бағалы қағаздарында;
- қаржы салу қорлары – тартылған құралдардың көлемдерінде және орналасатырылған қаржы құралдарында;
- дамытулар нарықтың кәсіби қатысушылары және институттармен - қаржы құралдары орналасатын құралдардың өлшемі.

Кесте 1 -2007 жыл 1- қаңтар Қазақстандық инвестиция нарығы, млрд тенге

Жиынтық инвестициялық портфель	ЕДБ	Жалпы ЖЗҚ	Сақтандыру серіктестері	Инвестициялық қорлар	Нарықтың басқа да қатысушылары	Жалпы нарық бойынша қорытынды
ҚР МЭБҚ	331,8	219,8	16,1	0,035	57,7	625,4
ҚР Корпоративтік БҚ	169,2	364,7	39,8	9,3	47,2	630,2
МЭБҚ шетелдік	155,2	3,0	1,2	0,074	20,7	180,2
Шетел Корпоративтік БҚ	130,9	75,7	4,7	2,7	9,3	223,3
Аффинирленген алтын	11,2	8,4	-	-	-	19,6
Салымдар	267,0	129	20,2	1,0	1,4	418,6
Кері РЕПО	152,9	-	10,2	3,3	10,5	176,9
Қорытынды	1218,2	800,6	92,2	18,8	146,8	2276,6

Көрсетілген мәліметтер инвестиция салудың Қазақстан нарығындағы қаржы институттарының әрқайсысына түсінік береді. Осылай, зейнетақы активі және меншікті құралдар арқасында құрастырылған жиынтық инвестициялық портфельінің көлемі бойынша ЖЗҚ-ы нарықта екінші орында орналасады. Ортақ енші 35% құрайды, оның ішінде 97% ЖЗҚ-ы зейнетақы активтерінің портфельі және тек қана 3% -меншікті портфельді құрайды. Сонымен бірге, инвестиция салуды әрбір түрі бойынша талдау олар қазақстандық бірлескен қағаздар нарығында 42%, МЭБҚ нарығында 35% шетелдік инвестициялар нарығында - 19,5% орналасатынын көрсетті. Әйтсе де, банктерге арналған салымдардың осы түрі (банктің операциялық қызметінің қамтамасыз етуіне) қалай алатындығынан, салымдардың банктердегі үлестері туралы ЖЗҚ-ы осы тектің инвестицияларының 30, 8% еншісі және жетекшісі бола алатынын мойындау керек.

Ортақ портфельдің салыстырууы, қорлардың жиынтық зейнетақы және меншікті портфельдері арқылы ЖЗҚ-ның инвестициялық портфельдері құрылымының талдауы ЖЗҚ-ы инвестициялық саясаттағы айырмашылықтары туралы нарықтағы мәлімет береді.



Сурет 2 – ЖЗҚ-ның инвестициялық портфельінің құрылымы (1январь 2007ж)

Сурет 2-де көрсетілген диаграмманың талдауы ЖЗҚ-ы портфельінің мазмұны бойынша ГЭЦБ және КЦБКЭ салым құралдарының жолдарының бірлігімен ерекшеленетінін куәландырады. Зейнетақы активтерінің инвестициялық портфельін құрастыруында қор өз құралдарын шетелдік эмитенттердің бағалы қағазындағы орналастыруға жол береді, ал меншікті активтерді мұндай (шетелдік эмитенттердің қағазындағы салым жинағы 0,3%) орналастырудан шек қояды. Қор үлкен көлемде банктердің үлестерінде меншікті активтерді орналастырады және (39%) кері РЕПО операциялары

өткізуге жол береді, осы уақытта орналастырылған сондай зейнетақы активтері тек қана 16% құрайды.

Бұл зейнетақы активтерінің табыстылығына қойылған тым қатты талаптары және салымшылар қаржысынан РЕПО операцияларының өткізуімен байланысты. Инвестициялық зейнетақы активтерін басқару бойынша талаптардың либерализациясы меншікті құралдардың орналастыруына қорлардың инвестициялық саясаты да өзгертінін бұл жерде маңызды атап өту. Осылай, сонымен бірге қордың меншікті портфелінің құрылымы 2004 жылы енгізілген өзгерістеріне дейін ГЭЦБ көбірек байланысты болды және аласа пайдалылықты көрсететін болды.

Активтердің инвестициялық портфеліне салымдары нарықтың қатысушылары үшін олардың қызметінің тегіне байланысты анықталатын талаптармен сәйкес іске асады. Осылай, қаржы құралдарында инвестиция салымдарының лимиттері екінші деңгейдегі банк үшін бір эмитенттің активтік салымдарына арналған пруденциалдық нормативтарға байланысты анықталған. ЖЗҚ-ы, ИЗҚ-ы үшін инвестиция салудың арнайы нормативтері бар болады. Инвестиция салудың нормативтарының салыстырмалы талдауы кесте 2-де көрсетілген.

Кесте 2 – Активтер мен қаржы құралдарын инвестициялау нормативы, %

Қаржылық құралдар	Инвестициялау лимиттері		
	ЖЗҚ	ИЗҚ	СК
ҚР мемлекеттік бағалы қағаздары, соның ішінде:	15 кем емес	Шектеу жоқ	Шектеу жоқ
ҚҰБ және екінші деңгейлі банктің салымдары	20 артық емес	15 артық емес	15 артық емес
Халықаралық қаржы ұйымдарының бағалы қағаздары	40 артық емес	40 артық емес	30 артық емес
Шетел эмитенттерінің мемлекеттік бағалы қағазы	40 артық емес	40 артық емес	30 артық емес с п.3.и п.7
ҚР эмитенттерінің мемлекеттік емес бағалы қағаздары	50 артық емес (соның ішінде ипотекалық қағаз - 20)	15- 30 дейін	5 - 20 дейін эмитентке байланысты
- акциялар		15 артық емес	10 артық емес
- облигациялар	Инфрақұрылымдық облигациялар 15 артық емес	15 артық емес	10 артық емес
- салымдар пай		15 артық емес	Рұқсат етілмеген
Аффинирленген бағалы металдар	Шектеу жоқ	-	Шектеу жоқ
Шетел эмитенттерінің мемлекеттік емес бағалы қағаздары,соның ішінде:	Эмитент сенімділігіне байланысты10 30жы	Эмитент сенімділігіне байланысты10 – 30 дейін	30 артық емес с п.3. и п.4
Басқалары		30 артық емес	10 артық емес

Кестеде көрсетілген мәліметтерге сәйкес, қатал талаптар мен инвестициялау нормативтерін - бағалы қағаздар портфельдерінің құрастыру процесіндегі сақтандыру компаниясы және ЖЗҚ-ы негізге алады. Осы шектеулерді мемлекет жинақтаушы зейнетақы жүйесінің сақтылығы мен сенімділігін қамтамасыз ету мақсатында енгізген.

Зейнетақы активтерін инвестициялау портфелі нарықтағы жалғыз лицензияланатын қызмет түрі болып табылады.

Сонымен бірге бұл қызметтің осы түрінің сипаты және сапасына мемлекет ерекше атап өткен. Тағы бір маңызды ерекшелігі болып бұл лицензияны әдейі жасалған мекемелер де, зейнетақы қорларының өздері де ала алатындығы болып табылады.

2007 жылдың 1 қаңтарындағы күйі бойынша зейнетақы активтерін инвестициялық басқаруды 12 ұйым жүзеге асырады, соның ішінде зейнетақы активтерін дебес басқаруға лицензия алған 5 жинақтаушы зейнетақы қорылар: АҚ «МЖЗҚ», АҚ «Қазақстан Халық банкі ЖЗҚ», АҚ «БТА Қазақстан ЖЗҚ», АҚ «Капитал ЖЗҚ» және АҚ «Қазақмыс ЖЗҚ».

Зейнетақы активтерін инвестицияландыру нарығы ҰЖТ-ың соңғы жыл ішінде өсудің оң динамикасын көрсетеді. Сонымен бірге, осылай, 2002 жылдан 2007 жылдарға дейінгі мерзімде елдің ҰЖТ-ына ЗА-нің үлесі 7- 11%-ға дейін өсті, осы көрсеткіштің өсу қарқыны 2003-2004 жылдар мерзімінде төмендеді, содан соң 2006 жылда 2002 жылдың деңгейіне дейін бұрынғы қалпына келді. Бұл ЗА-нің өсу қарқыны ҰЖТ-ың өсу қарқынынан артта қалушылығымен байланысты.

Бүгінгі күнге дейін ЖЗҚ-ның да ООИУПА-ның да меншікті және зейнетақы активтерін орналастру талаптары инвестициялық саясатқа карағанда, реттеуші талаптарға сай және нарықтағы ұсынысқа байланысты орындалып келді. Мұндай саясатты қорлар және олардың басқармалары тек соңғы жылдарда ғана жүргізіп бастағанын атап өткен жөн. 2005 жылға дейін болған ЖЗҚ-ның инвестициялық портфелінің құрылымына қойылған қатал талаптар көптеген қорлардың шығынды қызмет етуіне әкелген төмен инвестициялық табысты тудырды.

Тәуекелдерді басқару жүйелері шеңберінде қордың операциялық қызметін қамтамасыз ету нысаны, ақпараттық жүйе мен басқару мәліметінің жүйесінің болуы активтік портфеліді басқару тиімділігінің негізгі анықтауыштары болып табылады.

Ақпараттық жүйелер және басқару мәліметінің жүйелерінің өзіне жалпы инвестициялық кәсіпті бағалаудың негізгі анықтауыштары кіреді. Ұқсас ақпараттық жүйелердің болуы зейнетақы қорларының активтерінің портфелін басқаруды ықшамдау тетігін іске қосуы туралы ойлауға мүмкіндік

береді. Себебі активтерді басқару ісі басқалары сияқты процестерді ықшамдауды талап етеді. Нарықтың тұрақты барлауы және инвестициялық шешімдер қабылдау шарттарында бизнес - процестердің дұрыс салынған тізімі бәсекелестік күресте басты артықшылық болып табылады. Сонымен қатар, ақпараттық жүйелер институциональды инвесторлардың да, эмитент серіктестіктердің де бірлескен басқару қиыншылықтарын қарастыратынын атап өту керек.

Активтердің портфельдік басқарылуының ұйымдастырылуы ООИУПА және ЖЗҚ-ның топ-менеджменті және серіктестіктердің қызметкерлері тарапынан ынталандыру мақсатында алдыңғы технологияларды қолдануға негізделуі керек.

Болып жатқан өзгерістер нарық өсуінің жаңа кезеңіне өтіп жатқанын көрсетеді. Бағалы қағаздар нарығының қалыптасуы мен зейнетақы қоры түріндегі зейнетақы жүйесінің құрылуы жолында қолданылған қызмет қағидалары ендігі кезекте қатысушылардың қызмет масштабына сәйкес келмейді. Бизнесінің тез өсу қарқынында портфельді басқару процесінің қиындауы тәуекелдерді арттырады. Бұл шарттарда кәсіпкерлікті басқарудың автоматтандырылған жүйесін қодану қажет. Бұл әсіресе өзекті болып келеді, өйткені шығындар мен шығыстардың қысқаруы тек бизнес жоспардың мөлдірлігі, шығындардың қатал бақылануы арқылы жүзеге асырылатын, нәтижесінде өзілік құн ықшамдалатын қаржы секторы бәсекелестіктің болуымен ерекшеленеді.

Ақпараттық мөлдірліктің қағидасы бағалы қағаздарың ЖЗҚ-мен сатып алынатын эмитент-серіктестерде қолданылады. Осы қағиданың өзектілігі сонымен қатар, МЖЗҚ портфелінің құрылымы оның құрамына кіретін бағалы қағаздардың рейтингіне сәйкес бағаланатынына байланысты. Бұл листинг талаптарынан эмитент пен бағалы қағаздың рейтингтік бағалауына өтуі ЖЗҚ-ның инвестициялық портфелін, құралдардың табыстылық тәуекелін ескере отырып, қайта форматтауға байланысты келеді. Қазақстандық қор биржасының (KASE) «А» тізіміне кірген ААҚ «Шахармұнайгаздың» қабілетсіздікке ұшырауынан (дефолт) кейін листинг эмитенттің де, бағалы қағаздың да жоғары несие сапасының кепілі бола алмайтыны түсінікті болды. ЖЗҚ-ы 1,2 миллиард тенге зейнетақы активтерін депозитке салған АҚ «Комирбанк» «А» листингінің серіктестігі деген биік атағын ақтай алмады. Бұл екі ұйым өзінің ЖЗҚ-ы алдындағы міндеттемелеріне жауап бере алмады, сондықтан бұл міндеттеме мемлекеттің мойнына жүктелді. Жеке алғанда, Ұлттық банк Комирбанк депозиттерінде орналастырылған зейнетақы жинақтарын пайызды сыйлықақы бермей төледі. Мұнай серіктестігінің облигациясына салынған ақша қаражаттары

7миллионнан астам доллар, оның басшылығына қарсы қылмыстық іс қозғалғаннан кейін ғана қайтарылды [54] .

Листингтен басқа эмитент пен құнды қағаздарды бағалау сенімділігінің көрсеткішін іздеу мәселесі кейбір тау-кен саласының тартымды серіктестері өзінің меншік формасын ЖШС-дан АҚ-ға өзгертіп, делистинг жүргізгенде асқынды. 2005-2007 жылдарға Жинақтаушы зейнетақы жүйесін дамыту бағдарламасы шеңберінде ҚБА зейнетақы активтерін инвестициялау объектісін таңдау көрсеткіші ретінде эмитенттің немесе құнды қағаздың өзінің белгіленген минимум шегінен кем болмайтын рейтингін қолдану мүмкіндігін қарастырады. 2007 жылдан бастап эмитентті бағалаудың рейтингтік жүйесіне кезеңді өту жоспарланды. ЖЗҚ-ның бастапқы дамуында листинг өте сенімді қағаздарға зейнетақы қорларын бағдарлау үшін қажет болды. Өйткені сол кезде халықаралық рейтингтерге қазақстандық серіктестіктердің ешқайсысы ие болмады, эмитенттің KASE-ның жоғары санатына кіруі ООИУПА үшін серіктестіктің бағалы қағазын сатып алуға негіз болды. Дегенмен, листингке бағалы қағаздардың қосылуы барлық тәуекелдерді нивелирлеуге мүмкіндік бермейтіні белгілі жай. Бұл тек нарық бағасы мен инвесторларға арналған эмитент туралы жүйелі мәліметтің бар болуы. Серіктестік басқарушылары шетелдік қағаздармен жұмыс жасағанда тек қана эмитенттің рейтингі мен БҚ-ға бағдар алады.

Қазақстандық инвестиция салу нарығының талдауы инвестициялық тартымдылықтың басты белгісі, яғни мөлдірлік тек қана екінші деңгейлі банктерге сай келетінін көрсетті. Сонымен бірге олардың көпшілігі шетелдік капитал нарықтарына шығады, сондықтан халықаралық деңгейдегі биік рейтингтерге ие. IPO серіктестіктерімен өткізу олардың халықаралық агенттіктердің рейтингтерінің алуына жағдай жасайды. Отандық АҚ-дың көпшілігінің күрделі және шығынды рейтингтеу процедурасын өткісі келмейтінін қызықтырудың жоқтығымен түсіндіруге болады: серіктестік қағаздары автоматты түрде зейнетақы активтерін инвестициялауға рұқсат етілген тізіміне қосылу үшін «А» листингіне ену жеткілікті, рейтингке қарқындырақ ену үшін капиталды бағалаудың ішкі рейтингтік құнын дамыту қажет.

Елімізде қызмет ететін Standard&Poog's ұлттық шкаласы қазақстандық эмитенттердің белсенділігін тудырмады. Бұл KASE листингіне белгілер бойынша өту ұлттық рейтингтік шкала бойынша баға алудан анағұрлым жеңілдеу болғанына байланысты.

ЖЗҚ үшін листингтен рейтингке өту біртіндеп іске асуы керек. Уақыт рейтинг алу үшін эмитенттерге ғана емес, салымшыларға арналған шығынсыз инвестициялық табыстарын өзінің инвестициялық портфельдерін

қайта құруға арналған өзінің зейнетақы қорларына да керек. Қаржы құралдарының жетіспеушілігі шартында қаржы активтерінің көп бөлігі рейтингі жоқ листингтелген серіктестердің қағаздарына салынған. Қазақстандық серіктестіктердің мемлекеттік емес қағаздарының еншісіне инвестициялардың көп бөлігі келеді - 40,95%.

Сонымен бірге эмитенттің рейтинг арқылы бағалауына өту ЖЗҚ-ның барлық қиындықтарының шешімін таппайтынын байқау керек. Рейтингтік бағалы қағаздарға салым салу табыстылықтың төмендеуіне әкелуі мүмкін, себебі халықаралық рейтингі бар аспаптар төмен тәуекелдермен сипатталады, демек қарызға алудың төмен бағалығы. Бұдан басқа, рейтинг листинг секілді эмитенттің немесе қағаздың толық кепілдігі мен сенімділігін көрсете алмайды.

Рейтинг арқылы бағалау - тәуекелден сақтандыру емес, өйткені рейтинг агенттіктері дефолт ықтималдығының бағаларының бірі, тәуекелдің пайда болу жағдайында ЖЗҚ міндеттемелер бойынша жауап бермейді.

Осылайша, зейнетақы және меншікті активтерді инвестициялық басқарудың қызметтерінің ашылу позициясынан ЖЗҚ-тың қаржы менеджментінің негізгі бағытын сипаттауға мүмкіндік береді.

Өзін-өзі тексеру сұрақтары:

1. Институциональдық инвесторретіндегі ЖЗҚ-ның мәні мен ролі.
2. ЖЗҚ-ның меншікті активтерін инвестициялау ерекшеліктері.
3. ЖЗҚ-ның зейнетақы және меншікті активтерінің портфельдік менеджментке тән қағидалары.
4. Комплекстік инвестициялық саясаттың негізгі бағыттары.

ТАҚЫРЫП 8

Зейнетақы нарығының дамытудағы зейнетақы қорының қаржы менеджментін әбден жетілдіру жолдары

Қаржы менеджментінің эволюциясы бұл соңғы бірнеше жыл болып жататын ғылымдар оның адресі бағдарлануын қажеттілікті анықтады. Егер жалпы қаржы менеджменті классикалық мәтінге негізгі қаржылық басқарудың анықталуына жақынырақ болса, ал қазір нарықтық экономикада күнделікті дамып одан нақты бағыттарды күтуде. Қаржы менеджментінің мәні ұлттық экономиканың дамуын қайта бағалау қиынырақ. Қоғам дами берген сайын, оның тіршілік ету шарттары зерек өзгеріп отырады. Мұндай көрініс қоғамның дамытуда жаһандану сияқты қоғам өмірінің бар жағын қоршап алды [57, б.24]. Жаһандану үдерісі қалыптасып бірлескен экономикалық әлемнің кеңістігіне әсер етеді. Бұл кеңістік қалыптасқан жаңа экономикалық ойлауда, ең алдымен менеджмент пен басқару сұрақтарында айқындалады. Қаржы менеджментіне жоғары талаптар қойылады, себебі ол басқа құрылған менеджмент тығыздығын басқару тәсілі бүгінгі қалыптасқан нарықтың жетістігін анықтайды. Жаңа қаржылық менеджмент анағұрлым нақты, кең көлемді және көп аспектілі болды. Оның нақтылығы жасалып жатқан ұсыныстармен және мемлекттік басқаруда қалыптасқан талаптарының сапасымен анықталды. Оның кең көлемдігі ұзақ, орта, ағымдағы стратегиялық жоспарлар әр уақыттағы интервалдың даму параметрлердің қалыптасу нәтижесінде анықталып жинақталды. Көп аспектілі қаржылық менеджменті оқып жатқан сұрақтар мен өндіріліп жатқан ұсыныстар арқылы көрініс тапты. Қазіргі кезеңдегі қаржы менеджментінде барлық жаңа өндіріліске қаржылық талдау саласында,

бухгалтерлік есептер мен қаржылық математикада, ақпараттық технологияларда синтезделеді [58, б.97].

Зерттеулерде зейнетақы нарығы көптеген елдердің ұлттық экономикасында маңызды орын алатынын көрсетеді, себебі ол әлеуметтік қамтамасыз ету жүйесін анықтайды. Оның ролінің мазмұны жинақтаушы зейнетақыны қамтамасыз ету жүйесі арқылы қалыптасқан қаржы секторының ірі ресурстарымен жүргізіледі. Қаржылық менеджменттің зейнетақы қоры бірден бір нақтылаушы бағыттармен шықты және өзінің дамуын барлық елдерде көрсетті. Талдаулар нәтижесінде зейнетақы қорының қаржы менеджменті елемізде келесі бағыттардың құрылуымен байланысты.

Кесте 1 - Ұсынылған бағыттардың ЖЗҚ қаржы менеджменті

Қаржылық менеджментті басқару	Қажеттілік	Нәтиже
Корпоративтік капиталды басқару	ЖЗҚ-ның пассивтерінің құрылымының негізінен меншік салымдары көздерінен құрылатынына байланысты, енгізген «корпоративтік капитал» ұғымы ЖЗҚ-ның капиталының осы қалпын қаржылық менеджментінің тиісті моделін анықтауын қажет етеді.	ЖЗҚ-ның корпоративтік капиталының қаржылық менеджментке бағытталуы оның тиімділігін арттыруға, демек қордың жеке портфелінің табыстылығы мен барлық ЖЗҚның сенімділігін арттырады.
ЖЗҚ-ның меншікті капиталын басқару	ЖЗҚ-дағы дифференциалдық меншікті активтердің әлсіз жақтары олардың қаржылық менеджментіне ерекше көңіл бөлуді қажет етеді.	Қордың меншікті активтердің қаржылық менеджментінің деңгейін көтеру олардың қайтарылымын көтеруге мүмкіндік туғызады, бұл ЖЗҚ қарамағындағы зейнетақы активтерінің пайдалылығының кемуіне байланысты туындайтын шығындарды жабуға қажет.
ЖЗҚ-ның зейнетақы активтерін басқару	Зейнетақы активтеріне қызмет көрсету қазақстандық ЖЗҚ қызметтерінің басты және негізі болып келеді және ол ЖЗҚ қаржы менеджментінің басты мақсаттарының бірі болып саналады.	Зейнетақы активтерін тиімді басқару ЖЗҚ-ы қызметінің сенімділігін нығайтады, бұдан зейнетақы қызметінің сапалылығының артуы, әсіресе ЖЗҚ жүйесі алық жерде қызмет ету кезеңінде байқалады.

Осыған орай, кестеде көрсетілген қаржы менеджментінің бағыттары жүргізілген зерттеулердің нәтижелерінің кілті болып келеді. Енгізілген категориялық аппаратындағы қаржы менеджментінің термині “корпоративтік капитал” құрылған қаржы менеджменті жинақтаушы зейнетақы қорының маңызды қажеттіліктерін білдіреді. Соған байланысты, егер қаржы менеджері өзінің объектісін басқаруын анық ойласа, нәтижелі алынған шешімдері бірнеше есе өседі.

Корпоративтік капиталдың мазмұны қаржы менеджменті компаниясын, ЖЗҚ-ғы аналогтік қызметтерін қарастырады. Берілген термин инвестициялық менеджмент қорында, сақтандыру ұйымында, және де коммерциялық емес ұйымдардың құқығы жоқ немесе қолданылмайтын сыртқы қарыздары қаржы қызметінің көзі ретінде қолданылған.

Корпоративтік капиталды басқаруды Қазақстандық ЖЗҚ-ның негізгі бағыттарының сапасын анықтайды;

- 1) Пассивті құрылымды басқару;
- 2) Дивиденттік саясатты басқару;
- 3) ЖЗҚ - ның меншікті капиталының нәтижелілігінің жоғарлауы;
- 4) Корпоративтік капиталдың құнын басқару;
- 5) ЖЗҚ-ы үшін енгізілген корпоративтік принциптерді бақылау;

Пассивті құрылымды басқару, дивиденттік саясатты басқару, ЖЗҚ - ның меншікті капиталының нәтижелілігінің жоғарлауын қалыптасу саласы мен компанияларды қаржыландыру қызметіндегі қаржы менеджментінің классикалық бағытына жатқызуға болады. Берілген бағыттардың ЖЗҚ-ғы қаржы менеджментінің адресін құруда мыналар ұсынылады;

- ЖЗҚ-ғы (корпоративтік капиталдағы) пассивтік құрылымды талдауда көрсетілген, себебі негізгі салмақ меншікті капиталында орын алады, сондықтан басты көңіл қаржы менеджеріндегі меншікті капиталына бөлінген. Оқытып берілген талдау ЖЗҚ-ғы бөлінбеген табыс динамикасы толығымен меншікті капитал тиімділік динамикасымен сәйкес келеді, егер компания қызметінің көзі меншікті капитал болатын болса (қарызға алғандарға қатысты емес);

- дивидентті төлеудің классикалық әдісін талдауында көрсетілген, Қазақстандық ЖЗҚ-ның 2 негізгі тәсілде қолданылуы жағымды жағдайда (жоғарғы табыс ПА және жоғарғы табыс қоры) күнделікті проценттік төлеулер әдісі қолданылуы мүмкін. Орташа (әлсіз) нәтижелі қор қызметімен ПА-да акциямен төленетін дивиденттер әдісі қолданылуы мүмкін. Сонымен бірге дивиденттік саясатты ЖЗҚ-ы қаржы менеджментінде келесі принциптермен басшылық етуі қажет:

1) зейнетақы қорының табысы негізгі өзінің бөлігінен зейнетақы активтерінің инвестициялық табысына және зейнетақы жинақтарындағы комиссиялық сыйақыға қатысты. Олар өз кезегінде зейнетақы активтерінің нәтижелі басқаруына қатысты болып келеді. Олардың нәтижесі пруденциалдық нормативтерді инвестициялаумен нарықтағы қаржы құралдарының ұсыныстарына байланысты. Сол уақытта қаржы менеджменті үшін басты тапсырма минималды салық салу, себебі салық салу табысы жоғары болған сайын корпоративтік салықта жоғары болады;

2) дивиденд түрінде төленетін табыс екіншісі болып табылады. Кейбір жағдайда меншікті қоржынның негізгі көзі инвестициялық қор болып табылады;

- ЖЗҚ-ғы меншікті капиталдың нәтижелілігін зейнетақы нарықтағы жалпы нарықтық нәтижелілікпен салыстыруды қажет етеді, ол ЖЗҚ-ы қаржы менеджерінің тек нәтижесі жағынан қарастырмайды, сонымен қатар нарықтағы болашақ жағынанда қарастыруға мүмкіндік береді.

Корпоративтік капиталдың басқару құны мен ЖЗҚ үшін енгізілген корпоративтік басқару принциптерін - қорғауға қойылған позициялар санына жатқызылады, себебі қаржы менеджментіне ұсыныстар енгізілді.

Отандық қаржы менеджменті практикасының капитал баға құны көбінесе бизнес жоспар процесіндегі сыртқы қарыз алумен анықталу қажет. ЖЗҚ-ның функцияларының ерекшеліктеріне байланысты мүмкін емес қарыздарды және олардың баға құнын анықтап орналастыру үшін өте маңызды:

- оның нарықтағы рөлі;
- салымшылардың қорынан алынатын тура көлемді комиссиялық сыйақысы;
- топ менеджерге төлеулер жатады;
- инвесторлар зейнетақы қорына азаматтарды зейнетақымен қамтамасыз ететін процесске қатысатын компаниялар секілді капитал құнын белгілейді;

Оқып үйренген теориялардың ішінен келесілерді белгіледік:

- Ю.Бригхэм мен М. Эрхард теориясы бойынша, оған салынған қаражаттарды инвестордың алуын болжайтын табыс сомасын компания құны негізгі макродеңгейдегі капитал бюджеттелуі мен есептелуіндегі негізгі факторларға сәйкес бағаланады. Көзқарасымыз бойынша қызығушылық тек макродеңгейде ғана емес, сонымен микродеңгейдеде көрсетіледі:

- Д.Уэллстің оқытылуында, бағаланбаған акциялар қаражаттарының тартылмауын білдіреді, сондықтан қосымша эмиссияны қажет етеді;

- Миллер және Рок теориясында акция немесе облигация эмиссиясы жағымсыз болғанда, барлық төлемдерінің түрлері белсенді қарастырылады. Берілген модельге қызығушылық болып, қазақстандық шарттарда қолдануы мүмкін;

- Е.Стоянованың теориясы бойынша, капитал құны жаңа инвестициялаудың перспективасын бағалау мақсатында анықталады. Капитал құнының жоғары болуы және құралдарының шектеулілігі жағдайында оны қолдану мүмкіндігін кеңейту үшін қолданылады.

Осылайша, корпоративтік капитал құнын есептеу моделі мыналарға негізделеді:

- Ю.Бригхэм мен М.Эрхард теориясы капитал құнын бағалау ЖЗҚ-ның меншікті капиталының тиімділік көрсеткішін есептеу негізінде жүргізіледі;

- Миллер және Рок теориясы құнды бағалау қормен жүргізілетін дивиденд төлеулерінің салыстыру мен оның капитал құнына әсері арқылы жүргізіледі.

Бұл теорияларды қолдану ЖЗҚ-ы корпоративтік капиталын есептеу кезінде қордың меншікті активтерін талдау негізінде алынған.

Сонымен қатар, зерттеу барысында капитал құнын бағалау теориясының маңызды ерекшелігінде ғалымдар капитал құны мен капитал құрылымы ұғымдарын бірлестіріп анықтады. Капитал құны оның құрылымы емес, оның табыстылығы деп бағаланады.

Қазақстандық зейнетақы қорының қаржы менеджерінің нәтижелілігін арттырудың маңызды факторы корпоративтік басқарудың принциптерін қолдану болып табылады. Кестеде 2-де көрсетілген корпоративтік басқарудың типтерін талдау нәтижелері, олардың айырмашылығы қаржыландыруды ұйымдастыру мен ақша ресурстарын тарту жағдайларына қатысты екенін көрсетті.

Корпоративтік басқарудың принциптерінің ерекшелігі – нақты кәсіпке қолданылатын корпоративтік басқару мен оның құрылымын көрсету болып табылады. Корпоративтік капитал актив құрылымын және қазақстандық зейнетақы қорының қызмет ету ерекшелігін ескере отырып, ЖЗҚ-ның басқарылуы қорының корпоративтік басқару принциптеріне сай құрылуы керек.

Шетел мемлекетінің зейнетақы жүйесі мен оның қаржы менеджментінің ерекшелігін талдау ЖЗҚ-ы қаржы менеджерлерін қалыптастыру үшін маңызды қорытындылар берді. Осылайша, отандық ЖЗҚ-ның қаржы менеджерлерін жетілдіру мақсатында шетел мемлекетінің зейнетақы жүйесінің келесі жағымды жақтарын қолдануға болады:

- Жапонияда бір уақытта 3 жақ (мемлекет, сақтандырушы (болашақ зейнеткер) және жұмыс беруші) қатысатын жинақтаушы зейнетақы сақтандыру тетігі қызмет етеді. Бұл қазақстандық ерікті және ерікті кәсіптік зейнетақы қамсыздандыруға ұқсайды, айырмашылығы тек оларда міндетті әлеуметтік сақтандыру бар зейнетақымен қамтамасыз етудің бұл формасының дамуы, ең алдымен, зейнетақы активтерінің қорының басқару жолдарын өзгертуге мүмкіндік береді;

- Жапонияда зейнетақы пособиясы қолданылады. Ол сақтандыру қорынан зейнеткерлікке шыққан әр жұмысшыға беріледі. Сақтандыру қорының қалыптасуы кәсіпорын қаражаттарынан іске асады. Бұл сақтандыру қоры инвестициялық табыс пен зейнетақы активтерінен төленетін комиссиялық сыйақы саласының төмендеу нәтижесінде құрылуы мүмкін. Осылайша, ЖЗҚ-ы өз табысына салықты жеңілдетіп, өзіне көп салымшы тарта алады;

- Чили моделінде азаматтардың зейнетақы жинақтарының әр түрлі формасы төленеді. Бұл модельге негізгі қызығушылықты зейнетақы шотынан алынған тұрақты сомасын реттеуге болатын қосарлы жүйе тудырады;

- Неміс моделі азаматтарды тұрақты еңбекқорлыққа ынталандыратын әлеуметтік көмектесу жүйесіне қатысты шаралар жиыннын тұрады.

Талдау Қазақстандық ЖЗҚ-ын даму тұрақтылығына қарай келесі топтарға бөлдік:

- Қарқынды дамитын - оларға зейнетақы активтерінің тұрақты өсімі мен зейнетақы қызметтерінің нарығындағы үлесі тән. (АҚ «ЖЗҚ Халық Банк» және АҚ «ЖЗҚ БТА Қазақстан»);

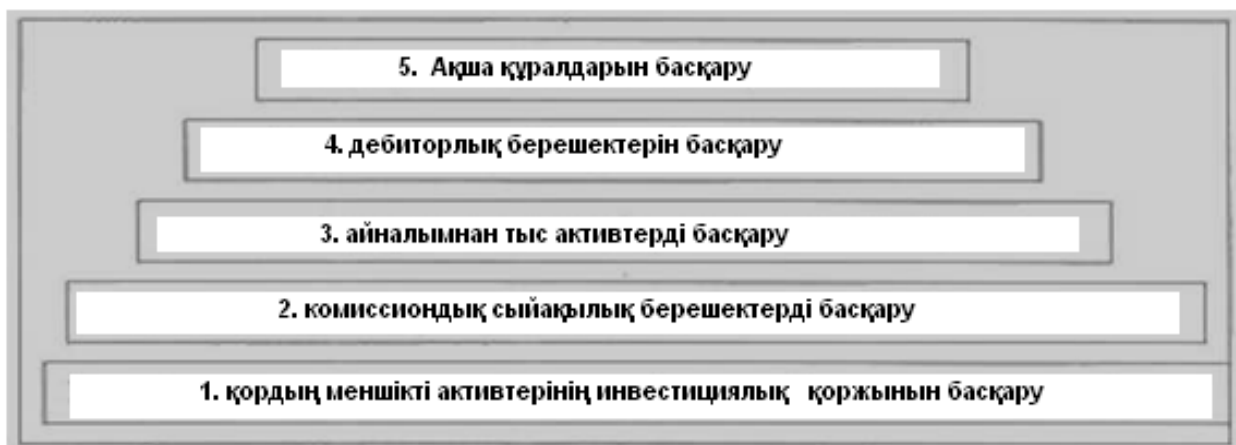
- Өсу қарқыны біртіндеп төмендейтін - бұл топтың қорлары әр түрлі субъективті және объективті себептерге байланысты нарыққа қатысуын біртіндеп азайтады. («МЖЗҚ», ЖЗҚ «Ұлар Үміт», ЖЗҚ «Грантум», ЖЗҚ «Сенім», ЖЗҚ «ҚазақМыс»);

- Дамушы қорлар - бұл қорлар нарықта 1-4% көлемінде үлесін алады. Дегенмен олар нарыққа қатысуын кеңейтеді. (ЖЗҚ «Атамекен», ЖЗҚ «Капитал», ЖЗҚ «Отан»).

Жүргізілген қаржы нарығы позициясының классификациясы зейнетақы нарығын талдау нәтижесінде алынған басқа да қорытындылармен дәлелденеді.

2005жылғы зейнетақы нарығы зейнетақы активтерінің салымдарын ұлттық валютадағы активтерге бағыттау арқылы жалпы ахуалды тұрақтандырады. 2006 жылы зейнетақы активтерін инвестициялау ережелеріне енгізілген өзгерістерге байланысты зейнетақы қорлары

нарықтағы өз позициясын нығайтты және инвестициялық табыстың өсуін арттырды. Дегенмен, бұл ахуал барлық қорларға қатысты болмады. Осылайша, қазақстандық зейнетақы қорының көрсеткішінің өсу қарқыны 2004-2005 жылдан бастап алға шықты. Алайда, зейнетақы нарығындағы жалпы ахуал нарықтың қайта құрылуы мен нәтижелілігінің өсуіне ықпал ететін қаржы менеджменттің сапасы мен деңгейін арттыру қажеттілігін көрсетіп отыр. Екінші позиция үшін ЖЗҚ меншікті активтердің қаржы менеджменттің келесі бағыттары қолданылады (сурет -1).



Сурет 1 - ЖЗҚ меншікті активтерінің қаржы менеджментінің пирамидасы

Бұл пирамида активтің жалпы құрылымындығы жеке активтердің приоритеттік принципке байланысты құрылды. Бұл топтың әрбір нақты бағыты бойынша келесі ұсыныстар жасадық:

1-ші бағыт үшін - әрбір жақтың келіспеушілігінің болдырмау мақсатында меншікті актив пен зейнетақы активтері үшін қордың инвестициялық декларациясының қажеттілігі; РЕПО операциялары қордың инвестициялық декларациясымен тәуекелдерді басқару жүйесін есепке ала отырып, жүргізілуі керек;

2-ші бағыт бойынша ЖЗҚ-ның кастодиандық банкпен өзара есептеуін ішкі бухгалтерия жұмысын ерекше бақылау ұсынылған. Айналымнан тыс активтерді басқаруда активтердің имобильдік коэффициентінің (айналымнан тыс активтердің қор активтеріне қатынасы), меншікті капитал имобильділігінің коэффициенті (меншікті капитал есебінен негізгі құралды инвестициялау), тозу коэффициенті (айналымдағы тыс активтердің бастапқы құнымен тозу құнының қатынасы) және жинақтардың қор сыйымдылық коэффициенті қарқынымен тұрақтылығын ерекше бақылауды талап етеді.

Көрсетілген мәліметтерде зейнетақы нарығының субъектілері үшін меншікті капиталдың да, активтердің де имобильділік коэффициенті

жоғары болмауы керек. Дегенмен қорытындылай келгенде айналымдағы тыс активтермен мен қорлар және инвестициялардың мөлшері зейнетақы жинақтарына тәуелділігін айқын көрсетеді. Егер «Халық банкінің ЖЗҚ» АҚ көрсеткіштері активтердің имобильділігі мен меншікті құралдардың барлық салалары бойынша орташа көрсеткіштердің қаншалықты жақындығын, сонымен қатар ол өте төмен коэффициент қорының негізгі жинақтаушы зейнетақы қорын көрсетеді. ЖЗҚ-ы «Капитал» нарықта өзінің жастығына қарамастан зейнетақы қорының тұрақты өсуі мен активтердің имобильділігінің орташа деңгейін көрсетеді. Сонымен қатар «Халық банкі ЖЗҚ» АҚ-ына қарағанда оның активтерінің қызмет етуі 2004 жылы – 4 есе, 2005 жылы - 2.5 есе, 2006 жылы - 1.7 есе көп. Көрсетілген талдау бойынша қаржы менеджері оның негізгі нормативтеріне қарай отырып К3 және К4 тұрақты көрсеткіштер түрін немесе есептеу нормативтерін анықтауға мүмкіндік береді.

Зейнетақы қорларындағы қаржы менеджментінің жетілуіне байланысты зейін қойып жасалған ақпараттық пулдың сапасына қаржылық талдау жүргізіледі, болжаулар мен қаржылық шешімдер қабылданады. Мұнда маңызды қорытынды қабылданды: бақылаулар мен статистикалық органдардың мәліметтерінде ЖЗҚ-ы қызметтерін кең көлемде көрсетеді. Дегенмен, кейбір көрсеткіштер ЖЗҚ-ы туралы толық ұсыныстар алуға мүмкіндік бермейді. Мысалы, зейнетақы активтері зейнетақы жинақтарымен маңызы жағынан дәл келеді, сондықтан бір салымшының зейнетақы жинақтау көрсеткішін мақсатты білу керек. Ақпараттық технология дамыған ғасырда ЖЗҚ-ның көпшілік бөлігінде жақсы жұмыс істейтін Интернет сайттар жоқ, ал кейбір жасайтын сайттарда ақпарат шектеулі және таңдаулы болып келеді [60,б.12].

Қаржы менеджменті процесінде жетік дамыған және Қазақстанның зейнетақы нарығында жүзеге асатын маркетингтік стратегия қорына байланысты шығындарға ерекше көңіл бөлу қажет. Бұл тиісті көрсеткіштердің талдауын өткізу арқылы өрнектеледі. Мұндай көрсеткіштерге мыналарды жатқызамыз:

- берілетін маркетингтік шығындардың коэффициенті (Зейнетақы активтерінен алынған маркетингтік шығындардың комиссиялық сыйақысының мөлшерлемесіне сәйкестігі);
- маркетингтік шығындардың коэффициенті (жалпы қор шығындарының көлеміне маркетинг шығындарының сәйкестігі);
- Сәйкестік коэффициенті (таратылмалған қордың табысының өсу қарқыны маркетингтік шығындардың өсу қарқынының қатынасына сәйкестігі).

Осы көрсеткіштерді есептеуге мүмкіндік беретін ақпарат болмағандықтан, олардың есептеуі бойынша ұсыныстар жүргізіледі. Алайда, олардың есептеуінен алынған нәтижеде, ол нарықта қаржы менеджментінің тиімділігінің жоғарылатуының позициясынан ғана емес, сонымен бірге маркетингтік басымдылықтар позициясынан да пайдалы болады. Қаржы менеджменті қорының негізгі функциясының бірі болып қаржы менеджментінің корпоративтік қоры анықталды. Бұл оның құрылымы және қордың активтерінің құрылымы талдаудың нәтижесінде алынған қорытындылармен расталған. Бұл екі көрсеткіштердің тығыз байланыстылығын анықтау арқылы қаржы менеджменті процесінде құнын анықтайтын корпоративтік капиталдың маңызды этапқа шыққанын көреміз. Басқа жағдайда, мұндай менеджмент қордың меншікті активтерінің инвестициялық портфелі кәдімгі қаржы талдауына және басқаруға апарарды. Компаниядан берілетін инвестициондық құн тәртіп бойынша инвесторға барлық оның жоспарымен, жоғары бағалауымен, салық ерекшеліктерімен, синергетикасымен және шектеуліктердің құнына сәйкес қарастырылады. Бірлескен капиталды инвестициялық және әділ құнның аралығында айырмашылықтарды анықтау және оны талдау барысында жүргізілді. Алынған қорытынды бойынша сыртқы ақпаратты қолданушылар мен салымшылар зейнетақы қорының жағдайын және зейнетақы жинақтарының дәлдігі мен сақталуын бағалауға мүмкіндік береді.

ЖЗҚ-ы акционерлері зейнетақы жинақтау қоры қызмет көрсету көлемінің өсу есебінен олардың салынған қаражаттарынан табыс алуды көздейді, соның нәтижесінде зейнетақы активтерінің табыстылығы негізінде меншікті капитал құнын есептеу моделін құрастырады. Формулаға сәйкес есептеулер келесі қорытындыларды алуға мүмкіндік берді.

Кесте 2 – ЖЗҚ-ы корпоративтік құнын есептеудің 1 қаңтар 2007 жылғы моделі.

ЖЗҚ	ОС, мың тенге	K2,бірлік	P, мың тенге	S _c ПА, %
АҚ ЖЗҚ Халық Банкі	2828734	16,01	1384748	7,84
АҚ ЖЗҚ Атамекен	403406	11,96	87188	2,58
АҚ ЖЗҚ БТА Қазақстан	1517892	33,33	422027	9,27
АҚ ЖЗҚ ВалютТранзит-Фонд	490012	3,98	55401	0,45
Зейнетақы нарығы	11932605	13,75	4022127	4,63
Ескерту - Қаржы есебінің мәліметі бойынша құрастырылған [25,32,33,33]				

Талдауда көрсетілгендей ең жоғарғы көрсеткіштерді АҚ «ЖЗҚ Халық Банкі» мен АҚ «ЖЗҚ БТА - Қазақстан» көрсетеді, себебі зейнетақы нарығының құнының орташа деңгейінен 1,7 және 2 есе өсірді. Егер инвестор ақша қаржатын зейнетақы кәсіпкерлігіне салу туралы шешім қабылдайтын болса, онда ол өзінің салынған қаражатынан 4,63% көлемінде табыс алады.

Соған байланысты жалғыз инвестор тек акционерлік капиталдың инвесторы бола алады, себебі корпоративтік капиталдың құны оларға тиесілі акцияларының талаптарының табысымен анықталады. Осылайша, егер басқа компаниялар үшін капитал құны орташа өлшемдегі әр түрлі құнмен құрылатын болса (Weighted Average Cost of Capital - WACC), ал ЖЗҚ үшін акционерлік капитал құны есептелінеді (Cost of the Share Capital - CSC). Осыған байланысты CSC ерекшеліктерін Қазақстандық ЖЗҚ-ы үшін анықтадық. Олардың санына CSC-ке қатысты мемлекеттік реттеу қызметтерін елдегі ЖЗҚ-ға қостық. Бұл берілген көрсеткіш бүкіл әлемде бірдей қолданылуын білдірмейді, себебі ол алдымен, зейнетақы активтерінің ЖЗҚ-да көрсетілген қызметтерінің табыстарына қатысты. Қазақстандық ЖЗҚ-на қойылған шектеуліктері қаржы тетігіндегі артықшылықтары мен салықтағы артықшылықты пайдалану мақсатында көлемді табысты алдын-алуға қолданылмайды.

Отандық ЖЗҚ-дағы корпоративтік капиталдың барлық қорын 2 топқа бөліп көрсетуге болады: банктік және банктік емес. Бұл топтың ішінде біз дивидендтер төлеу позициясымен, дивиденд төлеуді орындайтын және төлеуді орындамайтын қорын қарастырамыз. Бұл екі әдістердің CSC-тың есептеуінің қажеттілігіне себепші болды: бірінші – формула бойынша (1) және екіншісі – акционерлік капиталдың инвестициялау есебінің тиімділігі. Жүргізілген талдауда ЖЗҚ капиталының құнын есептеу кесте 1-де көрсетілген, ол ЖЗҚ-ы үшін көп мөлшерде қолданысқа жіберілген әдісін бағалау құны ЖЗҚ-ы үшін бағалау және CSC (ROE) арқылы салыстыру әдісі зейнетақы активтерінің негізгі табысының қолданылуын қорытындылауға мүмкіндік береді. Қосымша корпоративтік капитал құнын талдау факторларын анықтауды жүргіздік. Құрылған дискреттік факторлық моделі айқындалып, барлық анықталған факторлары қаржылық менеджмент ұйымының Қазақстандық ЖЗҚ-ның бірінші деңгейін көрсетеді. Осы факторларды есепке алу қордың бірлескен капиталын басқаруды бүтіндік үлгінің құрастыруымен бұл факторлардың ықпалынан сүйене қамтамасыз етуге мүмкіндік береді. Көрсетілген дискреттік факторлық жүйе (сурет 2), белгіленген уақытта жақсы жасап біткен нәтижелілік қаржы менеджмент қорының талдау механизмі болып табылады.

Функционалдық жинақтаушы зейнетақы жүйесі оның нормативтік-құқықтық базасы жылдар бойы бірнеше рет өзгертілді, сонымен қатарында зейнетақы активтерді инвестициялау. Алайда, азаматтардың зейнетақымен қамтамасыз ету жүйесін қайтадан қалыптастыру жетістіктеріне қарамастан нормативтік құқықтық базаларын құру және техникалық инфрақұрылымды зейнетақы активтерді инвестициялау құрылымдық базасын дамыту аймағындғы көптеген мәселелер және қаржы менеджменттің өзіндік қорларын дамыту дәрежесі әлі күнге дейін шешілмей отыр. Инвестициялық бағыттардағы активтерді орналастыру зейнетақылық аударымдырды көңіл бөлетін негізгі мәселе болып саналады. Сондай-ақ жалпы зейнетақылық салымшылар көлемі салымшылардың жастық ерекшелігіне қарай мынадай классификацияға жіктеледі:

- б) 35 жасқа дейінгі салымшылар;
- 7) 40 пен 50 жыл арасындағы салымшылар;
- 8) 50 жастан кейінгі салымшылар.

Бұл зейнетақылық жинақтарға бірінші топ салымшылары үшін қаржылық құралдар 40 жыл ішінде инвестициялайды. Ал екінші топ үшін 15 жыл мен 20 жыл аралығында, үшінші топ үшін 15 жылдан төмен қамтамасыз етіледі. Көзқарас бойынша активтер инвестицияланған қаржылық құралдар анағұрлым көп мөлшердегі ақшада ұзақ мерзімді инвестицияланған қаржылық құралдар, активтер анағұрлым қолайлы инвестицияланады. Бұл ұзақ мерзімді инвестицияда жинақталған инвестициялық табыстың анағұрлым көлеміне және зейнетақы қорының қоржыны тәуекелдікке жол берілмейді. Қоржынның екінші типі үшін жеткілікті консервативтік агрессивтік саясатқа сәйкес келетін элементтерді инвестициялық табыстың көлемді дәрежесіне жету үшін саясатты қайтадан қалыптастыруды ұсынамыз. Үшінші типтегі қоржынды қолдану үшін агрессивті және табысты тәуекелді саясатты қолдануға болады. Бұл мұндай қоржын инвестициялық қоржынның жалпы көлемінің 5% ғана орын алады. Алынған нәтижелерден қоржынның меншікті табысы арқылы жаба алады. Алайда салыстырмалы түрде аз уақытқа инвестиция салу осы топтағы салымшыларға жоғарғы инвестициялық табысты қалыптастыруға жол бермейді. Демек, қалыпты зейнетақыны күтуге тура келеді. Жоғарыда келтірілген мәліметтерде Қазақстандық ЖЗҚ қаржылық менеджменттің дәрежесін көтеруге бағытталған шаралардың жиынтығы туралы айтылған.

ГЛОССАРИЙ

Акция – акционерлік қоғам шығаратын және акционерлік қоғамды басқаруға қатысуға, ол бойынша дивиденд және акционерлік капиталына қатысатын және иеленушісіне қоғам таратылған жағдайда оның мүлкінің құқықтарды куәландыратын бағалы қағаз. Акциялар тек атаулы эмиссиялық бағалы қағаздар ретінде шығарылады.

Ақша – сатып алу – сатуда құн өлшемі болып табылатын және тауарларды айырбастау кезінде жалпы ортақ балама ролін атқаратын металл немесе қағаз белгілер, ерекше тауар.

Аннуитет – дүркін-дүркін төленетін ақшалай сома (жарна, рента немесе табыс). Сақтық ісінде ол рентаны немесе зейнетақыны сақтандыру жөніндегі төлемдердің шамасын көрсетеді.

Аудит – аудиторлардың келісім-шарт негізінде шаруашылық жүргізуші субъектілердің бухгалтерлік есептемесін, төлем-есеп айырысу құжаттамаларын, салық мағлұмдамаларын және басқа қаржылық міндеттемелерін ведомстводан тыс тәуелсіз тексерулерді жүзеге асыру жөніндегі кәсіпкерлік қызмет түрі.

Бағалы қағаздар – иеленушілеріне мүліктік құқық және белгілі бір ақшалай сома алуға құқық беретін ақша немесе тауар құжаттары; мүліктік құқықты куәландыратын белгілі бір жазбалар мен басқа да белгілердің жиынтығы. Бағалы қағаздарға акциялар, облигациялар және бағалы қағаздардың заңнамалық актілерімен айқындалған өзге де түрлері жатады.

Банкроттық – қаржылық күйреу, жұтау, жоспардың күйреуі.

Бизнес – пайда беретін экономикалық қызмет; баюдың көзі болып табылатын табыс әкелетін кез-келген қызмет түрі (іс, кәсіп, кәсіпкерлік және басқалары).

Бонус – жер қойнауын пайдаланушының тіркелген төлемдері, жер қойнауын пайдалануға жасалған келісімшартта белгіленген мөлшенде және тәртіппен ақша нысанында төленеді.

Бюджет – мемлекеттің міндеттері мен қызметтерін іске асыруды қаржымен қамтамасыз етуге арналған ортақтандырылған ақша қоры.

Бюджет жүйесі – бюджеттердің және Қазақстан Республикасы Ұлттық қорының, сондай-ақ бюджеттік поцестер мен қатынастардың жиынтығы.

Бюджеттік жоспарлау – жоспарланып отырған кезеңге арналған бюджет түсімдерінің көлемін және басымдықты ескере отырып, мемлекеттің әлеуметтік-экономикалық даму міндеттеріне сәйкес оларды пайдалану бағыттарын айқындау жөніндегі ұсыныстарды әзірлеу процесі. Бюджет бір қаржы жылына жоспарланады.

Бюджеттік инвестициялар – экономикалық пайда табу немесе әлеуметтік-экономикалық тиімділікке жету мақсатымен мемлекет активтерінің құнын ұлғайтуға, адами ресурстарды дамытуға және табиғи ресурстарды жаңғыртуға бағытталған қаржыландыру.

Грант - мемлекеттер, мемлекеттердің үкіметтері, халықаралық және мемлекеттік ұйымдар, қызметі қайырымдылық және халықаралық сипатта болатын және Қазақстан Республикасының Конституциясына қайшы келмейтін, мемлекеттік органдардың қортындылары бойынша Қазақстан Республикасының Үкіметі белгілейтін тізбеге енгізілген шетелдік үкіметтік емес қоғамдық ұйымдар мен қорлар – Қазақстан Республикасына, Қазақстан Республикасының Үкіметіне, заңи тұлғаларға, сондай-ақ жеке адамдарға; шетелдіктер мен азаматтығы жоқ адамдар - Қазақстан Республикасына және Қазақстан Республикасының Үкіметіне белгілі бір мақсаттарға жету үшін өтеусіз негізде беретін мүлік; донорлардың Қазақстан Республикасының мемлекеттік ұйымдарына беретін өтеусіз қаржылық немесе техникалық көмегі.

Диверсификация – зейнетақы активтерінің жоғалып кету қатерін азайту мақсатында оларды уәкілетті орган белгілеген талаптарға сәйкес қаржы құралдарына орналастыру.

Еркін экономикалық аймақ – шетелдік және ұлттық кәсіпкерлер үшін ерекше жеңілдікті экономикалық жағдай қолданылатын ерікті экономикалық аймақ.

Жалпы ұлттық өнім – кеңінен таралған макроэкономикалық көрсеткіштердің бірі, ол елдің бір жыл бойына өндірілген түпкі өнімінің нарықтық бағамен есептелген құны болып табылады. ЖҰӨ -ге осы елге тиесілі өндіріс факторларын пайдалана отырып ел ішінде де, шет елде де жасалған өнімнің құны кіреді. ЖҰӨ қосылған құндарды жиынтықтау әдісімен, шығындар ағыны және кірістер ағыны әдістерімен есептелуі мүмкін.

Жалпы ішкі өнім – аса маңызды микроэкономикалық, жалпылама көсеткіштердің бірі, ол осы елдегі де, сондай-ақ басқа елдердегі де өндіріс факторларын пайдалана отырып, ел ішінде бір жыл бойына жасалған түпкі өнімнің нарықтық бағамен есептелген жиынтық құнын білдіреді.

Зейнетақы төлемдері – орталықтан – 1998 жылғы 1 қаңтардағы жай күйі бойынша кемінде алты ай еңбек өтілі бар жеке адамдарға заңдарда белгіленген тәртіппен еңбек өтіліне бара-бар түрле жүзеге асырылатын ақша қаражатын төлеу.

Инвестициялар – лизинг шартын жасаған кезден бастап лизинг заттарын, сондай-ақ оларға құқықтарды қоса алғанда, заңи тұлғаның жарғылық капиталына инвестор салатын мүліктің барлық түрлері немесе кәсіпкерлік қызмет үшін пайдаланатын тіркелген активтерді ұлғайту.

Кастодиан – бағалы қағаздар нарығының қаржы құралдарының және клиенттер ақшасының есебін алуды және олар бойынша құқықтарды растауды, клиенттердің құжатты қаржы құралдарының сақталуы жөнінде өзіне міндеттемелер қабылдай отырып оларды сақтауды жүзеге асыратын кәсіби қатысушы болып табылады.

Қазынашылық міндеттеме – ерікті негізде халық арасында таратылатын мемлекеттік бағалы қағаздардың түрі, ол иелерінің ақшалай

қаражатты бюджетке аударғанын куәландыратын және осы бағалы қағаздарды бүкіл иелену кезеңінде тіркелген табыс алуына құқық береді.

Қаржы – ақша қаражатын, қаржы ресурстарын олардың жасалуы мен қозғалысы, бөлінісі мен қайта бөлінісі тұрғысынан алып қарайтын, сондай – ақ шаруашылық жүргізуші субъектілер арасындағы өзара есеп айырысуларға, ақша айналысына байланысты туындайтын экономикалық қатынастарды білдіретін қорытындылаушы экономикалық термин.

Қаржы жүйесі – белгілі-бір қоғамдық-экономикалық формация шеңберінде өмір сүретін қаржы қатынастары мен қаржы мекемелерінің жиынтығы, тар мағынада – мемлекеттің қаржы мекемелерінің жүйесі.

Қаржы ресурстары – мемлекеттің, кәсіпорындардың, бірлестіктердің, ұйымдардың қарамағындағы ақша қаражаты мен қорларының жиынтығы, қоғамдық жиынтық өнім мен ұлттық табысты қайта бөлу барысында құрылады.

Қаржыландыру – ұлттық шаруашылықты дамытуға, әлеуметтік-мәдени шараларға, қорғанысқа және басқа қажеттерге жұмсалатын қажетті қаржы ресурстарымен қамтамасыз ету, кәсіпорындардың, бірлестіктердің меншікті қаражаты, мемлекеттік бюджеттен және басқа көздерден бөлінетін қаржы есебінен жүзеге асырылады.

Мемлекеттік баж – уәкілдік берілген мемлекеттік органдардың немесе лауазымды адамдардың заңдық мәні бар іс-қимылдар жасағаны үшін және құжаттарды бергені үшін алынатын міндетті төлем.

Мемлекеттік борыш - Қазақстан Республикасының заңнамалық актілеріне сәйкес Қазақстан Республикасы Үкіметінің, Қазақстан Республикасы Ұлттық банкінің борышына немесе мәслихаттардың шешімдерімен жергілікті атқарушы органдардың борышына жатқызылған алынған және өтелмеген мемлекеттік қарыздардың белгілі бір күнге, сондай-ақ борыштық міндеттемелердің белгілі бір күнге сомасы.

Облигация – шығару кезінде айналыс мерзімі алдын-ала белгіленген, оны шығару шарттарына сәйкес облигацияны шығарған тұлғадан ол бойынша сыйақы алу және оның айналыс мерзімінің аяқталуы бойынша облигацияның ақшалай немесе өзге де мүлкітік балама түріндегі нақты құнын алу құқығын куәландыратын бағалы қағаз.

Пруденциялық норматив – жинақтаушы зинетақы қорының және зейнетақы активтерін инвестициялық басқаруды жүзеге асыратын ұйымның қаржылық орнықтылығын қамтамасыз ету үшін Қазақстан Республикасының заңдарында белгіленген экономикалық талаптар.

Республикалық бюджет – салықтық және басқа да түсімдер есебінен қалыптастырылған және орталық мемлекеттік органдардың, оларға ведомствалық бағынышты мемлекеттік мекемелердің міндеттері мен функцияларын қаржымен қамтамасыз етуге және мемлекеттік саясаттың жалпыреспубликалық бағыттарын іске асыруға арналған орталықтандырылған ақша қоры.

Сақтандыру – сақтық ұйымы өз активтері есебінен жүзеге асыратын сақтық төлемі арқылы сақтандыру шартында белгіленген сақтық жағдайы немесе өзге де оқиғалар туындаған кезде жеке немесе заңи тұлғаның мүдделерін мүліктік жағынан қорғауға байланысты қатынастар кешені.

Секвестр – бюджет қаражаттарын жұмсауға белгілі бір шектерде тиым салуды көздейтін арнайы тетік, ол бюджетті атқару кезінде бекітілген бюджетке түсетін түсімдер қысқартылған, соның нәтижесінде бекітілген бюджеттік бағдарламаларды толық көлемде қаржыландыру мүмкін болмайтын жағдайда енгізіледі.

Ұлттық қор - Қазақстан Республикасының Үкіметінің Қазақстан Республикасының Ұлттық банкіндегі шотында шоғырландырылған, мемлекеттің қаржылық актив түріндегі, сондай-ақ материалдық емес активтерді қоспағанда, өзге де мүлік түріндегі активтері.

Хеджерлеу – коммерциялық және валюталық қатерден сақтандыру, оның мәні нақты тауарды ұқсас мерзімге сатумен бір мезгілде фьючерстік келісімшарттарды сатып алуға және тауарды нақты жеткізу мерзімі басталғаннан кейін кері операция жүргізуде.

Эмиссиялық бағалы қағаздар - бір шығарылым шегінде осы шығарылым үшін бірдей жағдай негізінде орналастырылған және айналымда болатын, біртекті белгілері мен реквизиттері бар бағалы қағаздар.

Эмитенттер – қолданылып жүрген заңдарға сәйкес эмиссиялық бағалы қағаздар шығаруды жүзеге асыратын заңи тұлға.

ӘДЕБИЕТТЕР

1. Теплова Л.В. Финансовый менеджмент. – М.: ЮНИТИ - 2001. - 14,210,295с.
2. Ковалев В.В. Основы финансового менеджмента. – М.: Финансы и статистика. – 2007. – 5,420с.
3. Хорн Дж.Ван. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика. 1997. - 12,28,414,449с.
4. Мельников В.Д. Основы финансов. – ТОО LEM, 2005. – 174,320с.
5. Бригхэм Ю., Эрдхардт. Финансовый менеджмент. – СПб.: Питер - 2005. – 440,452,521с.
6. Коупленд Т., Колер Г., Мулин Дж.. Стоимость компании: оценка и управление. – М.: Олимп-бизнес, 1999.- 92,295с.
7. McCafferty J. What Acquiring Minds Want to Know/CFO.: February TEM.- 1999. - P.8.
8. Стоянова Е. Финансовый менеджмент. – М.: Перспектива, 2001.- 247,240,257,424с.
9. Брейли Э. Финансовый менеджмент. – М.: ЮНИТИ, 2005. – 512,561,670с.
10. Котлер Ф. Основы маркетинга. – Прогресс,1992, -258,330с.
11. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/ пер. с англ. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997. - 429,612,640с.
12. Бригхэм Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс: в 2-т/ пер.с англ. – СПб.: Экономическая школа, 1997. – 403,460с.
13. Закон РК. О пенсионном обеспечении в РК принято 20.06.1997.
14. Умбетов А. Накопительная пенсионная система Казахстана//РЦБК. - 2000.- № 5. – 21-24с.
15. Ли Г.Ф., Финнерти Д. Финансы корпораций: теория, методы и практика. – М.: Инфа – М., 2000. – 72,478с.
16. Формирование системы корпоративного управления в развивающихся, зарождающихся и переходных экономиках//РЦБК. – 2002. - №5. - 9-10с.
17. Шалгимбаева Г. Типы корпоративного управления//РЦБК. - 2005. - №1. - 35-39с.
18. PRINCIPLES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DE L'OCDE, OECD PUBLICATIONS. - 2, rue Andre-Pascal. – PARIS.: OECD, 1999. P.35-41
19. www.oecd.org

20. Игликов И. Инвестиционный потенциал финансовых институтов Республики Казахстан: состояние и перспективы// РЦБК. – 2005. - №2. - 38-42с.
21. Елубаева М. Пенсионные системы// Каржы-Каражат. – 1999. - №4 10-14с.
22. www.afn.kz
23. Ахметова Ж. Неутешительные итоги 2004 года// Деловая неделя. - 2005. - № 3(63). - 6с.
24. www.bbcnews.com
25. Ли В.Г. Методологические принципы формирования доходности пенсионных фондов: материалы МНПК «10 лет независимости Казахстана: итоги и перспективы развития». – Алматы.: Университет Кайнар, 2001.- 67-69с.
26. «О трансформации пенсионных систем»// РЦБК. - №11. – 18-22с.
27. Маршал Дж.Ф., Бансал В.К. «Финансовая инженерия: Полное руководство, по финансовым нововведениям». – М.: Прогресс, 1998.- 118,290с.
28. www.nationalbank.kz
29. Балабанов В.С. Основы финансового менеджмента. М.: ФиС. 2002. С.67
30. Постановление Правления Агентства по регулированию и надзору финансовой) рынка и финансовых организаций Инструкция о нормативных значениях пруденциальных нормативов, методике их расчетов для НПФ: принято 27 октября 2006, №222
31. Постановление Правления Агентства по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций Инструкция о нормативных значениях пруденциальных нормативов, методике их расчетов для ООИУПА: принято 27 октября 2006, №223
32. Годовой отчет АО НПФ Народного банка Казахстана за 2006 год
33. Годовой отчет АО НПФ БТА-Курмет за 2006 год
34. Годовой отчет АО НПФ Атамекен за 2006 год
35. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов// Банки и биржи. – М.: ЮНИТИ, 1997. – 106,176с.
36. Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. - М.: ИНФРА-М.- 2002. -19,56,180с.
37. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация// пер. с англ. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 178,306с.
38. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. - М.: Инфра, 2003.- 67,88,320с.

39. Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. «Инвестиции». - М.: Перспектива, 1998.
40. Егерев И.А. Стоимость бизнеса. Искусство управления.- М.: Издательство ДЕЛО, 2003.- 37,180с.
41. Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: учебное пособие.- М.: Дело и Сервис, 1999. – 176с.
42. Абдрахманова Г.Т. «Финансовые риски в экономической деятельности компаний». – Алматы, 2004. – 18,36с.
43. Глушенко В.В., Глушенко И.И. Финансы. Финансовая политика, маркетинг, менеджмент. Финансовый риск-менеджмент. - г.Железнодорожный.: ТОО НПЦ Крылья, 1998. - 124,175с.
44. Морозов Д. Страхование как инструмент управления проектными рисками. – М.: Страхование дело, 1998. - № 10. – 21с.
45. Годовой отчет АО НефтеГазДем за 2004г., 2005г., 2006г// НПФ
46. Абдрахманова Г. «Аргументы в пользу применения опционов при операциях хеджирования»//Аль-Пари. – 2002. - №6. – 14-17с.
47. Тулегенова Е. В развитие гидроэнергетики могут быть привлечены средства НПФ// Панорама. - 2005, январь - 21. – 2с.
48. Додонов В.Ю. Портфельный менеджмент на развивающихся фондовых рынках. – Алматы, - 2003. – 16,184с.
49. Алехин Б. Риск и неопределенность в бизнесе. - М.: Знание, 1998.- 136с.
50. Фабоцци Ф. Управление инвестициями.- М.: Импульс, 2000. – 540с.
51. Капитан М. Классификация рискованности инвестиционных фондов: опыт Италии. <http://www.cic.ru/analysis/risk/index.html>.
52. Постановление Правления Агентства по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций. Инструкция о нормативных значениях пруденциальных нормативов, методике их расчетов для СК: принято 27 октября 2006, №225
53. www.afk.kz
54. Сообщение информационного агентства «Интерфакс-Казахстан» от 26.01.05г.2005, январь - 26
55. Дрозд Н. «Минфин скептически относится к идее использования проектных облигаций как к возможности решения проблемы инструментов для пенсионных фондов» // «Панорама». – 2004, ноябрь – 19.
56. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. - И.: Иифра - М. - 1998
57. Годовой отчет АО НПФ Капитал за 2006.

58. Ли В.Г. Применение методов управления реструктуризации и иммунизации портфельных инвестиций: материалы МНПК посвященной году культуры в Казахстане. – А.: Экономика. – Ч. 4, 2000. – 24-26с.

59. Каржаубаева О.Ж. Финансовый менеджмент функционирования пенсионного фонда// Аль-Пари. – 2007. - №1. - 97-100с.

60. Галиева Д. Лучше журавль в небе, чем синица в руках// Ценные бумаги. – 2006. - №10. – 12-14с.

МАЗМҰНЫ

КІРІСПЕ.....	3
ТАҚЫРЫП 1. Зейнетақы қорларының қаржылық менеджментінің теориялық негізі.....	4
ТАҚЫРЫП 2. Зейнетақымен қамтамасыз ету және ұйымдастырудағы қаржылық менеджменттің шетелдік тәжірибесі.....	23
ТАҚЫРЫП 3. Жинақтаушы зейнетақы қоры –Қазақстан қаржы нарығының жетекші институттары.....	33
ТАҚЫРЫП 4. Зейнетақы қорларын қаржылық басқару.....	42
ТАҚЫРЫП 5. Корпоративтік капиталды басқаруды зейнетақы қорларындағы әдістері.....	63
ТАҚЫРЫП 6. Зейнетақы кәсіпкерлігіндегі тәуекелдерді басқару.....	80
ТАҚЫРЫП 7. Зейнетақы қорларының инвестициялық саясаты.....	91
ТАҚЫРЫП 8. Зейнетақы нарығының дамытуындағы зейнетақы қорының қаржы менеджментін әбден жетілдіру жолдары.....	105
ГЛОССАРИЙ.....	115
ӘДЕБИЕТТЕР.....	119
МАЗМҰНЫ.....	123