

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS  
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS  
BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA**

**GIEDRĖ AŽUKAITĖ**

**FONDŲ RINKOS SAUGUMAS**

**Magistro baigiamasis darbas**

**Vadovas  
doc. dr. R.Urniežius**

**VILNIUS, 2009**

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS**  
**EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS**  
**BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA**

**GIEDRĖ AŽUKAITĖ**

**FONDŲ RINKOS SAUGUMAS**

**Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas**  
**Studijų programa 62404S110**

**Vadovas**

.....doc. dr. R. Urniežius  
**2009 11**

**Recenzentas**

.....  
**2009 11**

**Atliko**

**FRmn7-02 gr. stud.**  
.....G. Ažukaitė  
**2009 11 13**

**VILNIUS, 2009**

## TURINYS

ĮVADAS .....	7
1. FONDU RINKOS IR JOS SAUGUMO TEORINIAI ASPEKTAI.....	10
1.1. Fondu rinkos samprata .....	10
1.2. Globalizacijos įtaka fondu rinkoms .....	12
1.3. Fondu rinkos saugumo samprata .....	13
1.4. Ekonominių rodiklių ir fondu rinkos ryšys .....	19
1.5. Fondu rinkos priežiūra .....	21
1.6. Monetarinės politikos įtaka fondu rinkai .....	23
2. LIETUVOS FONDU RINKA IR JOS SAUGUMO ANALIZĖ.....	26
2.1. Lietuvos fondu rinkos formavimosi ir pokyčių analizė .....	26
2.1.1. Vertybinių popierių rinkos kūrimasis ir dabartinės situacijos analizė .....	26
2.1.2. Lietuvos fondu rinkos priežiūros vertinimas bei teisės aktų analizė.....	29
2.1.3. Kredito reitingų apžvalga.....	35
2.2. Lietuvos ekonominės aplinkos analizė.....	36
2.3. Tyrimo pagrindimas ir hipotezės .....	40
2.4. Tyrimo logika ir metodai.....	41
3. LIETUVOS FONDU RINKOS SAUGUMO ĮVERTINIMAS .....	45
3.1. Investicijų gražos Lietuvos vertybinių popierių rinkoje analizė .....	45
3.2. Makroekonominių procesų poveikio Lietuvos vertybinių popierių rinkai vertinimas .....	46
3.3. Monetarinės politikos įtakos Lietuvos vertybinių popierių rinkai vertinimas.....	47
3.4. Lietuvos vertybinių popierių rinkos prognozės .....	49
IŠVADOS .....	51
LITERATŪRA.....	54
ANOTACIJA LIETUVIŲ IR ANGLŲ KALBOMIS .....	58
SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA .....	60
SANTRAUKA ANGLŲ KALBA.....	62
PRIEDAI.....	64
1 priedas. Rodikliai, kuriuos vertina agentūra „Standard&poor‘s“ suteikdama reitingą šaliai.....	65
2 priedas. Rodikliai, kuriuos vertina agentūra „Standard&poor‘s“ suteikdama reitingą įmonei.....	66
3 priedas. Lietuvos makroekonomikos ir finansinių priemonių rinkos duomenys.....	68
4 priedas. ECB bazinių palūkanų normų kitimas 2002 – 2009 m.....	69

**LENTELĖS**

1 lentelė. Lamfalussy metodo veikimas.....	22
2 lentelė. OMXV, MSCI World ir MSCI Europe indeksų mėnesinės gražos rodikliai 2000 01 01 – 2009 09 30 laikotarpiu .....	45
3 lentelė. OMXV indekso ir Lietuvos makroekonominių rodiklių koreliacinis ryšys.....	46
4 lentelė. OMXV indekso ir 1 mėn. EURIBOR bei 1 mėn. VILIBOR koreliacinis ryšys.....	47

**PAVEIKSLAI**

1 pav. Rizikų, su kuriomis susiduria investuotojas fondų rinkoje, skirstymas.....	14
2 pav. Vertybinių popierių biržos apyvarta ir kapitalizacija 1993 – 2008 m.....	27
3 pav. OMXV, AC Europe ir AC World indeksų kitimas 2000 – 2009 m. ....	28
4 pav. Bendrojo vidaus produkto ir OMXV metinės gražos kitimas 2000 – 2009 m.....	37
5 pav. Nedarbo lygio ir OMXV metinės gražos kitimas 2000 – 2009 m.....	38
6 pav. Infliacijos ir OMXV metinės gražos kitimas 2000 – 2009 m.....	39
7 pav. Einamosios sąskaitos balanso ir OMXV metinės gražos kitimas 2000 – 2009 m.....	40
8 pav. Palūkanų normų ir OMXV indekso kitimas 2007 01 01 – 2009 09 30.....	48

## SANTRUMPOS

**BVP** – Bendrasis vidaus produktas

**ECB** – Europos centrinis bankas

**EURIBOR** (Euro Interbank Offered Rate) – vidutinės Europos tarpbankinės rinkos palūkanų normos, kuriomis bankai pageidauja (pasiruošę) paskolinti lėšų eurai kitiems bankams

**FAA** – Finansų analitikų asociacija

**FMĮ** – finansų maklerių įmonė

**KIS** – kolektyvinio investavimo subjektai

**MSCI AC Europe** – tai Morgan Stanley Capital International Barra kompanijos indeksas, apimantis 23 išsivysčiusių besivystančių Europos šalių akcijų rinkas

**MSCI AC World** – tai Morgan Stanley Capital International Barra kompanijos indeksas, apimantis 23 išsivysčiusių ir 22 besivystančių šalių akcijų rinkas

**MSCI Europe indeksas** – Morgan Stanley Capital International Barra kompanijos indeksas, apimantis tik išsivysčiusias Europos šalis

**MSCI World** – tai Morgan Stanley Capital International Barra kompanijos indeksas, apimantis tik išsivysčiusias rinkas

**OMXV** – OMX Vilnius indeksas. Tai visų akcijų indeksas, kurį sudaro visos Vilniaus VP biržos Oficialiajame ir Papildomajame sąraše kotiruojamos bendrovės, išskyrus tas bendroves, kuriose vienas akcininkas valdo 90 proc. ir daugiau išleistų akcijų

**VILIBOR** (Vilnius Interbank Offered Rate) - vidutinės tarpbankinės palūkanų normos, kuriomis bankai pageidauja (pasiruošę) paskolinti lėšų litais kitiems bankams.

**VP** – vertybiniai popieriai

**VPK** – vertybinių popierių komisija

## IVADAS

### **Temos aktualumas:**

Rinkos mechanizmas savaime negarantuoja nuoseklaus ir tolygaus ekonomikos proceso. Rinkai būdingi nuosmukio ir pakilimo ciklai. Ypač nestabilios yra finansinės rinkos, kuriose didelės krizės pasikartoja kas kelerius metus.

Paskutinius penkerius metus Lietuvos ekonomika buvo tarp sparčiausiai augusių Europos Sąjungoje. Sparčiais augimo tempais pasižymėjo ir Lietuvos fondų (t.y. vertybinių popierių) rinka. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrai didelę įtaką turėjo pensijų reformos bei kolektyvinio investavimo subjektų įstatymai, padarę investavimą į vertybinius popierius prieinamesnį visuomenei. Pensijų sistemos reforma sudarė galimybę kaupti lėšas pensijai, kiekvienam mokačiam socialinio draudimo įmokas, investuojant į vertybinius popierius. 2007 m. priimta nauja Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo redakcija numatė privataus kapitalo, nekilnojamojo turto, alternatyvaus investavimo ir kitų specialaus kolektyvinio investavimo subjektų steigimą.

Ekonomikos augimas bei pakankamai didelė grąža Lietuvos akcijų rinkoje pritraukė užsienio investuotojų kapitalą. Investavimas į vertybinius popierius tapo vis populiariesnis tarp fizinių asmenų. Tačiau 2007 m. pabaigoje – 2008 m. pradžioje Lietuvos vertybinių popierių rinką sukrėtė pasaulinė krizė, įtakojusi smarkų vertybinių popierių vertės kritimą (OMX Vilnius akcijų indeksas per 2008 m. prarado daugiau nei 65 proc. savo vertės).

2007 m. viduryje JAV prasidėjusi būsto paskolų krizė greitai išplito po kitas šalis, neaplenkusi ir Lietuvos. Tai parodo, kaip stipriai rinkos yra susijusios ir kokia didelė globalizacijos įtaka. 2008 m., pradėjus ryškėti pasaulinės recesijos požymiams, Lietuvos ekonomikos augimas sustojo. Ši įtaka pirmiausia pasireiškė per mažėjantį vartojimą – bankai pradėjo atsargiau išdavinėti paskolas tiek fiziniams asmenims, tiek įmonėms. Mažėjančios investicijos, mažėjantis ūkio kreditavimas ir vartojimas, lėtėjantis ekonomikos augimas – visa tai lemia gerovės nuostolius tiek šalyje, tiek glaudžiais prekybiniais ir finansiniais ryšiais susijusių šalių grupėje.

XXI a. pasaulinę krizę sukėlė kritęs pasitikėjimas JAV ipotekos vertybiniais popieriais. Šie vertybiniai popieriai buvo užtikrinti būsto paskolų portfeliu. Problemos kilo, kai sustojus būsto kainų kilimui JAV, padaugėjo paskolų nemokėjimo atvejų, sumažėjo portfelio kredito kokybė ir ėmė aiškėti, kad šie vertybiniai popieriai gali būti neverti kainos, už kurią buvo įsigyti. Dėl JAV ipotekos vertybinių popierių kainos kritimo, nuostolius patyrė ne tik JAV, bet ir viso pasaulio bankai, investiciniai fondai, kurie buvo investavę į šiuos vertybinius popierius dėl pakankamai aukšto jų

pajamingumo bei aukštų reitingų, rodančių žemą rizikos laipsnį. Kreditų „badas“ persimetė į sektorius, kurie tiesiogiai nebuvo susiję su būsto paskolomis. Esant tokiai situacijai, dėl blogų žinių stipriai smuko akcijų rinkos visame pasaulyje. Beveik visų biržų pagrindiniai indeksai mušė kritimo rekordus.

Pasaulyje jau stebimas vertybinių popierių rinkos atsigavimas, kuris taip pat matomas ir Lietuvos vertybinių popierių rinkoje, tačiau iki buvusių rodiklių aukštumų dar toli. Esant tokiai neapibrėžtai situacijai, finansinio saugumo bei investicijų vertybinių popierių rinkoje problema tampa ypač aktuali.

### **Tyrimo problema ir jos pagrindimas:**

*Konkrety problema formulotė:* kaip Lietuvos makroekonominiai rodikliai ir Europos Centrinio banko vykdoma monetarinė politika veikia Lietuvos fondų rinkos gražą.

Mokslinėje literatūroje tyrimų apie vertybinių popierių rinkos svyravimus yra pakankamai daug. Gana plačiai analizuotas ekonomikos ir vertybinių popierių rinkos ryšys bei globalizacijos (t.y. kitų rinkų) įtaka vertybinių popierių gražai tam tikrame regione. Tyrimų, kaip ekonomika veikia Lietuvos vertybinių popierių rinką atlikta nedaug, tyrimų rezultatai nėra vieningi. Užsienio mokslininkų gana aktyviai pastaruoju metu analizuojama tema – monetarinės politikos įtaka vertybinių popierių rinkos svyravimams. Tačiau tyrimų, kaip Europos Centrinio banko (ECB) vykdoma monetarinė politika įtakoja Lietuvos akcijų rinką, šio darbo autorei nepavyko rasti.

**Tyrimo objektas** – Lietuvos fondų (vertybinių popierių) rinką.

**Tyrimo tikslas** – įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos rizikos lygį bei makroekonominių rodiklių ir ECB vykdomos monetarinės politikos įtaką Lietuvos vertybinių popierių rinkai.

### **Tyrimo uždaviniai:**

1. Atlikti literatūros šaltinių, susijusių su fondų saugumo samprata bei tyrimais, analizę, palyginti įvairių autorių nuomones bei tyrimų rezultatus;
2. Apžvelgti Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimosi raidą;
3. Palyginti Lietuvos vertybinių popierių rinkos rizikos laipsnį su Europos ir Pasaulio etaloniniais akcijų indeksais;
4. Įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos ir ekonominių rodiklių ryšį;
5. Įvertinti ECB vykdomos monetarinės politikos įtaką Lietuvos vertybinių popierių rinkai.

Trečiojoje darbo dalyje atliekamas tyrimas, kuriuo siekiama įvertinti Lietuvos fondų rinkos saugumo lygį bei ateities perspektyvas. Tyrimo eiga pagrindžiama šiomis **hipotezėmis:**



1. Investicijų į Lietuvos vertybinių popierių rinkos rizika yra didesnė už vidutinę (t.y. investicijų visame pasaulyje bei atskirai Europoje riziką).
2. Kadangi Lietuva yra maža atvira ekonomika, labai priklausanti nuo kaimyninių valstybių ekonomikos, stipriausias Lietuvos vertybinių popierių rinkos ryšys yra su eksporto ir importo rodikliais bei su BVP.
3. ECB sprendimai reikšmingai įtakoja Lietuvos vertybinių popierių rinką.

**Tyrimo metodai:**

Iškeltos problemos tyrimui buvo naudota mokslinių straipsnių, įvairių literatūros šaltinių lyginamoji analizė, statistinių duomenų sisteminė bei loginė analizė. Taip pat darbe atlikta ekonometrinė koreliacinė-regresinė analizė.

# 1. FONDŲ RINKOS IR JOS SAUGUMO TEORINIAI ASPEKTAI

Šioje darbo dalyje, remiantis lietuvių ir užsienio autorių moksline literatūra, atliekama tiriamos problemos teorinė analizė, t.y. apžvelgiama vertybinių popierių rinkos saugumo samprata, globalizacijos įtaka vertybinių popierių svyravimams, analizuojami moksliniai darbai, kuriuose tiriami makroekonominių rodiklių bei monetarinės politikos įtaka vertybinių popierių rinkos svyravimams.

## 1.1. Fondų rinkos samprata

Vertybinių popierių rinka – būdama finansų rinkos sudedamąja dalimi, atlieka svarbų vaidmenį ekonominėje sistemoje, kuri nėra centralizuotai valdoma ir kur vyriausybės vaidmuo paskirstant finansinius išteklius yra ribotas. Šios rinkos pagrindas – investavimas į vertybinius popierius, sudarantis galimybes tarp ūkio subjektų perskirstyti finansinius išteklius.

Finansinėje literatūroje vertybinių popierių rinka išskiriama kaip viena iš finansų rinkos dalių. Kaip teigia Leipus ir Norvaiša (2003), be vertybinių popierių rinkos, finansų rinką sudaro bankininkystės rinka ir draudimo rinka bei kitos institucijos. Visos minėtos finansų rinkų dalys tarpusavyje labai susijusios, pvz.: bankai teikia investavimo instrumentų įsigijimo paslaugas, draudimo bendrovės platina investicinio gyvybės draudimo paslaugas.

Rakauskaitė (2008) išskiria tokias fondų rinkos dalyvių grupes:

1. Instituciniai investuotojai (bankai, investiciniai fondai, pensijų fondai, draudimo kompanijos);
2. Privatūs investuotojai;
3. Privataus ir rizikos kapitalo fondai.

Bendrovės, finansų rinkose platindamos savo akcijas, įgyja kapitalą gamybai plėsti, o vartotojai investuoja savo lėšas į bendrovių akcijas siekdami pelno. Taip visi rinkos dalyviai, t. y. vartotojai ir gamintojai, sprendžia svarbiausią rinkos ekonomikos uždavinį – optimaliai paskirstyti turimus išteklius (Leipus, Norvaiša, 2003).

Pramoninėse šalyse vertybinių popierių rinkos turi galias vystymosi tradicijas ir užima ypatingą padėtį finansavimo procese bei šalies ekonomikoje. Levy (1996) teigimu, gerai funkcionuojanti fondų rinka naudinga tiek pirkėjams, tiek pardavėjams dėl laisvai prieinamos informacijos, kainų nustatymo bei išaugusio turto likvidumo. Efektyvioje rinkoje nauja informacija iš karto atsispindi vertybinių

popierių kainoje. Rinkos likvidumas užtikrina, kad vertybinis popierius gali būti nupirkta ir parduota smarkiai neįtakojant jo kainos. Likvidžiose rinkose sandoris įvyksta labai greitai.

Levy (1996) nuomone, efektyviai veikianti vertybinių popierių rinka visuomenei duoda dvi naudas. Visų pirma tai nepakankami ištekliai – investorių lėšos paskirstomos toms firmoms, kurios jais pasinaudojusios, gali duoti didžiausią naudą. Efektyvi vertybinių popierių rinka padeda išteklių valdytojams rasti tų išteklių pageidaujančių. Antroji nauda – efektyvi rinka sumažina vertybinių popierių judėjimo kaštus, padidindama turimus išteklius investavimui į įmones.

Fondų rinkos augimas yra glaudžiai susijęs su ekonomikos potencialo augimu. Rakauskaitės (2008) teigimu, akcijos tampa labiau paklausios tuomet, kai išauga ekonomikos plėtros ir augimo tikimybė. Sulėtėjus ekonomikai, rinkoje labiau populiaros tampa konservatyviosios (mažiau rizikingos) investavimo priemonės – vyriausybės vertybiniai popieriai ir obligacijos.

Vertybinių popierių rinkos klasifikuojamos įvairiai. Jos gali būti skirstomos pagal finansinių instrumentų gyvavimo laikotarpį, tai būtų pinigų ir kapitalo rinkos:

1. *Pinigų* rinkoje prekiaujama trumpalaikiais (iki 1 m) skolos vertybiniais popieriais. Dėl savo trukmės šios priemonės laikomos mažai rizikingomis. Juozaitienė (2007) išskiria tokias pagrindines pinigų rinkos vertybinių popierių rūšis:

- Išdo vekseliai (Vyriausybės vertybiniai popieriai, kurių išpirkimo terminas trumpesnis negu 1 m.);
- Depozitų sertifikatai (banko pasižadėjimai sutartą datą gražinti pinigus, įneštus terminuoto indėlio pavidalu);
- Komerciniais popieriais, vekseliais (trumpalaikiais skoliniais pasižadėjimais, išleidžiamais gerai žinomų firmų, norint garantuoti firmos likvidumą arba finansuoti atsargas bei pirkėjų įsiskolinimą).

2. *Kapitalo* vertybinių popierių rinkose prekiaujama ilgalaikiais finansiniais instrumentais, formuojamas ilgalaikis kapitalas bei ilgalaikiai skoliniai įsipareigojimai. Šiose rinkose teisę į turtą rodo ilgalaikiai vertybiniai popieriai. Juozaitienė (2007) išskiria tokias pagrindines kapitalo vertybinių popierių rūšis:

- Vyriausybės ir savivaldybių obligacijos;
- Akcinių bendrovių obligacijos;
- Privilegijuotosios ir paprastosios akcijos;
- Išvestiniai vertybiniai popieriai.

Levy (1996) vertybinių popierių rinką skirsto pagal investuotojų norimą pelningumą ir toleruojamą rizikos laipsnį bei išskiria tokias vertybinių popierių rinkų rūšis:

1. Pasaulinė obligacijų rinka.
2. Pasaulinė akcijų rinka.

### 3. Išvestinių vertybinių popierių rinka

Nors įvairiose šalyse vertybinių popierių rinkų raidai būdingi nacionaliniai ypatumai, tačiau pastaruoju metu, rinkos tampa vis labiau susijusios, nyksta jų nacionaliniai skirtumai. Šis procesas įtakoja rinkos saugumo problemą.

## 1.2. Globalizacijos įtaka fondų rinkoms

Įvairių šalių vertybinių popierių rinkų tarpusavio ryšys yra plačiai išnagrinėtas mokslinėje literatūroje. Vien Siddiqui (2009) straipsnyje apie akcijų rinkų integraciją yra apžvelgęs daugiau nei 40 tokių tyrimų.

Koreliacija tarp pasaulio akcijų rinkų yra didelė. Kaip teigia Čepinskis ir Jonynas (2009) diversifikacija (rizikos mažinimas investuojant į skirtingų šalių, regionų, sektorių ar pramonės šakų įmones) yra vis sudėtingesnė. Formuojantis globalinei kapitalo rinkai, standartinio aktyvų rinkinio – portfelio – grąža vienodėja. Atlikti empiriniai tyrimai rodo, kad investicijų grąža vienodėja stambiausiose kapitalo rinkose.

Kaip teigia Siddiqui (2009), esant didelei skirtingų šalių akcijų rinkų koreliacijai, investavimas į skirtingų šalių akcijų rinkas neduos reikalaujamos portfelio diversifikacijos naudos. Įvertinti koreliacijas tarp skirtingų šalių akcijų rinkų svarbu ne tik investuotojams, bet ir šalių ekonominės strategijos kūrėjams, kad priimtų tinkamus sprendimus ekonominei krizei skverbiantis į vietinę rinką.

Užsienio mokslininkų tyrimai parodė, kad globalizacijos įtaka priklauso nuo šalių išsivystymo lygio. Bekaertas ir Harvey (1997) nustatė, kad globalūs rizikos veiksniai labiau veikia besivystančių šalių vidaus rinkas, nei vidiniai tų šalių rizikos veiksniai. Rowenhorstas (1999) nustatė, kad besivystančių ir išsivysčiusių rinkų koreliacija stiprėja nuo 1992 m.

Kearney (2007) apskaičiavo globalizacijos indeksą 72 šalims, sukuriančioms 97 proc. viso pasaulio BVP bei kuriose gyvena 87 viso pasaulio gyventojų. Indeksui apskaičiuoti buvo naudojama 12 kintamųjų, sugrupuotų į keturias kategorijas: ekonominė integracija, asmeniniai kontaktai, technologiniai ryšiai bei politiniai įsipareigojimai. Pagal šį indeksą labiausiai globalizuotos yra Rytų Azijos, Šiaurės bei Vakarų Europos šalys, Šiaurės Amerikos šalys bei Australija ir Naujoji Zelandija. Iš Baltijos šalių labiausiai globalizuota yra Estija, užėmusi 10 vietą tarp labiausiai globalizuotų šalių<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Labiausiai globalizuotų šalių dvidešimtukas pagal Kearney (2007): 1. Singapūras, 2. Honkongas, 3. Olandija, 4. Šveicarija, 5. Airija, 6. Danija, 7. JAV, 8. Kanada, 9. Jordanija, 10. Estija, 11. Švedija, 12. Didžioji Britanija, 14. Austrija, 15. Belgija, 16. Naujoji Zelandija, 17. Norvegija, 18. Suomija, 19. Čekija, 20. Slovėnija.

Lenkijos nacionalinio banko prezidento pavaduotojas Rybinski (2006) įvardino tokius pagrindinius faktorius, įtakojusius kapitalo srautų struktūros pasikeitimus pasaulinėje finansų rinkoje:

- Nacionalinių finansų rinkų liberalizacija ir su tuo susijusi auganti finansinių institucijų konkurencija;
- Technologinis progresas informacinių ir telekomunikacijų srityse;
- Greitesni informacijos srautai ir jų standartizacija;
- Nacionalinių ekonominių globalizacija įvairiais aspektais (prekyba, institucijos, nuosavybės struktūra, kapitalas ir žinios).

Taigi globalizacija yra vis labiau įsivyraujantis bei neišvengiamas procesas pasaulyje, užtikrinantis lengvesnę priėjimą prie kapitalo išteklių įmonėms bei fiziniams asmenims, suteikiantis didesnę investicinių produktų pasirinkimą, tačiau tai veda prie didesnės rizikos, efektyvaus diversifikavimo problemos bei rizikos suvaldymo.

### **1.3. Fondų rinkos saugumo samprata**

Vertybinių popierių rinka, kaip ir visa ekonomika turi judėjimo ciklus: augimą keičia nuosmukis, nuosmukį – augimas. Tačiau dideli svyravimai vertybinių popierių rinkoje kelia grėsmę investicijų saugumui bei šalies ekonomikos stabilumui, taigi jie nėra pageidautini.

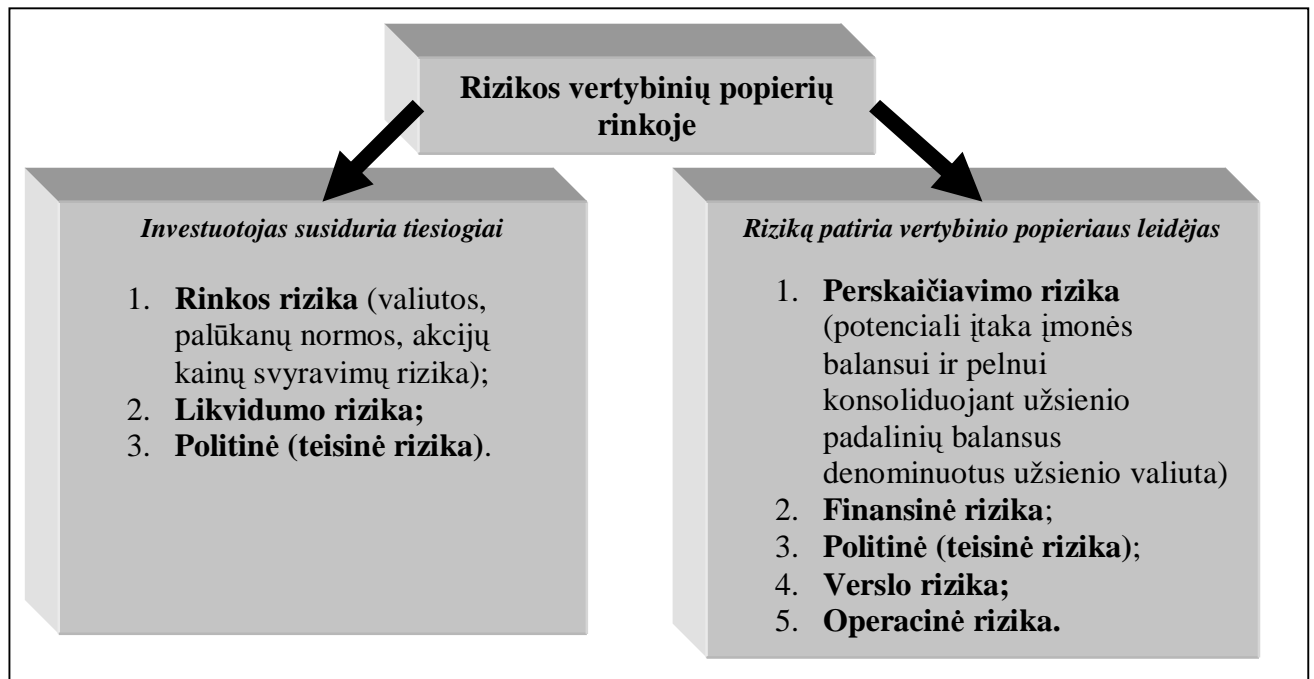
Šiame darbe nebus nagrinėjama atskirų vertybinių popierių rizika, kuri gali būti suvaldyta tinkamai diversifikavus investicinį portfelį. Vertybinių popierių rinkos saugumas bus vertinamas makro lygmeniu.

#### **Rizika**

Fondų rinkos saugumo samprata siejasi su rizika. Kancerevyčius (2009) riziką apibūdina kaip tikimybę, jog investicijų faktinis pelningumas ar pinigų srautai bus kitokie nei planuota. Kuo didesnis nukrypimas nuo plano – tuo didesnė rizika. Jei investicijų pelnas yra užtikrintas ir tiksliai žinomas – rizikos nėra.

Būtina paminėti, kad aukštą pelno maržą lydi ir atitinkamai didesnė rizika, t.y. kuo investicija saugesnė, tuo mažesnę pelną ji garantuoja.

Vertybinių popierių rinkoje investuotojas susiduria su keletu rūšių rizikų (žr. 1 pav.).



1 pav. **Rizikų, su kuriomis susiduria investuotojas fondų rinkoje, skirstymas**

**Šaltinis:** sudaryta pagal Kancerevyčius, 2009.

*Rinkos rizika* yra viena svarbiausių rizikų šiais laikais, kadangi ypač auga bankų turimi rinkos instrumentų portfeliai, ir jiems valdyti reikia jautresnių priemonių. Kancerevyčius (2009) išskiria tokius rinkos rizikos valdymo metodus: nominalūs (sąlyginiai), bazinių faktorių jautrumo matavimas, bazinių opciono faktorių įvertinimas, scenarijaus modeliavimas, rizikos vertė, testavimas nepalankiausiomis sąlygomis. Nauji metodai nuolat kuriami.

Kancerevyčius (2009) *rinkos riziką* skiria į dvi grupes:

- sisteminę (bendrają) – bendrus turto klasei arba visai tam tikro instrumento rinkai kainų pokyčius);
- specifinę (nesisteminę) – tik tam tikram atskiram instrumentui priskirtinus kainų pokyčius).

*Likvidumo rizika* – tai rizika, kad kita sandorio šalis laiku neįvykdys įsipareigojimo, tačiau galų gale jį įvykdys pilnai. Rinkos likvidumą gali sumažinti tam tikri įvykiai, kaip kad biržos kainų krachas, kada nebegalima parduoti normalia kaina, nes veikia panika ir pirkėjų mažai. Rinkos likvidumas pablogėja ir globalinių krizių metu, nes sumažėja investuotojų rizikos „apetitas“, o tai atsispindi kainose. Taip pat blogesnis likvidumas būna mažose rinkose, kur mažai dalyvių ir neaktyvi prekyba. Tada būna didesni skirtumai tarp pirkimo ir pardavimo kainų, atspindintys likvidumo riziką. Mažas

likvidumas gali lemti tai, kad investuotojas galės parduoti savo investiciją už neteisingą kainą. (Kancerevyčius, 2009).

Yra atveju, kai atskiros šalys paskelbia įsipareigojimų nevykdymą. Kancerevyčiaus (2009) teigimu, įsipareigojimų nevykdymu laikoma, jeigu:

- finansinio instrumento emitentas neįvykdo mokėjimų pagal įsipareigojimus arba įvykdo ne laiku, arba įvykdo blogesnėmis kreditoriui sąlygomis, paprastai po restruktūrizacijos;
- centrinis bankas pakeičia nacionalinę valiutą, sumažindamas jos vertę (devalvacija);
- skolininkas neįvykdo mokėjimų pagal bankų paskolas arba įvykdo ne laiku, arba įvykdo blogesnėmis kreditoriui sąlygomis, paprastai po restruktūrizacijos.

Įsipareigojimų nevykdymą užsienio valiuta nuo 1975 m. paskelbė 76 šalys, kai kurios ir ne po vieną kartą. Dažniausiai įsipareigojimų nevykdymas buvo laiku nesumokant pagal bankų paskolas (75 atvejai). Dažniausiai sprendimas būdavo senosios skolos pakeitimas nauja (*Brady obligacijos*) arba termino pratęsimas. Užsienio valiuta denominuotų obligacijų įsipareigojimų nevykdymas nuo 1975 m. iki 2000 m. buvo devyniose šalyse. Aštuoniais atvejais buvo dvigubas įsipareigojimų nevykdymas – ir euro obligacijų, ir bankų paskolų (Kancerevyčius, 2009).

### **Finansų ir ekonominės krizės**

Kitas reiškinys, turintis neigiamos įtakos vertybinių popierių rinkų saugumui – finansų ir ekonomikos krizės. 2007 m. JAV prasidėjusi finansų krizė tebesitęsia ir šiuo metu laikoma viena didžiausių istorijoje finansų krizių. Krizę sukėlė kritęs pasitikėjimas JAV ipotekos vertybiniais popieriais. Šie vertybiniai popieriai buvo užtikrinti būsto paskolų portfeliu. Problemos kilo, kai sustojus būsto kainų kilimui, padaugėjo paskolų nemokėjimo atvejų, sumažėjo portfelio kredito kokybė ir ėmė aiškėti, kad šie vertybiniai popieriai gali būti neverti kainos, už kurią buvo įsigyti.

JAV ipotekos vertybiniais popieriais buvo suteiktas aukščiausias pasitikėjimo reitingas, taigi jie buvo laikomi saugiomis investicijomis. Dėl JAV ipotekos vertybinių popierių kainos kritimo, nuostolius patyrė ne tik JAV, bet ir viso pasaulio bankai, investiciniai fondai.

Bankams patyrus didžiulius nuostolius, kilo likvidumo krizė, nes bankai nesutiko skolinti vienas kitam. Priversti grąžinti besibaigiančius savo įsiskolinimus ir negalėdami jų padengti iš naujo skolindamiesi, bankai pateko į nepavydėtiną padėtį. Pasireiškė domino efektas, kadangi daugelis finansinių institucijų viena su kita yra susijusios. Be to, stipriai smuko akcijų rinkos. Smukusios finansinio turto kainos taip pat kirto pensijų fondams bei draudimo kompanijoms.

Vystantis situacijai, kreditų „badas“ persimetė į sektorius, kurie tiesiogiai nebuvo susiję su būsto paskolomis. Tačiau visame pasaulyje bankai ir kitos finansinės institucijos buvo prisipirkę skolos vertybinių popierių, užtikrintų būsto paskolomis (t.y. tų skolos vertybinių popierių išpirkimas ir palūkanų mokėjimas tiesiogiai susijęs su užtikrinančio būsto paskolų portfelio pinigų srautais).

Jeigu tokio būsto paskolų portfelio pinigų srautai pašlyja ir nebegali padengti mokėjimų skolos vertybinių popierių savininkams, vertybinis popierius tampa bevertis. Tokių vertybinių popierių vertė bankų balansuose turi būti koreguojama, ir bankui toks nuvertėjimas reiškia nuostolį

Esant tokiai situacijai, dėl blogų žinių stipriai smuko akcijų rinkos visame pasaulyje. Nepaisant Vyriausybių veiksmų, pasaulinė finansų sistema beveik žlugo. Beveik visų biržų pagrindiniai indeksai mušė kritimo rekordus. 2008 m. spalio 6 d. britų *FTSE100* patyrė didžiausią istorijoje smukimą per dieną. Tą pačią dieną *Dow Jones Industrial Average* užsidarė žemiau 10 000 punktų ribos, tai 30 proc. žemesnis lygis negu beveik prieš metus, kai 2007 m. spalio 9 d. jis buvo peržengęs 14 000 punktų ribą. O 2008 m. spalio 9 d. *Dow Jones* jau sumušė naują antirekordą – užsidarė žemiausiame per penkerius metus lygyje - žemiau 8 600 punktų. 2008 m. spalio 10 d. Rusijos biržos iš viso liko uždarytos, akcijų rinkos Europoje ir Azijoje patyrė krachą. Europos akcijų indeksai smuko daugiau nei 10 proc. per pirmą prekybos valandą. Kai kurios rinkos patyrė didžiausią smukimą nuo 1987 m., o indeksas *S&P 500* - didžiausią smukimą nuo Volstryto kracho 1929 m. Niujorko birža užsidarė savaitei, prieš tai per savaitę praradusi 18 proc. vertės. Rusijos akcijų rinka per tris mėnesius neteko 70 proc. vertės (Kancerevyčius, 2009).

Krizės pradžią prognozavo daugelis ekspertų ir rodiklių, tačiau krizės išvengti nepavyko. Garsus Niujorko universiteto profesorius Nouriel Roubini, kuris prieš kelerius metus nuspėjo artėjančią krizę, prognozuoja, kad vien JAV finansinių institucijų nuostoliai gali pasiekti 3,6 trilijonus JAV dolerių, iš kurių pusė tektų bankams. Panaši padėtis ir Europoje. JAV bankų kapitalui siekiant 1,4 trilijonus JAV dolerių, tai reiškia, kad JAV bankų sistema yra nemoki – nuostoliai didesni nei kapitalas.

Krizių atpažinimui yra sukurta daugybė sistemų. Tarptautinis valiutos fondas sukūrė rizikos indikatorių ir tinkamų makroekonominių rodiklių sistemą. Eksperto kreditavimo ir eksperto draudimo agentūros skaičiuoja šalies rizikos premijas. Reitingų agentūros skelbia užsienio šalių rizikos reitingus. Po Azijos krizės Tarptautinis valiutos fondas, išanalizavęs 76 valiutų krizes ir 26 bankų krizes, ėmė kurti ankstyvą krizių atpažinimo sistemą. Įvairūs tyrinėtojai naudojo įvairius indikatorius išnagrinėti valiutų krizių atsiradimą ir nuspėjimo galimybę, tačiau nors rizikos vertinimai ir krizių prognozės apima daugelį indikatorių ir procedūrų, dažnai tai paremta subjektyviu parinkimu ir vertinimu.

### **Reitingai**

Siekiant įvertinti pokyčius vertybinių popierių rinkoje, sukurti rinkos indeksai. Šie rodikliai atspindi investicijų riziką bei rinkos tendencijas.

Reilly ir Brownas (2007) išskiria penkias vertybinių popierių rinkos indeksų panaudojimo galimybes:



1. Indekso vertes galima panaudoti paskaičiuojant bendrą gražos ir rizikos lygį rinkoje ar dalyje rinkos per tam tikrą laiko periodą. Apskaičiuotą indekso gražą galima prilyginti etalonui ir palyginti su individualiu investicijų portfeliu. Pagrindinė prielaida, vertinant portfelio charakteristikas yra, kad kiekvienas investuotojas gali patirti didesnę riziką, lyginant su rinka, atsitiktinai pasirinkęs vertybinius popierius iš visos rinkos. Visgi profesionalus investuotojas, turėtų pasirinkti geresnį portfelį, nei rinkos vidurkis. Taigi rinkos indeksas gali būti naudojamas kaip etalonas, siekiant įvertinti profesionalius investicijų valdytojus.

2. Kita indekso nauda – vystyti indeksu paremtą portfelį. Daugeliui investicijų valdytojų yra sunku veikti geriau, negu rinkos indeksas, taigi kaip alternatyva – investuoti pamėgdžiodami šį rinkos portfelį. Šis supratimas leido sukurti indeksu paremtus fondus, kur investicijų į vertybinius popierius struktūra atitinka indekso skaičiavimo struktūrą.

3. Vertybinių popierių rinkos analitikai, portfelių valdytojai ir akademikai tyrinėja vertybinių popierių rinkos indeksus, siekiant iširti veiksnius, įtakančius bendrus vertybinių popierių kainų svyravimus (indeksas naudojamas išmatuoti bendros rinkos judėjimus). Tokiu būdu galima tarpusavyje palyginti alternatyvių turto klasių riziką (pvz. akcijų, obligacijų ir nekilnojamo turto rinkas).

4. Kita grupė žmonių indeksais domisi, tikėdami, kad praeities kainų svyravimai gali būti panaudojami nuspėjant ateities svyravimus (vertybinių popierių techninės analizės specialistai).

5. Analizuojantys portfelio ir kapitalo rinkų teoriją, mano, kad svarbiausia rizika individualiam rizikingam turtui yra sisteminė (rinkos) rizika. Tai rodo ryšį tarp rizikingo turto pelningumo ir visos rinkos rizikingo turto portfelio pelningumo. Taigi visos rinkos indeksas yra naudojamas portfelio iš rizikingo turto vertinimui.

Kredito reitingas atspindi emitento sugebėjimą įvykdyti savo įsipareigojimus ir kreditingumą. Beveik visos įmonių ir municipalinės obligacijos turi reitingą. Tik kai kurios specifinės, pvz. bankų obligacijos neturi reitingų. Reitingų agentūros traktuoja reitingus kaip nuorodą į ateitį apie santykinę riziką, kad skolos emitentas pajėgs ir norės atlikti pilnus ir savalaikius palūkanų bei nominalo mokėjimus. Agentūros nesiekia, kad reitingai suteiktų informaciją apie nemokumo momentą arba apie absoliutų rizikos lygį, susijusį su atskiru instrumentu. Absoliutus rizikos lygis lemiamas ekonomikos ciklo ir kitų išorinių veiksnių. Pavyzdžiui, krizės metu net aukščiausio reitingo įmonių skolos įsipareigojimų nevykdymo tikimybė padidėja, lyginant su kitais laikotarpiais. Tačiau agentūros tikisi, kad aukštesnio reitingo emisijų įsipareigojimų nevykdymas įvyks rečiau, negu žemesnių reitingų. Be to, agentūros stengiasi įvertinti ekonominius, politinius, kredito ir žaliavinių prekių kainų ciklus, kad vien tik dėl jų reitingo keisti netektų. Reikia žinoti, kad agentūrų taikoma skolos įsipareigojimų nevykdymo sąvoka nesutampa su teisine jų sąvoka.

Kai kurie tyrinėtojai teigė, kad tokia praktika skatina agentūrą suteikti aukštesnį reitingą, tačiau agentūros tokį kaltinimą atmeta, esą reputacija yra svarbiau už vienkartinę naudą. Be to, netikslūs reitingai gali teisiškai brangiai kainuoti.

Emitentas gauna pradinį reitingą ir vėliau reguliarias reitingų korekcijas. Reitingų peržiūrėjimą „Moody’s“ praneša pažymėdamas prie reitingo simbolių apie patikslinimą (angl. under review), o „Standard&Poor’s“ skelbia apie keičiamą požiūrį arba kredito rizikos stebėjimą. „Moody’s“ duomenimis, du trečdaliai reitingų peržiūrėjimų baigėsi pakeitimu, kitais atvejais buvo patvirtinti seni.

Kriterijai, kokiais remiantis reitingų agentūra „Standard&Poor’s“ suteikia reitingus šaliai bei įmonei pateikti 1 ir 2 priede.

Šalies reitingai gali būti suteikiami vyriausybės skolos emisijoms vietine ir užsienio valiuta. Šie reitingai gali turėti didelę įtaką kitiems šalies ūkio subjektų reitingams, nes nustato reitingams „šalies lubas“. Paprastai šalyje veikiančios įmonės negauna geresnių reitingų negu šalies reitingai, nors tokių atvejų paskutiniu metu pasitaiko vis daugiau. Šalies valiuta denominuotai skolai ūkio subjektas gali turėti daugiau likvidumo ir turto lyginant su įsipareigojimais, negu vyriausybė ir tada jos reitingas gali būti aukštesnis. Esant įsipareigojimams užsienio valiuta situacija yra keblesnė. Ūkio subjektas gali turėti geresnę padėtį negu vyriausybė, tačiau pastaroji gali nustatyti kapitalo judėjimo kontrolę, kuri apribotų valiutos konvertavimą. Tokiu atveju privačios įmonės kredito reitingą pakelti gali trečiosios aukštą reitingą turinčios šalies garantijos arba užstatas (garantas) užsienyje.

Šalies reitingai turi ilgesnę ir įvairesnę istoriją, nei įmonių reitingai. Jau trečiajame dešimtmetyje pagal viešą informaciją buvo suteikiami užsienio šalių obligacijų reitingai. Tada nustatant reitingą dar nebuvo kalbama su emitento atstovais. Didžiosios Depresijos metais daugelio šalių reitingai buvo sumažinti, o Japonijos ir Vokietijos net nukrito į spekuliacinį lygį. Artinantis II-ajam pasauliniam karui, Europos šalių reitingai greitai smuko, ir 1939 m. visi regiono šalių obligacijų reitingai buvo spekuliacinio lygio, išskyrus Britanijos. Vokietija gavo įsipareigojimų nevykdančio emitento kredito reitingą 1939 m. spalio mėnesį, o 1940 m. birželį „Standard Statistics“ sustabdė daugumos šalių reitingavimą (Kancerevyčius, 2009).

Nepaisant didelio reitingų agentūrų prestižo ir reikšmės, 2007-2008 metais jos sulaukė daug kritikos iš investuotojų. Pirmiausia paaiškėjo, kad reitingų agentūrų reitingai, suteikti antrarūšėmis hipotekos paskolomis garantuotoms obligacijoms neatitiko realybės. Tiesa paaiškėjo, kai JAV subliūško antrarūšių būsto paskolų burbulas. Kitas faktas parodantis, kad reitingai ne visada objektyviai atspindi rizikos laipsnį, paaiškėjo 2008 m. gegužę, kai agentūra „Moody’s“ paskelbė, kad dėl klaidos reitingo skaičiavimo programos kode daugybė reitinguotų tam tikro tipo finansinių instrumentų gavo keturiomis pakopomis didesnius reitingus (AAA), negu būtų turėję gauti nesant klaidos (BBB).

Skirtingų agentūrų reitingai dėl skirtingų vertinimo kriterijų gali nesutapti, dėl to stambesnės kompanijos siekia gauti dviejų, kartais net trijų agentūrų reitingus.

Reitingų reikšmė ateityje dar labiau augs. 2006 m. įsigaliojo nauja Bazelio Kapitalo Sutartis. Pagal jos nuostatas, bankai gali vertinti kredito riziką pagal oficialių reitingų agentūrų suteiktus kredito reitingus. Bendrovėms, turinčioms tokius reitingus, lengviau skolintis, kadangi dėl reitingo bankai turi galimybę taikyti žemesnį kapitalo poreikio koeficientą (t.y. kapitalo poreikio atžvilgiu paskola reitingą turinčiai bendrovei bankui bus pigesnė laikomo kapitalo požiūriu).

#### **1.4. Ekonominių rodiklių ir fondų rinkos ryšys**

Ekonomika kaip visuma neatsiejama nuo visos finansų rinkos. Ji glaudžiai susijusi su pokyčiais fondų rinkoje. Tai sudėtinė sistemos dalis, nes makroekonominių rodiklių pokyčiai smarkiai įtakoja fondų rinką, vertybinių popierių pajamingumą. Krintant makroekonominiams rodikliams, vertybinių popierių rinkos indeksas taip pat turi pagrindą kristi žemyn. Lietuva yra maža, atviros ekonomikos šalis, taigi svyravimus Lietuvos vertybinių popierių rinkoje įtakoja ne tik Lietuvos, tačiau ir viso Pasaulio ekonomikos pokyčiai. Be abejo, tam turi įtakos globalizacija finansų rinkoje.

Kaip teigia vienas iš finansinės globalizacijos tyrinėtojų Warnockas (2007), atskirų šalių finansų rinkos yra per daug susietos, dėl ko kyla ir didelių finansinių krizių rizika. Net jei vietinės rinkos būtų labai smarkiai išvystytos, siekiant sumažinti kitų šalių finansų rinkų įtaką, pasaulinių finansinių krizių metu, jos vis tiek neatsilaikytų prieš pasaulines tendencijas.

Makroekonominių dydžių pokytis (palūkanų normos lygis, infliacija, nedarbas ir kt.) įtakoja individualių ūkio subjektų vartojimo išlaidų, taupymo bei investavimo sprendimus. Makroekonominė aplinka įtakoja vartotojų lūkesčius, kas daro tiesioginę įtaką vartotojų priimamiems investavimo sprendimams. Sumažėjus vartotojų realioms gaunamoms pajamoms, tuo pačiu perskirstomos ir vartotojų išlaidos – didesnė dalis skiriama pirmo būtinumo reikmėms, mažėja antro būtinumo reikmėms bei taupymui skiriamų pajamų dalis.

Ekonomikos ir akcijų rinkos rodiklių tarpusavio ryšys yra gana plačiai nagrinėjamas mokslinėje literatūroje. Yra atlikta nemažai tyrimų, siekiant nustatyti makroekonominių rodiklių reikšmingumą vertybinių popierių rinkos pokyčiams. Jus trumpai ir apžvelgsime.

Boreika ir Palinkus (2009) atlikę makroekonominių rodiklių ir akcijų kainų tarpusavio ryšio Baltijos šalyse tyrimą, teigia, kad ryšys tarp makroekonominių rodiklių ir akcijų kainų yra tiesioginis. Keičiantis makroekonominiams rodikliams šalyje, atitinkamai keičiasi ir akcijų vertė. Tokios tendencijos būdingos visoms trimis Baltijos šalims (Lietuvai, Latvijai ir Estijai), tačiau skirtingose šalyse tarpusavio priklausomybės stiprumas tarp skirtingų makroekonominių rodiklių skiriasi.

Pagal Boreikos ir Palinkaus (2009) tyrimą, Estijoje ir Lietuvoje akcijų indeksą labiausiai įtakojo pinigų kiekis rinkoje, tačiau Latvijoje šis rodiklis – trečias pagal svarbumą. Latvijos akcijų rinkai didesnę įtaką turi BVP ir individualaus vartojimo išlaidos. Pastarojo rodiklio ryšys su Estijos akcijų rinka yra statistiškai nereikšmingas (Spirmeno koreliacijos koeficientas  $< 0,3$ ).

Boreika ir Palinkus (2009) tyrė akcijų indekso priklausomybę tik su 6 rodikliais (vartojimo išlaidomis, BVP, statybos kainų indeksu, nedarbu, tarpbankinėmis palūkanų normomis bei pinigų kiekiu. Autoriai nenurodo, koks pinigų kiekis yra imtas tyrimui. Netiriamas ryšys su infliacija, valstybės skola, vidutiniu darbo užmokesčiu, eksporto ir importo apimtimis, vartotojų ir pramonės pasitikėjimo bei kitais rodikliais.

Vieningos nuomonės, ar vertybinių popierių rinkos vystymasis lemia šalies ekonomikos augimą, ar, priešingai, akcijų rinkos vystymasis yra ekonomikos augimo pasekmė, nėra: vieni ekonomistai teigia, kad ekonomikos augimą skatina įvairios technologinės ir finansinės naujovės, o šias – finansų sektoriaus sugebėjimas užsitikrinti verslininkų pasitikėjimą; kiti mano, kad būtent ekonomikos augimas sukuria paklausą įvairioms finansinėms paslaugoms (Čepinskis ir Jonynas, 2009).

Mokslininkai (Filer et al., 2000) ištyrę 64 šalių akcijų rinkos ir ekonomikos vystymosi tarpusavio priklausomybę padarė išvadą, kad akcijų rinkos plėtojimas įtakoja šalies ekonomikos augimą. Šis teiginys pagrindžiamas tuo, kad išvystyta vertybinių popierių rinka užtikrina aukštą likvidumą, kas mažina užsienio kapitalo pritraukimo kaštus. Autorių teigimu, akcijų rinkos augimas labiau įtakoja besivystančių rinkų ekonomiką. Tačiau vertybinių popierių rinkos augimas neįtakos ekonomikos augimo, esant dideliame korupcijos lygiui, vyriausybės kišimuisi bei nesukūrus efektyvios institucinės bazės.

Mohtadi ir Agarwalas (2004) ištyrę 21 šalies 1977-1997 m. periodą taip pat nustatė, kad akcijų rinkos augimas ilgam periode įtakoja ekonomikos augimą (BVP, tiesiogines užsienio bei vietines investicijas). Šių autorių teigimu, akcijų rinkos augimas įtakoja ekonomikos augimą tiesiogiai (per rinkos likvidumą) ir netiesiogiai (rinkos kapitalizacijos rodiklis). Akcijų rinkos augimas sumažina likvidumo ir produktyvumo šokus.

Cheungas ir Ngas (1998) atlikę Kanados, Vokietijos, Italijos, Japonijos bei JAV ekonominių rodiklių ir nacionalinių akcijų rinkų indeksų svyravimų analizę, nustatė, jog šių šalių akcijų rinkų pokyčiai buvo tipiškai susiję su visumine realia ekonomikos būkle. Minėtų šalių akcijų rinkų indeksų svyravimams reikšmingos įtakos turėjo naftos kaina, gyventojų vartojimas, pinigų kiekis bei gamybos apimtis.

Kiti ekonomistai, pvz. Jonesas (1996), akcentuoja ekonomikos ir akcijų rinkos rodiklių abipusę įtaką ir ryšį, t.y. ekonomikos augimas įtakoja vertybinių popierių rinką, tačiau ir plėtojantis vertybinių popierių rinkai, sparčiau auga visos šalies ekonomika. Finansų rinkos atspindi šalies ekonomikos

būklę, nes jos rodo įmonių nuomonę apie šalies perspektyvas ateityje, t.y. vertybinių popierių kainų kitimas parodo investuotojų lūkesčius.

Leipaus ir Norvaišos (2003) teigimu, labai mažai požymių patvirtina tokią nuomonę, kad finansų rinka tiesiogiai veikia ekonomiką, finansų rinka paprasčiausiai parodo žmonių nuomonę apie šalies ekonomikos elgseną artimiausioje ateityje. Tą atspindi įvairių šalių finansų rinkų indeksai (Dow Jones Industrial Average (DJIA), Standard and Poor's (S&P), NASDAQ, NIKKEI225, DAX, OMXV ir kt.).

Danilenko (2009), atlikusi makroekonominių bei finansinių rodiklių poveikio Lietuvos akcijų indekso OMXV gražai per 2000-2008 m. tyrimą, nustatė, kad minėto indekso gražą įtakoja BVP, BVP, tenkantis vienam gyventojui, importas, tiesioginės užsienio investicijas bei valdžios sektoriaus pajamos. Tačiau Granger priežastingumo tyrimas parodė, kad tokie rodikliai kaip eksportas, vidutinis mėnesinis neto darbo užmokestis, nedarbo lygis, valdžios sektoriaus išlaidos, statybų apimtys neturėjo reikšmingos įtakos OMXV indekso gražai.

## **1.5. Fondų rinkos priežiūra**

Kokybiška finansų įstaigų priežiūra yra vienas iš svarbiausių veiksnių, užtikrinantis sėkmingą finansų sistemos funkcionavimą, užtikrinantis finansų sistemos stabilumą, finansų įstaigų veiklos efektyvumą, jos plėtrą bei tuo pačiu turintis apginti finansų įstaigų klientų interesus. Efektyvi priežiūra pritraukia į šalį didesnius investicijų srautus. Allenas ir Heringas (2001), be minėtų, išskiria kitą veiksnį, dėl ko reikalingas valstybinis reguliavimas, tai – socialinių interesų gynimas (kovoti su organizuotu nusikalstamumu bei užtikrinti nuosavybės teises).

Finansų įstaigų priežiūros modelio pasirinkimas įtakoja priežiūros veiksmingumą. Raškinių (2002) teigimu, didėjanti finansų rinkų integracija, finansų įstaigų susijungimų ir susiliejimų tendencijos, naujų išvestinių finansinių priemonių atsiradimas veda prie specializuotų finansų sistemos priežiūros institucijų mažėjimo. Vietoj jų įsteigiamos bendros, visų finansinių institucijų priežiūros tarnybos.

Latvijoje ir Estijoje finansų įstaigų priežiūra atlieka viena institucija (nuo 2001-2002 m.), Lietuvoje – trys (Vertybinių popierių komisija, Centrinis bankas, Draudimo priežiūros komisija). Raškiniai (2002) kaip vieną iš tokio Lietuvoje veikiančio finansų sistemos priežiūros modelio trūkumų išskiria galimą per griežtą ir per daug intensyvią priežiūrą, dėl ko patiriamos per didelės sąnaudos.

Vertybinių popierių rinkoms tampant vis labiau susijusiomis, iškilo poreikis suvienodinti reguliavimo ir priežiūros principus. Tuo tikslu Europos Sąjungoje vertybinių popierių rinkos reguliavime buvo pritaikytas Lamfalussy metodas. 2001 m. Lamfalussy (buvęs Europos pinigų instituto prezidentas), įvardines ES vertybinių popierių rinkos reguliavimo trūkumus, pasiūlė pereiti

prie keturių lygių sistemos. Minėta sistema turėtų pašalinti tuometinius ES taisyklių kūrimo ir diegimo trūkumus (Nausėdaitė, 2008):

- esama sistema nelanksti ir nedinamiška, sunku reaguoti į rinkos pokyčius;
- neužtikrina vieningo ES taisyklių supratimo ir taikymo skirtingose šalyse.

Pagal Lamfalussy pasiūlytą naująjį metodą fondų rinkos reguliavimas suskirstytas į keturis lygius pagal priemonių rūšis bei reguliavimą vykdančias tarnybas (žr. 1 lent.). Kaip aiškina Laurinavičius (2008), pirmuoju lygiu siekiama, kad Europos Parlamento ir Tarybos priimamuose teisės aktuose būtų nustatyti tik pagrindiniai vertybinių popierių rinkos teisinio reguliavimo principai. Antrajame lygyje jie detalizuojami Europos Komisijai priimant tam tikras priemones. Trečiasis lygis turi užtikrinti kuo nuoseklesnį teisės aktų ES valstybėse įgyvendinimą, o ketvirtuoju lygiu būtų vykdoma šių principų laikymosi priežiūra.

**1 lentelė. Lamfalussy metodo veikimas**

<b>Lygis</b>	<b>Priemonė</b>	<b>Veikėjas</b>	<b>Lietuvoje atstovauja</b>
1	Direktyva (principai ir tikslai)	Taryba ir Parlamentas	
2	Direktyva/reglamentas (detalus reglamentavimas)	Europos Komisija <i>Konsultuoja:</i> Vertybinių popierių komitetas  <i>Rengia pasiūlymus:</i> Vertybinių popierių reguliatorių komitetas	Finansų ministerija  Vertybinių popierių komisija
3	Gairės, standartai, bendri darbo metodai	Vertybinių popierių reguliatorių komitetas CESR	Vertybinių popierių komisija
4	Reikalavimų laikymosi priežiūra	Europos Komisija Vertybinių popierių komisija	

**Šaltinis:** Nausėdaitė, 2008.

Kaip matome, Lietuvoje pagrindinę priežiūros funkciją atlieka Vertybinių popierių komisija, kurios reguliavimas pasireiškia per fondų rinkos dalyvių (emitentų, finansų maklerių ir investicinių fondų) reguliavimą. Tačiau Lietuvos fondų rinkos reguliavimą įtakoja ir Finansų ministerija bei Europos Sąjungos institucijos. Vertybinių popierių komisijos reikšmę Lietuvos fondų rinkos saugumui apžvelgsime 2.1.2. skyrelyje.

## 1.6. Monetarinės politikos įtaka fondų rinkai

Rinkos ekonomikos cikliniai svyravimai yra neišvengiami ir rinkos mechanizmas savaime dar negarantuoja nuoseklaus ir tolygaus ekonomikos augimo. Rinkai būdingi nuosmukio ir pakilimo ciklai, neišvengiami gamybos nuosmukiai, infliacijos procesai, finansinės krizės. Su visais šiais neigiamais reiškiniais turi susidoroti valstybė.

Rakauskienės (2006) teigimu, dėl ciklinių rinkos svyravimų nei viena vyriausybė, kad ir kokia konservatyvi ji bebūtų, negali išvengti kišimosi į ekonomiką, pasitikėdama vien tik rinkos mechanizmo savireguliacijos principu. Šiuolaikinė valstybė yra atsakinga už gerai veikiančius teisinius pagrindus, ekonomikos plėtrą. Vienas iš rinkos reguliavimo svertų – įstatymų kūrimas ir taikymas.

Dž. Sorošo teigimu, Pasulyje nėra nei vienos finansinės institucijos, kuri galėtų garantuoti finansų stabilumą (galima tik pagerinti padėtį, bet ne garantuoti), nes finansų rinka iš prigimties yra nestabili ir neprognozuojama.

Valstybės kišimasis į rinką turi būti labai apgalvotas. Rakauskienė (2006) iškelia rinkos valstybinio reguliavimo problemą: dabartinė monetarinė politika skatina spekuliacija finansais, o ne tikrąjį verslą. Visa ekonominė politika nukreipta į trumpalaikį ir greitą pelną, spekuliacinį lošimą, kuri tam tikra prasme lemia svyravimai fondų biržose, o ne gamybos priežastys. Finansų sektorius veikia automatiškai ir yra tarsi atskirtas nuo realaus sektoriaus.

Kaip aiškina Napolitano (2006), monetarinės politikos įtaka akcijų kainoms pasireiškia per trumpo laikotarpio palūkanų normas, kas laikoma kaip palyginamasis rodiklis trumpo laikotarpio pelnui ir yra naudojamas pelno, kuris bus uždirbtas ateityje, diskontavimui. Taip pat Centrinis Bankas veikia aktyvų kainas per lūkesčius dėl pinigų rinkos palūkanų normos netolimoje ateityje. Ilguoju laikotarpiu įtaka pasireiškia per tai, kokios infliacijos tikimasi ateityje (tai įtakoja dabartines ilgalaikio turto kainas, kadangi į ją būna įskaičiuota infliacijos premija). Taigi pagrindinės monetarinės politikos priemonės: pinigų kiekis, diskonto norma ir valstybės vertybinių popierių palūkanų norma.

Tarp ekonomistų vyksta diskusijos dėl monetarinės politikos įtakos akcijų grąžai. Vieno požiūrio atstovai, įvertinę pinigų bendrą kiekį ir pinigų paklausą, mano, kad akcijų grąža inertiška monetarinei politikai. Kiti mokslininkai įsitikinę, kad praeityje vykę pinigų kiekio pasikeitimai nedaro reikšmingos įtakos akcijų rinkai. Pirmasis požiūris pabrėžia finansų rinkų lūkesčių reikšmę monetarinės politikos kryptį ateityje.

Bordo ir Wheelockas (2007) teigimu, susidomėjimas monetarinės politikos įtaka aktyvų rinkai ir jos kainoms prasidėjo apie 1990 m. Tai lėmė akcijų, nekilnojamo turto ir kitų aktyvų kainų augimas JAV ir kitur. Kai kurie ekonomistai įrodinėja, kad finansų rinkos yra iš prigimties nestabilios ir kad rinkos kainos dažnai nuklysta nuo pagrindinių taisyklių, siūlydami, kad politikos formavimas galėtų pakelti gerovę, stengiantis sumažinti aktyvų kainų bumą (pakilimą), ypač jei staigus nuosmukis aktyvų

rinkoje gali nuslopinti ekonominį aktyvumą. Kiti ekonomistai tvirtina, kad finansų rinkos atspindi informaciją efektyviai. Šie ekonomistai tiki, kad politikos kūrėjai dažnai negali nustatyti, nulemti, kada aktyvai yra neteisingai įvertinti, vadinasi jie negali padidinti bendro gerovės rezultato reaguodami į aktyvų kainos dinamiką.

Monetarinis neutralumas duoda suprasti, kad monetarinė politika neturėtų įtakoti akcijų kainų ilgu periodu. Empirinės studijos parodo, kad vis dėlto, politiniai veiksmai įtakoja akcijų kainas trumpu periodu ir daugelis tyrinėtojų politikos taisyklių forma, naudojama monetarinės valdžios, taip pat gali įtakoti turto rinkas ilgu periodu (Bordo ir Wheelock, 2007). Trumpuoju periodu monetarinės politikos veiksmai gali paveikti akcijų rinkas, pakeisdami lūkesčius dėl dividendų palūkanų normos bei akcijų premijos.

Pagal empirinius tyrimus, remiantis „Standard & Poor’s“ 500 akcijų indeksu, monetarinė politika turi didesnę efektą meškų rinkoje – kai rinkos krenta. Be to, tai parodo, kad vykdant restriktinę monetarinę politiką atsiranda didesnė tikimybė pereiti į meškų rinką (Chen, 2008).

Akcijų pakilimai prasidėdavo esant žemai infliacijai ir pasibaigdavo esant varžančiai monetarinei politikai, susijusiai su esamu ar gresiančiu infliacijos augimu. Šie modeliai pastebėti JAV akcijų rinkos pakilimuose taip pat įvyko ir kitose šalyse (Bordo ir Wheelockas, 2007).

Nelauktos monetarinės politikos veiksmų įtaka akcijų kainoms pasireiškėdavo daugiausiai per įtaką tikėtiniems dividendams ateityje bei pertekliaus grąžą, labiau nei per įtaką realiai palūkanų normai.

Istoriškai akcijų rinkos grąža neigiamai koreliavo su infliacija (Fama et al., 1977). Goodfriendas (2003) tai paaiškina tuo, kad iki 1980 m., monetarinė politika buvo naudojama tiek makro ekonomikos, tiek finansų rinkų stabilizacijai. Auganti infliacija sumažina akcijų grąžą, nes ilgo laikotarpio palūkanų normos išauga dėl reakcijos į aukštesnę infliacijos tikimybę ateityje ir varžančią monetarinę politiką. Tą patvirtino Bordo ir Wheelocko (2007) tyrimas: XX amžiaus akcijų rinkos pakilimai dažnai baigėdavosi išaugus infliacijai ir dėl to sugriežtėjus Centrinio Banko vykdomai monetarinei politikai.

Varžanti monetarinė politika sulėtina ekonomikos aktyvumą ir sumažina dabartinius bei ateities korporacijų uždarius. Goodfriendas (2003) tvirtina, kad aktyvų kainų pasikeitimai yra linkę mažiau koreliuoti su politikos veiksmais, jei monetarinė politika yra pastoviai vykdoma išlaikyti kainų stabilumą. Taigi, kai politikos sprendimai siekia išlaikyti kainų stabilumą, aktyvų kainų pasikeitimas mažiau koreliuoja su tam tikrais monetarinės politikos sprendimais.

Goyalas ir Yamada (2004), atlikę aktyvų kainų burbulų Japonijoje analizę 1980 m. pabaigoje ir 1990 m. pradžioje, nustatė, kad investavimas per kainų šokus yra reikšmingai jautresnis akcijų vertei. Kai monetarinė politika sugriežtėjo ir turto kainos susmuko. Taigi monetarinė politika pasirodė



reikšminga paaiškinant išorinio investavimo kaštų variaciją. Aktyvų kainų šokai reikšmingai paveikia įmones, kurios priklauso nuo banko paskolų.

Ehrmannas ir Fratzscheris (2004) nagrinėję JAV monetarinės politikos įtaką akcijų rinkoms, nustatė, kad atskiros akcijos reaguoja į monetarinės politikos šokus labai įvairiai (heterogeniškai). Pirmiausia, pastebėta, kad monetarinė politika stipriai paveikia cikliškus ir kapitalui imlius pramonės sektorius, kurie į monetarinę politiką reaguoja 2-3 kartus stipriau nei necikliški sektoriai. Monetarinės politikos įtaka turi didesnę efektą įmonėms, kurių skola mažesnė, tuo tarpu įmonės, kurių išsiskolinimai yra dideli, reaguoja panašiai kaip vidutinės įmonės. Taip pat labiau paveikiamos įmonės su aukštesniu *Tobins's q* rodikliu (rodančiu santykį tarp akcijų rinkos ir nominalios vertės).

Bohl et. al. atlikę ECB vykdomos monetarinės politikos įtaką Europos akcijų rinkų gražai nustatė, kad Europos akcijų rinkos krinta 1,42-2,30 proc. per dieną po nelauktų sprendimų padidinti palūkanų normas 25 baziniais punktais ir tokie sprendimai paveikia visas didžiąsias Europos pinigų sąjungos akcijų rinkas. Autoriai, įvertino, kad tik apie 10 proc. ECB sprendimų dėl palūkanų normos buvo netikėti.

Atlikus teorinę analizę bei apžvelgus mokslinius tyrimus, susijusius su vertybinių popierių rinkos saugumo problema, galima daryti išvadą, kad fondų rinkos saugumo problema aktuali visais laikais, o ypač šiuo metu, kai visos rinkos buvo paveiktos pasaulinės krizės, kas įtakojo labai didelius svyravimus ir nuostolius. Kaip matome, svyravimus vertybinių popierių rinkoje įtakoja šalių ekonominis išsivystymas, monetarinė politika bei įvykiai susijusiose rinkose. Valstybinis rinkų reguliavimas ir priežiūra nuo šių svyravimų neapsaugo, tačiau užtikrina, kad prekyba vertybiniais popieriais būtų kiek įmanoma skaidresnė, efektyvesnė bei nepažeistų ypač smulkiųjų rinkos dalyvių interesų. Remiantis šiomis išvadomis toliau šiame darbe bus analizuojama Lietuvos vertybinių popierių rinkos saugumo problema.

## **2. LIETUVOS FONDŲ RINKA IR JOS SAUGUMO ANALIZĖ**

Kaip parodė mokslinių tyrimų apžvalga, fondų rinką veikia daugybė veiksnių, t.y. šalies ir bendrai viso Pasaulio ūkio vystymasis bei tolimesni lūkesčiai, fondų rinkos veikimo priežiūra, monetarinė politika. Šioje darbo dalyje bus analizuojama Lietuvos vertybinių popierių rinkos raida, atliekamas palyginimas su makroekonominių rodiklių kitimo tendencijomis bei pateikiama Lietuvos fondų rinkos saugumo tyrimo metodologija.

### **2.1. Lietuvos fondų rinkos formavimosi ir pokyčių analizė**

#### **2.1.1. Vertybinių popierių rinkos kūrimasis ir dabartinės situacijos analizė**

Nepriklausomoje Lietuvoje vertybinių popierių rinka pradėta kurti prieš 17 metų. Pradėjus vykdyti ekonomikos reformą, tapo svarbu sukurti tinkamai funkcionuojančią vertybinių popierių rinkos teisinę ir institucinę bazę. Pagalbą, kuriant Lietuvos vertybinių popierių biržą suteikė Prancūzijos vyriausybė. 1992 m. rugsėjo mėn. 17 d. buvo pasirašyta sutartis tarp Lietuvos ir Prancūzijos Vyriausybių, kurios tikslas – sukurti efektyvios, konkurencingos vertybinių popierių rinkos pagrindus. Įgyvendinant šią sutartį buvo priimtas Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimas „Dėl vertybinių popierių komisijos ir vertybinių popierių biržos įkūrimo“. 1993 m. balandžio mėn. 20 d. įvykus steigiamajam Biržos akcininkų susirinkimui buvo įkurta Nacionalinė vertybinių popierių birža. Tai buvo pirmoji Baltijos šalyse įsteigta vertybinių popierių birža, kurios pagrindiniu akcininku tapo Lietuvos Respublikos finansų ministerija, valdžiusi 44,3 proc. įstatinio kapitalo.

Tais pačiais metais buvo įkurtas ir Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas, Vertybinių popierių komisija.

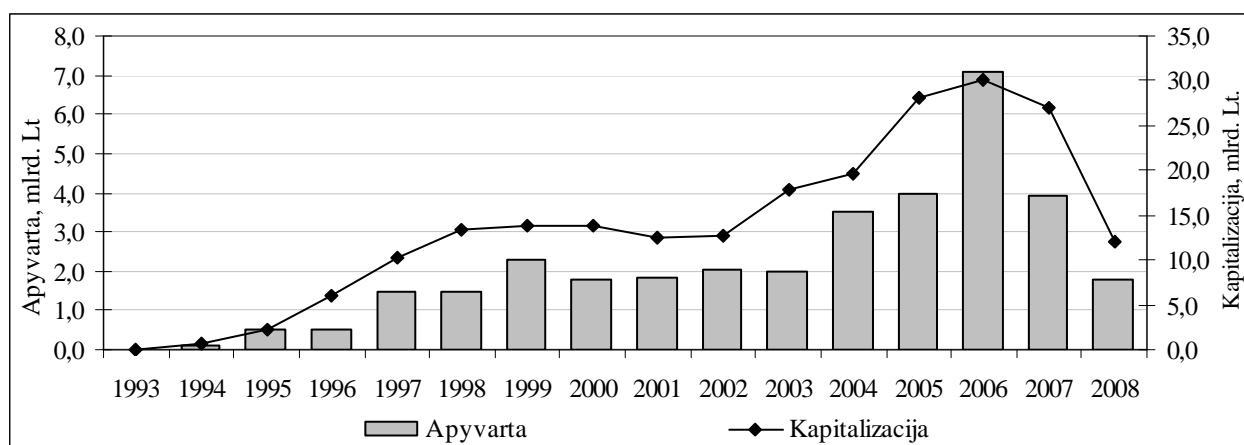
1993 m. rugsėjo mėn. 14 d. nacionalinėje Vertybinių popierių biržoje įvyko pirmoji prekybos sesija.

1998 m. birželio mėn. vertybinių popierių birža tapo Pasaulio biržų federacijos nare korespondente.

Sparčiam biržos kapitalizacijos ir apyvartos rodiklių augimui nuo 2003 m., turėjo 2003 m. priimti pensijų sistemos reformos bei Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymai. Tai lėmė spartų investicijų valdymo įmonių, pensijų ir investicinių fondų kūrimąsi.

2004 m. tapo ypač svarbūs Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorijai. 2004 m. gegužės 1 d. Lietuvai įstojus į Europos Sąjungą, Lietuvos vertybinių popierių rinkai atsivėrė naujos plėtros galimybės. Tais pačiais metais Vertybinių popierių komisija tapo Europos vertybinių popierių reguliavimo institucijų komiteto nare. Kitas 2004 m. įvykis – didžiausia Šiaurės Europos vertybinių popierių biržų operatorė OMHEX (vėliau OMX) įsigijo 44,3 proc. AB „Nacionalinė vertybinių popierių birža“ ir 32 proc. AB „Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas“ akcijų. Po šio sandorio Vilniaus vertybinių popierių birža buvo prijungta prie bendros Šiaurės Europos ir Baltijos šalių biržų prekybos sistemos, sudarant palankesnes sąlygas užsienio investuotojams.

Nuo pat biržos atidarymo iki 2007 m. biržos apyvartos ir kapitalizacijos rodikliai augo sparčiais tempais (žr. 2 pav.). Kaip minėta, tam įtakos turėjo Lietuvos įstojimas į ES bei apskritai – ekonomikos augimas ir teigiami investuotojų lūkesčiai. 2007 m. tiek biržos kapitalizacija, tiek apyvarta krito.

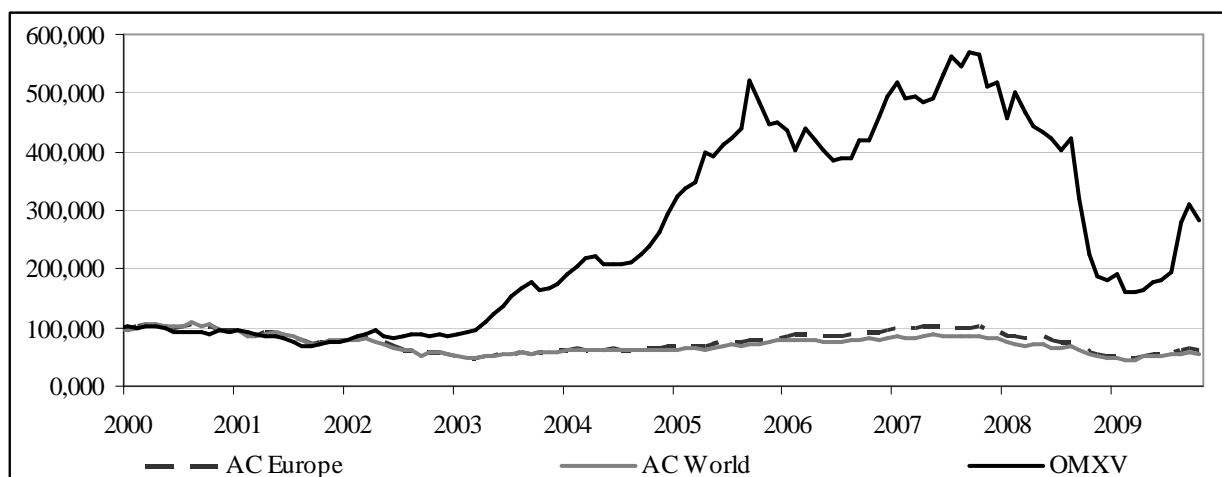


2 pav. Vertybinių popierių biržos apyvarta ir kapitalizacija 1993 – 2008 m.

Šaltinis: sudaryta pagal AB „Nasdaq OMX Vilnius“ ir VPK duomenis.

2007 m. prasidėjusį nuosmukį Lietuvos vertybinių popierių biržoje įtakojo Pasaulio finansų rinkų nuosmukis, Lietuvos ir Pasaulio ekonomikos augimo sulėtėjimas, recesijos grėsmė, prastėjantys bendrovių bei bankų sektoriaus finansiniai rezultatai bei neigiami investuotojų lūkesčiai.

2008 m. viso Pasaulio akcijų kainas atspindintis indeksas MSCI AC World indeksas krito 42 proc., Europos MSCI AC Europe – 46 proc. Kadangi Lietuvos akcijų rinka yra besivystanti, jos indekso OMX Vilnius smukimas buvo dar didesnis – jis siekė 65 proc., o kapitalizacija sumažėjo nuo 27 mlrd. iki 12 mlrd. Lt (detaliau žr. 3 priedą). 2008 m. Lietuvos akcijų indekso gražos kritimas didžiausias per pastaruosius dešimt metų.



3 pav. OMXV, AC Europe ir AC World indeksų kitimas 2000 – 2009 m.

Šaltinis: sudaryta pagal MSCI Barra ir AB „Nasdaq OMX Vilnius“ duomenis

Akcijų kainų pokytį lėmė blogėjantys bendrovių finansiniai rezultatai dėl bendro nuosmukio Lietuvos ūkyje, bei prastesni investuotojų lūkesčiai. Vienas iš papildomų veiksnių, kaip pažymi VPK metinėje ataskaitoje, – rinkos dalyvių, kurie buvo investavę skolintomis lėšomis, pasitraukimas iš akcijų rinkos dėl smukusio užstato vertės.

2008 m. pirminėje akcijų rinkoje išplatinta vertybinių popierių už 2 kartus mažesnę sumą nei 2007 m. Trys iš septynių akcijų emisijų net nebuvo pilnai išplatintos.

Kritimas skolos vertybinių popierių rinkoje buvo mažesnis. 2008 m. emitentų išplatintų skolos vertybinių popierių emisijų bendra nominali vertė sudarė 2,86 mlrd. Lt ir buvo 19 proc. mažesnė nei 2007 m. Vertybinių popierių komisijos duomenimis, 2008 m. viešai išplatintų obligacijų nominali vertė sumažėjo 41 proc. Su rinkos rodikliais (t.y. akcijų indeksais, žaliavų kainomis ir kt.) susietų obligacijų išplatina 5,5 karto mažiau nei 2007 m. Tokių obligacijų vertė 2008 m. siekė 197 mln. Lt.

2008 m. vertės sumažėjimo neišvengė ir pensijų bei kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) investuotas turtas. Per 2008 m. valdymo įmonių valdomų II pakopos pensijų fondų vieneto vertė krito 22 proc., III pakopos pensijų fondų vieneto vertė – 23 proc., o Lietuvoje registruotų KIS – 52 proc. Mažesnę pensijų fondų kritimą, palyginus su kolektyvinio investavimo subjektais (KIS), lėmė konservatyvesnės investavimo strategijos laikymasis bei įstatymuose numatyti griežtesni investavimo ribojimai ir diversifikavimo reikalavimai. Labiausiai nukrito nuo pat įsteigimo labiausiai augę akcijų fondai – jų vieneto vertės per 2008 m. sumažėjo vidutiniškai 47,3 proc. Konservatyvaus investavimo pensijų fondų vieneto vertė išaugo vidutiniškai 2,6 proc.

Neigiamai rezultatai pensijų fondų dalyvių neišgąsdino: 2008 m. pensijų kaupimo bendrovė ar pensijų fondą keitė ~ 2 proc. dalyvių, papildomai buvo pritraukta 65 tūkst. naujų pensijų kaupimo

sistemos dalyvių. Valdymo įmonių II pakopos pensijų fondų turtas per 2008 m. padidėjo 30 proc. ir siekė 1 885,2 mln. Lt. Beveik trečdalis šio turto buvo investuota Lietuvoje.

2008 m., palyginus su 2007 m., III pakopos pensijų fondų turtas sumažėjo 41 proc. ir 2008 m. gruodžio 31 d. siekė 61 mln. Lt., dalyvių skaičius sumažėjo 0,6 proc. (iki 21,5 tūkst.).

2008 m., palyginus su 2007 m., Lietuvoje registruotų KIS bendras turtas sumažėjo 69 proc. (nuo 1,26 mlrd. Lt iki 382 mln. Lt.). Vertybinių popierių komisijos duomenimis, per 2008 m. KIS dalyvių skaičius padidėjo 2,6 proc. (iki 42,4 tūkst.), nors trečiąjį ir ketvirtąjį ketvirtį buvo užfiksuotas dalyvių mažėjimas.

2008 m. tik 4 iš 14 valdymo įmonių dirbo pelningai. Bendrai valdymo įmonės uždirbo 2,7 mln. Lt grynojo pelno (18,6 mln. Lt arba 87 proc. mažiau nei 2007 m.).

2008 m. 3 iš 9 finansų maklerio įmonių dirbo pelningai. Bendrai finansų maklerio įmonės patyrė 55,0 mln. Lt nuostolių (53,4 mln. Lt daugiau nei 2007 m.)

2008 m. Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorijai svarbūs dar ir tuo, kad šiais metais NASDAQ ir OMX užbaigė sandorį ir susijungė į naują bendrovę „NASDAQ OMX Group, Inc“, kuri tapo didžiausia biržų operatore Pasulyje. Ši bendrovė Lietuvoje siūlo prekybą akcijomis, skolos VP, investicinių fonų vienetais, bei įvairius kapitalo pritraukimo būdus naudojantis jos reguliuojama rinka bei alternatyviaja vertybinių popierių rinka „First North“. Kita naujovė – įdiegtas naujas skolos VP rinkos segmentas „Skolos vertybinių popierių skelbimo lentos subrinka“, kuri leidžia į biržos prekybos sąrašus įtraukti įvairesnius skolos VP (pvz. obligacijas su kintamomis palūkanomis, hipotekines obligacijas bei kt.). Prekyba šioje subrinkoje vyksta kaina, išreikšta procentais nuo skolos VP nominalios vertės. NASDAQ OMX vertybinių popierių biržose (Vilniuje, Taline ir Rygoje) yra įdiegta galimybė prekiauti investicinių fondų vienetais. Šios naujovės duos impulsą tolimesnei Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrai ir augimui.

2009 m. Pasaulio, o tuo pačiu ir Lietuvos akcijų rinkoje jau užfiksuotas kilimas: nuo metų pradžios per dešimt mėnesių, MSCI AC Europe indeksas pakilo 27,6 proc., MSCI AC World – 24 proc., o OMX Vilnius – 58,6 proc. Taigi vertybinių popierių rinkos po finansinės krizės jau atsigauna.

### **2.1.2. Lietuvos fondų rinkos priežiūros vertinimas bei teisės aktų analizė**

Siekiant užtikrinti efektyvią ir sąžiningą prekybą vertybinių popierių rinkoje, neapseinama be valstybinio fondų rinkos reguliavimo, kuris numatytas įstatymais. Įstatymų laikymąsi užtikrina priežiūros institucijos. Lietuvoje vertybinių popierių rinkos priežiūrą vykdo Vertybinių popierių komisija (VPK).

### **Fondų rinkos priežiūra**

Valstybinis fondų rinkos reguliavimas pasireiškia per fondų rinkos dalyvių (emitentų, finansų maklerių ir investicinių fondų) reguliavimą, kurį Lietuvoje atlieka Vertybinių popierių komisija.

Atlikdama savo funkcijas ir siekdama užtikrinti rinkos skaidrumą, VPK vykdo su piktnaudžiavimu rinka susijusius tyrimus, nustato manipuliavimo rinka ir naudojimosi viešai neatskleista informacija atvejus, prižiūri, kaip vadovai prekiauja savo bendrovių vertybiniais popieriais. Atliekant tyrimus, vykdomi komercinių bankų, finansų maklerio įmonių, kitų rinkos dalyvių tiksliniai patikrinimai, asmenų apklausa, surašomi tikslinio patikrinimo ir pažeidimo protokolai.

Pagrindiniai vertybinių popierių komisijos funkcijos yra įvardintos LR Finansinių priemonių rinkų įstatyme:

1. Rengti, keisti, bei pripažinti negaliojančiomis taisykles, reglamentuojančias reguliuojamų rinkų, finansų maklerio įmonių, finansų patarėjo įmonių ir maklerių licencijavimą ir veiklą, finansinių priemonių apyvartą;
2. Teikti išaiškinimus ir rekomendacijas finansinių priemonių apyvartos klausimais;
3. Reguluojamoms rinkoms, finansų maklerio įmonėms, makleriams išduoti licencijas ar panaikinti jų galiojimą;
4. Stebėti, analizuoti, tikrinti ir kitaip prižiūrėti finansų maklerio įmonių, reguliuojamų rinkų ir jų narių, Centrinio depozitoriumo bei sąskaitų tvarkytojų veiklą;
5. Taikyti LR įstatymuose numatytas sankcijas už įstatymų bei VPK nutarimų pažeidimą;
6. Spausdinti (bei dalyvauti spausdinant) leidinius apie finansinių priemonių rinkų veikimą ir reguliavimą;
7. Rengti egzaminus ir atestacijas finansų maklerių žinioms ir kompetencijai įvertinti;
8. Bendradarbiauti su finansų maklerio įmonių asociacijomis;
9. Sudaryti susitarimus su kitų valstybių atitinkamomis institucijomis dėl bendradarbiavimo ir keitimosi informacija;
10. Bendradarbiauti ir keisti reikalinga informacija su kitų valstybių atitinkamomis institucijomis; su kredito įstaigų, draudimo įmonių ir draudimo įmonių tarpininkų, taip pat kitomis finansų įstaigų priežiūrą vykdančiomis institucijomis;
11. Paskirti savo atstovą į Finansų įstaigų bei draudimo įmonių veiklos reglamentavimo ir priežiūros koordinavimo komisiją;
12. Vykdyti kitas Lietuvos Respublikos įstatymuose nustatytas funkcijas;

Vertybinių popierių komisija privalo rengti ir pateikti visuomenei bei Seimui metų darbo ataskaitą. Joje turi būti apibūdinta finansinių priemonių rinkų plėtra bei pagrindiniai ataskaitinio laikotarpio įvykiai.

Vertybinių popierių rinkos veikimą reguliuojančiuose įstatymuose yra numatytos priemonės, turinčios apsaugoti investuotojų teisę į išgytą turtą nuo kitų investuotojų nesąžiningų manipuliacijų rinka. Vertybinių popierių komisijos duomenimis, 2008 m., smarkiai krintant akcijų kainoms, siekiant sumažinti patiriamus nuostolius, rinkoje padaugėjo manipuliavimo akcijų kaina atvejų. Bendras VPK iškeltų bylų skaičius, lyginant su 2007 m., padidėjo daugiau nei trečdaliu (iki 33). 2008 m. VPK skyrė 5 pinigines baudas už manipuliavimą rinka (4 fiziniams ir 1 juridiniam asmeniui) ir 3 baudas už pasinaudojimą viešai neatskleista informacija (fiziniams asmenims). 13 asmenų buvo įspėti dėl smulkaus manipuliavimo atvejų.

2008 m. VPK atlikus 10 tikslinių tyrimų bei patikrinimų, kaip emitentai laikosi nustatytų reikalavimų dėl esminės informacijos atskleidimo, užfiksuoti 8 pažeidimai: 6 bendrovės buvo įspėtos, 2 bendrovėms skirtos piniginės baudos.

Siekdama užtikrinti efektyvią piktnaudžiavimo rinka prevenciją ir atliekamų tyrimų operatyvumą, VPK kartu su Skandinavijos šalių finansų rinkų priežiūros institucijomis toliau tobulino bendrą Sandorių duomenų dėl vertybinių popierių rinkimo, perdavimo ir prekybos priežiūros informacinę sistemą.

**Finansų maklerių įmonių reguliavimas** pasireiškia per reikalavimus kapitalui ir MiFID paslaugų teikimo standarto laikymąsi. VPK, prieš išduodama licencijas ir vėliau, prižiūrėdama jau veikiančias įmones, reikalauja, kad finansų maklerio įmonės ir valdymo įmonės turėtų reikiamą pradinį kapitalą ir atitiktų kapitalo pakankamumo reikalavimus. Jeigu jos neatitinka kapitalo pakankamumo reikalavimų, VPK gali sustabdyti licencijos galiojimą ir (ar) nustatyti laikotarpį, per kurį įmonė privalo ištaisyti padėtį.

FMĮ, norėdama veikti kitoje šalyje, turi turėti ES pasą (licenziją). VPK duomenimis, 7 FMĮ naudojami ES pasu, Apie 400 ES įmonių yra pranešusios apie ketinimą teikti paslaugas Lietuvoje, o 1 norvegų FMĮ filialas jau veikia Lietuvoje.

Emitentams Europos pasu tampa bet kurios ES šalies VPK patvirtintas VP emisijos prospektas, kuris galioja visoje teritorijoje ir gali būti naudojamas investuotojų pritraukimui, taip pat listingavimui bet kurioje ES biržoje. VPK duomenimis, ES emitento pasą jau turi „City service“ ir „Agrowill group“.

**Investiciniai ir pensijų fondai** gali pradėti veiklą tik po to, kai jų sudarymo taisyklėms bei investicinių fondų prospektams pritaria VPK. Būtina gauti išankstinį pritarimą ir minėtų fondų taisyklių ar prospektų pakeitimams. VPK vykdo išankstinę pensijų fondų reklaminės medžiagos kontrolę. Valdymo įmonės, prieš pradėdamos platinti tokią reklaminę medžiagą, jos formą ir turinį privalo suderinti su VPK.

VPK tvirtina ir **užsienio investicinių vienetų ar akcijų platinimo** taisykles. VPK turi užtikrinti, kad Lietuvoje viešai platinamų užsienio valdymo įmonių arba investicinių kintamojo kapitalo

bendrovių investicinių vienetų ar akcijų platinimo tvarka neprieštarautų Lietuvos Respublikos teisės aktams ar kitiems reikalavimams.

**Prospektų tvirtinimas.** Vertybinių popierių įstatymas nustato reikalavimus viešam vertybinių popierių siūlymui. Vienas iš jų – vertybinių popierių emisijos prospekto, t. y. dokumento, kuriame atskleidžiama informacija apie emitentą ir jo išleidžiamus ar siūlomus vertybinius popierius, parengimas, tvirtinimas VPK bei paskelbimas.

**Oficialių siūlymų cirkuliarių tvirtinimas.** Viena iš VPK veiklos sričių – oficialių siūlymų cirkuliarių tvirtinimui teikiamų dokumentų nagrinėjimas bei siūlymų dėl jų tvirtinimo teikimas.

**Audito reikalavimų vykdymo priežiūra.** Vienas iš Lietuvos Respublikos audito įstatymo keliamų reikalavimų visuomenės intereso įmonėms (į biržos prekybos sąrašus įtrauktiems emitentams, valdymo įmonėms, ir finansų maklerio įmonėms) yra suderinti audito įmonių ir auditorių, atliksiančių šių bendrovių finansinės atskaitomybės auditą, kandidatūras.

VPK išduotas veiklos licencijas turinčios valdymo įmonės privalo parengti ir pateikti savo bei valdomų pensijų ir investicinių fondų veiklos periodines metų, pusmečio ir ketvirčio ataskaitas. Kas mėnesį gaunama informacija apie investicinių ir pensijų fondų finansinių priemonių portfelių sudėtį. Kiekvieną darbo dieną iš valdymo įmonių gaunami pranešimai apie kiekvieno pensijų fondo turtu per praėjusią dieną sudarytus sandorius.

Gavusi minėtas ataskaitas ir pranešimus, VPK tikrina, ar valdymo įmonės pateikė visą reikalaujamą informaciją, ar fondų turtas investuotas pagal teisės aktų reikalavimus. Kiekvieną ketvirtį, atlikus gautų duomenų analizę, rengiamos investicinių ir pensijų fondų veiklos apžvalgos.

Vykdydama Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkos priežiūrą, VPK periodiškai atlieka **kompleksinius ir tikslinius prižiūrimų įmonių veiklos patikrinimus**. Nustačiusi pažeidimus, VPK turi teisę įspėti pažeidėją, nurodyti jam ištaisyti trūkumus, taip pat skirti pinigines baudas, sustabdyti ar panaikinti išduotos licencijos galiojimą įstatymų nustatytais atvejais ir tvarka.

### **Teisės aktų kūrimas ir tobulinimas**

Teisinė bazė, reglamentuojanti vertybinių popierių rinkos veiklą bei investuotojų saugumą nuolat kuriama ir tobulinama. Apžvelgsime paskutinių dvejų paskutinių metų įstatymų pakeitimus, turinčius įtakos Lietuvos fondų rinkos veikimui.

2007 m. sausio 18 d. priimtas Lietuvos Respublikos finansinių priemonių rinkų įstatymas, įgyvendinęs 2004 m. balandžio 21 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2004/39/EB dėl finansinių priemonių rinkų nuostatas (Įstatymas visa apimtimi įsigaliojo nuo 2007 m. lapkričio 1 d.).

Šiame Finansinių priemonių rinkų įstatyme nustatytos naujovės, įtvirtino daugiau laisvių Lietuvos vertybinių popierių rinkoje:



- **Panaikinamas biržos monopolis.** Įstatyme nebėra reikalavimo pirkimo – pardavimo sandorius dėl į biržos prekybos sąrašus įtrauktų bendrovių vertybinių popierių sudaryti tik toje biržoje.
- Numatyta **galimybė kurtis alternatyvioms prekybos finansinėmis priemonėmis vietoms** – daugiašalėms prekybos sistemoms, kurių veiklos organizavimas turi būti panašus į šiuo metu veikiančios reguliuojamos rinkos (vertybinių popierių biržos) veiklos organizavimą. Tokias sistemas gali administruoti finansų maklerio įmonės, kredito įstaigos ir reguliuojamos rinkos operatoriai.

Kas labai svarbu, minėto finansinių priemonių rinkų įstatymo pakeitimai įtvirtino didesnę neprofesionalių investuotojų apsaugą:

- Investicines paslaugas teikiančios įmonės, vykdydamos kliento pavedimą, **privalo siekti geriausio rezultato klientui.** Šiuo tikslu įmonės turi patvirtinti klientų pavedimų vykdymo politiką, numatyti pavedimų vykdymo vietas, nurodyti jų pasirinkimą lemiančius kriterijus ir kitas svarbias aplinkybes.
- Investicines paslaugas teikiančios įmonės savo **klientus privalo klasifikuoti,** atsižvelgdamos į klientų profesionalumo laipsnį (patirtį kapitalo rinkose, valdomų finansinių priemonių portfelį, sudaromų sandorių skaičių ir kitas svarbias aplinkybes). Profesionalūs klientai gali naudotis liberalesne klientų apsaugos tvarka.

Klientų atžvilgiu taikomos apsaugos priemonės ir jų mastas (pavyzdžiui, principo „Pažink savo klientą“ įgyvendinimas) priklauso nuo klientui teikiamų investicinių paslaugų. Aukščiausias klientų apsaugos lygis numatytas valdant kliento finansinių priemonių portfelį ir teikiant klientui investavimo rekomendacijas – nesurinkusios informacijos apie klientą, įmonės neturi teisės teikti šių paslaugų.

2007 m. sausio 18 d. priimtas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas, įgyvendinantis Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2004/109/EB dėl informacijos apie emitentus, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti reguliuojamoje rinkoje, skaidrumo reikalavimų suderinimo. Įstatymas įsigaliojo 2007 m. vasario 8 d. Vertybinių popierių įstatymas užtikrina išsamesnės informacijos pateikimą investuotojams, t.y. praplėtė emitentams privalomą viešai skelbti informaciją ir nustatė griežtesnius reglamentuojamos informacijos – tokios kaip metinė ir tarpinė informacija, pranešimai apie akcijų paketų įgijimą ar netekimą, pranešimai apie esminius įvykius ir kt. – atskleidimo reikalavimus.

Pagal šį įstatymą emitentas įgijo pareigą viešai skelbti reglamentuojamą informaciją ne tik Lietuvoje, bet ir visoje ES. Paskelbta informacija dedama į Centrinę reglamentuojamos informacijos bazę, kurią valdo ir prižiūri reguliuojamos rinkos operatorius – Vertybinių popierių birža. Visa ši informacija yra nemokamai prieinama bet kurios ES valstybės narės investuotojams ir kitiems asmenims.

2007 m. spalio 25 d. buvo priimtas Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų pakeitimo įstatymas. Pakeistu Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymu nustatoma, kad Finansinių priemonių rinkų įstatymo nuostatos, susijusios su investicinių paslaugų teikimu, bus taikomos ir valdymo įmonėms, teikiančioms papildomas investicines paslaugas. Dar viena šio įstatymo naujovė – tai galimybė steigti Lietuvoje teisės aktais reguliuojamus ir prižiūrimus specialiuosius kolektyvinio investavimo subjektus (KIS): specialiuosius kolektyvinio investavimo į vertybinius popierius subjektus, nekilnojamojo turto, privataus kapitalo, į kitus KIS investuojančius ir alternatyvaus investavimo KIS.

Nekilnojamojo turto KIS suteiks privačiam investuotojui galimybę savo turimas laisvas lėšas netiesiogiai investuoti į žemę, pastatus ir patalpas, statomą nekilnojamąjį turtą, nekilnojamojo turto bendrovių vertybinius popierius, kitų nekilnojamojo turto KIS investicinius vienetus ar akcijas, taip pat į kilnojamąjį turtą, būtiną nekilnojamojo turto objekto eksploatacijai. Privataus kapitalo KIS turtas galės būti investuojamas į bendrovių, kurių išleistais vertybiniais popieriais reguliuojamose rinkose neprekiuojama, vertybinius popierius ar pinigų rinkos priemones. Tuo tarpu alternatyvaus investavimo KIS turtas galės būti investuojamas į visus įstatyme numatytus suderintiems ir specialiesiems KIS leistinus investuoti objektus, laikantis jų sudarymo dokumentuose išdėstytos specifinės investavimo strategijos, tačiau šių KIS investuotojais galės būti tik profesionalieji investuotojai.

Šiuo įstatymu taip pat sukurtas teisinis pagrindas efektyviai specialiųjų KIS priežiūrai. Specialieji KIS galės pateikti investuotojams daugiau alternatyvių siūlymų, kaip efektyviau valdyti investavimo riziką ir sumažinti finansinių priemonių rinkų cikliškumo poveikį bendram investuotojo portfeliui.

Nuo 2008 m. birželio 21 d. įsigaliojo Lietuvos Respublikos papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatymo pakeitimas, kuriuo praplėstas Papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatyme numatytų piniginių baudų už šio įstatymo pažeidimą sąrašas. VPK įgijo teisę juridiniams asmenims skirti baudą ne tik už nustatyto paslaugų siūlymo ar reklamos tvarkos pažeidimą, bet ir už visus kitus Papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatymo reikalavimų pažeidimus.

VPK komisija yra parengusi pakeitimų ir papildymų projektą administracinių teisės pažeidimų kodeksui ir baudžiamajam kodeksui, siekiant sugriežtinti atsakomybę už naudojimąsi viešai neatskleista informacija, prekiaujant finansinėmis priemonėmis ir draudimo manipuluoti rinka pažeidimus. Siekiama už manipuliavimą ir naudojimąsi viešai neatskleista informacija numatyti 5 - 30 tūkst. Lt baudą (šiuo metu baudų dydis 1-2 tūkst. Lt), o jei šiuos pažeidimus padaro asmuo, jau baustas administracine nuobauda už tokius pažeidimus, numatyti 30 - 60 tūkst. Lt baudą (šiuo metu – 3 tūkst. - 5 tūkst. Lt). VPK vertinimu, Baudžiamajame kodekse numatyta atsakomybės už piktnaudžiavimą rinka formuluotė turi trūkumą, kadangi numatyta tik padarius didelę turtinę žalą, kurią yra sunku nustatyti.

Taigi yra siekiama pašalinti Baudžiamojo kodekso praktinio taikymo sunkumus bei užtikrinti baudžiamosios atsakomybės neišvengiamumo principą ir pažeidimų prevenciją.

### 2.1.3. Kredito reitingų apžvalga

Kredito reitingų reikšmė apžvelgta 1.3. poskyryje. Šiame skyrelyje apžvelgsime naujausias kredito reitingų tendencijas Lietuvoje.

Remiantis LR finansų ministerijos duomenimis, pasaulinės kreditų agentūros Lietuvai kredito reitingus pradėjo mažinti 2008 m. Pirmoji kreditą sumažino agentūra „Standard & Poor’s“: 2008 m. sausį pakeitusi Lietuvai ilgalaikių paskolų reitingą (užsienio ir vietine valiuta) iš A į A-. Vėliau kredito reitingus sumažino ir kitos dvi agentūros:

- 2008 m. spalio mėn. agentūra „Fitch“ pakeitė ilgalaikių paskolų užsienio valiuta reitingą iš A į A- (nacionaline valiuta iš A+ į A);
- 2009 m. balandžio mėn. agentūra „Moody’s“ pakeitė ilgalaikių paskolų užsienio ir vietine valiuta kredito reitingą iš A2 į A3+.

Iki dabar kredito reitingai dar buvo mažinti kelis kartus. 2009 m. lapkričio 1 d. duomenimis, visos trys reitingų agentūros Lietuvai suteikė žemesnius investicinius reitingus („Moody’s“ – Baa1 (vidutinės kokybės patikimumas, perspektyva neigiama), „Standard & Poor’s“ – BBB (vidutinės kokybės patikimumas, perspektyva neigiama), „Fitch Ratings“ – BBB (maža esamojo laiko rizika, perspektyva neigiama)).

Lietuvoje veikiančių fondų reitingavimo metodiką 2008 m. parengė Finansų analitikų asociacija (FAA). Metodika skirta neprofesionaliems Lietuvos investuotojams, kad būtų lengviau įvertinti fondų rezultatus.

Fondo reitingą lemiantys pagrindiniai faktoriai:

- per 3 metus pasiekta vidutinė papildoma grąža (fondo grąža virš nerizikingos grąžos);
- bendras rizikingumas (papildomos grąžos svyravimai);
- nuostolių rizika (neigiama papildoma grąža).

FAA duomenimis, reitingas atsižvelgia ne į bendrą fondo grąžą, bet į grąžą, viršijančią tam tikrą nerizikingos grąžos etaloną. Tokiu etalonu buvo pasirinkta Lietuvos banko skelbiama vidutinė namų ūkių trumpesnės nei 1 mėnesio trukmės naujų indėlių palūkanų norma (kaip saugiausia Lietuvos investuotojui realiai prieinama investavimo galimybė).

FAA fondų reitingas vertina ne tik bendrus fondo grąžos svyravimus, bet ir kaip ženkliai tie svyravimai nukrypsta į neigiama puse (t.y. kaip smarkiai fondo grąža būna žemesnė nei nerizikinga grąža). Reitingo skaičiavimas remiasi šiomis prielaidomis:

1. Investuotojui geriau yra kuo didesnė grąža ir kuo mažesnė rizika;

2. Ribinis gražos naudingumas mažėja, t.y. investuotojo patirto nuostolio (neigiamos gražos) tokio paties dydžio teigiama graža „neatperka“. Taip papildomai „nubaudžiami“ fondai, aukštesnę gražą uždirbantys labai nestabiliai.

Šiuo metu FAA parengti reitingai suteikiami akcijų fondams, esantiems NASDAQ OMX Fondu Centre. Reitingai suteikti 27 brandžių rinkų ir 26 kylančių rinkų fondams.

2009 m. rugpjūčio mėn. Lietuvoje valdomus investicinius fondus pirmą kartą įvertino ir pasaulinė reitingo kompanija „Morningstar“ (buvo vertinami daugiau nei trejų metų veiklos istoriją turintys reitingai). „Morningstar“ reitingavimas remiasi tuo, kad fondas yra priskiriamas grupei pagal riziką, kuri pasverta graža<sup>2</sup>.

Lietuvoje valdomų investicinių fondų reitingai svyruoja 1 – 5 žvaigždutės intervale, geriausi įvertinimai suteikti UAB „Snoras Asset Management“ valdomiems investiciniams fondams. Nė vienos kitos valdymo bendrovės Lietuvoje platinami investiciniai fondai negavo aukščiau 3 žvaigždučių įvertinimo, kai 5 žvaigždutės yra aukščiausias įmanomas įvertinimas.

Palyginus, FAA ir reitingo kompanijos „Morningstar“ suteiktus reitingus, nustatyta, kad:

- Yra fondų, kuriems FAA yra suteikusi aukštesnius reitingus nei „Morningstar“ (pvz. *Nordea 1 European Equity* fondui FAA suteiktas reitingas "5", kai „Morningstar“ vertinimas 2-3 žvaigždutės);
- Yra fondų, kuriems FAA yra suteikusi žemesnius reitingus nei „Morningstar“ (pvz. *SEB East Europe Small* ir *SEB Japan* fondams FAA suteiktas reitingas "2", kai „Morningstar“ vertinimas 3 žvaigždutės).

Tokie ryškūs FAA ir „Morningstar“ reitingų neatitikimai parodo, kaip yra sunku objektyviai įvertinti vertybinių popierių riziką. Vertinant investicijų riziką negalima pasikliauti vien tik reitingais, nes jie ne pilnai atspindi investicijų riziką. Net ir profesionalūs analitikai tų pačių investicinių priemonių riziką vertina skirtingai.

## 2.2. Lietuvos ekonominės aplinkos analizė

Kaip parodė autorių empirinių tyrimų apžvalga, ekonominiai veiksniai daro didelę įtaką akcijų rinkoms. Šiame poskyryje atliksime Lietuvos makroekonominės aplinkos analizę bei palyginsime šių makroekonominių rodiklių kitimą su OMX Vilnius indekso graža 2000-2009 m. laikotarpiu.

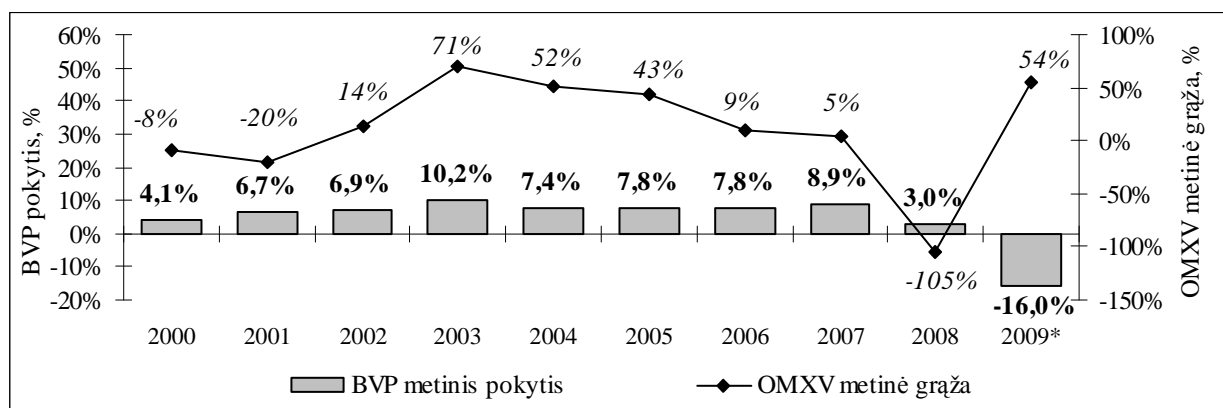
---

<sup>2</sup> 5 žvaigždutes turintis fondas yra tarp 10 proc. geriausių savo grupėje, 4 žvaigždutes – tarp 22,5 proc. toliau esančių fondų, 3 žvaigždutes – tarp 35 proc. viduryje esančių fondų, 4 žvaigždutes – tarp 22,5 proc. toliau esančių fondų, 5 žvaigždutes – tarp 10 paskutinių vertinimo eilėje fondų ([www.danskebankas.lt](http://www.danskebankas.lt))

## Bendrasis vidaus produktas

Kaip pateikia Statistikos departamentas prie LR vyriausybės, Bendrasis vidaus produktas (BVP) – tai galutinis rezidentų (visų šalies teritorijoje veikiančių ūkinių vienetų) gamybinės veiklos rezultatas. Nors yra diskutuojama, kiek objektyviai šis rodiklis atspindi šalies gerovę, kol kas tai yra vienas pagrindinių rodiklių, parodančių ekonomikos bendrąją būklę.

Kaip matome iš 4 pav., BVP augimas 2000-2008 m. nepastovus, tačiau teigiamas. Iki 2003 m. augimas nebuvo labai ryškus, tam įtakos turėjo ir 1998 m. Rusijos krizės pasekmės, bei defliacija. Ryškus ekonomikos augimas matomas 2003 m., kai ekonomika augo 10 proc. Tais pačiais metais Lietuvos akcijų rinkos graža irgi pasiekė aukščiausią tašką – 71 proc. Vėlesniais metais, tiek BVP, tiek akcijų gražos rodiklio augimo tempai sumažėjo. Visgi pagal BVP augimo tempus, 2006 m. Lietuva Europos Sąjungoje buvo 4-5 vietoje.



4 pav. Bendrojo vidaus produkto ir OMXV metinės gražos kitimas 2000 – 2009 m.

\*Pastaba: 2009 m. vertinti I-III ketv.

Šaltinis: sudaryta pagal ir AB „Nasdaq OMX Vilnius“ ir Statistikos departamento duomenis.

Į 2007 m. viduryje prasidėjusią finansų krizę Amerikoje, Lietuvos akcijų rinka realiai sureagavo 2007 m. pabaigoje, o 2008 m. metinė OMXV indekso graža tapo neigiama (-105 proc.). Lietuvos ekonomika į pasaulinę krizę sureagavo vėliau – 2008 m. Lietuvos BVP dar augo 3 proc.

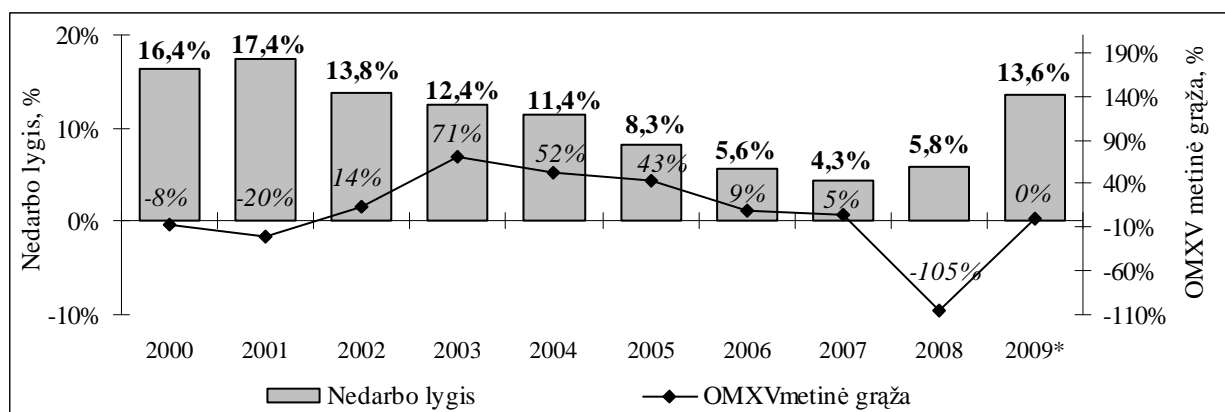
2009 m. I-III ketv. akcijų rinkoje jau pastebimas atsigavimas – akcijų graža teigiama (54 proc.), tačiau BVP kritimas viršijo ir pačias pesimistiškiausias prognozes 2009 m. pradžioje ir siekė -16 proc. SEB banko analitikų duomenimis, 2009 m. I-III ketv., palyginus su 2008 m. tuo pačiu laikotarpiu, labiausiai smuko statybos (46,1 proc.), pramonės ir energetikos (25,3 proc.), prekybos, transporto ir ryšių paslaugų (21,4 proc.) bei finansinio tarpininkavimo, nekilnojamojo turto ir kito verslo paslaugų (17,8 proc.) pridėtinė vertė.

## Nedarbo lygis

Nedarbo lygis parodo kokia dalis šalies gyventojų ieško, tačiau neranda darbo. Lėtėjant ekonomikos augimui, šis rodiklis linkęs didėti.

2000-2004 m. nedarbo lygis Lietuvoje buvo aukštas – viršijo 10 proc. (žr. 5 pav.). Nuo 2001 m. iki 2007 m. nedarbo lygis kasmet mažėjo. Tam turėjo įtakos ir auganti ekonomika bei įstojus į ES prasidėjusi aktyvi emigracija. 2007 m. nedarbo lygis siekė 4,3 proc. ir buvo nedaug didesnis už natūraliu laikomu 3 proc. nedarbo lygio dydį.

Prasidėjus ekonomikos nuosmukiui, 2008 m. nedarbo lygis išaugo. Statistikos departamento duomenimis, 2009 m. II ketv. nedarbo lygis pasiekė 13,6 proc. Labiausiai išaugo jaunimo nedarbo lygis: 2009 m. II ketv. jis siekė 29,6 proc., kai 2007 m. IV ketv. tebuvo tik 7,4 proc.



5 pav. Nedarbo lygio ir OMXV metinės grąžos kitimas 2000 – 2009 m.

\*Pastaba: 2009 m. vertinti I pusm.

**Šaltinis:** sudaryta pagal ir AB „Nasdaq OMX Vilnius“ ir Statistikos departamento duomenis.

Kaip matome iš 5 pav., akcijų rinkų grąžai išlikus teigiamai, nedarbo lygis mažėjo. Tačiau į ekonominę krizę akcijų rinkos sureagavo greičiau, t.y. akcijų grąža neigiama jau 2008 m., kai nedarbo lygis ženkliai išaugo nuo 2009 m.

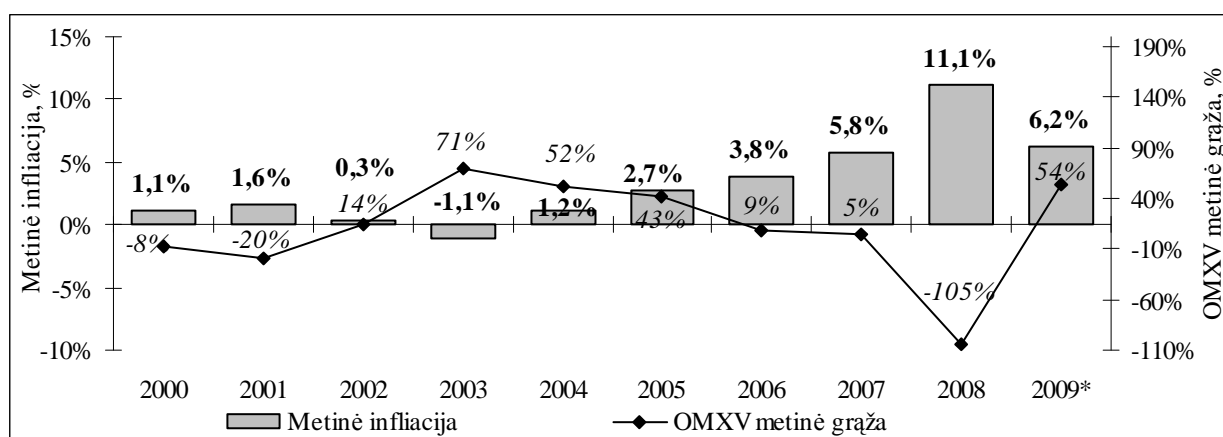
Nedarbo lygis tam tikrą laiką auga net ir prasidėjus ekonomikos atsigavimui, dėl darbdavių atsargiai vertinamo atsigavimo. SEB banko analitikai nedarbo lygio augimą prognozuoja iki 2011 m., nors ekonomikos plėtra jau bus teigiama.

## Infliacija

Kaip pateikia Statistikos departamentas, infliacija – yra piniginių vienetų perkamosios galios smukimas, pasireiškiantis ilgalaikiu vidutinio bendrojo kainų lygio kilimu. Infliacija rodo kylantį bendrą visų prekių ir paslaugų kainų lygį.

2000-2002 m. infliacija buvo nedidelė, nesiekė 2 proc., 2003 m. užfiksuota defliacija (žr. 6 pav.). Tam įtakos turėjo JAV dolerio kritimas euro (ir lito) atžvilgiu. Nuo 2004 m. iki 2008 m. infliacija augo. Tam turėjo įtakos su įstojimu į Europos Sąjungą prasidėjęs smarkus ekonomikos augimas bei subsidijos iš Europos Sąjungos.

Analitikų teigimu, be išvardintų veiksnių, infliaciją Lietuvoje lemia Pasulyje kylančios naftos, dujų, maisto produktų kainos, bei nepakankama konkurencija maisto ir mažmeniniuose prekybos sektoriuose, spartus bankų išduodamų paskolų portfelių didėjimas.



6 pav. Infliacijos ir OMXV metinės grąžos kitimas 2000–2009 m.

\*Pastaba: 2009 m. vertinti I-III ketv.

**Šaltinis:** sudaryta pagal ir AB „Nasdaq OMX Vilnius“ ir Statistikos departamento duomenis.

2009 m. rugsėjo mėn. duomenimis, metinė infliacija siekė 6,2 proc., tam turėjo įtakos mokesčių padidinimas, elektros bei dujų kainų augimas. Visgi, ekonomikai traukiantis, 2009 m. balandžio-rugsėjo mėn. Statistikos departamentas fiksavo defliaciją (lyginant su ankstesniu mėnesiu).

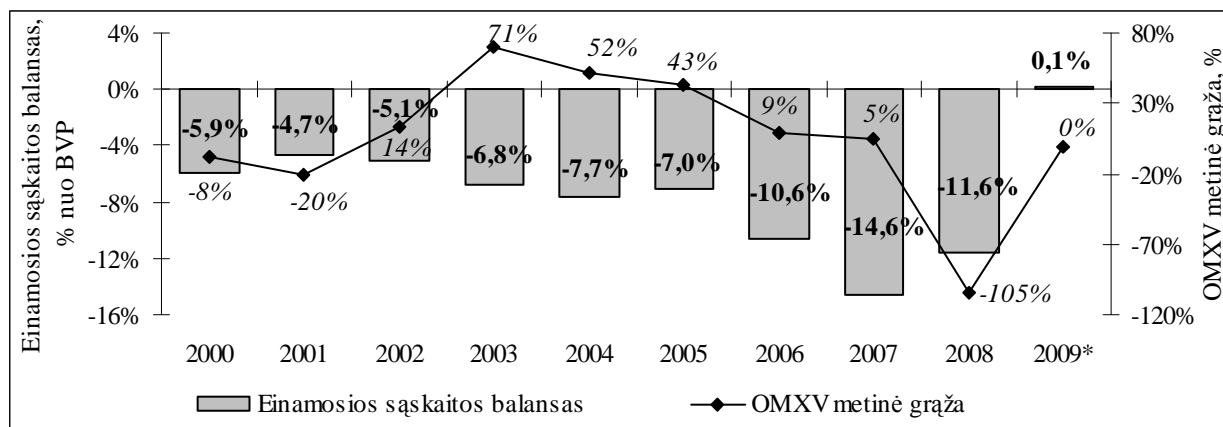
SEB banko analitikai metinės infliacijos mažėjimą prognozuoja iki 2010 m., o 2011 m. prognozuojamas nežymus (5 p.p.) infliacijos didėjimas.

Kaip matome iš 6 pav., tarp infliacijos augimo tempų ir OMXV metinės grąžos yra atvirkštinis ryšys: augant infliacijai, OMXV grąža mažėja ir atvirkščiai.

### **Einamosios sąskaitos balansas**

Einamojoje sąskaitoje prekių, paslaugų importas ir eksportas, darbo ir investicijų pajamos, kapitalo ir finansinėje sąskaitoje – investicijos į užsienį, užsienio investicijos (įskaitant paskolas) Lietuvoje, oficialiosios atsargos. Einamosios sąskaitos deficitas rodo, kad gryniesi einamieji finansiniai srautai tarp Lietuvos ir užsienio, susiję su užsienio prekyba, darbo jėgos bei kapitalo panaudojimu (bei neatlygintiniais einamaisiais pervedimais), yra neigiami.

2000-2008 m. einamosios sąskaitos deficitas siekė 4,7-14,6 proc. BVP (žr. 7 pav.). Didžiausią įtaką Einamosios sąskaitos deficito didėjimui turėjo 5 kartus išaugęs prekių balanso deficitas (2002 m. siekė 4,9 mlrd. Lt, 2007 m. 14,2 mlrd. Lt). 2009 m. I pusmetį užfiksuotas einamosios sąskaitos perteklius – 0,1 proc. BVP. Tai įtakojo didesnis importo apimčių kritimas, lyginant su eksportu, atsiradęs dėl smarkaus vidaus paklausos susitraukimo.



7 pav. Einamosios sąskaitos balanso ir OMXV metinės grąžos kitimas 2000 – 2009 m.

\*Pastaba: 2009 m. vertinti I pusem.

Šaltinis: sudaryta pagal ir AB „Nasdaq OMX Vilnius“ ir Statistikos departamento duomenis.

SEB banko analitikai prognozuoja, kad Lietuvos ekonomikos atsigavimas prasidės nuo eksporto rinkų atsigavimo, o ne nuo vidaus paklausos plėtros. Tuo ekspertai pagrindžia Einamosios sąskaitos pertekliaus prognozę 2010-2011 m.

### 2.3. Tyrimo pagrindimas ir hipotezės

Kaip parodė pirmojoje darbo dalyje apžvelgti tyrimai, fondų rinkos saugumą įtakoja daug veiksnių, tačiau Lietuvos vertybinių popierių rinkos saugumas yra mažai analizuotas mokslinėje literatūroje.

Taigi, siekiant įvertinti Lietuvos fondų rinkos saugumo lygį bei ateities perspektyvas, bus atliekamas tyrimas, kurio metu pagrįsime arba atmesime šias hipotezes:

1. Investicijų į Lietuvos vertybinių popierių rinkos rizika yra didesnė už vidutinę (t.y. investicijų visame Pasulyje bei atskirai Europoje riziką).



2. Kadangi Lietuva yra maža atvira ekonomika, labai priklausanti nuo kaimyninių valstybių ekonomikos, stipriausias Lietuvos vertybinių popierių rinkos ryšys yra su eksporto ir importo rodikliais bei su BVP.
3. ECB sprendimai dėl monetarinės politikos reikšmingai įtakoja Lietuvos vertybinių popierių rinką.

## 2.4. Tyrimo logika ir metodai

### 1 hipotezė

Siekiant įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos riziką bei palyginti ją su viso Pasaulio bei Europos rizika, pagrindinį Lietuvos akcijų indeksą (OMX Vilnius) palyginsime su MSCI Barra (Morgan Stanley Capital International Barra<sup>3</sup>) Europos ir Pasaulio akcijų indeksais. Taigi pagrindinius rizikos matavimo rodiklius skaičiuosime šiems akcijų indeksams:

- OMX Vilnius,
- MSCI World,
- MSCI Europe.

**OMX Vilnius indeksas** – tai visų Vilniaus vertybinių popierių biržoje Oficialiajame ir Papildomame sąraše kotiruojamų bendrovių akcijų indeksas. Į šį indeksą nėra įtrauktos akcijos tų bendrovių, kuriose vienas akcininkas valdo 90 proc. ir daugiau išleistų akcijų. Kaip teigiama oficialiajame Vilniaus vertybinių popierių biržos internetiniame puslapyje, šis indeksas turi atspindėti Vilniaus vertybinių popierių rinkos einamąją padėtį ir jos pokyčius. OMXV indekso bazinė data yra 1999 m. gruodžio 31 d., o bazinė reikšmė –100 punktų.

**MSCI World indeksas** – yra pasaulinis akcijų indeksas, parodantis bendrą akcijų kryptį išsivysčiusiose rinkose. Būtent šis indeksas yra dažniausiai naudojamas kaip lyginamasis indeksas (etalonas), siekiant palyginti turimų investicijų grąžą su pasaulinėmis tendencijomis. Į MSCI World indekso skaičiavimą įtrauktos 23 šalys: Australija, Austrija, Belgija, Kanada, Danija, Suomija, Prancūzija, Vokietija, Graikija, Honkongas, Airija, Italija Japonija, Olandija, Naujoji Zelandija, Norvegija, Portugalija, Singapūras, Ispanija, Švedija, Šveicarija, Didžioji Britanija ir Jungtinės Amerikos Valstijos. Indeksas skaičiuojamas nuo 1970 m.

**MSCI Europe indeksas** – yra Europos šalių akcijų indeksas, parodantis bendras akcijų rinkos tendencijas išsivysčiusių Europos šalių akcijų rinkose. Į MSCI Europe indekso skaičiavimą įtraukta 16

---

<sup>3</sup> MSCI Barra – Morgan Stanley Capital International Barra. Ši kompanija indeksus pradėjo skaičiuoti nuo 1970 m. ir yra viena didžiausių pasaulio kompanijų (MSCI Barra ir S&P) skaičiuojančių vertybinių popierių, investicinių fondų ir kitus indeksus. MSCI indeksai plačiai naudojami kaip palyginamieji (etaloniniai) indeksai, siekiant įvertinti investicinių portfelių pelningumą.

šalių: Austrija, Belgija, Danija, Suomija, Prancūzija, Vokietija, Graikija, Airija, Italija, Olandija, Norvegija, Portugalija, Ispanija, Švedija, Šveicarija ir Didžioji Britanija. Indeksas skaičiuojamas nuo 1970 m.

Analizei atlikti apskaičiuosime mėnesinę indeksų gražą 2000 01 01 – 2009 09 30 laikotarpiu. Mėnesiniai pokyčiai buvo pasirinkti, nes MSCI ilgesniam nei 5 metų laikotarpiui pateikia tik mėnesinius indeksų pokyčius.

Indekso gražą parodo akcijų indekso pokyčio logaritmas (Danilenko, 2009):

$$r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right); \quad (1)$$

Čia:  $r_t$  – indekso graža per laikotarpį nuo t-1 iki t;

$P_t$  – akcijų indeksas laiko momentu t;

$P_{t-1}$  – akcijų indeksas laiko momentu t-1.

Rizikos matavimo metodai yra įvairūs, tačiau Lietuvos akcijų rinkos rizikos palyginimui su Europos ir Pasaulio išsivysčiusiomis rinkomis, pasirinkau du pagrindinius rodiklius:

- standartinis nuokrypis (angl. Standart deviation);
- Šarpo koeficientas (angl. Sharpo ratio).

**Standartinis nuokrypis** parodo rezultatų išsibarstymą apie vidurkį, t.y. parodo rezultato nukrypimą nuo rezultatų vidurkio. Kuo labiau svyruoja investicijų pelningumas (yra didesnė rizika), tuo standartinis nuokrypis yra didesnis ir atvirkščiai. Standartinio nuokrypio apskaičiavimo formulė, nagrinėjant istorinius pelningumus (Kancerevyčius, 2009):

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_h - R)^2}{n}}; \quad (2)$$

Čia:  $\sigma$  – standartinis nuokrypis;

$R_h$  – tam tikras istorinis pelningumas per laikotarpį;

$R$  – istorinių pelningumų aritmetinis vidurkis;

$n$  – istorinių pelningumų skaičius.

**Šarpo koeficientas** parodo, kiek perteklinio pelno gaunama už vieną rizikos vienetą. Šis rodiklis naudojamas įvertinti, kaip efektyviai turto graža kompensuoja investuotojo prisiimtą riziką, t.y. kuo atitinkamos investicijos koeficientas didesnis, tuo yra gauta daugiau perteklinio pelno, palyginti su jos

rizika (Jasienė, Kočiūnaitė, 2007). Šarpo koeficientą apskaičiuosime remdamiesi šia formule (Kancerevyčius, 2009):

$$S = \frac{\text{Pelnas (nuostolis)}}{\text{Pelno (nuostolio) nepastovumas}} = \frac{R_i}{\sigma_i}; \quad (3)$$

Čia:  $S$  – Šarpo koeficientas

$R_i$  – indekso vidutinė mėnesio graža;

$\sigma_i$  – indekso gražos vidutinis mėnesio standartinis nuokrypis.

Dažnai Šarpo koeficientas skaičiuojamas iš investicijos gražos normos atimant nerizikingą gražos normą ir rezultatą padalijant iš investicijos rizikos. Nerizikinga gražos norma gali būti laikoma Vyriausybės vertybinių popierių graža, indėliai banke (kadangi indėliai iki 100 tūkst. eurų 100 proc. apdrausti Vyriausybės) ar palyginamieji indeksai (pvz. MSCI World, OMX Vilnius indeksai). Kadangi šiuo atveju Šarpo koeficientas ir bus skaičiuojamas palyginamiesiems indeksams, nerizikingos gražos normos rodiklio nevertinsime.

## 2 hipotezė

Antrai hipotezei pagrįsti atliksiu OMX Vilnius indekso ir pagrindinių Lietuvos makroekonomikos rodiklių (BVP, infliacijos, nedarbo, eksporto, importo ir einamosios sąskaitos balanso) koreliacijos stiprumo tyrimą statistinio paketo *SPSS 13.0* pagalba.

Ryšio stiprumui įvertinti naudosime Spirmeno koreliacijos koeficientą, kadangi šis koeficientas nėra jautrus išskirtims (toli nuo reikšmių centro esančioms reikšmėms). Kuo šio koeficiento reikšmė yra arčiau +1, tuo tarpusavio priklausomybė yra didesnė, jei priklausomybė artėja prie -1, tai rodo labai stiprų neigiamą ryšį, o 0 reikšmė fiksuoja statistinio ryšio nebuvimą (Boreika, Pilinkus, 2009).

Ryšio stiprumą įvertinsime, remdamasi Čekanavičiaus ir Murausko (2000) koreliacijos koeficientų interpretacija:

- nuo - 0,3 iki 0,3 – koreliacija labai silpna arba jos nėra;
- nuo 0,3 iki 0,5 (arba nuo -0,3 iki -0,5) – koreliacija silpna;
- nuo 0,5 iki 0,7 (arba nuo -0,5 iki -0,7) – koreliacija vidutinė;
- nuo 0,7 iki 0,9 (arba nuo -0,7 iki -0,9) – koreliacija stipri;
- nuo 0,9 iki 1 (arba nuo -0,9 iki -1) – koreliacija labai stipri;

Skaičiavimams naudojami 2000 01 01 – 2009 06 30 ketvirtiniai duomenys, kadangi pagrindinių makroekonominių rodiklių istoriją Statistikos departamentas prie Lietuvos Respublikos Vyriausybės pateikia ne trumpesiam kaip ketvirčio laikotarpiui.

### 3 hipotezė

Lietuvos nacionalinė valiuta yra prižiūta prie Euro, Lietuvos centrinis bankas nevykdo savarankiškos monetarinės politikos. Pinigų kiekį Lietuvoje įtakoja Europos centrinio banko (ECB) vykdoma monetarinė politika.

ECB vykdomos monetarinės politikos įvertinimui, mokslininkai (Bohl et al., 2008) siūlo naudoti 1 mėn. EURIBOR normą (vidutinė Europos tarpbankinės rinkos palūkanų norma). Toks periodas pasirinktas, nes trumpesnio laikotarpio EURIBOR nepakankamai įvertina monetarinės politikos įtaką, o ilgesnio laikotarpio EURIBOR norma gali būti nepakankamai jautri monetarinės politikos palūkanos pokyčiams.

Palyginimui, atlikdami tyrimą įvertinsime ir 1 mėn. VILIBOR (vidutinė tarpbankinių palūkanų norma skolinimui litais) normos įtaką OMX Vilnius indeksui.

Skaičiavimams pasirinktas 2007 01 01 – 2009 09 30 periodas su kasdieniu palūkanų normų bei OMX Vilnius indekso kitimu.

Ryšio stiprumui įvertinti naudosime Spirmeno koreliacijos koeficientą (žr. 43 psl., 2 hipotezės įvertinimo paaiškinimą).

Kaip parodė Lietuvos fondų rinkos formavimosi ir pokyčių analizė, Lietuvos vertybinių popierių rinka yra dar pakankamai jauna ir labai dinamiška. Siekiant užtikrinti dar efektyvesnę ir saugesnę fondų rinkos veikimą, yra nuolat tobulinama jos priežiūra ir reguliavimas.

Lietuvos fondų rinka labai skaudžiai sureagavo į pasaulinę krizę – OMXV indekso grąžos kritimas 2008 m. didesnis nei Europos ar pasaulio lyginamųjų indeksų. Tačiau rinkoje jau pastebimas atsigavimas, kurį paspartins įvestos naujos investavimo alternatyvos.

Lietuvos makroekonominės aplinkos analizė parodė, kad OMX Vilnius indekso grąžos svyravimai sutampa su makroekonominių rodiklių kitimu. Kokio stiprumo ryšys tarp OMX Vilnius indekso ir Lietuvos ekonomikos rodiklių; kiek Lietuvos vertybinių popierių rinka yra rizikingesnė, lyginant su Europos ir Pasaulio lyginamaisiais indeksais; bei kokią įtaką jai daro ECB monetarinė politika, parodys ekonometrinis tyrimas, kurio rezultatai apžvelgti trečiojoje darbo dalyje.

### 3. LIETUVOS FONDŲ RINKOS SAUGUMO ĮVERTINIMAS

Trečiojoje darbo dalyje apžvelgsime Lietuvos vertybinių popierių rinkos saugumo tyrimo rezultatus: palyginsime Lietuvos, Pasaulio bei Europos akcijų indeksų gražos rodiklius, įvertinsime makroekonominių rodiklių bei ECB vykdomos monetarinės politikos įtaką Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijoms.

#### 3.1. Investicijų gražos Lietuvos vertybinių popierių rinkoje analizė

Siekiant pagrįsti pirmąją hipotezę, yra būtina įvertinti Lietuvos, Europos bei Pasaulio akcijų indeksų riziką. Taigi statistinio paketo *SPSS 13.0* pagalba buvo apskaičiuoti OMX Vilnius, MSCI World ir MSCI Europe indeksų pagrindiniai rizikos rodikliai (standartinis nuokrypis ir Šarpo koeficientas).

OMX Vilnius indekso gražos standartinis nuokrypis, palyginus su MSCI Europe ir MSCI World indeksais yra didžiausias, MSCI Europe indekso gražos standartinį nuokrypį viršija beveik 1,5 karto, MSCI World indekso – 1,7 karto (žr. 2 lent.). Tai rodo, kad investicijos Lietuvos akcijų rinkoje yra rizikingesnės nei Europoje ar Pasulyje.

Šarpo koeficientas parodo, kad gaunamas pelnas iš investicijų Lietuvos akcijų rinkoje, palyginus su patiriama rizika, yra didesnis, negu Europoje ar Pasulyje.

**2 lentelė. OMXV, MSCI World ir MSCI Europe indeksų mėnesinės gražos rodikliai  
2000 01 01 – 2009 09 30**

Indeksas	Kintamųjų skaičius	Mažiausia reikšmė	Didžiausia reikšmė	Vidurkis	Standartinis nuokrypis	Šarpo koeficientas
OMXV	117	-35,09 %	36,08 %	0,97 %	8,32 %	11,64 %
MSCI World	117	-21,13 %	10,35 %	-0,20 %	4,92 %	-4,03 %
MSCI Europe	117	-23,98 %	12,36 %	-0,07 %	5,75 %	-1,25 %

Įvertinę gautus rezultatus, pirmąją hipotezę laikome teisinga. Investicijos Lietuvos akcijų rinkoje yra rizikingesnės už vidutinę Europos ar Pasaulio akcijų riziką. Tačiau tuo pačiu investicijos generuoja didesnę vidutinę gražą, palyginus su patiriama rizika.

### 3.2. Makroekonominių procesų poveikio Lietuvos vertybinių popierių rinkai vertinimas

Siekiant įvertinti Lietuvos makroekonominių rodiklių ir akcijų rinkos ryšio stiprumą, apskaičiavime Spirmeno koreliacijos koeficientus tarp OMX Vilnius akcijų indekso ir makroekonominių rodiklių (BVP, infliacijos, nedarbo, eksporto, importo ir einamosios sąskaitos balanso). Skaičiavimų rezultatai pateikti 3 lentelėje.

Spirmeno koreliacijos koeficientas rodo stiprų ryšį (yra tarp 0,7 ir 0,9) tarp OMX Vilnius indekso ir visų tirtų makroekonominių rodiklių, išskyrus infliaciją (žr. 3 lent.). OMX Vilnius indekso ir infliacijos ryšys yra vidutinis (Spirmeno koeficientas yra tarp 0,5 ir 0,7).

OMX Vilnius indekso teigiamas ryšys yra su BVP, infliacija, eksportu bei importu (augant šiems makroekonominiams rodikliams, didėja ir OMX Vilnius indekso reikšmė). Neigiamas OMX Vilnius indekso ryšys yra su nedarbu ir einamosios sąskaitos balansu (didėjant šiems makroekonominiams rodikliams, OMX Vilnius indekso rodiklis mažėja).

Visi gauti rezultatai (koreliaciniai ryšiai) yra statistiškai reikšmingi, nes kriterijaus p-reikšmė (statistinio reikšmingumo koeficientas) yra mažesnis už nustatytą reikšmingumo lygmenį 0,05.

**3 lentelė. OMXV indekso ir Lietuvos makroekonominių rodiklių koreliacinis ryšys**

Ryšio su OMX Vilnius indeksu rodikliai	Nedarbas	BVP	Infliacija	Eksportas	Importas	Einamosios sąskaitos balansas
Spirmeno koreliacijos koeficientas	-0,845	0,828	0,567	0,808	0,819	-0,774
Statistinis reikšmingumas	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Kintamųjų skaičius	38	38	38	38	38	38

Lietuvos, kaip mažos atviros ekonomikos, vertybinių popierių rinka yra stipriai susijusi su BVP, eksporto ir importo rodikliais. Tačiau antrąją hipotezę laikome priimtą iš dalies, kadangi tai, kad nedarbas iš visų makroekonominių rodiklių su OMX Vilnius indeksu yra susijęs labiausiai, į hipotezę nebuvo įtraukta.

### 3.3. Monetarinės politikos įtakos Lietuvos vertybinių popierių rinkai vertinimas

Siekiant įvertinti ECB vykdomos monetarinės politikos įtaką Lietuvos vertybinių popierių rinkai, apskaičiavome Spirmeno koreliacijos koeficientus tarp OMX Vilnius indekso ir 1 mėn. EURIBOR. Palyginimui analogiškas ryšys apskaičiuotas ir su 1 mėn. VILIBOR.

Koreliaciniai ryšiai tarp OMX Vilnius indekso ir EURIBOR, VILIBOR pateikti 4 lentelėje. Grafiškai OMX Vilnius indekso, EURIBOR, VILIBOR bei ECB nustatytų bazinės palūkanų normos kitimas 2007 01 01-2009 09 30 laikotarpiu pavaizduotas 8 pav.

Apskaičiavus bendrą 2007 m. sausio mėn.- 2009 m. rugsėjo mėn. Spirmeno koreliacijos koeficientą (žr. 4 lent.), būtų galima daryti išvadą, kad koreliacija tarp EURIBOR ir OMX Vilnius indekso yra silpna (Spirmeno koreliacijos koeficientas  $< 0,5$ ). Tai patvirtina užsienio mokslininkų išvadas, kad monetarinė politika neturi didelės įtakos akcijų kainoms ilgu periodu, didesnė monetarinės politikos įtaka yra trumpu periodu (žr. 1.6. poskyri).

Taigi, įvertinus koreliacijos stiprumą atskirais periodais (vienerių metų laikotarpyje), nustatyta, kad monetarinės politikos įtaka OMXV indekso tendencijoms trumpu laikotarpiu yra reikšmingesnė (žr. 4 lentelę), tačiau koreliacinis ryšys tą ne visai teisingai atspindi.

**4 lentelė. OMXV indekso ir 1 mėn. EURIBOR bei 1 mėn. VILIBOR koreliacinis ryšys**

Palūkanų norma	Ryšio su OMX Vilnius indeksu rodikliai	Laikotarpis			
		2007 01-2007 12	2008 01-2008 12	2009 01-2009 09	2007 01-2009 09
1 mėn. EURIBOR	Spirmeno koreliacijos koeficientas	0,506	-0,146	-0,530	0,469
	Statistinis reikšmingumas	0,001	0,023	0,001	0,001
1 mėn. VILIBOR	Spirmeno koreliacijos koeficientas	0,431	-0,869	0,482	0,095
	Statistinis reikšmingumas	0,001	0,001	0,001	0,014

2007 m. koreliacija tarp OMX Vilnius indekso ir EURIBOR yra vidutinė ir teigiama (žr. 4 lentelę). Tai paaiškinama tuo, kad ECB pagrindinis tikslas – kainų stabilumas, o 2006-2007 m. Euro zonos šalių ekonomikos augo stabiliai<sup>4</sup>, infliacija irgi buvo pastovi<sup>5</sup>, taigi pagrindo mažinti bazines

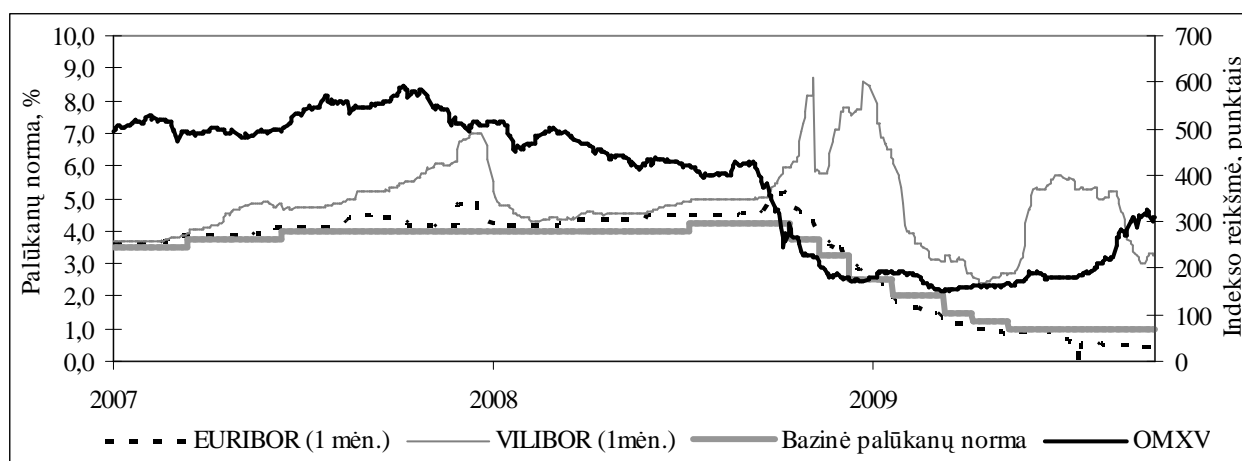
<sup>4</sup> Eurostat duomenimis, 2006 m. Euro zonos šalių BVP augo 3,0 proc., 2007 m. – 2,7 proc., 2008 m. – 0,6 proc.

<sup>5</sup> Eurostat duomenimis, 2006 m. infliacija Euro zonoje siekė 2,2 proc., 2007 m. – 2,1 proc., 2008 m. – 3,3 proc.

palūkanų normas nebuvo pagrindo. Tačiau OMX Vilnius indekso augimas buvo paremtas augančia Lietuvos ekonomika.

2008 m. koreliacija tarp OMX Vilnius indekso ir EURIBOR yra silpna ir neigiama (žr. 4 lentelę). Tai paaiškinama tuo, kad OMX Vilnius indeksas krito jau nuo metų pradžios (kaip ir visų biržų Pasulyje), tačiau ECB, siekdama suvaldyti augančią infliaciją, 2008 m. liepos mėn. padidino bazinę palūkanų normą nuo 4,0 proc. iki 4,25 proc. (žr. 8 pav., detaliau žr. 4 priedą). Tačiau OMX Vilnius indekso kritimas 2008 m. pabaigoje buvo labiau paremtas ne bazinės palūkanų normos pakėlimo, bet daugiau ekonomikos augimo sulėtėjimo bei pesimistinių ateities prognozių.

Po kelių mėnesių, 2008 m. spalio mėn. ECB bazinę palūkanų normą sumažino (nuo 4,25 iki 3,7 proc.), vėliau kas 1 mėn. sekė dar 6 sprendimai mažinti bazinių palūkanų normas ir nuo 2009 m. gegužės mėn. iki dabar bazinė palūkanų norma siekia 1 proc. Šiuo sprendimu buvo siekiama skatinti Europos ekonomiką. Bazinių palūkanų normų mažinimas neabejotinai atsiliepė ir OMX Vilnius indekso tendencijoms (žr. 8 pav.). Tą patvirtina ir vidutinė neigiama 2009 m. koreliacija tarp EURIBOR ir OMX Vilnius indekso (žr. 4 lentelę).



8 pav. Palūkanų normų ir OMXV indekso kitimas 2007 01 01 – 2009 09 30

**Šaltinis:** sudaryta pagal MSCI Barra, [www.euribor.org](http://www.euribor.org) ir AB „Nasdaq OMX Vilnius“ duomenis.

Imant atskirus periodus, išsiskiria 2008 m. – koreliacija tarp OMX Vilnius indekso ir VILIBOR 2008 m. – ji stipri ir neigiama. Tą galima paaiškinti staigiu vertybinių popierių rinkos kritimu 2008 m. pabaigoje dėl pasaulinės finansinės ir ekonominės krizės – kas bendrai įtakojo ir visų ekonominių rodiklių blogėjimą. Tuo pačiu, atsiradusi grėsmė dėl lito devalvacijos įtakojo VILIBOR palūkanų augimą. Tačiau kitais periodais (2007 m. ir 2009 m.) koreliacijos ryšys tarp OMX Vilnius indekso ir VILIBOR yra silpnas.



Remdamiesi atliktų tyrimų rezultatais, galima teigti, kad trečia hipotezė pasitvirtino. Ryšys tarp ECB vykdomos monetarinės politikos ir Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijų yra. Atliktas tyrimas patvirtino ir užsienio mokslininkų išvadas, kad monetarinė politika turi didesnę efektą, kai rinkos krenta, o vykdant restriktinę monetarinę politiką atsiranda didesnė tikimybė pereiti į meškų rinką.

### **3.4. Lietuvos vertybinių popierių rinkos prognozės**

Siekiant įvertinti tolimesnes OMX Vilnius indekso tendencijas, būtina atsižvelgti ir į rodiklių, kuriuos įvertinome kaip darančius reikšmingą įtaką šio indekso kryptį, prognozes.

Statistikos departamento duomenimis, nedarbo lygio augimo tempai 2009 m. II ketvirtį sumažėjo:

- 2009 m. I ketv., palyginus su 2008 m. IV ketv., nedarbas išaugo 1,5 karto (iki 11,9 proc.);
- 2009 m. II ketv. palyginus su I ketv., nedarbas išaugo 1,7 procentinių punktų (iki 13,6 proc.).

Tai rodo, kad nors ir nedarbo lygio mažėjimo artimiausiu metu tikėtis nelogiška, tačiau augimo tempai neturėtų didėti, taigi neigiamos įtakos OMX Vilnius indeksui neturės.

Statistikos departamento duomenimis, įvertinus sezono ir darbo dienų skaičiaus įtaką, 2009 m. trečiąjį ketvirtį bendrasis vidaus produktas, palyginti su 2008 m. trečiuoju ketvirčiu, sumažėjo 14,3 procento, tačiau palyginti su šių metų antruoju ketvirčiu, padidėjo 6 proc. Tai pirmas ženklas, rodantis, jog Lietuvos ekonomikos kritimas sustojo ir artimiausiu metu galima tikėtis bent nežymaus ekonomikos augimo. Tai darys teigiamą įtaką OMX Vilnius indekso didėjimui.

2009 m. I pusmetį, palyginus su 2008 m. I pusmečiu, užfiksuotas 36 proc. eksporto apimčių kritimas (nuo 27,5 mlrd. Lt iki 19,0 mlrd. Lt) bei 43 proc. importo apimčių kritimas (nuo 37,6 mlrd. Lt iki 21,3 mlrd. Lt). Tačiau 2009 m. II ketv., palyginus su 2009 m. I ketv., eksporto ir importo apimtys nežymiai padidėjo (atitinkamai 1 ir 3 proc.). Atsižvelgiant į analitikų prognozes, jog kaimyninių šalių rinkos atsigaus pirmiau nei Lietuva, tai turės teigiamos įtakos eksporto apimčių augimui. Kadangi empiriniai tyrimai parodė, jog eksportas ir importas reikšmingai įtakoja OMX Vilnius indekso tendencijas, šių makroekonominių rodiklių augimas turės teigiamos įtakos OMX Vilnius indekso augimui.

Eurostat duomenimis, 2009 m. spalio mėn. Euro zonoje užfiksuota -0,1 proc. infliacija (t.y. defliacija), 2009 m. Euro zonoje tikimasi 4,1 proc. BVP nuosmukio. Nors Euro zonai priklausančių šalių ekonomikų atsigavimas prognozuojamas jau 2010 m., tačiau BVP augimo tempas tikrai nedidelis

– 0,7 proc. Šie rodikliai rodo, kad pagrindo kelti bazinę palūkanų norma, kas galėtų turėti neigiamos įtakos akcijų rinkos tendencijoms, artimiausiu metu ECB tikrai neturės pagrindo.

Įvertinus naujausias makroekonomikos rodiklių tendencijas bei lūkesčius dėl tolimesnės ECB vykdomos monetarinės politikos, galima teigti, kad kliūčių tolimesniam OMX Vilnius indekso augimui nėra, visi rodikliai daugiau ar mažiau prisidės prie indekso vertės augimo.

## IŠVADOS

1. Efektyviai veikianti vertybinių popierių rinka visuomenei naudinga tuo, kad padeda paskirstyti išteklius (išteklių valdytojai lengvai gali rasti pageidaujančių tų išteklių). Antroji nauda – efektyvi rinka sumažina vertybinių popierių judėjimo kaštus, padidindama turimus išteklius investavimui į įmones.
2. Investavimo priemonės pasirenkamos priklausomai nuo ekonomikos plėtros ir augimo tikimybės. Jei tikimasi ekonomikos augimo, labiau investuojama į akcijas. Sulėtėjus ekonomikai, rinkoje labiau populiaros tampa konservatyviosios (mažiau rizikingos) investavimo priemonės – vyriausybės vertybiniai popieriai ir obligacijos.
3. Globalizacija yra vis labiau įsivyraujantis bei neišvengiamas procesas pasaulyje, užtikrinantis lengvesnę priėjimą prie kapitalo išteklių įmonėms bei fiziniams asmenims, suteikiantis didesnę investicinių produktų pasirinkimą. Mokslinių tyrimų analizė parodė, kad koreliacija tarp pasaulio akcijų rinkų yra didelė, besivystančios akcijų rinkos vis labiau koreliuoja su išsivysčiusiomis rinkomis. Tuo pačiu, investicijų diversifikacija tampa vis sudėtingesnė, nes vienodėja investicijų graža bei rizika. Besivystančių šalių vidaus rinkas globalūs rizikos veiksniai veikia labiau, nei vidiniai tų šalių rizikos veiksniai.
4. Nors vertybinių popierių rinka, kaip ir visa ekonomika, turi judėjimo ciklus (augimą keičia nuosmukis, nuosmukį – augimas), tačiau dideli svyravimai vertybinių popierių rinkoje nėra pageidautini, nes dažnai būna netikėti ir sukelia grėsmę investicijų saugumui bei šalies ekonomikos stabilumui. Išanalizavus rizikų rūšis, nustatyta, kad investuotojas tiesiogiai susiduria su rinkos, likvidumo bei politine (teisine) rizika.
5. 2007 m. JAV prasidėjusi finansų krizė smarkiai palietė akcijų rinkas visame pasaulyje. Nors kai kurie analitikai artėjančią krizę buvo numatę, tačiau dauguma investuotojų to nebuvo įvertinę – beveik visų biržų pagrindiniai indeksai mušė kritimo rekordus, krizės nuostoliai skaičiuojami trilijonais JAV dolerių.
6. Siekiant įvertinti investicijų vertybinių popierių rinkoje rizikos laipsnį bei tolimesnes tendencijas, sukurti rinkos indeksai. Kredito reitingas turėtų atspindėti emitento sugebėjimą įvykdyti savo įsipareigojimus ir kreditingumą, tačiau 2007 m. krizė parodė, kad visiškai pasikliauti reitingais negalima. Antrarūšėmis hipotekos paskolomis padengtiems vertybiniais popieriais (dėl kurių ir kilo pasaulinė krizė) buvo suteikti aukščiausi patikimumo reitingai.

7. Ekonomikos ir akcijų rinkos rodiklių tarpusavio ryšys yra gana plačiai nagrinėjamas mokslinėje literatūroje, tačiau vieningos nuomonės, kas ką labiau įtakoja nėra: vieni ekonomistai teigia, kad ekonomikos augimą skatina įvairios technologinės ir finansinės naujovės, o šias – finansų sektoriaus sugebėjimas užsitikrinti verslininkų pasitikėjimą; kiti mano, kad būtent ekonomikos augimas sukuria paklausą įvairioms finansinėms paslaugoms. Įvertinus abiejų pusių argumentus, galima teigti, kad jos abi yra teisios: ekonomika ir vertybinių popierių rinka įtakoja viena kitą.
8. Tarp ekonomistų vyksta diskusijos dėl monetarinės politikos įtakos akcijų grąžai. Vieno požiūrio atstovai, įvertinę pinigų bendrą kiekį ir pinigų paklausą, mano, kad akcijų grąža inertiška monetarinei politikai. Kiti mokslininkai įsitikinę, kad praeityje vykę pinigų kiekio pasikeitimai nedaro reikšmingos įtakos akcijų rinkai. Visgi atlikti tyrimai parodė, kad monetarinės politikos veiksmai gali paveikti akcijų rinkos kainas trumpu periodu, pakeisdami lūkesčius dėl dividendų palūkanų normos bei akcijų premijos.
9. Sparčiam biržos kapitalizacijos ir apyvartos rodiklių augimui nuo 2003 m., įtakos turėjo daugelis faktorių: 2003 m. priimti pensijų sistemos reformos bei Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymai, įstojimas į Europos Sąjungą, Vilniaus vertybinių popierių biržos prijungimas prie bendros Šiaurės Europos ir Baltijos šalių biržų prekybos sistemos bei spartus Lietuvos ekonomikos augimas.
10. Lietuvos ir pasaulio ekonomikos augimo sulėtėjimas, recesijos grėsmė, prastėjantys bendrovių bei bankų sektoriaus finansiniai rezultatai bei neigiami investuotojų lūkesčiai lėmė didelį akcijų kainų nuosmukį, prasidėjusį 2007 m. pabaigoje. 2008 m. Lietuvos akcijų indekso kritimas didžiausias per pastaruosius dešimt metų, per tuos metus OMX Vilnius indeksas neteko daugiau nei 65 proc. savo vertės. Visgi 2009 m. užfiksuotas ženklus OMX Vilnius indekso augimas – per pirmuosius 10 mėnesių, indeksas išaugo 58 proc.
11. Siekiant užtikrinti efektyvią ir sąžiningą prekybą vertybinių popierių rinkoje neapšėinama be valstybinio fondų rinkos reguliavimo, kuris numatytas įstatymais. Priežiūros funkciją Lietuvoje vykdo Vertybinių popierių komisija (VPK), įsteigta Seimo. VPK pagrindiniai uždaviniai yra prižiūrėti kaip laikomasi sąžiningos prekybos taisyklių finansinių priemonių apyvartoje bei imtis atitinkamų priemonių užtikrinančių veiksmingą finansinių priemonių rinkų veikimą ir investuotojų apsaugą.
12. VPK nustatė, kad 2008 m. padaugėjo piktnaudžiavimo bei manipuliavimo akcijų kaina atveju. Tai rodo, kad LR įstatymuose numatyta atsakomybė už nesąžiningą veiklą, drausmina ne visus rinkos dalyvius. Taigi 2008 m. veiklos ataskaitoje, VPK išipareigojo inicijuoti įstatymų pakeitimus, numatant griežtesnę atsakomybę už piktnaudžiavimus rinka.

13. XXI a. krizės priežasčių analizė parodė, kad investicinių priemonių reitingai objektyviai neatspindi investicijų rizikos. Finansų analitikų asociacijos (FAA) ir reitingų kompanijos „Morningstar“ vertybinių popierių fondams suteiktų reitingų palyginimas parodė, kad net ir profesionalūs analitikai tų pačių fondų riziką vertina skirtingai, taigi pasikliauti reitingais, neatlikus išsamesnės investicinių priemonių analizės, būtų nelogiška.
14. Trečiojoje diplominio darbo dalyje empiriniai tyrimais nustatyta:
  - 14.1. OMX Vilnius indekso grąža svyruoja labiau nei etaloninių Europos (MSCI Europe) ir Pasaulio (MSCI World) indeksų grąža. Tačiau tuo pačiu Lietuvos įmonių akcijos generuoja didesnę vidutinę grąžą, palyginus su patiriama rizika. Taigi hipotezė, kad investicijų Lietuvos vertybinių popierių rinkoje rizika yra didesnė už vidutinę, laikome patvirtinta.
  - 14.2. OMX Vilnius indekso teigiamas ryšys yra su BVP, infliacija, eksportu bei importu (augant šiems makroekonominiais rodikliams, didėja ir OMX Vilnius indeksas). Neigiamas OMX Vilnius indekso ryšys yra su nedarbu ir einamosios sąskaitos balansu (didėjant šiems makroekonominiais rodikliams, OMX Vilnius indekso rodiklis mažėja). Hipotezę, kad Lietuvos, kaip mažos atviros ekonomikos, akcijų rinka labiausiai priklauso nuo eksporto, importo bei BVP, laikoma pasitvirtinusia iš dalies, kadangi stipriausias koreliacinis ryšys nustatytas su nedarbo lygiu, kas į hipotezę nebuvo įtraukta.
  - 14.3. Koreliacinis ryšys tarp ECB vykdomos monetarinės politikos ir Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijų ilguoju periodu yra silpnas, tačiau trumpo periodo (1 metų) tyrimas parodė, kad koreliacinis ryšys yra vidutinis, t.y. bazinių palūkanų normų pokyčiai įtakoja Lietuvos vertybinių popierių kainų kitimo kryptį. Taigi trečiąją hipotezę, kad ECB sprendimai reikšmingai įtakoja Lietuvos vertybinių popierių rinką, laikome priimta.
15. Įvertinus naujausias makroekonomikos rodiklių tendencijas bei lūkesčius dėl tolimesnės ECB vykdomos monetarinės politikos, galima teigti, kad kliūčių tolimesniam OMX Vilnius indekso augimui nėra, visi rodikliai (BPV, nedarbas, eksportas, importas bei ECB nustatytos bazinės palūkanų normos) daugiau ar mažiau prisidės prie indekso vertės augimo.

## LITERATŪRA

1. 2007 m. Vertybinių popierių komisijos veiklos ataskaita. [http://www.vpk.lt/new/documents/VPK\\_ataskaita-2007-LT%20\(galutine\).pdf](http://www.vpk.lt/new/documents/VPK_ataskaita-2007-LT%20(galutine).pdf) [žiūrėta 2008 09 05]
2. 2008 m. Vertybinių popierių komisijos veiklos ataskaita ir finansinių priemonių rinkos tendencijos. <http://www.vpk.lt/new/documents/2008%20veiklos%20ataskaita.pdf> [žiūrėta 2009 10 02]
3. 2009 m. spalio mėn. infliacijos Euro zonoje vertinimas. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/2-30102009-BP/EN/2-30102009-BP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-30102009-BP/EN/2-30102009-BP-EN.PDF) [žiūrėta 2009 11 04]
4. Allen F., Herring R. Banking Regulation versus Securities Market Regulation // Wharton Financial institutions Center, 2001. <http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/1174.pdf> [žiūrėta 2009 10 26]
5. Aniūnas P. et. al., Variance – Covariance Risk Value Model for Currency Market // Engineering economics. 2009. No 1 (61). <http://www.ktu.lt/lt/mokslas/zurnalai/inzeko/61/1392-2758-2009-1-61-18.pdf> [žiūrėta 2009 08 10]
6. Baltijos rinkos indeksai. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt> [žiūrėta 2009 10 29]
7. Bekaert G., Harvey C. R. Emerging equity market volatility // Journal of Financial Economics, 1997, Vol. 43, p. 29-77. [http://www.nber.org/papers/w5307.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w5307.pdf?new_window=1) [žiūrėta 2009 09 15]
8. Bohl M. T. et al. European Stock Markets and the ECB's Monetary Policy Surprises // International Finance, 2008, p. 117–130. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=21&hid=113&sid=6ab4c18d-cb6f-4158-acc2-d38339a0d1cd%40sessionmgr111> [žiūrėta 2009 09 15]
9. Bordo M. D., Wheelock D. C. Stock Market Booms and Monetary Policy in the Twentieth Century // Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2007, p. 91-122. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=5&hid=5&sid=6ab4c18d-cb6f-4158-acc2-d38339a0d1cd%40sessionmgr111> [žiūrėta 2009 09 15]
10. Boreika P., Pilinkus D. Makroekonominių rodiklių ir akcijų kainų tarpusavio ryšys Baltijos šalyse // Ekonomika ir vadyba. Kaunas: Technologija, 2009, Nr. 14, p. 692-699. – ISSN 1822-6515
11. Chen Y. Assessing the Effects of Monetary and Fiscal Shocks: The Polish // International Research Journal of Finance and Economics. 2008, Issue 17, p. 49-46. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=21&hid=5&sid=6ab4c18d-cb6f-4158-acc2-d38339a0d1cd%40sessionmgr111> [žiūrėta 2009 09 15]
12. Chen Sh. Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects on Stock Returns? // Journal of Money, Credit & Banking (Blackwell), 2007, Vol. 39. p. 667-688. – ISSN 0022-2879

13. Cheung Y.W., Ng L.K. International Evidence of the Stock Market and Aggregate Economic Activity// *Journal of Empirical Finance*, 1998, Vol. 5, p. 281-296. - ISSN 0022-0515
14. Cohen, J. *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (2nd ed.) Hillsdale, 1988, NJ: Lawrence Erlbaum Associates. ISBN- 0805802835.
15. Čekanavyčius V., Murauskas G. *Statistika ir jos taikymai*. Vilnius: TEV, 2003. 240 p.– ISBN 9986-546-93-1
16. Čepinskis J., Jonynas D. *Investicijų valdymas globalizacijos kontekste // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*. Kaunas: VDU, 2001, Nr. 20, p. 121-133. - ISSN 1392-114
17. Danilenko S. *Makroekonominių procesų poveikio akcijų rinkai tyrimas // Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Technologija, 2009, Nr. 14, p. 731-736. – ISSN 1822-6515
18. ECB bazinių palūkanų normos. <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html> [žiūrėta 2009 10 20]
19. Ehrmann M. , Fratzscher M. Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets // *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2004, Vol. 36, No. 4, p. 719-737. – ISSN 0022-2879
20. Ehrmann M., Fratzscher M. Monetary Policy Announcements and Money Markets: A Transatlantic Perspective // *International Finance*, 2003, No. 6(3), p. 1–20. <http://www.marcelfratzscher.com/IF%20December%202003.pdf> [žiūrėta 2009 08 15]
21. EURIBOR palūkanų norma [http://www.euribor.org/html/content/euribor\\_data.html](http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html) [žiūrėta 2009 10 20]
22. FAA akcijų ir fondų reitingai. <http://www.finansai.lt/content/view/153/1> [žiūrėta 2009 09 30]
23. Fama E. F. et al. Asset Returns and Inflation // *Journal of Financial Economics*. 1977, November Vol. 5(2), p. 115-146. [http://schwert.ssb.rochester.edu/ari\\_jfe77.pdf](http://schwert.ssb.rochester.edu/ari_jfe77.pdf) [žiūrėta 2009 08 30]
24. Filer R. et al. Do Stock Markets Promote Economic Growth? <http://www.cerge.cuni.cz/pdf/wp/Wp151.pdf> [žiūrėta 2009 08 10]
25. Gyventojai ir socialinė statistika, Statistikos departamentas prie LR vyriausybės. <http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=1110> [žiūrėta 2009 10 20]
26. Goyal V. K., Yamada T. Asset Price Shocks, Financial Constraints, and Investment: Evidence from Japan // (*Journal of Business*, 2004, Vol. 77, p. 175-199. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=16&hid=11&sid=6ab4c18d-cb6f-4158-acc2-d38339a0d1cd%40sessionmgr111> [žiūrėta 2009 09 15]
27. Goodfriend M. “Interest Rate Policy Should Not React Directly to Asset Prices,” in. Hunter C. W. et al. „Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies“. Cambridge, MA: MIT Press, 2003, p. 445-57. – ISBN 0-262-08314-0

28. Jasienė M., Kočiūnaitė D. Investicijų gražos įvertinimo atsižvelgiant į riziką problema ir jos sprendimo galimybės // *Ekonomika*. Vilnius: VU leidykla, 2007, Nr. 79, p. 64-76. – ISSN 1392–1258
29. Jones P. Ch. *Investments Analysis and management* (5th ed.). NY: John Wiley & Sons., 2004. – 742 p. – ISBN 0324658427
30. Juozaitienė L. Įmonės finansai: analizė ir valdymas. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, 2007. – 415 p. – ISBN 9789986387923
31. Kancerevyčius G. *Finansai ir investicijos – 3-iasis atnauj. leid.* – Kaunas: „Smaltijos“ leidykla, 2009. – 904 p. – ISBN 978-9955-707-64-6
32. Kearney A. T. Hong Kong, Jordan, and Estonia Debut Among the Top 10 in Expanded Ranking of the World's Most Globalized Countries. <http://www.atkearney.com/index.php/News-media/hong-kong-jordan-and-estonia-debut-among-the-top-10-in-expanded-ranking-of-the-worlds-most-globalized-countries.html> [žiūrėta 2009 07 25]
33. Laurinavičius K. // *Pinigų studijos*. Vilnius: Lietuvos bankas, 2008, Nr. 2, p. 47-60. – ISSN 1392-2637
34. Leipus R., Norvaiša R. *Finansų rinkų teorijų pagrindai // Pinigų studijos*. Vilnius: Lietuvos bankas, 2003, Nr. 4, p. 5-28. – ISSN 1392-2637
35. Levy H. *Introduction to investments*. Cincinnati: South-Western college publ., 1996. – 983 p. – ISBN 0-538-85998-9
36. LR finansų ministerija. Lietuvos kredito reitingų raida. [http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito\\_reitingai/lietuvos\\_kredito\\_reitingu\\_raidai](http://www.finmin.lt/web/finmin/kredito_reitingai/lietuvos_kredito_reitingu_raidai) [žiūrėta 2009 10 20]
37. Mohtadi H., Agarwal S. *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries*. <https://pantherfile.uwm.edu/mohtadi/www/PA1-4-01.pdf> [žiūrėta 2009 08 10]
38. Morningstar fondų reitingai. <http://www.morningstar.lt/lt/fundquickrank/default.aspx> [žiūrėta 2009 11 05]
39. Morningstar. <http://www.danskebankas.lt/investavimas/fondai/reitingai/morningstar> [žiūrėta 2009 11 05]
40. MSCI Index Definitions <http://www.msicibarra.com/products/indices/equity/definitions.jsp#ACWI> [žiūrėta 2009 10 15]
41. MSCI Index Definitions. <http://www.msicibarra.com/products/indices/equity/definitions.jsp> [žiūrėta 2009 10 29]
42. MSCI Index Performance. <http://www.msicibarra.com/products/indices/stdindex/performance.html> [žiūrėta 2009 10 29]
43. Napolitano O. Is the Impact of ECB Monetary Policy on EMU Stock Market Returns Asymmetric?, 2006. [http://economia.uniparthenope.it/ise/sito/DP/DP\\_1\\_2006.pdf](http://economia.uniparthenope.it/ise/sito/DP/DP_1_2006.pdf) [žiūrėta 2009 08 15]



44. Nausėdaitė V. Lietuvos narystė Europos Sąjungoje – poveikis vertybinių popierių rinkai. [http://www.vpk.lt/new/documents/Vilija\\_Nausedaite\\_narystes\\_ES\\_itaka\\_VP.ppt](http://www.vpk.lt/new/documents/Vilija_Nausedaite_narystes_ES_itaka_VP.ppt) [žiūrėta 2008 05 05]
45. Pagrindiniai Lietuvos rodikliai, Statistikos departamentas prie LR vyriausybės. <http://www.stat.gov.lt/lt/> [žiūrėta 2009 10 20]
46. Rakauskaitė D. Lietuvos vertybinių popierių rinka po 15 metų – nuo nulio iki ... [http://www.vpk.lt/new/documents/Daiva\\_Rakauskaite\\_Rinka\\_po\\_15\\_metu.ppt](http://www.vpk.lt/new/documents/Daiva_Rakauskaite_Rinka_po_15_metu.ppt) [žiūrėta 2008 05 05]
47. Rakauskienė O. G. Valstybės ekonominė politika (fiskalinė, užsienio prekybos ir socialinė politika): monografija. – Vilnius: MRU Leidybos centras, 2006. – 768 p. – ISBN 9955-19-032-9
48. Raškinis D., Raškinis V. Finansų įstaigų priežiūra: tendencijos ir alternatyvos // Pinigų studijos. Vilnius: Lietuvos bankas, 2002, Nr. 2, p. 45-57. – ISSN 1392-2637
49. Real GDP growth rate. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>. [žiūrėta 2009 11 04]
50. Reilly F. K., Brown K. C. Investment analysis and portfolio management / 8th ed. – Mason [Oh.]: Thomson/South-Western, 2007. – 174 p. – ISBN 978-032-4405897
51. Rybinski, K. Globalization versus financial markets. [http://www.nbp.pl/en/publikacje/lectures/rybinski\\_200406.pdf](http://www.nbp.pl/en/publikacje/lectures/rybinski_200406.pdf) [žiūrėta 2009 10 01]
52. Rouwenhorst K. G. Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets // Journal of Finance, American Finance Association, 1999, Vol. 54. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=115788](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=115788) [žiūrėta 2009 08 15]
53. SEB banko Lietuvos makroekonomikos apžvalga, 2009 m. rugsėjis, Nr. 37. <http://www.seb.lt/pdf/lt/LMA37.pdf> [žiūrėta 2009 10 20]
54. Siddiqui S. Stock markets integration: examining linkages between selected World markets // The Journal of Business Perspective, 2009, Vol. 13, p. 19-30. – ISSN 0972-2629
55. Sutcliffe Ch. Stock index futures / 2nd ed. - [S.l.]: International Thomson Business Press, 1997. – 492 p. – ISBN 1-86152-092-1
56. Ūkis ir finansai (makroekonomika), Statistikos departamentas prie LR vyriausybės. <http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=1109> [žiūrėta 2009 10 20]
57. Užsienio prekyba. Statistikos departamentas prie LR vyriausybės. <http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=1122> [žiūrėta 2009 10 20]
58. VILIBID ir VILIBOR palūkanų normos <http://www.lb.lt/statistics/statbrowser.aspx?group=7222&lang=lt&orient=horz> [žiūrėta 2009 10 20]
59. Warnock E. F. Financial Globalization: New Features of the International Monetary System, New Challenges for Global Monetary Governance. [http://faculty.darden.virginia.edu/warnockf/papers/Warnock\\_FinancialGlobalization\\_DurbanSept2007.pdf](http://faculty.darden.virginia.edu/warnockf/papers/Warnock_FinancialGlobalization_DurbanSept2007.pdf). [žiūrėta 2009 08 10]

## ANOTACIJA LIETUVIŲ IR ANGLŲ KALBOMIS

Ažukaitė G. Fondų rinkos saugumas / Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovas doc. dr. R. Urniežius. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2009. – 69 p.

### ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe analizuojamas vertybinių popierių rinkos nepastovumas, labiausiai vertybinių popierių tendencijas įtakojantys veiksniai (globalizacija, ekonominiai rodikliai, monetarinė politika). Šio darbo tikslas yra įvertinti nuo ko priklauso Lietuvos vertybinių popierių rinkos saugumas. Pirmojoje darbo dalyje apžvelgiami teoriniai fondų rinkos saugumo aspektai bei atlikti moksliniai tyrimai, susiję su vertybinių popierių rinkos svyravimais. Antrojoje darbo dalyje analizuojama Lietuvos vertybinių popierių rinkos raida, atliekamas palyginimas su makroekonominių rodiklių kitimo tendencijomis. Trečiojoje darbo dalyje apžvelgiami Lietuvos vertybinių popierių rinkos saugumo tyrimo rezultatai: palyginami Lietuvos, Pasaulio bei Europos akcijų indeksų grąžos rodikliai; įvertinama makroekonominių rodiklių bei ECB vykdomos monetarinės politikos įtaka Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijoms.

**Pagrindiniai žodžiai:** Vertybinių popierių rinka, rinkos saugumas, monetarinė politika, makroekonominiai rodikliai.

Ažukaitė G. The safety of the Funds' market / Master's Work in Financial Markets. Supervisor doc. dr. R. Urniežius. – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2009. – 69 p.

### ANNOTATION

This diploma paper presents the problem of variability in the Funds' markets and factors making significant influence to tendencies of securities market (globalization, macroeconomic indicators, and monetary policy). The aim of the diploma paper is to evaluate substantial causes making impact to the safety of the Fund's market safety in Lithuania. The first part of this study introduces to theoretical aspects and researches related to fluctuation in the stock market. In the second part it's analyzed the development of the stock market in Lithuania comparing to trend of macroeconomic indicators. In the third part of this paper it's overlooked the results of research, which shows the level of Lithuanian stock market safety (comparison to benchmark Europe and the World stock indexes; influence of ECB performed monetary policy to Lithuanian securities market).

**Key words:** Securities market, Safety of market, Monetary policy, Macroeconomic indicators

## SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA

Ažukaitė G. Fondų rinkos saugumas / Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovas doc. dr. R. Urniežius. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2009. – 69 p.

### SANTRAUKA

Pastaraisiais metais investicijos į vertybinių popierių tampa vis populiareesnės. Investuojama ne tik pasyviai (į investicinius fondus), bet ir tiesiogiai į įmonių akcijas ar obligacijas. Investuotojai pirmiausiai ir skaudžiausiai pajautė finansinės krizės pasekmes, kadangi akcijų rinkos smarkiai krito visame pasaulyje, neaplenkusios nei vieno regiono. Lietuvą pasaulinė krizė palietė vėliau negu kitas šalis, tačiau įtaka yra labai didelė tiek akcijų rinkai, tiek visai ekonomikai. Pasaulyje jau stebimas vertybinių popierių rinkos atsigavimas, kuris taip pat matomas ir Lietuvos vertybinių popierių rinkoje, tačiau iki buvusių rodiklių aukštumų dar toli. Esant tokiai neapibrėžtai situacijai, investicijų vertybinių popierių rinkoje saugumo problema tampa ypač aktuali.

Mokslinėje literatūroje tyrimų apie vertybinių popierių rinkos svyravimus bei juos įtakojančius veiksnius yra pakankamai daug, tačiau tyrimų, kas įtakoja Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijas, saugumą nėra atlikta daug. Tyrimų, kaip Europos centrinio banko vykdoma monetarinė politika įtakoja Lietuvos akcijų rinką, nėra atlikta.

**Tyrimo problema:** kaip Lietuvos makroekonominiai rodikliai ir Europos Centrinio banko vykdoma monetarinė politika veikia Lietuvos fondų rinkos grąžą

**Tyrimo objektas** – Lietuvos fondų (vertybinių popierių) rinka.

**Tyrimo tikslas** – įvertinti nuo ko priklauso vertybinių popierių rinkos saugumas bei kokią realią įtaką šie veiksniai daro Lietuvos vertybinių popierių rinkai.

**Tyrimo uždaviniai:**

1. Atlikti literatūros šaltinių, susijusių su fondų saugumo samprata bei tyrimais, analizę, palyginti įvairių autorių nuomones bei tyrimų rezultatus;
2. Apžvelgti Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimosi raidą;
3. Palyginti Lietuvos vertybinių popierių rinkos rizikos laipsnį su Europos ir Pasaulio lyginamaisiais akcijų indeksais;
4. Įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos ir ekonominių rodiklių ryšį;
5. Įvertinti ECB vykdomos monetarinės politikos įtaką Lietuvos vertybinių popierių rinkai.

**Tyrimo metodai.** Iškeltos problemos tyrimui buvo naudota mokslinių straipsnių, įvairių literatūros šaltinių lyginamoji analizė, statistinių duomenų sisteminė bei loginė analizė. Taip pat darbe atlikta ekonometrinė koreliacinė-regresinė analizė.

Atlikti tyrimai magistriniame darbe parodė, kad investicijos Lietuvos akcijų rinkoje yra rizikingesnės nei bendrai investicijos Europos ar Pasaulyje. Lietuvos akcijų rinką labiausiai įtakoja nedarbo, BVP, eksporto bei importo rodikliai. ECB vykdoma monetarinė politika turi reikšmingą įtaką Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijoms. Visų šių rodiklių artimiausios ateities perspektyvos turės teigiamos įtakos OMX Vilnius indekso augimui.

Pirmojoje darbo dalyje apžvelgiami teoriniai fondų rinkos saugumo aspektai, t.y. vertybinių popierių rinkos saugumo samprata, globalizacijos įtaka vertybinių popierių svyravimams, analizuojami moksliniai darbai, kuriuose tiriama makroekonominių rodiklių bei monetarinės politikos įtaka vertybinių popierių rinkos svyravimams. Antrojoje darbo dalyje analizuojama Lietuvos vertybinių popierių rinkos raida, atliekamas palyginimas su Lietuvos makroekonominių rodiklių kitimo tendencijomis. Trečiojoje darbo dalyje apžvelgiami Lietuvos vertybinių popierių rinkos saugumo tyrimo rezultatai. Palyginami Lietuvos, Pasaulio bei Europos akcijų indeksų gražos rodikliai. Įvertinama makroekonominių rodiklių bei ECB vykdomos monetarinės politikos įtaka Lietuvos vertybinių popierių rinkos tendencijoms.

## SANTRAUKA ANGLŲ KALBA

Ažukaitė G. The safety of the Funds' market / Master's Work in Financial Markets. Supervisor doc. dr. R. Urniežius. – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2009. – 69 p.

### SUMMARY

In the recent years investment to securities becomes more and more popular. People invest not only in passive way by investment funds, but also directly to stocks or bonds. Actually investors were the first, who were painfully shocked by the financial crisis, because securities markets fell down in the entire World. Lithuania's economy and securities market were shocked by financial crisis later than the other countries, but the impact is huge to all sectors of Lithuania's economy and also securities market. We can hear of economic recovery from financial crisis in the other countries and there are signs of recovery and growing in Lithuania securities market as well, although it's need more time to reach the 2007s level. In nowadays situation the problem of financial and investments safety is really relevant.

There are a lot of researches of fluctuations in securities markets, and factors making impact to those fluctuations. The factors making impact to Lithuanian stock market and its safety are not very widely investigated by Lithuanian researches. There are no researches what impact does ECB performed monetary policy to Lithuanian stock market.

**The main problem** gathering in this diploma paper is what influence Lithuanian macroeconomics indicators and monetary policy performed by ECB make to Lithuanian securities market.

**The object of research** – The Funds' market in Lithuanian.

**The aim of the diploma paper** is to evaluate substantial causes to securities market in Lithuania.

**The tasks in the research:**

1. To analyze literature and studies related to the safety in the Funds' market, to compare opinions and researches' results of various authors;
2. To overlook development process of the Funds' market in Lithuania;
3. To compare the risk level of Lithuanian stock market to Europe's and the World's benchmark indexes.

4. To evaluate the relation between Lithuanian stock market and macroeconomics indicators.
5. To evaluate the impact of ECB performed monetary policy to the Funds' market in Lithuania.

**The methods of the research.** To investigate the problem was used comparative analysis of various studies, systemic and logic analysis of statistic data. Also there was used econometric analysis to evaluate regression and correlation relations.

The researches showed that investments to Lithuanian stock market have high level of risk comparing to Europe or the World stock indexes. The macroeconomics indicators, which make essential influence to Lithuanian stock market, is GDP, export and import. The impact of the monetary policy performed by ECB to the Funds' market in Lithuania is significant. According to the perspectives of Lithuanian macroeconomic indicators and monetary policy performed by ECB, we can expect further growing of the OMX Vilnius index in the near future.

The first part of this work introduce to theoretical aspects and researches related to fluctuation in the securities market. In the second part of this work is presented the analysis of the development of securities market in Lithuania comparing to trend of macroeconomic indicators. In the third part of this paper it's overlooked the results of research, which shows the level of Lithuanian stock market safety (comparison to Europe's and the World's benchmark stock indexes; influence of ECB performed monetary policy to Lithuanian stock market).

**PRIEDAI**



## RODIKLIAI, KURIUOS VERTINA AGENTŪRA „STANDARD&POOR'S“ SUTEIKDAMA REITINGĄ ŠALIAI

- Santaupos ir investicijos, kaip procentas nuo BVP (matuojamas santaupų-investicijų normų skirtumas);
- Užsienio valiutos skola metų gale kaip procentas nuo eksporto;
- Biudžeto deficitas, kaip proc. nuo BVP;
- Realus BVP augimas;
- BVP defliatorius, matuojantis infliaciją;
- Nedarbas;
- Investicijų procentas nuo BVP;
- Trumpalaikės palūkanų normos, lyginamos su JAV 3 mėn. Išdo vekselių norma.
- Skola užsienio valiuta, milijardais USD;
- Einamosios sąskaitos balansas/BVP;
- Eksporto augimas;
- Prekybos balansas/BVP.

**Šaltinis:** Kancerevyčius, 2009, p. 104.

## RODIKLIAI, KURIUOS VERTINA AGENTŪRA „STANDARD&POOR'S“ SUTEIKDAMA REITINGĄ ĮMONEI

<b>Pramonės šakos rizika - pramonės šakos stiprumas ekonomikos kontekste:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ekonomikos ciklo svarba;</li> <li>▪ verslo šakos cikliškumas - trukmė, pajamų svyravimas;</li> <li>▪ ekonomikos jėgų įtaka - infliacijos, žaliavų kainų kaštai ir prieinamumas, tarptautinė konkurencinė pozicija, socialiniai ir politiniai veiksniai;</li> <li>▪ paklausos faktoriai - augimas lyginant su BVP, rinkos brandumas;</li> <li>▪ pagrindinės finansinės charakteristikos - kapitalo intensyvumas, kredito panaudojimas;</li> <li>▪ pasiūlos faktoriai - žaliavos, darbas, pajėgumų išnaudojimas;</li> <li>▪ teisinis reguliavimas;</li> <li>▪ verslo koncentracijai;</li> <li>▪ įžengimo barjerai.</li> </ul>
<b>Firmos pozicija pramonės šakoje - rinka. Firmos pardavimų pozicija pagrindinėse jos veiklos srityse ir galimybė apsaugoti turimą poziciją ateityje:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ sugebėjimas generuoti pardavimus;</li> <li>▪ dominuojančios ir stabilios rinkos dalys;</li> <li>▪ marketingo ir paskirstymo poreikiai - stiprumas, silpnumas, vidaus ir tarptautiniai;</li> <li>▪ tyrimai ir vystymai, jo svarba, produkto gyvavimo ciklas;</li> <li>▪ aptarnavimo/aprūpinimo organizavimas;</li> <li>▪ priklausomybė nuo pagrindinių klientų;</li> <li>▪ ilgalaikiai pardavimo kontraktai;</li> <li>▪ produkto diversifikacija.</li> </ul>
<b>Firmos pozicija pramonės šakoje - veiklos efektyvumas. Istorinės veiklos maržos ir sugebėjimas jas išlaikyti:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ sugebėjimas išlaikyti ir pagerinti pelno maržas;</li> <li>▪ kainų lyderiavimas;</li> <li>▪ gamybos operacijų integralumas;</li> <li>▪ pastatai ir įranga - nauja ir moderni ar sena, aukštų ar žemų kaštų;</li> <li>▪ žaliavų tiekimas;</li> <li>▪ kapitalo ir darbuotojų produktyvumo lygis;</li> <li>▪ darbo jėga kaštai, santykiai su profsajungomis;</li> <li>▪ aplinkosaugos reikalavimai ir jų įtaka kaštams;</li> <li>▪ energetiniai kaštai.</li> </ul>
<b>Vadovybės įvertinimas:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ veiklos ir finansinių rezultatų pasiekimai per laiką;</li> <li>▪ planavimas, tiek strateginis tiek finansinis, augimo planas;</li> <li>▪ kontrolė - menedžmento, finansinis ir vidinis auditas;</li> <li>▪ finansavimo politika ir praktika;</li> <li>▪ bendra valdymo kokybė ;</li> <li>▪ susijungimų planai.</li> </ul>
<b>Apskaitos įvertinimas:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ auditorių kvalifikacija;</li> <li>▪ LIFO ar FIFO atsargų metodas;</li> <li>▪ prestižas ir nematerialus turtas;</li> <li>▪ pajamų pripažinimas;</li> <li>▪ nusidėvėjimo apskaita;</li> <li>▪ nekonsoliduojamos antrinės firmos;</li> <li>▪ apskaitos metodai;</li> <li>▪ pensijų atidėjimai;</li> <li>▪ nepakankamai įvertintas turtas, pavyzdžiui, LIFO rezervas.</li> </ul>
<b>Pajamų apsauga - ilgalaikė pajamų uždirbimo galia:</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kapitalo pelningumas;</li> <li>▪ ikimokestinio padengimo koeficientai;</li> <li>▪ pelno maržos;</li> <li>▪ turto pelningumas pagal segmentus;</li> <li>▪ ateities pajamų augimo šaltiniai;</li> <li>▪ pajėgumas finansuoti augimą iš vidaus.</li> </ul>

<b>Finansinis svertas ir turto apsauga:</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ ilgalaikė skola ir skolos/kapitalo santykis;</li><li>▪ privilegijuotos akcijos;</li><li>▪ svertas nebalansiniuose straipsniuose;</li><li>▪ turto kilmė;</li><li>▪ apyvartinio kapitalo valdymas.</li></ul>
<b>Pinigų srautai:</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ kapitalo poreikis;</li><li>▪ pinigų srautų nepastovumas;</li><li>▪ laisvas pinigų srautas;</li><li>▪ pinigų srautas skolai aptarnauti.</li></ul>

Šaltinis: Kancerevyčius, 2009, p. 104-105.

## LIETUVOS MAKROEKONOMIKOS IR FINANSINIŲ PRIEMONIŲ RINKOS DUOMENYS

Rodiklis	2004 m.	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.
BVP, mlrd. Lt to meto kainomis	62,7	72,1	82,7	98,2	111,4
Realaus BVP metinis pokytis, proc.	7,4	7,8	7,8	8,9	3,2
Vidutinė metinė infliacija (SVKI), proc.	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1
NASDAQ OMX Vilnius kapitalizacija, mlrd. Lt	19,6	28,2	30,0	26,9	12,0
NASDAQ OMX Vilnius kapitalizacijos ir BVP santykis, proc.	31,3	39,1	36,3	27,4	10,8
NASDAQ OMX Vilnius apyvarta, mlrd. Lt	3,5	4,0	7,1	3,9	1,8
NASDAQ OMX Vilnius apyvartos ir kapitalizacijos santykis, proc.	17,8	14,2	23,6	14,5	14,8
OMX Vilnius indeksas metų pabaigoje, punktais	293,44	448,76	492,65	514,23	179,25
Iš papildomų įnašų išplatintų akcijų emisinė vertė, mln. Lt	497,8	733,1	679,2	473,0	203,36
Numatytų papildomais įnašais išplatinti akcijų emisijų emisinė vertė, mln. Lt <sup>1</sup>	609,5	754,2	705,5	473,0	236,57
Kapitalo didinimas iš bendrovės lėšų, mln. Lt	24,5	395,3	967,2	69,01	389,762
Išplatintų skolos vertybinių popierių emisinė vertė, mln. Lt	847,7	1 110,0	7 115,0	3 527,8	2740,0
Lietuvoje registruotų KIS turtas, mln. Lt	159,8	393,8	823,7	1 261,3	382,3
II pakopos pensijų fondų turtas, mln. Lt	127,4	406,1	904,9	1 688,2	2 250,5
III pakopos pensijų fondų turtas, mln. Lt	10,6	36,5	73,7	104,0	60,9
Lietuvoje viešai išplatintų užsienio KIS vienetų vertė, mln. Lt	41,9	174,3	614,4	1 210,9	470,1
Bendrovių NASDAQ OMX Vilnius prekybos sąraše skaičius	43	43	43	40	42
Finansų maklerio įmonių ir komercinių bankų, teikiančių investicines paslaugas, skaičius	25	22	21	22	21
Finansų maklerių skaičius	188	223	270	349	482
Ermitentų skaičius	626	569	504	52	52
Valdymo įmonių skaičius	9	9	12	13	14
Lietuvoje registruotų KIS skaičius	10	19	28	34	35
II pakopos pensijų fondų skaičius	30	30	30	31	29
III pakopos pensijų fondų skaičius	6	6	6	9	9
Viešai platinamų užsienio KIS skaičius	6	29	46	58	63

**Šaltinis:** Statistikos departamentas, AB „Nasdaq OMX Vilnius“, VPK

**ECB bazinių palūkanų normų kitimas 2002 - 2009 m.**

<b>Data, nuo kada įsigaliojo palūkanų pakeitimas</b>	<b>Bazinė palūkanų norma (proc.)</b>
2002.12.06	2,75
2003.03.07	2,50
2003.06.06	2,00
2005.12.06	2,25
2006.03.08	2,50
2006.06.15	2,75
2006.08.09	3,00
2006.10.11	3,25
2006.12.13	3,50
2007.03.14	3,75
2007.06.13	4,00
2008.07.09	4,25
2008.10.15	3,75
2008.11.12	3,25
2008.12.10	2,50
2009.01.21	2,00
2009.03.11	1,50
2009.04.08	1,25
2009.05.13	1,00

Šaltinis: [www.euribor.org](http://www.euribor.org)