

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

KRISTINA PETROVSKA

LIETUVOS OBLIGACIJŲ RINKOS PLĖTROS
KRYPTYS

Magistro baigiamasis darbas

Vadovė

Prof. dr. Irena Mačerinskienė

VILNIUS, 2013

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

LIETUVOS OBLIGACIJŲ RINKOS PLĖTROS
KRYPTYS

Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas
Studijų programa 621L10009

Vadovė:

() **prof. dr. Irena Mačerinskienė**

2013 04

Recenzentas:

Atliko

FRmis1-02 gr. stud.

() **Kristina Petrovska**

2013 04 15

VILNIUS, 2013

TURINYS

LENTELĖS.....	4
PAVEIKSLAI.....	5
ĮVADAS	6
1. OBLIGACIJŲ RINKOS TEORINIAI ASPEKTAI.....	8
1.1. Vertybinių popierių koncepcija	8
1.2. Obligacijų koncepcija	17
1.3. Pagrindiniai obligacijų rodikliai	23
1.4. Vyriausybės obligacijų išleidimo procesas	32
1.5. Obligacijų rinkos plėtros veiksniai	38
2. OBLIGACIJŲ RINKOS PLĖTROS VERTINIMO METODOLOGIJA	41
2.1. Obligacijų rinkos vertinimo metodika	41
2.2. Obligacijų rinkos plėtros veiksnių vertinimo metodika	46
2.3. Obligacijų rinkos plėtros vertinimo modelis	49
3. OBLIGACIJŲ RINKOS PLĖTROS KRYPTYS LIETUVOJE	53
3.1. Atskirų šalių obligacijų rinkos analizė	53
3.2. Lietuvos obligacijų rinkos analizė	60
3.3. Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksnių analizė	67
3.5. Potencialios plėtros kryptys Lietuvoje: galimybės ir trukdžiai	74
IŠVADOS IR SIŪLYMAI.....	77
LITERATŪRA	80
ANOTACIJA.....	85
ANOTATION	86
SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA.....	87
SUMMARY	89
PRIEDAI.....	91
1 PRIEDAS. OBLIGACIJŲ REITINGINIS ĮVERTINIMAS.....	92
2 PRIEDAS. OBLIGACIJŲ RINKOS EMISIJOS IR APYVARTOS.....	93
3 PRIEDAS. LIETUVOS OBLIGACIJŲ AUKCIONŲ RODIKLIAI 2005 – 2012 m.	94
4 PRIEDAS. INVESTUOTOJAI Į LIETUVOS VERTYBINIUS POPIERIUS 2013 01 31	95
5 PRIEDAS. MAKROEKONOMINIAI LIETUVOS RODIKLIAI 2005 – 2011 m.	96
6 PRIEDAS. LIETUVOS BANKINĖS PASKOLŲ RINKOS DUOMENYS 2005 – 2011 m.	97

LENTELĖS

1 lentelė. Obligacijų rinkos rodikliai	49
2 lentelė. Obligacijų rinkos plėtros veiksnių vertinimo rodikliai.....	50
3 lentelė. Kokybinių įvertinimų skaitinė išraiška	51
4 lentelė. VVP ir bendrovių obligacijų dalis obligacijų rinkoje	53
5 lentelė. VVP ir bendrovių obligacijų dalis obligacijų rinkoje	53
6 lentelė. JAV municipalinių vertybinių popierių rinka 1992-2007 metais, mlrd. dol.	55
7 lentelė. Europos šalių municipalinių obligacijų dalis bendroje obligacijų rinkos apimtyje, %	58
8 lentelė. Lietuvos obligacijų rinkos įvertinimas	67
9 lentelė. Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksnių įvertinimas.....	74

PAVEIKSLAI

1 pav. Pinigų cirkuliacija finansų sistemoje	9
2 pav. Tiesioginiai ir netiesioginiai pinigų srautai finansų sistemoje	10
3 pav. Finansų rinkų struktūra.....	12
4 pav. Vertybinio popieriaus kaip prekės kilmės prielaidos	17
5 pav. VP rinkos kapitalizacija, mln. Lt	60
6 pav. Obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje, proc.	61
7 pav. VP rinkos kapitalizacija, mln. Lt	61
8 pav. Obligacijų rinkos struktūra, proc.	62
9 pav. Obligacijų dalis bendroje vertybinių popierių rinkos dalyvių skoloje, proc.	63
10 pav. Valstybės ir ūkio subjektų paskolų krepšelis, proc.	63
11 pav. Obligacijų rinkos ir bankų paskolų rinkos dinamika, mln. Lt	64
12 pav. Obligacijų savininkų struktūra.....	64
13 pav. Namų ūkių santaupų struktūra, mln. Lt ir proc. (2012.12.31).....	65
14 pav. Obligacijų rinkos likvidumas, kartais.....	66
15 pav. Obligacijų rinkos patrauklumas, kartais	66
16 pav. BVP, taupymas, bankinės paskolos ir valstybės skola, mln. Lt	68
17 pav. BVP ir obligacijų rinkos likvidumo ryšio paieška Nr. 1	69
18 pav. BVP ir obligacijų rinkos likvidumo ryšio paieška Nr. 2	69
19 pav. Infliacija, obligacijų, bankinių paskolų, indėlių ir tarpbankinių paskolų palūkanų normų dinamika.....	70
20 pav. Valstybės skola ir BVP.....	72
21 pav. ESD ir užsienio skolos pokyčiai, proc.....	72
22 pav. vidaus rinkos VVP dalis valstybės skoloje, proc.	73
23 pav. vidaus rinkos VVP dalis valstybės skoloje, proc.	76

IVADAS

Vertybinių popierių rinka yra neatsiejama rinkos ekonomikos dalis. Pagal šios rinkos būklę galima spręsti apie šalies ekonominius ypatumus, o lyginant ją su kitais ekonomiais rodikliais, ir apie ekonominę šalies būklę. Išsivysčiusioje ekonomikoje didesnę šios rinkos dalį sudaro investavimas į skolos vertybinius popierius – obligacijas, taip suteikiant bendrovėms ir valstybei trūkstamas lėšas investicijoms, o kreditoriams – pelną mokamų palūkanų pavidalu. Investicijos į obligacijas yra svarbios tiek mikro, tiek makro lygyje. Mikroekonominiame lygyje vertybinių popierių rinkos funkcionavimas padeda organizacijoms pritraukti ženklias finansines lėšas, neįsileidžiant naujų savininkų į savo veiklą ir neprarandant veiklos kontrolės, o makroekonominiame lygyje padeda kaupti ir efektyviai paskirstyti kapitalą bei uždirbti iš jo pajamas. Kreditoriai taip pat gauna didesnes garantijas uždirbti pelną, nors ir mažesnę, nei galima būtų tikėtis iš akcijų. Tačiau akcijų atveju jie patirtų ir didesnę riziką.

Obligacijų rinkos plėtra pagerina kapitalo ir pinigų cirkuliaciją vidaus rinkoje, akumuliuodama perteklių ir deficitą bei perskirstydama kapitalą. Tokiu būdu ekonomika geriau aprūpinama ekonominiu krauju – pinigais, reikalingais investicijoms į realų kapitalą. Klausimas aktualus bet kuriai šaliai, tame tarpe ir Lietuvai. Tačiau kokia kryptimi reikia plėsti obligacijų rinką? Kokią vietą ji užima ir turėtų užimti Lietuvos ekonomikoje ir finansų rinkose? Norint atsakyti į šiuos klausimus, reikėtų pirmiausia įvertinti esamą obligacijų rinkos būklę, ir veiksnius, įtakančius ir lemiančius šią būklę. Atsakymai į šiuos klausimus leistų nustatyti potencialias galimas ir būtinas rinkos plėtros kryptis, tokios plėtros galimybes ir trukdžius.

Tyrimo objektas – Lietuvos obligacijų rinka ir jos plėtros veiksniai.

Tyrimo tikslas – išanalizavus obligacijų rinką Lietuvoje, nustatyti pagrindines jos plėtros kryptis.

Tyrimo uždaviniai:

- 1) atskleisti obligacijų rinkos plėtros veiksnius,
- 2) parengti obligacijų rinkos plėtros vertinimo metodologiją,
- 3) įvertinus Lietuvos obligacijų rinką ir jos plėtros veiksnius, nustatyti potencialias šios rinkos plėtros kryptis.

Tyrimo metodai. Atskiros darbo dalys sąlygoja ir skirtingus tyrimo metodus. Teorinėje dalyje taikiau mokslinės literatūros analizės ir apibendrinimo metodą. Metodologinėje dalyje sukūriau konceptualų modelį, iš teorijos iškristalizuodama pagrindinius obligacijų rinkos bei jos plėtros veiksnių įvertinimo parametrus, juos aprašydama ir suteikdama jiems rangus. Analitinėje dalyje, naudodama realius Lietuvos duomenis ir tam tikrus užsienio šalių rodiklius palyginimui, apskaičiavau kiekybinius bei aprašiau kokybinius rodiklius, įtrauktus į vertinimo modelį. Gauti obligacijų rinkos ir

veiksnių įtakos jos plėtrai vertinimų rezultatai leido apibendrinimų metodu nustatyti potencialias plėtros kryptis. Pagrindiniai informacijos šaltiniai – vertybinių popierių biržos duomenų bazės, Finansų ministerijos ataskaitos, Statistikos departamento duomenų bazės, Lietuvos Respublikos Seimo teisės aktų duomenų bazės, Centrinio banko ataskaitos, Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo duomenų bazės, mokslininkų publikacijos, Pasaulio banko duomenų bazės.

Darbo struktūra. Magistro baigiamąjį darbą sudaro įvadas, trys skyriai, išvados ir literatūros sąrašas. Pirmajame skyriuje pateikta vertybinių popierių ir obligacijų koncepcijos, apibrėžti pagrindiniai obligacijų rodikliai, atskleistas vyriausybės obligacijų išleidimo procesas ir išskirti obligacijų rinkos plėtros veiksniai. Antrajame skyriuje pateikta obligacijų rinkos vertinimo metodika, taip pat šios rinkos plėtros veiksnių vertinimo metodika ir parengtas obligacijų rinkos plėtros vertinimo modelis. Trečiajame skyriuje pateikta atskirų šalių ir Lietuvos obligacijų rinkos analizė, įvertinti Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksniai. Remiantis Lietuvos obligacijų rinkos ir plėtros veiksnių analize, nustatytos Lietuvos obligacijų rinkos plėtros galimybės ir trukdžiai.

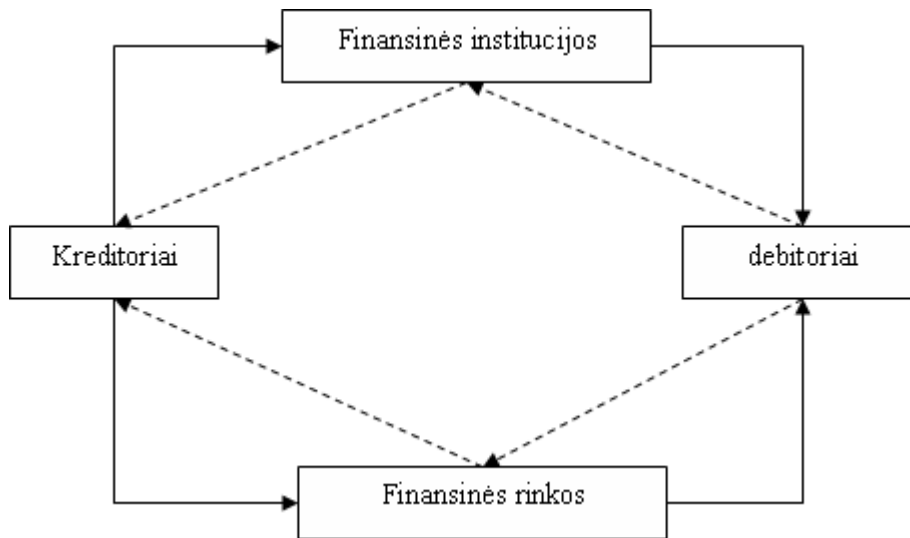
1. OBLIGACIJŲ RINKOS TEORINIAI ASPEKTAI

1.1. Vertybinių popierių koncepcija

Vertybinių popierių atsiradimo prielaidos. Išvystytos ekonomikos pagrindas ir svarbiausias stimulus – pinigai. Iš esmės pinigai ekonomikoje atlieka tokią pačią funkciją, kaip kraujas – žmogaus organizme. Pinigai cirkuliuoja ekonomikos organizme – sumokami vartotojams kaip darbo užmokestis, už juos perkamos prekės (joms priskiriame visus materialius daiktus, tarp jų ir įrengimus) ir paslaugos, mokami mokesčiai, galiausiai jie taupomi ateities vartojimui ir investicijoms. Tačiau pinigai turi dar vieną savybę, be kurios nebūtų ir šio tiriamojo darbo – *jie patys gali būti prekybos objektas arba prekė* (A. Rutkauskas ir kt., 2002). Pinigai, pripažinti kaip absoliuti mainų priemonė, pagreitino mainų procesą ekonomikoje, kadangi už juos tapo galima įsigyti bet kokią prekę, arba už savo prekes gauti pinigų, ir nebereikėjo užsiimti barteriniais mainais. Tačiau, žmonėms ekonominėje veikloje kuriant pridėtinę vertę, pinigai išaugo iš mainų priemonės ir patys tapo preke. Jei vieni ekonomikos dalyviai sukaupia pridėtinės vertės perteklių pinigų pavidalu, o kiti turi veiklos idėjų, galinčių sukurti naują pridėtinę vertę, tai pinigus galima kaip *turtą* paskolinti antriesiems, kad jie gautų priemonės idėjai įgyvendinti, o naujai veiklai pradėjus generuoti pridėtinę vertę, paskolintas turtas būtų grąžinamas su atlygiu už paskolą – dalimi sukurtos pridėtinės vertės. Taigi, pinigai šalia mainų priemonės įgijo ir kitą šiandienos ekonomikai svarbią funkciją – prekės funkciją, t.y. jie tapo parduodami neturintiems pinigų ir neturintiems veiklai nereikalingo turto, kurį galėtų paversti pinigais, už tuos pačius pinigus, tik už didesnę sumą. Skirtumas tarp paskolintos ir grąžintos sumos sudarė skolintojo pelną už galimybės įgyvendinti idėją suteikimą ir riziką, kad dėl nevykusio įgyvendinimo paskolintas turtas gali negrįžti. Tai sudarė prielaidas atsirasti finansų rinkoms.

Finansų sistema – tai finansų rinkų dalyvių, veikiančių pagal nustatytas taisykles, visuma (A. Rutkauskas ir kt., 2002; P.J. Charles, 1992; Valentinavičius S., 2010). Pasak A. Rutkausko ir kt. (2002), finansų sistemos tikslas – užtikrinti pinigų cirkuliaciją tarp pinigų taupytojų ir vartotojų. Agreguotame lygmenyje taupytojai (potencialūs kreditoriai) yra namų ūkiai, o debitoriai (besiskolinantieji) – verslas ir vyriausybė. Verslui paprastai reikia pinigų investicijoms, o vyriausybei – tiek investicijoms į ekonomiką, tiek fiskaliniam deficitui finansuoti (Rutkauskas ir kt., 2002). Gyvenimas paprastai įvairesnis už abstrahuotą teorinį modelį. Verslo įmonės gali tiek skolintis pinigus veiklai reikalingo kapitalo formavimui arba imti trumpalaikius kreditus apyvartinių lėšų poreikiui patenkinti, tiek gali ir skolinti pinigus kitiems rinkos dalyviams, jei turi lėšų perteklių. Vyriausybė bei savivaldos organai tampa kreditoriais, kai komerciniuose bankuose deponuoja laisvas pinigines lėšas, mokesčius ir draudimo įnašus, o iškilus pinigų poreikiui, gauna *finansinių institucijų* kreditą,

parduodama joms savo *vertybinius popierius*. Fiziniai asmenys tampa kreditoriais, deponuodami savo santaupas, o debitoriais – gaudami kreditus. Įvairios lėšos cirkuliuoja tarp fizinių asmenų, įmonių, valdžios organų, finansinių institucijų, kreditinių bendrovių, draudimo įmonių, pensijų fondų ir investicinių bendrovių, sandoriai dažniausiai vyksta *finansų rinkose* (A. Rutkauskas ir kt., 2002; P.J. Charles, 1992). Schematiškai pinigų cirkuliacija pavaizduota 1 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta pagal A. Rutkauską ir kt., 2002

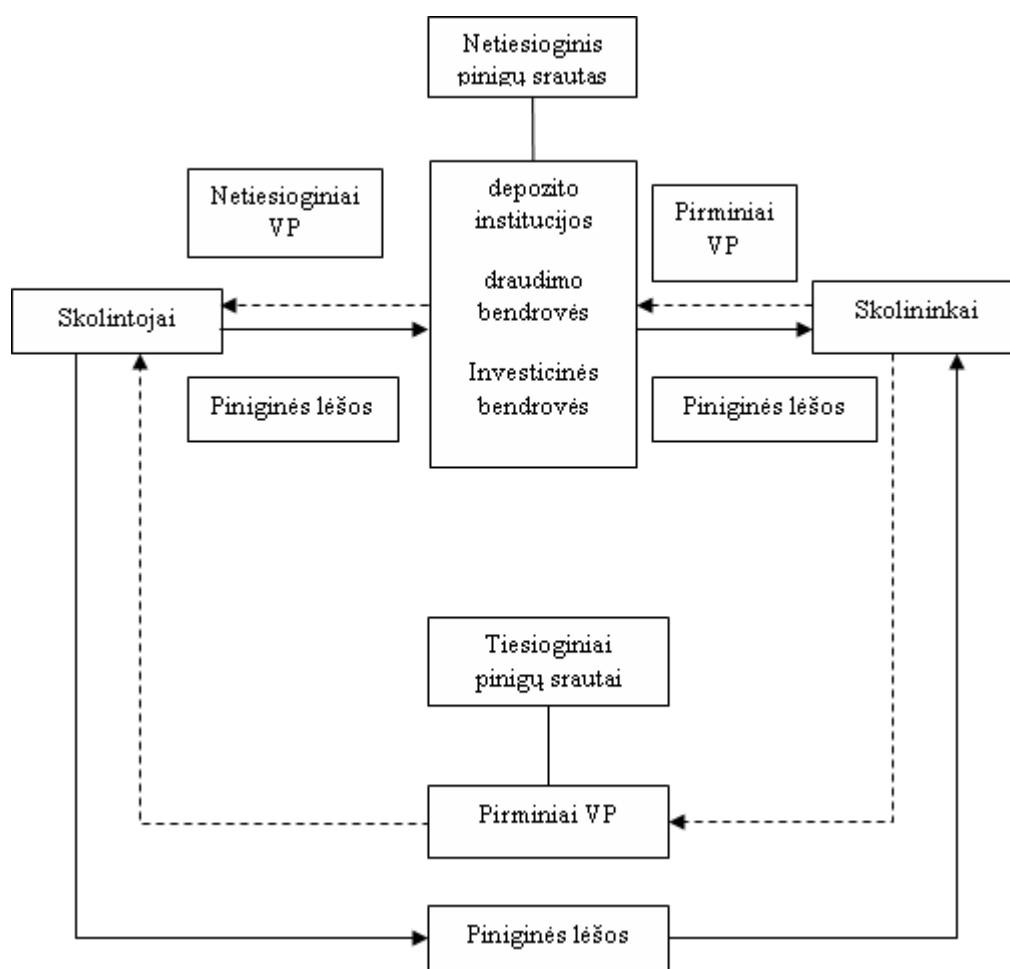
1 pav. Pinigų cirkuliacija finansų sistemoje

Taigi turime keturis elementus: finansų institucijas, finansų rinkas, kreditorius ir debitorius. Kreditoriai finansų rinkose arba tiesiogiai, arba tarpininkaujant finansinėms institucijoms, parduoda pinigus vartotojams (debitoriams), o vartotojai išduoda jiems dokumentus, liudijančius pardavimą ir tuo pačiu reiškiančius įsipareigojimą prekę apmokėti. Tie dokumentai vadinami *vertybiniais popieriais*. 1 pav. pinigų srautai pažymėti ištisinėmis rodyklėmis, o vertybiniai popieriai – punktyrinėmis. Taigi vyksta priešpriešinis susijęs judėjimas – debitorius gauna pinigus ir išduoda kreditoriams įsipareigojimų liudijimus, o kreditorius gauna vertybinius popierius, parduodamas debitoriui savo prekę – pinigus.

Vertybinis popierius – tai dokumentinis įsipareigojimo, atsiradusio pasiskolinus pinigus, liudijimas. Tačiau tiek mokslinėje literatūroje, tiek praktikoje šia sąvoką įprasta vartoti tiek platesne ekonomine prasme, tiek siauresnėje objekto sferoje, o tai įneša neaiškumų ir mokslinėje literatūroje, nagrinėjančioje finansų, akcijų ir obligacijų rinkas. Kad išgrynintume ir tiksliau apsibrėžtume vertybinių popierių sąvoką, turime aptarti *finansų institucijų* ir *finansų rinkų*, kaip finansų sistemos elementų, sąvokų turinį.

Pasak S. Valentinavičiaus (2010), “Finansų institucijos – tai organizacijos, nukreipiančios vyriausybės, verslo ir individų santaupas į paskolas ir investicijas“. Svarbiausios jų yra bankai ir

draudimo kompanijos ir investicinės bendrovės (A. Rutkauskas ir kt., 2002; P.J. Charles, 1992). Iš esmės tai tarpininkai, surenkantys pinigus iš pirminių kreditorių (akumuliuojantys pinigus) ir tiekia piniginius kreditus tiesiogiai debitoriams, įsigydami jų vertybinius popierius. Be to, jos ir toliau perka bei parduoda vertybinius popierius antrinėje rinkoje. Tarpininkų veiklos pobūdis šiek tiek skiriasi. Depozito institucijos (bankai ir kredito unijos) akumuliuoja namų ūkių santaupas per indėlius ir skolina įmonėms bei vyriausybei dideles akumuliuotas sumas, investicinės įmonės surenka pinigus iš kreditorių, parduodamos jiems savo akcijas, o paskui investuodamos į rinkos vertybinius popierius, o draudimo kompanijos (pvz., pensijų fondai) investuoja surinktus įnašus (P.J. Charles, 1992). Tokiu būdu finansų rinka ženkliai padidina pinigų cirkuliaciją tarp kreditorių ir debitorių, lokalizuodama santaupų sancaupas (P.J. Charles, 1992). Tiesioginiai ir netiesioginiai pinigų srautai finansų sistemoje pateikti 2 pav.



Šaltinis: sudaryta pagal P.J. Charles, 1992, S. Valentinavičių, 2010; ir aukščiau išdėstytą medžiagą

2 pav. Tiesioginiai ir netiesioginiai pinigų srautai finansų sistemoje

Pinigų cirkuliacija 2 pav. pavaizduota ištisinėmis rodyklėmis, o vertybinių popierių cirkuliacija – punktyrinėmis. Kaip matome, mainai gali vykti tiesiogiai, kreditoriams už parduotas finansines lėšas gaunant vertybinius popierius (akcijas ir obligacijas), arba per tarpininkus. Šiuo atveju tarpininkai

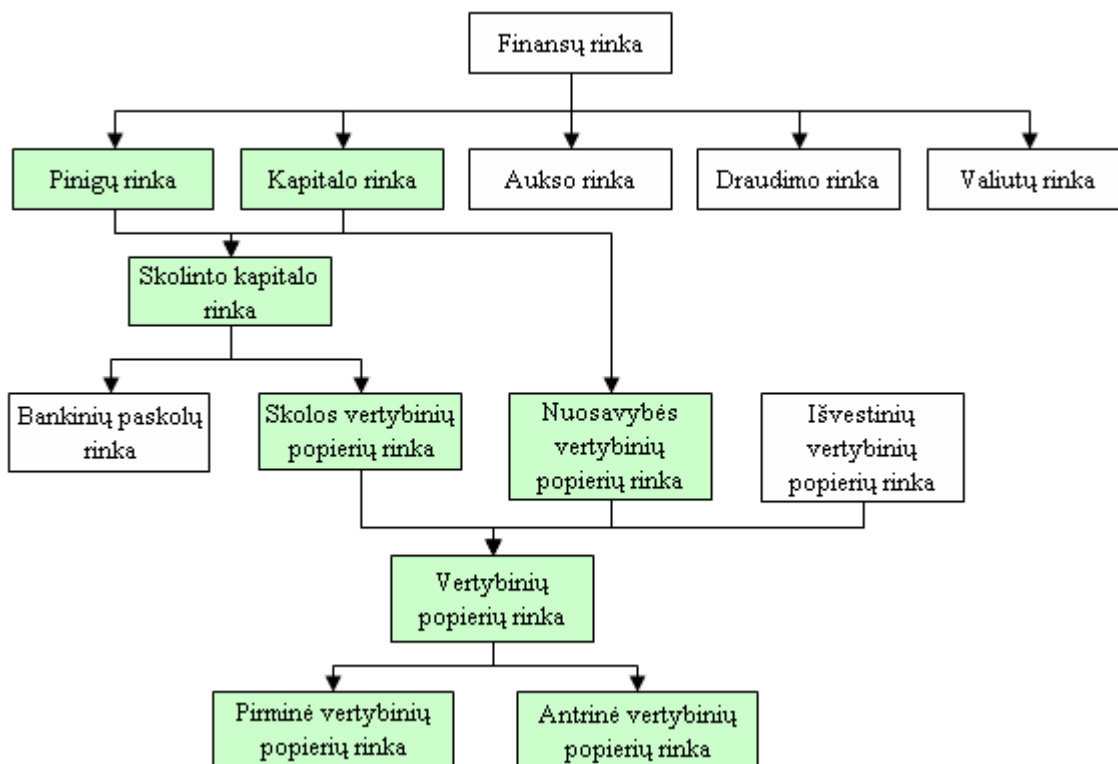
akumuluoja pinigines lėšas, išduodami už jas kreditoriams netiesioginius vertybinius popierius (bankai – terminuotų ir neterminuotų indėlių sertifikatus, draudimo kompanijos – fondų valdymo sutartis, o investicinės bendrovės – savo akcijas) ir tiekia jas debitoriams (įmonėms ir vyriausybei), įsigydamos jų vertybinių popierių arba paskolų sertifikatų.

Mokslininkai finansų rinkas apibrėžia panašiai. Pasak V. Rutkausko, (1998), finansų rinka – tai organizuota ar neformali prekybos finansiniais instrumentais sistema. Šioje rinkoje vyksta pinigų mainai, kredito suteikimas ir kapitalo mobilizavimas. Prekė finansų rinkoje yra pinigai ir vertybiniai popieriai. P.J. Charles (1992) akcentuoja, kad „finansų rinka – tai vieta, kur prekiaujama finansiniais ištekliais“

Taigi, finansų rinka yra vieta, kur pinigų deficitas padengiamas pinigų pertekliumi, debitoriams parduodant savo vertybinius popierius, o kreditoriams atiduodant už juos pinigus. Finansų rinkos siekia trijų pagrindinių tikslų (P. J. Charles, 1992):

- 1) sukoncentruoti dideles piniginių lėšų sumas pagal panašius investuotojų poreikius ir patiekti debitoriams dideles pinigų sumas per vieną operaciją, taip mažinant skolinimosi bei skolinimo kaštus ir pagreitinant skolinimosi procesą,
- 2) paskatinti kapitalo formavimą, nes dėl operacijų pigumo, stabilumo ir likvidumo finansų rinka paskatina kapitalo įliejimus į ekonomiką, o tokiu būdu – ir jos augimą,
- 3) nustatyti rinkos kainas ir gražos normą (rinkos dėka susiklosto tendencijos, kad saugesni kapitalo įdėjimai yra mažiau pelningi už rizikingesnius – obligacijos, ypač Vyriausybės, mažiau pelningos nei akcijos, o investuotojai šių parametų dėka gauna informaciją, kaip pasielgti su turimais vertybiniais popieriais).

Finansų rinkų struktūra, pagal jos finansinius instrumentus, pateikta 3 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės, pagal Rutkauskas, 1998

3 pav. Finansų rinkų struktūra

Ši struktūra padės mums apibrėžti ir vertybinių popierių sritį. 3 paveiksle pavaizduota struktūra – tai modifikuota A. Rutkausko (1998) schema, pakeitimai kurioje padaryti, atsižvelgiant į kituose šaltiniuose pateikiamas kapitalo ir pinigų rinkos sampratas.

Finansų rinkos - tai valiutų, pinigų, kapitalo, aukso ir draudimo rinkos (žr. 3 pav.). Svarbiausios yra *pinigų* ir *kapitalo* rinkos. Esminis skirtumas tarp šių rinkų yra šie (S. Valentinavičius, 2010):

- 1) kapitalo rinkos vertybinių popierių įvairovė didesnė nei pinigų rinkos vertybinių popierių,
- 2) visi pinigų rinkos vertybiniai popieriai yra paskolos, o kapitalo rinkos vertybiniai popieriai gali būti ir paskolos ir dalyvavimas savo kapitalu,
- 3) pinigų rinkos terminai iki vienerių metų, o kapitalo rinkos – nuo vienerių metų iki neriboto termino,
- 4) pinigų rinkos vertybiniai popieriai paprastai yra mažos rizikos, o kapitalo rinkos vertybinių popierių rizika kinta nuo mažos iki ypač didelės,
- 5) kadangi kapitalo rinkos vertybiniai popieriai turi didesnę riziką ir ilgesnius terminus, jų pajamų norma paprastai didesnė nei pinigų rinkos vertybinių popierių.

Pinigų rinką galime apibrėžti taip: *pinigų rinka – tai trumpalaikių finansinių paskolų rinka, kai jų išmokėjimo terminas yra iki vienerių metų* (A. Rutkauskas ir kt., 2002; P.J. Charles, 1992; Brealey R.A., et al, 2006). Šių rinkų finansiniai instrumentai pasižymi aukštu saugumo, likvidumo laipsniu ir

konkurencinga gražos norma. Šiuos sandorius patvirtinantys dokumentai – tai depozitų sertifikatai (vyriausybės, bankų, įmonių)(pvz., indėlių bankuose), vekseliai (bankiniai, prekybos), depozitiniai sertifikatai, išleisti vyriausybės, finansinių institucijų ar įmonių. Paprastai šio tipo kreditai imami trumpalaikiam apyvartinių lėšų stygiui finansuoti, o teikiami, siekiant uždirbti pelno (A. Rutkauskas ir kt., 2002; P.J. Charles, 1992).

Kapitalo rinka – tai ilgo laikotarpio kreditavimo rinka, kai išmokėjimų terminas ilgesnis nei vieneri metai. (A. Rutkauskas ir kt., 2002; P.J. Charles, 1992). Kapitalo rinka aprūpina įmones, Vyriausybę ir finansines institucijas pinigineis lėšomis, reikalingomis ilgo laikotarpio investicijoms į pastatus, įrengimus, kitą fizinį turtą, naudojamą daugiau nei vienerius metus, arba programas, duosiančias ilgalaikę naudą (P.J. Charles, 1992; Valentinavičius S., 2010). Vyriausybės, deja, nevensgia šio tipo kreditus panaudoti trumpalaikiams tikslams – pvz., biudžeto deficitui finansuoti, ir jei šiuo atveju skolintos lėšos panaudojamos einamosioms socialinėms reikmėms, o ne ilgalaikiam kryptingam ekonomikos skatinimui, ilgalaikės tokio skolinimosi pasekmės gali būti liūdnos.

Pagrindiniai kapitalo rinkos instrumentai – tai centrinės vyriausybės obligacijos, municipalinės (savivaldybių) obligacijos, privačių finansinių institucijų ir įmonių obligacijos, privilegijuotos akcijos, paprastosios akcijos. Išvystyta kapitalo rinka turi šiuos požymius (Valentinavičius S., 2010):

- 1) užsakymai pirkti ir parduoti ateina į rinką iš įvairių pirkėjų grupių,
- 2) užsakymai pirkti ir parduoti ateina į rinką didesnėmis ir mažesnėmis nei rinkos kainomis,
- 3) nauji dideli užsakymai pirkti ar parduoti reguliariai ateina į rinką, o kainos rinkoje svyruoja.

Kaip matome 3 pav., kapitalo rinka skyla į du segmentus. Vienas segmentas kartu su pinigų rinka sudaro *skolinto kapitalo rinką*. Skolinto kapitalo rinka savo ruožtu dalijama į *bankinių paskolų rinką* ir *skolos vertybinių popierių rinką*. O antrasis kapitalo rinkos segmentas – *nuosavybės vertybinių popierių rinka* – su skolos vertybinių popierių rinka sudaro ***vertybinių popierių rinką***.

Remiantis J. Magee (2006) apibrėžimu, *vertybinių popierių rinka – tai visuma ekonominių santykių, susijusių su vertybinių popierių apyvarta, užtikrinančių kapitalo mobilizavimą. Vertybinių popierių rinka skirta formuoti piniginį kapitalą, kuris yra investicijų į realių prekių sukūrimą pagrindas.*

Bankinių paskolų išskyrimas į atskirą rinką atrodo gan logiškas, kadangi paremtas paskolos likvidumu – galimybe turtą paversti pinigais. Bankų paskolos nėra likvidžios ir laisvai bei dažnai perleidžiamos iš rankų į rankas. O jas refinansuoti galima vėlgi toje pačioje vertybinių popierių rinkoje, išleidžiant obligacijas, o už jas gautas sumas panaudojant bankinės paskolos grąžinimui. Tuo tarpu viena svarbiausių vertybinių popierių rinkų savybė – likvidumas. Vertybinių popierių rinka pagal operacijų pobūdį skiriama į *pirminę* ir *antrinę* rinkas. Rinka, kurioje vertybiniai popieriai yra

išleidžiami pirmą kartą (emitentas gauna užmokestį už savo emisiją), vadinama *pirmine*, o rinka, kurioje prekiaujama jau išleistais vertybiniais popieriais, vadinama *antrine*. (Rutkauskas A. V. ir kt. 2006, P.J. Charles, 1992; Valentinavičius S., 2010). Būtent antrinė rinka ir užtikrina vertybinių popierių likvidumą. Pardavėjams ir pirkėjams nereikia ieškoti vienas kito, visa pasiūlos ir paklausos informacija sukaupiama rinkoje. Tai suteikia galimybę vertybinius popierius realizuoti greitai ir paprastai bei protingais kaštais. Tačiau likvidumo aspektas turi kitą pusę – kainos netikrumą parduodant, nes vertybiniai popieriai parduodami esama arba uždarymo kaina. Antrinės rinkos pasiūlymi visuotiniu prieinamumu – kiekvienas, turintis pakankamai kapitalo, gali pirkti vertybinius popierius (P.J. Charles, 1992).

Pagrindinės vertybinių popierių rinkos prekės yra skolos vertybiniai popieriai ir nuosavybės vertybiniai popieriai. Pagrindiniai vertybiniai popieriai yra: obligacijos, privilegijuotos akcijos, paprastosios akcijos, išvestiniai vertybiniai popieriai.

Įmonė ar kita organizacija piniginių lėšų kapitalo rinkoje gali gauti dviem būdais. Vienas būdas yra skolinio įsipareigojimo – *obligacijos* išleidimas. Obligacija šiuo atveju yra kontraktinis susitarimas, pagal kurį skolininkas įsipareigoja kreditoriui išmokėti fiksuotą sumą lygiais laiko intervalais (procentiniai mokėjimai) iki sutartos datos (padengimo datos), kai atliekamas paskutinis mokėjimas. Padengimo laikas yra laikas nuo išleidimo momento iki šio įsipareigojimo galiojimo pabaigos. Skoliniai įsipareigojimai, kurių padengimo laikas yra mažiau nei metai, vadinami trumpalaikiais. Ilgalaikiai skoliniai įsipareigojimai yra tokie, kurių padengimo laikas yra daugiau nei 10 metų. Skoliniai įsipareigojimai, kurių „gyvavimo trukmė“ yra tarp 1 ir 10 metų, vadinami vidutinės trukmės skoliniais įsipareigojimais (Sinevičienė, Vasiliauskaitė, 2009).

Kitas lėšų pritraukimo būdas – tai paprastųjų akcijų išleidimas, kurios suteikia teisę į grynojo pelno dalį dividendų pavidalu (jei tas pelnas yra uždirbamas) ir kompanijos turto dalį (jei jo lieka, kai padengiami skoliniai įsipareigojimai pirmenybę priešakininkus turintiems kreditoriams, tarp jų ir obligacijų turėtojams). Akcijos priskiriamos ilgalaikiams vertybiniais popieriams, nes jos neturi išpirkimo prievolės ir laiko (Garbaravičius, Kuodis, 2002).

Mokslininkai vertybinius popierius apibrėžia, skirtingai akcentuodami atskirus jų požymius. Vertybiniai popieriai – tai:

- 1) santykių tarp rinkos dalyvių fiksavimo forma, kuri pati yra šių santykių forma; kitaip sakant, susitarimo tarp rinkos dalyvių sudarymas yra vertybinių popierių perdavimas arba pirkimas-pardavimas mainais į pinigus ar prekę (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010);
- 2) ypatinga prekė, egzistuojanti skirtingoje formoje, nei natūrinė-piniginė ar prekinė forma; kaip prekė, vertybiniai popieriai turi savo vartojimo vertę (gebėjimą patenkinti vartotojų poreikius) ir mainų (gebėjimas mainams pritraukti atitinkamą kapitalo sumą) (J. Brady, 2011),

- 3) ekonominių santykių dėl sutarties apiforminimo, pagal kurią einamoji vertė (pinigai) keičiami į būsimą vertę (perkamąją galią), ir, tuo pačiu, viena iš pusių įgyja tam tikras nuosavybės teises forma (R. Haugen, 2000);
- 4) rašytiniai dokumentai, kurie yra kompanijų nuosavybės dalies dokumentai (akcijos) ar dokumentai, liudijantys apie įsiskolinimą (obligacijos, sertifikatai) (Vaškelaitis, 2006);
- 5) paprastosios ir privilegijuotos akcijos bei obligacijos, kurios yra apyvartinės ir jas išleidžia korporacijos ir valstybė (Cooper, 2003);
- 6) investicijos, įgaunančios akcijų ar obligacijų pavidalą (Russell, 2010);
- 7) sertifikatai, liudijantys turto nuosavybę, kurių pagrindu gali būti įvykdytas turtinių teisių perdavimas ar vykdymas (Valakevičius, 2011);
- 8) dokumentai, kurie yra reikalavimai realiams (fiziniais) aktyvams ir yra nuosavybės titulas arba teisė gauti pajamas (Ušinskaitė, 2004);
- 9) popieriai ar elektroniniai įrašai, kurie įpareigoja besiskolinančius kapitalą atlikti ateityje mokėjimus kapitalo tiekėjams (Valentinavičius S., 2010).
- 10) pinigų investavimo priemonės, išreiškiančios kažkieno ilgalaikius įsipareigojimus arba garantuojančios teisę dalyvauti kompanijos valdyme, taip pat suteikiančios ir pirkimo arba pardavimo teisę (Rutkauskas A. V. Ir kt. 2006).

LR Civiliniame kodekse esantis apibrėžimas atskleidžia vertybinio popieriaus esmę: „vertybinis popierius – tai dokumentas, patvirtinantis jį išleidusio asmens (emitento) įsipareigojimus šio dokumento turėtojui. Vertybinio popieriaus patvirtinta teisė gali būti perleista kitam asmeniui tik tuo atveju, kai perleidžiamas pats vertybinis popierius. Vertybiniai popieriai privalo turėti įstatymų nustatytus rekvizitus (LR Civilinis kodeksas, 2000, 1.101 str.).

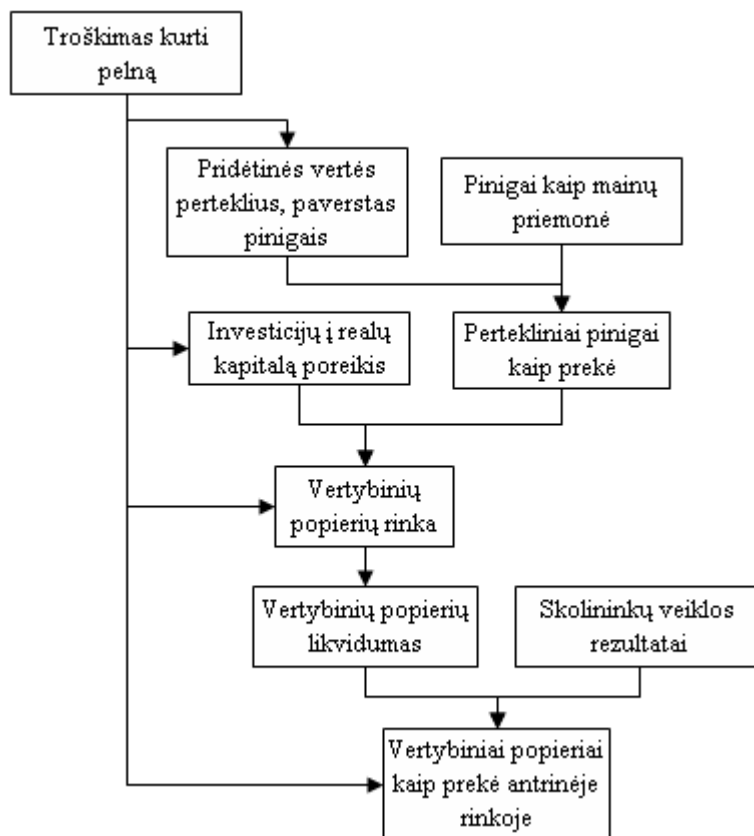
Nepaisant apibrėžimų įvairovės, galima išskirti vertybinių popierių pagrindinius ypatumus:

- 1) vertybiniai popieriai yra nuosavybės teisių išraiška, t.y. jie paliudija, jog skolininkas skolingas tam tikrą sumą vertybinių popierių savininkui, arba vertybinių popierių savininkas turi (pagal savo turimą vertybinių popierių dalį bendrame tos įmonės vertybinių popierių kiekyje) teisę į emitento kapitalo dalį ir gali priimti su juo emitentu susijusius valdymo sprendimus;
- 2) vertybinių popierių savininkai turi juose apibrėžtą teisę gauti pelną ateityje, kuri jiems turi pinigų ar kitokio turto pavidalu sumokėti vertybinių popierių emitentas.
- 3) vertybiniai popieriai yra prekė pati savaime, turinti savo rinkos kainą.

Mokslininkai akcentuoja atskiras vertybinių popierių savybes. Pasak R. Haugen (2000), vertybiniai popieriai yra vartojimo ir mainų nešėjai, o šią jų savybę galima nagrinėti kaip naudingumą. Būdami specifine preke, vertybiniai popieriai turi savo kainodaros dėsningumus. Kaip teigia J. Brady (2011), vertybiniai popieriai yra pajamų dalis, todėl jų kainą apsprendžia ne realiai funkcionuojančio

kapitalo vertė, bet, visų pirma, organizacijos pelningumas, o taip pat subjektyvus jo pokyčio vertinimas, kurį vykdo vertybinių popierių rinkos dalyviai. Tokiu būdu, vertybinius popierius galima nagrinėti kaip ypatingos rūšies prekę, susijusią ne su subjekto juridiniu statusu (juridinis ar fizinis asmuo), o su jo turtine būkle. R. Haugen (2000) aiškinimu, būtent turtinė būseną paaiškina, kodėl vieniems reikia kreditų ir jiems gauti jie išleidžia skolinius įsipareigojimus – vertybinius popierius, o kiti – gali juos kredituoti (finansuoti), investuodami savo lėšas į šiuos vertybinius popierius. Be to, R. Haugen (2000) teigimu, išskirdami ekonominių santykių, su kuriais susijęs vertybinių popierių egzistavimas, sistemą, priename prie *nuosavybės titulo* sąvokos. Nuosavybės titulas jungia valdymo teises su teisėmis į pajamų srautą, ir šių teisių mastas priklauso nuo to, kokia kapitalo dalis priklauso titulo savininkui (Kiršienė, 2002). Tokiu būdu, anot R. Haugen (2000), ypatinga vertybinių popierių, kaip prekės, savybė yra jų ypatingas (lyginant su realiomis investicijomis) apyvartos pobūdis (apyvarta savarankiška, tačiau įtakojama pokyčių, vykstančių realiose investicijose – kapitale). Taigi, apibendrinat galima teigti, kad vertybinis popierius *teisės į kapitalą, teisės į ateities pajamas, teisės į sprendimų priėmimo lygi* išraiška, o kaip prekė antrinėje rinkoje jie tampa investicijų į realų kapitalą pokyčių funkcija.

Taigi, vertybinių popierių koncepcijos pamate glūdi žmogaus siekis uždirbti daugiau, nei reikalauja jo realūs poreikiai – gyvybiniai ir intelektualiniai, bei šios savybės produktas – pinigų kaip prekės funkcija. Būtent šios dvi savybės lėmė finansinių rinkų bei vertybinių popierių atsiradimą. O galimybė lengvai parduoti turimą vertybinį popierių rinkoje, rizikos laipsnio kitimas priklausomai nuo skolininkų veiklos rezultatų ir tas pats pelno troškimas pavertė vertybinį popierių savarankiška preke, cirkuliuojančia antrinėje vertybinių popierių rinkoje. Šiuos procesus iliustruoja 4 paveikslas.



Šaltinis: sukurta autorės

4 pav. Vertybinio popieriaus kaip prekės kilmės prielaidos

Vertybinio popieriaus esmę sudaro juo išreiškiamas įsipareigojimas grąžinti tam tikrą sumą pinigų arba suteikti teisę dalyvauti valdyme, periodinės tam tikro lygio pajamos (pelnas) ir galimybė uždirbti iš pasikeitusios jo paties vertės, kurią lemia skolininkų veiklos rezultatai ir įsipareigojimų įvykdymo tikimybės pokyčiai. *Vertybiniai popieriai – tai pinigų investavimo priemonės, išreiškiančios ilgalaikius įsipareigojimus arba garantuojančios teisę dalyvauti kompanijos valdyme bei suteikiančios galimybes uždirbti gaunant pelną iš palūkanų arba dividendų bei parduodant patį vertybinį popierių.*

1.2. Obligacijų koncepcija

Pagrindiniai skirtumai tarp pačių vertybinių popierių (nekreipiant dėmesio į jų išpirkimo trukmę) yra juo suteikiamas nuosavybės titulas bei papildomų pajamų garantijos. Viena dalis vertybinių popierių – tai akcijos. Akcijų pirkėjas tampa jas išleidusios į rinką bendrovės bendrasavininkiu ir proporcingai savo turimai akcijų daliai gali dalyvauti esminių veiklos sprendimų priėmime. Tačiau su šia teise jis prisiima ir riziką, nes akcijos nesuteikia emitento įsipareigojimų mokėti nustatytas palūkanas nustatytu laiku, nenumato akcijų išpirkimo už nustatytą kainą bei negarantuoja nuostolių padengimo dėl bendrovės veiklos ar bendros makroekonominės situacijos kritus akcijų kainai. Akcininkas gauna galimybę uždirbti iš sėkmingai veikiančios bendrovės dividendų bei skirtumo tarp

akcijų esamos ir pirkimo kainų, o stambus akcininkas – ir galimybę įtakoti pačios bendrovės veiklą. Be to akcininkas turi teisę į turto dalį, įmonei sustabdžius veiklą.

Toks kapitalo formavimo būdas įmonėms taip pat turi privalumų ir trūkumų. Privalumai būtų tokie:

- 1) įmonė neprivalo mokėti dividendų, skirtingai nei palūkanų atveju,
- 2) nėra reikalavimo akcijas išpirkti, kadangi akcijos neturi termino,
- 3) nuosavo kapitalo didinimas leidžia įmonei suformuoti didesnę skolinimosi pajėgumą.

Trūkumai:

- 1) atsiranda nauji savininkai,
- 2) pelnas akcijai tampa mažesnis trumpu laikotarpiu (tačiau ilgu laikotarpiu investuotas kapitalas duoda papildomą grąžą) (P. J. Charles, 1992).

Antra vertybinių popierių dalis – šio tiriamojo darbo objektas - obligacijos. Plačiau apžvelgsime obligacijų apibrėžimus ir koncepcijas mokslinėje literatūroje. Obligacijos – tai:

- 1) ilgo laikotarpio fiksuotų pajamų finansinis kreditavimo instrumentas (Brealey R.A., et al, 2006);
- 2) tai ilgalaikių paskolų teikimo priemonės, kurias išleidžia valstybės vyriausybė, savivaldybės ir akcinės bendrovės (Rutkauskas A. V. ir kt. 2006, p. 224);
- 3) lėšos, investuotos tikintis gauti atitinkamą procentą pelno, ir būtinybė grąžinti skolą nustatytu laiku (Rutkauskas A. V. ir kt. 2006, p. 27).

Iš esmės mokslinėje literatūroje gan vieningai sutariama, kad *obligacijos – tai ilgo laikotarpio likvidus kreditavimo instrumentas, kurio leidėjas įsipareigoja mokėti numatytas palūkanas numatytu laiku bei nustatytu laiku jas išpirkti už nustatytą sumą.*

Obligacijos priklauso emisinių vertybinių popierių grupei, kuriai vienu metu būdingi trys pagrindiniai požymiai (Garbaravičius, Kuodis, 2002):

- 1) jos įtvirtina visumą turtinių ir neturtinių teisių, kurios turi būti patvirtintos ir besąlygiškai įgyvendintos laikantis nustatytos formos ir tvarkos;
- 2) emisiniai vertybiniai popieriai pateikiami vertybinių popierių rinkai emisijomis;
- 3) vienos emisijos viduje yra lygios teisės ir teisių įgyvendinimo terminai, nepriklausomai nuo vertybinio popieriaus įsigijimo laiko.

Obligacijų, kaip ir akcijų, išleidimo tikslas yra pritraukti kapitalą nedidelėmis porcijomis, tačiau iš daugelio rinkos dalyvių, juos tenkinančiomis sąlygomis. Šiuo metu akcijos ir obligacijos dominuoja vertybinių popierių rinkoje. F. Fabozzi (2009) atskleidžia pagrindines obligacijos charakteristikas, teigdamas, kad obligacija – tai vertybinis popierius, kuris yra:

- 1) skolinis,
- 2) emisinis,

- 3) nešantis pajamas,
- 4) dokumentinis (materialusis) ar nedokumentinis (nematerialusis),
- 5) terminuotas (nors pasaulinėje praktikoje galima sutikti ir neterminuotų obligacijų pavyzdžių),
- 6) vardinis arba pareikštinis; obligacija negali būti orderinis vertybinis popierius,
- 7) nominuotas.

Kaip jau buvo minėta, obligacijų išleidimas yra alternatyvus skolintų lėšų pritraukimo būdas, kad toliau šias lėšas būtų galima panaudoti tam tikriems tikslams. Lėšų pritraukimui bendrovė gali išleisti akcijų emisiją arba paimti paskolą banke. Tačiau yra esminiai skirtumai tarp obligacijų, akcijų bei banko kreditų (F. Fabozzi, 2011):

- 1) obligacija – tai komercinės organizacijos skolinto kapitalo dalis, o akcija – akcinės bendrovės įstatinio kapitalo dalis, taigi didėjant bendrovės įstatiniam kapitalui bendrame jos kapitale, gerėja jos kredito gavimo galimybės, tačiau mažėja pelnai vienai akcijai trumpu periodu bei daugėja jos savininkų;
- 2) obligacijas gali išleisti bet kokia komercinė organizacija, o ne tik akcinės bendrovės, taip pat ir valstybė; akcija – tai vertybinis popierius, kurį emituoja tik akcinės bendrovės;
- 3) išperkant (padengiant) obligaciją privaloma tvarka numatytas jos nominalo išmokėjimas; akcijų emisijos atveju jokio nominalo grąžinimo nenumatyta, o galimas tik likvidacinės vertės išmokėjimas, kai akcinė bendrovė likviduojama;
- 4) kiekviena atskira obligacija yra tik vienetinė reikalingo jos emitentui kredito dalis, o ne visa reikalaujamo kredito apimtis;
- 5) obligacija – tai paskolos gavimo forma, aplenkiant rinkos tarpininką – bankų sistemą. Obligacija yra kreditinės sutarties tarp emitento ir galutinio kreditoriaus fiksavimo forma, tuo tarpu kai kreditas imamas komerciniame banke, kuris, savo ruožtu, pritraukia išteklius, reikalingus kreditavimui, iš rinkos;
- 6) obligacijos formoje ir skolintas kapitalas, ir procentai už jį įgyja galimybę būti preke rinkoje, būti pirkimo-pardavimo už tam tikrą rinkos kainą objektu, tuo metu kai banko paskola ir išmokamas už ją procentas negali būti laisvoje apyvartoje (nors įstatymo nustatytais atvejais ir tvarka kredito gavėjas ar kreditorius kredito sutartyje gali būti pakeistas).

Obligacijos gali būti labai įvairiai klasifikuojamos: pagal įsipareigojimų trukmę, pagal egzistavimo laiką, pagal obligacijų išleidimo ir platinimo ypatumus, pagal emitentų grupes. Galimi obligacijų emitentų tipai: valstybė, savivaldybės ir įmonės.

Valstybės obligacijos paprastai grupuojamos į:

- 1) vyriausybės obligacijas; tai vertybiniai popieriai, kurių išpirkimo terminas ilgesnis nei vieneri metai ir jas gali įsigyti tiek fiziniai, tiek juridiniai asmenys;
- 2) išdo vekselius; tai obligacijos, kurių išpirkimo terminas yra trumpesnis nei vieneri metai ir juos įsigyti gali fiziniai bei juridiniai asmenys;
- 3) taupymo lakštus; tai vertybiniai popieriai, skirti tik fiziniams asmenims, skatinant gyventojus taupyti.

Valstybės vardu obligacijos išleidžiamos siekiant papildomai finansuoti svarbiausias valstybines programas, kurios yra finansuojamos iš valstybės biudžeto. Suprantama, kad dalį būtinų lėšų valstybė galėtų pasiskolinti kredito pavidalu iš Centrinio banko, kuris visada turi tam tikrą finansinių išteklių rezervą. Tačiau tokia kreditavimo forma praktiškai nėra naudojama praktikoje, nes tai sumažintų Centrinio banko, kaip pagrindinio komercinių bankų kreditoriaus, kredito fondą. Komerciniai bankai tiesiogiai finansuoja šalies ekonomiką ir jos socialinę sritį, todėl ekonomikos kreditavimo srauto sumažėjimas visų pirma neigiamai veikia vidaus rinkos prisotinimą būtinomis prekėmis. Kai kurių šalių įstatymai, pavyzdžiui Danijos, visiškai draudžia valstybei imti kreditus iš Centrinio banko (World Bank, 2001). Taip pat, kai centrinis bankas perka VVP, jis paprasčiausiai padidina vyriausybės indėlį centriniame banke. Šiuos pinigus vyriausybė išleidžia, kadangi jai reikia dengti tas išlaidas, kurių negali padengti iš savo pajamų. Kai vyriausybė išleidžia šiuos pinigus, tai sudaro sąlygas toliau didėti pinigų pasiūlai. Karazijienė (2008) teigia, kad pinigų pasiūlos padidėjimas didina ir bendrąją paklausą. Didesnė bendroji paklausa padidina kainų lygį. Nuolatinis pinigų finansavimas sukelia nuolatinį bendrosios paklausos didėjimą ir infliaciją.

Galima išskirti papildomas priežastis, kurios sąlygoja vyriausybės obligacijų išleidimą:

- 1) pirma, didelę pinigų masės dalį bet kurioje šalyje turi gyventojai, t.y. ši pinigų masė koncentruojasi ne bankų sistemoje. Šie pinigai nedirba ekonomikai ir *neatneša pelno jų savininkams*. Išleidžiant valstybės obligacijas galima dalį gyventojų santaupų išimti ir panaudoti ekonomikos tikslams (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010);
- 2) antra, papildomų užsienio valiutinių investicijų pritraukimas skatina valstybę išleisti obligacijas ir tuo pačiu stiprinti nacionalinę valiutą (Thau, 2010);
- 3) trečia, vyriausybės obligacijų išleidimas sulaiko ir reguliuoja infliacinius procesus, t.y. infliacijos tempų augimo sąlygomis valstybė gali išleisti obligacijas, realizuoti jas vidaus rinkoje, o gautą pinigų masę sulaikyti Centriniame banke ir nepaleisti į apyvartą (Fabozzi, 2009).

Reikia pažymėti, kad vyriausybės obligacijos yra mažiausiai rizikingos, nes valstybė garantuoja investuotojams lėšų grąžinimą nustatytu laiku. Daugelyje išsivysčiusių šalių pinigų investavimas į vyriausybės obligacijas laikomas nerizikingu, jas lengvai galima pirkti ar parduoti, jomis visada galima apmokėti paslaugų sferą arba padengti savo skolas ir t.t. Dėl to valstybines obligacijas noriai perka

komerciniai bankai, draudimo kompanijos, pensijų ir investiciniai fondai, kurie visada turi dideles grynujų pinigų sumas, nors vyriausybės obligacijų atkarpų procentinės normos yra žemiausios tarp visų skolos vertybinių popierių. Tačiau šios normos yra stabilios ir jos visada yra išmokamos. Vyriausybės obligacijų procentinės normos yra savotiškas etalonas, nustatant kitų vertybinių popierių procentines normas, t.y. pagal šį etaloną nustatomos kitų vertybinių popierių pradinės procentinės normos, kurios nėra žemesnės už vyriausybės obligacijų atkarpos normą ir atitinkamai keičiasi, kintant šioms normoms. Vyriausybės obligacijos atkarpos procentinė norma vadinama saugia atkarpos norma. Ji dažnai naudojama kaip apskaitos norma vertybinių popierių rinkoje (Ehrmann, Fratzscher, Rigobon, 2011).

Užsienio teisės doktrinoje naudojama angliška sąvoka *municipal bond*, kuri apibrėžiama kaip skolinis įsipareigojimas išduotas valstybės, vietinės valdžios, nevyriausybinų organizacijų, kurių tikslas surinkti lėšų tam, kad galėtų jas panaudoti kasdinei veiklai finansuoti ar vystyti konkretų projektą. Išduodant tokį vertybinį popierių yra įsipareigojama gražinti pasiskolintą sumą, bei sumokėti palūkanas (Tarasiukaitė, 2009).

Savivaldybės obligacijos nėra vyriausybinėmis, nes jas leidžia atstovaujamos valdžios organai, tačiau taisyklės apie valstybės skolinimosi sutartį taikomos ir obligacijoms, kurias išleidžia vietos savivaldos organai (savivaldybės). Didele dalimi skirtumą tarp Vyriausybės ir savivaldos organų obligacijų lemia santykis tarp šių valdžios lygių.

Savivaldybės obligacijos didele dalimi turi pagrindines charakteristikas, analogiškas vyriausybės obligacijoms. Visų pirma – jos yra vertybiniai popieriai su fiksuotomis pajamomis. Be to, daugumos savivaldybių vertybinių popierių emisijos ir apyvartos antrinėje rinkoje schema yra analogiška vyriausybės vertybinių popierių, o apmokestinimo požiūriu savivaldybių vertybiniai popieriai prilyginami vyriausybės vertybiniais popieriams (Moon, 2008).

Finansinės rizikos, dirbant su savivaldybių vertybiniais popieriais yra sulyginamos su vyriausybės vertybinių popierių rizikomis, tačiau šiek tiek aukštesnės nei pastarųjų, ką apsprendžia aukštesnė regioninių skolinimūsi kaina. Be to, šioms normoms įtakos turi (Markovas, 2004):

- 1) skolinimosi garantija;
- 2) skolinimosi organizavimas;
- 3) antrinės rinkos likvidumo lygis;
- 4) potencialios paklausos apimtis ir kt. Tokiu būdu, investuojant į savivaldybių vertybinius popierius būtina įvertinti operacinę, kainos rizikas, o taip pat obligacijų likvidumo riziką. Taip pat būtina įvertinti ir politinę riziką bei emitento nemokumo riziką.

Investuotojų paklausa savivaldybių obligacijoms pasaulyje išlieka aukštame lygyje. Tai vyksta dėl bendros investicinės bazės plėtros: auga tiek investuotojų skaičius, tiek ir investicinių išteklių apimtys. Stambūs investuotojai siekia diversifikuoti savo aktyvus ir įtraukti į savo portfelius platų

instrumentų ratą: nuo rizikingų, tačiau pelningų akcijų iki labiausiai patikimų, tačiau mažiau pelningų vyriausybės vertybinių popierių. Savivaldybių obligacijos pagal pelningumą ir įdėjimų riziką investiciniuose portfeliuose užima aukso vidurį. Skolinto kapitalo rinkoje aktyviausi investuotojai yra komerciniai bankai, kuriems tenka didžiausia dalis investicijų į obligacijas. Rinkos augimą skatina ir kolektyvinių investicijų institutai – investiciniai fondai. Todėl savivaldybėms, kurios dar nėra išėjusios į obligacijų rinką, tai padaryti būtų palyginti paprasta. Būtina tik vykdyti tam tikras taisykles, kurios leistų imti paskolą ir užtikrinti jos likvidumą antrinėje rinkoje. Šiuo metu yra ekonominės prielaidos savivaldybėms pereiti prie tikslinių skolinimūsi ir projekcinio finansavimo. Užsienyje 2/3 savivaldybių obligacijų rinkos sudaro tikslinės paskolos, kurias užtikrina įplaukos iš vietos valdžios realizuojamų investicinių projektų, pavyzdžiui, vietinių telekomunikacinių tinklų vystymas, gyvenamųjų namų modernizavimas, mokamų kelių tiesimas ir t.t. Sėkmingas savivaldybės išėjimas į vertybinių popierių rinką priklauso nuo organizacijos, užtikrinančios obligacijų išleidimą, platinimą ir padengimą, profesionalumo (Markovas, 2004).

Bendrovės obligacija yra terminuotas ne nuosavybės vertybinis popierius, pagal kurį bendrovė, išleidžianti obligacijas, tampa obligacijos savininko skolininke ir prisiima įsipareigojimus obligacijos savininko naudai. Skirtingai nuo akcijų, obligacijos savininkas neįgyja teisės dalyvauti bendrovės valdyme, tačiau jam atsiranda teisė reikalauti bendrovės tinkamai ir laiku išpirkti obligacijas ir sumokėti nustatytas palūkanas.

Atskirai reikia aptarti obligacijų rinkos ir bankinių paskolų rinkos santykį.

Priklausomai nuo to, koks finansavimo tipas vyrauja šalyje, finansines sistemas priimta skirstyti į taip vadinamas rinkos (JAV, Kanada), kuriuose obligacijos yra pagrindinis (arba labai ženklus) skolinio finansavimo šaltinis, ir „bankines“ (Vokietija, Japonija, daugelis Europos šalių), kuriose pagrindinė skolinio finansavimo apimtis tenka bankams, o bendrovių obligacijos vaidina nežymų vaidmenį (Petrasek, 2012). Bankai yra finansiniai institutai su dideliu finansinio sverto lygiu. Kreditų negrąžinimas gali sukelti konkretaus banko žlugimą, o tai, savo ruožtu, gali sukelti bankų sistemos krizę šalyje – indėlininkų pasitikėjimo praradimas, lėšų sąskaitose mažėjimas, kitų bankų bankrotas. Kuo didesnė bendrovių obligacijų rinkos dalis šalies finansų sistemoje, tuo mažesnė tokių įvykių eigų tikimybė. Išvystyta finansinė rinka, įskaitant ir bendrovių obligacijų rinką, gali geriau ir tiksliau nei bankų sistema įvertinti kredito riziką. Bankų kreditų politika būna labiau subjektyvi, nes dažnai didelę finansavimo dalį vykdo nedidelis bankų skaičius, o sprendimas dėl kredito suteikimo gali būti priimtas remiantis ne išsamia informacija apie kredito gavėją, o asmeninių ryšių pagrindu. Priešingai, bendrovių obligacijų rinka numato didelį skaičių dalyvių, kurie tiesiogiai suinteresuoti tuo, kad tiksliai įvertinti įsipareigojimų riziką ir ją įvertinti procentinėje normoje (Dattaa, Patel, 2009).

Daugelyje šalių egzistuoja valstybinė probleminių bankų palaikymo praktika, kuri gali tik sustiprinti bankų sistemos netobulumą. Valstybinis bankų palaikymas sukelia nesąžiningo elgesio

(*moral hazard*) problema: bankai gali išduoti lėšas per daug rizikingiems projektams, žinodami, kad bet kuriuo atveju valstybė padės jiems išbristi iš krizės, jei reikalai pakryps nepalankia linkme. Finansuojant bendrovių obligacijų pagalba tokia situacija neįmanoma (Petrasek, 2012).

Bankai yra griežtai kontroliuojami valstybės. Bet kuriuo atveju valstybės kontrolė visada susijusi su tam tikrais netobulumais ir pernelyg smarkiai orientuota į bankus sistema tik stiprina juos. Bendrovių obligacijų rinką valstybė tiesiogiai gali kontroliuoti mažiau ir šiuo atveju šie netobulumai sušvelninami.

Bendrovių obligacijų rinką skatina ilgalaikio skolinio finansavimo vystymąsi. Bankai, dėl savo veiklos specifikos, daugiausia turi trumpalaikius įsipareigojimus, todėl pagal galimybes siekia išduoti trumpalaikius kreditus, kad išvengtų pernelyg didelės rizikos. To rezultate skolos prašytojai neturi galimybės pritraukti ilgalaikį finansavimą, o bendrovių obligacijų rinką gali išspręsti šią problemą. Bendrovių obligacijų rinką sukuria bendrai priimtus rizikingų vertybinių popierių procentinių normų orientyrus. Į juos gali orientuotis kreditoriai ir kredito gavėjai, tiek išleidžiant obligacijas, tiek ir suteikdami kreditus (Dattaa, Patel, 2009).

Šalyse, kurios priskiriamos prie orientuotų į bankus sistemas, paprastai pastebima didelė koncentracija bankų sektoriuje, kai 3-5 stambiausi bankai kontroliuoja daugiau nei 80% šakos. Faktiškai tai reiškia, kad kreditų rinką tampa monopolizuota. Tokia monopolija sukelia neoptimalų kredito išteklių paskirstymą ir, galutiniame rezultate, stabdo šalies ekonominį augimą. Bendrovių obligacijų rinkos vystymasis yra reikšmingas veiksnys nebankinių finansinių institutų (draudimo kompanijų, pensinių ir investicinių fondų) vystymuisi.

Apibendrinami galime teigti, jog obligacijos – tai ilgo laikotarpio likvidus kreditavimo instrumentas, kurio leidėjas įsipareigoja mokėti numatytas palūkanas numatytu laiku bei nustatytu laiku jas išpirkti už nustatytą sumą. Obligacijų pirkėjas išvengia daugelio rizikų, būdingų akcijų pirkėjams, tačiau tai turi savo kainą: mažesnę pelningumą ir mažesnius svertus įtakoti bendrovių ir institucijų – skolininkų veiklą. Svarbų vaidmenį obligacijų rinkoje užima valstybės obligacijos, kurios skiriamos pagal rizikos lygį į Vyriausybės ir savivaldybės. Vyriausybės obligacijos ir savivaldybės obligacijos savo prigimtimi yra panašios skolinimosi priemonės, nors pagal įtvirtintus įsipareigojimus dažniausiai atsako skirtingi subjektai. Bendrovių obligacijų rinką gali suteikti galutiniams investuotojams alternatyvų lėšų įdėjimo variantą ir sumažinti bankų monopoliją ilgalaikių kreditų suteikimo srityje.

1.3. Pagrindiniai obligacijų rodikliai

Obligacijos, kaip taisyklė, laikomos saugesniu investiciniu instrumentu, nei akcijos, nes jų savininkai turi prioritetą reikalaujant kompanijos aktyvų dalies, šios kompanijos likvidavimo ar

restruktūrizavimo atveju. Emitentų požiūriu obligacijos yra patikima alternatyva bankams ir kitiems kreditoriams, kurie gali pateikti mažiau patrauklias finansines sąlygas, nei kapitalo rinkos: pavyzdžiui, aukštesnius kreditų palūkanų procentus (Rutkauskas A. V. Ir kt. 2006).

Investavimo į obligaciją proceso metu būtina atkreipti dėmesį į eilę pagrindinių rodiklių (Valakevičius, 2008; Brealey R.A., et al, 2006):

- 1) padengimo laikotarpį;
- 2) priešlaikinio išpirkimo sąlygas;
- 3) kreditinę kokybę;
- 4) procentinę normą;
- 5) kainą;
- 6) pelningumą;
- 7) apmokestinimo mokesčiais statusą,
- 8) konvertavimą (galimybę konvertuoti į paprastas akcijas),
- 9) rezervo obligacijų išpirkimui formavimą.

Kartu paėmus, šie veiksniai leidžia investuotojui įvertinti realią konkrečių skolinių įsipareigojimų kainą ir nuspręsti, kokių laipsnių šis kapitalo įdėjimo tipas atitinka jo investicinius tikslus.

Obligacijos kaina. Obligacijos turi nominalią kainą (nominalą) ir rinkos kainą. Nominali obligacijos kaina yra atspausdinta ant pačios obligacijos ir reiškia sumą, kuri imama skolon ir kuri privalo būti gražinta atėjus obligacijų išpirkimo datai. Nominali kaina yra bazinis dydis obligacijos atneštomis pajamoms skaičiuoti. Obligacijos procentas nustatomas jos nominalui, o obligacijos kainos padidėjimas (sumažėjimas) per atitinkamą periodą skaičiuojamas kaip skirtumas tarp nominalios kainos, pagal kurią obligacija bus padengta, ir obligacijos pirkimo kainos (Graham, Dodd, Buffett, 2008).

Kaip taisyklė, obligacijos išleidžiamos didele nominalia kaina. Jos orientuotos į turtingus investuotojus - tiek į individualius, tiek į institucinius. Tuo jos skiriasi nuo akcijų, kurių nominalią kainą emitentas nustato orientuodamasis į tai, kad jas įsigis plačiausi, o ne turtingiausi, investuotojų sluoksniai (Graham, Dodd, Buffett, 2008). Tuo pačiu reikia pažymėti, kad jei akcijai nominali kaina – dydis pakankamai santykinis, akcijos paprastai parduodamos ir perkamos už kainą, nesusietą su nominalu (akcijos, kaip žinoma, gali būti išleidžiamos nenurodant nominalo), tai obligacijai nominali kaina yra labai svarbus parametras, kurio reikšmė nesikeičia visą obligacijų emisijos laikotarpį. Būtent pagal nominalią vertę obligacijos bus padengiamos atėjus jų išpirkimo datai.

Kaip jau buvo pažymėta, dažnai obligacijos yra pirkėjams patrauklus investavimo objektas, o tai reiškia, kad jos tampa preke, perpardavimo objektu. Nuo jų emisijos momento iki padengimo jos perkamos ir parduodamos rinkos nustatyta kaina. Rinkos kaina emisijos metu (emisijos kaina) gali būti

žemesnė už nominalią arba aukštesnė. Vėlesniais laikotarpiais obligacijos kaina nustatoma pagal situaciją, susiklosčiusią obligacijų rinkoje ir finansų rinkoje pardavimo momentu, o taip pat pagal du pagrindinius pačios obligacijų emisijos elementus. Šie elementai yra (Ehrmann, Fratzscher, Rigobon, 2011):

- 1) perspektyva išpirkimo metu gauti jos nominalią kainą (kuo arčiau pardavimo momentu yra jos išpirkimo laikotarpis, to didesnė obligacijos rinkos kaina);
- 2) teisė į reguliarias finansines pajamas (kuo didesnės pajamos, kurias atneša obligacija, tuo žemesnė jos rinkos kaina).

Kadangi skirtingų obligacijų nominalai gali ženkliai skirtis tarpusavyje, tai dažnai atsiranda būtinumas turėti palyginamą obligacijų rinkos kainų matavimo vienetą. Toks rodiklis yra kursas.

Obligacijos kursu vadinama obligacijos rinkos kainos reikšmė, išreikšta procentais jos nominalo atžvilgiu (1):

$$K_o = \frac{R_K}{N_K} \cdot 100\% ; \quad (1)$$

čia: K_o – obligacijos kursas;

R_K – obligacijos rinkos kaina;

N_K – nominali obligacijos kaina.

Užsienyje terminas obligacijos kaina dažnai reiškia jos kursą. Rinkos kaina ir kursas priklauso nuo obligacijos pelningumo lygio, nuo paskolos palūkanų lygio vertinimo momentu ir eilės kitų sąlygų, iš kurių svarbiausia yra kapitalinių įdėjimų patikimumo (rizikos laipsnio) įvertinimas (Valakevičius, 2008).

Pajamos už obligacijas. Obligacijos, būdamos, kaip ir kiti vertybiniai popieriai, investavimo objektu vertybinių popierių rinkoje, jų savininkams atneša tam tikras pajamas. Bendros obligacijos pajamos susideda iš sekančių elementų:

- 1) periodiškai išmokamų procentų (kuponinės pajamos),
- 2) obligacijos vertės pasikeitimo per atitinkamą laikotarpį,
- 3) pajamų už gautų procentų reinvestavimą.

Obligacijos, skirtingai nei akcijos, jų savininkui atneša fiksuotas einamąsias pajamas. Šios pajamos yra anuitetai - metinės fiksuotos išmokos eilės metų laikotarpyje. Kaip taisyklė, procentai už obligacijas mokami 1-2 kartus per metus. Kuo dažniau vykdomos procentinės išmokos, to didesnes potencialias pajamas atneša obligacija, nes gautos procentinės išmokos gali būti reinvestuojamos (Graham, Dodd, Buffett, 2008).

Kuponinių pajamų už obligacijas dydis, visų pirma, priklauso nuo obligacijų patikimumo, kitaip sakant, nuo to, kas yra emitentas. Kuo stabilesnė kompanija – emitentas, tuo patikimesnė obligacija ir tuo žemesnis siūlomas procentas. Be to, egzistuoja ryšys tarp procentinių pajamų ir obligacijos apyvartos laiko: kuo labiau nutolęs padengimo terminas, tuo didesnis turi būti ir procentas, ir atvirkščiai (Graham, Dodd, Buffett, 2008).

Procentines (kuponines) išmokas pagal obligacijas santykinai galima suskirstyti į tris grupes. Tai:

- 1) fiksuotos kasmetinės išmokos pagal normą, kuria nustatė emitentas obligacijų išleidimo metu;
- 2) indeksuotos kasmetinės išmokos. Procentinį indeksą už obligacijas nustato emitentas, dažniausiai pagal valstybės infliacijos indeksą. Indeksacija leidžia investuotojams gauti stabilias pajamas realioje išraiškoje, apsaugotas nuo infliacinių kainų pagrindinėms prekėms ir paslaugoms svyravimų. Obligacijų procentinė norma taip pat gali būti indeksuojama tam tikru dydžiu, betarpiškai susijusiu su paskolos tikslinė paskirtimi, pavyzdžiui, išleidžiamos produkcijos apimtimi arba 1 kWh kainai paskolų energetiniams projektams atveju. Į šia kuponinių išmokų grupę taip pat galima priskirti ir augančias laike procentines normas;
- 3) išmokamas vienu metu su pagrindine skolos suma.

Obligacijos taip pat gali atnešti pajamas dėl jos kainos pasikeitimo nuo pirkimo iki pardavimo momento. Skirtumas tarp obligacijos pirkimo kainos (K_P) ir kainos, kuria investuotojas parduoda obligaciją (K_R), yra investuotojo kapitalo, įdėto į konkrečias obligacijas, prieaugis ($P=K_R-K_P$) (Graham, Dodd, Buffett, 2008). Ši pajamų tipą dažniausiai atneša obligacijos, nupirktos už kainą, kuri žemesnė už nominalą, t.y. *obligacijos su diskontu*. Parduodant obligacijas su diskontu, svarbus momentas emitentui yra obligacijos pardavimo kainos nustatymas. Kitaip sakant, už kokią kainą reikia parduoti obligaciją šiandien, jei žinoma suma, kuri bus gauta ateityje (nominalas) ir bazinė pajamingumo norma (refinansavimo norma). Šios kainos skaičiavimas vadinamas diskontavimu, o pati kaina - būsimų pinigų sumos kaina einamąja verte. Diskontavimas atliekamas pagal formulę (2):

$$K_{RD} = N \cdot \frac{1}{1+t \cdot c} \cdot 100\% ; \quad (2)$$

čia: K_{RD} – obligacijos pardavimo kaina su diskontu;

N – obligacijos nominali kaina;

t – metų, kuriems prabėgus obligacija bus išpirkta, skaičius;

c - paskolos procento norma (arba refinansavimo norma).

Skirtumas tarp obligacijos nominalo ir jos pardavimo su diskontu kainos (KRD) yra diskontas ir tuo pačiu pajamos iš šio tipo obligacijų.

Paskutinis bendrų pajamų elementas – pajamos iš gautų procentų reinvesticijų – yra tik esant sąlygai, kad gautos einamos pajamos procentų iš obligacijų pavidalu pastoviai reinvestuojamos. Šis pajamų tipas gali turėti didelę reikšmę perkant ilgalaikės trukmės obligacijas.

Bendros arba visuminės pajamos iš obligacijų paprastai yra žemesnės nei iš kitų vertybinių popierių. Tai paaiškinama visų pirma tuo, kad obligacijos turi didesnę, lyginant su kitais vertybiniais popieriais, patikimumą. Pajamos iš obligacijų mažiau įtakoja cikliniai svyravimai ir jos ne taip priklausomos nuo rinkos konjunktūros, kaip, pavyzdžiui, pajamos iš akcijų (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Valakevičius, 2008).

Obligacijų pelningumas. Praktikoje pakankamai dažnai, pavyzdžiui, emitentui nustatant išleidžiamos emisijos parametrus, investuotojui perkant vieną ar kitą obligaciją ir profesionaliais rinkos dalyviai formuojant optimalius investicinius portfelius, atsiranda poreikis nustatyti obligacijų emisijos finansinį efektyvumą arba, kitaip tariant, obligacijų pelningumą.

Bendru atveju pelningumas yra santykinis rodiklis ir parodo pajamas, tenkančias išlaidų vienetui. Yra skiriamas einamasis ir pilnas pelningumas.

Einamasis pelningumas charakterizuoja metines (einamąsias) įplaukas už obligacijas išlaidų, padarytų ją įsigyjant, atžvilgiu. Einamasis pelningumas skaičiuojamas pagal formulę (3):

$$P_E = \frac{I}{K_P} \cdot 100\% ; \quad (3)$$

čia: P_E – obligacijos einamasis pelningumas;

I – metinė pagal kuponą (procentus) išmokėta suma;

K_P – obligacijos įsigijimo kaina.

Kad priimtume investicinį sprendimą – pasilikti šią obligaciją ar parduoti ir įdėti pinigus į kitus vertybinius popierius – obligacijos pelningumą turime palyginti su kitais instrumentais einamuoju momentu. Tam nustatomas einamasis rinkos pelningumas kaip kupono (procentinių) pajamų santykis su obligacijos einamąja rinkos kaina (4):

$$P_R = \frac{I}{K_R} \cdot 100\% ; \quad (4)$$

čia: P_R – obligacijos einamas rinkos pelningumas;

K_R – obligacijos einamoji rinkos kaina.

Einamasis obligacijos pelningumas yra paprasčiausia obligacijos charakteristika. Naudojantis tik šiuo rodikliu, negalima išrinkti efektyviausios lėšų investavimui obligacijos, nes einamajame pelningume neatsispindi dar vienas pajamų šaltinis – obligacijos vertės pasikeitimas per jos turėjimo periodą. Todėl obligacijoms su nuliniu kuponu einamasis pelningumas yra lygus nuliui, nors pajamas diskonto formoje ji atneša (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Brealey R.A., et al, 2006; Valakevičius, 2008).

Abu pajamų šaltiniai atsispindi galutinio arba pilno pelningumo rodiklyje, kuris charakterizuoja visas obligacijos pajamas, tenkančias obligacijos įsigijimo išlaidų vienetui, skaičiuojant metams. Pilno pelningumo rodiklis skaičiuojamas pagal formulę (5):

$$P_P = \frac{\sum_i^T B_i + (K_R - K_P)}{K_P \cdot T}; \quad (5)$$

čia: P_P – pilnas obligacijos pelningumas;

K_P – obligacijos pirkimo kaina;

K_R – obligacijos pardavimo kaina;

B – išmokos pagal kuponus už metus;

T – metų, kai obligacija yra investuotojo nuosavybėje, skaičius.

Yra žinomos ir sudėtingesnės matematinės formulės pilno pelningumo skaičiavimui, tame tarpe įvertinant trečią bendrą pajamų, kurias atneša obligacija, dedamąją – gautų procentinių pajamų reinvestavimą.

Egzistuoja du svarbūs veiksniai, įtakojantys obligacijų pelningumą. Tai infliacija ir mokesčiai. Jei obligacijos pajamos yra 14% per metus, o infliacijos lygis - 13%, tai realus pelningumas bus 1%. Jei infliacijos lygis padidės iki 14% ir daugiau, tai investuotojai – obligacijų su fiksuotomis 14% pajamomis savininkai – turės perspektyvą gauti nulines pajamas ar net patirti nuostolius. Todėl infliacijos sąlygomis investuotojai vengia investuoti į ilgalaikes obligacijas (nors emitentams jie, be abejo, yra įdomūs), kad savo investicijų pelningumą palaikyti lygyje, sulyginamame su bazine pelningumo norma – refinansavimo norma (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Brealey R.A., et al, 2006; Valakevičius, 2008).

Mokesčiai mažina pajamas už obligacijas, tuo pačiu ir obligacijų pelningumą.

Apibendrinant galima pasakyti, kad vienų ar kitų obligacijų realus pelningumas turi būti skaičiuojamas atėmus iš pajamų išskaičiuojamus mokesčius ir įvertinant infliaciją. Renkantis efektyviausius investavimo objektus, reikia lyginti būtent šiuos rodiklius.

Padengimo laikotarpis. Padengimo laikotarpis – periodas nuo obligacijų išleidimo datos iki padengimo datos, kuriai atėjus obligacijos savininkui išmokama jos nominali kaina – padengimo kaina. Egzistuoja įvairios padengimo schemas. Bendriausias tipas yra visiškas padengimas po tam tikro laiko. Toliau išskiriamas padengimas serijomis – visos pagrindinės skolos išmokėjimas dalimis pagal grafiką per visą obligacijos apyvartos laikotarpį ir laipsniškas padengimas augančiomis sumomis – dalis sumos padengiama apyvartos laikotarpyje, o likutis – padengimo datą. Obligacijos gali būti išleidžiamos taip pat ir neterminuota forma, tokiu atveju išleidimo sąlygos numato emitento teises išpirkti obligacijas bet kuriuo momentu.

Obligacijų padengimo terminai paprastai tęsiasi nuo vienerių iki 30 metų. Paprastai padengimo laiko diapazonai klasifikuojami taip (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Brealey R.A., et al, 2006):

- 1) trumpalaikiai – iki 1 metų;
- 2) vidutinės trukmės – nuo 1 iki 5 metų;
- 3) ilgalaikiai – nuo 5 iki 30 metų.

Visi skolos vertybiniai popieriai turi ribotą galiojimo laiką, kuris baigiasi nustatytu padengimo laiku. Padengimo laikas – tai obligacijos galiojimo pabaigos laikas, kai turi būti sugražinta pagrindinė skolos suma. Nors obligacijos turi seriją specialių datų, kai išmokami procentai, padengimo suma (principalas) išmokama tik vieną kartą: dieną prieš padengimo pabaigos datą. Kadangi mokėjimo laikas niekada nesikeičia, jis ne tik apsprendžia naujos emisijos gyvavimo trukmę, bet taip pat nurodo ir senesnių obligacijų, esančių apyvartoje, likusį galiojimo laiką. Kalbant apie tokio pobūdžio trukmę, omenyje turimas laikas iki obligacijų padengimo. Pvz., nauja vertybinių popierių emisija gali būti vykdoma obligacijų pavidalu, kurių padengimo terminas 25 metai, tačiau po penkių metų ši emisija turės tik 20 metų, likusių iki padengimo laiko (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Brealey R.A., et al, 2006; Valakevičius, 2008).

Pagal padengimo terminų kriterijų galima išskirti du obligacijų tipus: terminuotas ir serijines. Terminuotos obligacijos turi konkrečiai nustatytą visos obligacijų emisijos išpirkimo datą. Labiausiai yra paplitusios obligacijų emisijos yra terminuotos. Tuo tarpu serijinės obligacijos išleidžiamos skirtingų padengimo terminų serija. Serijų kiekis vienoje emisijoje gali siekti 15 ir net 20. Pavyzdžiui, obligacijų emisija 20-čiai metų, emituota 1990 metais, turi vienintelį padengimo terminą, kuris yra 2010 metais, tačiau 20-ies metų serijinių obligacijų emisija gali turėti 20 kasmetinių padengimo terminų, kurie seks vienas po kito nuo 1991 iki 2010 metų (Valakevičius, 2008; Brealey R.A., et al, 2006).

Obligacijų kreditingumo kokybė (reitingas). Obligacijos yra būtinas elementas finansinių investicijų portfelių struktūroje. Investicijos į vertybinius popierius susijusios su tam tikra rizika. Čia galima išskirti dvi pagrindines rizikos rūšis - kreditinė ir rinkos. Pirma įvertina palūkanų ir pagrindinės skolos sumos išmokėjimo atsisakymą. Rinkos rizika, kuri dar vadinama palūkanų normos rizika, apima rinkos kainos svyravimus, nustatomus pagal bendro lygio paskolos palūkanų pasikeitimą.

Akivaizdu, kad rinkos rizika žymia dalimi nustatoma obligacijos apmokėjimo terminu – kuo didesnis šis terminas, tuo labiau tikėtini rinkos palūkanų normų svyravimai. Kreditinė rizika charakterizuoja emitento kreditinį pajėgumą. Todėl valstybinius įsipareigojimus priimta laikyti labiau patikimais. Į komercinių struktūrų vertybinius popierius žiūrima su mažesniu pasitikėjimu - visada lieka tam tikra bankroto galimybė.

Obligacijų kokybę vertina specialios agentūros, jos priskiria obligacijas tam tikrai vertybinių popierių kategorijai pagal palūkanų ir išpirkos kainos išmokėjimo patikimumo laipsnį. Tokia operacija vadinama reitingu. Reitingas taikomas ne tik vertybiniam popieriui, bet ir korporacijoms. JAV nacionalinių ir užsieninių obligacijų reitingą vykdo iš esmės dvi agentūros - "Standart and Poor's" ir "Moody's". 1 priede pateikiamos reitingų dedamosios, apibrėžiamos "Standart and Poor's" ir "Moody's" agentūromis (Valakevičius, 2008; Brealey R.A., et al, 2006).

Obligacijų priskyrimo vienai ar kitai kategorijai sąlygos neišsiskiria dideliu tikslumu. Aukščiausia kategorija pagal obligacijų kokybę yra AAA. Jai priskiriamos obligacijos, charakterizuojamos ypatingai aukštu patikimumo laipsniu. Jų įvertinimas vertybinių popierių rinkoje nustatomas tik palūkanų normos lygiu. Obligacijų, priskirtų kategorijai AA kokybė tik truputi mažesnė nei obligacijų AAA. Kategorija A apima geriausias vidutinės kokybės obligacijas. Jų rinkos įvertinimas didele dalimi nustatomas palūkanų norma pinigų rinkoje, tačiau ji susijusi ir su konjunktūriniais (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Brealey R.A., et al, 2006).

Kategorija BBB yra tarpinė tarp patikimų obligacijų ir obligacijų, kurios tam tikra dalimi turi spekuliacinį charakterį. Čia priskiriamos vidutinės kokybės obligacijos, kurios turi adekvatų aprūpinimą ir normaliomis sąlygomis duoda patenkinamas pajamas. Jų rinkos vertė didesne dalimi nustatoma remiantis atitinkamo laiko momento ypatumais nei palūkanų norma, esančia pinigų rinkoje. Obligacijos, priskirtos BBB kategorijai ir aukščiau, paprastai laikomos praktiškai saugiomis. Kategorija BB apima blogiausias investiciniu požiūriu vidutinės kokybės obligacijas. Jos charakterizuojamos žemais pajamų rodikliais. Palūkanos išmokamos sistemingai, bet galimi nedideli deficitiniai laikotarpiai. Kategorijai B priskiria spekuliacines obligacijas, pagal kurias palūkanų mokėjimas blogomis ekonominėmis sąlygomis, neužtikrintas.

Kategorijoms CCC ir CC priskiriamos atvirai spekuliacinės obligacijos. Palūkanos pagal jas išmokamos, bet esant blogai ekonominei konjunktūrai tai abejotina. Kategorijai C priklauso obligacijos, pagal kurias palūkanos neišmokamos (Valakevičius, 2008; Brealey R.A., et al, 2006).

Atšaukimo sąlyga. Būna periodai, kai pelningumas padengimui yra santykinai aukštas, lyginant su istoriškai susiklosčiusia reikšme. Iš pirmo žvilgsnio obligacijos, išleistos tokiu metu, tampa labai patraukliomis kapitalo įdėjimui. Tačiau analizė rodo, kad taip atsitinka ne visada. Daugelis bendrovių obligacijų turi atšaukimo sąlygą (*redemption provisions, call provisions*), kuri emitentui suteikia galimybę išpirkti jas atgal iki padengimo laiko, kaip taisyklė, už kainą, šiek tiek didesnę, nei nominali. Ši kaina vadinasi atšaukimo kaina, o skirtumas tarp jos ir obligacijos nominalios vertės – premija už atšaukimą, (tai suma, pridedama prie obligacijos nominalo ir išmokama investuotojui, kai obligacija padengiama prieš laiką). Šių dviejų išmokų (nominalo ir atšaukimo premijos) suma yra emisijos atšaukimo kursas ir lygi tai sumai, kurią emitentas turi išmokėti išperkant emituotas obligacijas prieš laiką. Kaip taisyklė, numatoma, kad tokia atšaukimo premija paprastai vidutiniškai lygi metinio procento dydžiui. Šios premijos dydis palaipsniui mažėja, artėjant padengimo laikui.

Emitentas dažnai atšaukia turimas obligacijas, jei jų pelningumas žymiai krinta po pradinio naujų obligacijų pardavimo, nes šiuo atveju jis galės pakeisti jas vertybiniais popieriais su mažesniu pelningumu.

Obligacijų emitentai parduoda obligacijas su atšaukimo sąlyga (*callable*), kad užtikrinti sau tam tikrą veiksmų laisvę, išsaugodami teisę išpirkti obligacijas iki padengimo laiko po iš anksto nustatytos datos. Ši teisė turi esminę reikšmę obligacijų emitentams, krintant procentų normoms, kadangi jiems leidžia, išėmus iš apyvartos egzistuojančius skolinius įsipareigojimus, emituoti naujus, tai pačiai sumai, tačiau už mažesnę procentinę normą. Obligacijų atšaukimo atveju investuotojams išmokama nominali skolos suma, po to jiems suteikiamas gerokai mažiau patrauklus reinvestavimo pasiūlymas į labiau ilgalaikius instrumentus, tačiau su mažesniu pelningumu. Tokia rizika vadinasi reinvestavimo rizika. Investuotojai, norintys išvengti tokios rizikos, gali įsigyti neatšaukiamas obligacijas (*bullets*) su fiksuota padengimo data, vykdomo vienu metu, ir tokios obligacijos neturi atšaukimo sąlygos. Tokių vertybinių popierių pelningumas, kaip taisyklė, yra žemesnis, nei obligacijų su atšaukimo teise, tačiau emitentas negali priversti obligacijų savininkus padengti jas iki numatyto termino, nepriklausomai nuo procentinių normų pokyčių.

Egzistuoja trys atšaukimo sąlygų, arba apie teisę išpirkti obligacijas pirma laiko, tipai:

1. Obligacija gali būti laisvai atšaukiama, kas reiškia, kad emitentas gali pranešti apie išpirkimą pirma laiko bet kuriuo metu.
2. Obligacija gali būti neatšaukiama, kas reiškia, kad emitentui draudžiama paskelbti apie išpirkimą pirma laiko.
3. Vertybinių popierių emisija gali būti su atidėtu atšaukimu, kas reiškia, kad obligacijos negali būti padengtos iki tam tikro laiko, nuo jų emisijos momento, t.y. emisija tarsi tampa neatšaukiama iki tam tikro laiko momento, o po to pereina į laisvai atšaukiamų kategoriją.

Prieš pirkdamas obligacijas, investuotojas turi išsiaiškinti, ar pardavimo sąlygose yra atšaukimo sąlyga ir, jei tokia yra, įsitikinti tuo, kad jis gaus pajamas, apskaičiuotas pirmai padengimo iki laiko datai, o ne tik pajamas padengimo datai. Obligacijos, parduodamos su atšaukimo sąlyga, paprastai atneša didesnes metines pajamas, kad kompensuoti riziką, susijusią su galimybe išimti iš apyvartos pirma laiko (Graham, Dodd, Buffett, 2008; Brealey R.A., et al, 2006; Valakevičius, 2008).

Konvertavimas. Konvertavimas reiškia numatytą galimybę, atėjus obligacijų išpirkimo laikui, jas pakeisti. Toks būdas gali būti pritaikymas, kai bendrovė neturi piniginių lėšų išpirkimui (Brealey R.A., et al, 2006).

Rezervo obligacijų išpirkimui formavimas. Turėtų būti numatyta prievolė formuoti rezervą, leidžiantį išpirkti obligacijas, atėjus jų išpirkimo laikui. Tai padėtų bendrovėms laikytis finansinės drausmės ir neatidėti šio finansinio klausimo paskutiniam momentui. Rezervo būklė kreditorius informuotų apie tam tikros obligacijos įsipareigojimų įvykdymo galimybes bei reguliuotų jos kainą rinkoje (Brealey R.A., et al, 2006).

Apibendrintai galima pasakyti, kad obligacija – tai emisinis vertybinis popierius, įtvirtinantis jos turėtojui teisę į garantuotas pajamas, kurių dydį ir išmokėjimo tvarką emitentas apibrėžia emituodamas, o taip pat teisę gauti jos nominalią vertę, pasibaigus skolos terminui. Tokiu būdu, obligacija yra emisinis vertybinis popierius, atspindintis skolinius santykius tarp emitento (skolos gavėjo) ir investuotojo (kreditoriaus). Įsigyjant obligacijas, labai svarbu atsižvelgti į pagrindinius jų parametrus: padengimo laikotarpį, priešlaikinio išpirkimo sąlygas, kreditinę kokybę, procentinę normą, kainą, pelningumą, apmokestinimo mokesčiais statusą, konvertavimą į akcijas bei išpirkimo rezervo formavimo taisykles.

1.4. Vyriausybės obligacijų išleidimo procesas

Vyriausybės obligacijų išleidimas grindžiamas valstybės skolos santykių pagrindu. Šiuo santykius reguliuoja įstatymai. Reikia pažymėti, kad didėjant skolinamoms biudžeto išlaidoms, atsiranda procentinių normų augimo tendencija, o tai sukelia investicijų ir vidaus vartojimo sumažėjimą, kadangi vartotojai linkę taupyti, o mažesnis vartojimas ir didesnės palūkanų normos mažina investicijų į realų kapitalą lygį. Ši procentinių normų įtaka vartojimui ir investicijoms vadinama išstūmimo efektu. Jei valstybės išlaidų padidėjimas bus finansuojamas Centrinio banko kreditais, tai paklausa pinigams padidės ir, tuo pačiu, augs procentinės normos. Papildomos pinigų masės emisija valstybės biudžeto deficitui finansuoti gali padaryti didelę infliacinę įtaką makroekonomikai. Iš kitos pusės, mokesčių padidinimas sukelia atvirkštinį efektą: procentinė norma pradeda mažėti, valstybė gauna papildomus išteklius ne kreditų sąskaita, bet mokesčių pagalba. Tačiau

dideli mokesčiai taip pat neskatina realaus ekonomikos sektoriaus augimo (Faerber, 2001; Fabozzi, 2009).

Šiomis sąlygomis valstybės skolos finansavimui palankesnis yra obligacijų rinkos panaudojimas. Kai kurie ekonomistai (Faerber, 2001; Fabozzi, 2009) siūlo kovai su valstybės skolos apimčių augimu naudoti valstybės išlaidų mažinimą ir biudžeto straipsnių „apkarpymą“, tačiau tokios priemonės dažnai sukelia ekonomikos nuosmukius.

Kuo didesne našta šaliai tampa sukaupta skola, tuo didesne dalimi į jos aptarnavimą įtraukiama sąveika su nacionaline ekonomika ir jos finansų sfera. Valstybės biudžetui per didelio skolos augimo nepalankios sąlygos susijusios su jos padengimo stadija; naujos paskolos einamam biudžetiniam periodui, priešingai, sudaro galimybes sumažinti apkrovą mokestiniams ir kitiems biudžetinių pajamų šaltiniams, leidžia laisviau manevruoti visose biudžetinio proceso stadijose. Tuo pačiu metu gali nepalankiai klostytis išmokų pagal vidaus ir išorės skolinius įsipareigojimus grafikas. Dėl to didelė valstybės skolinimosi išorinėje rinkoje dalis, lyginant su vidaus, reiškia papildomas valiutines rizikas, susijusias su mokėjimais pagal valstybės išorinę skolą (Faerber, 2001; Fabozzi, 2009).

Valstybės emisinė veikla obligacijų rinkoje skirta neleisti neefektyvaus valstybės skolos augimo. Tam tikslui valstybė vykdo kompleksą priemonių, skirtų jau esamų skolų padengimui, sąlygų pakeitimui, naujų vyriausybės vertybinių popierių emisijų sąlygų nustatymui, poveikio įvairiems jau esamos skolos parametrams priemonių apibrėžimui. Realios skolinių įsipareigojimų dinamikos valdymas numato dviejų pagrindinių rodiklių kontrolę – valstybės skolos dydžio ir jos aptarnavimo kainos. Ekonomikos augimo sąlygomis svarbu ne šių rodiklių absoliutiniai dydžiai, bet valstybės skolos dalis BVP ir aptarnavimo kaina, įvertinus infliacinę dedamąją ir ekonominio augimo tempus.

Tam, kad efektyviai valdyti vyriausybės vertybinių popierių emisijas (valstybės skolą), šių popierių platinimui naudojami du būdai:

- 1) emisija, kai vyriausybės vertybinių popierių emisiją organizuoja, išleidžia, registruoja ir platina pats emitentas (per atitinkamas valstybines institucijas);
- 2) emisija, kai visi su vyriausybės vertybinių popierių emisija susiję veiksmai atliekami per pasirinktą tarpininką.

Pirmuoju atveju emitentas pats išleidžia ir platina savo VVP ir prisiima visą emisijos metu atsirandančią riziką dėl emisijos sėkmingo išplatavimo. Šis būdas išleisti VVP yra mažiau sudėtingas ir leidžia VVP platinti ne per tarpininkus. Investuotojai tiesiogiai, vadovaudamiesi emisijos sąlygomis, gali įsigyti VVP, o emitentui nereikia ieškoti tarpininkų, sudarinėti su jais sutarčių, mokėti jiems atitinkamai mokesčio už vyriausybės vertybinių popierių platinimą – tokiu būdu tiek pats VVP išleidimas yra paprastesnis, tiek išlaidos mažesnės, kas sąlygoja, jog VVP investuotojai gali įsigyti pigiau ir nuo to nenukenčia emitento interesai. Tačiau tam, kad būtų galima pasinaudoti šiuo būdu, emitentas turi turėti sukūręs administracijos aparatą, kuris leistų jam tai atlikti techniškai. Būtent todėl

patys savo emisijas platinti gali labai nedaug subjektų. Tik valstybės, kaip emitentai, faktiškai yra pajėgios sukurti visą sistemą priemonių, kurių pagalba jos galėtų tiesiogiai be tarpininkų, dalyvaujant atitinkamoms institucijoms, platinti savo naujai išleidžiamus VVP, tačiau valstybėms pačioms savo vyriausybės vertybinių popierių emisiją organizuoti, leisti, platinti, administruoti praktiškai įmanoma tik vidaus rinkoje (Markovas, 2005).

Antrasis būdas dažniausiai pasirenkamas, kai emitentas neturi galimybės išplatinti savo VVP pats arba platinti per tarpininkus skatina kitos priežastys: neturi organizacinių priemonių, prieigos prie investuotojų, tarpininkai lengviau, greičiau ir pigiau gali išplatinti VVP. Teisė perleisti vyriausybės vertybinių popierių organizavimą, išleidimą ir platinimą per tarpininkus, tarpininkų parinkimo tvarka turi būti numatyta nacionaliniuose teisės aktuose, kad vėliau nebūtų konstatuota, kad valstybei atstovaujanti institucija peržengė savo kompetencijos ribas. Dažniausiai pasirenkamas antrasis būdas, kai vyriausybės vertybiniai popieriai yra platinami užsienio rinkoje. Tarpininkas šiuo atveju dažniausiai būna bankas, komercinis ar, kaip dažniausiai pasitaiko paskutiniu metu, investicinis bankas, o jo pagrindinė funkcija – vyriausybės vertybinių popierių išleidimo organizavimas ir platinimas bei emisijos metu kylančios rizikos dėl vyriausybės vertybinių popierių emisijos sėkmingumo prisiėmimas (Markovas, 2004).

VVP vidaus rinkoje leidžiami vadovaujantis Vyriausybės nutarimu patvirtinta VVP išleidimo ir apyvartos tvarka. Ši tvarka reglamentuoja išleidžiamų vidaus rinkoje VVP pardavimo, atsiskaitymų, apskaitos, apyvartos ir išpirkimo organizavimą, taip pat VVP viešosios apyvartos tarpininkų teises ir pareigas. Vertybiniai popieriai gali būti leidžiami per skelbiamus aukcionus ir kitais nustatytais būdais.

Iki 2009 m. vasario mėn. VVP aukcionus organizavo Lietuvos bankas, vykdydamas Lietuvos banko ir Finansų ministerijos sudarytą sutartį, pagal kurią Finansų ministerija įgaliojo Lietuvos banką rengti VVP pardavimo ir priešlaikinio išpirkimo aukcionus, organizuoti VVP išpirkimą ir atkarpos išmokų mokėjimą. VVP aukcionų vidaus rinkoje organizavimą ir reikalavimus aukciono dalyviams reglamentavo Lietuvos banko valdybos nutarimas. Nuo 2009 m. vasario mėn. aukcionų organizavimas bendru Lietuvos banko ir Finansų ministerijos sutarimu buvo perduotas Biržai, o aukciono dalyvių priežiūra – Finansų ministerijai. 2009 m. sausio mėn. Biržos valdybos posėdžio protokolu patvirtintos naujos VVP aukciono taisyklės, kurios reglamentuoja naujai išleidžiamų, išleidžiamų papildant esamas emisijas ir anksčiau termino išperkamų VVP emisijas, informacijos skelbimo apie platinamus ar anksčiau termino išperkamus VVP bei jų išplatavimo ar išpirkimo rezultatus tvarką.

Finansų ministerija sprendimą išleisti VVP priima remdamasi skolinimosi poreikiu, sudarytu pagal valstybės piniginių išteklių prognozes. Remiantis metiniu skolinimosi poreikiu sudaromas preliminarus metinis VVP emisijų aukcionų planas, kuris viešai neskelbiamas. Kas ketvirtį sudaromi ketvirtiniai VVP aukcionų tvarkaraščiai, kurie gali būti pakoreguoti pasikeitus skolinimosi poreikiui ar situacijai rinkoje. Ketvirtiniai VVP aukciono tvarkaraščiai turi būti skelbiami viešai ne vėliau kaip

likus 10 dienų iki ketvirčio pradžios. Ne vėliau kaip likus penkioms dienoms iki VVP aukciono internete skelbiamas sprendimas dėl anksčiau skelbto aukciono organizavimo arba atšaukimo. Sprendime pateikiamos pagrindinės išleidžiamos VVP charakteristikos – aukciono data, apmokėjimo data, trukmė, valiuta. VVP aukcionuose gali dalyvauti tik aukciono dalyviai. Aukciono metu aukciono dalyviai teikia konkurencinius ir nekonkurencinius pasiūlymus įsigyti VVP.

Išleidžiamų VVP pelningumą nustato Finansų ministerijos sudaryta VVP aukciono komisija, remdamasi Pelningumo nustatymo taisyklėmis. Aukciono metu konkurenciniai pasiūlymai pateikiami pelningumo didėjimo tvarka, skaičiuojamas vidutinis svertinis pelningumas. Tada Finansų ministerija nustato priimtina vidutinį pelningumą ir emisijos apimtį. Apimtis nustatoma atsižvelgiant į pelningumą ir skolinimosi poreikį. Nustatytu priimtinu pelningumu yra patenkinami nekonkurencinio aukciono pasiūlymai. Konkurenciniame aukcione patenkinami Finansų ministerijos nustatyto ir mažesnio pelningumo konkurenciniai pasiūlymai pagal išleidžiamos VVP emisijos apimtį. Bendrąją VVP emisijos ir cirkuliacijos apskaitą tvarko akcinė bendrovė Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas.

Finansų ministerija ne vėliau kaip likus 10 dienų iki ketvirčio pradžios viešai skelbia ketvirtinius VVP aukcionų grafikus, kuriuose skelbiama tokia informacija: aukciono data; apmokėjimo data; išpirkimo data; valiuta; trukmė (dienomis).

Ketvirtiniai aukcionų kalendoriai per metus yra koreguojami. Lygindami informacijos atskleidimo praktiką užsienio šalyse, manome, kad Finansų ministerija turėtų skelbti daugiau informacijos ketvirtiniuose aukcionų grafikuose. Į juos galėtų būti įtraukta investuotojams naudinga informacija: kaip ketvirtinis aukcionų grafikas pasikeitė, lyginant su metiniu planu, argumentuotos ketvirtinio aukcionų kalendorių pakeitimo priežastys ir pan.

Prieš kiekvieną aukcioną Finansų ministerija paskelbia išleidžiamos emisijos sąlygas. Be ketvirtiniame kalendoriuje esančios informacijos, sprendime išleisti VVP emisiją nurodyta: aukciono rūšis; aukciono organizatorius; emisijos numeris; nominali vienos emisijos vertė; atkarpos dydis, skaičius per metus, mokėjimo grafikas (obligacijų atveju), ar emisija nauja, ar papildoma; kokia suma patenkins nekonkurencinius pasiūlymus.

Pažymėtina, kad nors sprendime yra eilutė „Emisijos apimtis“, tačiau ji iš anksto neskelbiama ir nustatoma aukciono metu. Tačiau informacija apie emisijos apimtį yra viena svarbiausių investuotojams priimant sprendimus dėl VVP įsigijimo ir investicijų planavimo. Viešumo principas reikalauja, kad Vyriausybė atvirai pristatytų savo skolinimosi planus. Laiku skelbiamas VVP aukciono tvarkaraštis bei pateikiama emisijų apimtis ir trukmė, pasiūlymų ar aukcionų procedūros reikalingi norint informuoti rinkos dalyvius ir įvertinti VVP rinkos veiklą.

Daugelis skolos valdytojų metiniuose / pusmetiniuose VVP aukcionų grafikuose skelbia aukcionų datas, aukcionų reguliarumą pagal trukmę, o tiksliai VVP emisijos sumas ir trukmes

paskelbia likus vienai ar dviem savaitėms iki aukciono. Analizuojant kitų šalių praktiką pastebėta, kad vėliausiai emisijos apimtis skelbiama Airijoje ir JAV, kai planuojama išplatinti suma yra skelbiama sprendime išleisti emisiją. Tuo tarpu Vokietija jau metiniame aukcionų kalendoriuje nurodo apytiksles kiekvienos emisijos, planuojamos išleisti per ateinančius metus, apimtis.

Finansų ministerija sprendime išleisti emisiją VVP trukmę paprastai skelbia dienomis. Kitų šalių praktikoje trukmė paprastai yra skelbiama ne dienomis, bet mėnesiais ar metais, o jei skelbiama dienomis, pavyzdžiui, JAV, tai trukmė nėra labai įvairi. Lietuvoje trukmė būna kaskart skirtinga, nenuspėjama.

Metinėse VVP rinkos apžvalgose apie visas išleistas emisijas Finansų ministerija skelbia duomenis mėnesiais, trukmes skaičiuodama nuo naujos emisijos išleidimo datos, neatsižvelgdama į emisijų papildymus.

Naujų emisijų trukmės paprastai būna 1, 3, 6, 9 ir 12 mėn. išdo vekseliams; 3, 5, 7 ir 10 metų – obligacijoms. Kadangi dėl Lietuvos rinkos seklumo didelės apimties emisijos iš karto nėra galimybės išleisti, jos yra papildomos. Emisijos papildomos siekiant likvidumo – didesnės apimties emisijos paprastai yra likvidesnės. Toks likvidumo skatinimo būdas naudojamas visame pasaulyje. 2002 m. JAV buvo atlikta studija „Ar didesnės apimties emisijos yra likvidesnės?“, kurios metu buvo tiriamas likvidumo ir emisijos apimties ryšys. Gauti rezultatai parodė, kad didesnės apimties emisijos yra likvidesnės. VVP emisijų papildymą teigiamai vertina ir audito metu apklausti aukciono dalyviai.

VVP aukciono metu, kai visi aukciono dalyvių pasiūlymai viršija Finansų ministerijos nustatytą didžiausio pelningumo ribą, priimamas sprendimas paskelbti, kad aukcionas neįvyko – siunčiamas raštas į Biržą, kad nepriimami pasiūlymai, nes skolintis tokiomis sąlygomis yra per brangu. 2006 m. neįvyko vienas suplanuotas septynerių metų trukmės VVP emisijų platinimo aukcionas. 2008 m. neįvyko penki planuoti aukcionai – keturi trumpalaikių, vienas ilgalaikių VVP. 2009 m. neįvyko keturi planuoti išdo vekselių aukcionai. Aukcionų neįvykimo sąlygos yra reglamentuotos VVP aukciono taisyklėse ir remiantis šiomis taisyklėmis parengtose Vyriausybės vertybinių popierių didžiausio (mažiausio) pelningumo ir / arba emisijos apimties nustatymo (toliau – Pelningumo nustatymo) taisyklėse.

Pelningumo nustatymo taisyklės reglamentuoja didžiausio pelningumo ribos, pagal kurią tenkinami VVP pardavimo aukcione gauti konkurenciniai pavedimai, nustatymą. Pagal taisyklės aukciono dieną, gavus konkurencinių pasiūlymų sąrašą, poreikio sumos vidutinis svertinis pelningumas lyginamas su tam tikrais taisyklėse numatytais dydžiais.

Pelningumo nustatymo taisyklėse nėra aiškiai pasakyta, kada emisija turi būti neplatinama. Taisyklėse išskiriamos sąlygos, kai sprendimas dėl didžiausio pelningumo ribos turi būti suderintas su finansų viceministru, o jo laikinai nesant, – su finansų ministru. Tos pačios sąlygos galioja ir tais atvejais, kai aukcionai turi būti skelbiami neįvykusiais. Šios sąlygos – tai poreikio sumos pasiūlyto

vidutinio svartinio pelningumo ir palyginamųjų dydžių skirtumas: daugiau kaip 25 baziniai punktai išdo vekseliams ir daugiau kaip 45 baziniai punktai obligacijoms. Tačiau konkrečios lubos, kurias pasiekus šiam skirtumui aukcionas be išimties turėtų būti skelbiamas neįvykusių, nėra nustatytos. Tai reiškia, kad Finansų ministerijai palikta galimybė pasiskolinti bet kokiomis, taip pat ir nepalankiomis pelningumo atžvilgiu, sąlygomis, jei tam pritaria finansų viceministras arba finansų ministras. Pažymėtina, kad šis derinimas su vadovybe vyksta žodžiu. Tai, kad sprendimas buvo suderintas su atitinkamais asmenimis, pažymima Aukciono komisijos protokole.

Lietuvoje veikia aukciono dalyvių (pirminių dilerių) sistema – VVP aukcionuose gali dalyvauti tik aukciono dalyviai – Biržos nariai, turintys Finansų ministerijos suteikiamą teisę dalyvauti aukcionuose bei Biržos suteikiamą teisę dalyvauti prekyboje Skolos vertybinių popierių rinkoje⁴³. Aukciono dalyviai aukcione dalyvauja savo vardu, neatsižvelgiant į tai, ar pateikia aukcionuose pavedimus dėl VVP įsigijimo ar perleidimo savo sąskaita, ar kliento sąskaita.

Iki 2009 m. vasario mėn. reikalavimus VVP aukciono dalyviams reglamentavo ir jų priežiūrą atliko Lietuvos bankas, vėliau – Finansų ministerija. Reikalavimų VVP aukciono dalyviams aprašas nustato reikalavimus VVP aukciono dalyviams, teisės būti aukciono dalyviu įsigijimą ir netekimą, aukciono dalyvių pareigas.

Minimaliai kiekvienas aukciono dalyvis per ketvirtį turi įsigyti ne mažiau kaip 1 proc. nuo visų per ketvirtį išplatintų VVP. Iki 2009 m. galiojo ir maksimali įsigyjamų VVP riba – vienas fizinis, juridinis asmuo arba asmuo, neturintis juridinio asmens teisių, VVP aukcionui galėjo teikti pasiūlymus dėl VVP sumos, neviršijančios 35 proc. paskelbto VVP emisijos dydžio, neatsižvelgiant į tai, ar jis pats tiesiogiai teikia aukcionui pasiūlymus dėl VVP įsigijimo savo sąskaita, ar pasiūlymus dėl VVP įsigijimo jo sąskaita teikia kiti aukciono dalyviai. Nuo 2009 m. maksimalios ribos dėl VVP įsigijimo nebeliko.

Kas ketvirtį institucija, atsakinga už priežiūrą, turi įvertinti, ar aukciono dalyviai:

- 1) į kiekvieną aukcioną teikia konkurencinius pasiūlymus, atitinkančius rinkos sąlygas;
- 2) per ketvirtį įsigyja ne mažiau kaip 1 proc. per aukcionus išleidžiamų VVP;
- 3) tinkamai plėtoja antrinę rinką.

Finansų ministerija nuo 2008 m. pabaigos pradėjo platinti VVP emisijas vidaus rinkoje neviešu būdu (ne per viešus aukcionus, o sudarydama sandorį su kreditoriumi, angl. *private placement*). Didžiausią dalį sudaro VVP emisijos, denominuotos užsienio valiuta, – eurai, JAV doleriais ir Estijos kronomis, kurių trukmė 12 mėn. ir daugiau. Pasak Finansų ministerijos, toks platinimo būdas buvo pasirinktas kaip alternatyva VVP platinimui per aukcioną dėl to, kad nuo 2008 m. pabaigos buvo sudėtinga situacija finansų rinkoje ir ilgalaikiai vertybiniai popieriai prarado patrauklumą (LR valstybės kontrolė, 2011).

1.5. Obligacijų rinkos plėtros veiksniai

Analizuojant mokslinę literatūrą vertybinių popierių ir obligacijų koncepcijų klausimu, išryškėjo ir obligacijų rinkos plėtros veiksnių kontūrai. Akivaizdu, kad pirmiausia obligacijų rinkos plėtra priklauso nuo ekonominių veiksnių. Esant aukštam vartojimo lygiui, skatinamos investicijos į realų kapitalą, siekiant patenkinti augančius poreikius, didėja poreikis piniginiams lėšoms, reikalingoms šiam kapitalui suformuoti, gerėja įmonių veiklos rodikliai, didėja namų ūkių pajamos, aktyvėja finansų rinkos, tame tarpe ir vertybinių popierių bei obligacijų. Auganti ekonomika ir pridėtinė vertė didina lėšų, galimų įlieti į ekonomiką dydį. Vėlgi aktyvėja obligacijų rinka. Traukiantis ekonomikai, pvz., ekonominės krizės atveju, mažėja vartojimas, poreikis investicijoms, išauga galimų neatsiskaitymų už prekes, tame tarpe, ir finansines, rizika, smunka namų ūkių pajamos, ima trauktis ir finansų rinkos. Procesą pagreitina finansiniai tarpininkai (pvz., bankai), reaguodami į krentančius ekonominius rodiklius ir nutraukdami paskolų išdavimą. Šis aprašytas procesas turi tam tikrą „spiralinį“ pobūdį. Tiesioginį poveikį obligacijų rinkai turi infliacijos lygis. Jei infliacijos lygis artimas arba aukštesnis už siūlomas palūkanų normas ir nėra numatyta nuostolių dėl infliacijos kompensavimo mechanizmo, obligacijų rinka taps nepatraukli investuotojams.

Bankai taip pat gali platinti savo obligacijų emisijas rinkoje. Turint minty, kad jie turi gan stiprų finansinį svertą, obligacijų rinkai tampa svarbi ir tarpbankinė palūkanų norma, lemianti, kur bankui bus patraukliau skolintis – obligacijų rinkoje ar iš bankų paskolų rinkos.

Taigi, pirmas svarbus plėtros veiksnių grupė – **ekonominiai veiksniai**. Agreguotu lygiu ekonomikos būklę parodo bendrojo vidaus produkto rodiklis (BVP). Ekonomikai kylant, jis kyla, ekonomikai smunkant – krenta. Reikia pabrėžti, kad obligacijų rinkai nemenką įtaką daro ir ekonominės prognozės, nes jos formuoja tam tikrus rinkos dalyvių lūkesčius rinkos atžvilgiu, o tuo pačiu koreguoja ir jų elgesį.

Labai svarbus komponentas, darantis akivaizdžią įtaką ekonomikai, o kartu ir obligacijų rinkai – valstybės skolinimosi politika. valstybės vaidmuo ir vieta ekonomikoje yra ypatinga. Todėl efektyvus valstybės skolinimosi mechanizmo teikiamų galimybių išnaudojimas gali užtikrinti ilgalaikę valstybės ekonomikos plėtrą, būtiną efektyviai obligacijų rinkos plėtrai. Ekonomika yra sudėtinga dinamiška sistema, ir valstybės skolos sąsajos su kitais makroekonomikos elementais turi svarbų ryšį (Levišauskaitė, Armanavičius, 2001). Svarbų vaidmenį šalinant ūkio disproporcijas ir kartu vystant VP rinką, gali atlikti valstybės skolinimasis vidaus rinkoje, tuo tarpu VP rinkos vystymasis labai veikia realių investicijų augimą ir abi šios formos viena kitą papildo, o ne konkuruoja tarpusavyje. Valstybės skolinimasis vidaus rinkoje, išleidžiant vyriausybės vertybinių popierių (toliau VVP) emisijas, šalies ekonomikai turi naudą dėl šių priežasčių:

- 1) palūkanos už paskolas išmokamos vidaus rinkai, o tai savo ruožtu stimuliuoja ekonomiką,

- 2) vidaus skolos aptarnavimui nereikia pirkti valiutos, kas būna gan skausminga, kai yra einamosios sąskaitos deficitas (neigiamas eksporto ir importo skirtumas),
- 3) aktyvinama pati rinka, pritraukiami į rinką nauji dalyviai.

Kuo didesnę svorį obligacijų rinkoje turi valstybė, tuo didesnė jos įtaka ir tuo didesnė atsakomybė. Nereguliariai išleidžiamos emisijos, netvarkingas ir neskaidrus jų išleidimo procesas menkai teskatina rinkos aktyvumą ir plėtrą. Vis dėl to valstybės skolinimosi mechanizmą reikia naudoti gana atsargiai ir su tam tikrais apribojimais, derinant valstybės skolos augimą su BVP augimu, einamosios sąskaitos balanso būkle, be to skolinimasis turėtų vykti ekonomikos ilgalaikio skatinimo tikslais, o ne „pravalgymui“, nes ilgu laikotarpiu valstybės ekonomikai ir socialinei – politinei būklei tai gali turėti pražūtingas pasekmes (Levišauskaitė, Armanavičius, 2001). Taip pat 1.2. poskyryje matėme, kokią įtaką obligacijų rinkai gali daryti valstybės politika bankų požiūriu. Kuo didesnę svorį rinkoje turi bankai ir kuo labiau juos globoja valstybė, tuo menkliau išvystyta yra obligacijų rinka.

Antra svarbi obligacijų rinkos plėtros veiksnių grupė – **teisiniai veiksniai**. Jie apima visas rašytines taisykles, pagal kurias funkcionuoja obligacijų rinka. Tai teisės aktai, nusakantys, kokie dalyviai gali būti obligacijų rinkoje, kokiais principais jie turi veikti. Obligacijų rinkai labai svarbu, ar leidžiama joje dalyvauti savivaldybėms, kiek plačiai prieinami rinkos dalyviams VVP aukcionai ir panašiai. Savivaldybių dalyvavimas gali ženkliai išplėsti obligacijų rinką, o aukciono dalyvių rato išplėtimas atveria kelias konkurencingesniems pasiūlymams pirkti obligacijas bei greitesniam emisijų išpirkimui vidaus rinkoje. Jei VVP aukcionuose gali dalyvauti tik labai ribotas dalyvių skaičius, kyla grėsmė, kad VVP bus perkami pasyviai, o mažas dalyvių skaičius gali susitarti daryti spaudimą pakelti palūkanų normas. Tai turi sekančias neigiamas pasekmes: valstybė skolinsis brangiau vidaus rinkoje arba nutars dėl mažesnių palūkanų normų skolintis užsienio rinkose (o tai, kaip jau aptarėme aukščiau turi neigiamas pasekmes tiek vertybinių popierių rinkai, tiek visai ekonomikai ilgalaikėje perspektyvoje). Jei pats aukcionų procesas irgi pakankamai neskaidrus, susidaro galimybės keletui asmenų reguliuoti VVP palūkanų normos kainas bei skolinimosi kiekius, dirbant savo, o ne valstybės naudai.

Teisinių aktų paskirtis – ne tik įsprausti rinkos dalyvius į tam tikrus rėmus, bet ir užtikrinti skaidrą rinkos funkcionavimą, paskiriant kontrolės institucijas, nusakant, kokią informaciją rinkai turi atskleisti obligacijų emitentai ir apibrėžiant, kaip atsakingi asmenys bus baudžiami už pagrindinių principų nesilaikymą. Mažos baudos gali neturėti jokios įtakos esminių emitentų įvykių, galinčių paveikti obligacijų kainą arba jų pirkimo mastus, nuslėpimui. Per daug suburokratinti kontrolės mechanizmai gali atbaidyti potencialius emitentus – bendroves, užvilkindami ir pabrangindami emisijų išleidimo procesą. Biurokratiniai trukdžiai drauge su dirbtiniu VVP palūkanų normos kėlimu taip pat gali padaryti nepatraukliu patį skolinimąsi obligacijų rinkoje, kadangi vertybinių popierių rinka orientuojasi į VVP, kaip saugiausios investicijos, palūkanų normų lygį, kuris atlieka orientyro

vaidmenį, nustatant kitų vertybinių popierių kainas. Tuomet mažėja skirtumas tarp bankinių paskolų ir obligacijų palūkanų normų, o imti paskolas iš bankų visuomet techniškai paprasčiau ir greičiau, nes nereikia laukti kontroliuojančiųjų institucijų sprendimų ir aukcionų baigties, kadangi visada yra tikimybė, kad obligacijos nebus išpirktos. Jei teisinė aplinka nesugeba užtikrinti pakankamo skaidrumo, labai tikėtini piktnaudžiavimai rinkoje, nuslepiant arba iškreipiant informaciją apie emitentų veiklos rezultatus ir taip pelnantis kitų sąskaita. Tai savo ruožtu gali atgrasyti daugumą potencialių kreditorių.

Mano nuomone, gan svarbi ir valstybės politika taupymo lakštų, minėtų aptariant obligacijų tipus, atžvilgiu. Taupymo lakštų platinimas įtraukia į obligacijų rinką plačiuosius visuomenės sluoksnius ir suteikia jiems alternatyvą perteklinių arba atsargai laikomų lėšų laikymui bankų indėlių pavidalu. Tai, kaip aptarta 1.4. poskyryje, leidžia Vyriausybei reguliuoti ir pinigų kiekį rinkoje, ir pritraukti visuomenės lėšas valstybės poreikiams patenkinti be tarpininkų – bankų ar draudimo bei investicinių bendrovių, pagalbos. Tačiau būtina priemonė sėkmingam šios operacijos įgyvendinimui yra visuotinis ir nuolatinis plačiųjų sluoksnių informavimas per masines informacijos priemones.

Taip pat svarbus veiksnys yra kreditorių struktūra. Jei didžioji atskirų bendrovių ar institucijų obligacijų dalis sukoncentruota vienose rankose, kreditoriai gali daryti ženklia neformalią įtaką tų organizacijų sprendimams. Ypač neigiamą įtaką tai gali turėti VVP požiūriu, kadangi pagrindinis kreditorius gali daryti spaudimą Vyriausybei ir valstybei priimant tiek skolinimosi, tiek obligacijų rinkos politikos sprendimus.

Kaip matome, teisinė aplinka glaudžiai susijusi su valstybės politika ir informacijos prieinamumu. Teisinių aktų įgyvendinimui reikia informacijos apie kiekvieną priemonę skaidrumo ir visuotinio prieinamumo. Be to įgyvendinimo sėkmingumas priklauso ir nuo faktinės Vyriausybės politikos. Net ir geri aktai nefunkcionuos, jei bet kokia veikla bus biurokратиška arba jei faktiniai valstybinės valdžios veiksmai neatitiks įstatymų reikalavimų. Jau minėjome galimybes piktnaudžiauti VVP emisijų išpirkimo kainų nustatymu, obligacijų patrauklumo mažinimu lyginant su bankinėmis paskolomis. Taupymo lakštų atveju, nesant pakankamai didelio informacijos apie juos išplatavimo, bus nupirkti nedideli jų kiekiai, o tai leis valdžios atstovams kalbėti apie priemonės netikslingumą.

Atskirų institucijų (tiek privačių, tiek valstybinių) moralė įeina į socialinių kultūrinių veiksnių grupę ir daro absoliučią įtaką obligacijų rinkai, kadangi bet kokia veikla, tarp jų ir ekonominė, yra žmogaus sąmonės apraška, o moralė yra viena iš sąmonės kategorijų.

Apibendrinami galime teigti, kad obligacijų rinkos plėtrai turi įtakos ekonominių, teisinių, socialinių – kultūrinių, politinių veiksnių grupės. Tai – makroekonomikos būklė, rinkos taisyklės, infliacijos ir tarpbankinės palūkanų normos, bankų paskolų palūkanų norma, indėlių bankuose palūkanos, valstybės faktinė politika valstybės skolos formavimo, rinkos skaidraus bei efektyvaus funkcionavimo, bankų padėties valstybėje požiūriu, kreditorių struktūra ir informacijos sklaida.

2. OBLIGACIJŲ RINKOS PLĖTROS VERTINIMO METODOLOGIJA

Obligacijų rinkos vertinimo modelį sudaro du komponentai:

- 1) obligacijų rinkos analizė,
- 2) obligacijų rinkos plėtros veiksnių analizė.

Kitaip tariant, modelis leidžia įvertinti, kaip yra išvystyta obligacijų rinka, kas įtakoja dabartinį jos vystymąsi bei kiek ta įtaka leidžia priartėti prie idealaus rinkos modelio. Šių dviejų parametru analizė leis atsakyti į klausimą, kokios yra potencialios obligacijų rinkos plėtros kryptys ateityje.

Šiame skyriuje, remdamasi teorijos analize, detalai aptarsiu vertinime naudojamus rodiklius ir pačią vertinimo metodiką.

2.1. Obligacijų rinkos vertinimo metodika

Obligacijų rinkos analizė turi atsakyti į tokius pagrindinius klausimus:

- 1) koks yra obligacijų rinkos dydis,
- 2) kokią dalį obligacijų rinka sudaro bendroje vertybinių popierių rinkoje,
- 3) kokią obligacijų rinkos dalį sudaro vyriausybės vertybinių popierių ir privataus kapitalo emitentų vertybinių popierių emisijos,
- 4) kokia dalį obligacijos sudaro vertybinių popierių rinkoje dalyvaujančių bendrovių finansinių skolų struktūroje,
- 5) kokia namų ūkių dalis obligacijų rinkoje,
- 6) koks obligacijų rinkos ir bendros skolinto kapitalo rinkos santykis,
- 7) koks obligacijų rinkos likvidumas,
- 8) koks obligacijų rinkos patrauklumas.

Šių parametru analizė leis įvertinti obligacijų rinkos būklę (jos išsivystymo lygį visos skolinto kapitalo rinkos ir vertybinių popierių rinkos atžvilgiu, likvidumą, vietą skolinto kapitalo ir vertybinių popierių rinkose, teikiamą naudą rinkos dalyviams) bei atskirų parametru dinamiką. Šios analizės rezultatus bus galima panaudoti ir plėtros veiksnių analizei bei ateities tendencijų ir galimybių prognozavimui, kadangi bus galima spręsti apie veiksnių pokyčių sąveiką su rinkos rodiklių pokyčiais.

Detaliau aptarsime atskirų parametru turinį, juos apibūdinančius rodiklius bei jų apskaičiavimo metodus.

1. Obligacijų rinkos dydis. Obligacijų rinkos dydis, kitaip dar vadinamas obligacijų rinkos kapitalizacija, parodo pirminėje ir antrinėje rinkose esančių ilgo ir trumpo laikotarpio obligacijų vertę absoliučia reikšme. Ji apskaičiuojama kaip atskirų emisijų obligacijų kiekio ir kainos sandauga:

$$S_o = \sum N_K \times Q_E ; \quad (6)$$

čia: S_o - obligacijų rinkos kapitalizacija;

N_K - konkrečios emisijos obligacijų nominali kaina;

Q_E - konkrečios emisijos obligacijų kiekis.

Šio rodiklio dinamika leidžia nustatyti obligacijų rinkos dydžio pokyčius ir kitimo tendencijas praeityje. Pats savaime šis rodiklis ypatingo informatyvumo neteikia, tačiau drauge su kitais rodikliais, pvz., vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, VVP dalimi obligacijų rinkoje, skolinimo rinkos dydžiu ir pan., leidžia daryti išvadas apie obligacijų rinkos būklę bei būsimos raidos perspektyvas.

2. Obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje. Šis rodiklis parodo, kokią dalį vertybinių popierių rinkoje (kurios pagrindiniai elementai, kaip žinome, yra akcijos ir obligacijos) sudaro skolos vertybiniai popieriai (obligacijos). Obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje yra obligacijų rinkos dydžio (formulė Nr. 6) ir vertybinių popierių rinkos dydžio santykis, išreikštas procentais:

$$P_o = \frac{S_o}{S_s} \times 100\% ; \quad (7)$$

čia: P_o - obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje;

S_o - obligacijų rinkos kapitalizacija (p.v.), kuri apskaičiuojama pagal formulę nr. 6;

S_s - vertybinių popierių rinkos kapitalizacija,, kuri apskaičiuojama kaip atskirų emisijų rinkos verčių suma:

$$S_s = \sum N_K \times Q_E ; \quad (8)$$

čia: Q_E - konkrečios emisijos obligacijų kiekis;

N_K - konkrečios emisijos kaina;

S_s - vertybinių popierių rinkos kapitalizacija.

Šio rodiklio dydis duotuoju momentu ir dinamika per eilę metų leidžia spręsti apie vertybinių popierių rinkos dalyvių preferencijas investavimo / skolinimo požiūriu, t.y. koku būdu rinkos dalyviai

yra labiau linkę pritraukti investicijoms reikalingą kapitalą vertybinių popierių rinkoje – skolindamiesi, ar suteikdami teisę dalyvauti įmonės valdyme ir dalydamiesi galimu pelnu arba nuostoliu. Šį rodiklį, kaip beje, ir ankstesnįjį, reikia interpretuoti gan atsargiai. Pagrindinė šio atsargumo priežastis – probleminis tiek nominalios, tiek ir rinkos kainos taikymas šių rodiklių skaičiavime. Rinkos kaina tiek obligacijų, tiek akcijų atveju parodo tik dabartinius rinkos dalyvių lūkesčius konkrečių vertybinių popierių atžvilgiu, ir jei obligacijos kaina turi savo pagrindimui realesnį pagrindą – išpirkimo kainą ir konkrečius atskirų atkarpų mokėjimus, tai akcijos kaina ypač subjektyvus dalykas, labiau simbolizuojantis jos pirkėjų lūkesčius ir prognozes būsimo pelno iš dividendų atžvilgiu. Savo ruožtu, tokie optimistiniai lūkesčiai leidžia akcijų turėtojams uždirbti iš akcijos vertės dėl šių lūkesčių padidėjimo, parduodant jas antrinėje rinkoje. Nors obligacijos rinkos kainos pagrindimas turi daugiau objektyvių ir lengviau apčiuopiamų kriterijų, kaip minėta išpirkimo kaina ir atkarpų mokėjimai, jai didelę įtaką turi ir subjektyvesni kriterijai, kaip likęs laikotarpis iki emisijos išpirkimo, prognozuojamas infliacijos lygis (jei obligacijos emisijoje nenumatyta kompensacija už infliaciją) ir emitentų veiklos rezultatų prognozės. Nominalios kainos atveju galime gan tiksliai kalbėti apie paskolų, gautų obligacijų emisijų išleidimo būdu, dydį ir struktūrą, o apskaičiuodami akcijas jų nominalia kaina, gautume tik duomenis apie įstatinį įmonių – dalyvių kapitalą.

3. Vyriausybės vertybinių popierių dalis obligacijų rinkoje. Čia ir toliau tekste prie VVP priskirsime ir municipalinius (savivaldybių VP), o jei juos nagrinėsime atskirai, tokį atskyrimą pažymėsime atskirai. Kartu šiuos du tipus vertinsime dėl jų pobūdžio bendrumo. Iš esmės tai valstybiniai vertybiniai popieriai ir jų skirtumai ryškėja tik didėjant savivaldos organų savarankiškumui. Lietuvos atveju municipaliniai VP apskritai nepraktikuojami. Šis rodiklis parodo obligacijų rinkos pobūdį, t.y. kokią jos dalį užima VVP ir kokią svorį VVP turi obligacijų rinkoje. Rodiklis apskaičiuojamas kaip procentinė VVP ir visų obligacijų verčių santykio išraiška:

$$P_{VVP} = \frac{S_{VVP}}{S_O} \times 100\% ; \quad (9)$$

čia: P_{VVP} - VVP dalis obligacijų rinkoje;

S_{VVP} - VVP kapitalizacija;

S_O - obligacijų rinkos kapitalizacija.

Kuo šis rodiklis didesnis, tuo aktyviau Vyriausybė dalyvauja VP vidaus rinkoje, ją stimuluodama ir tuo didesnę įtaką valstybė, reguliuodama skolinimo vidaus rinkoje kiekį, gali daryti visai vertybinių popierių rinkai, o per ją – ekonomikai (žr. 1.5. poskyrį). Neigiama didelės VVP dalies

obligacijų rinkoje pusė – tai dažniausiai ženklas, jog privačios bendrovės itin pasyvios obligacijų rinkos atžvilgiu ir teikia pirmenybę bankinėms paskoloms. Kuo didesnė rinkoje nevyriausybinių obligacijų dalis, tuo rinka geriau išvystyta ir stabilesnė. Taigi į patį modelį įdėsime ne VVP svorį rinkoje, o bendrovių svorį rinkoje.

4. VP rinkos dalyvių finansinių skolų struktūra. Šis rodiklis leidžia spręsti apie bendrovių, dalyvaujančių vertybinių popierių biržoje, preferencijas paskolų šaltinių atžvilgiu. Aukšta šio rodiklio skaitinė išraiška liudija aktyvų skolinimąsi obligacijų rinkoje, žemas – pirmenybės teikimą bankinėms paskoloms arba nuosavam kapitalui. Rodiklis apskaičiuojamas kaip bendrovių obligacijų kapitalizacijos ir bendrovių finansinių skolų santykis:

$$W_{PC} = \frac{S_{NVP}}{S_{FD}} \times 100\% ; \quad (10)$$

čia: W_{PC} - bendrovių obligacijų dalis bendroje jų finansinių skolų struktūroje;

S_{NVP} - bendrovių obligacijų vertinė išraiška;

S_{FD} - bendrovių finansinių skolų suma.

5. Namų ūkių turimų obligacijų dalis. Šis rodiklis parodo, kiek aktyviai namų ūkiai skolina pinigus obligacijų rinkoje. Jis apskaičiuojamas kaip namų ūkių turimų obligacijų ir visų obligacijų santykis.

$$W_{HE} = \frac{S_{HE}}{S_O} \times 100\% ; \quad (11)$$

čia: W_{HE} - namų ūkių obligacijų dalis bendroje jų finansinių skolų struktūroje;

S_{HE} - namų ūkių obligacijų vertinė išraiška;

S_O - obligacijų rinkos kapitalizacija.

Šis rodiklis suteikia nepakankamą informaciją, nes nieko nepasako apie pačių namų ūkių pajėgumą, tad, norint jį teisingai interpretuoti, būtina atsižvelgti į namų ūkių skolinimo pajėgumą. Jį atspindėtų namų ūkių įsigytų obligacijų ir pinigų sumos, laikoms obligacijų ir terminuotų indėlių pavidalu, santykis.

6. Obligacijų ir bendro ekonomikos paskolų portfelio santykis. Šis rodiklis parodo, kiek valstybės ekonomikos dalyviai (valstybė, visų tipų bendrovės) įsitraukę į vertybinių popierių ir obligacijų rinką, o tuo pačiu parodo ir galimus, bet sunkiau, nei 4 punkte aptarti, realizuojamus

rezervus. Jis apskaičiuojamas kaip obligacijų kapitalizacijos santykis su visu paskolų portfeliu (kurį apskaičiuosime kaip bankinių paskolų rinkos ir skolos vertybinių popierių rinkos sumą).

$$W_o = \frac{S_o}{S_{TFD}} \times 100\% ; \quad (12)$$

čia: W_o - obligacijų dalis bendroje finansinių skolų struktūroje;

S_{TFD} - finansinių skolų struktūra;

S_o - obligacijų rinkos kapitalizacija.

7. Obligacijų rinkos likvidumas. Obligacijų rinkos likvidumas parodo, kiek gyvybinga rinka, kaip aktyviai prekiaujama joje skolos vertybiniais popieriais. Mūsų tyrimo atveju likvidumą apskaičiuosime kaip metinės obligacijų apyvartos rinkoje ir obligacijų vertės santykį:

$$L_o = \frac{T_o}{S_o} \times 100\% ; \quad (13)$$

čia: L_o - obligacijų rinkos likvidumas;

T_o - metinė obligacijų rinkos apyvarta;

S_o - obligacijų rinkos kapitalizacija.

Obligacijų rinkos likvidumas iš esmės parodo, kaip lengvai galima paversti vertybinius popierius pinigais antrinėje rinkoje. Kuo didesnis likvidumo rodiklis, tuo geresnis rinkos likvidumas. Paprastai tariant, likvidumas turėtų parodyti kiek kartų apsisuka apyvartoje tam tikras vertybinis popierius. Šio rodiklio interpretavimas drauge su analogišku visos VP rinkos rodikliu suteikia papildomų galimybių rinkos būklės analizei. VP rinkos likvidumo ir obligacijų rinkos likvidumo dinamika atskleidžia rinkos dalyvių preferencijų kitimą laikui bėgant, priklausomai nuo makroekonominių veiksnių, turinčių įtaką VP rinkai, kitimo. Kitaip tariant, šių rodiklių analizė atskleidžia, kaip keičiasi neobligacijų ir obligacijų rinkų likvidumas, keičiantis makroekonominėi situacijai. Atskirų obligacijų grupių likvidumo nagrinėjimas suteikia papildomos informacijos apie atskirų rinkos segmentų likvidumą.

8. Rinkos patrauklumas. Rinkos patrauklumo rodiklis parodo bendros ekonominės, teisinės, politinės, socialinės situacijos įtaką norui įsigyti obligacijas. Jis apskaičiuojamas kaip pirkimo paraiškų ir platinamų emisijų dydžių santykis pinigine išraiška. Kuo šis santykis didesnis, tuo patrauklesnė obligacijų rinka skolintojams (investuotojams).

$$A = \frac{W}{O}; \quad (14)$$

čia: A – rinkos patrauklumas;

W - pirkimo pasiūlymai;

O – emisijų platinimo pasiūlymai.

2.2. Obligacijų rinkos plėtros veiksnių vertinimo metodika

Obligacijų rinkos plėtros veiksnių vertinimo analizė turi atskleisti veiksnių įtaką obligacijų rinkos plėtrai. Šios analizės rezultatai taip pat leidžia nustatyti obligacijų rinkos plėtros galimybes ateityje.

Vertinimui pasirinkau veiksnius, aprašytus 1.5. poskyryje. Tai teisinių, ekonominių, politinių ir sociokultūrinių veiksnių grupėms priklausantys veiksniai. Kaip minėjau 1.5. poskyryje, daugelis šių veiksnių susiję ir persipynę tarpusavyje, ypač kai kalba eina apie Vyriausybės sprendimus, kurie nėra nei grynai ekonominiai, nei grynai teisiniai, o visuomet turi politinių sprendimų atspalvį. Kadangi kai kurie veiksniai sunkiai įvertinami kiekybiškai, jiems modelyje bus taikomas kokybinis įvertis, kuris vėliau bus išreikštas procentais, kad galėtume duoti bent apytikrą kiekybinį veiksnių įvertinimą. Toliau tikslinga apibrėžti pagrindinius rodiklius ir parametrus, būtinus veiksnių įvertinimui.

1. Ekonominė situacija. Kaip nustatėme 1.5. poskyryje, ekonominė situacija turėtų būti stipriausiai ir greičiausiai įtakojantis obligacijų rinkos plėtrą veiksnys. Šį parametą turėtų atspindėti eilė rodiklių, kurių pokyčiai turėtų daryti įtaką obligacijų rinkos plėtrai. Šiuo atveju analizuosime bendrojo vidaus produkto (BVP), terminuotų indėlių, valstybės skolos lygio ir bankų paskolų dinamiką. Taip pat pabandydysime nustatyti, ar yra tiesioginė priklausomybė tarp BVP ir obligacijų rinkos aktyvumo bei likvidumo.

2. Obligacijų metinės palūkanų normos santykis su infliacija. Šių dviejų dydžių skirtumas leidžia spręsti apie galimą obligacijų rinkos patrauklumą. Jei obligacijų palūkanų norma lygi ar mažesnė už infliacijos rodiklį, obligacijų rinka bus visiškai nepatraukli kreditoriams. Priešingu atveju investavimas į obligacijas leidžia apsaugoti nuo pinigų nuvertėjimo ir uždirbti, ir tokiu atveju rinkos patrauklumas didėja.

Metinės palūkanų normos rodiklis gali būti apskaičiuojamas kaip svertinis atskirų emisijų palūkanų normų vidurkis arba jau paskaičiuotos vertės gali būti imamos iš oficialių informacijos šaltinių.

$$P_{average} = \frac{\sum (P_E \times S_E)}{S_O} \times 100\% ; \quad (12)$$

čia: $P_{average}$ - vidutinė metinių palūkanų norma;

P_E - emisijos metinė palūkanų norma;

S_E - emisijos nominali vertė;

S_O - obligacijų rinkos kapitalizacija.

3. Obligacijų ir banko paskolų metinių palūkanų normų skirtumas. Šis parametras drauge su antruoju leidžia spręsti apie obligacijų rinkos patrauklumą ir ateities perspektyvas iš banko pozicijų. Jei obligacijų metinė palūkanų norma mažesnė už tarpbankinę palūkanų normą, bankams nėra stimulu platinti savo obligacijas rinkoje. Kadangi bankai – finansiškai stiprios institucijos, darančios milžinišką įtaką valstybių gyvenimui, o jų pačių prekė – pinigai, šį rodiklį analizuojame atskirai.

4. Obligacijų ir namų ūkių indėlių metinių palūkanų normų skirtumas. Šis parametras parodo, kiek obligacijų rinka gali būti patraukli namų ūkiams. Žinoma, išvadas reikia daryti rezervuotai, nes sunku įvertinti operacinių kaštų įtaką galutiniam pelningumui, esant santykinai nedidelėms atskirų vienetų investicijoms. Tiesa, taupymo laktai šią situaciją pataiso.

5. Obligacijų ir tarpbankinės palūkanų normos skirtumas. Šis rodiklis parodo, kiek patraukli obligacijų rinka bankams – tiek skolinantis iš jos, tiek ir skolinant kitiems emitentams. Jei nėra uždario galimybės arba jei pigiau pasiskolinti iš bankinės sistemos, bankai neteiks pirmenybės obligacijų rinkai.

6. Obligacijų palūkanų normos, tarpbankinės palūkanų normos, indėlių palūkanų normos ir infliacijos rodiklių įvertinimas duoda suteikia bendrą obligacijų rinkos patrauklumo vertinimą ir gali duoti gan patikimą prognozę ateičiai, priklausomai nuo šių rodiklių kitimo.

7. Rinkos modelio teisiniai aspektai. Pirmiausia mus domina, kaip teisiniai dokumentai reglamentuoja obligacijų rinkos procesus:

- 1) koks obligacijų rinkos veiklos modelis,
- 2) kokia yra rinkos dalyvių struktūra ir hierarchija,
- 3) kokie yra veikimo rinkoje apribojimai ir saugikliai,
- 4) ar pakankamas rinkos skaidrumas,
- 5) kokie yra baudų mechanizmai,
- 6) koks yra VVP palūkanų normos nustatymo mechanizmo skaidrumas.

Informacija šiais klausimais pateikiama teisės aktuose, Finansų ministerijos įsakymuose, vertybinių popierių biržos taisyklėse, valstybės kontrolės ataskaitose. Aprašant pačius veiksnius, bus nurodomi konkretūs šaltiniai, o dabar svarbu paminėti, kokią naudą suteiks šių parametrų analizė. Tai informacija apie rinkos skaidrumą, apsaugos dėl piktnaudžiavimų ir nesąžiningumo lygį, rinkos ir informacijos apie emitentų esminius įvykius prieinamumą, valstybės politiką VP rinkos (ypač – skolų VP rinkos) dalyvių požiūriu, sistemos privalumus ir trūkumus, turinčius įtakos esamai ir būsimai obligacijų rinkos plėtrai.

8. Kreditorių struktūra. Kokio lygio yra galima įtaka ekonominiams ir teisiniams valstybės sprendimams, nustatymui bus naudinga išanalizuoti VVP struktūrą pagal obligacijų savininkus. Analizė atskleistų atskirų rezidentų ir nerezidentų paskolų valstybei, perkant VVP, dalį bendroje valstybės skoloje ir leistų spręsti, ar yra rinkos žaidėjų grupė, galinti daryti ženklų spaudimą skolininkui – valstybei ir per tai veikti pačią VP rinkos sistemą. Šiuo atveju rodiklį galime įvertinti kiekybiškai.

$$P_i = \frac{S_{oi}}{S_o} \times 100\% ; \quad (15)$$

čia: P_i - rezidentų ir nerezidentų grupės turimų obligacijų dalis bendroje obligacijų vertėje;

S_{oi} - rezidentų ir nerezidentų grupės turimų obligacijų vertė;

S_o - obligacijų rinkos kapitalizacija.

9. Valstybės skolinimosi politika. Ypatingą vietą veiksnių analizėje užima valstybės skolinimosi politika, teoriniu aspektu aptarta 1.4. ir 1.5. poskyriuose. Pasikartosime, kad ypatingai svarbu, jog valstybė, skolindamasi, pirmenybę teiktų vidaus rinkai, nesivaikydama mažesnių palūkanų užsienio rinkose, atsižvelgtų į bendrojo vidaus produkto, einamosios sąskaitos deficito bei eksporto kitimo tendencijas bei paskolintas lėšas panaudotų ekonomikos stimuliavimui, o ne „pravalgymui“. Pagrindiniai šios veiklos indikatoriai būtų valstybės skolos dalis BVP (proc.), užsienio skolos dalis BVP (proc.), einamosios sąskaitos deficito dalis BVP (proc.) ir valstybės skolos ir eksporto santykis (proc.), valstybės skolos, biudžeto pajamų ir išlaidų (ir ypač išlaidų ekonomikos sektoriui) dinamika. Šių rodyklių ir jų pokyčių analizė parodo apytikrą valstybės skolos valdymo lygį ir kryptį bei per ją daromą įtaką obligacijų vidaus rinkai.

2.3 Obligacijų rinkos plėtros vertinimo modelis

Kaip minėjome, vertinimo modelį sudaro dvi rodiklių grupės: rinkos išsivystymo lygio įvertinimo ir plėtros veiksnių įvertinimo. Tad galutinį tyrimo rezultatą atspindės du apibendrinti skaitiniai rodikliai. Pirmosios grupės rodikliai bus lyginami su siektiniais rodikliais, kurių dydžius nustatysime, remdamiesi išvystytų užsienio rinkų praktiniais pavyzdžiais arba rekomendacijomis. Kiekvienam į modelį įtrauktam rodikliui suteiksime tam tikrą svorį, nurodantį jo svarbą galutiniam apibendrintam rinkos įvertinimui. Svorius parinksime, vadovaudamiesi bendra intuicija ir patirtimi, sukaupta analizuojant mokslinę literatūrą. Galutinis įvertinimo balas apskaičiuojamas kaip svertinis rodiklių įvertinimų vidurkis.

Obligacijų rinkos išsivystymo įvertinimo modelis pateikiamas 1 lentelėje.

1 lentelė. Obligacijų rinkos rodikliai

Eil. nr.	Rodiklių sąrašas	Siektinas rodiklis	Lietuva	Pasiekimo lygis	Rodiklio svoris koeficiente (ekspertinis)	Lietuvos rodiklio įvertis bendrajame brandos koeficiente
1	Obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje (rodo rinkos stabilumą)				0,1	0,00
2	Įmonių obligacijų dalis obligacijų rinkoje				0,2	0,00
3	VP dalyvių paskolų rinkos struktūra				0,1	0,00
4	Namų ūkių turimų obligacijų dalis obligacijų rinkoje				0,1	0,00
5	Obligacijų ir bendro paskolų portfelio santykis				0,1	0,00
6	Obligacijų rinkos likvidumas				0,2	0,00
7	Rinkos patrauklumas				0,2	0,00
	Viso:				1	0,00

Šaltinis: sudaryta autorės

Kaip geriausiai apibūdinančius obligacijų rinką kiekybiškai pasirinkome septynis rodiklius, aptartus 2.1. poskyryje. Jų dydžių interpretacija parodys obligacijų svorį vertybinių popierių ir skolinto kapitalo rinkose, likvidumą, patrauklumą, stabilumą ir galimą vyriausybės įtakos rinkai per valstybinės skolos valdymą lygį.

Galutinio vertinimo metodas turi tam tikrą subjektyvumo lygį, kadangi rodikliams suteikiamas tam tikras logika ir intuicija paremtas svoris. Tačiau tai leis susidaryti apytiksliai pamatuojamą išpūdį

apie obligacijų rinkos būklę. Šiuo atveju reikalingas paaiškinimas, kodėl pasirinkti tokie svoriai. Mano nuomone, svarbiausi yra obligacijų rinkos patrauklumo, likvidumo ir VVP dalies obligacijų rinkoje rodikliai. Pirmieji du rodikliai lemia obligacijų rinkos aktyvumą apskritai, o trečiasis svarbus dėl valstybės kaip ypatingo rinkos dalyvio vaidmens tiek dėl savo svorio rinkoje, tiek dėl jos pačios kuriamų žaidimo taisyklių. Kiti rodikliai taip pat svarbūs apibūdinant rinką, tačiau iš dalies jie yra kokybiškai išvestiniai pirmųjų dviejų dydžiai. Kuo bus patrauklesnė rinka, kuo geresnis bus jos likvidumas, tuo labiau didės obligacijų rinkos reikšmė kitų skolos kapitalo ir vertybinių popierių rinkų atžvilgiu ir tuo noriau šioje rinkoje dalyvaus namų ūkiai ir verslo įmonės. Rinkos patrauklumas iš dalies lemia ir patį jos likvidumą. Taigi rodikliai gan tarpriai susiję ir tarpusavyje, o vienokios ar kitokios jų skaitinės reikšmės priežastys atskleidžiamos antroje tyrimo dalyje.

Plėtos veiksnių vertinimo modelis pateikiamas 2 lentelėje.

2 lentelė. Obligacijų rinkos plėtos veiksnių vertinimo rodikliai

Eil. nr.	Rodiklis	Rodiklio skaitinė reikšmė	Rodiklio kokybinis vertinimas				Rodiklio kokybės lygis	Rodiklio svoris	Rodiklio įvertis
			Nepatenkinamai	Patenkinamai	Gerai	Puikiai			
1	Ekonominė situacija							0,2	0,000
2	Obligacijų palūkanų normos ir infliacijos skirtumas							0,1	0,000
3	Obligacijų ir bankų paskolų palūkanų normų skirtumas							0,1	0,000
4	Obligacijų ir indėlių palūkanų normų skirtumas							0,1	0,000
5	Obligacijų ir tarpbankinės palūkanų normos skirtumas							0,1	0,000
6	Rinkos taisyklės							0,1	0,000
7	Kreditorių struktūra							0,1	0,000
8	Valstybės skolinimosi politika							0,2	0,000
	Viso:							0,000	0,000

Šaltinis: sudaryta autorės

Kadangi plėtos veiksnių vertinimo rodikliai mišrūs (tiek kiekybiniai, tiek kokybiniai), jie bus vertinami vertine skale, kur neigiamas rodiklių poveikis obligacijų rinkai bus vertinamas nepatenkinamai, o labai teigiamas poveikis – puikiai.

Kokybinio rodiklių vertinimo skaitinė išraiška pateikiama 3 lentelėje:

3 lentelė. Kokybinių įvertinimų skaitinė išraiška

Nepatenkinamai	Patenkinamai	Gerai	Puikiai
0	0,33	0,66	1

Šaltinis: sudaryta autorės

Žinoma, vertinamas turi daug subjektyvumo ir gali turėti nemenką paklaidą, tačiau bendrą apytikrį veiksmų visumos poveikį obligacijų rinkos plėtrai suvokti leis.

Kiekvienam rodikliui vėlgi bus suteikiami svoriai pagal reikšmingumą. Visi rodikliai atrodo gan reikšmingi obligacijų rinkai. Tačiau, mano manymu, didžiausią įtaką turintys veiksniai yra bendra ekonominė situacija ir valstybės skolinimosi politika. Kiti veiksniai vienaip ar kitaip priklausomi nuo pirmųjų dviejų. Pvz., VVP palūkanų norma duoda toną visos vertybinių popierių rinkos pelno normoms. Valstybė pati nustato ir rinkos taisykles, pagal kurias pati žaidžia. Ekonominė situacija lemia kapitalo pasiūlos ir paklausos sankirtos taškus ir taip įtakoja įvairias palūkanų normas. Be to ji lemia ir obligacijų turėtojų struktūrą. Du pagrindiniai veiksniai turi ir abipusį poveikį. Kaip minėjome 1.5. poskyryje, yra tam tikras cikliškumas ir tarpusavio priklausomybė tarp įvairių veiksmų, tačiau vieno reikšmė didesnė nei kitų, ką ir atspindime šiame modelyje.

Pagal sudarytą modelį atlikę techninį įvertinimą galėsime interpretuoti gautus rezultatus, įvertinti obligacijų rinką, jos plėtros veiksmus bei nustatyti potencialias obligacijų rinkos plėtros kryptis: galimybes ir trukdžius.

Šio tyrimo atveju netikslinga naudoti anketines apklausas ar interviu. Kadangi egzistuoja pakankamai daug rašytinių ir lengvai prieinamų šaltinių, naudoju sisteminės eklektikos ir aprašomąjį metodą, t.y. tam tikras sritis aprašiau, sujungdama ir apibendrindama keletą šaltinių arba remdamasi vienu ar kitu šaltiniu, kurio patikimumu abejoti nėra didelio pagrindo (teisės aktai, deklaruojamos vertybinių popierių apyvartos, statistikos departamento duomenys ir t.t.).

Faktinės situacijos tyrimas pasižymi tam tikru nuoseklumu. Pradedu gilintis, žvelgdama iš paukščio skrydžio (t.y. analizuodama finansų rinką) ir leidžiuosi vis žemiau, vis labiau artėdama prie detalios obligacijų analizės. Tai leidžia pamatyti tiek bendrą obligacijų padėtį finansų rinkoje, tiek ir obligacijų rinkos struktūrą.

Konceptualaus modelio naudojimas leidžia abstrahuotis nuo gyvenimo įvairovės ir iš faktinių duomenų gausybės ištraukti tik mums rūpimą informaciją, susijusią su tyrimo objektu, bei nustatyti, ko faktams trūksta, kad situacija priartėtų prie pageidaujamo teorinio lygmens. Analizuodama finansų rinką ir jos sudedamąsias dalis – pinigų ir vertybinių popierių rinkas, atlikau struktūrinę analizę, nustatydamas santykinę sudedamųjų dalių svorį, trumpai apibūdinau kiekvieną iš sudedamųjų dalių bei

palyginau su teoriniais apibendrintais teiginiais apie optimalią ar dažniausiai pasitaikančią situaciją tarptautinėje praktikoje. Laikantis prielaidos, kad Lietuva tik seka išsivysčiusiomis rinkomis, tai leis nustatyti Lietuvos finansų rinkos brandos lygį tarptautiniame kontekste.

Svarbu ne tik pamatyti bendrą bei detalų obligacijos rinkos vaizdą, bet ir suvokti jį lemiančius veiksnius. Vienokią ar kitokią obligacijų rinkos būklę lemia eilė veiksnių: makroekonominių, mikroekonominių, politinių, sociokultūrinių, teisinių. Visų aukščiau išvardintų aspektų analizė ir palyginamoji analizė leido nustatyti esminius skirtumus tarp Lietuvos ir gerųjų pavyzdžių bei teorinių rinkų bei spręsti, ką reikia padaryti, kad Lietuva priartėtų prie pageidaujamo modelio.

3. OBLIGACIJŲ RINKOS PLĖTROS KRYPTYS LIETUVOJE

3.1. Atskirų šalių obligacijų rinkos analizė

2010 metais pasaulinės nuosavybės vertybinių popierių rinkos kapitalizacija buvo 55 trilijonai JAV dolerių (trln. USD arba 10^{12} USD). Obligacijų rinka tais pačiais metais sudarė 66,335 trln. USD. Obligacijų dalis visoje vertybinių popierių rinkoje sudarė 55 proc. Visa pasaulio skolinto kapitalo rinka sudarė 93 trln. USD, tame skaičiuje obligacijos sudarė net 71 proc. JAV atitinkamai akcijų rinka sudarė 21 trln. USD arba 36 proc. vertybinių popierių rinkos, o obligacijų rinka 37 trln. USD arba 64 proc. vertybinių popierių rinkos (Global Bond Market, 2011; Pasaulio rinkų statistika, 2011).

Santykis tarp VVP ir bendrovių obligacijų pavaizduotas 4 lentelėje.

4 lentelė. VVP ir bendrovių obligacijų dalis obligacijų rinkoje

Obligacijų grupė	Pasaulis	JAV	Pasaulis	JAV
VVP	37,874	10,746	57%	43%
Bendrovių obligacijos	28,461	14,412	43%	57%
Viso:	66,335	25,158	100%	100%

Šaltinis: sudaryta pagal Global Bond Market, 2011

Kaip matome, JAV stipriau išvystytas privatus obligacijų sektorius, tuo tarpu vertinant pasaulinę rinką, VVP turi šiek tiek didesnę svorį.

Pagal savo apimtis, apyvartoje esančių instrumentų kiekį ir įvairovę reikšmingiausia yra JAV obligacijų rinka. Rinkos aktyvumas pavydėtinas. 2010 metais obligacijų rinkos likvidumas sudarė 12 kartų (Global Bond Market, 2011; Obligacijų vaidmuo JAV, 2012). 5 lentelėje pateikiame kai kuriuos svarbius JAV finansinius rodiklius.

5 lentelė. VVP ir bendrovių obligacijų dalis obligacijų rinkoje

Rodikliai	2008	2009	2010	2011
Valstybės skola / BVP, proc.	55,5	67,7	77	-
ESD / BVP	-4,8	-2,7	-3,3	-3,2
Infliacija, proc.	2,2	1,3	0,7	2,2
bankų palūkanų norma, proc.	5,1	3,3	3,3	3,3

Šaltinis: sudaryta pagal Pasaulio valstybių makroekonominiai rodikliai, 2012

Rodikliai atskleidžia pasaulinės krizės įtaką JAV. Nors einamosios sąskaitos deficito santykis su BVP šiek tiek sumažėjo, valstybės skolos santykis su BVP nuolat auga ir 2010 metais sudarė net 77 proc.

Priklausomai nuo skolinimosi trukmės obligacijų palūkanų norma JAV svyruoja nuo 0,84 iki 3,19 proc. VVP ir 2,78 – 5,69 proc. bendrovių obligacijų. Taigi, rinka gan konkurencinga bankinių paskolų požiūriu ir infliacijos požiūriu (ypač bendrovių) (JAV palūkanų normos, 2013).

Atskirai aptarsime JAV municipalinių vertybinių popierių rinką. 2007 metų pradžioje apyvartoje buvo municipalinių vertybinių popierių už 4,3 trln. \$, kas sudarė 16% BVP, apie 40% federalinio išdo vertybinių popierių apimties ir apie 65% korporacinių skolinių įsipareigojimų rinkos apimties. Šis faktas visų pirma susijęs su istoriniais valstybinės santvarkos organizacijos ypatumais ir su tradiciškai vertybinių popierių rinkos lyderio vaidmeniu tarp kitų kapitalo perskirstymo mechanizmų (Temel, 2001).

Iki pat pilietinio karo tarp Pietų ir Šiaurės (1861-1865 m.) pabaigos JAV buvo decentralizuota valstybė, sukurta politinės sąjungos pagrindu tarp valstijų, kurios buvo pusiau nepriklausomos valstybės, turinčios plačius įgaliojimus: piniginių ženklų emisijos teisę, mokestinės politikos formavimo teisę ir t.t. Valstybės valdymo centralizavimo stiprėjimas prasidėjo XIX amžiaus pabaigoje – XX amžiaus pradžioje lygiagrečiai su kapitalo ir gamybos koncentracijos procesu.

Valstybės valdymo centralizacijos katalizatoriumi tapo 1929-1933 metų ekonominė krizė, kurios metu valstijos ir vietinės valdžios organai pademonstravo negebėjimą savarankiškai susitvarkyti su socialiniais ir ekonominiais sunkumais: Didžiosios depresijos metais bankrutavo 4600 municipalitetų.

Federalinės valdžios centralizavimo procesas tęsėsi ir antro pasaulinio karo metais: tuo metu JAV kongresas priėmė eilę įstatymų laikinai draudžiančių valstijoms ir municipalitetams leisti skolos vertybinius popierius ir viršyti nustatytą išlaidų limitą. Karo metu federalinių išlaidų dalis bendrame valstybės biudžete išaugo nuo 51,8% 1940 metais iki 90,4% 1945 metais. Tik po Antrojo pasaulinio karo atsirado tendencija plėsti vietinių valdžios organų įgaliojimus. Iki karinės proporcijos nebuvo atstatytos, tačiau vietinės biudžetinės išlaidos augo ir per 30 pokario metų išaugo 4,3 kartus, 1976 metais pasiekusios 11,3 mlrd. \$.

Nuo 1970-ųjų metų prasidėjo aktyvus municipalinių vertybinių popierių rinkos augimas. Šį procesą skatino specialaus organo – Municipalinių vertybinių popierių reguliavimo valdybos (*Municipal Securities Regulatory Board, MSRB*), įsteigtos 1975 metais, veiklos pradžia. MSRB negavo kontrolės ar priverstinės valdžios municipalinių vertybinių popierių emitentų atžvilgiu ir veikė kaip savireguliuojanti brokerių ir dilerių, dirbančių su fondiniais instrumentais, organizacija, turinti reguliavimo įgaliojimus. Iki to momento municipalinių vertybinių popierių rinka praktiškai buvo nereguliuojama: 1933 metų Vertybinių popierių įstatyme ir 1944 metų Biržų įstatyme buvo tik keletas nuostatų, liečiančių kovą su sukčiavimu.

Municipalinių obligacijų rinka nenumaldomai auga: nuo 1998 iki 2007 metų nominalia išraiška ji išaugo 5,8 kartus, nors municipalinių vertybinių popierių rinkos ir BVP santykis pasikeitė nežymiai – nuo 15% iki 16% (Moon, 2008).

JAV prie municipalinių vertybinių popierių priskiriami valstijų, apygardų, miestų, o taip pat mažesnių teritorinių vienetų - mokyklų apygardų, specialių rajonų - išleisti vertybiniai popieriai. Šiuo metu JAV yra apie 50 tūkst. municipalinių vertybinių popierių emitentų.

Municipalinės obligacijos laikomos didelio patikimumo skoliniu instrumentu, pagal investicinę kokybę nusileidžiančiu tik centrinės valdžios vertybiniams popieriams. Tačiau jos nelaikomos nerizikingais, jei nėra garantuotos centrinės valdžios. Tačiau XXI amžiaus pradžioje apytikriai 27 valstijos-skolininkės turėjo aukščiausią reitingą. Patį žemiausią reitingą tarp valstijų – Baa ir Baa1 – turėjo Luizianos ir Masačusetso valstijos.

Investuotojai, vyraujantys municipalinių vertybinių popierių rinkoje – tai fiziniai asmenys, bankai, draudimo kompanijos (6 lentelė), Individualių investuotojų dalis municipalinių vertybinių popierių rinkoje mažėjo, tačiau 1981 metais trendas pakeitė kryptį. Individualūs investuotojai dabar yra stambiausi municipalinių obligacijų savininkai.

6 lentelė. JAV municipalinių vertybinių popierių rinka 1992-2007 metais, mlrd. dol.

Metai	Fiziniai asmenys		Bankai		Draudimo kompanijos		Kiti	
	mlrd. \$	%	mlrd. \$	%	mlrd. \$	%	mlrd. \$	%
1992	46	31,9	70,2	48,6	17	11,8	11,1	7,7
1994	48,4	27,4	90	51	24,8	14,1	13,4	7,6
1996	62,2	29,9	101,1	48,6	30,7	14,7	14	6,7
1998	96,7	30,8	126,2	40,3	62,9	20,1	27,7	8,8
1990	108,8	29,8	148,8	40,7	80,5	22	27,3	7,5
1992	174,5	38,7	158,3	35,1	87	19,3	31,5	7
1994	267,1	47,3	174,6	30,9	84,7	15	38	6,7
1996	433,1	54,9	203,4	25,8	101,9	12,9	51,2	6,5
1998	611,1	65,1	151,6	16,1	134,1	14,3	42,6	4,5
2000	758,1	71,4	117,4	11,1	136,9	12,9	49,7	4,7
2002	850,5	75,2	103,2	9,1	126,8	11,2	51,1	4,5
2004	914,6	76,4	97,5	8,1	134,3	11,2	50,9	4,3
2006	963,3	76,6	99,4	7,9	138,3	11	56,8	4,5
2007	981,5	77,3	99,8	7,9	139,4	11	49,3	3,9

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Moon, 2008

Municipaliniai vertybiniai popieriai pagal skolos padengimo būdą skirstomi į bendrų įsipareigojimų obligacijas (*general obligation bonds*) ir pajamingas obligacijas (*revenue bonds*). Pirma

įsipareigojimų grupė užtikrinama emitento mokestiniu potencialu, o antra grupė – pajamomis iš finansuojamų emisijos sąskaita projektų eksploatacijos pajamų. Vienas iš esminių pokyčių rinkos struktūroje yra pajamingų obligacijų lyginamojo svorio augimas bendroje municipalinių skolinių įsipareigojimų apimtyje. Nuo 1992 iki 2007 metų pajamingų obligacijų dalis bendrame naujų emisijų skaičiuje padidėjo nuo 44% iki 69%. (Moon, 2008).

Bendro padengimo obligacijų padengimo sąlygos daro jas mažiau patrauklesnėmis. Susidarius sunkiai finansinei situacijai, siekiant likviduoti skolą obligacijų savininkams, emitentas turi teisę padidinti mokesčių normą ar praplėsti apmokestinimo bazę. Procentinė tokių obligacijų norma yra mažesnė, nei pajamingų, kadangi bendro padengimo obligacijos yra patikimesnės.

Daugelyje valstijų yra nustatyti apribojimai įsiskolinimo pagal bendro padengimo obligacijas apimtims. Be to emitentui reikia gauti vietinio įstatymų leidimo teises turinčio susirinkimo sankciją arba visuomenės palaikymą, surengus referendumą. Praktika rodo, kad daugiau nei 35% visų referendumų dėl obligacijų išleidimo rezultatai yra neigiami (Temel, 2001).

Skola pagal obligacijas išmokama arba iš pajamų, surenkamų mokesčių už objekto naudojimąsi, pavidalu, arba iš pajamų, gautų jį pardavus. Jei pasirodo, kad šių pajamų nepakanka, obligacijų savininkas negali reikalauti iš vyriausybės grąžinti pinigines lėšas. Tokių obligacijų rizikos mažinimą skatina griežtas piniginių srautų struktūros planavimas. Viso įmonės pajamos turi būti talpinamos pajamų fonde, iš kurio vėliau vyksta lėšų perskirstymas į specialius fondus: valdymo ir eksploatacijos, padengimo, skolos valdymo (rezervinį), modernizacijos, eksploatacijos (rezervinį) (Poterba, Rueben, 2006).

Papildoma pajamingų obligacijų savininkų teisių garantija yra jų išleidimo metu apiforminami trastiniai susitarimai. Be atskaitymų į anksčiau minėtus rezervinius fondus sumų apimčių į tokias sutartis įtraukiamos ir papildomos sąlygos, pavyzdžiui aptariama kaina už prekes ar paslaugas, kurias gamina įmonė ir kuri apskaičiuojama remiantis normatyviniais skolos aptarnavimo atskaitymais.

Trastinių susitarimų papildomos sąlygos gali numatyti ir turto išieškojimo sąlygą ir apibrėžti reikalavimų pagal obligacijas patenkinimo tvarką. Taip pat papildomos susitarimų nuostatos aptaria ir turto išsaugojimo patenkinamoje būklėje sąlygą, apskaitos tvarkymą ir revizijos atlikimą nepriklausoma auditorių kompanija.

Egzistuoja didelis skaičius įvairiausių pajamingų obligacijų. Priklausomai nuo investicijų krypties obligacijos gali būti užtikrinamos pajamomis iš:

- 1) oro uosto (*Airport Revenue Bonds*);
- 2) studentų paskolų (*Student Loan Revenue Bonds*);
- 3) ligoninių (*Hospital Revenue Bonds*);
- 4) šeimyninių ir daugiašeimių hipotekų (*Single-Family Mortgage Re-venue Bonds, Multifamily Revenue Bonds*);

- 5) pramoninio vystymosi (*Industrial Development Revenue Bonds*);
- 6) energijos tiekimo (*Public Power Revenue Bonds*);
- 7) mokamų kelių (*Toll Road and Gas Tax Revenue Bonds*);
- 8) vandentiekio ir kanalizacijos (*Water and Sewer Revenue Bonds*) ir t.t.

Be šių obligacijų paplito ir taip vadinamos hibridinės obligacijos (*Hybrid Bond Securities*). Procentų išmokėjimas ir obligacijų padengimas vykdomas pajamomis iš mokestinių pajamų, dalinai – pajamomis iš pastatytų mokamų objektų. Hibridinių obligacijų pavyzdžiais gali būti apdraustos obligacijos (*Insured Bonds*), obligacijos su banko garantija (*Bank-backed Bonds*), nuomos obligacijos (*Lease-backed Bonds*), moralinių įsipareigojimų obligacijos (*Moral Obligation Bonds*). Moralinių įsipareigojimų obligacijų išleidimas suteikia emitentui teisę kreiptis į valstijos įstatymų leidybos organą su prašymu išskirti finansinę pagalbą tuo susidarius metinių rezervų obligacijų aptarnavimo deficitui. Įstatymų leidybos organas, savo ruožtu, gali suteikti tokią pagalbą, nors pagal įstatymą jis to daryti neprivalo (Temel, 2001).

Periodiškai atsirandantis deficitas vietiniuose biudžetuose iškelia trumpalaikio skolinimosi būtinumą. Šias atvejais emituojami kreditiniai įsipareigojimai: laukiant mokesčių įplaukų (*tax anticipation notes – TANS*), laukiant pajamų (*revenue anticipation notes – RANS*) arba laukiant subsidijų (*grant anticipation notes – GANS*). Be to, eilėje atvejų išleidžiami kombinuoti kreditiniai įsipareigojimai (*combination tax and revenue anticipation notes – TRANS*), kurie padengiami iš dviejų šaltinių. Kitas kreditinių įsipareigojimų tikslas yra laikinas kapitalo struktūros pagerinimas laukiant ilgalaikių obligacijų išleidimo. Šiuo atveju emituojami trumpalaikiai kreditiniai įsipareigojimai, laukiant obligacijų išleidimo - *credit anticipation notes* (BANS) (Poterba, Rueben, 2006).

Apibendrinant galima pasakyti, kad municipalinių obligacijų rinka yra svarbus JAV vertybinių popierių rinkos sektorius, pagal apimtį suliginamas su akcijų ir valstybinių skolinių įsipareigojimų rinkomis. JAV municipalinių obligacijų rinkos unikalumas yra tame, kad ši rinka funkcionuoja pagal taisykles, kurias nustato patys rinkos dalyviai, po organo, veikiančio savireguliuojančios organizacijos teisėmis MRSB, vėliava. Reikia pažymėti, kad valstybės kišimasis į šios rinkos reguliavimą yra minimalus ir, kaip rodo istorija, stiprėja tik kraštutinio būtinumo atvejais, ekonominio nuosmukio periodais. Lanksti skolinimosi proceso kontrolės sistema ir didelis municipalitetų, kaip ūkinės veiklos subjektų, savarankiškumo laipsnis apsprendžia skolinimosi efektyvumą.

Vakarų Europos šalyse vietinių obligacinių skolinimūsi, kaip finansavimo šaltinių, vaidmuo yra ne toks reikšmingas kaip JAV. Tarp bendrų Europos municipalinių skolinimosi rinkų bruožų galima išskirti keletą.

Visų pirma, municipalinių obligacijų rinkos pagal savo apimtį nesulyginamos su analogišku JAV rinkos sektoriumi. Taip pat nėra aiškios priklausomybės tarp municipalinių skolinimūsi apimčių

nuo šalies valstybinės santvarkos. Duomenys apie municipalinių obligacijų dalį bendroje obligacijų rinkos apimtyje pateiktos 7 lentelėje.

7 lentelė. Europos šalių municipalinių obligacijų dalis bendroje obligacijų rinkos apimtyje, %

Šalis	Obligacijų dalis (%)
Austrija	1,8
Didžioji Britanija	0,2
Vokietija	22,3
Danija	1
Nyderlandai	0,8
Norvegija	13,9
Prancūzija	0,8
Čekija	1,2
Švedija	0,3
Šveicarija	8,6

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Hagen, Schuknecht, 2011

Labiausiai išvystyta municipalinių skolinimūsi rinka Europoje yra Vokietijos rinka – šalies, kur emitentai yra žemės, rajonai ir municipalitetai. Stabilus municipalinių skolinimūsi rinkos augimas pastebimas nuo 80-ųjų pabaigos. Tuo pačiu, skolinimūsi apimtys didele dalimi susietos su Vokietijų susivienijimu. Vokietijos rinkos ypatumas yra tai, kad prie municipalinių skolinių įsipareigojimų čia priskiria ir *Schuldscheine* – paskolos raštelius, kurie yra perduodami vekseliai, jų apyvarta vyksta ne biržos rinkoje. Šie instrumentai yra populiarūs tarp investuotojų, nes jiems negalioja didelis apribojimų kiekis, kuris galioja municipalinėms obligacijoms (Poterbaa, Rueben, 2001).

Antra, Europos šalyse municipalinių obligacijų rinkos reguliavimas yra labiau centralizuotas, nei JAV. Didžiojoje Britanijoje kiekvieno municipaliteto skolinimūsi bendra apimtis kontroliuoja centras. Vokietijoje ir Prancūzijoje municipalitetai turi teisę skolintis be atitinkamo centrinės valdžios sutikimo, tačiau laikantis tam tikrų taisyklių, nustatytų veikiančiais įstatymais, kurie numato, kad skolinimūsi kryptis privalo būti investicinė. Didžiausią savarankiškumą apgrendžiant klausimą apie skolinimūsi gavo Šveicarijos vietos valdžios organai (Escuela, 2001).

Trečia, į daugelio Europos valstybių sudėtį įeina didelis skaičius administracinių-teritorinių vienetų, turinčių savo regioninį ar vietinį biudžetą ir turinčių didesnę ar mažesnę savarankiškumą nuspręsti savo skolinimūsi politiką. Tačiau teise emituoti obligacijas naudojasi toli gražu ne visi municipalitetai. Pavyzdžiui, Švedijoje emitentais tapo 6 didžiausi miestai ir vietinės Stokholmo rajono

valdžios. Smulkesni municipalitetai turi netiesioginę prieigą į obligacijų rinką per tarmunicipalinę finansinę korporaciją - *Kommuninvest i Sverige AB*, kuri šiuo metu atstovauja 2 apygardas ir daugiau nei 70 municipalitetų, kur gyvena apie 25% šalies gyventojų.

Danijoje municipaliniai vertybiniai popierius vietos valdžios organai emituoja ne tiesiogiai, o dalyvaujant asociacijai *KommuneKredit* – specializuotas hipotekos institutas, suteikiantis paskolas vietos valdžios organams ir kompanijoms, turinčioms municipalines garantijas. Šios asociacijos nariais yra vietos valdžios organai, solidariai ir atskirai atsakingos už visuminius skolinius įsipareigojimus. Panašus municipalitetų susivienijimas suteikia galimybę smulkiems skolininkams apjungti planuojamas emisijas į vieną instrumentą ir tokiu būdu sumažinti paskolos aptarnavimo sąnaudas (Poterbaa, Rueben, 2001).

Didžiojoje Britanijoje 1994 metai pirmą kartą buvo panaudotas taip vadinamas „klubinis sandoris“ – vienas iš municipalinių įsiskolinimų likvidumo didinimo būdas: trys smulkūs municipaliniai vienetai susijungė, kad įvykdyti vieningą emisiją, kurios tikslas buvo patenkinti bendrą skolinių lėšų poreikį. Panašios kolektyvinės emisijos vykdomos ir Portugalijoje.

Nežiūrint į tai, kad Europos municipalitetai naudoja tam tikras paskolų likvidumo didinimo metodus, municipalinės obligacijos neturi išvystytos antrinės rinkos. Didelę emisijų dalį išperka stambūs investuotojai, kurie laiko obligacijas savo portfelyje iki padengimo termino pabaigos.

Galima išskirti pagrindines tokio didelio Amerikos ir Europos municipalinių obligacijų rinkos priežastis (von Hagen, Schuknecht, 2011).

Pirma, JAV vertybinių popierių rinka tradiciškai yra didelė: jai priklauso 50% pasaulio obligacinių įsiskolinimų. Be to, istoriškai vertybinių popierių rinkos, kaip kapitalo perskirstymo instrumento, reikšmė JAV visada buvo didesnė, nei kitose šalyse. Dėl to visai logiška, kad JAV yra lyderė naujų finansinių mechanizmų kūrime.

Daugelyje Europos šalių tarp finansavimo šaltinių tradiciškai yra didelė bankų kapitalo dalis. Ryšium su tuo municipalinių obligacijų reikšmė nėra toks svarbus Europos vietinės valdžios organams. Prancūzijoje skolintos lėšos sudaro 32-35% bendrų vietinių biudžetų pajamų, o iš jų 90% yra bankų kreditai. Be to, eilėje Europos valstybių yra alternatyvūs papildomų finansavimo išteklių šaltiniai. Pavyzdžiui, Didžiojoje Britanijoje, vietinės valdžios organai turi galimybę pritraukti lėšas pagal minimalias normas ilgiems laiko periodams per specialiai tam sukurtą Viešų paskolų valdybą (*Public Works Loan Board, PWLB*).

Antra, skirtingai nei JAV, daugelyje Europos šalių (išskyrus Didžiąją Britaniją, kur, kaip ir JAV, naudoja anglosaksiška sistema) santykiai tarp centrinės ir vietinės valdžios remiasi kontinentine, arba mišria (vokiška) vietos savivaldos organizacijos sistema. Ryšium su tuo tiesioginis ar netiesioginis centrinės valdžios kišimasis į vietos valdžios organų reikalus Europos šalyse vaidina svarbesnį vaidmenį, nei JAV.

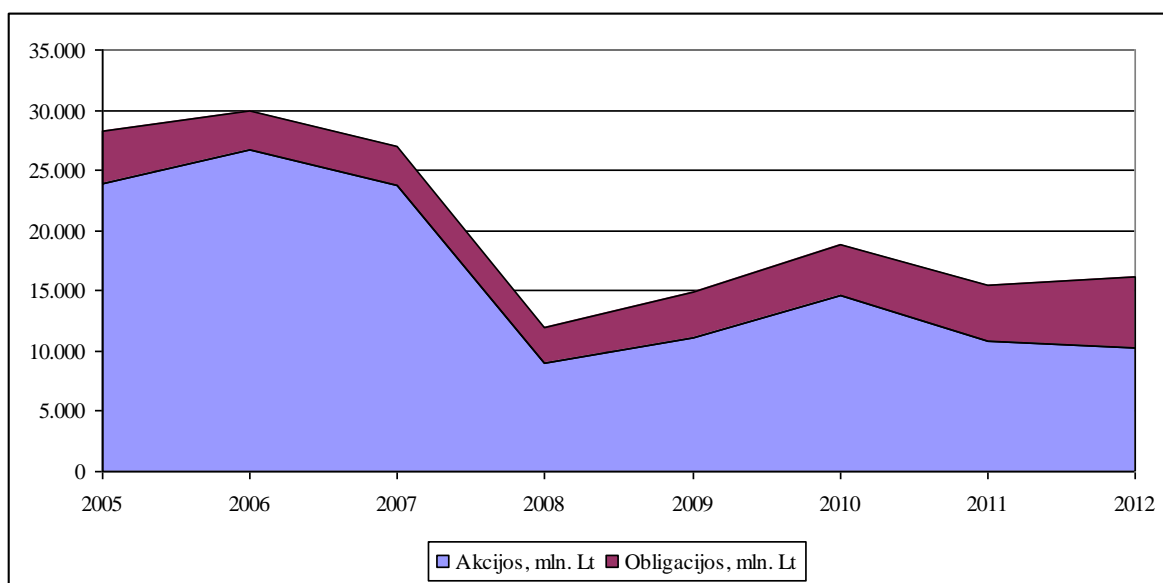
Kadangi pagrindines municipalitetų finansinės politikos kryptis Didžiojoje Britanijoje šiuo metu apsprendžia federalinė valdžia, o šios kryptys turi skatinti stabilumą valstybės finansų srityje, tai galima kalbėti apie laipsnišką Didžiosios Britanijos vietos savivaldos sistemos suartėjimą su kitų Europos šalių sistemomis, kas atsiliepia ir skolinimosi politikai.

Trečia, Europos šalyse nėra lengvatinio municipalinių obligacijų apmokestinimo praktikos, kas šį rinkos sektorių daro patraukliu JAV investuotojams.

Apibendrinant galima pasakyti, kad Europos municipalinių obligacijų rinkos pagal daugelį parametų nusileidžia amerikietiška, iš to negalima padaryti išvados apie tai, kad Europos municipalitetų veikla nėra efektyvi: priešingai, esant aukštam skolinto kapitalo santykiui su nuosavomis biudžeto pajamomis Europos miestai turi ne mažesnius kredito reitingus, nei JAV municipalitetai.

3.2. Lietuvos obligacijų rinkos analizė

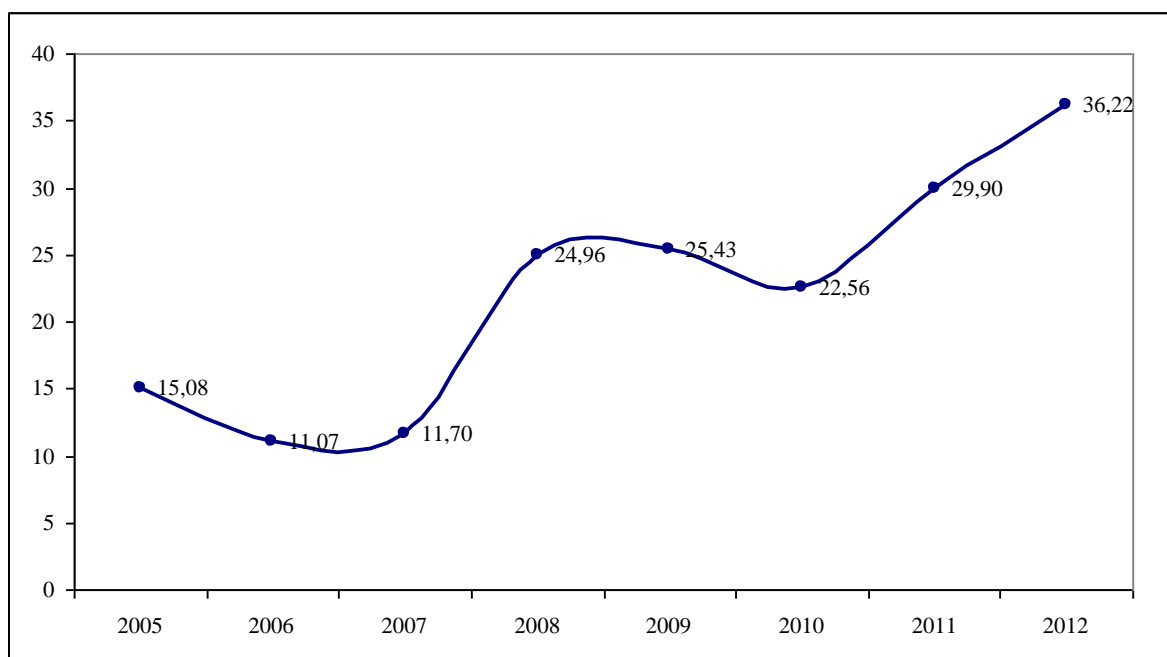
2012 m. pabaigoje Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacija buvo 16,2 mlrd. Lt. Obligacijos sudarė 36,22 proc. visos VP rinkos.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013

5 pav. VP rinkos kapitalizacija, mln. Lt

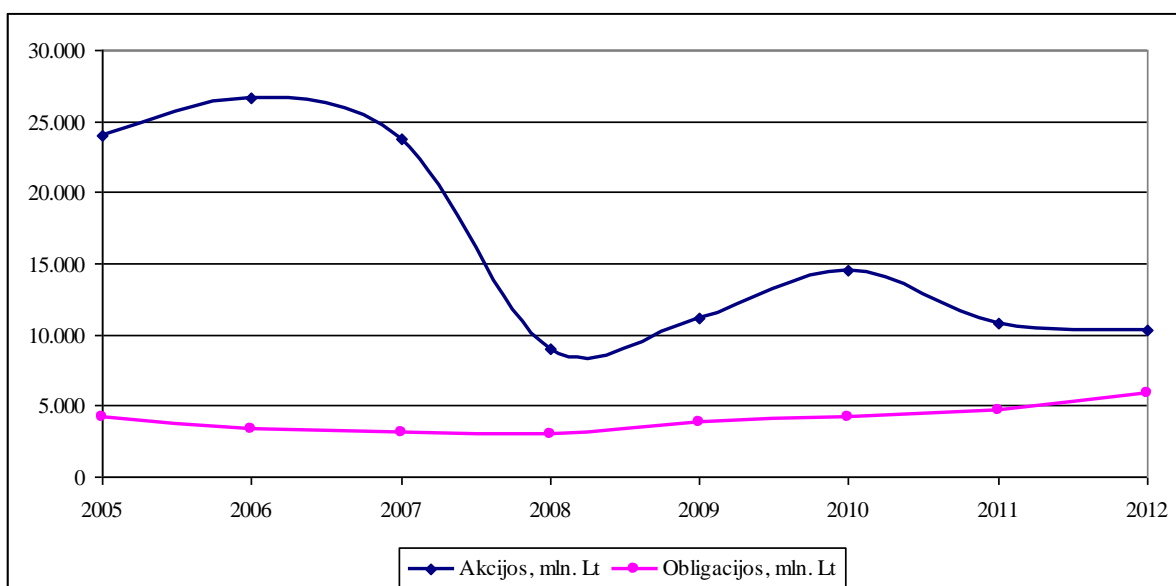
VP rinkos kapitalizacijos dinamika (žr. 5 pav.) 2005 – 2012 metais atskleidžia rinkos pokyčius ekonominio pakilimo ir krizės (nuo 2008 m.) metais. Pikas buvo 2006 metais, kuomet rinkos kapitalizacija sudarė 30 mlrd. Lt, tačiau tai buvo ir mažiausios obligacijų rinkos įtakos VP rinkai metai – obligacijos tesudarė 11,07 proc. visos VP rinkos kapitalizacijos (žr. 6 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013

6 pav. Obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje, proc.

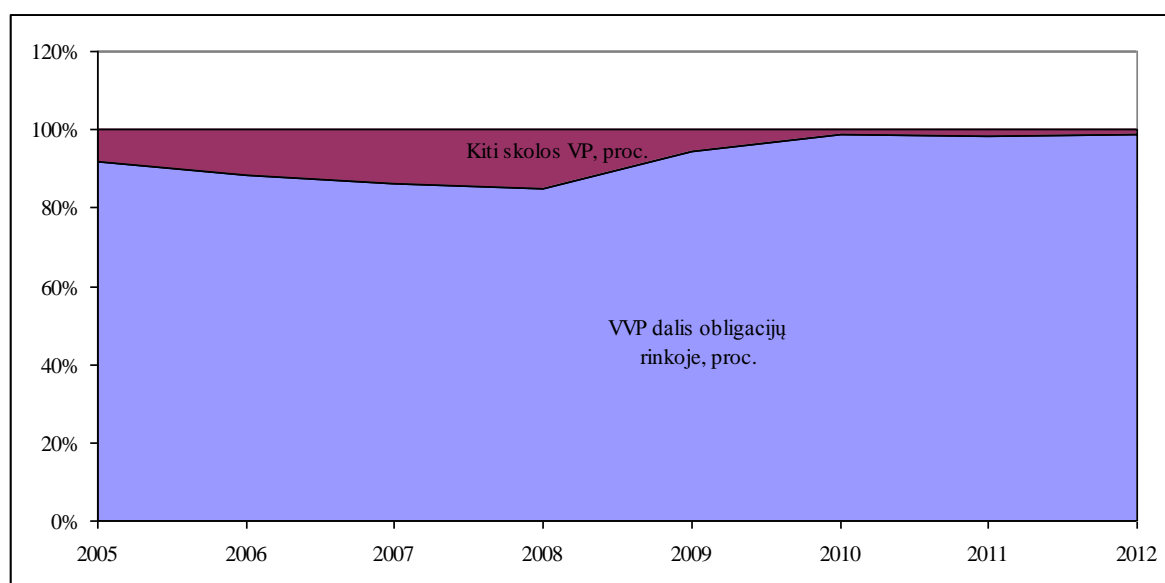
Analizuojant obligacijų rinkos dalį vertybinių popierių rinkoje (žr. 6 pav.) nuo 2006 metų pastebime nuolatinį obligacijų rinkos dalies augimą. Tačiau bendra 5 – 6 grafikų analizė atskleidžia to priežastį – drastišką akcijų rinkos nuosmukį 2008 metais, kuomet nuosavybės vertybinių popierių kapitalizacija dėl investuotojų neigiamų lūkesčių Lietuvos rinkos atžvilgiu sumažėjo 62 proc. (nuo 23,8 iki 9 mlrd. Lt). Realią situaciją atskleidžia atskirų VP rinkos dalių dinamika absoliučia pinigine išraiška (žr. 7 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013

7 pav. VP rinkos kapitalizacija, mln. Lt

7 pav. pateikti duomenų analizė rodo, jog 2008 metais ženklų obligacijų rinkos dalies padidėjimą lėmė išimtinai akcijų rinkos griūtis, nes ir pačių obligacijų kapitalizacija smuktelėjo 5 proc. (nuo 3,15 mlrd. Lt 2007 m. pab. iki 2,995 mlrd. Lt 2008 m. pab.). Vėlesniais metais obligacijų rinkos augimo tempai pralenkė akcijų, tad nuolat didėjo jos dalis bandančioje atsigausti VP rinkoje. Išimtis – 2010 metai, kai staigus akcijų kursų šoktelėjimas (įkvėptas kalbų apie krizės baigtį) vėl sumažino obligacijų rinkos dalį. Tačiau obligacijų kapitalizacijos kreivė rodo, jog pati obligacijų rinka nuosekliai augo nuo pat 2009 metų. Nuo 2008 metų pabaigos iki 2012 metų pabaigos obligacijų kapitalizacija ūgtelėjo 96 proc. Kokia šio augimo priežastis? Ją atskleidžia 8 paveikslas.

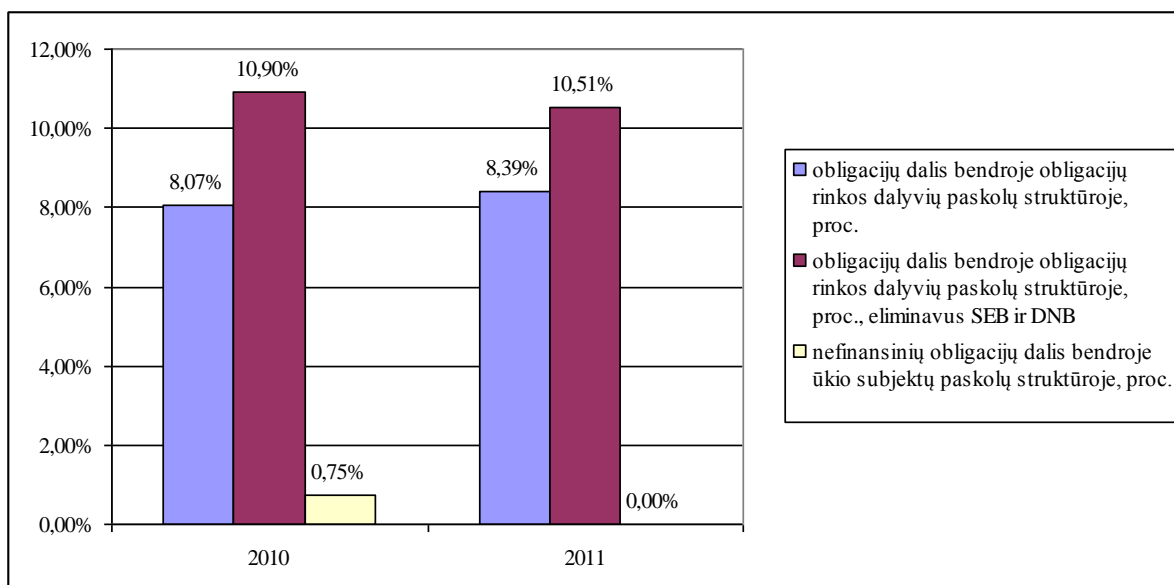


Šaltinis: sudaryta autorės pagal skolos vertybinių popierių emisijos, 2013 (Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas)

8 pav. Obligacijų rinkos struktūra, proc.

Obligacijų rinkos augimas vyko dėka aktyvesnio valstybės skolinimosi. Atvirų emisijų VVP vertė 2009 – 2012 m. išaugo 2,3 karto (nuo 2,55 iki 5,8 mlrd. Lt), tuo tarpu privataus sektoriaus finansinių ir nefinansinių institucijų vertė sumažėjo 6,4 karto (nuo 0,45 iki 0,07 mlrd. Lt). Dėl šių priežasčių VVP rinkos dalis išaugo nuo 85 iki 99 proc. Galime konstatuoti faktą, kad Lietuvos obligacijų rinkoje triuškinančiai dominuoja VVP ir ne per drąsu būtų teigti, kad rinka gyvuoja tik dėka Vyriausybės skolinimosi vidaus rinkoje.

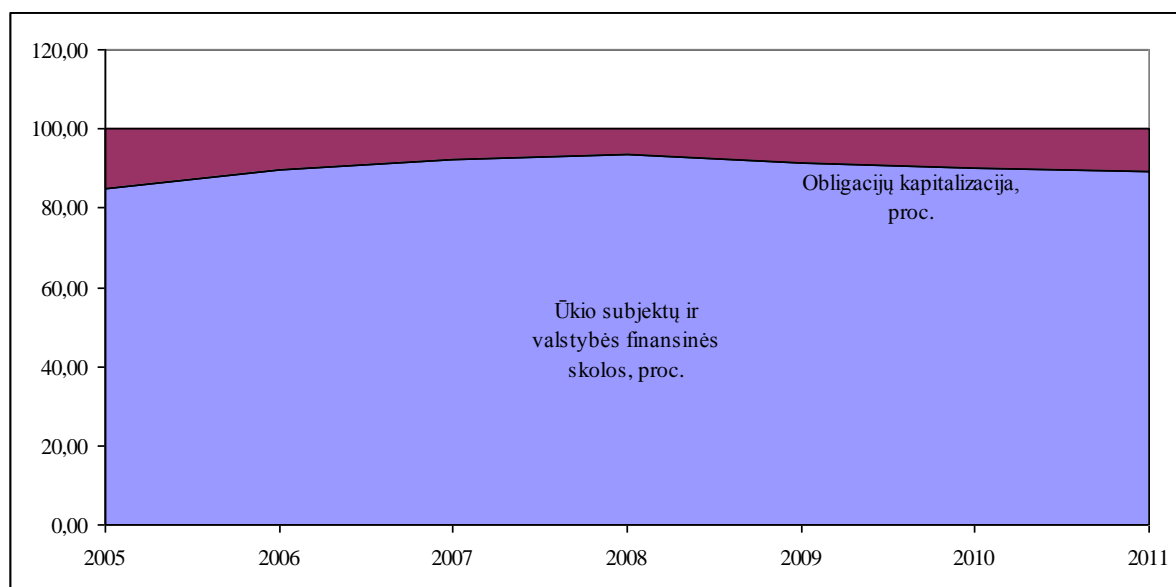
Kitas klausimas – ar bendrovės taip menkai dalyvauja vidaus obligacijų rinkoje dėl menkų investicinių mastų ir / arba didelių nuosavų išteklių, ar skolinasi kitose finansų rinkose? Atsakymą duoda 9 paveikslas.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Emitentų finansinės ataskaitos, 2013; Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013

9 pav. Obligacijų dalis bendroje vertybinių popierių rinkos dalyvių skoloje, proc.

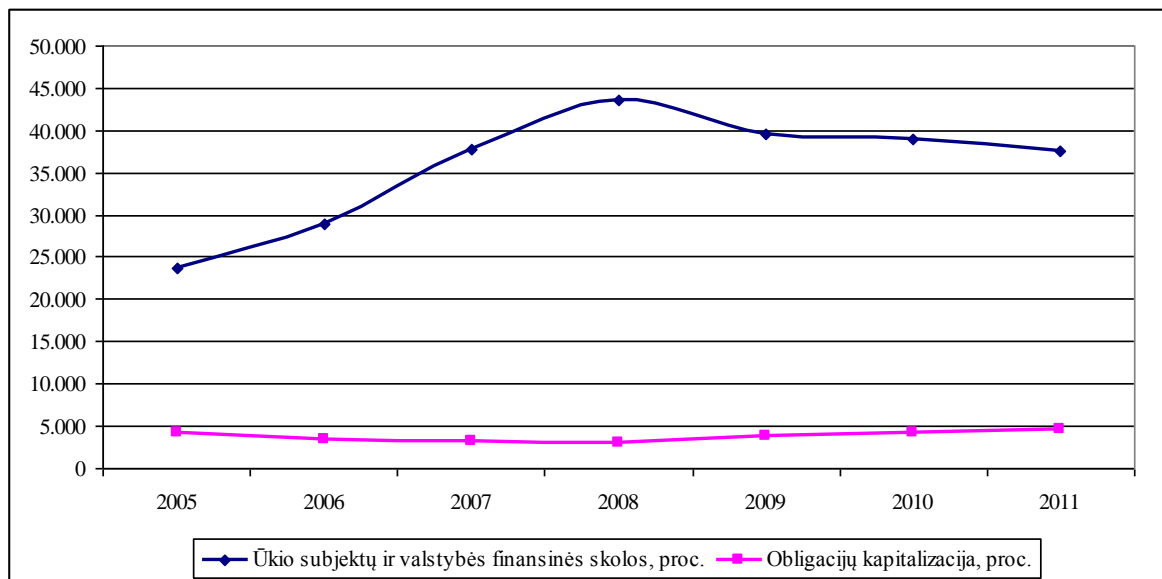
Šiuo atveju viduriniai stulpeliai rodo iš esmės rodo, kokią valstybės skolos dalį, sudaro vidaus rinkoje parduoti VVP. Tai viso labo 10 – 11 proc. visos valstybės skolos! Bendrovių, eliminavus du stambesnius obligacijų rinkos dalyvius ir didžiausius švediško kapitalo bankus Lietuvoje, paskolos obligacijų rinkoje sudaro visiškai niekinę dalį jų bendroje finansinių skolų sumoje (0 – 0,75 proc.!). Taigi, bendrovės skolinasi, bet ne obligacijų rinkoje. 10 paveikslas parodo pagrindinį finansavimo šaltinį.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013, Bankų statistikos metraštis, 2012

10 pav. Valstybės ir ūkio subjektų paskolų krepšelis, proc.

Kaip matome 10 pav., bankų sistemos paskolos per visą nagrinėjamą laikotarpį sudarė daugiau nei 85 - 93 proc. skolinto kapitalo rinkos.

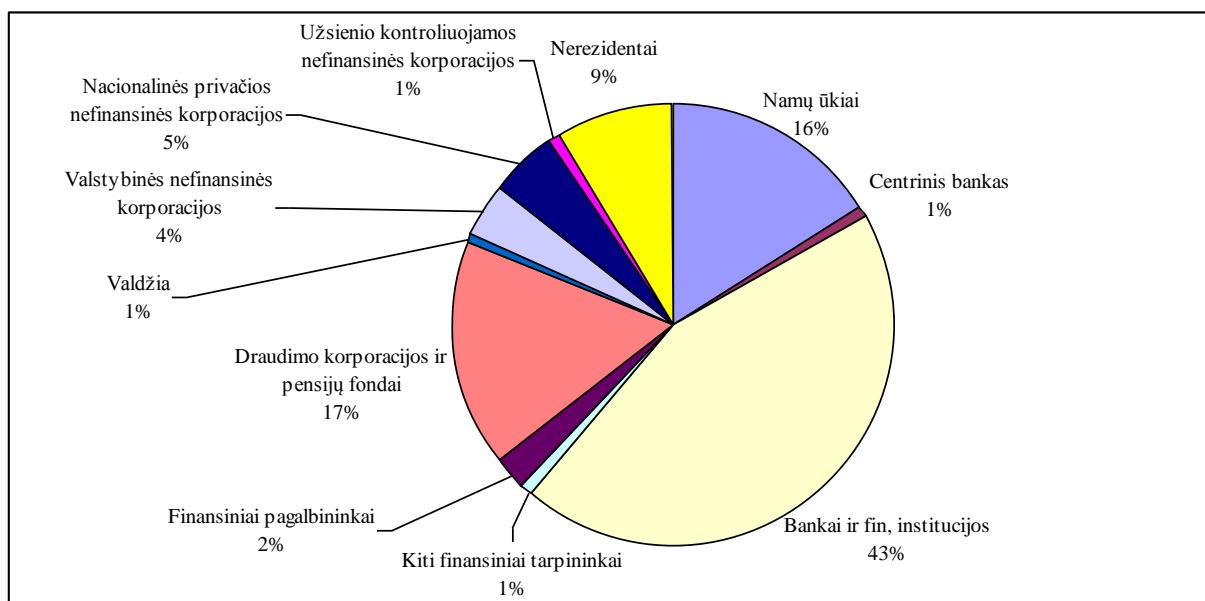


Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013, Bankų statistikos metraštis, 2012

11 pav. Obligacijų rinkos ir bankų paskolų rinkos dinamika, mln. Lt

Tiesa, nuo 2009 metų pradžios obligacijų rinka augo, o bankų paskolų – traukėsi (žr. 11 pav.), tačiau obligacijų rinkų augimas vyko tik dėl VVP.

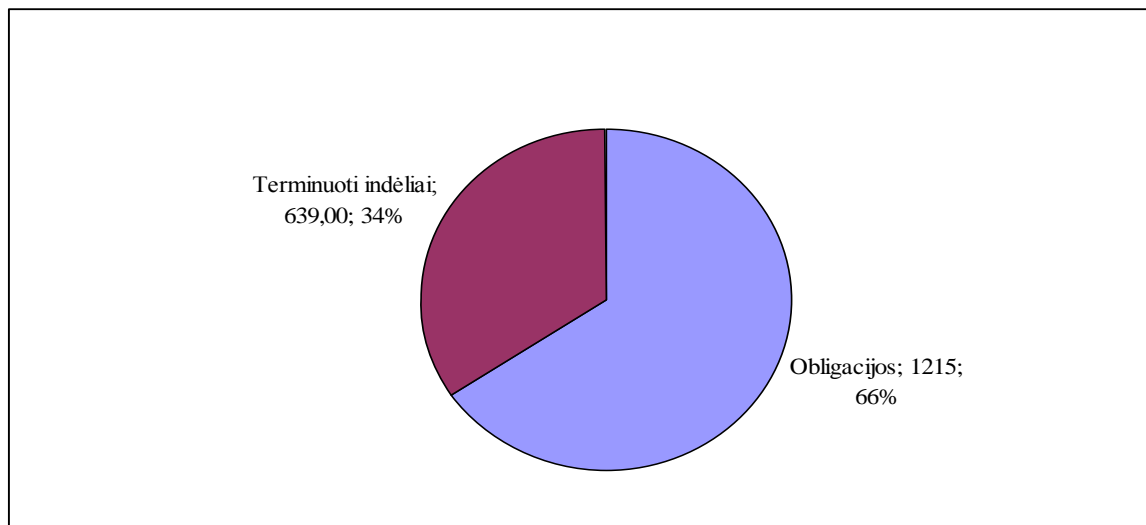
Kadangi vienas svarbių obligacijų rinkos išsivystymo požymių yra aktyvus namų ūkių dalyvavimas rinkoje, paanalizuosime, kokią reikšmę namų ūkiai turi Lietuvos rinkoje (žr. 12 pav.).



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūra (Depozitoriumas), 2013

12 pav. Obligacijų savininkų struktūra

Matome, jog vidaus rinkoje namų ūkių dalis tesudaro 16 proc. (žr. 12 pav.). Kas lemia tokį menką jų aktyvumą – menkas finansinis pajėgumas, ar kitos pinigų saugojimo alternatyvos?

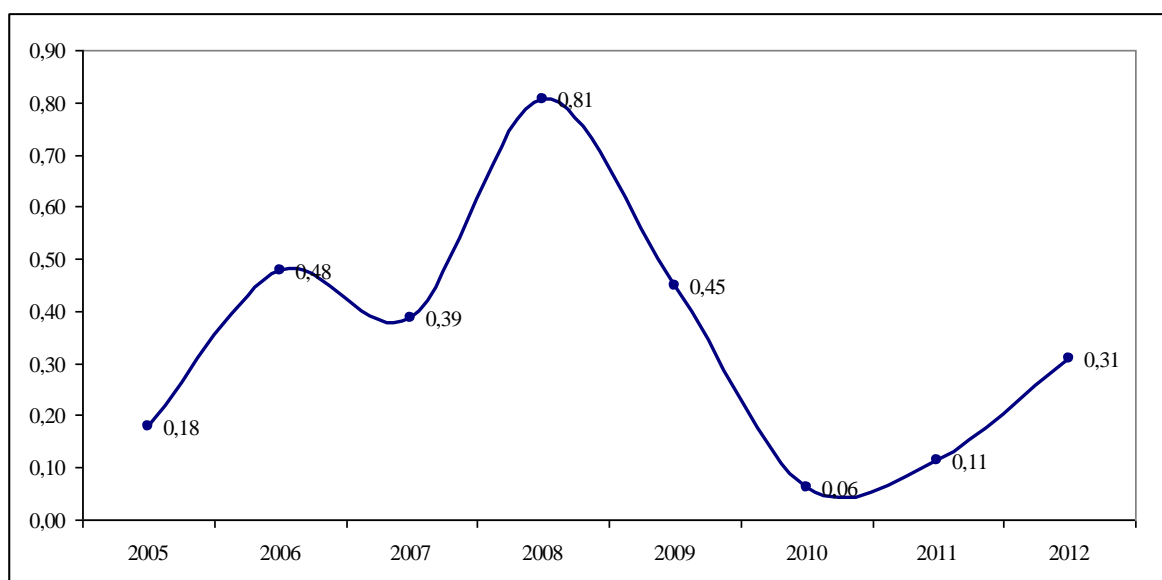


Šaltinis: sudaryta autorės pagal Investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūra (Depozitoriumas). 2013, Bankų statistikos metraštis, 2012

13 pav. Namų ūkių santaupų struktūra, mln. Lt ir proc. (2012.12.31)

Palyginimui paėmėme namų ūkių indėlius su terminu virš dviejų metų ir namų ūkių obligacijas. Matome, kad šioje sumoje obligacijos sudaro 66 procentus (žr. 13 pav.). Taigi, net jei visas ilgalaikes santaupas namų ūkiai investuotų į obligacijas, jų dalis obligacijų rinkoje padidėtų iki 23 proc. Bendra terminuotų indėlių suma, namų ūkių laikoma bankuose, yra ženkliai didesnė ir sudaro 14,8 mlrd. Lt, tačiau didžioji jų dalis – indėliai iki vieno mėnesio. Tai liudija apie aukštą namų ūkių išlaidų lygį ir menką ilgo laikotarpio investicinį pajėgumą.

Rinkos likvidumą iliustruoja grafikas 14 paveiksle.

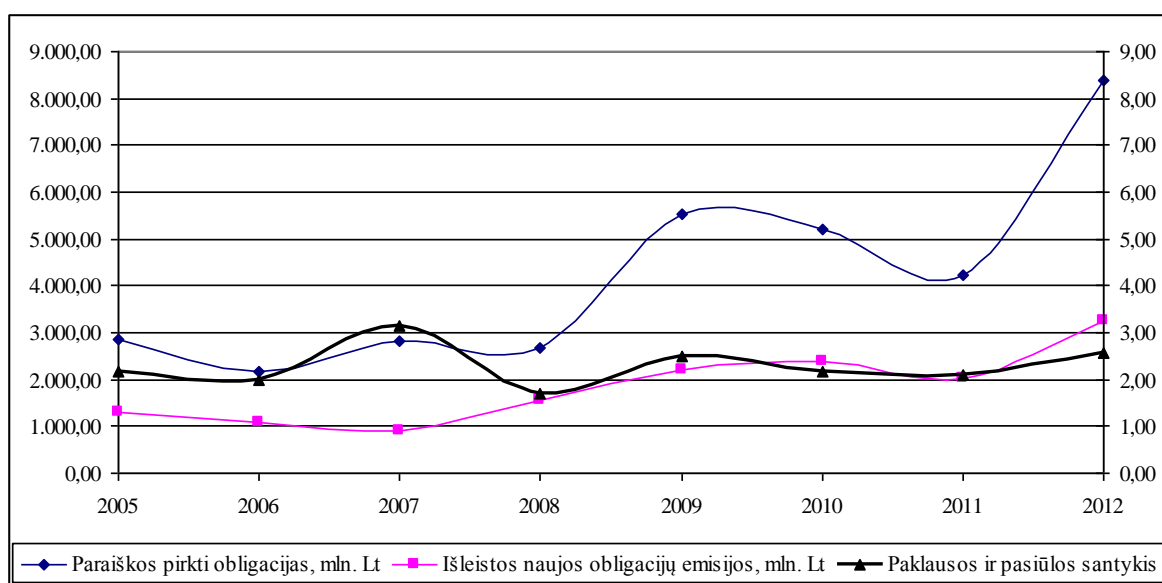


Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013, Vertybinių popierių prekybos statistika, 2013

14 pav. Obligacijų rinkos likvidumas, kartais

Lyginant su JAV rodikliu, toks likvidumas yra nulinis (žr. 14 pav.). Tačiau tam yra savos priežastys. Iš esmės tokį antrinės rinkos pasyvumą lemia VVP ir stambių VVP pirkėjų, kurie įsigyja VVP savo VP portfelių formavimui ir stabiliam pelnui užsitikrinti, dominavimas. 63 proc. vidaus rinkoje išleistų VVP priklauso finansinėms institucijoms (žr. 12 pav.).

Vienintelis teigiamas rodiklis yra rinkos patrauklumas (15 pav.). Vėlgi, tai iš esmės VVP patrauklumas investuotojams, kadangi kiti emitentai sudaro tik 1 proc. obligacijų rinkos.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal VVP aukcionai biržoje, 2013

15 pav. Obligacijų rinkos patrauklumas, kartais

Remdamasi gerųjų praktikų pavyzdžiais, Lietuvos respublikos Valstybės kontrolės institucija rekomenduoja, kad VVP paklausos ir pasiūlos santykis sudarytų ne mažiau dviejų (Valstybės audito ataskaita, 2011). 15 paveiksle matome, jog mažiau dviejų šis santykis buvo tik kartą per 8 metus – įžymiaisiais 2008.

Apibendrinami obligacijų rinkos analizę, gauname įvertinimą, apskaičiuotą 8 lentelėje.

8 lentelė. Lietuvos obligacijų rinkos įvertinimas

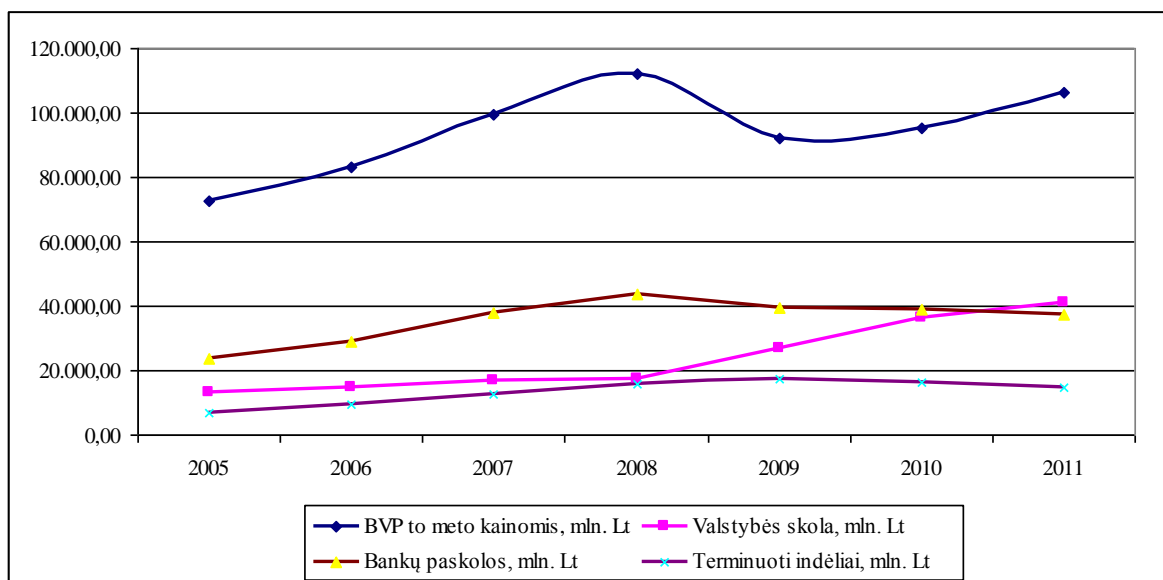
Eil. nr.	Rodiklių sąrašas	Siektinas rodiklis	Lietuva	Brandos lygis pagal konkretų rodiklį	Rodiklio svoris koeficiente	Rodiklio įvertis bendrajame brandos koeficiente
1	Obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje (rodo rinkos stabilumą)	60%	36%	0,6	0,1	0,06
2	Įmonių obligacijų dalis obligacijų rinkoje	50%	1%	0,0	0,2	0,00
3	VP dalyvių paskolų rinkos struktūra	50%	8%	0,2	0,1	0,02
4	Namų ūkių turimų obligacijų dalis obligacijų rinkoje	75%	37%	0,5	0,1	0,05
5	Obligacijų ir bendro paskolų portfelio santykis	71%	11%	0,2	0,1	0,02
6	Obligacijų rinkos likvidumas	12	0,31	0,0	0,2	0,01
7	Rinkos patrauklumas	2,56	2,56	1,0	0,2	0,20
	Viso:				1	0,35

Šaltinis: sudaryta autorės

Matome, jog remiantis išvystytų rinkų pavyzdžiais (rodikliai palyginimui paimti iš 3.1. poskyrio), Lietuvos obligacijų rinka gauna neigiamą įvertinimą. Surangavus ir įvertinus visus nagrinėtus rodiklius, iš vieno galimo balo surinkta tik 0,35, tai yra rinka išvystyta 35 proc. norimo pajėgumo. Prasčiausia situacija su rinkos stabilumu dėl menko įmonių dalyvavimo rinkoje, VVP absoliutaus dominavimo ir bankinių paskolų rinkos dominavimo.

3.3. Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksnių analizė

Teorinėje darbo dalyje konstatavome, jog svarbiausias obligacijų rinkos plėtros veiksnys yra ekonominė ir finansinė būklė. 16 paveiksle pavaizduota BVP, valstybės skolos, bankų paskolų valstybei bei verslui ir terminuotų indėlių sumų dinamika.

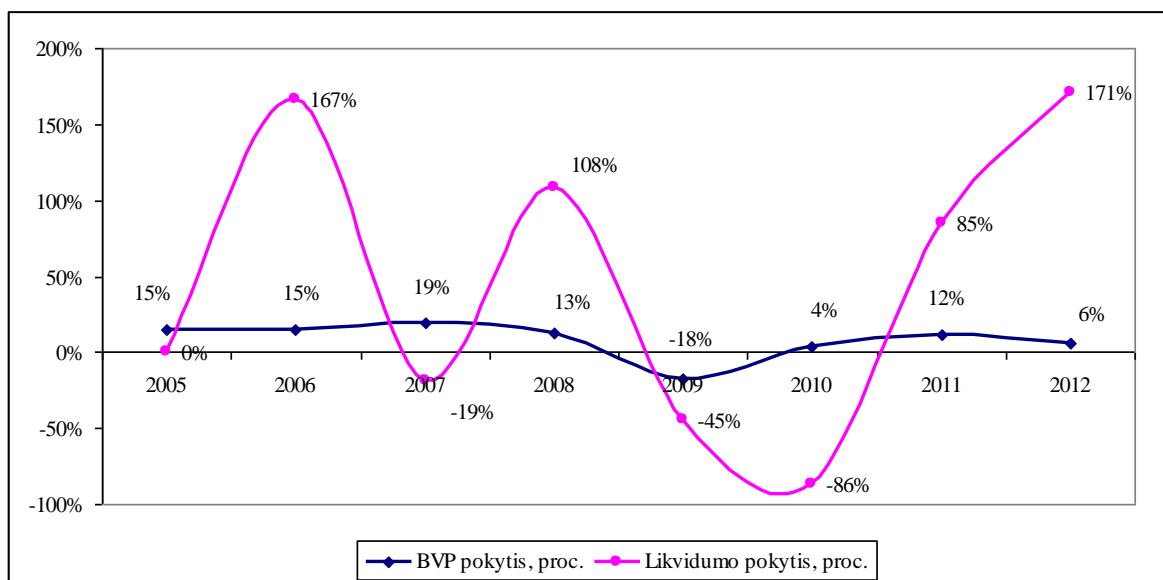


Šaltinis: sudaryta autorės pagal Makroekonominiai valstybės rodikliai (1), 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (2), 2013, Bankų statistikos metraštis. Lietuvos bankas, 2012

16 pav. BVP, taupymas, bankinės paskolos ir valstybės skola, mln. Lt

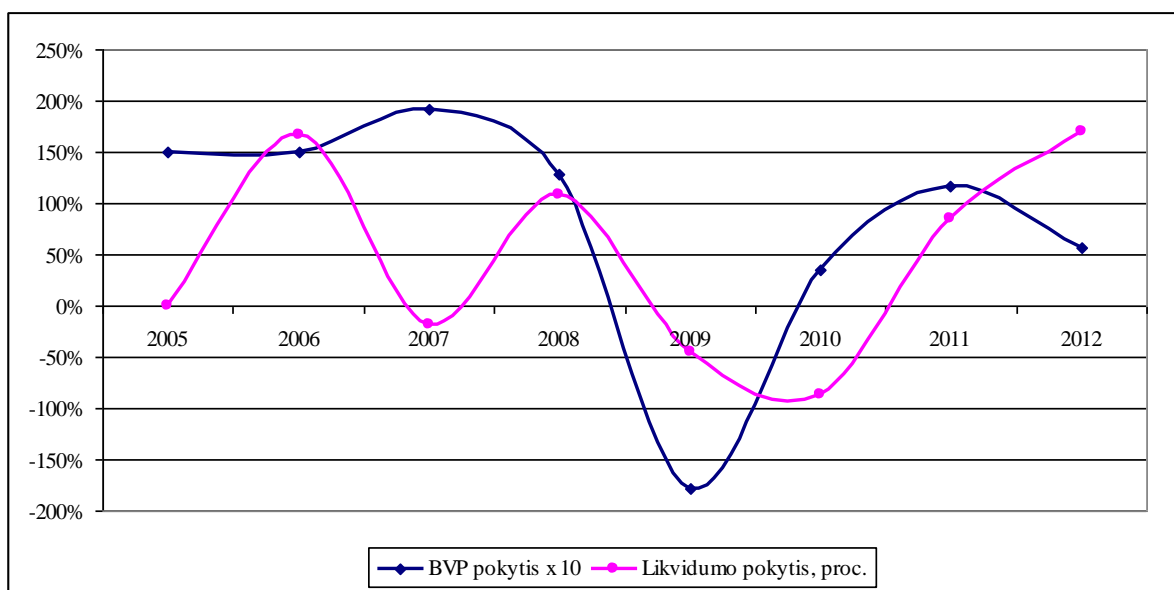
Nors BVP po 2009 metais smuktelėjo 18 proc., po to vėl ėmė augti ir 2012 metais jau sudarė 122 proc. 2009 metų lygio, t.y. grįžo į 2008 metų pabaigos būklę. Terminuoti namų ūkių indėliai sumažėjo 15 proc. (ekonomistai aiškino tai vartojimo didėjimu dėl ekonomikos atsigavimo) Tai leido Vyriausybei skelbti apie krizės įveikimą ir ekonomikos kilimą. Tačiau kiti rodikliai pagerėjimo nerodo. Valstybės skola didėja Lietuvai milžiniškais mastais (2009 – 2011 metais išaugo 2,4 karto), bankų paskolos nuosekliai mažėja. Priežastis turi slypėti BVP rodiklyje, kuris augo dėka didėjančių energetinių, maisto, kuro kainų. Tačiau ir ši neigiama situacija parodo ryšį tarp Lietuvos ekonominės būklės ir obligacijų vidaus rinkos. Didėjant valstybės skolinimosi mastams, auga ir obligacijų vidaus rinka. Iš esmės 96 proc. obligacijų rinkos augimą 2008 – 2012 metais dėl VVP dominavimo ir lėmė prasta makroekonominė situacija.

17 ir 18 grafikų pagalba pabandėme nustatyti, ar yra Lietuvos atveju tiesioginė rinkos likvidumo priklausomybė nuo BVP kitimo. Net ir padidinus BVP grafiko mastelį 10 kartų, tiesioginio ryšio nenustatyta, kadangi likvidumas apibūdina antrinę rinką, o, kaip minėjome, dėl VVP dominavimo rinkoje antrinė obligacijų rinka santykinai menkai išvystyta.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013, Vertybinių popierių prekybos statistika, 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (2), 2013

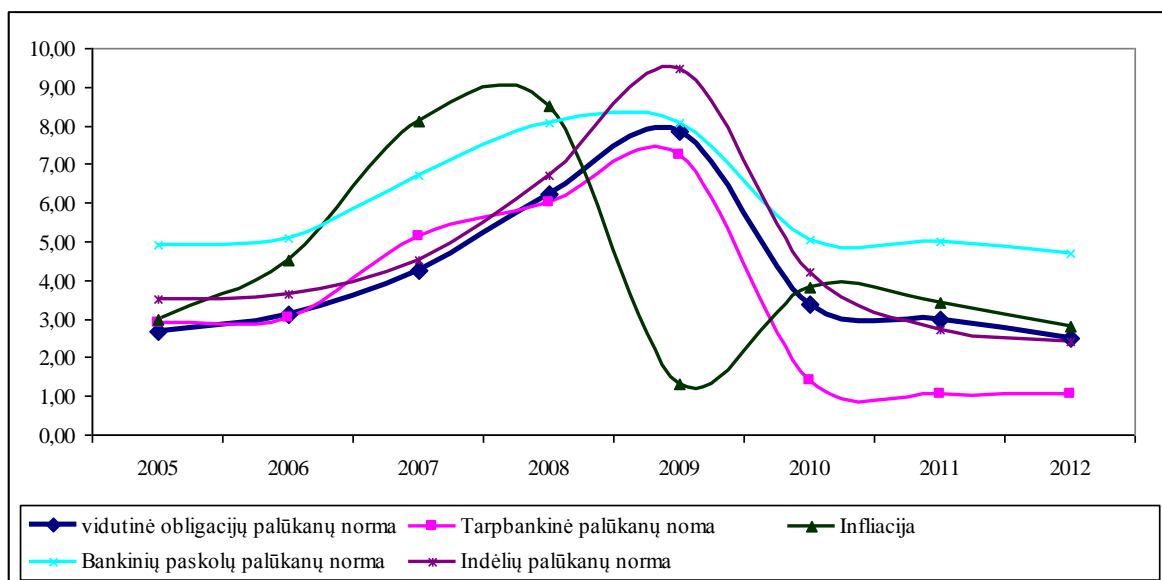
17 pav. BVP ir obligacijų rinkos likvidumo ryšio paieška Nr. 1



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija, 2013, Vertybinių popierių prekybos statistika, 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (2), 2013

18 pav. BVP ir obligacijų rinkos likvidumo ryšio paieška Nr. 2

Aptarę bendrą ekonomikos įtaką, priartėjame prie konkretesnių rodiklių, tiesiogiai įtakančių Lietuvos obligacijų rinkos plėtrą. Kiekvienos rinkos situaciją lemia dalyvavimo joje nauda – uždirbamas pelnas. Obligacijų rinkos atveju jos patrauklumą, dydį, likvidumą lemia infliacijos ir alternatyvių skolinimosi šaltinių kainų rodikliai. Nagrinėdami teoriją, nustatėme, kad tai yra bankinių paskolų, tarpbankinių paskolų ir indėlių palūkanų normos.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Bankų paskolų ir indėlių palūkanų normų statistika, 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (2), 2013, VVP aukcionai biržoje, 2013

19 pav. Infliacija, obligacijų, bankinių paskolų, indėlių ir tarpbankinių paskolų palūkanų normų dinamika

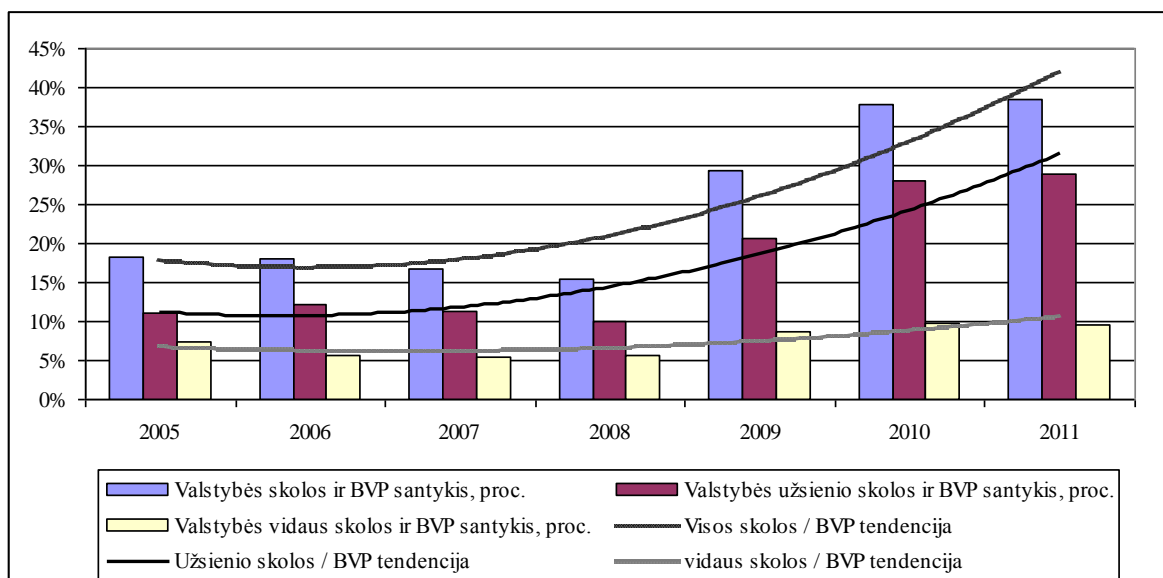
19 paveikslo duomenų analizė rodo, kad obligacijų rinka nei vienu požiūriu nėra patraukli. Bankai praktiškai visuomet siūlo nežymiai aukštesnius indėlių procentus. Infliacija paskutiniaisiais trimis metais viršija vidutinę obligacijų palūkanų normą. Tarpbankinės ir obligacijų palūkanų normų skirtumus galiam vertinti prieštaringai. Iš vienos pusės situacija neskatina bankų skolintis vidaus rinkoje, iš kitos – suteikia nežymią galimybę spekuliuoti obligacijomis. Į kurią pusę nusvyra svarstyklės, matome 19 paveiksle. Vienintelė obligacijų palūkanų normos požiūriu teigiama kreivė yra bankinių paskolų palūkanų normos. Tačiau čia negalime apsigauti. Kadangi rinkoje vyrauja VVP, turime įvertinti tai, jog VVP, vertinamų kaip saugiausių ir nerizikingiausių investicijų, palūkanų normos yra žemiausios. Vertinant investuotojų lūkesčius ekonominės situacijos atžvilgiu, kuriuos VP rinkoje parodo kapitalizacijos rodikliai, įmonė turėtų skolintis brangiau ir visas grafike matomas pranašumas išnyktų.

Rinkos taisyklės yra sunkiausiai kiekybiškai įvertinamas rodiklis. Iš esmės jis vertintinas kokybiškai. Išanalizavus teisinius aktus (akcinių bendrovių įstatymas, bankų įstatymas, finansinių priemonių rinkų įstatymas, kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas, skolos įstatymas, vertybinių popierių įstatymas, NASDAQ OMX Vilnius listingavimo taisyklės, NASDAQ OMX Vilnius narystės ir prekybos taisyklės), matome, jog teisiniai aktai stengiasi palaikyti rinkos skaidrumą, kad nebūtų nuslepiama ir kad būtų savalaikiai skelbiama esminių emitentų įvykių informacija (pvz., finansinės atskaitomybės duomenys Vilniaus vertybinių popierių biržos puslapyje. Norint išleisti obligacijų emisijas, reikia parengti prospektą, kuriame pateikiama visa su emisija susijusi informacija: palūkanų norma, mokėjimo atkarpos, išpirkimo terminai, paskolos tikslas ir t.t. Tik gavę Vertybinių popierių

komisijos patvirtinimą, emitentai gali platinti savo obligacijas rinkoje. Depozitoriumas fiksuoja visą statistinę rinkos operacijų informaciją, o per kliringo banką savalaikiai daromos pavedimų – pirkimų operacijos. Įstatymuose yra numatytos nemenkos baudos fiziniams asmenims už esminių įvykių nuslėpimą ir kitus pažeidimus, kurie gali pakenkti rinkos dalyvių interesams ir pažeisti skaidrios prekybos principus. Teisėje viskas gražu. Bet praktikoje yra keletas niuansų, kurie iškreipia rinkos žaidimo taisykles. Pirma, tai VVP palūkanų normos nustatymas. Nuo 2009 metų teisiniuose aktuose Finansų ministerijai palikta galimybė skolintis bet kokiomis sąlygomis, jei tam pritaria viceministras arba ministras, be to kainos derinimas su šia vadovybe *vyksta žodžiu*. Taip yra todėl, kad Lietuvos Respublikos finansų ministro 2005-04-11 įsakymo Nr. 1K-104 „LR Vyriausybės vertybinių popierių, platinamų aukciono būdu, didžiausio (mažiausio) pelningumo ribos ir / arba emisijos sumos nustatymo taisyklės“, pakeitimu, padarytu 2009.04.16, nebėra aiškiai pasakyta, prie kokio pelningumo ribos emisija nebeturi būti platinama, tik pažymima, jog didžiausio pelningumo riba turi būti suderinama su finansų viceministru, o jo nesant – su ministru. Tačiau konkrečios lubos, kurias pasiekus šiam skirtumui aukcionas be išimties turėtų būti skelbiamas neįvykusių, nėra nustatytos. Tai reiškia, kad Finansų ministerijai palikta galimybė pasiskolinti bet kokiomis, taip pat ir nepalankiomis pelningumo atžvilgiu, sąlygomis, jei tam pritaria finansų viceministras arba finansų ministras (Valstybės audito ataskaita, 2011).

Antras neigiamas niuansas – aukciono dalyvių rato siaurinimas, paverčiant juos uždara kasta. Iki 2009 m. vasario mėn. VVP aukcionų vidaus rinkoje organizavimą ir reikalavimus aukciono dalyviams reglamentavo Lietuvos banko valdybos nutarimas. Nuo 2009 m. vasario mėn. aukcionų organizavimas bendru Lietuvos banko ir Finansų ministerijos sutarimu buvo perduotas Biržai, o aukciono dalyvių priežiūra – Finansų ministerijai. Atsitiktinumas tai ar ne, tačiau dabar VVP aukcionų dalyviai – beveik vien komerciniai bankai (Valstybės audito ataskaita, 2011). Turint mintyje, kad bankai patys valdo 43 proc. visų vidaus rinkoje parduotų obligacijų, turi išimtinės teises dalyvauti aukcionuose, o finansų ministerija pati tvirtina aukcionų dalyvius, o galutinę kainą derina telefonu, atsiranda dvejopo pobūdžio pavojai. Pirma, galimas piktnaudžiavimas iš Finansų ministerijos pusės, antra galimas beprecedentis bankų spaudimas obligacijų rinkai ir Vyriausybei, pvz., kartelinis susitarimas dėl dirbtinio obligacijų pelningumo kėlimo.

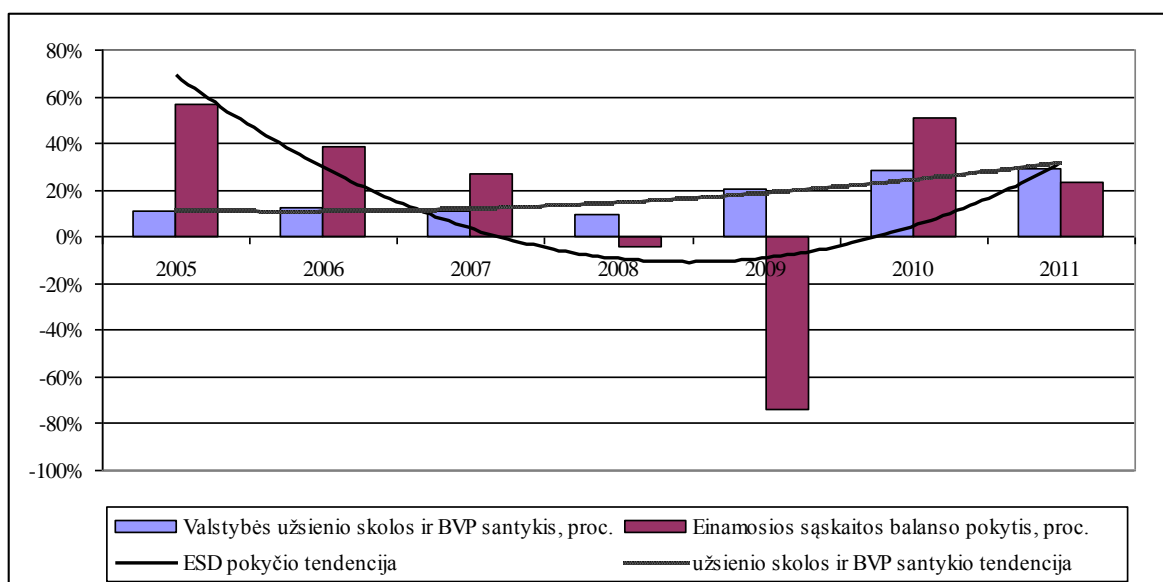
Su aptariamais dalykais susijęs dar vienas veiksnys – valstybės skolos politika.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Valstybės skolos valdymas, 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (1), 2013

20 pav. Valstybės skola ir BVP

20 paveiksle matome, jog nuolat didėja valstybės skolos ir BVP santykis. Ir pagrinde tai vyksta užsienio skolos didinimo sąskaita. Laikantis kriterijaus, jog einamosios sąskaitos deficito augimas nepriimtinas, jei didėja užsienio skolos dalis BVP (Levišauskaitė K., Armanavičius A., 2001), Lietuvos vyriausybė laikosi gan pavojingos skolinimosi politikos (žr. 21 ir 22 pav.).



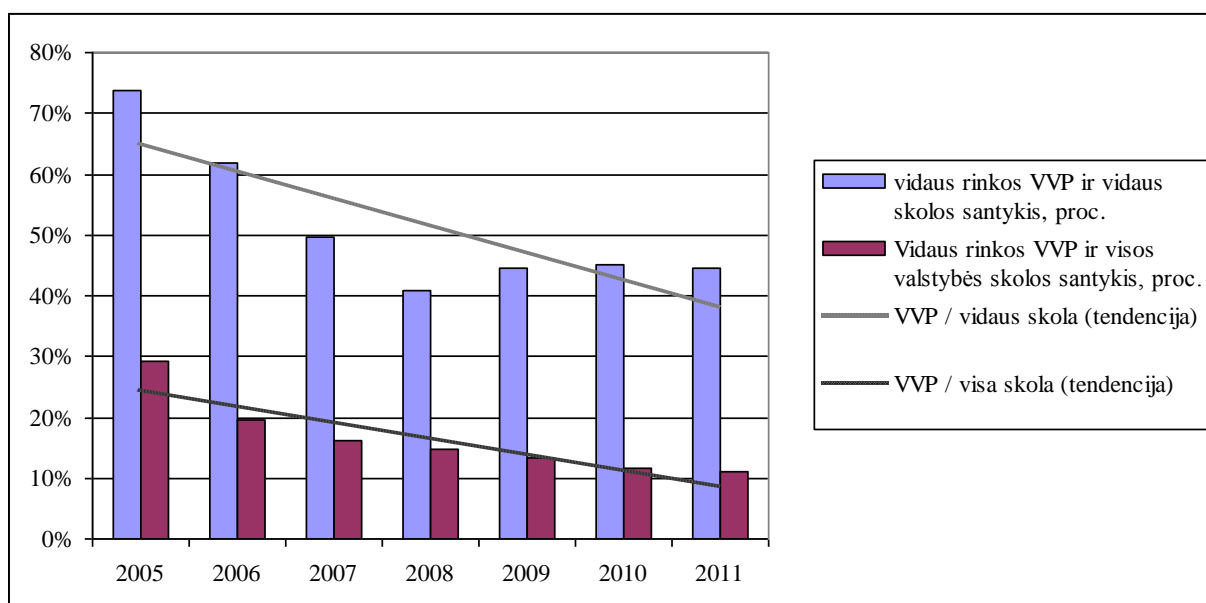
Šaltinis: sudaryta autorės pagal Valstybės skolos valdymas, 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (1), 2013

21 pav. ESD ir užsienio skolos pokyčiai, proc.

Matome, jog išskyrus (neženkliai) 2008 metus ir (ženkliau) 2009 metus, einamosios sąskaitos deficitai nuolat didėjo, kartu didėjant ir užsienio skolos ir BVP santykiui. Taigi, vyriausybė ignoruoja ekonomistų įspėjimus dėl neigiamų ilgalaikių tokios politikos pasekmių, motyvuodama mažesne

paskolų kaina užsienyje. Tačiau turint mintyje aukščiau analizuotas galimybes dirbtinai sukelti vidaus rinkos kainas, neformalizuojant VVP pardavimo kainų nustatymo ir siaurinant tiesioginių aukciono dalyvių ratą iki komercinių bankų, valstybė atmeta galimybę refinansuoti užsienio skolas vidaus rinkos paskolomis. Skaidresnis procesas leistų mažinti obligacijų pelningumą, bet paliktų išmokamas už VVP palūkanas šalies viduje. Be to, paskolų aptarnavimui nereikėtų užsienio valiutos, kas sukelia papildomų problemų, esant einamosios sąskaitos deficitui.

Net ir vidaus valstybės skoloje obligacijų rinkos dalis yra gan menka (žr. 22 pav.). Kita vertus, žvelgiant į namų ūkių finansinį pajėgumą, Vyriausybė gali ir neturėti geresnių alternatyvų, kaip skolintis užsienyje.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal Valstybės skolos valdymas, 2013

22 pav. vidaus rinkos VVP dalis valstybės skoloje, proc.

Aptartų veiksnių vertinimą kaip apibendrinimą pateikiame 9 lentelėje.

9 lentelė. Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksnių įvertinimas

Eil. nr.	Rodiklis	Rodiklio skaitinė reikšmė	Rodiklio kokybinis vertinimas				Rodiklio kokybės lygis	Rodiklio svoris	Rodiklio įvertis
			Nepatenkinamai	Patenkinamai	Gerai	Puikiai			
1	Ekonominė situacija	-	-	x	-	-	0,33	0,200	0,066
2	Obligacijų palūkanų normos ir infliacijos skirtumas	-0,30	-	x	-	-	0,33	0,100	0,033
3	Obligacijų ir bankų paskolų palūkanų normų skirtumas	-2,02	-	x	-	-	0,33	0,100	0,033
4	Obligacijų ir indėlių palūkanų normų skirtumas	0,26	x	-	-	-	0,00	0,100	0,000
5	Obligacijų ir tarpbankinės palūkanų normos skirtumas	1,95	-	x	-	-	0,33	0,100	0,033
6	Rinkos taisyklės	-	-	x	-	-	0,33	0,100	0,033
7	Kreditorių struktūra	43%	-	x	-	-	0,33	0,100	0,033
8	Valstybės skolinimosi politika	-	-	x	-	-	0,33	0,200	0,066
	Viso:							1,000	0,297

Šaltinis: sudaryta autorės

Daugumos obligacijų rinkos plėtros veiksnių įtaka obligacijų rinkos plėtrai vertiname tik patenkinamai dėl aukščiau aptartų priežasčių. Bendra ekonominė situacija, infliacija, bankų paskolų ir tarpbankinė paskolų normos nesudaro prielaidų rimtesnei obligacijų rinkos plėtrai. Oficialios rinkos taisyklės turėtų teigiamai veikti obligacijų rinką, tačiau realią situaciją lemia šios rinkos kaip VVP emitento poreikių tenkintojo vaidmuo, kadangi kitų emitentų obligacijos tesudaro 1 proc. bendros obligacijų vidaus rinkos. Valstybė skolindamasi labiau orientuojasi į užsienio rinkas, vaikydamasi trumpalaikės naudos. Taisyklėse sudarytos landos piktnaudžiavimams ir dirbtiniam kainos kėlimui, dėl ko savo ruožtu vėliau nesiskolinama vidaus rinkoje. Bendras veiksnių įtakos įvertinimas sudaro 29,7 proc. iš 100 proc. galimų.

3.5. Potencialios plėtros kryptys Lietuvoje: galimybės ir trukdžiai

Atlikus esamos situacijos analizę, išryškėjo potencialios obligacijų plėtros Lietuvoje kryptys. Pirmiausia, ką galima padaryti šioje situacijoje, tai restruktūrizuoti valstybės skolą, refinansuojant užsienio skolą VVP emisijomis vidaus rinkoje. Žinoma, tokio masto skolinimasis, proporcingai nedidėjant BVP, negerėjant einamosios sąskaitos balansui, nėra sveikintinas žingsnis ir obligacijų rinkos plėtra tokiu keliu sukurs dirbtinį darinį, gyvuosiantį tol, kol valstybė nebegalės imti paskolų. O valstybės nemokumas sukels finansinių problemų vidaus rinkoje. Tačiau protingais mastais ir

prisilaikant finansinės drausmės, tai reikėtų daryti. Kaip tiesioginis teigiamas poveikis būtų palūkanų išmokėjimas vidaus rinkos dalyviams, dalį pajamų susigrąžinant per mokesčius. Be to papildomų sumų palūkanų išmokėjimo forma įliejimas į savą ekonomiką duoda daugiau naudos, nei užsienio skolos aptarnavimas, esant einamosios sąskaitos deficitui. Taip pat labai svarbu, kad paskolinti pinigai būtų leidžiami ilgalaikiam ekonomikos augimui skatinti ir tik grįžę iš ekonomikos per mokesčius, būtų išleisti „pravalgymui“.

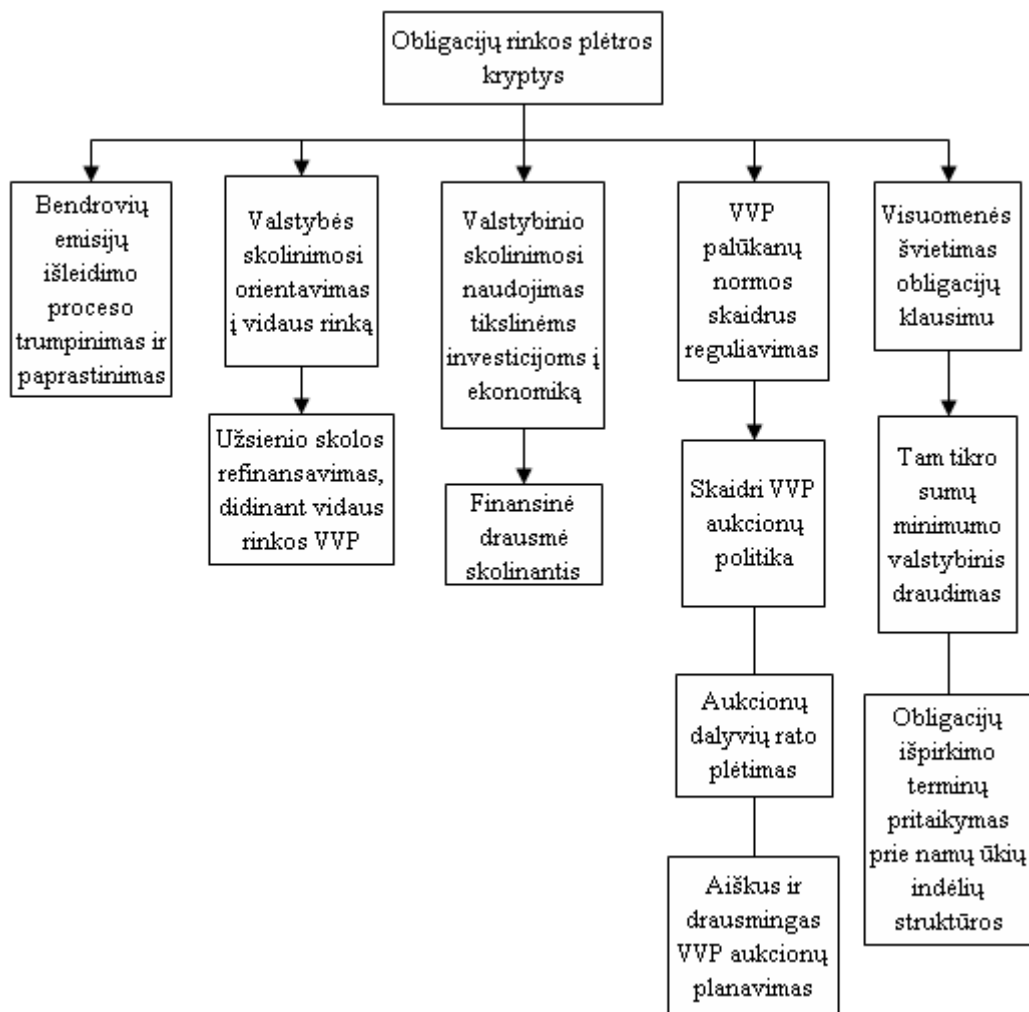
Brangesnio skolinimosi vidaus rinkoje įtaką turėtų sušvelninti skaidresnė Vyriausybės politika vykdant VVP aukcionus. Reikėtų išplėsti aukciono dalyvių ratą, sistemingiau planuoti skolinimosi, o tuo pačiu ir aukcionų, grafikus, kurie palengvintų pinigų srautų planavimą aukciono dalyviams. Reikėtų labiau formalizuoti aukcionų dalyvių tvirtinimo, VVP pelno normos tvirtinimo procedūras, atimant iš Finansų ministerijos galimybę piktnaudžiauti šiais dviem elementais.

Antra būtina obligacijų rinkos plėtros kryptis – privačių bendrovių rinkos dalies didinimas. Emitentų skaičiaus padidėjimas didintų rinkos aktyvumą ir obligacijų likvidumą. Jėga įmonių leisti obligacijų nepriversi. Tad vienintelis kelias – skatinti namų ūkius vietoj indėlių įsigyti obligacijų. Kadangi didžioji terminuotų namų ūkių indėlių dalis bankuose yra iki 1 metų trukmės, derėtų skatinti trumpo laikotarpio obligacijų emisijų leidimą. Tai atveria kelią į rinką daugiau kaip 10 mlrd. Lt ištekliams. Kita vertus, padidėjęs rinkos likvidumas leistų greitai rinkoje realizuoti ir ilgesnio laikotarpio obligacijas. Bet tam reikia trečio elemento – plataus nuolatinio visuomenės informavimo ir švietimo obligacijų tema per masinės informacijos priemones. Bet kuriuo atveju, kol palūkanų norma yra bent lygi infliacijos lygiui ar šiek tiek mažesnė, o bankai dėl pinigų pertekliaus ir išduodamų paskolų mažėjimo 2013 m. ima siūlyti net procento nesiekiančias metines palūkanas, investicijos į obligacijas padėtų apsaugoti nuo pinigų nuvertėjimo. Šiuo atveju vertėtų pagalvoti netgi apie tam tikro dydžio sumų valstybinį draudimą, kuris šiai dienai taikomas tik komerciniuose bankuose laikomiems indėliams.

Taip pat reikėtų kuo labiau supaprastinti obligacijų išleidimo procedūras, kad dalyvavimas įmonėms obligacijų rinkoje būtų toks pat paprastas, kaip banko paskolos paėmimas. Kadangi leidžiant obligacijų emisijas, dažnai tarpininkauja ir prospektus rengia tie patys bankai, nenuostabu, kad dalį potencialių rinkos dalyvių jie pervilioja į bankinių paskolų rinką.

Atsigaunant ekonomikai privačių įmonių dalis obligacijų rinkoje turėtų didėti. Tokios krypties požymiai buvo pradėję ryškėti prieš krizę, kuomet 2004 – 2008 metais jų rinkos dalis ūgtelėjo nuo 0 iki 120 mln. Lt, o vertinant drauge su komercinių bankų obligacijomis – iki 446 mln. Lt.

Didžiausi trukdžiai šiems pokyčiams – Lietuvos ūkio priklausomybė nuo užsienio ekonomikų, valstybės išlaidos ne pagal pajamas, atiduodant už tai Europos Sąjungai teisę priiminėti vis svarbesnius sprendimus bei žmonių, esančių tiek valdžioje, tiek versle etikos normos. Apibendrinimui įvairias kryptis susisteminome 23 paveiksle.



Šaltinis: sudaryta autorės

23 pav. vidaus rinkos VVP dalis valstybės skoloje, proc.

Bendrovių emisijų išleidimo proceso trumpinimas ir paprastinimas drauge su visuomenės skatinimu investuoti į obligacijas, teikiant nuolatinę informaciją apie obligacijų rinkos teikiamą naudą, siekiant minimizuoti infliacijos poveikį santaupoms, suteikiant obligacijų draudimą (analogiškai komercinių bankų indėlių draudimui) bei derinant obligacijų išpirkimo terminus su vyraujančiais terminuotų indėlių terminais turėtų paskatinti privačių bendrovių dalies obligacijų rinkoje didėjimą. Prioritetas naujų VVP platinimui vidaus rinkoje (o ne užsienio), esamos užsienio skolos refinansavimas didinant vidaus rinkos VVP, skaidri VVP aukcionų politika, teikiant savalaikę ir išsamią informaciją apie planuojamus aukcionus, drausmingas VVP aukcionų planavimas, VVP aukciono dalyvių rato išplėtimas ir skaidrus aiškiai reglamentuotas VVP išpirkimo kainų nustatymas turėtų suaktyvinti VVP vidaus rinką, sumažinti užsienio skolą vidaus skolos atžvilgiu ir taip daryti teigiamą įtaką makroekonominiams valstybės procesams. Šios krypties sėkmingam ir ilgalaikiam vystymui būtinas ir trečiosios krypties – finansinės valstybės skolinimosi drausmės – vystymas. Tik valstybės pasiskolintų lėšų panaudojimas tikslinėms investicijoms į ekonomiką, skatinant jos vystymąsi, gali užtikrinti ilgalaikį efektyvų VVP rinkos funkcionavimą ir ilgalaikį BVP augimą.

IŠVADOS IR SIŪLYMAI

1. Vertybinio popieriaus esmę sudaro juo išreiškiamas įsipareigojimas grąžinti tam tikrą sumą pinigų arba suteikti teisę dalyvauti valdyme, periodinės tam tikro lygio pajamos (pelnas) ir galimybė uždirbti iš pasikeitusios jo paties vertės, kurią lemia skolininkų veiklos rezultatai ir įsipareigojimų įvykdymo tikimybės pokyčiai.

2. Obligacija – tai emisinis vertybinis popierius, įtvirtinantis jos turėtojų teisę į garantuotas pajamas, kurių dydį ir išmokėjimo tvarką emitentas apibrėžia emituodamas, o taip pat teisę gauti jos nominalią vertę, pasibaigus skolos terminui. Tokiu būdu, obligacija yra emisinis vertybinis popierius, atspindintis skolinius santykius tarp emitento (skolos gavėjo) ir investuotojo (kreditoriaus). Įsigyjant obligacijas, labai svarbu atsižvelgti į pagrindinius jų parametrus: padengimo laikotarpį, priešlaikinio išpirkimo sąlygas, kreditinę kokybę, procentinę normą, kainą, pelningumą, apmokestinimo mokesčiais statusą, konvertavimą į akcijas bei išpirkimo rezervo formavimo taisykles.

Obligacijos – tai ilgo laikotarpio likvidus kreditavimo instrumentas, kurio leidėjas įsipareigoja mokėti numatytas palūkanas numatytu laiku bei nustatytu laiku jas išpirkti už nustatytą sumą. Obligacijų pirkėjas išvengia daugelio rizikų, būdingų akcijų pirkėjams, gaudamas už tai: mažesnę pelną ir mažesnius svertus įtakoti bendrovių ir institucijų – skolininkų veiklą. Svarbų vaidmenį obligacijų rinkoje užima valstybės obligacijos, kurios skiriamos pagal rizikos lygį į Vyriausybės ir savivaldybės. Vyriausybės obligacijos ir savivaldybės obligacijos savo prigimtimi yra panašios skolinimosi priemonės, nors pagal įtvirtintus įsipareigojimus dažniausiai atsako skirtingi subjektai. Bendrovių obligacijų rinka gali suteikti galutiniams investuotojams alternatyvų lėšų įdėjimo variantą ir sumažinti bankų monopoliją ilgalaikių kreditų suteikimo srityje.

3. Obligacijų rinkos plėtrai turi įtakos ekonominių, teisinių, socialinių – kultūrinių, politinių veiksnių grupės. Kadangi toks apibendrinimas kažin ko neatskleidžia, reikia veiksnius išvardinti detaliau, pažymint svarbiausius jų. Tai – makroekonomikos būklė, rinkos taisyklės, infliacijos ir tarpbankinės palūkanų normos, bankų paskolų palūkanų norma, indėlių bankuose palūkanos, valstybės faktinė politika valstybės skolos formavimo, rinkos skaidraus bei efektyvaus funkcionavimo, bankų padėties valstybėje požiūriu, kreditorių struktūra ir informacijos sklaida.

4. Obligacijų rinkos plėtros vertinimo modelį sudaro du komponentai: obligacijų rinkos analizė ir obligacijų rinkos plėtros veiksnių analizė. Pirmas komponentas leidžia įvertinti, koks yra obligacijų rinkos išsivystymo lygis, o antrasis - kokie veiksniai ir kaip įtakoja tiriamos rinkos vystymąsi. Šių dviejų parametrų grupių analizė leidžia nustatyti potencialias plėtros kryptis ateityje. Pirmojo komponento rodikliai lyginami su siektiniais rodikliais, kurių dydžiai parenkami, analizuojant geriausias praktikas. Antrojo komponento rodikliai įvertinami kokybiškai, o įvertinimai konvertuojami

į kiekybinę išraišką. Galutinis kiekvieno komponento įvertinimas apskaičiuojamas kaip svertinė parinktų rodiklių įverčių suma.

5. Pagrindiniai rodikliai, apibūdinantys rinkos išsivystymo lygį, yra obligacijų rinkos dalis bendroje vertybinių popierių rinkoje, įmonių obligacijų dalis obligacijų rinkoje, VP dalyvių paskolų rinkos struktūra, namų ūkių turimų obligacijų dalis obligacijų rinkoje, obligacijų ir bendro paskolų portfelio santykis, obligacijų rinkos likvidumas ir rinkos patrauklumas. Pagrindiniai plėtros veiksniai yra ekonominė situacija, obligacijų palūkanų normos ir infliacijos skirtumas, obligacijų ir bankų paskolų palūkanų normų skirtumas, obligacijų ir indėlių palūkanų normų skirtumas, obligacijų ir tarpbankinės palūkanų normos skirtumas, rinkos taisyklės, kreditorių struktūra ir valstybės skolinimosi politika.

6. Lietuvos obligacijų rinka išvystyta menkai. Joje dominuoja VVP, sudarydami 99 proc. visos obligacijų rinkos. Tuo tarpu didžioji dalis kitų bendrovių paskolų imama bankinių paskolų rinkoje. Nedidelę dalį – 11 proc. – obligacijos sudaro ir bendroje skolinto kapitalo rinkoje. Į dalyvavimą obligacijų rinkoje menkai įtraukti namų ūkiai. Dėl šių priežasčių rinka turi mažą likvidumą antrinėje rinkoje. Vienintelis teigiamai įvertintas rodiklis – rinkos patrauklumas, tačiau tokio vertinimo jis nusipelnė dėl įprastinėmis rinkos sąlygomis nenormalaus VVP dominavimo rinkoje.

7. Daugumos obligacijų rinkos plėtros veiksnių įtaka obligacijų rinkos plėtrai vertintina tik patenkinamai. Bendra ekonominė situacija, infliacija, bankų paskolų ir tarpbankinė paskolų normos nesudaro prielaidų rimtesnei obligacijų rinkos plėtrai. Oficialios rinkos taisyklės turėtų teigiamai veikti obligacijų rinką, tačiau realią situaciją iškreipia faktinė Vyriausybės veikla. Valstybė skolindamasi labiau orientuojasi į užsienio rinkas, siekdama trumpalaikės naudos. Rinkos taisyklėse sudarytos landos piktnaudžiavimams ir dirbtiniam kainos kėlimui, o jis mažina bendrą rinkos patrauklumą.

8. Potencialios vidaus rinkos obligacijų plėtros kryptys yra bendrovių skatinimas skolintis obligacijų rinkoje, valstybės skolinimosi perorientavimas į vidaus rinką, valstybės skolinamų lėšų tikslinis panaudojimas, siekiant sukelti ilgalaikius efektus ekonomikoje, skaidrus VVP palūkanų normos reguliavimas ir visuomenės švietimas obligacijų naudos klausimu.

9. Obligacijų rinką galima vystyti dviem kryptimis – didinant valstybės skolinimosi mastus vidaus rinkoje užsienio rinkų sąskaita ir skatinant privačias bendroves leisti obligacijų emisijas.

10. Vyriausybė skolindamasi turėtų orientuotis į vidaus obligacijų rinką, o ne į užsienio, net ir mokėdama didesnes palūkanas. Išmokamos palūkanos papildomai stimuliuotų vidaus rinką, o dalis išmokamų palūkanų grįžtų į valstybės biudžetą mokesčių pavidalu. Siekdama pagyvinti VVP prekybą vidaus rinkoje, Vyriausybė turi išplėsti aukcionų dalyvių ratą, teikti nuolatinę išankstinę (metinę ar pusmetinę) reguliarią ir pilną informaciją apie planuojamus aukcionus, emisijų kiekius ir pageidaujamas kainas, griežčiau formalizuoti pardavimo kainos nustatymo procesą. Neigiamą didesnių palūkanų efektą turėtų bent iš dalies sumažinti konkurencijos tarp VVP pirkėjų didinimas, kurio

galima siekti tiek plečiant aukcionų dalyvių skaičių, tiek stimuliuojant valstybės skolos lakštų pardavimą tiesiai gyventojams reguliariai juos informuojant apie šią galimybę per masinio informavimo priemones bei pabrėžiant juos kaip alternatyvą bankų indėliams (didesnės palūkanos). Šis žingsnis padėtų į obligacijų rinką įtraukti namų ūkius, laikančius terminuotus indėlius bankuose.

11. Siekdama stimuliuoti privataus kapitalo bendrovių obligacijų emisijų didėjimą, Vyriausybė turėtų pagreitinti ir palengvinti obligacijų išleidimo procedūrą bei taikyti privataus kapitalo įmonių obligacijų draudimą, analogišką bankų indėlių draudimui. Tai ne tik pagyvintų obligacijų rinką, bet ir sudarytų konkurenciją bankams, šiuo metu siūlantiems už indėlius minimalias palūkanas.

12. Tiek valstybė, tiek įmonės turėtų dalies obligacijų emisijų išpirkimo terminus pritaikyti prie dominuojančių namų ūkių bankų indėlių terminų.

13. Siekiant pagrįsti rinkos vystymo pasiūlymus, reikėtų papildomų privataus kapitalo įmonių bei namų ūkių nuomonių obligacijos rinkos atžvilgiu tyrimų: kas paskatintų juos skolintis ir skolinti obligacijų rinkoje, kas trukdo skolinti ir skolintis obligacijų rinkoje, ką jie žino apie obligacijų rinką.

LITERATŪRA

1. Akcijų emisijos. <http://www.csdl.lt/lt/db/emisijos.php?sgroup=1> [žiūrėta 2013 02 12]
2. Bankų statistikos metraštis. Lietuvos bankas, 2012. – ISSN 1648-861X (ONLINE). <http://www.lb.lt/leidiniai> [žiūrėta 2013 02 12]
3. Bankų paskolų ir indėlių palūkanų normų statistika. 2013. http://www.lbank.lt/pinigu_finansiniu_instituciju_paskolu_ir_indeliu_palukanu_normu_statistika [žiūrėta 2013 02 12]
4. Bond Market: An Overview. http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Handbook_14955_chapter_1.pdf [žiūrėta 2012 08 25].
5. Brady J. Income Investing with Bonds, Stocks and Money Markets. - London: McGraw-Hill, 2011. - 256 p. - ISBN 978-0071791113
6. Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. Corporate finance. - New York: McGraw-Hill Company Inc., 2006. - 1028 p. - ISBN 0-07-111551-X
7. Charles P. Jones (North Carolina State University). Financial management. -. Boston: von Hoffman Press Inc, 1992. - 704 p. - ISBN 0-256-07311-2
8. Cooper D. Beginners Guide To Stock Market Investing. - Brighton: Collins Business, 2003. - 640 p. - ISBN 978-0060555665
9. Dattaa S., Patel A. Bank monitoring and the pricing of corporate public debt // Journal of Financial Economics. - 2009, Vol. 51, No. 3, p. 435–449
10. Ehrmann M., Fratzscher M.; Rigobon R. Stocks, bonds, money markets and exchange rates // Journal of Applied Econometrics. - 2011, Vol. 26, No. 6, p. 948–974
11. Escuela F.A. Government Bond Markets in the Euro Zone. - London: Wiley, 2001. - 238 p. - ISBN 978-0471497882
12. Fabozzi F.J. Bond Markets, Analysis, and Strategies. - NY: Prentice Hall, 2009. - 792 p.- ISBN 978-0136078975
13. Faerber E. Fundamentals of the Bond Market. - London: McGraw-Hill, 2001. - 257 p.-ISBN 978-0071362511
14. Garbaravičius T., Kuodis, R. Lietuvos finansų sektoriaus struktūra ir funkcionavimas // Ekonomikos teorija ir praktika. - 2002, Nr. 1, p. 18-47
15. Graham B., Dodd D., Buffett W. Security Analysis. - London: McGraw-Hill, 2008. - 700 p. - ISBN 978-0071592536

16. Hagen J., Schuknecht L. Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis // *European Journal of Political Economy*. - 2011, Vol. 27, No. 1, p. 36–43
17. Haugen A.R. *Modern Investment Theory*. - NY: Prentice Hall, 2000. - 656 p. - ISBN 978-0130191700
18. Investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūra. 2013.
http://www.csd.lit/lt/aktualijos/statistika/vvp_2007.php [žiūrėta 2013 02 12]
19. Karazijienė Ž. Valstybinio sektoriaus skolinimosi interpretavimas ir nustatymas Lietuvoje // *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*. - 2008, Nr. 4 (13), p. 188-196
20. Kiršienė J. Akcininko nuosavybės teisės įgyvendinimo problema // *Jurisprudencija*. - 2002, t. 28(20), p. 87–95
21. Levišauskaitė K., Armanavičius A. Lietuvos valstybės skolos restruktūrizavimo galimybės, panaudojant šalies vertybinių popierių rinką // *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*. - 2001, Nr. 20. p. 121 – 133. - ISSN 1392 – 1142
22. Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas // *Valstybės žinios*. - 2000, Nr. 64-1914
23. Lietuvos respublikos Akcinių bendrovių įstatymas.
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=430386&p_query=&p_tr2=2
[žiūrėta 2013 01 10]
24. Lietuvos respublikos Bankų įstatymas.
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=416815&p_query=&p_tr2=2
[žiūrėta 2013 01 10]
25. Lietuvos respublikos Finansinių priemonių rinkų įstatymas.
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=416884&p_query=&p_tr2=2
[žiūrėta 2013 01 10]
26. Lietuvos respublikos Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas.
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=429404&p_query=&p_tr2=2
[žiūrėta 2013 01 10]
27. Lietuvos Respublikos Valstybės skolos įstatymas
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=440679&p_query=&p_tr2=2
[žiūrėta 2013 01 10]
28. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių įstatymas
http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=429406&p_query=&p_tr2=2
[žiūrėta 2013 01 10]
29. Magee J. Economic Forces and the Stock Market // *The Journal of Business*. - 2006, vol. 59, No. 3, p. 383-403

30. Makroekonominiai valstybės rodikliai (1). 2013. Statistika, duomenų bazės. <http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=1126> [2013 02 28]
31. Makroekonominiai valstybės rodikliai (2). 2013. Statistika, teminės lentelės. <http://www.stat.gov.lt/lt/pages/view/?id=1111> [2013 02 28]
32. Markovas P. Vyriausybės ir savivaldybių vertybiniai popieriai: sąvoka, rūšys ir apyvartos gairės // Teisė. - 2004, Nr. 51, p. 6-18
33. Markovas P. Vyriausybės ir savivaldybių vertybinių popierių apyvartos teisinis reguliavimas. - Vilnius, 2005
34. Moon G. Municipal bond rating analysis // Regional Science and Urban Economics. - 2008, vol. 23, No. 1, p. 29–50
35. NASDAQ OMX Vilnius listingavimo taisyklės <http://www.nasdaqomxbaltic.com/lt/birzu-informacija/teises-aktai/> [žiūrėta 2013 02 12]
36. NASDAQ OMX Vilnius narystės ir prekybos taisyklės. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/lt/birzu-informacija/teises-aktai/> [žiūrėta 2013 02 12]
37. Pekarskienė I.; Pridotkienė J. Vertybinių popierių rinkos vaidmuo ekonomikoje // Ekonomika ir vadyba. - 2010, Nr. 15, p. 177-184
38. Petrsek L. Multimarket trading and corporate bond liquidity // Journal of Banking & Finance. - 2012, Vol. 36, No. 7, p. 2110–2121
39. Poterba M.J., Rueben K. State Fiscal Institutions and the U.S. Municipal Bond Market // The Journal of Finance. - 2006, Vol. 61, No. 3, p. 1361–1397
40. Poterba M.J.; Rueben S.K. Fiscal News, State Budget Rules, and Tax-Exempt Bond Yields. // Journal of Urban Economics. - 2001, Vol. 50, No. 3, p. 537–562
41. Russell J. Dictionary of Banking and Finance. - London: A&C Black, 2010. - 400 p. - ISBN 978-1408128060
42. Rutkauskas A. Finansų rinkos ir institucijos. - Vilnius: Technika, 1998. - 420 p. - ISBN 9986-05-367-6
43. Rutkauskas A. V., Damašienė V. Finansų valdymas. - Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla. 2002. - 248 p. - ISBN 9986-38-327-7
44. Rutkauskas A. V., Stankevičius P. Investicinių sprendimų valdymas. - Vilnius: Vilniaus pedagoginio universiteto leidykla, 2006. - 376 p. - ISBN 9955-20-126-6
45. Savivaldybių mokėtinų sumos. http://www.finmin.lt/web/finmin/auktualus_duomenys/biudzeto_pajamos/savivaldybiu_biudzetai/savivaldybiu_kred_isiskolinimas [žiūrėta 2012 08 25].
46. Sinevičienė L., Vasiliauskaitė A. Skolos instrumentai ir jų rizikingumas pasaulinės finansų krizės kontekste // Ekonomika ir vadyba. - 2009, Nr. 14, p. 180-186

47. Skolos vertybinių popierių emisijos. 2013. <http://www.csdl.lt/lt/db/emisijos.php?sgroup=5>
[žiūrėta 2013 02 12]
48. Tarasiukaitė R. Vyriausybės ir savivaldybių skolos vertybiniai popieriai: teisinio reglamentavimo problemos. - Vilnius: VU, 2009.
49. Temel W.J. The Fundamentals of Municipal Bonds. - NY: Wiley, 2001. - 240 p. - ISBN 978-0471393658
50. Thau A. The Bond Book. - London: McGraw-Hill, 2010. - 400 p. - ISBN 978-0071664707
51. Ušinskaitė D. Mokėjimo instrumento sąvoka Lietuvos baudžiamojoje teisėje // Jurisprudencija. - 2004, t. 60(52); p. 115–124
52. Valakevičius E. Investavimas finansų rinkose. - Kaunas: Technologija, 2011. - 339 p. - ISBN 978-9955-25-556-7
53. Valakevičius E. Investavimas finansų rinkose. - Kaunas: Technologija, 2008. - 339 p. - ISBN 978-9955-25-556-7
54. Valstybės audito ataskaita „Lietuvos Vyriausybė sėkmingai skolinasi vidaus rinkoje: kaip šį procesą optimizuoti ir sumažinti skolos valdymo išlaidas“. – Vilnius, 2011 m. gegužės 24 d., Nr. VA-P-700-1-6 www.vkontrole.lt [žiūrėta 2012-06-24]
55. Valstybės biudžeto vykdymo duomenys.
http://www.finmin.lt/web/finmin//auktualus_duomenys/biudzeto_pajamos_valstybes_biudzetas [žiūrėta 2013 02 12]
56. Valstybės skolos valdymas. 2013. http://www.finmin.lt/c/portal/layout?p_1_id=PUB.1.54
[žiūrėta 2013 02 12]
57. Vaškelaitis V. Pinigai: pinigų politika ir jos priemonės. - Vilnius: Mokslotyros institutas, 2006. - 486 p. - ISBN 9986-795-39-7
58. Vertybinių popierių prekybos statistika. 2013.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=stats&lang=lt> [žiūrėta 2013 02 12]
59. Emitentų finansinės ataskaitos. 2013.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=reports&lang=lt> [žiūrėta 2013 02 12]
60. Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija. 2013.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=capital&lang=lt> [žiūrėta 2013 02 12]
61. VVP aukcionai biržoje. 2013. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/lt/mw-auctions/vvp-aukcionai-birzoje-nasdaq-omx-vilnius-2/> [žiūrėta 2013 02 12]
62. Žigienė G. Skandinaviškas savivaldybių obligacijų išleidimo modelis – Lietuvos galimybių įvertinimas // Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos. - 2009, Nr. 2 (15), p. 359-366
63. Pasaulio rinkų statistika. 2011. World federation of exchanges. <http://www.world-exchanges.org/statistics> [žiūrėta 2012-06-24].

64. Global bond market. 2011, vol. 2, No. 19. <http://www.ftkmc.com/newsletter/Vol2-19-july25-2011.pdf> [žiūrėta 2013 02 12]
65. Obligacijų vaidmuo JAV. 2012. <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=3&id=50> [žiūrėta 2013 02 12]
66. JAV palūkanų normos. 2013. <http://money.cnn.com/data/bonds/> [žiūrėta 2013 02 12]
67. Pasaulio valstybių makroekonominiai rodikliai, 2012. <http://data.worldbank.org/indicator> [žiūrėta 2012 06 24]
68. Obligacijų svoriai vertybinių popierių rinkose. <http://seekingalpha.com/article/471391-income-characteristics-of-global-and-domestic-market-weighted-bond-stock-portfolios> [žiūrėta 2013 02 12]

Petrovska K. Lietuvos obligacijų rinkos plėtros kryptys / Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. dr. Irena Mačerinskienė. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. – 97 p.

ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuota Lietuvos obligacijų rinka ir jos plėtros veiksniai bei įvertintos obligacijų rinkos plėtros kryptys. Pirmame skyriuje analizuojama vertybinių popierių ir obligacijų koncepcija, pagrindiniai obligacijų vertinimo rodikliai, aprašomas Vyriausybės obligacijų išleidimo procesas bei analizuojami obligacijų rinkos plėtros veiksniai. Antrame skyriuje parengiama ir aprašoma obligacijų rinkos plėtros vertinimo metodologija. Aprašomi obligacijų rinkos vertinimo rodikliai ir obligacijų rinkos plėtros veiksnių vertinimo rodikliai bei sudaromas vertinimo modelis. Trečiame skyriuje atliekama atskirų šalių obligacijų rinkos analizė, remiantis metodologiniu vertinimo modeliu, atliekama Lietuvos obligacijų rinkos ir Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksnių analizė, nustatomos potencialios obligacijų rinkos plėtros kryptys Lietuvoje.

Pagrindiniai žodžiai: obligacijų rinka, vertybiniai popieriai, obligacijų rinkos plėtros veiksniai, obligacijų vertinimo rodikliai, obligacijų rinkos vertinimo modelis.

Petrovska K. Lithuanian bond market development trends / Master's Work in Financial Markets. Supervisor prof. dr. Irena Mačerinskienė. – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2013. – 97 p.

ANOTATION

Master's thesis analyzed Lithuania bond market and the development of risk factors and assessment of bond market development trends. The first chapter describes the stock concept and bond concept, defines main bond indicators, disclose government bond issuance process and the bond market development factors. The second chapter lists the bond market valuation methods as well as the development of the market factors evaluation methodology and describes the the bond market development valuation model. The third section lists the different countries and Lithuania bond market analysis, evaluate Lithuanian bond market development factors. According to the Lithuanian bond market and its development analysis the Lithuanian bond market development opportunities and obstacles are disclosed.

Key words: bond market, bond market development trends, bond market development valuation model, stock and bond concept.

Petrovska K. Lietuvos obligacijų rinkos plėtros kryptys / Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. dr. Irena Mačerinskienė. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. – 97 p.

SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA

Vertybinių popierių rinka yra neatsiejama rinkos ekonomikos dalis. Pagal šios rinkos būklę galima spręsti apie šalies ekonominius ypatumus, o lyginant ją su kitais ekonominiais rodikliais, ir apie ekonominę šalies būklę. Išsivysčiusioje ekonomikoje didesnę šios rinkos dalį sudaro investavimas į skolos vertybinius popierius – obligacijas, taip suteikiant bendrovėms ir valstybei trūkstamas lėšas investicijoms, o kreditoriams – pelną mokamų palūkanų pavidalu. Šio darbo tyrimo objektas – Lietuvos obligacijų rinka ir jos plėtros veiksniai. Tyrimo tikslas – išanalizavus obligacijų rinką Lietuvoje, nustatyti pagrindines jos plėtros kryptis. Tyrimo uždaviniai yra atskleisti obligacijų rinkos plėtros veiksnius, parengti obligacijų rinkos plėtros vertinimo metodologiją, ir, įvertinus Lietuvos obligacijų rinką ir jos plėtros veiksnius, nustatyti potencialias šios rinkos plėtros kryptis. Atlikus mokslinės literatūros analizę ir apibendrinimą, parengtas conceptualus obligacijų rinkos vertinimo modelis, apimantis pagrindinius obligacijų rinkos bei jos plėtros veiksnių įvertinimo parametrus, ir rodiklių apskaičiavimo metodika.

Magistro baigiamąjį darbą sudaro įvadas, trys skyriai, išvados ir literatūros sąrašas. Pirmajame skyriuje pateikta vertybinių popierių ir obligacijų koncepcijos, apibrėžti pagrindiniai obligacijų rodikliai, atskleistas vyriausybės obligacijų išleidimo procesas ir išskirti obligacijų rinkos plėtros veiksniai. Antrajame skyriuje pateikta obligacijų rinkos vertinimo metodika, taip pat šios rinkos plėtros veiksnių vertinimo metodika ir parengtas obligacijų rinkos plėtros vertinimo modelis. Trečiajame skyriuje pateikta atskirų šalių ir Lietuvos obligacijų rinkos analizė, įvertinti Lietuvos obligacijų rinkos plėtros veiksniai. Remiantis Lietuvos obligacijų rinkos ir plėtros veiksnių analize, nustatytos Lietuvos obligacijų rinkos plėtros galimybės ir trukdžiai.

Lietuvos obligacijų rinka išvystyta menkai. Joje dominuoja VVP, sudarydami 99 proc. visos obligacijų rinkos. Tuo tarpu didžioji dalis kitų bendrovių paskolų imama bankinių paskolų rinkoje. Nedidelę dalį – 11 proc. – obligacijos sudaro ir bendroje skolinto kapitalo rinkoje. Į dalyvavimą obligacijų rinkoje menkai įtraukti namų ūkiai. Dėl šių priežasčių rinka turi mažą likvidumą antrinėje rinkoje. Vienintelis teigiamai įvertintas rodiklis – rinkos patrauklumas, tačiau tokio vertinimo jis nusipelnė dėl įprastinėmis rinkos sąlygomis nenormalaus VVP dominavimo rinkoje.

Daugumos obligacijų rinkos plėtros veiksnių įtaka obligacijų rinkos plėtrai vertintina tik patenkinamai. Bendra ekonominė situacija, infliacija, bankų paskolų ir tarpbankinė paskolų normos

nesudaro prielaidų rimtesnei obligacijų rinkos plėtrai. Oficialios rinkos taisyklės turėtų teigiamai veikti obligacijų rinką, tačiau realią situaciją iškreipia faktinė Vyriausybės veikla. Valstybė skolindamasi labiau orientuojasi į užsienio rinkas, siekdama trumpalaikės naudos. Rinkos taisyklėse sudarytos landos piktnaudžiavimams ir dirbtiniam kainos kėlimui, o jos mažina bendrą rinkos patrauklumą.

Potencialios vidaus rinkos obligacijų plėtros kryptys yra bendrovių skatinimas skolintis obligacijų rinkoje, valstybės skolinimosi perorientavimas į vidaus rinką, valstybės skolinamų lėšų tikslinis panaudojimas, siekiant sukelti ilgalaikius efektus ekonomikoje, skaidrus VVP palūkanų normos reguliavimas ir visuomenės švietimas obligacijų naudos klausimu ir skatinimas dalyvauti obligacijų rinkoje.

Petrovska K. Lithuanian bond market development trends / Master's Work in Financial Markets. Supervisor prof. dr. Irena Mačerinskienė. – Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2013. – 97 p.

SUMMARY

Stock market is integral part of the market economy. According to the state of this market we can solve the country's economic characteristics, and comparing it with other economic indicators we can solve economic situation in the country. In a developed economy a larger part of the market is an investment in debt securities - bonds, thereby giving companies and the state lacking investment funds and lenders – profit in the form of interest paid. The object of this study are Lithuanian bond market and its development factors. The main goal of the study is through analysis of the bond market in Lithuania to establish its main development directions. Objectives of the study are to reveal the bond market development factors, to prepare a bond market development evaluation methodology and after evaluation of Lithuanian bond market and its development factors to determine the potential directions of this market development. After the literature analysis and synthesis there is prepared a conceptual bond market valuation model including key bond market and its development factors valuation parameters and the calculation methodology of those parameters.

Master's work consists of an introduction, three chapters, conclusions and references. The first chapter describes the stock concept and bond concept, defines main bond indicators, disclose government bond issuance process and the bond market development factors. The second chapter lists the bond market valuation methods as well as the development of the market factors evaluation methodology and describes the the bond market development valuation model. The third section lists the different countries and Lithuania bond market analysis, evaluate Lithuanian bond market development factors. According to the Lithuanian bond market and its development analysis the Lithuanian bond market development opportunities and obstacles are disclosed.

Lithuanian's bond market is poorly developed. There are dominated government bonds forming 99 percent the total bond market. Meanwhile most other companies loans are taken in the bank loan market. Bonds are a relatively small part – 11 percent - of the overall debt market too. The households are poorly involved in participation in the bond market. For these reasons the market has low liquidity on the secondary market. The only positive evaluated indicator is a market attractiveness but this assessment it deserves due to in normal market conditions abnormal GS dominance. Most bond market development factors influence to the development of the bond market to be judged merely satisfactory. General economic situation, inflation, bank lending and interbank lending rates have not assumptions

for more severe bond market development. The official market rules should positively impact the bond market, but the real situation distorts the actual activity of the Government. Government is by borrowing more oriented towards foreign markets to short-term gains. Market rules allow canal for abuse and artificial price increases while it decreases the overall attractiveness of the market.

Potential domestic bond market development trends are promoting companies to borrow in the bond market, the reorientation of borrowing on the domestic market, the lending target usage to cause long-term effects of the economy, interest rates on government securities transparent regulation and public education about the bond issue and encouraging participation in the bond market.

PRIEDAI

OBLIGACIJŲ REITINGINIS ĮVERTINIMAS

Vertinimo indeksas		Indekso reikšmė
"Standart and Poor's"	"Moody's"	
AAA	Aaa	Mokios Didelis patikimumas – aukščiausia kategorija. Gebėjimas apmokėti skolos ir procentų sumą.
AA	Aa	Patikimos – aukšta kokybė. Didele skolos ir procentų sumos apmokėjimo.
A	A	Vidutinė kokybė – aukščiausia kategorija. Gebėjimas apmokėti skolos ir procentų sumą, esant dideliam jautrumui nepalankiai konjunktūrai.
BBB	Bbb	Vidutinė kokybė žemiausia kategorija. Kapitalo pakankamumas skolai apmokėti, didelis jautrumas nepalankiai konjunktūrai
BB	Bb	Spekuliacinės Neapibrėžtas mokumas. Galimybė duotuoju momentu padengti skolas.
B	B	Žemas patikimumo laipsnis. Galimybė duotuoju momentu padengti skolas.
CCC	Ccc	Didelė nemokėjimo rizika.
CC	Cc	Didelio spekuliacinio lygio, su didesniu nemokumo rizikos laipsniu nei CCC ir Ccc
C	C	Didelio spekuliacinio lygio, su didesniu nemokumo rizikos laipsniu nei CC ir Cc
P	p	Turinčios nepadengiamą įsiskolinimą

Šaltinis: Graham, Dodd, Buffett, 2008

2 PRIEDAS

OBLIGACIJŲ RINKOS EMISIJOS IR APYVARTOS

Straipsnis	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
VP rinkos kapitalizacija, mln. Lt	28.206	30.005	26.950	12.000	14.906	18.816	15.462	16.195
Obligacijų kapitalizacija, mln. Lt	4.254	3.321	3.154	2.995	3.790	4.246	4.623	5.865
VVP atviros emisijos, mln. Lt	3.898	2.939	2.723	2.549	3.586	4.194	4.546	5.795
ne VVP atviros emisijos, mln. Lt	356	381	431	447	204	51	77	70
iš jų nefinansinės institucijos, mln. Lt	26	56	116	120	26	21	0	21
iš jų finansinės institucijos, mln. Lt	330	325	315	326	178	30	77	49
Obligacijų rinkos apyvartos, mln. Lt	761	1.585	1.224	2.418	1.695	261	525	1.802
Obligacijų rinkos apyvartos, tūkst. vnt.	7.197	14.344	11.570	23.127	16.190	1.988	4.439	16.754
Obligacijų aukcionai, mln. Lt	1.310	1.100	903	1.558	2.220	2.385	2.022	3.265
Išleistos obligacijų emisijos, tūkst. vnt.	13.100	11.000	9.026	15.584	22.200	23.282	19.318	32.650
Paraiškos pirkti obligacijas, mln. Lt	2.850	2.182	2.833	2.670	5.541	5.204	4.223	8.370

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Vertybinių popierių rinkos kapitalizacija. 2013, Vertybinių popierių prekybos statistika. 2013.

3 PRIEDAS

LIETUVOS OBLIGACIJŲ AUKCIONŲ RODIKLIAI 2005 – 2012 m.

Straipsnis	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Mažiausias siūlytas pelningumas(%) max	3,850	4,345	4,890	7,150	9,450	5,980	5,585	5,500
Mažiausias siūlytas pelningumas(%) min	2,000	2,600	3,560	4,160	3,600	1,430	1,220	0,410
Didžiausias įvykdytų pavedimų pelningumas (%) max	3,920	4,380	4,920	12,390	10,800	6,275	5,890	5,630
Didžiausias įvykdytų pavedimų pelningumas (%) min	2,050	2,690	3,875	4,470	4,900	1,460	1,365	0,490
Vidutinis svertinis pelningumas (%)	2,660	3,130	4,250	6,230	7,830	3,390	2,990	2,500
Bendra konkurencinių pavedimų paklausa nominalia verte, mln. Lt	2.709	2.083	2.748	2.570	5.292	4.675	3.847	7.573
Bendra nekonkurencinių pavedimų paklausa nominalia verte, mln. Lt	141,20	98,90	84,80	99,40	249,03	529,42	375,35	796,69
Išplatintas kiekis nominalia verte, mln. Lt	1.310	1.100	903	1.558	2.220	2.385	2.022	3.265
Obligacijų kiekis, tūkst.vnt.	13.100	11.000	9.026	15.584	22.200	23.282	19.318	32.650

Šaltinis: sudaryta autorės pagal VVP aukcionai biržoje, 2013.

4 PRIEDAS

INVESTUOTOJAI Į LIETUVOS VERTYBINIUS POPIERIUS 2013 01 31

Investuotojai	2013.01.31					
	LT nuosavybės VP		LT akcinių bendrovių skolos VP		LT vyriausybės VP	
	mln. LTL	%	mln. LTL	%	mln. LTL	%
Namų ūkiai	2.470	9,8	247	21,8	957	14,9
Namų ūkius aptarnaujančios ne pelno institucijos	6	0,0	0	0,0	11	0,2
Centrinis bankas	0	0,0	0	0,0	60	0,9
Kitos pinigų finansinės institucijos	30	0,1	64	5,6	3.273	51,0
Kiti finansiniai tarpininkai, išskyrus draudimo korporacijas ir pensijų fondus	203	0,8	3	0,3	69	1,1
Finansiniai pagalbininkai	28	0,1	0	0,0	186	2,9
Draudimo korporacijos ir pensijų fondai	32	0,1	44	3,9	1.217	19,0
Centrinė valdžia	3.307	13,1	0	0,0	38	0,6
Vietinė valdžia	958	3,8	0	0,0	0	0,0
Socialinės saugos fondai	3	0,0	0	0,0	0	0,0
Valstybinės nefinansinės korporacijos	2.495	9,9	143	12,6	147	2,3
Nacionalinės privačios nefinansinės korporacijos	3.717	14,7	178	15,7	209	3,3
Užsienio kontroliuojamos nefinansinės korporacijos	65	0,3	60	5,3	6	0,1
Iš viso rezidentai:	13.312	52,7	740	65,1	6.173	96,2
Iš viso nerezidentai:	11.963	47,3	397	34,9	246	3,8
Iš viso:	25.275	100,0	1.137	100,0	6.419	100,0

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūra, 2013.

5 PRIEDAS

MAKROEKONOMINIAI LIETUVOS RODIKLIAI 2005 – 2011 m.

Straipsnis	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bankų paskolų metinė palūkanų norma, proc.	4,91	5,09	6,73	8,07	8,09	5,06	5,01
Tarpbankinė palūkanų norma, proc.	2,88	3,02	5,15	6,03	7,25	1,4	1,04
indėlių nuo 1 metų palūkanų norma	3,52	3,66	4,52	6,69	9,47	4,19	2,73
Infliacija, proc.	3	4,5	8,1	8,5	1,3	3,8	3,4
BVP to meto kainomis, mln. Lt	72.402	83.227	99.229	111.920	92.032	95.323	106.370
Valstybės skola, mln. Lt	13.276	14.939	16.698	17.375	26.983	36.127	40.962
Valstybės užsienio skola, mln. Lt	7.984	10.195	11.200	11.126	18.944	26.817	30.758
Valstybės vidaus skola, Lt	5.292	4.743	5.498	6.249	8.039	9.310	10.203
Valstybės sektoriaus deficitas, mln. Lt	-362	-371	-1.001	-3.687	-8.682	-6.869	-5.848
Eksportas, mln. Lt	32.767	38.888	43.192	55.511	40.732	54.039	69.643
Importas, mln. Lt	43.152	53.275	61.504	73.006	45.311	60.953	78.160

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Makroekonominiai valstybės rodikliai (1), 2013, Makroekonominiai valstybės rodikliai (2), 2013, Bankų statistikos metraštis. Lietuvos bankas, 2012

6 PRIEDAS

LIETUVOS BANKINĖS PASKOLŲ RINKOS DUOMENYS 2005 – 2011 m.

Straipsnis	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Visos bankų vidaus paskolos, mln. Lt	33.124	44.692	62.843	73.787	68.517	66.234	63.659
Bankų paskolos namų ūkiams, mln. Lt	9.363	15.844	25.040	30.197	28.893	27.353	26.121
Bankų paskolos įmonėms ir valstybei, mln. Lt	23.761	28.848	37.803	43.589	39.624	38.882	37.538
Namų ūkių indėliai, mln. Lt	14.217	18.562	23.481	24.693	25.525	27.121	26.654
vienadieniai, mln. Lt	6.980	9.017	10.437	8.514	8.050	10.401	11.587
sutarto termino, mln. Lt	7.078	9.371	12.891	15.952	17.326	16.512	14.830
indėliai nuo 2 metų, mln. Lt	228	283	243	201	264	367	504

Šaltinis: Bankų statistikos metraštis. Lietuvos bankas, 2012