

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETO  
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETO  
EKONOMIKOS KATEDRA**

JURGITA MONTVYDAITĖ  
Magistrantūros dieninių studijų finansų rinkų programos  
II kurso FRmd5 – 01 gr. studentė

**LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA IR JOS RAIDA**

Magistro baigiamasis darbas

Darbo vadovas –  
Prof. G. Davulis

Vilnius, 2007

## TURINYS

ĮVADAS .....	3
1. VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA, JOS RAIDA IR KLASIFIKAVIMAS .....	5
1.1. Vertybinių popierių rinkos atsiradimas ir vystymasis .....	5
1.2. Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimosi ypatumai .....	7
1.3. Vertybinių popierių rinkos klasifikavimas .....	11
2. VERTYBINIŲ POPIERIŲ FORMOS IR RŪŠYS .....	15
2.1. Vertybinių popierių formos .....	15
2.2. Vertybinių popierių rūšys .....	16
2.2.1. <i>Akcijos</i> .....	17
2.2.2. <i>Obligacijos</i> .....	20
2.2.3. <i>Hipotekos lakštai</i> .....	21
2.2.4. <i>Vekseliai</i> .....	22
2.2.5. <i>Išvestinės finansinės priemonės</i> .....	24
2.3. Akcijų kainas veikiantys veiksniai .....	27
3. LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS INFRASTRUKTŪRA .....	30
3.1. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija .....	30
3.2. Vertybinių popierių birža .....	35
3.3. Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas .....	38
3.4. Kliringo bankas .....	43
3.5. Viešosios apyvartos tarpininkai .....	44
3.6. Emitentai ir investuotojai .....	48
4. LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS VEIKLOS ANALIZĖ .....	53
IŠVADOS .....	62
SANTRAUKA .....	64
SUMMARY .....	65
LITERATŪRA .....	66

## IVADAS

**Temos aktualumas.** Rinka yra mechanizmas, suvedantis prekių ar paslaugų pirkėjus ir pardavėjus. Finansų rinkose prekė yra finansinis turtas. Finansų rinkos yra svarbi ekonomikos dalis, nes per jas vyksta finansavimo ir investavimo procesai. Todėl kuo labiau išsivysčiusi šalies ekonomika, tuo daugiau investicijų yra finansinės, o ne materialios. G. Kancerevyčius (2004) finansines rinkas skiria į dvi dalis – vertybinių popierių rinkas ir bankinių kreditų rinkas. Pastarojoje išipareigojimų dokumentai paprastai negali būti perleisti kitiems savininkams. Tuo tarpu vertybiniai popieriai arba finansiniai instrumentai yra investuotojo pretenzijų į tam tikrą nuosavybę įrodymai, kurie gali būti perleidžiami kitam investuotojui.

Vertybinių popierių rinka, būdama finansų rinkos posisteme, sudaro sąlygas efektyviam finansinių išteklių paskirstymui ir perskirstymui tarp atskirų ekonominių subjektų ir yra neatskiriama rinkos ekonomikos dalis. Investicijos į vertybinių popierių yra svarbios tiek mikro, tiek makro ekonomikos požiūriu. Mikroekonominiame lygyje vertybinių popierių rinkos efektyvus funkcionavimas sudaro sąlygas įmonėms, emituojant vertybinius popierius, pritraukti ūkinės veiklos vykdymui reikalingas finansines lėšas. Makroekonominiu požiūriu vertybinių popierių rinkos reikšmė pasireiškia tuo, kad jos pagalba kaupiamas ir efektyviai paskirstomas kapitalas, to pasekoje didėja šalies nacionalinis produktas.<sup>1</sup> Taigi vertybinių popierių rinka glaudžiai susijusi su visos šalies ūkiu, todėl jos ryšys su ekonominiu šalies vystymusi yra abipusis: gerėjant bendrai ekonominei situacijai, kartu tampa aktyvesnė ir vertybinių popierių rinka; plėtojantis vertybinių popierių rinkai – spartėja šalies ekonominis augimas. Tuo pasireiškia vertybinių popierių rinkos svarba tiek valstybės, tiek gyventojų gerovei.

Nors Lietuvoje vertybiniai popieriai buvo išleisti jau XIX amžiaus pabaigoje, tačiau vertybinių popierių rinkos teisinis reglamentavimas atsirado tik 1992 metais Vyriausybei priėmus nutarimą dėl Vertybinių popierių komisijos bei Vertybinių popierių biržos įkūrimo. Šiuo nutarimu atsirado institucijos, užtikrinančios sandorių vykdymo sąlygas, sandorių saugumą bei vykdymo efektyvumą. Šios institucijos sudaro vertybinių popierių rinkos infrastruktūrą, kuri užtikrina vertybinių popierių rinkos efektyvų funkcionavimą ir kurios tikslas – investavimo rizikos mažinimas.

**Darbo tikslas** – išanalizuoti Lietuvos vertybinių popierių rinką.

Darbo tikslui pasiekti, iškelti šie **darbo uždaviniai**:

1. aptarti vertybinių popierių rinkos klasifikavimą;
2. apžvelgti vertybinių popierių rinkos raidą;

---

<sup>1</sup> Tvaronavičienė M., Rafael Ž. Vertybinių popierių rinka Lietuvoje: aktyvumo įvertinimas bei pagrindinių veiksnių analizė// Verslas: teorija ir praktika. 2004, T5 Nr. 1. P.10.

3. aptarti vertybinių popierių formas bei rūšis;
4. aptarti Lietuvos vertybinių popierių rinkos infrastruktūrą, jų funkcijų kitimą bei atliktą darbą;
5. atlikti Lietuvos vertybinių popierių rinkos veiklos analizę.

**Tyrimo metodai:**

1. Dokumentų turinio analizė;
2. Tyrimo metodas, pagrįstas istorinių duomenų analize.

**Tyrimo objektas** – Lietuvos vertybinių popierių rinka.

Pirmame šio darbo skyriuje autorė apžvelgia vertybinių popierių rinkos atsiradimą ir trumpai, iš istorinės perspektyvos šiuo metu didžiausias bei svarbiausias pasaulio vertybinių popierių biržas. Toliau trumpai aptarti pirmieji vertybiniai popieriai, išleisti Lietuvoje bei nagrinėjama Lietuvos vertybinių popierių rinka. Taip pat pirmame skyriuje yra pateiktas vertybinių popierių rinkos klasifikavimas.

Antrajame skyriuje apžvelgti vertybinių popierių formos, jų rūšys bei akcijų ir obligacijų kursų veikiantys veiksniai.

Trečiajame skyriuje apžvelgiama Lietuvos vertybinių popierių rinkos infrastruktūra, jų funkcijų kitimas, infrastruktūros institucijų atliktas darbas, o ketvirtajame skyriuje išnagrinėta Lietuvos vertybinių popierių rinkos veikla pagal apyvartą, kapitalizaciją, apyvartos pasiskirstymą pagal prekybos sąrašus bei pagal sandorių tipus.

# 1. VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKA, JOS RAIDA IR KLASIFIKAVIMAS

## 1.1. Vertybinių popierių rinkos atsiradimas ir vystymasis

Vertybiniai popieriai žinomi nuo vėlyvųjų viduramžių. Pirmieji atsirado skolos vertybiniai popieriai, kurie buvo žinomi nuo XIII amžiaus. Atsiradus biržoms, pradžioje buvo prekiaujama daugiau obligacijomis nei akcijomis.

Skolos vertybinius popierius leisdavo daugiausia Vyriausybės ir geležinkelio kompanijos, kurioms reikėjo lėšų infrastruktūrai kurti.

Vyriausybės vertybiniais popieriais pradėta prekiauti jau XIII amžiaus viduryje. Šiais vertybiniais popieriais pradėjo prekiauti Venecijos bankininkai, tačiau 1351 metais Venecijos valdžia uždraudė prekybą vertybiniais popieriais. XIV amžiuje prekyba vyriausybės vertybiniais popieriais buvo galima tik laisvuose miestuose, kuriuos valdė ne hercogai, o piliečių taryba. Todėl Pizos, Veronos, Genoa ir Florencijos bankininkai pradėjo prekybą vyriausybės vertybiniais popieriais.

XVI – XVII amžiuje pradėjo steigtis akcinės bendrovės, kurios leido akcininkams investuoti į rizikingą verslą ir gauti dalį pelno arba nuostolio. Daugiausia tai buvo anglų ir olandų kompanijos prekybai su Rytų Indija ir Amerika. Anglijoje akcinės bendrovės taip pat buvo steigiamos anglies kasybos, drenavimo ir kitoms daug kapitalo reikalaujančioms veikloms finansuoti.

1602 m. pirmąsias akcijas **Amsterdamo** akcijų biržoje išplatino Olandijos Rytų Indijos bendrovė, pavadinusi šiuos vertybinius popierius dalyvaujančiais bendrovės veikloje. Tai buvo pirmoji bendrovė, kurios akcijomis buvo prekiaujama viešai.

Tuomet makleriai sandorius sudarinėdavo tiesiog gatvėje arba kavinėje. Amsterdamo birža buvo įsikūrusi senojoje bažnyčioje, vėliau – naujojoje. Pramoninės revoliucijos laikais vertybiniai popieriai labai paplito, todėl 1773 metais makleriai ėmė nuomoti dalį Karališkosios pinigų keityklos. Taip atsirado pirmoji organizuota birža.

**JAV.** 1790 metais JAV federalinė valdžia visą federalinę ir valstijų skolą, atsiradusią dėl revoliucijos karo, refinansavo ir išleido 80 milijonų dolerių vertės vyriausybės vertybinių popierių emisiją. Tai buvo pirmoji JAV viešai išplatinta emisija, kuri žymi JAV investicijų rinkos atsiradimą. 1792 metais jau buvo suprekiuoti 5 vertybiniai popieriai: 3 vyriausybės vertybiniai popieriai ir 2 bankų akcijos. 1792 m. gegužės mėn. 17 dieną, kai 24 brokeriai pasirašė Buttonwood Agreement susitarimą dėl prekybos už komisinius ir po medžiu, gatvėje pradėjo savo veiklą. Šiuo susitarimu buvo įkurta didžiausia JAV ir viena didžiausių bei svarbiausių biržų pasaulyje – **Niujorko akcijų birža** (NYSE).

Grupė brokerių Niujorko gatvėje prekiavo nelistinguojamomis Niujorko akcijų biržoje akcijomis bei 1850 m. įkūrė biržą, kuri buvo pavadinta Lauko birža. 1910 m. buvo įvestos formalios prekybos taisyklės ir pakeistas pavadinimas į Niujorko lauko biržą. 1921 m. birža persikėlė į pastato vidų ir tęsė prekybą kitose biržose nelistinguojamomis akcijomis. 1953 m. šios biržos pavadinimas buvo pakeistas į **Amerikos akcijų biržą** (AMEX).

Listingo reikalavimai šioje biržoje mažesni, todėl daugelis įmonių iš pradžių su savo akcijomis patenka į Amerikos akcijų biržą, o sustiprėjusios persikelia į Niujorko akcijų biržą. Nei viena akcija tuo pačiu metu nėra listinguojama ir Niujorko akcijų biržoje, ir Amerikos akcijų biržoje.

**NASDAQ** yra labai svarbi JAV vertybinių popierių rinkos dalis. Ji niekada neturėjo biržos statuso, nors pagal rinkos kapitalizaciją ji yra antroji po Niujorko akcijų biržos.

NASDAQ yra elektroninės prekybos sistema, per kurią skelbiamos kitur nelistinguojamų, kartais ir labai nelikvidžių, užbiržinės rinkos akcijų kainos. Informaciją pateikia dileriai, o NASDAQ surenka duomenis per elektroninius ryšių tinklus ir sukompnuoja juos į vieną vietą bei paskelbia.

**Didžioji Britanija.** Londono akcijų birža yra viena seniausių biržų pasaulyje. Kaip ir daugelis senųjų biržų, viskas prasidėjo nuo kavinių. 1698 metais John Castaing kavinėje Jonathan's Coffee – house pradėjo leisti akcijų ir prekių kainų sąrašą, pavadintą „The Course of the Exchange and other things“. 1761 metais 150 akcijų brokerių ir dilerių kavinėje „Jonathan's Coffee – house“ įkūrė klubą, kuris perka ir parduoda akcijas. 1773 m. New Jonathan's Coffee House tapo neformalia akcijų birža, o 1801 m. kovo mėn. 3 dieną žymi pirmos reguliuojamos biržos Didžiojoje Britanijoje atsiradimą. 1836 metais buvo atidarytos pirmosios regioninės biržos – Mančesterio ir Liverpulio. 1973 metais 11 britų ir airių regioninės biržos susijungė su Londono birža.

**Japonija.** Didžiausia Japonijoje bei viena didžiausių ir svarbiausių biržų pasaulyje – Tokijo akcijų birža – buvo įkurta 1878 metais ir veikė iki 1943 metų, kai kvazivyriausybė organizacija Japonijos akcijų birža apjungė visas Japonijos biržas. 1947 metais ši organizacija buvo panaikinta ir 1949 metais buvo atkurta Tokijo akcijų birža. Japonijoje dar yra keturios regioninės biržos – Osakos, Nagojos, Kioto, Saporos. Anksčiau buvo Fukuokos ir Niigatos akcijų biržos, bet 2000 metais jos susijungė su Tokijo akcijų birža.

**Vokietija.** Vokietijoje yra aštuonios biržos – Berlyne, Bremene, Diuseldorfe, Frankfurte, Hamburge, Hanoveryje, Miunchene ir Štutgarte, iš kurių didžiausia yra Frankfurto akcijų birža.

Frankfurto akcijų biržos įkūrimas minimas 1585 metais, kai grupė pirklių susitiko tam, kad suvienodintų valiutos kursus. Nuo tos dienos pirkliai periodiškai susitikdavo peržiūrėti ir pakoreguoti valiutos kursus. 1605 metais šiems susitikimams buvo duotas Biržos pavadinimas.

## 1.2. Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimosi ypatumai

Kaip minėta anksčiau šiame skyriuje, akcinės bendrovės pasaulyje ėmė steigtis jau XVI amžiuje ir XVII amžiaus pradžioje buvo išleista pirma viešai išplatinta akcijų emisija. Tačiau Lietuvoje akcijos imtos platinti tik XIX a. pirmoje pusėje, Klaipėdoje įsteigus pirmąją akcinę bendrovę, tačiau vertybinių popierių rinka susiformavo tik XIX a. pabaigoje, kai visoje šalyje pradėjo steigtis akcinės bendrovės.

Lietuvos banko organizuotoje parodoje buvo eksponuoti seniausi vertybiniai popieriai, išleisti nuo XIX a. pabaigos iki Lietuvos valstybingumo atkūrimo 1918 m. Tai valstybės ir savivaldybių paskolų lakštai, bankų ir kitų kredito įstaigų vertybiniai popieriai, akcinių bendrovių vertybiniai popieriai, išleisti Lietuvos Respublikoje 1918 – 1940 m. bei iki 1918 m. išleistų turinės teisės dokumentai ir miestų paskolų obligacijos, kuriuos galėjo leisti tik Lietuvoje įsteigtą arba čia savo skyrius turėjusios akcinės bendrovės. Tuo metu Lietuvoje gausiai cirkuliavo, bet išleisti ne Lietuvos įmonių bei vyriausybės: 1918 – 1940 m. valstybės išdo, vidaus ir užsienio paskolų, įkaito lakštai, paskolų kvitai, bankų, kitų akcinių bendrovių laikinieji žyminiai.

Lietuvoje vertybinių popierių birža veikė 1923 – 1940 metais Kaune (su pertrauka 1935 – 1937 m. ). Pradžioje joje buvo kotiruojamos užsienio valiutos (1928 m. jų pardavė už 79,6 mln. Lt, 1934 m. – už 40,3 mln. Lt), kai kurie valstybės išleidžiami vertybiniai popieriai (Lietuvos banko akcijos, valstybinės paskolos lakštai, nuo 1931 m. – Žemės ūkio banko įkaito paskolų lakštai). Po pertraukos buvo prekiaujama tik vertybiniais popieriais, nes nuo 1935 metų užsienio valiutų kursą nustatinėjo Lietuvos bankas. 1926 – 1936 metais Fondų birža veikė ir Vilniuje. Prasidėjus Antrajam pasauliniam karui biržų veikla apmirė.<sup>2</sup>

Lietuvos ekonomikos reformos prasidėjo kartu su Lietuvos Respublikos Nepriklausomybės atkūrimu, įteisinsiu privačią nuosavybę. Reformos buvo pradėtos nuo valstybinio sektoriaus privatizavimo, kuriam prasidėjus buvo padėtas pagrindas vertybinių popierių rinkos kūrimuisi, nes čia pradėjo formotis du vertybinių popierių rinkos dalyviai – emitentai ir investuotojai.

Esant tokiai situacijai, sparčiam vertybinių popierių rinkos plėtojimuisi Lietuvoje nebuvo tinkamų sąlygų. Tačiau gimusi nauja ekonominių santykių grupė turėjo būti reglamentuota, atsirado poreikis ir institucijų, kurios šiuos santykius aptarnautų. Privatizacijos metu išleistos akcijos vėliau tapo pirkimo ir pardavimo objektu. Būtent šios akcijos ir buvo pirmieji vertybiniai popieriai Lietuvoje po Nepriklausomybės atkūrimo, ir jų atsiradimas lėmė struktūrų, užsiimančių vertybinių popierių tvarkymu, sukūrimą.

---

<sup>2</sup> Rasteniene A. Vertybinių popierių rinka. - Vilnius: Lietuvos informacijos institutas, 1998. P.17

Lietuva – pirmoji iš Pabaltijo šalių – pradėjo formuoti vertybinių popierių rinką, kuri jos reguliavimo bei kitas su ja susijusias institucijas. Pradinis vertybinių popierių rinkos kūrimo etapas buvo sunkus ir sudėtingas, nes tai sąlygojo įvairios priežastys:<sup>3</sup>

1. Vertybinių popierių rinką buvo naujas reiškinys Lietuvos ekonomikoje;
2. Ekonominės sąlygos buvo nepalankios – didėjo ekonomikos smukimas, nutrūkus ryšiams su Rusija ir kitomis NVS šalimis, dalis įmonių prarado žaliavų ir realizavimo rinkas;
3. Investicinio mentaliteto stoka. Privatizavimo metu įsigiję akcijų, Lietuvos gyventojai paprasčiausiai susidūrė su nauju reiškiniu, ir jų elgesys buvo sunkiai prognozuojamas;
4. Nebuvo geros teisinės bazės, todėl vertybinių popierių rinkoje neišvengta apgaulės bei sukčiavimo atvejų;
5. Informacijos apie vertybinius popierius bei finansų maklerius stoka ir patikimumas.

Nuo pat įsikūrimo pradžios Lietuvos, kaip ir kitų Baltijos šalių biržos kentėjo dėl menko likvidumo ir menko užsienio investuotojų pripažinimo, o šias problemas buvo galima spręsti tik pritraukiant investuotojų ir užtikrinant šiose biržose listinguojamų vertybinių popierių likvidumą. Tai įmanoma padaryti tik atvėrus kelius į kitų išvystytų šalių biržas.

Norėdamos sudaryti geresnę prieigą ir sumažinti investavimo barjerus, 1999 m. balandžio 24 d. Nacionalinė vertybinių popierių birža kartu su Talino ir Rygos vertybinių popierių biržomis pasirašė bendradarbiavimo memorandumą, kuriuo remiantis buvo suformuota bendra europinė erdvė – bendroji Baltijos rinka. Pagrindinis šios rinkos tikslas – pritraukti daugiau investuotojų, padidinti likvidumą bei iki minimumo sumažinti trijų rinkų skirtumus. Bendra Baltijos rinka apima:

- Bendrą Baltijos šalių vertybinių popierių sąrašą;
- Bendrą Baltijos šalių pagrindinių bendrovių vertybinių popierių indeksą;
- Bendrą prekybos sistemą bei prieigą;
- Bendrą rinkos informacinę svetainę;
- Suderintą rinkos praktiką ir taisykles.<sup>4</sup>

Lietuvos Vyriausybė siekia suaktyvinti vertybinių popierių rinkos veiklą ir šio tikslo siekdama ėmėsi nemažai skatinančių priemonių: atsisakyta pirkėjų ir parduodamų akcijų

---

<sup>3</sup> Pekarskienė I. Nacionalinė vertybinių popierių birža ir ją veikiantys makroekonominiai veiksniai// Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. 2001, Nr. 17. P.129.

<sup>4</sup> Lileikienė A., Stašys R., Rimkevičienė A. Baltijos vertybinių popierių rinkos ypatumai// Vadyba. 2005, Nr.1(6). P.110.



skaičiaus ribojimo; panaikintas kapitalo prieaugio mokestis; supaprastinta vertybinių popierių įkeitimo procedūra; atsisakyta tiesioginiais sandoriais įgyjamų vertybinių popierių kainų ribojimo; vertybinių popierių biržos valdybai suteikta teisė atleisti biržos narius nuo kasmetinių įmokų už tiesioginį sandorį, jei įrodoma, kad sandoris buvo sudarytas dėl klaidos ar dėl šitos priežasties nutrauktas; 2001 metais pradėjo veikti naujas Akcinių bendrovių įstatymas; 2002 metais įsigaliojo patikslintas Vertybinių popierių rinkos įstatymas. Deja, tai nedavė pageidaujamo postūmio vertybinių popierių rinkai.

Laisvosios rinkos institutas Nacionalinės vertybinių popierių biržos ateitį, jos gyvybingumą sieja tik su globalizacijos procesais, integracija į pasaulio kapitalo judėjimą bei mano, kad racionalų ir ekonomiškai pagrįstą sprendimą, susijusį su tolesnėmis Nacionalinės vertybinių popierių biržos plėtros perspektyvomis, gali priimti tik privatus savininkas, suinteresuotas efektyvia Biržos veikla.

Baltijos šalių biržos, 1999 m. rugsėjo 24 d. gavusios oficialų NOREX aljanso, į kurį įėjo Stokholmo, Kopenhagos, Oslo ir Reikjaviko vertybinių popierių biržos, kvietimą, 2000 m. gegužės 2 dieną Lietuvos, Latvijos ir Estijos biržos pasirašė ketinimų protokolą dėl bendradarbiavimo su šiuo aljansu. Pagrindinis tokio bendradarbiavimo tikslas turėjo būti bendros Skandinavijos ir Baltijos šalių vertybinių popierių rinkos sukūrimas naudojant elektroninę prekybos sistemą „SAX2000“. Sukūrus tokį aljansą, buvo numatoma, kad visų šalių biržos ir toliau išliktų savarankiškos, tačiau būtų naudojama bendra prekybos sistema, suvienodinti mokesčiai ir prekybos taisyklės.

Šiaurės ir Baltijos rinka pradinėje stadijoje turėjo apimti Švedijos, Norvegijos, Danijos ir Suomijos rinkas. Prekyba šioje rinkoje turėjo vykti elektroniniu būdu ir metinė apyvarta šioje jungtinėje rinkoje turėjo būti apie 150 – 200 mlrd. JAV dolerių. Bendra Šiaurės šalių birža turėjo įsikurti Kopenhagoje ir oficialiai galėtų vadintis Šiaurės birža (Nordic exchange).

Tačiau 2001 metais buvo oficialiai sustabdytas bendradarbiavimas su Šiaurės Europos biržos aljansu NOREX. Ū. Adamson ir G. Baranausko nuomone pagrindine neįvykusio susijungimo priežastimi tapo potencialios integracijos kaštai. Dėl mažų apyvartų Pabaltijo šalių biržose, NOREX aljansas negalėjo tikėtis reikšmingo indėlio į savo verslą, o tuo labiau didelio pelno. Pabaltijo šalių biržų gaunamos įplaukos iš prekybos komisinių negalėjo pateisinti įsigijimo naujos bei brangios prekybos sistemos SAXESS.<sup>5</sup>

Kaip jau minėta anksčiau šiame skyriuje, pritraukti investuotojus ir užtikrinti Baltijos biržose listinguojamų vertybinių popierių likvidumą galima tik atvėrus kelius į kitų išvystytų šalių biržas. Todėl 2004 m. gegužės 28 d. didžiausia Šiaurės Europos vertybinių popierių biržų

---

<sup>5</sup> Adamson U., Baranauskas G. Merging Baltic Stock Exchanges with the NOREX Alliance: Why it didn't work// Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. 2003, Nr. 25. P.25.

operatorė OMHEX (tų pačių metų rugsėjo 1 d. pakeitė pavadinimą į OMX) ir Valstybės turto fondas užbaigė sandorį, pagal kurį OMHEX įsigijo 44,3 proc. AB „Nacionalinė vertybinių popierių birža“ akcijų ir tų pačių metų rugpjūčio 18 d. AB „Nacionalinė vertybinių popierių birža“ pakeitė pavadinimą į AB „Vilniaus vertybinių popierių birža“. 2004 m. gruodžio 1 d. OMX AB ir Kopenhagos vertybinių popierių birža pasirašė susijungimo sutartį. Šiuo metu OMX Exchanges priklauso 6 vertybinių popierių biržos – Stokholmo, Helsinkio, Kopenhagos, Talino, Rygos ir Vilniaus. Po susijungimo su didžiausia Šiaurės Europos vertybinių popierių biržų operatore OMHEX ir toliau buvo plėtojama bendros Baltijos rinkos idėja. Bendros Baltijos šalių rinkos privalumai:

1. Supaprastinta narystės tvarka visose trijose Baltijos šalių biržose;
2. Efektyvi prekyba vertybiniais popieriais bei atsiskaitymai už juos užsienio rinkose:
  - Bendra prekybos sistema;
  - Bendra prieiga prie aštuonių Šiaurės Europos ir Baltijos šalių biržų rinkų (įskaitant ir Vertybinių popierių biržas Osle bei Reikjavike, kurios naudojami OMX technologijomis);
  - Suderintos Vertybinių popierių biržų taisyklės bei rinkos praktika;
  - Vienalaikis vertybinių popierių ir pinigų pervedimas tarp Baltijos šalių Centrinų vertybinių popierių depozitoriumų;
  - Nemokestinis pavedimų pervedimas tarp Baltijos šalių Centrinų vertybinių popierių depozitoriumų.
3. Vienas rinkos informacijos šaltinis:
  - Bendri Baltijos šalių biržų vertybinių popierių sąrašai;
  - Bendras indeksas BALTIX ir suderinti vietiniai Vilniaus, Talino bei Rygos vertybinių popierių biržų indeksai;
  - Bendras Baltijos biržų prekybos informacijos tinklalapis;
  - Bendras prekybos duomenų paketas informacijos platintojams.

2005 m. gegužės 30 dieną Vilniaus vertybinių popierių birža prisijungė prie bendros Šiaurės Europos ir Baltijos šalių biržų prekybos sistemos SAXESS.

Bendra prekybos sistema SAXESS ir vieninga infrastruktūra nuo šiol naudojama šešiose OMX valdomose biržose – Kopenhagos, Stokholmo, Helsinkio, Talino, Rygos ir Vilniaus – bei Oslo ir Reikjaviko biržose. Visos šios biržos, sudarančios Šiaurės Europos ir Baltijos šalių biržų aljansą NOREX, taip pat naudoja vieningas narystės ir prekybos taisykles bei suderintą prekybos modelį.

Straipsnyje „Nacionalinė vertybinių popierių birža ir ją veikiantys makroekonominiai veiksniai“ I. Pekarskienė, panaudodama matematinę regresiją ištyrė makroekonominės aplinkos

poveikį Nacionalinės vertybinių popierių biržos rodikliams. Tyrimo rezultatai leido padaryti šias išvadas:

1. Lietuvos vertybinių popierių rinkai didelę įtaką daro makroekonominė aplinka;
2. Didžiausią poveikį makroekonominės aplinkos kitimas turi Vyriausybės vertybinių popierių rinkai;
3. Akcijų rinkoje į makroekonominę aplinką labiausiai reaguoja Oficialaus prekybos sąrašo indeksas LITIN;
4. Akcijų rinkos rodikliams didelę įtaką daro Vyriausybės vertybinių popierių palūkanų normos kitimas (didėjant jų pelningumui, mažėja akcijų patrauklumas bei rinkos aktyvumas ir atvirkščiai) ir valstybės skolos didėjimas (didėjant užsienio skolai, vyriausybė, norėdama pritraukti investicijų, privalo didinti vyriausybės vertybinių popierių palūkanų normą, kas didina šių vertybinių popierių pelningumą antrinėje rinkoje).

### 1.3. Vertybinių popierių rinkos klasifikavimas

Visos ekonomiškai išsivysčiusios ir dauguma silpnos ekonomikos šalių turi kompleksinę finansų sistemą, kurioje pinigai yra tik viena iš daugelio turto formų. Vertybinių popierių rinka atlieka ypatingą vaidmenį ekonominėje sistemoje, kuri nėra centralizuotai valdoma ir kur vyriausybės vaidmuo ekonomikoje paskirstant finansinius bei materialius išteklius yra ribotas. Todėl rinkos ekonomikos šalyse ekonominiai subjektai rinkoje įsigyja tiek materialinių, tiek finansinių išteklių.

Rinkos, kuriose perkami ir parduodami materialiniai ištekliai, vadinamos *realiųjų aktyvų rinkomis*. Rinkos, kuriose finansiniai ištekliai pasiskirsto tarp rinkos dalyvių, vadinamos *finansinėmis rinkomis*.<sup>6</sup>

Juo labiau išsivysčiusi šalis, tuo geriau išvystytos jos finansinės rinkos. Primityvios ekonomikos šalyse didžiąją investicijų dalį sudaro realios investicijos, o šiuolaikinėje ekonominėje sistemoje – finansinės investicijos. Finansinio investavimo institucijų vystymas labai stipriai veikia realių investicijų augimą ir paprastai abi šios formos viena kitą papildo, o ne konkuruoja tarpusavyje.

Finansinės rinkos gali būti suskirstytos į *bankinių kreditų* ir *vertybinių popierių rinkas*. Bankinių kreditų rinkoje kredito įstaigos teikia paskolas ūkio subjektams, ir jokie specialūs dokumentai, kurie vėliau galėtų būti savarankiškai parduodami, perkami ar išperkami, nepasirašomi. Tuo tarpu vertybinių popierių rinka, apie kurią autorė kalbės šiame darbe, apima

---

<sup>6</sup> Rastėnienė A. Vertybinių popierių rinka. - Vilnius: Lietuvos informacijos institutas, 1998. P.5

santykius, atsirandančius išleidžiant specialius dokumentus (vertybinius popierius), kurie turi vertę ir gali būti parduodami, perkami ir išperkami.

A. Rastenienė (1998) vertybinių popierių rinką skirsto į tam tikrus tipus pagal šiuos požymius – emitentus, ekonominę vertybinių popierių prigimtį, vertybinių popierių ryšį su pirminių jų paskirstymu ir tolimesne apyvarta, finansinių aktyvų cirkuliacijos terminą, pajamų išmokėjimo būdą; teritoriją, kurioje cirkuliuoja vertybiniai popieriai.

Pagal **emitentus** gali būti išskirtos tokios rinkos:

1. **Vyriausybės rinka.** Čia cirkuliuoja centrinės valdžios, municipalitetų ar atskirų vyriausybės institucijų ir įstaigų (pašto, banko ir pan.) išleisti vertybiniai popieriai;
2. **Privataus sektoriaus rinka.** Šio sektoriaus vertybinius popierius išleidžia pramonės kompanijos, komerciniai bankai, investiciniai fondai ir pan.;
3. **Užsienio emitentų rinka.** Tarptautinės rinkos, kuriose vertybinius popierius išleidžia užsienio subjektai, gali būti skirstomos ir pagal emitentus, ir pagal valiutas.

Pagal **ekonominę vertybinių popierių prigimtį** gali būti skiriamos trys rinkos:

1. **vertybinių popierių, atspindinčių nuosavybės santykius, rinkai** priklauso akcijos;
2. **vertybinių popierių, atspindinčių skolos santykius, rinkai** – obligacijos, vekseliai, taupymo lakštai;
3. **išvestinių vertybinių popierių rinkos priemonės** suteikia galimybę pirkti, parduoti arba keisti vertybinius popierius arba užsienio valiutą reikiamu laiku, apimtimi bei kaina.

Pagal **vertybinių popierių ryšį su pirminių jų paskirstymu ir tolimesne apyvarta** skiriamos:

1. **pirminė rinka** – tai tokia rinka, kurioje vertybiniai popieriai pirmą kartą patenka į rinką, kai ūkio subjektas vykdo emisiją. Šioje rinkoje galima finansuoti realias investicijas iš naujų akcijų pardavimo;
2. **antrinė rinka** – tai tokia rinka, kurioje, ūkio įmonei išplatinus emisiją, vykdomos perpardavimo operacijos. Nors šioje rinkoje vykstančios operacijos ir nepadidina firmos piniginių lėšų, tačiau egzistuojant tokioms rinkoms akcijos yra patrauklesnės, ir atsiranda daugiau galimybių didinti realias investicijas. Visas antrines rinkas savo ruožtu galima skirstyti į:
  - **prekybą biržoje.** Birža yra organizacija, kurioje laikantis nustatytų taisyklių ir instrukcijų prekiaujama vertybiniais popieriais.
  - **prekybą už biržos ribų.** Prekyba akcijomis už biržos ribų reiškia prekybą ne biržoje. I. Pekarskienė (2000) užbiržinę rinką dar skirsto į „*tretinę*“ bei „*ketvirtinę*“ rinką. „Tretinė“ rinka apima užbiržinę prekybą vertybiniais

popieriais, kotiruojamais biržoje, o „ketvirtinėje“ rinkoje sandoriai vyksta tarp stambių institucinių investuotojų, tačiau skirtingai nuo „tretinės“ rinkos, čia sandoriai vykdomi be tarpininkų.

V. Aleknevičienė (2005) biržinę ir užbiržinę rinkas klasifikuoja pagal atskirą požymį – **organizavimo būdą**.

Klasifikacija pagal **finansinių aktyvų cirkuliacijos terminą** taikoma tik skolinamajam kapitalui, nes akcijos išleidžiamos neribotam laikui ir pagal ją yra skiriamos tokios rinkos:

1. **pinigų rinka** – tai trumpalaikio skolinamojo kapitalo rinka, kurioje cirkuliuoja finansiniai aktyvai, kurių terminas ne ilgesnis kaip vieneri metai;
2. **kapitalo rinka** – ilgalaikio skolinamojo kapitalo nuosavybės ir ilgalaikių išvestinių vertybinių popierių rinka, kurioje cirkuliuoja ilgesnio kaip vieneri metai termino finansiniai aktyvai.

Iždo vekseliai ir obligacijos cirkuliuoja tiek pinigų, tiek ir kapitalo rinkose, nes atitinka šių rinkų cirkuliacijos terminą.

Pagal **pajamų išmokėjimą** vertybiniai popieriai skirstomi į:

1. **duodančius fiksuotas pajamas**. Šiai grupei priklauso tokie vertybiniai popieriai, kaip vyriausybės vertybiniai popieriai, įmonės obligacijos.
2. **duodančius kintamas pajamas**. Šiai grupei priskiriamos paprastosios ir privilegijuotosios akcijos, nes šių akcijų pajamos priklauso nuo verslo subjekto veiklos rezultatų.

**Teritoriniu požiūriu** yra skiriamos:

1. **regioninės (vietinės) rinkos** pavyzdžiu galėtų būti prekyba vietinės valdžios vekseliais ar kitais skolos vertybiniais popieriais;
2. **nacionalinei rinkai** būdingi vertybinių popierių pirkimo ir pardavimo sandoriai pačioje šalyje nacionaline valiuta;
3. **pasaulinėje (tarptautinėje) rinkoje** prekiaujama įvairių šalių verslo subjektų ir vyriausybių vertybiniais popieriais įvairiomis valiutomis.

S. Pečiulis ir S. Šiaudinis (1998) išskiria:

1. **diskretinę rinką**. Šioje rinkoje prekyba vyksta tam tikru laiko momentu. Kartais diskrecinėje rinkoje būna iš anksto nustatytos kainos. Tuomet rinkos dalyviai tik nurodo norimą pirkti vertybinių popierių kiekį. Vėliau kaina keičiama taip, kad pirkimas ir pardavimas būtų labiausiai subalansuotas. Diskretinė rinka gali būti kompiuterizuota. Kainos, kuriomis investuotojai ketina pirkti ar parduoti vertybinius popierius, įvedamos į kompiuterį ir nustatoma bendra visiems sandoriams dienos pirkimo – pardavimo kaina. Investuotojai gali pakeisti savo

pavedimus arba pateikti naujus iki tam tikro laiko, kai nustatoma kaina, kuri geriausiai balansuoja paklausą ir pasiūlą. Diskretinė rinka paprastai būna ten, kur apyvartos būna palyginti nedidelės;

2. Ten, kur vertybinių popierių apyvarta yra didelė, formuojasi **tęstinė rinką**. Šios rinkos ypatybė yra ta, kad pavedimai gali būti vykdomi nuolat sudarant sandorius operatyviai ir geriausia įmanoma kaina kiekvieno konkretaus sandorio atveju;
3. **pavedimų rinką**. Šioje rinkoje pagrindą prekybai suformuoja finansų maklerių pavedimai, kurie vėliau centralizuotu būdu pagal galimybes yra vykdomi;
4. **kainų rinką**. Šios rinkos pagrindą sudaro finansų maklerių – rinkos formuotojų – siūlomos vertybinių popierių pirkimo ir pardavimo kainos. Kiti finansų makleriai sudarinėja sandorius su šiais rinkos formuotojais pagal jų nurodytas kainas.

## 2. VERTYBINIŲ POPIERIŲ FORMOS IR RŪŠYS

### 2.1. Vertybinių popierių formos

**Vertybiniai popieriai** – akcijos, obligacijos ir kiti nuosavybės arba skolos dokumentai, naudojami atliekant finansines operacijas privačiame ir valstybiniame sektoriuose.

Vertybiniai popieriai gali būti dviejų formų: materialieji vertybiniai popieriai ir nematerialieji vertybiniai popieriai.

Kiekvienas **materialusis vertybinis popierius** spausdinamas pagal nustatytus reikalavimus, t.y. ant specialaus popieriaus ir turi keletą apsaugos požymių. Kiekvienas lakštas turi būti pasirašytas, numeruotas ir antspauduotas. Šiems vertybiniams popieriams keliami didesni reikalavimai nei pinigams, nes jų gyvavimo laikas turi būti ne mažesnis nei 40 metų.

Materialieji vertybiniai popieriai turi daug neigiamų savybių. Visą vertybinių popierių egzistavimo laiką išlieka klastojimo, pametimo ir sunaikinimo rizika. Emitentas privalo turėti specialų padalinį, kuris valdytų ir registruotų akcijų vagystes bei pametimus. Visi vertybinių popierių kuponai ir šaknelės turi būti išsaugoti. Atliekant bet kokias operacijas su vertybiniais popieriais bei norint gauti dividendus arba apmokėti kuponus, juos reikia iš anksto pristatyti į banką, depozitoriumą ar kitą specializuotą įstaigą, kad būtų galima patikrinti ir parengti sandorių vykdyti. Vertybinių popierių transportavimui reikia naudotis inkasatorių paslaugomis. Kiekvienas sąskaitų tvarkytojas privalo turėti specialias brangiai kainuojančias saugyklas, analogiškas bankinėms arba naudotis bankų paslaugomis. Visa tai kainuoja ir užima daug laiko.

Šalims su sparčiai besivystančiomis vertybinių popierių rinkomis iškyla svarbus klausimas – kokia vertybinių popierių forma yra tinkamiausia. Optimali vertybinių popierių forma turi atitikti šiuos reikalavimus:

- Užtikrinti nuosavybės teisių apsaugą;
- Užtikrinti greito pervedimo galimybę – pirkėjai ir pardavėjai turi per trumpą laiką apsikeisti vertybiniais popieriais ir pinigais;
- Užtikrinti minimalias saugojimo ir tvarkymo išlaidas bankams, finansų makleriams ir emitentams;
- Užtikrinti galimybę vertybinių popierių rinkos vientisumui ir standartizacijai diegti, leidžiant efektyviai aptarnauti rinką ir prižiūrėti ją vertybinių popierių rinkos institucijoms.

Šias sąlygas geriausiai atitinka nematerialioji vertybinių popierių forma. Taigi, **nematerialieji vertybiniai popieriai** yra daug pranašesni už materialiuosius. Jų emisija ir

tolesnis judėjimas išreiškiamas įrašais vertybinių popierių sąskaitose. Vertybinių popierių apskaitos organizavimas užtikrina visokeriopą jų saugumą. Apskaita grindžiama dvejetainio įrašo principu, vykdomas kiekvienos operacijos su vertybiniais popieriais kryžminis patikrinimas.

Nemateriali vertybinių popierių forma panaikina pametimo, vagystės ar sunaikinimo riziką. Jei atsiranda apskaitos klaidų, tai galima atkurti pirminę padėtį. Nereikia kurti specialaus padalinio, nes kiekvienas emitentas turi apskaitininkus, o vertybinių popierių apskaita reikalauja nedidelių darbo sąnaudų. Kuponų ir šaknelių nėra, juos pakeičia atitinkami įrašai sąskaitose. Vertybinių popierių perdavimas kitam savininkui atliekamas juos perrašant iš vienos sąskaitos į kitą. Dividendų išmokėjimas ir kitos operacijos tvarkomos buhalteriniais įrašais sąskaitose. Kompiuterinių duomenų bazių, sąskaitų knygų ir kitų apskaitos dokumentų apsaugai reikia mažesnių sąnaudų. Laiko apribojimų atsiskaitymams už sandorius su vertybiniais popieriais beveik nėra. Iki galo atsiskaitoma per tris dienas.

## 2.2. Vertybinių popierių rūšys

Kalbant apie vertybinių popierių rinką neišvengiamai būtina susipažinti su pačių vertybinių popierių rūšimis, kurie figūruoja vertybinių popierių rinkoje.

Tarptautinėje finansų sistemoje vertybiniais popieriams atstovauja akcijos, obligacijos, vekseliai, depozitų (indėlių) sertifikatai ir izdo vekseliai. Paprasčiausias skolos dokumentas – tai irgi vertybinis popierius, kuris nustato, kad jo savininkas turi teisę į tam tikrą vertę, dažniausiai į pinigus.

Šiuolaikinės rinkos ekonomikos sąlygomis svarbus vaidmuo tenka vertybiniais popieriams. Vertybinių popierių rūšys:

- akcijos,
- obligacijos,
- hipotekos lakštai,
- vekseliai,
- išvestinės finansinės priemonės (pasirinkimo, ateities bei apsikeitimo sandoriai, konvertuojamieji vertybiniai popieriai, varantai).

LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas prie vertybinių popierių priskiria ir:

- Depozitoriumo pakvitavimas dėl akcijų – vertybinis popierius, patvirtinantis jo turėtojo teisę iš emitento gauti pajamas, kurių dydis priklauso nuo emitento pajamų iš kito emitento akcijų, ir pakeisti pakvitavimą į akcijas;
- Kolektyvinio investavimo subjekto vertybiniai popieriai – vertybiniai popieriai (investicinio fondo investiciniai vienetai ir investicinės kintamojo



kapitalo bendrovės akcijos), patvirtinantys jų turėtojo teisę į kolektyvinio investavimo subjekto turto dalį bei teisę bet kada pareikalauti juos išpirkti;

- Daugiabalsiai vertybiniai popieriai – atskirai klasei priskiriami vertybiniai popieriai, kurių kiekvienas suteikia daugiau kaip vieną balsą visuotiniame akcininkų susirinkime.

Vertybiniai popieriai gali būti trumpalaikiai (iki vienerių metų) ir ilgalaikiai (ilgesniam laikui), be to, gali būti skolų vertybiniai popieriai (obligacijos, vekseliai) ir nuosavybės vertybiniai popieriai (paprastosios, privilegijuotosios akcijos). Akcijos ir obligacijos labiausiai paplitusios pasaulio finansų rinkose.

Akcijos ir obligacijos suteikia ekonominiams subjektams galimybę laisvus pinigus investuoti į tas ūkinės veiklos sritis, kurios, jų nuomone, yra patikimiausios ir duoda didžiausią pelną pagal pasirinktą rizikos lygį. Kitaip tariant, įsigyti vertybinių popierių – tai tas pats, kas įdėti laisvus pinigus į rinką. Vertybiniai popieriai padeda firmoms ir valstybinėms kompanijoms apsirūpinti piniginiiais aktyvais, kurie būtini, plečiant gamybą arba paaštrėjus konkurencinei kovai.

### **2.2.1. Akcijos**

V. Žilinskas ir B. Martinkus (1996) pateikia tokį akcijų apibrėžimą:

*Akcijos – tai įvairių tipų akcinių bendrovių leidžiami investicijų vertybiniai popieriai, rodantys, kad jų savininkai – akcininkai – dalyvauja formuojant akcinės bendrovės kapitalą, ir suteikiantys turtines ir asmenines neturtines teises.*

Reikėtų paminėti šias turtines ir neturtines teises:

Akcininkai turi šias turtines teises:

- 1) gauti bendrovės pelno dalį (dividendą);
- 2) gauti likviduojamos bendrovės turto dalį;
- 3) tik paprastųjų akcijų savininkai turi teisę gauti naujų akcijų, kurios išleidžiamos, kai iš bendrovės nepaskirstytojo pelno ar sudarytų iš paskirstytojo pelno rezervų didinamas įstatinis kapitalas. Jeigu įstatinis kapitalas didinamas iš akcijų priedų ar perkainojimo rezervo, privilegijuotųjų ir paprastųjų akcijų savininkai turi lygias teises gauti naujų akcijų;

4) pirmumo teise įsigyti bendrovės išleidžiamų akcijų ar konvertuojamųjų obligacijų, išskyrus atvejį, kai visuotinis akcininkų susirinkimas nusprendžia pirmumo teisę visiems akcininkams atšaukti;

5) įstatymų nustatytais būdais skolinti bendrovei, tačiau bendrovė, skolindamasi iš savo akcininkų, neturi teisės įkeisti akcininkams savo turto. Bendrovei skolinantis iš akcininko, palūkanos negali viršyti paskolos davėjo gyvenamojoje ar verslo vietoje esančių komercinių

bankų vidutinės palūkanų normos, galiojusios paskolos sutarties sudarymo momentu. Tokiu atveju bendrovei ir akcininkams draudžiama susitarti dėl didesnių palūkanų dydžio.<sup>7</sup>

Akcininkai turi šias neturtines teises:

- 1) dalyvauti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose;
- 2) pagal akcijų suteikiamas teises balsuoti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose;
- 3) gauti šią informaciją apie bendrovę:
  - bendrovės įstatus;
  - metinės finansinės atskaitomybės ataskaitas;
  - bendrovės veiklos ataskaitas;
  - auditoriaus išvadas bei audito ataskaitas;
  - visuotinių akcininkų susirinkimų protokolus ar kitus dokumentus, kuriais įforminti visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimai;
  - stebėtojų tarybos pasiūlymus ar atsiliepinimus visuotiniams akcininkų susirinkimams;
  - akcininkų sąrašus bei stebėtojų tarybos ir valdybos narių sąrašus;
  - taip pat kitus bendrovės dokumentus, kurie turi būti vieši pagal įstatymus, taip pat stebėtojų tarybos bei valdybos posėdžių protokolų ar kitų dokumentų, kuriais įforminti šių bendrovės organų sprendimai, jei šiuose dokumentuose nėra komercinės (gamybinės) paslapties.

4) kreiptis į teismą su ieškiniu, prašydami atlyginti bendrovei žalą, kuri susidarė dėl bendrovės vadovo ir valdybos narių pareigų nevykdymo ar netinkamo vykdymo.<sup>8</sup>

Pagal disponavimo būdą akcijos yra skirstomos į vardines ir pareikštines.<sup>9</sup>

**Vardinės akcijos** negali būti laisvai perduodamos. Jomis naudotis gali tik jų savininkas, kurio pavardė, materialiuųjų akcijų atveju, nurodyta akcijoje arba akcijos sertifikate. Nematerialiosios akcijos yra fiksuojamos įrašais akcijos savininko asmeninėje vertybinių popierių sąskaitoje.

**Pareikštinės akcijos** savininkai ją gali laisvai perduoti ir tuomet teisėmis, kurias šios akcijos suteikia, naudojami nauji jų savininkai.

Daugelis autorių pagal suteikiamas teises akcijas skirsto į paprastąsias ir privilegijuotąsias.

**Paprastoji akcija** – tai akcija, liudijanti bendrovės nuosavybės dalį ir suteikianti jos savininkui turtinių ir neturtinių teisių. Paprastųjų akcijų savininkai kasmet gali gauti vis kitoki

---

<sup>7</sup> Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas// Valstybės žinios. 2003, Nr. 123-5574

<sup>8</sup> Ten pat.

<sup>9</sup> Aleknevičienė V. Finansai ir kreditas. – Vilnius: Enciklopedija, 2005. P. 194.

dividendų procentą. Paprastosios akcijos suteikia akcininkų susirinkime jų savininkams balsavimo teisę, leidžiančią dalyvauti bendrovės valdyme. Šios teisės yra tiesiogiai proporcingos valdomo kapitalo daliai. Įmonė gali turėti daugiau nei vienos rūšies paprastųjų akcijų. Tos pačios rūšies paprastosios akcijos suteikia tokias pat teises į dividendus.

V. Aleknevičienė (2005) paprastasias akcijas pagal laukiamų pajamų rūšis klasifikuoja į pirmos rūšies, pelningas, augimo, spekuliacines, ciklines ir stabilias akcijas.

1. **Pirmos rūšies akcijos** – tai aukštos kokybės paprastosios akcijos, kurių dividendai neprikaištingai ilgą laiką mokami. Jas leidžia didelės, senai žinomos bei neprikaištingos finansinės reputacijos įmonės, kurios užima svarbias, dažnai vadovaujančias savo šakose pozicijas. Vienos šių akcijų garantuoja aukštus dividendus, o kitos yra orientuotos į kapitalo prieaugį.
2. **Pajamų akcijos** – priklauso toms akcijoms, kurios pasižymi stabiliais ir reguliariais aukštesniais nei vidutiniai dividendų mokėjimais ilgą laikotarpį.
3. **Augimo akcijos** paprastai yra patrauklios investuotojams, kuriuos domina kapitalo prieaugis, o ne dividendai, ir kurie nevengia rizikuoti.
4. **Spekuliacinių akcijų** emitentų pelnas neapibrėžtas ir visiškai nestabilus ir dividendai yra arba labai maži, arba jie iš viso yra nemokami, todėl šios akcijos dažniausiai patraukia dėmesį tuo atveju, kai rinkoje pastebimos kainos augimo tendencijos.
5. **Ciklinės akcijos** paprastai atspindi bendrą ekonomikos būklę, todėl jų kaina kinta priklausomai nuo ekonominių ciklų.
6. **Stabilios akcijos** yra mažiau jautrios ekonominio ciklo nuosmukiams palyginti su vidutinėmis kitų emisijų akcijomis.

**Privilegiuotoji akcija** – tai tokia akcija, dividendai išmokami pirmiau nei už paprastąją akciją. Šių akcijų dividendai gali būti mažesni arba didesni už paprastųjų akcijų dividendus priklausomai nuo uždirbto grynojo pelno. Privilegiuotos akcijos nesuteikia jų savininkams balsavimo teisės akcininkų susirinkimuose, jie turi tik pritariamojo balso teisę. Privilegiuotos akcijos nuo paprastų skiriasi tuo, kad jų savininkams suteikiamos išimtinės teisės į įmonės turtą ir dividendus. Skiriamos dvi privilegiuotųjų akcijų rūšys:

1. **privilegiuotosios akcijos su kaupiamuoju dividendu** garantuoja savininkui nustatyto dydžio dividendu, o jei pelno nepakankama dividendams išmokėti, tai neišmokėta suma turi būti perkelta į kitus finansinius metus;
2. **privilegiuotųjų akcijų su nekaupiamuoju dividendu** savininkams neišmokėta dividendų suma negali būti perkelta į kitus finansinius metus.

### 2.2.2. Obligacijos

**Obligacija** – tai skolos vertybinis popierius, kuris jo savininkui suteikia teisę gauti nustatyto dydžio periodines, o pasibaigus skolos terminui – skolos sumą (V. Aleknevičienė, 2005).

V. Aleknevičienė (2005) ir C. Pat Obi (1998) obligacijas skirsto taip:

1. **Iprastos obligacijos** garantuoja jų savininkui sutartyje numatytas fiksuotas pajamas nepriklausomai nuo emitento gaunamų pajamų;
2. **Pajamų obligacijos** – tai vertybiniai popieriai, kurių palūkanos mokamos tik tuomet, kai įmonė gauna pakankamai pelno;
3. Obligacijos gali būti **apdraustos** ir **neapdraustos emitento turtu**. Investuotojai visada patiria mažesnę riziką, įsigydami obligaciją apdraustą emitento turtu, nes emitentui nevykdant įsipareigojimų dėl likvidumo, galima parduoti įmonei priklausantį ir kreditoriams užstatytą turtą ir taip susigrąžinti jiems priklausančią sumą;
4. **Antraeilių obligacijų** savininkų pretenzijos gali būti pareikštos tik po to, kai patenkintos kitų kreditorių ar obligacijų savininkų pretenzijos;
5. **Nulinio kupono obligacijos** neteikia palūkanų, todėl emitentas jas pardavinėja su didele nuolaida. Vienintelės investuotojo įplaukos – obligacijos nominaliosios vertės galiojimo terminui pasibaigus ir pirkimo kainos skirtumas;
6. „**Šiukšlinės**“ **obligacijos** – tai didelės palūkanas teikiančios obligacijos, kurias išleidžia silpnos įmonės. Yra didelė tikimybė, kad obligacija, ištikus bankrotui, nebus išpirkta;
7. **Nuolatinės obligacijos** teikia nustatyto dydžio palūkanas, bet be įsipareigojimo jas išpirkti;
8. **Obligacijos iki pareikalavimo** gali būti išimtos iš apyvartos dar nepasibaigus jų galiojimo terminui. Jas atšaukti gali išleidusi įmonė;

M. Jasienė (2001) ir A. V. Rutkauskas (1998) obligacijas dar skirsto į:

10. **Konvertuojamosios obligacijos** jų savininkui suteikia teisę tam tikru laiku ir tam tikromis sąlygomis pakeisti jas kitos rūšies vertybiniais popieriais, dažniausiai paprastosiomis arba privilegijuotomis akcijomis. Šių obligacijų palūkanų norma gali būti mažesnė nei panašių nekonvertuojamų obligacijų palūkanų norma;

A. V. Rutkauskas (1998), L. Juozaitienė (2000) bei S. Pečiulis ir S. Šiaudinis (1998) obligacijas dar skirsto į:

11. **Kintamųjų palūkanų normų obligacijos** išleidžiamos su sąlyga, kad kuponas gali kisti kintant tam tikroms sąlygoms. Kai kurių obligacijų kupono ir išpirkimo dydžiai priklauso vienas nuo kito.

L. Martirosianienė (2002) atsižvelgdama į dominavimą tarptautinėje rinkoje išskiria tokias obligacijas:

12. **Euroobligacijos** yra išleidžiamos ir pardavinėjamos valstybėje, kurios valiuta yra skirtinga nei obligacijos;

13. **Užsienio obligacijos**, kurios išleidžiamos užsienio rinkoje.

S. Pečiulis ir S.Šiaudinis (1998) išskiria **savivaldybių vertybinius popierius**. Tai ilgalaikiai ir trumpalaikiai skolos vertybiniai popieriai, kuriuos išleidžia savivaldybės.

Svarbiausi paprastųjų akcijų ir obligacijų skirtumai:

1. akcijas išleidusi akcinė bendrovė dažniausiai neišperka jų tol, kol ji yra veikianti įmonė. Taigi akcijos – neterminuoti vertybiniai popieriai. Tuo tarpu, daugelis obligacijų, kaip ir kiti skolos vertybiniai popieriai, turi konkretų egzistavimo laiką, kuriam pasibaigus emitentas privalo juos išpirkti;
2. obligacijos nėra nuosavybės vertybiniai popieriai, todėl jos nesuteikia balsavimo teisės valdant įmonę. Tačiau obligacijų savininkai kaip bendrovės kreditoriai turi pirmenybę į bendrovės turtą ją likviduojant ar nesugebant gražinti skolų. Tokiais atvejais akcininkai atgauna tik turto dalį, likusią atsiskaičius su darbuotojais ir valstybe;
3. dažnai obligacijų teikiamos palūkanos būna fiksuotos, o akcijų dividendai kinta priklausomai nuo įmonės pelno.

### **2.2.3. Hipotekos lakštai**

Žilinskas ir B. Martinkus (1996) kaip vertybinių popierių rūšį išskiria hipotekos lakštus.

**Hipotekos lakštai** – tai vertybiniai popieriai, pažymintys fizinių arba juridinių asmenų nekilnojamojo turto įkeitimą įstatymo nustatyta tvarka, imant paskolą.

Hipotekos lakštai išrašomi dviem egzemplioriais, kurių pirmas lieka paskolą suteikusiam juridiniam asmeniui – kredito įstaigai, o antras – paskolą gavusiam fiziniam arba juridiniam asmeniui.

Suma (paskolos dydis), į kurią įkeičiamas nekilnojamas turtas, nustatoma įkeičiamo turto savininko ir hipotekos lakšto laikojo abipusiu susitarimu, atsižvelgiant į to turto vertę.

Hipotekos lakštai jų laikotojams duoda nustatyto procentinio dydžio metines pajamas. Jie išperkami lakšte pažymėtu terminu apmokant hipotekos lakšto pažymėtą sumą, į kurią buvo

įkeistas nekilnojamasis turtas. Jo neišpirkus, visos teisės į įkeistą nekilnojamąjį turtą pereina hipotekos lakšto laikytojui.

Svarbų vaidmenį ekonomikoje vaidina bankų teikiamas kreditas, t.y. įstaigų, kurios stengiasi organizuotai ir tikslingai dalyvauti skolinamojo finansinio kapitalo rinkoje. Atsižvelgiant į tai, kuriais būdais yra apsaugomas šio kapitalo gražinimas, kreditas gali būti asmeninis ir realusis arba daiktinis.

1. **Asmeninis** bus toks kreditas, kurio sutartys bus paremtos kreditoriaus (skolintojo) pasitikėjimu skolininku. Tačiau mūsų laikais retai kada kreditas remiasi vien tik asmens pasitikėjimu, todėl dauguma kredito sutarčių yra pagrįstos realiomis garantijomis;
2. Jeigu paskolos garantijai teikiamas tam tikras užstatas, tai turėsime **realųjį** arba daiktinį kreditą. Užstatu gali būti kilnojamasis turtas (įvairūs daiktais ir prekės), nekilnojamasis turtas (žemė, pastatai), vertybiniai popieriai ir kt.

Atsižvelgiant į užstatomo turto pobūdį ir laikotarpį, yra skiriami lombardo ir hipotekos kreditai.

1. **Lombardo** kreditas – tai trumpalaikė paskola, gaunama užstatant kilnojamąjį turtą. Lombarde užstatomas daiktas paprastai atiduodamas kreditoriui laikotarpiui, kuriam sudaryta sutartis;
2. **Hipotekos** kreditas – tai ilgalaikė paskola, gaunama užstatant nekilnojamąjį turtą. Užstatomas nekilnojamasis turtas faktiškai pasilieka skolininko valdomas.

Ilgalaikiam kreditavimui netinka tos priemonės, kurias bankai surenka su indėliais. Dažnai hipotekos bankai paskolas duoda ne grynais pinigais, bet įkaito lakštais, kuriuos realizuoja patys skolininkai pinigų rinkoje. Realizacijos galimybė remiasi tuo, kad hipotekos bankai tuos lapus išperka periodinio tiražo būdu.

2002 metais įsigaliojus LR Vertybinių popierių rinkos įstatymui vekseliai nelaikomi vertybiniais popieriais.

#### ***2.2.4. Vekseliai***

Šiais laikais yra labai plačiai paplitę įvairūs atsiskaitymai ne grynaisiais pinigais. Šiuose atsiskaitymuose ypatingą reikšmę turi bankai, o tokių atsiskaitymų pagrindas yra einamųjų sąskaitų indėliai, kuriuos banko klientai kiekvienu metu gali dalimis arba visai išimti. Tuo remdamiesi, bankų klientai savitarpio atsiskaitymams gali naudoti ne grynuosius pinigus, bet **vekselius**. Bankas, gavęs iš savo kliento įsakymą kam nors sumokėti tam tikrą pinigų sumą, tik nurašo tą sumą nuo jo sąskaitos ir įrašo į to asmens sąskaitą, kuris pateikė vekselį.

**Vekselis** – tai skolos vertybinis popierius, kuriuo jį išrašantis asmuo besąlygiškai įsipareigoja sumokėti vekselyje nurodytą sumą nurodytam asmeniui arba tai padaryti paveda kitam (S. Pečiulis ir S. Šiaudinis, 1998).

Vekseliai naudojami juridinių ir fizinių asmenų skolai įforminti už išsimokėtinai gautas prekes, suteiktas paslaugas ir atliktus darbus, banko kreditui gauti, apdrausti banko paskolas jų gavėjų išduodamais vekseliais, be to, vekseliais gyventojai gali atsiskaityti už prekes ir paslaugas. Kredito įstaigos gali prieš laiką išpirkti vekselį, jo savininkui sumokėdamas mažesnę sumą.

Vekseliui būdingi tokie požymiai:

1. abstraktumas, nes nenurodoma išdavimo priežastis;
2. formalumas, nes vekseliai yra išrašomi įstatymo numatyta tvarka, juose surašomi visi privalomi rekvizitai;
3. prievolės besąlygiškumas – vekselyje negali būti jokių mokėjimų išlygų;
4. perleidžiamumas – vekseliai gali būti neribotai perduodami kitiems asmenims.

Dėl šių požymių vekseliai priskiriami labiausiai likvidiems vertybiniams popieriams.

Paprastai vekseliai būna trumpalaikiai, t.y. jų terminas yra mažesnis nei vieneri metai.

Vekseliai gali būti skirstomi:<sup>10</sup>

1. **Tradiciniais komerciniais vekseliais** dažnai įforminamas komercinis kreditas – verslo įmonei skolon tiekiamos prekės ir žaliavos.

Šie vekseliai buvo labai populiarūs XIX a. ir XX a. pradžioje ir buvo naudojami didelei atsiskaitymų daliai. Prekių tiekėjas, pateikęs skolon prekes ir gavęs vekselį, galėjo nelaukti skolos grąžinimo termino, bet:

- Įkeisti vekselį savo kreditoriui arba
- Parduoti vekselį trečiajam asmeniui su nuolaida, perleisdamas jam kreditoriaus teises.

2. **Paprastasis vekselis** – tai vekselis, kurio davėjas be sąlygų įsipareigoja vekselio turėtojui sumokėti vekselyje nurodytą sumą.<sup>11</sup> Toks vekselis galioja su vienu paties skolininko parašu. Šie vekseliai dažniausiai yra naudojami šalies viduje;
3. **Įsakomasis vekselis** – tai vekselis, kurio davėjas įsako kitam asmeniui, kad šis vekselyje įrašytą sumą sumokėtų jame nurodytam asmeniui.<sup>12</sup> Šį vekselį išrašo

---

<sup>10</sup> Pečiulis S, Šiaudinis S. Įvadas į vertybinių popierių rinką. – Vilnius: Lietuvos bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, 1998. P. 22-23.

<sup>11</sup> Lietuvos Respublikos Įsakomųjų ir paprastųjų vekselių įstatymas// Valstybės žinios. 1999, Nr. 30-851

<sup>12</sup> Ten pat.

kreditorius, tačiau savo parašu dar turi patvirtinti ir skolininkas. Šios rūšies vekselis paprastai naudojamas tarptautinėje prekyboje;

4. **Bankų akceptuoti (patvirtinti) vekseliai.** Bankas, už tam tikrą mokestį, patvirtina vekselį ir taip prisiima skolininko nemokumo riziką bei pats tampa tiesioginiu vekselio skolininku;
5. **Atvirosios rinkos vekseliai** – tai viešai platinami trumpalaikiai vekseliai, turintys viešą ir aktyvią antrinę rinką ir priskiriami vieniems saugiausių vertybinių popierių. Juos pirminėje rinkoje platina žinomos ir aukštą reitingą turinčios stambios įmonės ir gautus pinigus panaudoja savo apyvartiniam kapitalui finansuoti. Emitento vardas ir stambios emisijos pritraukia daug solidžių investuotojų ir sudaro sąlygas aktyviai antrinei tokių vekselių rinkai.

V. Aleknevičienė (2005) dar išskiria:

6. **Iždo vekseliai,** kurie yra trumpalaikiai (paprastai 3, 6 ar 12 mėnesių trukmės) vyriausybės vertybiniai popieriai. Jų paskirtis yra finansuoti vyriausybės išlaidas ir jie yra likvidžiausia pinigų rinkos priemonė. Už šiuos vekselius nemokamos palūkanos, todėl jie yra pardavinėjami su nuolaida, t.y. su diskontu, o jų savininkai gauna pajamas, lygias nominalios vertės ir pirkimo skirtumui;
7. **Taupymo lakštai** – ne aukciono būdu išleidžiami vertybiniai popieriai, kurie pirminėje apyvartoje parduodami tik fiziniams asmenims. Jie parduodami diskontuoti, o palūkanų norma skaičiuojama nuo nominalios vertės. Taupymo lakštai yra trumpalaikiai (6 ir 12 mėnesių) ir ilgalaikiai (2 metų). Per šiuos lakštus Vyriausybė pritraukia gyventojų santaupas valstybės biudžeto deficitui finansuoti, skatina gyventojus taupyti, pateikia investuotojams įvairesnių taupymo būdų derinį. Dėl padidėjusios Vyriausybės vertybinių popierių paklausos 2003 metais buvo sustabdyta taupymo lakštų emisija, nes prekyba jais lėmė daug didesnes administravimo išlaidas nei prekyba iždo vekseliais arba Vyriausybės obligacijomis.

### **2.2.5. Išvestinės finansinės priemonės**

Išvestiniai vertybiniai popieriai labai pagyvina visą vertybinių popierių rinką ir suteikia jai daugiau mobilumo, įvairumo, lankstumo. Sandoriai su išvestiniais vertybiniais popieriais suteikia daugiau galimybių manevruoti nei sandoriai su tikraisiais vertybiniais popieriais, suteikia galimybę smarkiai sumažinti riziką ir padidinti rinkos likvidumą.



V. Aleknevičienė išvestinius vertybinius popierius skirsto į pasirinkimo sandorius, ateities sandorius ir konvertuojamus vertybinius popierius.

**Pasirinkimo sandoriai** suteikia teisę, bet neįpareigoja pirkti arba parduoti vertybinius popierius tam tikra iš anksto sutarta kaina ir tam tikru metu. Šiems sandoriams priskiriama:

1. **lengvatinės vertybinių popierių pirkimo teisės** – tai vertybiniai popieriai, suteikiantys lengvatines teises pirkti emitento akcijas sandoryje nustatytą laikotarpį pagal nustatytą kainą;
2. **vertybinių popierių pasirašymo teisės** – tai terminuoti vertybiniai popieriai, suteikiantys teisę įsigyti (pasirašyti) to paties atskaitingo emitento išleidžiamų naujos emisijos vertybinių popierių. Ši teisė leidžia savininkui įsigyti akcijų žemesne kaina taip pat leidžia įsigyti papildomų akcijų be pirkimo komisinių. Akcijos kaina yra pažymėta pirkimo arba pasirašymo teisėje ir vadinama vykdymo arba pasirašymo kaina;
3. **pardavimo pasirinkimo sandoris** suteikia teisę parduoti. Šių sandorių emitentai – akcijų savininkai, kurie tiki, jog gali padidėti rinkoje jų turimų akcijų kainos;
4. **pirkimo pasirinkimo sandoris** suteikia teisę pirkti vertybinius popierius. Jų emitentai dažnai būna akcijų savininkai, kurie tiki, jog gali sumažėti rinkoje jų turimų akcijų kainos;
5. **dvigubas pasirinkimo sandoris** – tai pirkimo ir pardavimo pasirinkimo sandoriai kartu. Jis numato tą pačią kainą tai pačiai akcijai ir tuo pačiu metu pirkti arba parduoti. Tokia strategija tinka tiems investuotojams, kurie tiki, jog bus akcijų pasikeitimas, tačiau nežino, kuria kryptimi;
6. **akcijų indekso pasirinkimo sandoriai** suteikia jų turėtojui panašias teises kaip ir akcijų pasirinkimo sandoriai, tačiau bazinis turtas yra ne akcija, bet akcijų indeksas. Pasinaudojus šiais sandoriais, nereikia pateikti tam tikro kiekio indeksą sudarančių akcijų, nes šis panaudojimas kompensuojamas pinigais;
7. **valiutos pasirinkimo sandoriai** gali būti sudaromi tiek valiutai pirkti, tiek parduoti. Atėjus pasirinkimo dienai, lyginamas rinkos kursas su vykdymo kaina. Jeigu situacija pasirinkimo sandorio pirkėjui yra nepalanki, tai sandoris nevykdomas ir po pasirinkimo dienos nebegalioja;
8. naudojant **palūkanų pasirinkimo sandorius**, galima spekuliuoti palūkanų normų prognozėmis. Šių sandorių bazinis objektas yra vyriausybės vertybiniai popieriai: išdo vekseliai ir obligacijos;
9. **ateities sandorių pasirinkimo sandoriai** yra tiek indeksams, tiek palūkanų normai, tiek ir užsienio valiutai. Šis sandoris suteikia teisę jo turėtojui pirkti ateities sandorį

už numatytą pasinaudojimo kainą. Šių sandorių objektas yra išvestinis vertybinis popierius – ateities sandoris.

L. Juozaitienė (2000) išskiria dvi pasirinkimo sandorių rūšis – **europietiškus**, suteikiančius teisę pirkti arba parduoti turtą fiksuota kaina tam tikrą nurodytą dieną, ir **amerikietiškus**, leidžiančius pirkti arba parduoti bet kuriuo laiku iki sutartyje aptartos datos.

**Ateities sandoriai** – tai sandoriai pirkti arba parduoti prekes ir finansines priemones nustatytomis kainomis tam tikru laikotarpiu ateityje. Jie, kaip ir pasirinkimo sandoriai, – tai *dvišales sutartis* reiškiantys vertybiniai popieriai. Tačiau jie skiriasi nuo pasirinkimo sandorių. Jeigu rinkoje susiklosto nepalanki situacija, pasirinkimo sandorio savininkas gali nepasinaudoti sutartyje numatytomis teisėmis, tačiau šitokios galimybės neturi ateities sandorio savininkas. Nusipirkęs šį sandorį, jis įsipareigoja pirkti arba parduoti vertybinius popierius sutartyje nustatyta kaina ir laiku.

Ateities sandoriai išleidžiami į apyvartą dėl keleto priežasčių. Viena jų – noras pasipelnyti dėl vertybinių popierių kainų svyravimų. Kita priežastis – apsauga nuo rizikos.

Ateities sandoriai būna:

1. *akcijų;*
2. *akcijų indeksu;*
3. *valiutos;*
4. *palūkanų normos.*

**Konvertuojami vertybiniai popieriai** pasižymi tiek fiksuotųjų, tiek kintamųjų pajamų vertybinių popierių savybėmis. Šių vertybinių popierių savininkas turi teisę pakeisti jas bet kuriuo momentu, tačiau dažniausiai konvertavimą provokuoja pats emitentas ir tokia situacija vadinama pagreitintu konvertavimu. Norėdamas pagreitinti konvertavimą, emitentas atšaukia obligacijas ir siūlo investuotojui dvi galimybes: arba pakeisti jas į paprastas akcijas, arba padengti jas grynaisiais pinigais iš anksto nustatyta išpirkimo kaina. Pasibaigus konvertavimui, obligacijos išimamos iš apyvartos ir vietoj jų išleidžiamos naujos paprastosios akcijos.

L. Martirosianienė (2002), S. Pečiulis ir S. Šiaudinis (1998) išskiria ir **apsikeitimo sandorius**. Sudarydamos tokį sandorį šalys apsikeičia skirtingais, bet tuo metu vienodos vertės įsipareigojimais, kuriuos reikės įvykdyti ateityje. Pavyzdžiui, šalys įsipareigoja apsikeisti valiutomis. Moderniose rinkose sudarant apsikeitimo sandorius mokami užstatai ir naudojamasi jų koregavimo pagal situaciją rinkoje sistema.

L. Martirosianienė (2002) išskiria ir **išankstinius sandorius**. Tai šalių tarpusavio sandoris pirkti arba parduoti sandorio objektu esantį turtą, įsipareigojimus už sandorio sudarymo metu sutartą kainą bei sutartą datą. JAV populiaru užsienio valiutų išankstinių sandorių rinka, kuri siūlo asmenims arba įmonėms galimybę pirkti arba parduoti užsienio valiutą būsimais

terminais šiandien sutartu valiutų kursu. Tokie sandoriai mažina neapibrėžtumą, kurį lemia valiutų kursų svyravimai.

Kalbant apie išvestinius vertybinius popierius, reikėtų paminėti ir **variantus**. Tai bendrovės sudaryta galimybė, suteikianti investuotojui teisę per tam tikrą laikotarpį pirkti tam tikrą nustatytą paprastųjų akcijų skaičių nustatyta kaina. Pagrindinis skirtumas tarp pasirinkimo sandorio ir varanto yra toks, kad pasirinkimo sandoriai parduvinėjami individualiems investuotojams, o varantai – bendrovėms.

### 2.3. Akcijų kainas veikiantys veiksniai

Veiksnius, veikiančius akcijų kainas, galima skirstyti į visą rinką bei konkretaus emitento akcijų kursą veikiančius veiksnius. Taip pat dar galima išskirti akcijų ir obligacijų pelningumo santykį, psichologinius, subjektyvius veiksnius.

1. **Veiksniai, veikiantys visą rinką**, kurie parodo šalies ar pasaulio ekonomikos būklę:

- *Ekonominės sistemos stabilumas, subalansuotumas, plėtros perspektyvos, finansinės sistemos patikimumas* parodo investavimo rizikos laipsnį. Akcijų kainos dažniausiai kyla, kai ekonomika vystosi, ir krinta, kai ekonomika išgyvena nuosmukį;
- *Palūkanų norma*. Mažesnė palūkanų norma reiškia galimybę gauti lėšas spekuliacijoms vertybiniais popieriais. Spekuliantai pasiskolina dideles pinigų sumas žemomis palūkanų normomis ir daro didelius pelnus, nes akcijų kainos dėl paklausos kyla. Priešingai, kai palūkanų normos didelės, spekuliantai nesinaudoja paskolomis, todėl akcijų kainos krinta. Didelės palūkanų normos trukdo įmonėms uždirbti pelną, kuris padengtų didelę pritraukto paskolų kapitalo kainą, dėl to mažėja susidomėjimas įmonių akcijomis ir akcijų kaina krenta;
- *Infliacija ir defliacija*. Kainų augimas reiškia, kad vertybiniai popieriai gali būti parduodami didesnėmis kainomis, palyginti su tomis, kuriomis jie buvo įsigyti, ir atvirkščiai, kainų mažėjimas reiškia, kad vertybinių popierių pardavimas atneš nuostolių. Kai kurie analitikai paprastas akcijas įvardija apsigynimo nuo infliacijos instrumentu, ir ne tik todėl, kad akcijų kainos kyla kartu su prekių kainų lygio kilimu, bet ir todėl, kad infliacijos metu įmonių pelnai ir dividendai didėja tokiais pat tempais kaip ir infliacija ar net

ją lenkia. Tokiu būdu akcininkai apdrausti nuo savo pelno realiosios vertės (perkamosios galios) sumažėjimo<sup>13</sup>;

- *Užsienio investuotojų atėjimas į šalies rinką* padidina akcijų kainas, tačiau tai susiję su rizika, ypač esant santykinai nedidelėms finansų rinkoms. Tarptautinės investicijos sukelia ne tik pozityvių, bet ir negatyvių pasekmių. Užsienio investuotojai linkę investuoti lėšas ar išvežti jas iš šalies, reaguodami į trumpalaikį šalies ekonominės ir politinės situacijos pagerėjimą ar pablogėjimą;
- *Verslo ciklai*. Akcijų kainos kyla prieš ir per verslo augimo periodus, nes viltys dėl pelno augimo stiprėja, kurios veda prie didesnių dividendų bei pajamų;
- *Mokesčiai*. Mokesčių padidėjimas sumažina vartotojų išlaidas. Individai turi mažiau laisvų lėšų, kuriuos galėtų investuoti į vertybinius popierius, todėl akcijų kainos krenta. Mokesčių padidėjimas taip pat turi įtakos ir verslo pelningumui, kurio mažėjimas lemia akcijų kainų kritimą. Ir atvirkščiai, mokesčių sumažinimas didina akcijų kainas;
- *Likvidumas*. Didesnis likvidumas didina akcijų kainą;

Tačiau atskirų akcijų ir akcijų grupių pasikeitimai gali iš esmės skirtis tarp savęs, kadangi jie atspindi konkrečių įmonių padėties ypatybes.

## **2. Veiksniai, veikiantys konkretaus emitento akcijų kursą:**

- *Įmonės finansinė padėtis, jos įvaizdis rinkoje*. Šie veiksniai lemia investicijų rizikos laipsnį: kuo geresnė finansinė padėtis, tuo mažesnė yra rizika;
- *Įmonės dydis* – kuo didesnė įmonė, tuo didesnė tikimybė, kad ji gali išleisti vertybinių popierių ir tuo didesnė tikimybė, kad jie bus likvidūs;
- *Einamasis įmonės pelnas*, nuo kurio priklauso dividendų dydis. Jeigu įmonė didžiąją pelno dalį neskiria dividendams išmokėti, o jį reinvestuoja, tai ji plečiasi, o ši plėtra reiškia būsimų pajamų didėjimą ir būsimų dividendų ir akcijų kainų didėjimą. Didėjant įmonės pelnui, didėja ir jos akcijų kaina;
- *Dividendai*. Kai kurie investuotojai dividendų veiksnį laiko svarbesniu nei įmonės pelną. Viena iš tokių priežasčių yra ta, kad dividendai yra materialūs ir konkretūs. Jie reguliariai išmokami ir sudaro akcininkų realius aktyvus. Išmokant dividendus, išnyksta nuostolingumo, žemo įmonės investuoto

---

<sup>13</sup> Rafael Ž., Tvaronavičienė M. Lietuvos įmonių akcijų kainas ir akcijų kainų indeksus lemiančių veiksnių kiekybinė analizė// Verslas: teorija ir praktika. 2005, T6 Nr. 3. P.164.

pelno grėsmė, kadangi akcininkai jau gavo juos grynųjų pinigų forma. Kita priežastis yra ta, kad dabartinė dividendų vertė akcininkui yra didesnė nei būsimųjų pajamų. Dividendų vertė akcininkui yra didesnė net ir tuo atveju, jei jis turi pagrindą manyti, kad juos gaus. Didesni įmonės išmokami dividendai lemia didesnę įmonės akcijų kainą;

- *Šakos*, kurioje veikia įmonė, *perspektyva*. Naujos perspektyvios šakos yra patrauklios investuotojams akcijų kursų kilimu ateityje.

Ž. Rafael ir Tvaronavičienė M. (2005) prie veiksnių, lemiančių akcijų kainą, išskiria ir akcijų ir obligacijų pelningumo santykį, psichologiją bei subjektyvius veiksnius.

***Akcijų ir obligacijų pelningumo santykis.*** Kai akcijų pelningumas labai viršija obligacijų pelningumą, kai kurie investuotojai saugo jau jiems priklausančias akcijas ir atsiradus laisvoms lėšoms, jas taip pat investuoja į akcijas. Tai skatina akcijų kainų kilimą. Tuo tarpu, kai akcijų ir obligacijų pelningumai panašūs, investuotojai abejoja dėl investicijų į akcijas tikslingumo ir dėl mažesnio rizikos laipsnio savo lėšas nukreipia į obligacijas.

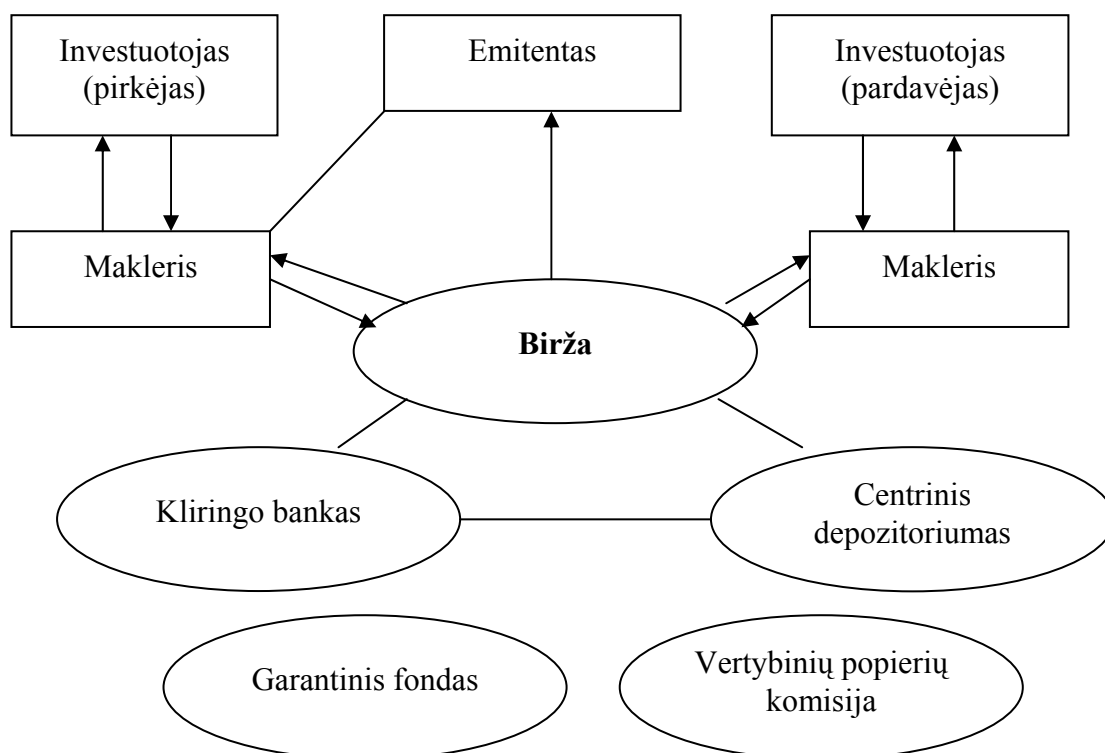
Biržoje svarbi dalyvių ***psichologija***. Akcijos perkamos esant neapibrėžtumui, būsimą rinkos padėtis yra tikimybinė. Todėl investavimo į akcijas srityje ima vyrauti kolektyvinė psichologija. Investuotojai dažnai mano, kad netikėtas akcijų kurso kilimas bus ilgalaikis, tačiau pastebėjus, kad perspektyvos nėra tokios geros, kaip manyta, nori atsikratyti neperspektyvių investicijų. Dėl to akcijų kaina krinta. Kartais žmoniškieji veiksniai pranoksta pagrindinius veiksnius.

Daugelį investicinių sprendimų lemia ***subjektyvūs*** veiksniai. Tie patys faktai gali būti traktuojami skirtingai. Todėl sprendimai priklauso nuo teorijos, principų ir asmeninių rinkos analitikų bei tiesioginių dalyvių savybių. Net atskirų įtakingų asmenų pareiškimai ekonominiiais ir finansiniais klausimais gali pakreipti rinkoje vyriausias tendencijas priešinga kryptimi.

Akcijų kainas veikia labai daug veiksnių ir dažnai jų įtaka kursui gali būti priešinga.

### 3. LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS INFRASTRUKTŪRA

Institucijos, minimos toliau šiame skyriuje, užtikrinančios vertybinių popierių rinkos funkcionavimą bei dalyviai yra glaudžiai tarpusavyje susijusios (žr. 1 pav.) ir bendrai veikdami garantuoja stabilumą vertybinių popierių rinkoje. Klientas, norėdamas pirkti ar parduoti vertybinius popierius, kreipiasi į finansų maklerio įmonę. Finansų makleris parengia pavedimą ir pateikia jį biržai, kuri pagal paklausą ir pasiūlą bei minėtus principus nustato kainą. Jei biržoje patenkinami pavedimai, operacija įregistruojama Centriname depozitoriume ir pinigai pervedami į Kliringo banką.



1 pav. Biržos operacijų vykdymo schema (Šaltinis: A. Rastėnienė, 1998)

#### 3.1. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija

Lietuvos respublikos vertybinių popierių komisija yra vertybinių popierių rinkos priežiūros institucija, įsteigta 1992 m. rugsėjo 3 d. Lietuvos Respublikos Vyriausybės, pavaldi Lietuvos Respublikos Vyriausybei ir atliekanti įstatymų ir kitų teisės aktų jai pavestas atitinkamas finansų rinkos srities priežiūros funkcijas ir įgyvendinanti šioje srityje valstybės politiką, siekiant apginti investorių interesus ir užtikrinti tinkamą vertybinių popierių rinkos funkcionavimą.

Vertybinių popierių komisija buvo sudaroma iš 7 narių, skiriamų 5 metams Lietuvos Respublikos vyriausybės sprendimu. Komisijos pirmininką skirdavo Lietuvos Respublikos Ministras pirmininkas.

1996 m. sausio 16 d. buvo priimtas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas, kuris įsigaliojo nuo 1996 – 02 – 22 d. bei pakeitė Vertybinių popierių komisijos statusą ir jos narių skyrimo tvarką. Pagal šį įstatymą Vertybinių popierių komisiją sudaro *pirmininkas* ir *keturi nariai*. Juos penkerių metų laikotarpiui skiria Seimas Respublikos Prezidento teikimu. Komisijos darbu vadovauja pirmininkas, o kai jo nėra – pirmininko pavaduotojas. Kiekvienas komisijos narys atsako už jam pavestą komisijos veiklos sritį ir dalyvauja svarstant bei priimant sprendimus visais komisijos kompetencijai priklausančiais klausimais.

1996 m. rugsėjį Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija tapo IOSCO – Tarptautinės vertybinių popierių komisijų organizacijos nare. 2001 m. gruodžio 17 d. Seimas priėmė Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos pakeitimo įstatymą, kuriame buvo patvirtinta šio įstatymo redakcija, įsigaliojusi nuo 2002 – 04 – 01. Pagrindiniai keitimo tikslai – atspindėti naujas pasaulines investicinių paslaugų globalizacijos ir rinkų jungimosi tendencijas, perkelti Europos Sąjungos direktyvų nuostatas, susijusias su vertybinių popierių rinka, suderinti įstatymą su Civiliniu kodeksu bei ištaisyti ankstesnio įstatymo taikymo praktikoje pastebėtus trūkumus.

Pagal šį įstatymą vertybinių popierių komisijos **uždaviniai** yra tokie:

1. prižiūrėti, kaip laikomasi sąžiningos prekybos taisyklių vertybinių popierių apyvartoje;
2. imtis priemonių, užtikrinančių veiksmingą vertybinių popierių rinkos veikimą ir investuotojų apsaugą;
3. teikti pasiūlymus dėl valstybės ekonominės politikos, skatinančios vertybinių popierių rinkos plėtrą, formavimo;
4. skleisti informaciją apie vertybinių popierių rinkos veikimo principus;
5. imtis kitų priemonių Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymui ir kitiems teisės aktams, susijusiems su vertybinių popierių rinka, įgyvendinti

Įgyvendindama šiuos uždavinius, Lietuvos respublikos vertybinių popierių komisija atlieka tokias pagrindines **funkcijas**:

1. rengia, tvirtina, keičia ir pripažįsta negaliojančiomis taisykles, reglamentuojančias vertybinių popierių biržų bei tarpininkų licencijavimą ir veiklą, vertybinių popierių emisiją ir apyvartą;

2. rengia, tvirtina, keičia ir pripažįsta negaliojančiomis prospektų (memorandumų), metų bei periodinių ataskaitų formas vertybinių popierių emitentams, taip pat nustato šių dokumentų pateikimo ir paskelbimo tvarką;
3. teikia išaiškinimus ir rekomendacijas vertybinių popierių apyvartos klausimais;
4. vertybinių popierių biržoms, finansų maklerio įmonėms, makleriams išduoda ar panaikina licencijas;
5. stebi, analizuoja, tikrina bei kitaip prižiūri tarpininkų, vertybinių popierių biržų ir jų narių, Centrinio depozitoriumo bei sąskaitų tvarkytojų veiklą;
6. taiko Vertybinių popierių rinkos bei kituose Lietuvos Respublikos įstatymuose nustatytas sankcijas asmenims, pažeidusiems Vertybinių popierių rinkos įstatymą ir Vertybinių popierių komisijos nutarimus;
7. registruoja vertybinių popierių emisijas;
8. spausdina ar dalyvauja spausdinant leidinius apie vertybinių popierių rinkos veikimą ir reguliavimą;
9. rengia egzaminus ir atestaciją finansų maklerių žinioms ir kompetencijai įvertinti;
10. bendradarbiauja su tarpininkų asociacijomis;
11. sudaro susitarimus su kitų valstybių atitinkamomis institucijomis dėl bendradarbiavimo ir keitimosi informacija;
12. bendradarbiauja ir keičiasi reikalinga informacija su kitų valstybių atitinkamomis institucijomis;
13. bendradarbiauja su kitomis priežiūros institucijomis ir paskiria savo atstovą į Finansų įstaigų bei draudimo įmonių veiklos reglamentavimo ir priežiūros koordinavimo komisiją.<sup>14</sup>

Vertybinių popierių komisija privalo rengti bei pateikti visuomenei ir Seimui metų darbo ataskaitą, kurioje turi būti apibūdinta vertybinių popierių rinkos plėtra ir pagrindiniai ataskaitinio laikotarpio įvykiai.

Viena iš Vertybinių popierių komisijos funkcijų – prižiūrėti kaip fiziniai ir juridiniai asmenys laikosi vertybinių popierių emisiją ir viešąją apyvartą bei pensijų kaupimą reglamentuojančių įstatymų bei juos papildančių teisės aktų. Šią funkciją Vertybinių popierių komisija įgyvendina periodiškai atlikdama planinius ir tikslinius įmonių veiklos patikrinimus. Tiksliniai patikrinimai vykdomi gavus investuotojų skundus arba rinkos stebėjimo tyrimais nustatčius įtartinus sandorius.

Vertybinių popierių komisija turi teisę tikrinti ar vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkai, akcinės bendrovės, valdymo įmonės, pensijų kaupimo bendrovės laikosi LR

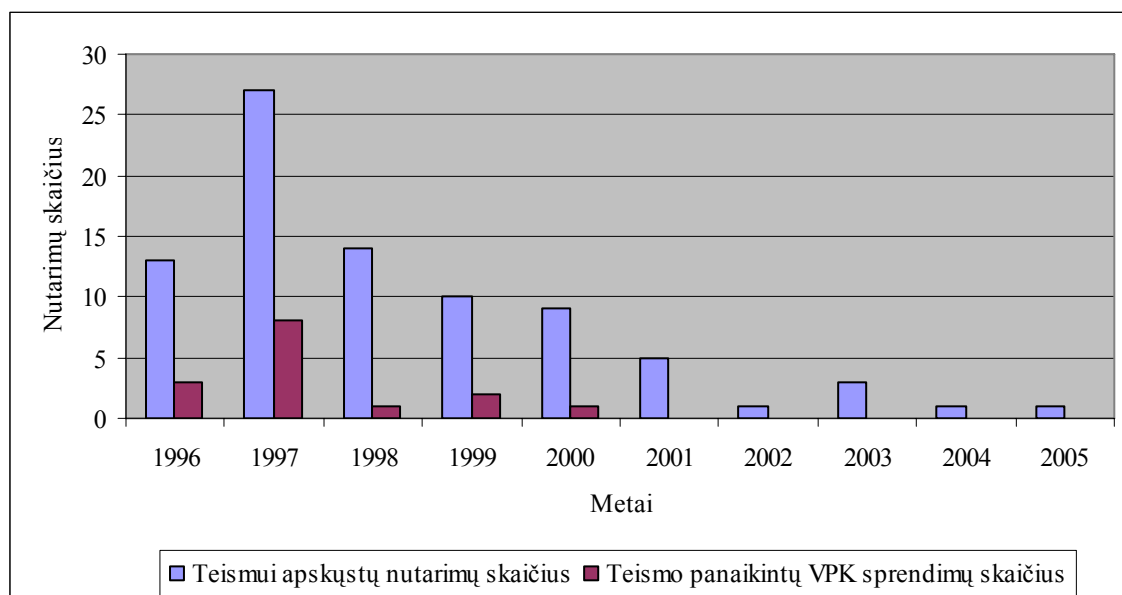
---

<sup>14</sup> Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymas// Valstybės žinios. 2004, Nr. 73-2514



Vertybinių popierių rinkos įstatymo, LR Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymo, LR Papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatymo ir LR Pensijų kaupimo įstatymo reikalavimų.

Iš 2 pav. matyti, kad mažėja Vertybinių popierių komisijos skirtų administracinių nuobaudų, teismui apskųstų nutarimų bei teismo panaikintų nutarimų skaičius. Nuo 2001 m. nei vienas Vertybinių popierių komisijos nutarimas nebuvo panaikintas teismo. Tai rodo Vertybinių popierių komisijos specialistų tobulėjimą.



2 pav. Vertybinių popierių komisijos skirtos administracinės nuobaudos ir jų apskundimas teismui 1996 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Vertybinių popierių komisija dažniausiai keldavo bylas už periodinės informacijos neatskleidimą. 1 lentelėje matyti, kad pažeidimų, susijusių su periodinės informacijos neatskleidimu, buvo nustatoma daugiausiai net aštuonis metus. Šios bylos buvo keliamos tiems emitentams, kurių veikloje buvo finansinių, valdymo ar kitokių problemų. Pastaraisiais metais tokie emitentai arba persiregistravo į uždarytas akcines bendroves, arba nutraukė savo veiklą, ir tai sąlygojo 2 pav. matomą Vertybinių popierių komisijos iškeltų administracinių bylų skaičiaus mažėjimo tendenciją.

I lentelė. Daugiausiai nustatyta pažeidimų 1995 – 2005 metais

Metai <sup>15</sup>	Procentai visų pažeidimų	Pažeidimų pobūdis
1995		Vertybinių popierių neregistravimas VPK
1996		Periodinės informacijos neatskleidimas
1997	28%	Periodinės informacijos neatskleidimas
1998	41%	Apskaitos ir prekybos taisyklių pažeidimai
1999	60%	Periodinės informacijos neatskleidimas
2000	53%	Periodinės informacijos neatskleidimas
2001	64%	Periodinės informacijos neatskleidimas
2002	67%	Periodinės informacijos neatskleidimas
2003	52%	Periodinės informacijos neatskleidimas
2004	38%	Periodinės informacijos neatskleidimas
2005	60%	Teisės aktų nustatytos informacijos nepateikimas VPK

(Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

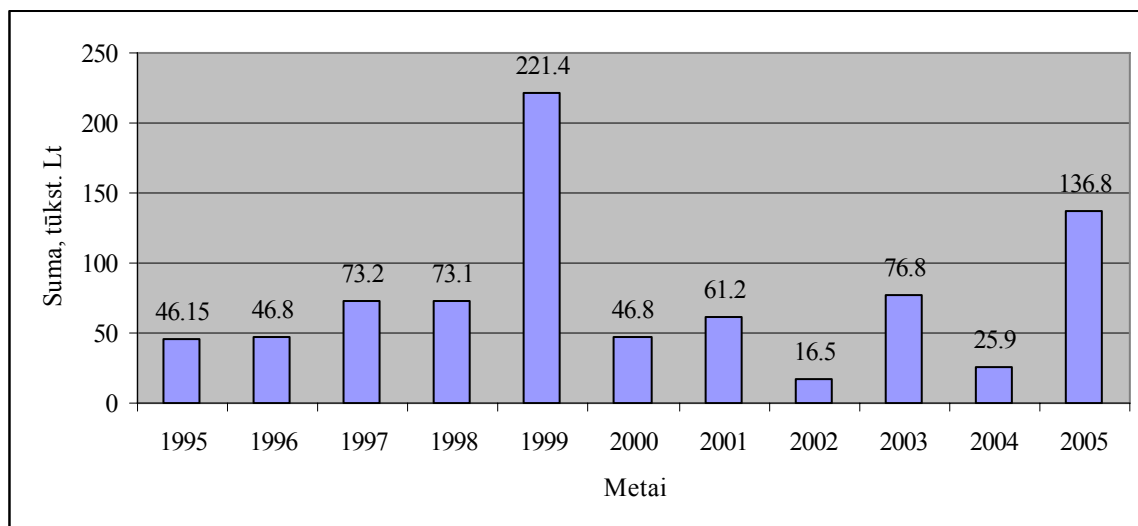
Pagal LR Vertybinių popierių rinkos įstatymą, nustačiusi pažeidimus, Vertybinių popierių komisija gali:

1. įspėti dėl veiklos trūkumų bei pažeidimų ir nustatyti jų pašalinimo terminus;
2. skirti pinigines baudas;
3. panaikinti licencijos teikti vieną, kelias ar visas paslaugas galiojimą;
4. paskirti laikinąjį Vertybinių popierių komisijos atstovą veiklos priežiūrai.

Vertybinių popierių komisija komerciniams bankams turi teisę taikyti tik 1 ir 2 punktuose numatytas priemones.

Pagal Vertybinių popierių rinkos įstatymą, Vertybinių popierių komisija gali skirti pinigines baudas iki 500 tūkst. Lt arba „...iki trigubo neteisėtai gautų pajamų dydžio, jei neteisėtai gautų pajamų yra daugiau kaip 100 tūkstančių litų.“. 3 pav. pateikta Vertybinių popierių komisijos paskirtų baudų suma, tūkst. Lt. Pažymėtina, kad 2005 m. daugiausia baudų buvo paskirta už LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo pažeidimus – net 124,5 tūkst. Lt.

<sup>15</sup> 1995 m. ir 1996 m. nurodyta tik daugiausiai nustatytų pažeidimų pobūdis.



3 pav. Vertybinių popierių komisijos paskirtų baudų suma, tūkst. Lt 1995 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Piniginės baudos į valstybės biudžetą sumokamos ne vėliau kaip per 1 mėnesį nuo dienos, kai asmuo gavo Vertybinių popierių komisijos sprendimą skirti baudą. Jei asmuo nesumoka baudos, LR Vertybinių popierių rinkos įstatymas numato galimybę ją išieškoti Civilinio proceso kodekso nustatyta ne ginčo tvarka. Pažymėtina, kad 2005 m. ir 2004 m. priverstinai išieškomų baudų nebuvo. Tuo tarpu ankstesniais metais priverstinai išieškomų baudų buvo nuo 7,3 % iki 42 %.

### 3.2. Vertybinių popierių birža

Tik 1990 metais, Lietuvai atkūrus nepriklausomybę, vykdant ekonominę reformą prasidėjo ir vertybinių popierių biržos steigimo paruošiamasis darbas. Pirmieji steigėjai buvo Finansų ministerija, Investicijų bankas, „Lietuvos birža“ ir „Baltijos birža“. Tuo metu buvo rengiami finansų makleriai, steigiamos finansų maklerių įmonės, išduodamos licencijos jų veiklai, rengiami teisiniai procedūriniai biržos dokumentai. Birža, kaip ir visos organizacijos, turėjo būti įregistruota savivaldybėje po to, kai bus gautas Vertybinių popierių komisijos leidimas.

1992 m. gegužės 16 d. pasirašyta biržos steigimo sutartis. Teisinis Lietuvos NVPB steigimo pagrindas yra 1992 m. rugsėjo 3 d. Vyriausybės nutarimas Nr. 646 „Dėl Vertybinių popierių komisijos ir Nacionalinės vertybinių popierių biržos steigimo“. Atsižvelgiant į Lietuvos vertybinių popierių rinkos ypatybes, ypač į jos dydį ir išsivystymą, pradžioje buvo priimtas Vyriausybės sprendimas steigti Lietuvoje vieną biržą.

Tuo metu vertybinių popierių rinkoje buvo naudojami tik laikinieji akcininko pažymėjimai, todėl Lietuvos Vyriausybė nusprendė įdiegti nematerializuotą vertybinių popierių modelį.

1992 m. spalio 30 d. Vyriausybės nutarimu Nr. 815 buvo patvirtinti steigėjų parengti „Vertybinių popierių emisijos ir viešosios apyvartos bei Vertybinių popierių biržos laikinieji nuostatai“. Tai buvo svarbiausias vertybinių popierių rinką reglamentuojantis teisinis dokumentas, kuriame nustatyta biržos steigimo tvarka ir funkcionavimo pagrindai. Remiantis šiuo dokumentu parengti biržos įstatai, kurie 1992 m. lapkričio 12 d. įregistruoti Vertybinių popierių komisijoje. 1993 m. balandžio 20 d. įvyko biržos akcininkų susirinkimas, kuriame išrinkta 15 asmenų biržos taryba.

Taigi, birža buvo atidaryta 1993 m. rugsėjo 14 dieną. Ji buvo kuriama orientuojantis į prancūzų vertybinių popierių biržos modelį. Šio modelio ypatybės – centralizuota pavedimų rinka, veikianti fiksuoto kurso nustatymo metodu. Šio metodo esmė yra tokia: kaupiami visi maklerių pavedimai pirkti ir parduoti vertybinius popierius ir nustatytą prekybos sesijos dieną visi pavedimai yra sugretinami. Tai atlikusi vertybinių popierių birža nustato vertybinių popierių kursą vadovaudamasi maksimalios apyvartos, minimalaus disbalanso bei minimalaus kurso pokyčio principais.

Fiksuoto kurso nustatymo metodas Lietuvoje yra optimalus dėl mažo rinkos likvidumo.

Biržoje yra sudaromi šie sąrašai: Oficialusis, Einamasis, Skolos vertybinių popierių ir Investicinių vienetų sąrašas.

**Investicinių vienetų sąrašas** nėra prekybos sąrašas ir Vilniaus vertybinių popierių birža neorganizuoja prekybos į šį sąrašą įtrauktais vertybiniais popieriais. Į Investicinių vienetų sąrašą gali būti įtraukti investicinių fondų investiciniai vienetai bei investicinių kintamojo kapitalo bendrovių akcijos.

**Einamasis sąrašas** yra prekybos sąrašas ir Vilniaus vertybinių popierių birža organizuoja prekybą į šį sąrašą įtrauktais vertybiniais popieriais. Į Einamąjį prekybos sąrašą gali būti įtraukti nuosavybės vertybiniai popieriai (išskyrus konvertuojamas ar keičiamas obligacijas ir obligacijas su varantais) bei atitinkantys šiuos reikalavimus:

- akcijų kapitalizacija arba, jeigu to negalima įvertinti, bendrovės kapitalas ir rezervai, įskaitant pelną ar nuostolius, per paskutinius finansinius metus turi būti ne mažesni kaip vienas milijonas eurų;
- ne mažiau kaip 25% įstatinio kapitalo dalies yra viešojoje apyvartoje;
- emitentas turi būti paskelbęs arba pateikęs savo paskutinių dvejų finansinių metų audituotas metines finansines atskaitomybes. Paskutinių finansinių

metų finansinė atskaitomybė turi būti parengta pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus.

**Oficialusis sąrašas** yra prekybos sąrašas ir Vilniaus vertybinių popierių birža organizuoja prekybą į šį prekybos sąrašą įtrauktais vertybiniais popieriais. Į Oficialųjį prekybos sąrašą gali būti įtraukti nuosavybės vertybiniai popieriai (išskyrus konvertuojamas ar keičiamas obligacijas ir obligacijas su varantais) bei atitinkantys šiuos reikalavimus:

- akcijų kapitalizacija arba, jeigu to negalima įvertinti, bendrovės kapitalas ir rezervai, įskaitant pelną ar nuostolius, per paskutinius finansinius metus turi būti ne mažesni kaip keturi milijonai eurų;
- ne mažiau kaip 25% įstatinio kapitalo dalies yra viešojoje apyvartoje;
- emitentas turi būti paskelbęs arba pateikęs savo paskutinių trejų finansinių metų audituotas metines finansines atskaitomybes. Paskutinių finansinių metų finansinė atskaitomybė turi būti parengta pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus.

**Skolos vertybinių popierių sąrašas** yra prekybos sąrašas ir Vilniaus vertybinių popierių birža organizuoja prekybą į šį prekybos sąrašą įtrauktais vertybiniais popieriais. Į Skolos vertybinių popierių sąrašą gali būti įtraukti skolos vertybiniai popieriai, įskaitant konvertuojamas ar keičiamas obligacijas ir obligacijas su varantais bei atitinkantys šiuos reikalavimus:

- bendra skolos vertybinių popierių emisijos nominali vertė turi būti ne mažiau kaip 200 000 eurų;
- skolos vertybiniai popieriai turi būti denominuoti eurais arba litais, nominali vertė turi būti sveikas skaičius;
- konvertuojamos ar keičiamos obligacijos bei obligacijos su varantais gali būti įtrauktos į Skolos vertybinių popierių prekybos sąrašą tik tada, jei su jomis susietos akcijos jau yra įtrauktos į VVPB Oficialųjį arba Einamąjį prekybos sąrašą arba į kitos reguliuojamos nuolat veikiančios pripažintos atviros rinkos sąrašus arba yra įtraukiamos į prekybos sąrašus tuo pačiu metu;
- emitentas turi būti paskelbęs arba pateikęs savo paskutinių dvejų finansinių metų audituotas metines finansines atskaitomybes. Paskutinių finansinių metų finansinė atskaitomybė turi būti parengta pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus.

Vertybinių popierių birža **privalo**:

1. organizuoti prekybą vertybiniais popieriais, jų įtraukimą į prekybos sąrašus, kotiravimą, saugą ir veiksmingą sandorių sudarymą bei atsiskaitymus;

2. skatinti sąžiningą prekybą vertybiniais popieriais ir siekti užkirsti kelią manipuliavimui rinka bei kitiems nesąžiningiems veiksams;
3. skleisti informaciją, leidžiančią įvertinti biržoje kotiruojamus vertybinius popierius, taip pat informaciją apie jų emitentus;
4. užtikrinti konfidencialios informacijos apsaugą ir vykdyti vidaus kontrolę.

Šiuo metu Lietuvoje veikia tik viena birža. Europos Sąjunga reikalauja, kad būtų panaikinta biržos monopolija. Įgyvendinant šį reikalavimą yra siūlomas naujas Finansinių priemonių rinkų įstatymas, kuriam įsigaliojus, atsiras galimybė steigti alternatyvioms rinkoms.

Numatoma, kad lietuviškos alternatyvios rinkos koncepcija bus panaši į jau veikiančias Stokholmo ir Kopenhagos alternatyvias rinkas „First North“. Tai reguliuojamosios rinkos su savo prekybos sistema, taisyklėmis, nariais, emitentų sąrašais, naujienų sistemomis bei indeksais. Šioje rinkoje bus prekiaujama bendrovių, netenkinančių atrankos kriterijų į Oficialųjį bei Einamąjį sąrašus, akcijomis. Alternatyvioji rinka bus skirta mažoms, jaunoms ir sparčiai augančioms bendrovėms, norinčiomis būti biržų narėmis

Nuo tradicinių rinkų ji skirsis tuo, kad bus taikomi mažesni reikalavimai – nebus minimalaus bendrovės kapitalizacijos reikalavimo, reikalavimo atskleisti pastarųjų 3 metų finansinių ataskaitų, minimalaus laisvų akcijų rinkoje bei smulkiųjų akcininkų skaičiaus reikalavimų, supaprastintos ir kitos priėmimo į biržą procedūros.

Birža privalo organizuoti veiksmingus atsiskaitymus. Viena iš apsaugos priemonių yra biržoje esantis **Garantinis fondas**. Tai pinigų fondas, sudarytas iš visų Biržos narių įnašų, kurias patikėjimo teise valdo Vilniaus vertybinių popierių birža VVPB prekybos taisyklių nustatyta tvarka. Garantinio fondo paskirtis – užtikrinti, kad Biržoje sudaryti automatinio įvykdymo sandoriai būtų įvykdyti pagal juose nurodytas sąlygas, t.y. kad pirkėjas gautų vertybinius popierius, o pardavėjas – pinigus. Garantinio fondo lėšos negali būti naudojamos jokioms kitoms reikmėms. Šios lėšos yra apskaitomos atskiroje vieno iš komercinių bankų sąskaitoje arba gali būti investuojamos į likvidžius vertybinius popierius (pavyzdžiui, Vyriausybės vertybiniai popieriai) ar terminuotus indėlius.

### **3.3. Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas**

Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas buvo įsteigtas vadovaujantis Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1993 05 20 nutarimu Nr. 352. Depozitoriumas pradėjo savo veiklą kartu su Nacionaline vertybinių popierių birža kaip vidinis jos padalinys 1993 m. rugpjūčio 16 dieną. Augant vertybinių popierių sąskaitų atidarymo ir apskaitos

operacijų apimtims bei plečiantis vykdomoms funkcijoms, depozitoriumas 1994 02 25 buvo įregistruotas kaip savarankiška ne peno įmonė.

Taigi, nuo 1994 m. Centrinis depozitoriumas yra akcinė bendrovė, kurios akcininkais gali būti tik Lietuvos Respublika, Lietuvos bankas, Lietuvos Respublikos ir Europos Sąjungos narių bei siekiančių narystės šalių licencijuotos kredito įstaigos, finansų maklerio įmonės, draudimo įmonės, investicinės bendrovės ir šių bendrovių valdymo įmonės, pensijų fondai ir jų valdymo įmonės, vertybinių popierių biržos bei centriniai depozitoriumai. Depozitoriumo steigėjai yra: Lietuvos bankas (60 % įstatinio kapitalo), Finansų ministerija (32 % įstatinio kapitalo) ir Nacionalinė vertybinių popierių birža (8 % įstatinio kapitalo). Nuo 2005 metų Finansų ministerijos dalis, t.y. 32 % Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo įstatinio kapitalo, priklauso Helsinki Securities and Derivatives Exchange, Clearing House Ltd. – OMX grupei.

Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas atlieka šias **funkcijas**:

1. rengia ir, suderinęs su komisija, tvirtina vertybinių popierių ir jų cirkuliacijos apskaitos taisykles bei instrukcijas, kurios yra privalomos visiems vertybinių popierių sąskaitų tvarkytojams;
2. atidaro bendrąsias sąskaitas vertybinių popierių sąskaitų tvarkytojams ir tvarko jas;
3. užtikrina, kad sudarant sandorius dėl vertybinių popierių šie popieriai būtų laiku perregistruoti iš vienos bendrosios sąskaitos į kitą;
4. kontroliuoja, kad išleistų į apyvartą kiekvienos emisijos vertybinių popierių skaičius atitiktų faktiškai cirkuliuojančių šių vertybinių popierių skaičių;
5. teikia paslaugas, susijusias su vertybinių popierių sąskaitų aptarnavimu, emitentams ir viešosios apyvartos tarpininkams;
6. išduoda vertybinių popierių sąskaitų tvarkytojams išrašus apie jų bendrosios sąskaitos būklę.<sup>16</sup>

1996 metais priėmus Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą, depozitoriumo atliekamos funkcijos pasipildė žemiau nurodytomis funkcijomis, kurios išliko nepakitusios, įsigaliojus LR Vertybinių popierių rinkos įstatymui:

1. rengia ir tvirtina vertybinių popierių apskaitos instrukcijas, išsamiai nustatančias atskiras taisyklėse numatytas procedūras;
2. rengti ir diegti priemones, užtikrinančias vertybinių popierių apskaitos sistemos vientisumą ir saugumą;

---

<sup>16</sup> Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1993 05 20 nutarimas Nr. 352 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1992 m. spalio 30 d. nutarimo Nr. 815 dalinio pakeitimo“// Valstybės žinios. 1993, Nr.17-444

3. kontroliuoti, kaip sąskaitų tvarkytojai laikosi vertybinių popierių apskaitos taisyklių ir instrukcijų;
4. kaupti, apdoroti ir platinti informaciją apie vertybinių popierių apskaitą, rengti ir konsultuoti vertybinių popierių apskaitos specialistus;
5. užtikrinti konfidencialios informacijos apsaugą ir vykdyti vidaus kontrolę;
6. teikti Vertybinių popierių komisijai pasiūlymus vertybinių popierių apskaitos klausimais ir jai pateikti ataskaitą, kaip per metus buvo tobulinama apskaita ir kokios iškilo pagrindinės problemos.<sup>17</sup>

Lietuvos Centrinio vertybinių popierių depozitoriumo **dalyviai** yra vertybinių popierių atsiskaitymų sistemos dalyviai, kuriais gali būti:

- a. viešosios apyvartos tarpininkai, gavusieji VPK leidimą vykdyti operacijas su vertybiniais popieriais ir dalyvaujantys Lietuvos banko mokėjimo sistemoje LITAS. Tiek Centrinio depozitoriumo, tiek ir sistemos LITAS dalyviai naudojami vieninga Pranešimų apsikeitimo sistema;
- b. kitos įstaigos – finansinės institucijos (užsienio šalių ir tarptautiniai depozitoriumai, Birža, Lietuvos bankas ir kiti instituciniai investuotojai).

Nuo 2004 m. sausio 19 d. Depozitoriumo tiesioginiais dalyviais gali būti tik profesionalūs VP sąskaitų tvarkytojai: FMĮ ir bankai (jų specializuoti finansų maklerio padaliniai – SFMP) bei kitos Atsiskaitymų baigtinumo mokėjimų ir vertybinių popierių atsiskaitymo sistemose įstatyme nurodytos įstaigos. Jų dalyvių statusas suteikiamas ir panaikinamas LCVPD prezidento sprendimu. 2005 metų pabaigoje tiesioginių dalyvių statusą turėjo 10 FMĮ ir 12 bankų.

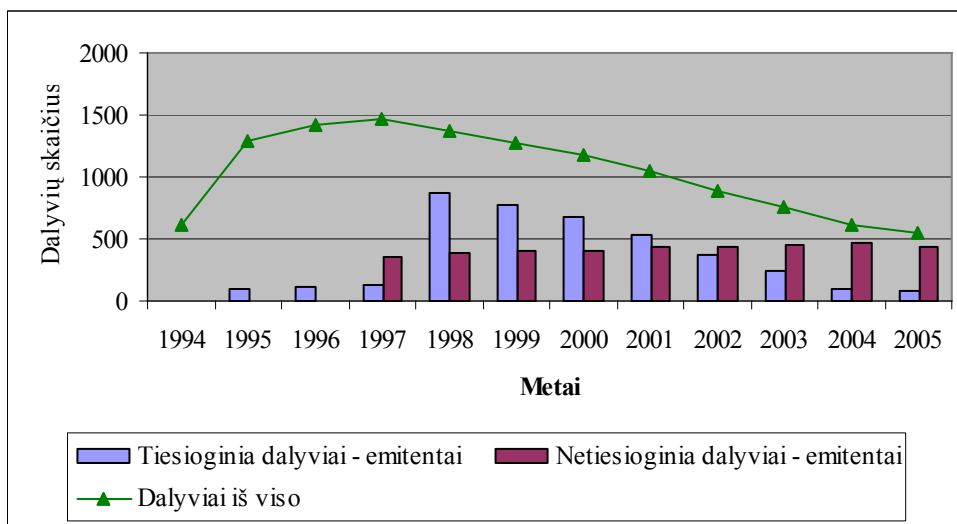
Nuo 2002 m. dauguma Depozitoriumo dalyvių yra netiesioginiai dalyviai – emitentai, t. y. jie suteikia įgaliojimus tvarkyti savo išleistų vertybinių popierių emisijų apskaitą FMĮ ar bankams (tarpininkams). Pagal LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo reikalavimus, emitentai, patys tvarkantys savo išleistų vertybinių popierių asmenines sąskaitas, turėjo perduoti šių sąskaitų tvarkymą tarpininkams iki 2004 m. sausio 1 dienos. Beveik visi tiesioginiai dalyviai – emitentai įvykdė šį reikalavimą. Tačiau 2005 m. pabaigoje iš 81 tiesioginių dalyvių – emitentų, nepaisant VPK atitinkamų priminimų, vienas emitentas nebuvo šio reikalavimo įvykdęs, o 80 emitentų, kuriems buvo pradėtos bankroto ir likvidavimo procedūros, toliau vykdė savo išleistų vertybinių popierių apskaitą patys, nes tokia teisė jiems buvo suteikta pagal LR Vertybinių popierių rinkos įstatymo papildymą.

Bendras visų rūšių dalyvių skaičius nuolat mažėja. Daugiausia šio skaičiaus mažėjimą lemia bendrovių reorganizavimasis į uždarašias akcines bendroves ir likvidavimosi. Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo dalyvių skaičiaus kitimas pateiktas 4 pav.

---

<sup>17</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas// Valstybės žinios. 1996, Nr. 16-412





4 pav. Lietuvos Centrinio vertybinių popierių depozitoriumo dalyvių skaičius 1994 – 2005 metai  
(Šaltinis: Lietuvos Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas)

Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1993 m. gegužės mėn. 20 dienos nutarime Nr. 352 bei Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatyme nebuvo numatytos depozitoriumo teisės, tačiau 2001 m. priimtas Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas, pakeitęs prieš tai buvusį Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą, šias **teises** nurodė. Taigi, jos yra tokios:

1. aptarnauti piniginius atsiskaitymus už vertybinių popierių sandorius;
2. iš sąskaitų tvarkytojų, kuriems iškelta bankroto byla, perimti vertybinių popierių apskaitos tvarkymą;
3. teikti emitentams ir tarpininkams kitas su vertybinių popierių sąskaitų aptarnavimu susijusias paslaugas.

Visi Vilniaus vertybinių popierių biržos registruojami antrinės rinkos apyvartos sandoriai, kurie sukelia vertybinių popierių pervedimus tarp finansinių tarpininkų, vykdomi per depozitoriumą. Informaciją apie prekybą depozitoriumas gauna tiesiogiai kompiuterių tinklu iš biržos tą pačią prekybos dieną.

Vykdydamas apskaitos operacijas, depozitoriumas užtikrina, kad sudarant sandorius dėl vertybinių popierių, šie popieriai būtų laiku perregistruoti iš vienos sąskaitos į kitą. Vertybinių popierių pervedimai, susiję su biržos sandoriais, vykdomi vienu metu su piniginais atsiskaitymais kliringo banke:

1. akcijoms  $T^{18} + 3$  darbo dieną po sandorio sudarymo;
2. Vyriausybės vertybiniais popieriais  $T + 1$  darbo dieną po sandorio sudarymo.

Lietuvos Centrinio vertybinių popierių depozitoriumo vykdomos **operacijos**:

<sup>18</sup> T Diena– sandorio sudarymo Biržoje diena

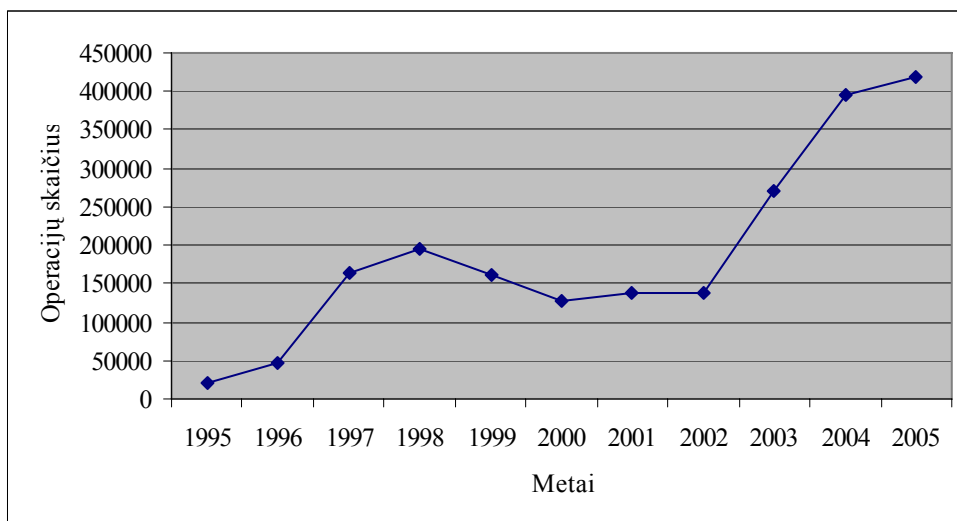
**Operacijos, susijusios su vertybinių popierių įvykiais.** Vertybinių popierių įvykiu laikomas vertybinių popierių išleidimas, vertybinių popierių registracijos panaikinimas, taip pat kiti emitento iniciatyva vykstantys arba nuo jo valios priklausantys įvykiai, kurie keičia emitento vertybinių popierių ir (arba) šių vertybinių popierių emisijos registracijos sąskaitų parametrus.

**Operacijos, susijusios su nemokestiniais vertybinių popierių pervedimais.** Nemokestinis vertybinių popierių pervedimas įvykdomas sąskaitų tvarkytojui pateikus per Pranešimų apsikeitimo sistemą nustatytos formos dokumentą – **vertybinių popierių nemokestinio pervedimo nurodymą**, kuriuo sąskaitų tvarkytojas nurodo Centriniam Depozitoriumui pervesti vertybinius popierius iš jo bendrosios vertybinių popierių sąskaitos į kito sąskaitų tvarkytojo bendrąją vertybinių popierių sąskaitą (arba priimti vertybinius popierius iš bendrosios kito sąskaitų tvarkytojo sąskaitos į savo bendrąją vertybinių popierių sąskaitą) arba kitą savo bendrąją vertybinių popierių sąskaitą. Nemokestiniai pervedimai gali būti atliekami nuo T iki T+30 dieną po pateikimo.

**Prekybinės operacijos, susijusios su mokestiniais vertybinių popierių sandoriais.** Mokestiniai vertybinių popierių sandoriai pagal sandorio vietą būna biržiniai ir užbiržiniai:

- a. Centrinis depozitoriumas apskaito sandorius, sudarytus Vilniaus vertybinių popierių biržoje bei Rygos ir Talino vertybinių popierių biržose. Visais atvejais informacija apie biržinius sandorius į Centrinį depozitoriumą patenka per vieningą Baltijos šalių duomenų bazę. Vertybinių popierių, perleistų Biržoje sudarytais sandoriais, nuosavybės teisė pereina atsiskaitymų dieną:
- b. Centrinis depozitoriumas apskaito tiek vietinius, tiek tarptautinius užbiržinius mokestinius sandorius.

5 pav. pateiktas Lietuvos Centrinio vertybinių popierių depozitoriumo vykdomų operacijų skaičiaus kitimas. Iš šio paveikslo matyti, kad ženkliai padidėjo Depozitoriumo vykdomų operacijų skaičius.



5 pav. Operacijų skaičius 1995 – 2005 metais (Šaltinis: Lietuvos Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas)

### 3.4. Kliringo bankas

Vienas svarbiausių vertybinių popierių biržos principų – vertybinių popierių ir pinigų pateikimas laiku. Šį principą užtikrina **piniginių atsiskaitymų (kliringo) bankas**, pradėjęs savo veiklą 1993 metais kartu su birža, kurio funkcijas atlieka Lietuvos banko Atsiskaitymų centras. Iki 1995 metų liepos mėnesio jo funkcijas vykdė dviejų bankų padaliniai: Lietuvos banko Atsiskaitymų centras vykdė piniginius atsiskaitymus tik Vyriausybės vertybiniais popieriais, o kitų rūšių vertybinių popierių kliringas buvo vykdomas „Vilniaus banke“. Kliringo banko paskirtis – vykdyti biržoje veikiančių tarpininkų tarpusavio piniginius atsiskaitymus. Piniginės lėšos, skirtos atsiskaityti už centrinės rinkos sandorius, turi būti sukauptos specialiose Kliringo banko sąskaitose, kurias kontroliuoja Vilniaus vertybinių popierių biržos Prekybos ir atsiskaitymų departamentas. Kliringo bankui ir Centriniam depozitoriumui nustatytu laiku patvirtinus piniginių lėšų ir vertybinių popierių pakankumą, depozitoriume perrašomi vertybiniai popieriai, kredituojant pirkėjo ir debetuojuant pardavėjo vertybinių popierių sąskaitas. Tuo pat metu pagal Prekybos ir atsiskaitymų departamento pateiktus mokėjimų pavedimus Kliringo bankas perveda pinigines lėšas, kredituodamas pardavėjo ir debetudamas pirkėjo sąskaitas. Taip garantuojamas apmokėjimo ir vertybinių popierių pervedimo tuo pat metu principas.

### 3.5. Viešosios apyvartos tarpininkai

Biržoje gali prekiauti tik profesionalūs tarpininkai. Pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą **viešosios apyvartos tarpininkais** gali būti finansų maklerio įmonės, investicijų valdymo ir konsultavimo įmonės bei komerciniai bankai.

Investicijų valdymo ir konsultavimo įmonė – bet kokia įmonė, besiverčianti konsultavimo veikla investavimo į vertybinius popierius klausimais.

Konsultavimu investavimo į vertybinius popierius klausimais laikoma ši už atlyginimą atliekama veikla:

1. kitų asmenų konsultavimas, kaip nustatyti vertybinių popierių vertę;
2. patarimai investavimo į vertybinius popierius, jų pirkimo ar pardavimo klausimais;
3. analitinių tyrimų, teikiančių konkrečias rekomendacijas investicijų į vertybinius popierius klausimais, skelbimas ir publikavimas;
4. kitų fizinių ar juridinių asmenų vertybinių popierių portfelio valdymas.<sup>19</sup>

2001 m. priėmus Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymą, pakeitusį aukščiau minėtą įstatymą, šis apibrėžimas pasikeitė. Vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkais gali būti tik finansų maklerio įmonės bei komerciniai bankai, turintys teisę teikti investicines paslaugas. Tarpininkas privalo turėti licenciją, kurią Finansų maklerių įmonėms išduoda Vertybinių popierių komisija, o komerciniams bankams – Lietuvos bankas, teikti bent vieną iš investicinių paslaugų, investicinės paslaugos gali būti teikiamos užsienio valiuta. Investicinės paslaugos:

1. pavedimų dėl vertybinių popierių priėmimas ir perdavimas;
2. pavedimų įsigyti ar perleisti vertybinius popierius vykdymas klientų sąskaita;
3. pavedimų įsigyti arba perleisti vertybinius popierius vykdymas savo sąskaita;
4. klientų vertybinių popierių portfelių valdymas pagal jų individualius pavedimus;
5. vertybinių popierių platinimas pagal susitarimą su emitentu, įsipareigojant arba neįsipareigojant jo emisiją išplatinti;
6. vertybinių popierių saugojimas, apskaita ir tvarkymas;
7. paskolos, kuria siekiama suteikti galimybę klientui vykdyti operaciją su vertybiniais popieriais, suteikimas, jeigu jos davėjas yra susijęs su ta operacija;
8. konsultavimas investavimo į vertybinius popierius klausimais.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas// Valstybės žinios. 1996, Nr. 16-412

<sup>20</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas// Valstybės žinios. 2004, Nr. 73-2514

Tarpininkas turi teisę teikti visas licencijoje numatytas investicines paslaugas bei verstis šia veikla:

1. seifų kamerų nuoma;
2. konsultacijomis įmonėms dėl kapitalo struktūros, gamybos strategijos ir susijusių klausimų, taip pat konsultacijomis ir paslaugomis, susijusiomis su įmonių reorganizavimu, pertvarkymu ir pirkimu;
3. kitomis paslaugomis, susijusiomis su emisijos platinimu pagal susitarimą su emitentu.<sup>21</sup>

Tarpininkai, laikydamiesi riziką ribojančių reikalavimų, privalo:

1. užtikrinti, kad jų valdymo struktūra ir buhalterinių įrašų bei apskaitos sistemos būtų patikimos, o elektroninės duomenų apdorojimo sistemos būtų kontroliuojamos ir saugios;
2. vykdyti vidaus kontrolę ir stebėti savo darbuotojų sandorius su vertybiniais popieriais;
3. atskirai įtraukti į apskaitą savo ir kiekvieno kliento vertybinius popierius ir nenaudoti kliento vertybinių popierių be kliento sutikimo;
4. į savo apskaitą atskirai įtraukti kiekvieno kliento pinigines lėšas;
5. saugoti atliktų operacijų dokumentus ne mažiau kaip 10 metų nuo operacijų įvykdymo dienos, jei kiti įstatymai nenustato ilgesnio saugojimo termino;
6. turėti tokią organizacinę struktūrą, kad būtų išvengta tarpininko ir kliento ar klientų tarpusavio interesų konflikto.<sup>22</sup>

Pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą finansų maklerio įmonė – bet kokia įmonė, besiverčianti tarpininkavimo veikla viešojoje vertybinių popierių apyvartoje, o pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymą finansų maklerio įmonė – tai įmonė, turinti licenciją verstis investicinėmis paslaugomis.

Vertybinių popierių komisija, priklausomai nuo to, kokias investicines paslaugas **finansų maklerio įmonės** turi teisę teikti, taip pat nuo jos pradinio kapitalo dydžio – išduoda A, B ir C kategorijų finansų maklerių įmonių licencijas.

A kategorijos licenciją turinčių ar pageidaujančių ją gauti finansų maklerių įmonių pradinis kapitalas negali būti mažesnis kaip 730 000 eurų. A kategorijos licencija suteikia finansų maklerių įmonei teisę teikti bet kurią iš aukščiau išvardintų investicinių paslaugų, tačiau bent viena iš jų turi būti pavedimų savo sąskaita įsigyti vertybinius popierius ar juos perleisti

---

<sup>21</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas// Valstybės žinios. 2004, Nr. 73-2514.

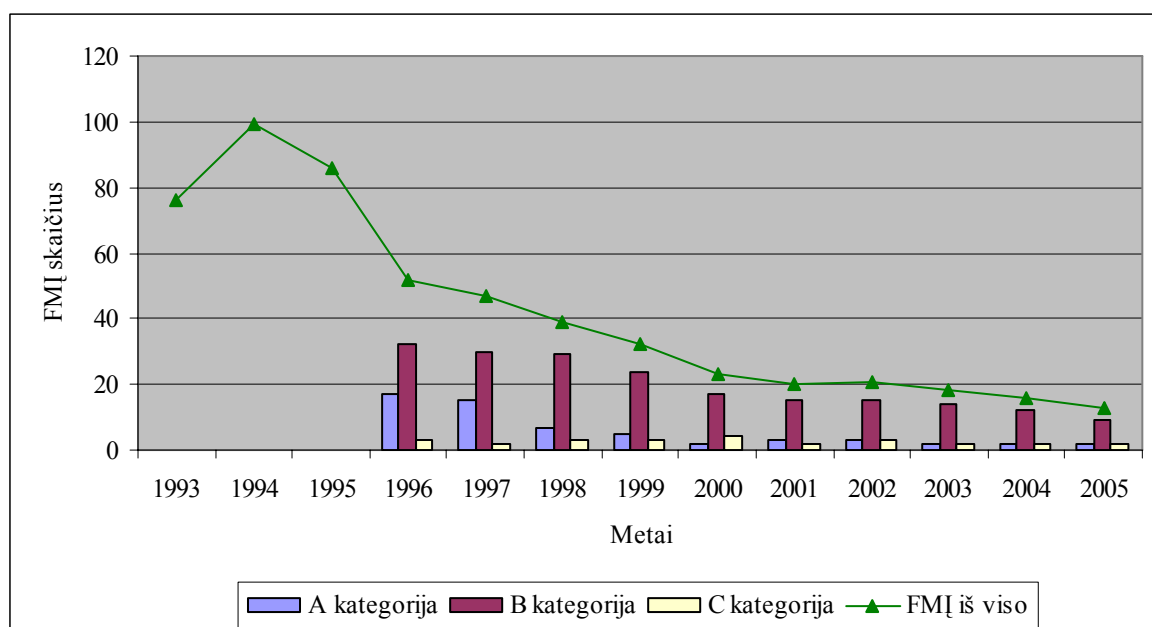
<sup>22</sup> Ten pat.

vykdymas arba vertybinių popierių platinimas pagal susitarimą su emitentu išpareigojant išplatinti jo emisiją.

B kategorijos licenciją turinčių ar pageidaujančių ją gauti finansų maklerių įmonių pradinis kapitalas negali būti mažesnis kaip 125 000 eurų. Šios finansų maklerių įmonės neturi leidimo vykdyti vertybinių popierių įsigijimo ar perleidimo pavedimus savo sąskaita arba platinti vertybinius popierius pagal susitarimą su emitentu išpareigojant išplatinti jo emisiją.

C kategorijos licenciją turinčių ar pageidaujančių ją gauti finansų maklerių įmonių pradinis kapitalas negali būti mažesnis kaip 50 000 eurų. Ši licencija leidžia verstis konsultacine veikla ir valdyti klientų vertybinių popierių portfelius, tačiau pavedimų įsigyti vertybinių popierių ar juos perleisti vykdymas bei šių vertybinių popierių saugojimas, apskaita ir tvarkymas perduodamas kitai finansų maklerių įmonei.

Iki 1996 metų didžiausia panaikintų leidimų vykdyti operacijas su vertybiniais popieriais priežastis yra ta, kad finansų maklerio įmonėje nedirbo nei vienas finansų makleris. 1996 m. Vertybinių popierių komisijai patvirtinus Finansų maklerio įmonių pradinio nuosavo kapitalo reikalavimų instrukciją, pagal kurią FMĮ pradėtos skirstyti į kategorijas, pagrindinė leidimų panaikinimo priežastimi tapo pradinio nuosavo kapitalo dydžio reikalavimo netenkinimas. Vėliau taip pat pastebimas FMĮ skaičiaus mažėjimas, tačiau skirtingai nei ankstesniais metais, daugiausiai dėl leidimų panaikinimo pačių savininkų prašymu. FMĮ skaičiaus kitimas pateiktas 6 pav.



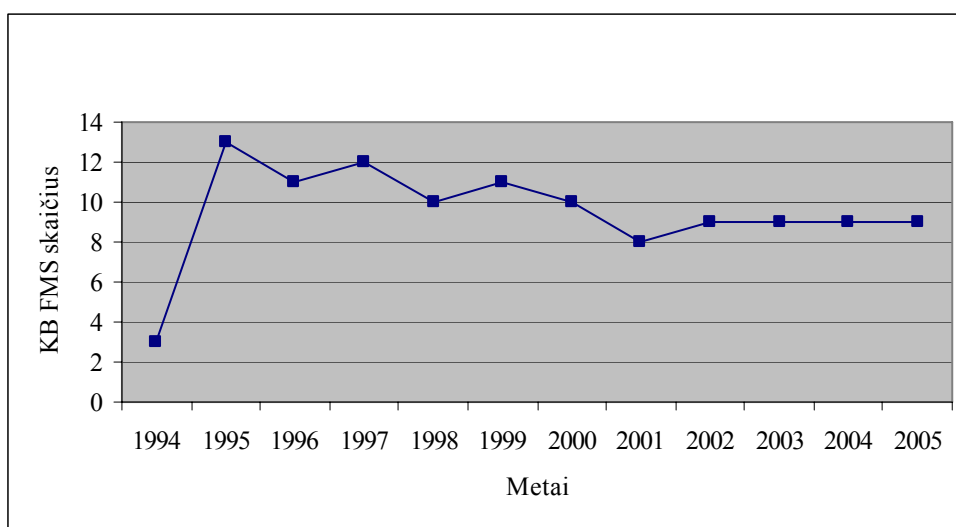
6 pav. Finansų maklerio įmonės pagal kategorijas 1993 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Finansų maklerio įmonė klientų pinigines lėšas komerciniame banke privalo laikyti patikėjimo pagrindais atskirai nuo nuosavų lėšų. Klientų piniginės lėšos, perduotos finansų maklerio įmonei vertybiniams popieriams pirkti, ir klientų piniginės lėšos, pardavus klientui priklausančius vertybinius popierius, yra kliento nuosavybė, į kurią negali būti nukreiptas išieškojimas pagal finansų maklerio įmonės skolas.

*Makleriu* gali būti fizinis asmuo, turintis Vertybinių popierių komisijos išduotą licenciją, suteikiančią teisę vykdyti vieną ar kelias numatytas maklerių operacijas. Asmuo, pretenduojantis gauti maklerio licenciją, turi išlaikyti Vertybinių popierių komisijos organizuojamus egzaminus ar pateikti šiai komisijai jos pripažintą kvalifikacijos dokumentą. Maklerio licencija negali būti išduodama asmeniui, kuris nėra nepriekaištingos reputacijos.

**Komerciniai bankai** į kategorijas neskirstomi. Jiems teisę teikti investicines paslaugas suteikia banko licencija, jeigu joje ši veikla nėra apribota. Vertybinių popierių komisija pateikia Lietuvos bankui išvadą ar komercinis bankas pasirengęs kurti specializuotą vidaus struktūrinį padalinį ir teikti investicines paslaugas.

1994 m. ir 1995 m. pastebimas ženklus komercinių bankų finansų maklerių skyrių skaičiaus didėjimas. Vėliau šis skaičius palaipsniui mažėjo. Šį mažėjimą galima sieti su 1995 metais įvykusia bankų krize, po kurios buvo sugriežtinti reikalavimai, reglamentuojantys bankų veiklą. Nuo 2002 metų šis skaičius išlieka pastovus. Komercinių bankų finansų maklerių skaičiaus kitimas pateiktas 7 pav.



7 pav. Komercinių bankų finansų maklerių skyriai 1994 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

### 3.6. Emitentai ir investuotojai

Kaip buvo minėta 1.3. skyriuje, emitentas – juridinis asmuo, siūlantis leisti ar leidžiantis savo vertybinius popierius, o emisija – vertybinių popierių, suteikiančių jų savininkams vienodas turtines ir neturtines teises, išleidimas.

Emitentas, ketinantis įregistruoti vertybinius popierius, Vertybinių popierių komisijai turi pateikti šiuos dokumentus:

1. paraišką;
2. prospektą;
3. steigimo dokumentų originalus arba notaro patvirtintus nuorašus;
4. sprendimų, kurių pagrindu emitentas yra išleidęs arba ketina išleisti vertybinius popierius, originalus arba notaro patvirtintus nuorašus.

**Prospektas** – investuotojams ir visuomenei skirtas dokumentas, kuriame yra pagrindinė informacija apie emitentą ir jo vertybinius popierius, kurie yra viešai siūlomi arba įtraukiami į prekybą reguliuojamoje rinkoje.<sup>23</sup> Šiame dokumente turi būti pateikti finansinės atskaitomybės duomenys, informacija apie veiklą, vadovus, vertybinius popierius bei sandorius su susijusiais asmenimis, susijusiais su emitentu ir veiklos partneriais. Informacija turi būti pakankama tam, kad būtų galima daryti pagrįstas išvadas apie emitento turta, prievoles, finansinę padėtį ir t.t.

**Atskaitingas emitentas** – emitentas, kurio išleistų vertybinių popierių prospektą patvirtino Vertybinių popierių komisija.<sup>24</sup>

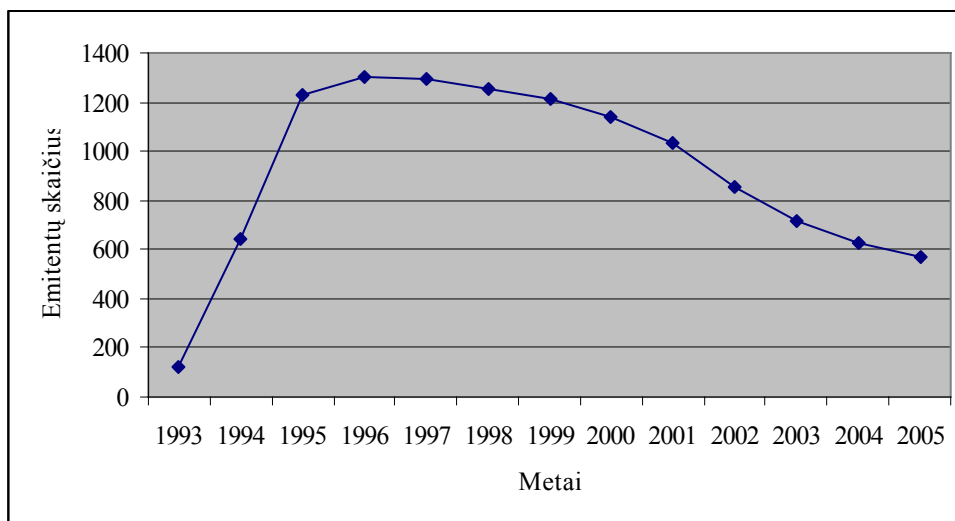
Atskaitingų emitentų nuo 1993 m. iki 1995 m. padaugėjo 1108 emitentais, t.y. net 10 kartų, per 1996 metus – 71 emitentu. Tuo tarpu vėlesniais metais pastebimas šio skaičiaus mažėjimas – nuo 1996 m. iki 2005 metų atskaitingų emitentų sumažėjo 735 emitentais. Atskaitingų emitentų skaičiaus kitimas pateiktas 8 pav.

---

<sup>23</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas// Valstybės žinios. 2004, Nr. 73-2514

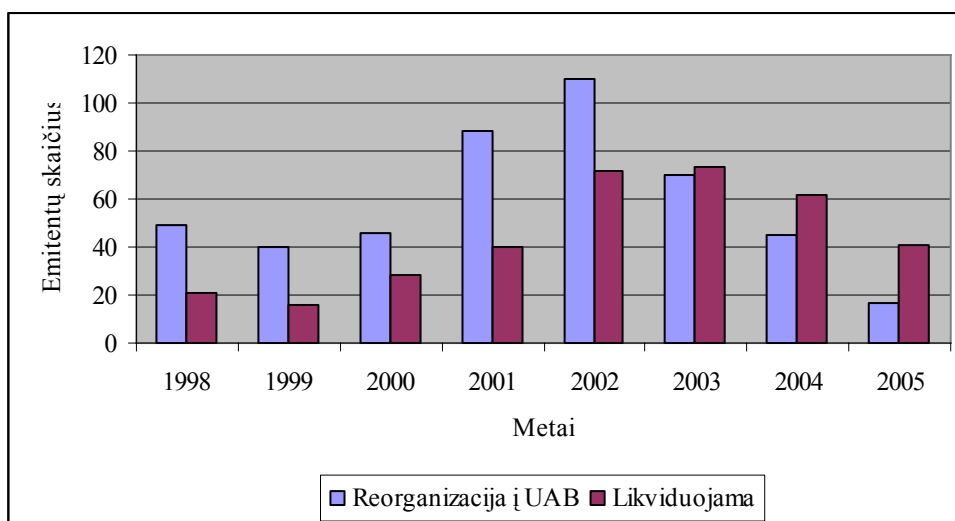
<sup>24</sup> Ten pat.





8 pav. Atskaitingų emitentų skaičius laikotarpio pabaigoje 1993 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Atskaitingų emitentų skaičiaus mažėjimo pagrindinės priežastys – dėl reorganizacijos į uždariusias akcines bendroves bei dėl likvidavimo – pateikiamos 9 pav.



9 pav. Vertybinių popierių komisijos išregistruojamų akcinių bendrovių vertybiniai popieriai 1998 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

**Investuotojas** – asmuo, nuosavybės teise turintis vertybinių popierių arba ketinantis jų įsigyti.<sup>25</sup> Pagal siekiamus tikslus ir investicijų apimtis V. Aleknevičienė (2005) skiria tokias investuotojų grupes:

1. **strateginiai investuotojai** – Lietuvos ir užsienio bendrovės, siekiančios nuosavybės teise įsigyti didelius emitento vertybinių popierių paketus, suteikiančius galimybę daryti įtaką emitento valdymui;

<sup>25</sup> Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas// Valstybės žinios. 2004, Nr. 73-2514

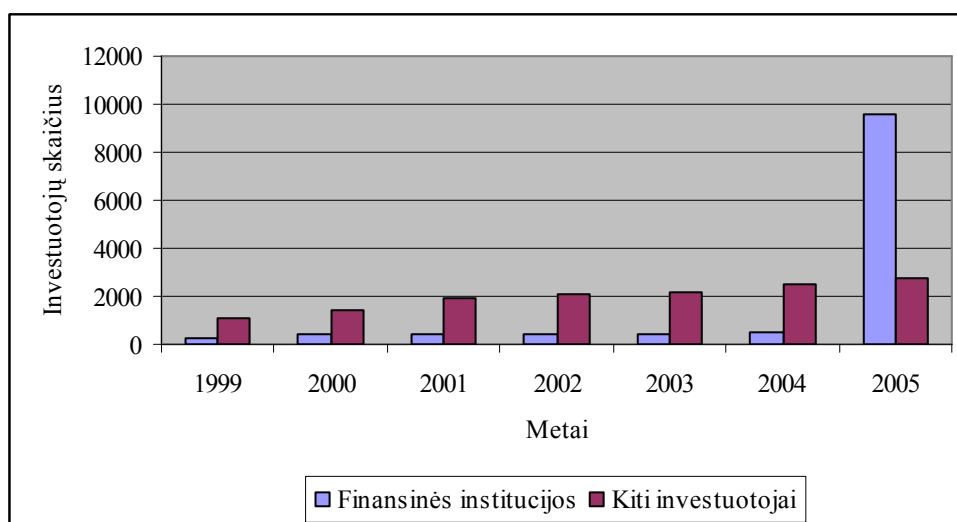
2. **institucinių investuotojų** tikslas – gauti pajamų iš disponavimo vertybiniais popieriais, nedarant poveikio bendrovės valdymui. Instituciniai investuotojai paprastai yra bankai, draudimo bendrovės, investiciniai ir pensijų fondai. Pasaulyje šie investuotojai sudaro didžiausią dalį visų investuotojų. Lietuvoje jie yra vadinami profesionaliais investuotojais. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymas prie profesionalių investuotojų priskiria ir fizinius asmenis, jei jie atitinka šiuos kriterijus:

- investuotojas sudarinėjo didelės apimties sandorius vertybinių popierių rinkose ir per paskutinius keturis ketvirčius sudarydavo vidutiniškai ne mažiau kaip 10 tokių sandorių per ketvirtį;
- investuotojo vertybinių popierių portfelio vertė viršija 500 tūkstančių eurų;
- investuotojas ne trumpiau kaip vienus metus finansų sektoriuje eina arba ėjo tokias pareigas, kurias einant būtina išmanyti investavimą į vertybinius popierius.

3. **smulkūs investuotojai** – Lietuvos ir užsienio fiziniai asmenys, investuojantys Lietuvos vertybinių popierių rinkoje.

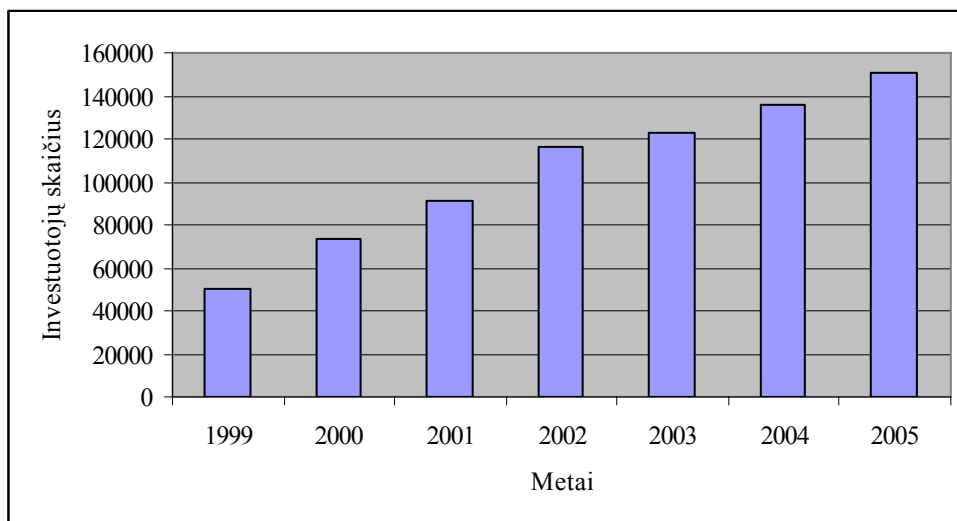
Vertybinių popierių komisija pateikdama statistiką apie investuotojų skaičių juos skirsto į rezidentus ir nerezidentus bei į finansines institucijas, fizinius asmenis ir į kitus investuotojus.

10 ir 11 pav. pateiktas investuotojų – rezidentų skaičiaus kitimas. 10 pav. matyti, kad nuo 1999 m. investuotojų, nepatenkančių į finansinių institucijų ir fizinių asmenų grupes, buvo daugiau. Tik 2005 metais finansinių institucijų buvo 3,5 karto daugiau nei kitų investuotojų.



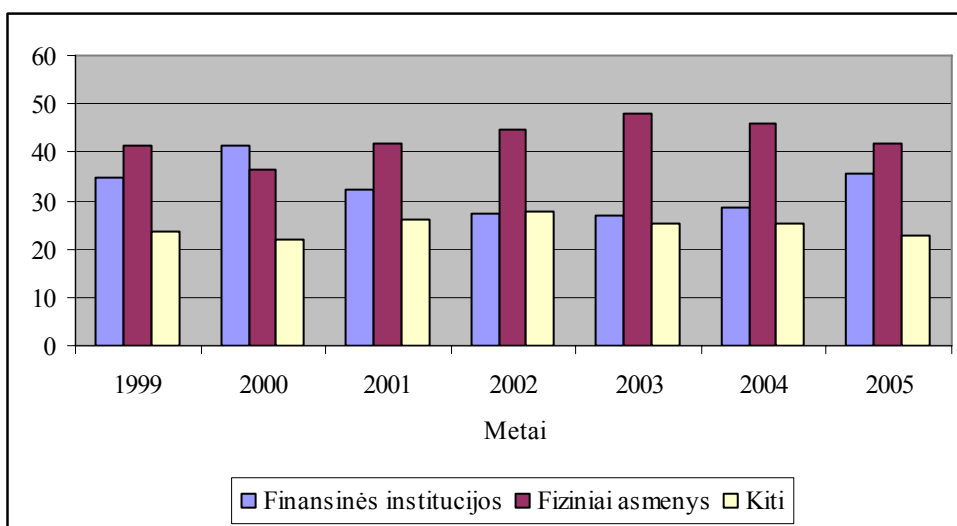
10 pav. Finansų maklerių įmonių ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyrių klientų – rezidentų skaičius 1999 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Nors 2005 metais finansinių institucijų buvo 9600, tačiau šis skaičius yra mažas palyginti su fiziniais asmenimis, kurių nuolat daugėja. Nuo 1999 m. šis skaičius padidėjo 3 kartus ir 2005 metais buvo 151120.



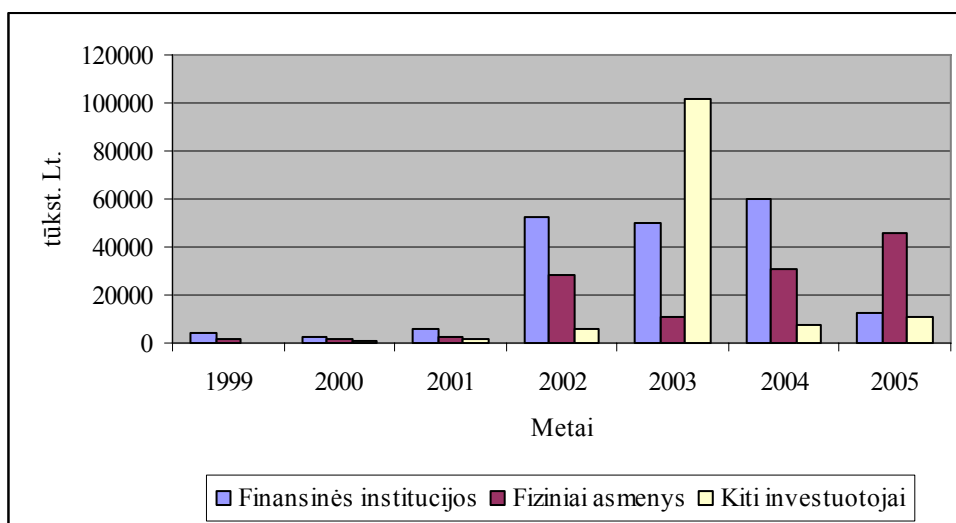
11 pav. Finansų maklerių įmonių ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyrių klientų – fizinių asmenų rezidentų skaičius 1999 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Nors investuotojų – nerezidentų skaičius nuolat didėja, tačiau jis sudaro tik apie 1% visų investuotojų. 12 pav. pateiktas investuotojų – nerezidentų skaičiaus kitimas.



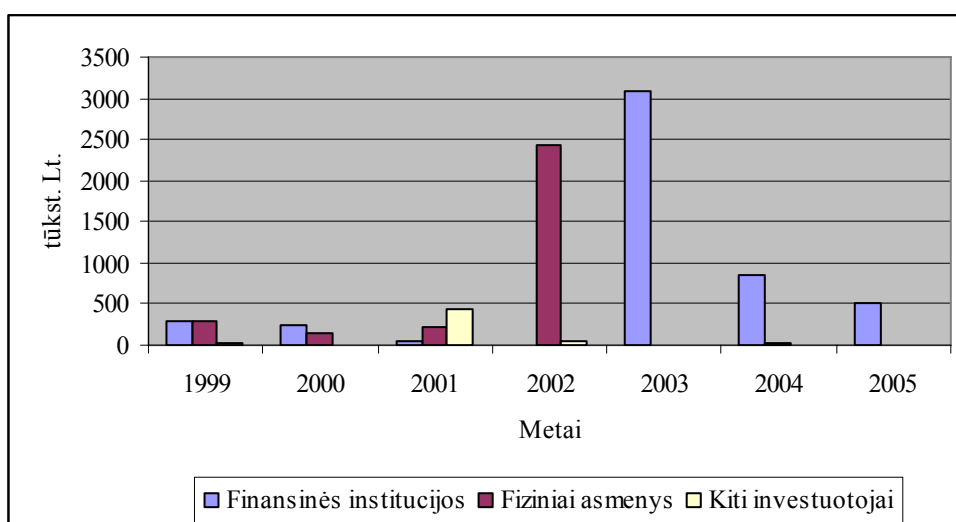
12 pav. Finansų maklerių įmonių ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyrių klientų – nerezidentų skaičius 1999 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Iš 13 pav. matyti, kad beveik visais metais savo vertybinių popierių portfelius valdyti Finansų maklerių įmonėms ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyriams labiausiai patikėdavo finansinės institucijos išskyrus 2003 m., kuomet didžiausią vertybinių portfelių vertės dalį patikėjo valdyti kiti investuotojai, o 2005 m. – fiziniai asmenys.



13 pav. Finansų maklerių įmonių ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyrių valdomų rezidentų portfelių vertė tūkst. Lt. 1999 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

Jeigu 13 pav. didžiausia valdomų portfelių vertė beveik visuomet buvo finansinių institucijų. Tuo tarpu 14 pav. matyti, kad nerezidentų grupės, patikėdavusios savo portfelius Finansų maklerių įmonėms ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyriams, kiekvienais metais buvo skirtingos. Įdomu tai, kad 2002 metais didžiausia valdomų portfelių vertė buvo fizinių asmenų, tačiau 2003 m. šios grupės valdomo portfelio vertė buvo lygi 0, 2004 m. – 16 tūkst. Lt., 2005 m. – 0.



14 pav. Finansų maklerių įmonių ir Komercinių bankų Finansų maklerių skyrių valdomų nerezidentų portfelių vertė tūkst. Lt. 1999 – 2005 metais (Šaltinis: Vertybinių popierių komisija)

#### 4. LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS VEIKLOS ANALIZĖ

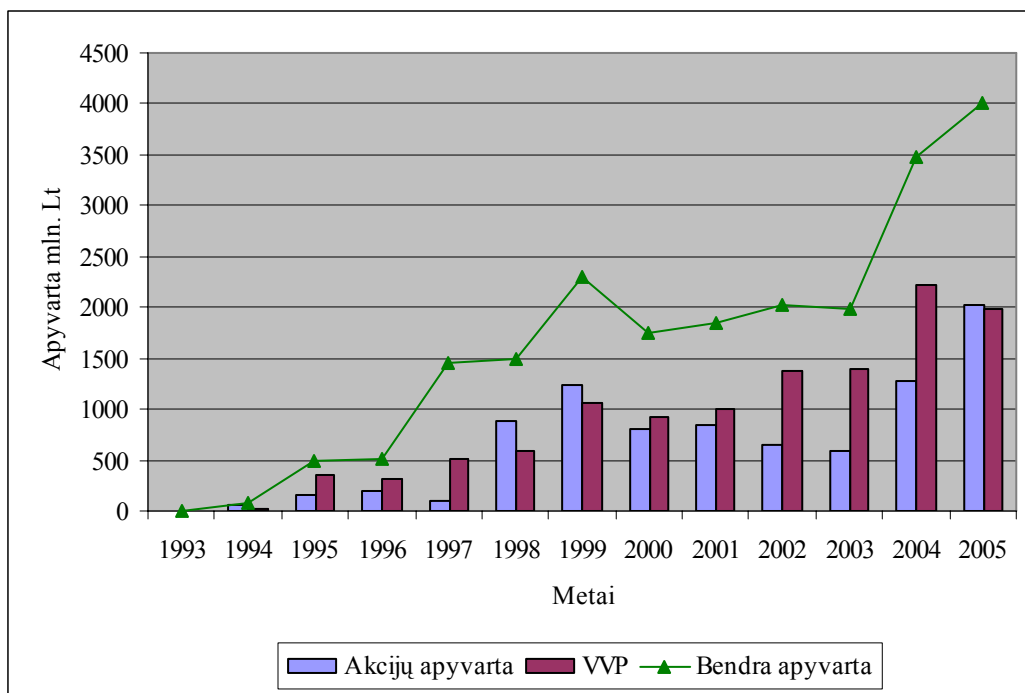
**Apyvarta.** Tik 1993 metų pabaigoje prasidėjus prekybai Lietuvos Nacionalinėje biržoje per du metus apyvarta išaugo net 400 kartų – nuo 1,2 mln. Lt. iki 499,9 mln. Lt. (žr. 16 pav.). Tačiau 1996 m. apyvartos augimas buvo pristabdytas dėl vidinių veiksnių – Lietuvos bankų krizė ir jos pasekmės. 1997 m. vertybinių popierių rinkai pradėjo kilti, tačiau neilgai – 1998 m. jos augimas vėl buvo pristabdytas, bet šį kartą ne dėl vidinių veiksnių, o dėl išorinių veiksnių – nestabilumo pasaulio finansų rinkose bei krizinės situacijos Rusijoje.

Akcijų apyvarta, išskyrus 1998 m., 1999 m. ir 2005 m., buvo mažesnė nei Vyriausybės vertybinių popierių apyvarta. Vyriausybės vertybiniai popieriai yra labiau patrauklūs dėl mažesnės rizikos. Svarbu paminėti, kad nuo 2004 m. pradėjo augti ir bendrovių skolos vertybinių popierių rinka. Ji dar labiau išaugo 2005 m. Vyriausybei paskelbus, kad bus sumažinta Lietuvoje platinamų Vyriausybės vertybinių popierių emisijų apimtys.

2005 metai dėl Lietuvos vertybinių popierių rinkos įtraukimo į bendrą Šiaurės Europos kapitalo rinkos erdvę buvo esminių permainų metai. Lietuvos vertybinių popierių rinka tapo prieinama užsienio investuotojams, todėl sulaukė daug investicijų. Šie metai – tai rekordiniai metai: akcijų apyvarta siekė 2,03 mlrd. Lt. ir buvo net 62,7 % didesnė nei 2004 m.

Įsiliejus į bendrą Šiaurės Europos kapitalo rinką, narystė Vilniaus vertybinių popierių biržoje tapo prieinama ir užsienio vertybinių popierių tarpininkams. Tačiau gausus investicijų iš užsienio srautas turėjo nevienareikšmiškos įtakos rinkos plėtrai. Akcijų kainos taip sparčiai augo, kad ėmė nebeatitikti emitentų veiklos rodiklių ir perspektyvų, todėl kai kurių bendrovių akcijų kainos tapo nepateisinamai brangios. Antroje 2005 m. pusėje pasirodė pirmieji perkaitimo ženklai ir stambieji investuotojai ėmė pardavinėti lietuviškas akcijas bei savo resursus nukreipti į didesnę pelningumą žadančias rinkas. Tai sukėlė kainų korekciją, kuri tęsėsi iki metų pabaigos.

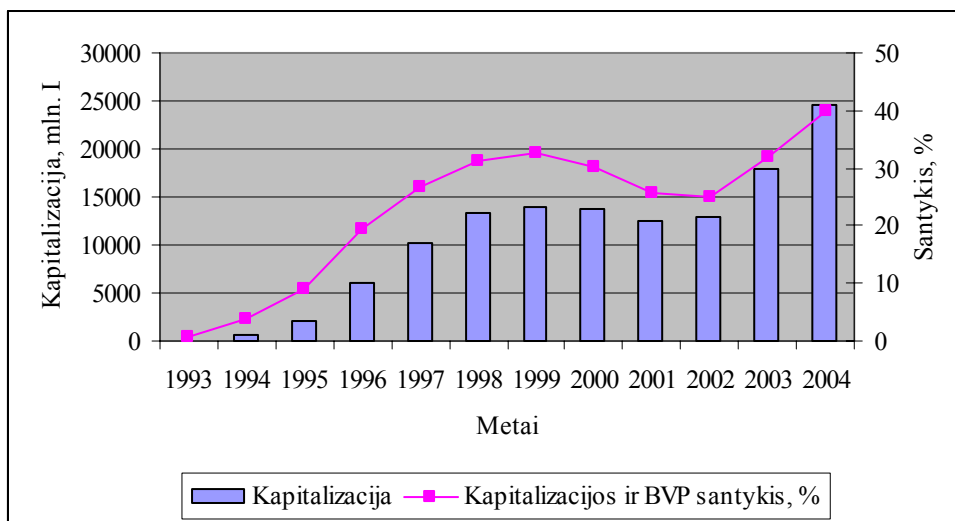
Vilniaus vertybinių popierių biržos apyvartos kitimas pateiktas 15 pav.



15 pav. Vilniaus vertybinių popierių biržos apyvarta, mln. Lt. 1993 – 2005 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža)

**Kapitalizacija ir jos santykis su BVP.** Vilniaus vertybinių popierių biržos kapitalizacijos ir BVP santykis, rodantis vertybinių popierių rinkos apimtį šalies ekonomikoje, turi tendenciją didėti (žr. 16 pav.), išskyrus 2000 – 2002 metus, kuomet buvo būdingas akcijų kainų kritimas, tačiau Lietuvos vertybinių popierių rinka buvo iš esmės stabili, su nedidelėmis neigiamomis tendencijomis. Nepaisant to, šiais metais Lietuvos vertybinių popierių rinka ir toliau liko svarbi Lietuvos ekonomikos dalis.

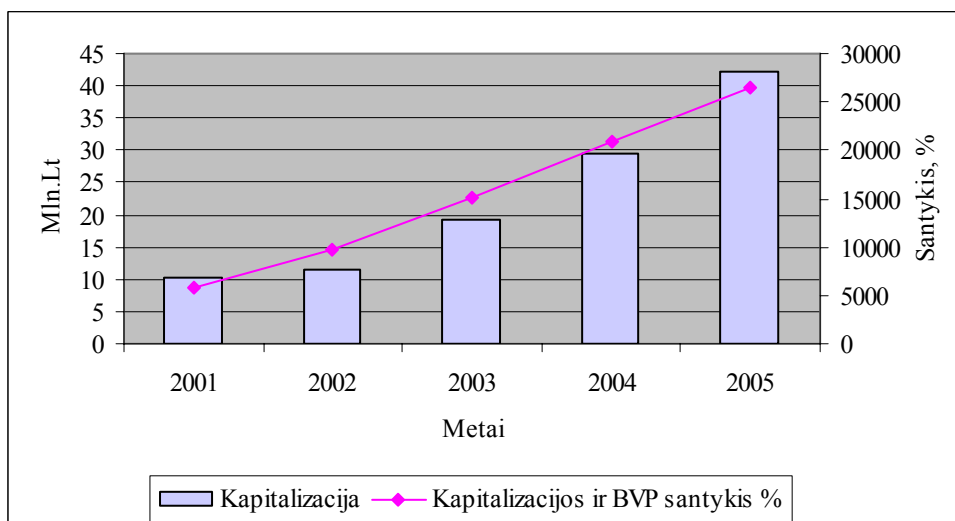
2000 metais kapitalizacijos sumažėjimą lėmė tai, kad nelistinguojamų vertybinių popierių kapitalizacija smuko 28,1 proc., tačiau listinguojamų vertybinių popierių kapitalizacija išaugo net 37,6 proc. 2001 m. – dėl pasikeitimo listinguojamų akcijų rinkoje (akcijų kainų kritimo ir pasikeitimo prekybos sąrašuose), 2002 m. – kapitalizacijos ir BVP santykis sumažėjo, tačiau antrinei rinkai buvo būdingos augimo tendencijos – padidėjo daugelio likvidžiausių akcijų kainos, kapitalizacija taip pat išaugo. Tuo tarpu 2000 m. ir 2001 m. kapitalizacija sumažėjo.



16 pav. Vilniaus vertybinių popierių biržos kapitalizacija ir jos santykis su BVP 1993 – 2004 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža, Vertybinių popierių komisija)

2005 metais Vilniaus vertybinių popierių birža pakeitė rodiklio biržos kapitalizacija skaičiavimą. Dabar į šį rodiklį įeina tik į Oficialųjį ir Einamąjį prekybos sąrašus įtrauktų bendrovių kapitalizacija. Pakeitus kapitalizacijos rodiklio skaičiavimo metodiką, buvo perskaičiuotos ir ankstesnių metų kapitalizacijos bei jos santykis su BVP, kurie pateikti 17 pav.

16 pav. matyti, kad 2002 m. kapitalizacijos ir BVP santykis sumažėjo 0,9 %, tačiau 18 pav. šiais metais santykis padidėjo net 5,9 %. Taip pat šiame paveiksle matyti, jog ir kitais metais kapitalizacijos ir BVP santykis nuolat didėjo dėl žemos palūkanų normos, kylančių akcijų kainų.



17 pav. Vilniaus vertybinių popierių biržos kapitalizacija ir jos santykis su BVP 2001 – 2005 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža, Vertybinių popierių komisija)

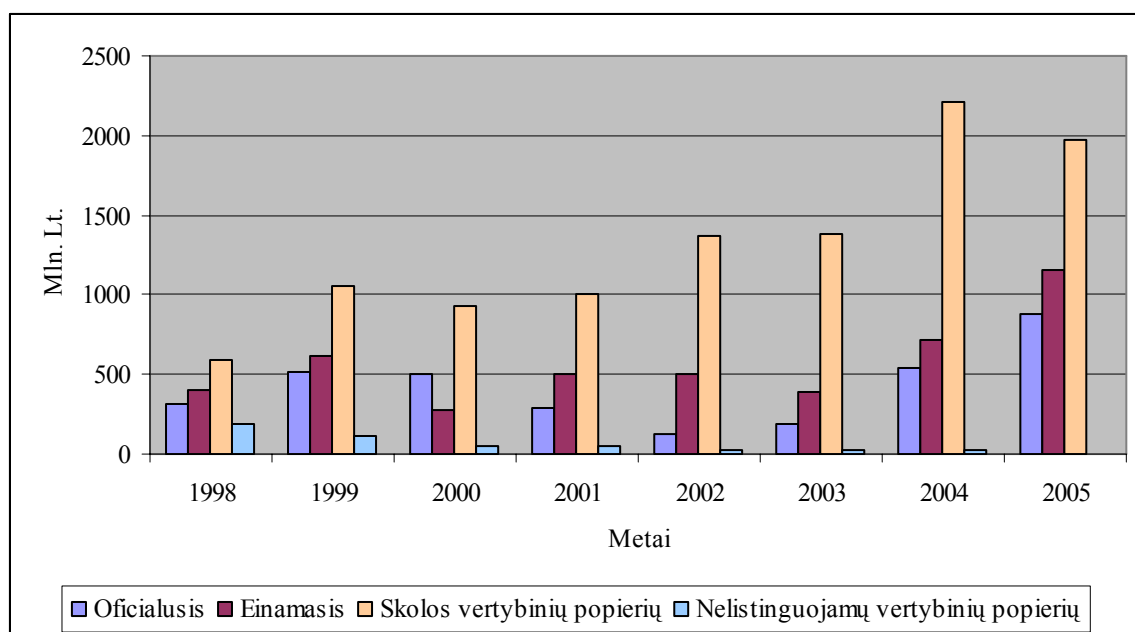
**Apyvartos pasiskirstymas pagal sąrašus.** Nuo 1998 metų yra sudaromi prekybos sąrašai – Oficialusis, Einamasis, Skolos vertybinių popierių ir Nelistinguojamų vertybinių popierių sąrašas. 1998 metais į Oficialųjį sąrašą buvo įtrauktos 7 bendrovės: 2 bankai ir 5 pramoninės bendrovės, į Einamąjį – 57 bendrovės ir į Nelistinguojamų vertybinių popierių – 1200 bendrovių. 2005 metais į Oficialųjį sąrašą – 10 bendrovių, į Einamąjį prekybos sąrašą – 33 bendrovės.

Kaip matyti iš 18 pav. daugiausiai buvo prekiauta vertybiniais popieriais, esančiais Skolos vertybinių popierių sąrašė. Ypač didelis skirtumas tarp Skolos vertybinių popierių sąrašo ir kitų prekybos sąrašų matyti 2004 metais. Skolos vertybinių popierių sąrašo apyvarta buvo didesnė 68 % už Einamojo prekybos sąrašo apyvartą, 76 % – už Oficialaus ir net 100 % didesnė už Nelistinguojamų vertybinių popierių sąrašą.

Einamojo sąrašo apyvarta 1993 – 2005 metais sudarė nuo 16 % iki 29 % bendros apyvartos. Šio prekybos sąrašo apyvarta buvo didesnė nei Oficialaus. Išskyrus 2000 metus, kuomet Einamojo sąrašo apyvarta buvo net 45 proc. mažesnė už Oficialaus sąrašo apyvartą.

Nelistinguojamų vertybinių popierių sąrašo apyvarta visuomet sudarydavo mažiausią dalį bendros apyvartos. Šio sąrašo apyvarta turėjo tendenciją mažėti, – nuo 1998 m. 12,4 % bendros apyvartos sumažėjo iki 0,5 % bendros apyvartos 2005 metais – kol galiausiai nuo 2005 metų šis sąrašas nebesudaromas.

Apyvartos pagal prekybos sąrašus pasiskirstymo kitimas pateiktas 18 pav.



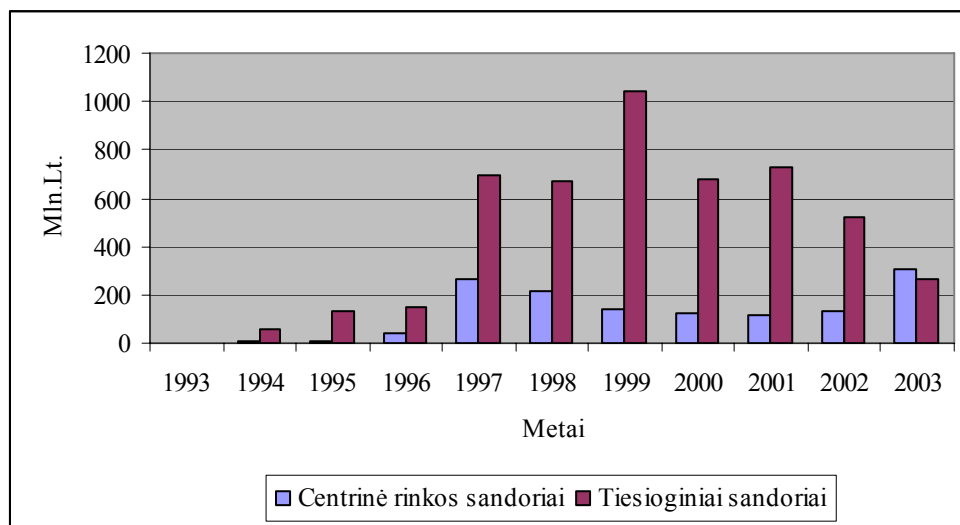
18 pav. Vilniaus vertybinių popierių biržos apyvartos pasiskirstymas pagal sąrašus 1998 – 2005 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža)



**Vertybinių popierių apyvartos pasiskirstymas pagal sandorių tipą.** Prieš pradėdant nagrinėti vertybinių popierių apyvartos pasiskirstymą pagal sandorių tipą, reikėtų paminėti, jog centrinės rinkos sandoriai yra tokie sandoriai, kurie sudaromi Vertybinių popierių biržoje. Tiesioginiai sandoriai yra sudaromi ne per biržą, o tiesiogiai – tik įvykus tokiam sandoriui yra informuojama Vertybinių popierių birža. Šiuose sandoriuose pirkėjas ir pardavėjas iš anksto susitaria dėl vertybinių popierių pirkimo ir pardavimo.

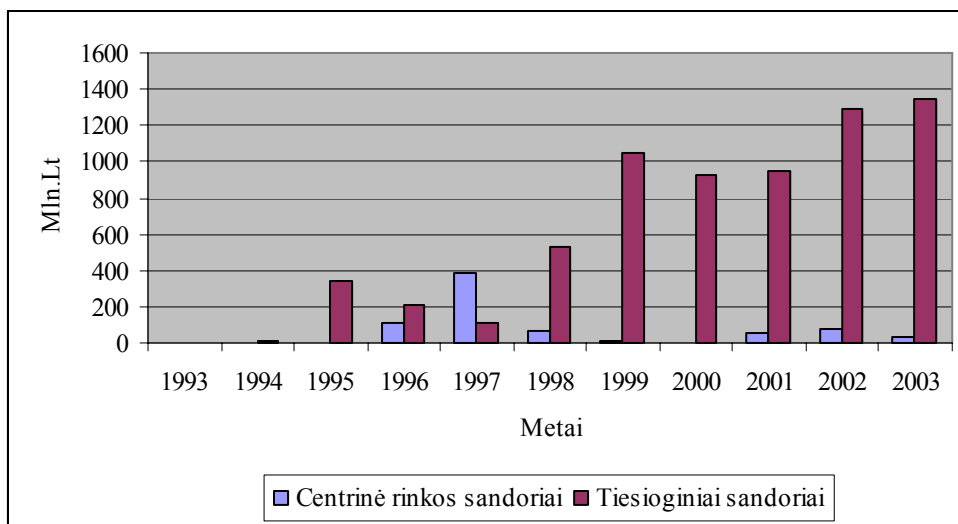
Taip pat reikėtų paminėti, kad 1993 m. centrinės rinkos akcijų apyvarta buvo 0,005 mln. Lt., o tiesioginių sandorių akcijų apyvarta – 1,19 mln.Lt. Vyriausybės vertybinių popierių apyvarta 1993 m. buvo – 0; 1994 m. centrinės rinkos – 2,6 mln.lt, tiesioginiai sandoriai – 9,7 mln.lt; 1999m. centrinės rinkos – 12,4 mln.lt; 2000m. centrinės rinkos – 1,7 mln.lt.

Lietuvos vertybinių popierių rinkoje dominuoja tiesioginiai sandoriai. Nuo pat prekybos pradžios 1993 metais iki 2002 metų tiesioginiai akcijų sandorių apyvarta sudarydavo daugiau kaip 70 % visos akcijų apyvartos. Tik 2003 metais akcijų tiesioginių sandorių apyvarta lyginant su 2002 metais ne tik sumažėjo beveik 50 %, bet ir 15 % buvo mažesnė nei centrinės rinkos sandorių apyvarta. Akcijų apyvartos pasiskirstymas pagal sandorių tipą pateiktas 19 pav.



19 pav. Akcijų apyvartos pasiskirstymas pagal sandorių tipą 1993 – 2003 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža)

Prekyboje vyriausybės vertybiniais popieriais taip pat dominavo tiesioginiai sandoriai – daugiau kaip 90% bendros vyriausybės vertybinių popierių apyvartos. Šis skaičius buvo mažesnis tik 1994 metais, kai Vyriausybės Vertybiniai popieriai sudarė 79% bendros apyvartos ir 1996 m. – 65% bendros apyvartos. Tačiau 1997 metais vyriausybės vertybinių popierių tiesioginių sandorių apyvarta sumažėjo net 45 % bei sudarė tik 22 % bendros apyvartos. Vyriausybės vertybinių popierių apyvartos pasiskirstymas pagal sandorio tipą pateiktas 20 pav.



20 pav. Vyriausybės vertybinių popierių apyvartos pasiskirstymas pagal sandorių tipą 1993 – 2003 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža)

**Indeksai.** Kad investuotojas geriau suvoktų bendrą rinkos pasikeitimą, yra sudaromi indeksai. Indeksai gali atspindėti įvairių instrumentų imtį – biržoje kotiruojamo atskiro sąrašo, visų biržoje kotiruojamų akcijų, tam tikros grupės akcijų ir t.t. Indeksą galima traktuoti kaip tam tikro finansinių instrumentų portfelio su tam tikra struktūra vertės pokyčius, fiksuojamus per laiką. Indeksai naudojami keletui tikslų:<sup>26</sup>

1. Indekso reikšmės naudojamos apskaičiuoti visos rinkos ar jos dalies pelningumą per tam tikrą laiko tarpą. Tai yra kontrolinis, pavyzdinis pelningumas, naudojamas įvertinti atskirų investicinių portfelių valdymo efektyvumą. Pagrindinė prielaida vertinant portfelio pelningumą yra ta, kad iš daugelio rinkoje esamų instrumentų sudaręs portfelį, investuotojas turi pasiekti panašų su rinka pelningumą. Tokiu būdu, portfelio valdytojas yra labai geras, jei jis sugeba sukonstruoti tokį portfelį, kurio pelningumas būtų didesnis negu rinkos;
2. Indeksai leidžia sukurti indekso portfelį;
3. Indeksai parodo bendrą rinkos kainų svyravimą. Taip pat analizuojant indeksus lyginamos atskirų šalių rinkos ir atskirų instrumentų, kaip akcijos ir obligacijos, rinkos;

Svarbi yra į indeksą įtrauktų instrumentų imtis. Jeigu iš aibės parenkama tinkama imtis, tai ji gali pakankamai tiksliai atspindėti visą aibę.

<sup>26</sup> Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos.- Kaunas: Smaltijos leidykla, 2004. P.305.

Praktikoje naudojami trys pagrindiniai svorio suteikimo atskiriems nariams principai.<sup>27</sup>

1. kainos. Šiuo atveju naudojamas esamų kainų aritmetinis vidurkis. Indeksas keičiasi priklausomai nuo į jį įtrauktų instrumentų kainų pokyčio. Trūkumas yra tas, kad didesnė akcijos kaina turi didesnę svorį indekse nepriklausomai nuo to, ar tai yra stambi ir greitai auganti įmonė, ar tai yra įmonė su maža kapitalizacija. Šis principas taip pat automatiškai neįvertina akcijų dalijimo – jo efektą reikia panaikinti pakeičiant daliklį;
2. vertės. Šiuo atveju pirmiausia apskaičiuojama pradinė į indeksą įtrauktų instrumentų rinkos vertė (kapitalizacija), kuri tampa indekso pradine verte, prilyginama dažniausiai 100. Kiekvieną kartą skaičiuojama nauja indekso instrumentų rinkos vertė ir lyginama su baze. Šiuo atveju akcijų dalijimai indeksui neturi įtakos, nes sumažėjusi akcijos kaina yra atsveriamą padidėjusio kiekio. Didelės įmonės akcijos su didesne kapitalizacija indekso vertei turės daugiau įtakos negu mažos įmonės akcijos;
3. nesvertinės. Visi įtraukti instrumentai turi vienodą svorį, nepriklausomai nuo kainos ar kapitalizacijos lygio. Indeksas pokyčiai pagrįsti procentinių indekso instrumentų kainų pokyčių aritmetiniu vidurkiu. Kartais indeksas skaičiuojamas pagal atskirų procentinių kainų pokyčių geometrinį vidurkį.

Lietuvoje skaičiuojami tokie indeksai:

1. LITIN – kainos tipo indeksas, atspindintis akcijų, esančių Oficialiame prekybos sąraše, kursų svyravimus. Indeksas buvo skaičiuojamas kiekvieną prekybos sesiją nuo 1997 m. iki 2004 m. (jį pakeitė BALTIX indeksas);
2. LITIN A – kainos tipo indeksas, skaičiuojamas akcijoms, esančioms Einamajame prekybos sąraše. Indeksas skaičiuojamas nuo 1996 m. iki 2001 m.;
3. LITIN G – kainos tipo indeksas, skaičiuojamas visoms biržoje kotiruojamoms akcijoms. Indeksas skaičiuojamas nuo 1996 m. iki 2004 m. (jį pakeitė VILSE indeksas);
4. LITIN 10 – kainos tipo indeksas, atspindintis dešimties aktyviausiai prekiaujamų biržoje akcijų kainų svyravimus. Indeksas skaičiavimo bazė biržos valdybos sprendimu gali būti keičiama kas ketvirtį. Indeksas skaičiuojamas nuo 1999 m.;
5. LITIN VVP – kainos tipo indeksas, skaičiuojamas pagal analogišką metodiką, pritaikytą obligacijų rinkai. Į indekso skaičiavimo bazę yra įtraukiamos visos naujos aukcione parduotos Vyriausybės vertybinių popierių emisijos sekančią

---

<sup>27</sup> Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos.- Kaunas: Smaltijos leidykla, 2004. P.305-306.

dieną po jų apmokėjimo dienos ir išbraukiamos, kai iki išpirkimo datos lieka dvi dienos. Indeksas skaičiuojamas nuo 1996 m. iki 2002 m.;

6. VILSE – vertės tipo indeksas, skaičiuojamas visoms Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamoms akcijoms. Skaičiuojamas nuo 2004 m. 2005 metais indekso pavadinimas VILSE pakeistas į OMX Vilnius;
7. BALTIX – Baltijos biržų visų Oficialiųjų prekybos sąrašų akcijų indeksas. Skaičiuojamas nuo 2004 m.

2006 m. gruodžio mėn. 4 d. Baltijos šalių vertybinių popierių biržos pristatys naujus Baltijos vertybinių popierių rinkos indeksus:

1. Baltijos vertybinių popierių rinkos lyginamasis indeksas (**OMX Baltic Benchmark**);
2. prekybinis indeksas (**OMX Baltic 10**);
3. sektoriniai indeksai;
4. visų Baltijos biržose esančių bendrovių akcijų indeksas (**OMX Baltic**).

Nauji Baltijos biržų indeksai – dar vienas OMX žingsnis, kuriant bendrą Šiaurės Europos ir Baltijos šalių vertybinių popierių rinką. Naujieji indeksai, gerai atspindėdami Baltijos vertybinių popierių rinką, padės išsamiai bei visapusiškai vertinti investavimo joje galimybes. Be to, šių indeksų skaičiavimo metodika yra suderinta su OMX indeksų skaičiavimo taisyklėmis, todėl nuo gruodžio mėnesio bus galima tarpusavyje lengvai palyginti Baltijos biržų ir Šiaurės Europos šalių biržų indeksus bei vertybinių popierių rinkas.

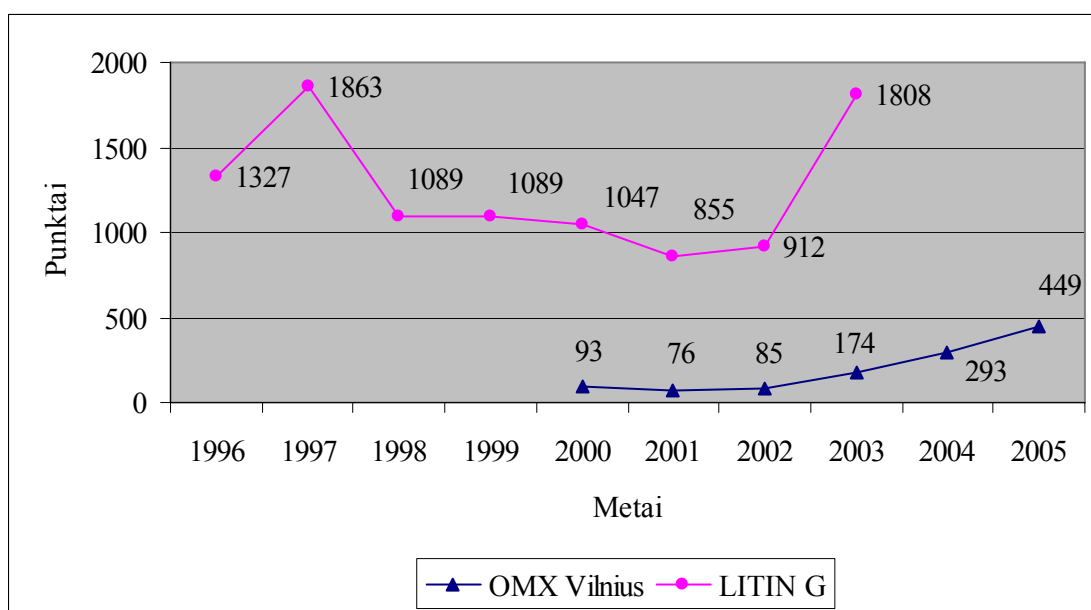
Visi indeksai (išskyrus prekybinį indeksą) bus skaičiuojami kaip kainos ir gražos indeksai. OMX Baltic 10 bus skaičiuojamas tik kaip kainos indeksas. Naujieji indeksai skaičiuojami, naudojant akcijų kainą, išreikštą eurai. Visų indeksų istoriniai duomenys bus skelbiami nuo 1999 gruodžio 31 dienos.

Naujieji indeksai nepakeis atskirų vietinių biržų indeksų OMX Vilnius, OMX Tallinn, OMX Riga, kurie ir toliau bus skaičiuojami. Tačiau nuo 2007 metų birželio 30 dienos nebus skaičiuojamas BALTIX indeksas. Jį pakeis naujasis OMX Baltic Benchmark indeksas.

21 pav. pateikti LITIN G bei VILSE (vėliau pakeistas pavadinimas į OMX Vilnius) indeksai. Šie indeksai skaičiuojami visoms Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamoms akcijoms, todėl, puikiai atspindi bendrą rinkos pasikeitimą. VILSE indeksas pradėtas skaičiuoti 2004 metais, tačiau, kad būtų galima palyginti su ankstesniais metais, perskaičiuotas nuo 2000 metų.

Vertybinių popierių komisijos atliktame tyrime „Lietuvos akcijų rinkos investuotojai 2002 – 2004 metais“ nagrinėjo indekso VILSE kitimą ir investuotojų skaičių. Šiame tyrime buvo pastebėta, kad investuotojų skaičius svyruoja priklausomai nuo bendro akcijų kainų lygio –

kylant akcijų kainoms, didėja norinčių jas įsigyti, ir atvirkščiai – krentant akcijų kainoms, mažėja investuotojų.



21 pav. Indeksų LITIN G ir OMX Vilnius kitimas 1996 – 2005 metais (Šaltinis: Vilniaus vertybinių popierių birža)

## IŠVADOS

Igyvendinus darbo pradžioje iškeltus uždavinius, autorė pateikia šias išvadas:

1. Vertybinių popierių rinkos klasifikavimas gali būti įvairus, tačiau svarbiausias yra vertybinių popierių rinkos skirstymas į pirminę ir antrinę rinkas;
2. Pasaulyje vertybinių popierių rinkos pradėjo kurtis jau nuo XVI amžiaus, tačiau Lietuvoje pirmosios vertybinių popierių rinkos užuomazgos atsirado tik XIX amžiaus pabaigoje, o pradėjo funkcionuoti visavertiškai, tapo centralizuota ir griežčiau prižiūrima XX amžiaus pabaigoje;
3. Yra dvi vertybinių popierių rūšys – materialūs ir nematerialūs vertybiniai popieriai. 1992 metais buvo nuspręsta, kad Lietuvoje bus kuriama nemateriali vertybinių popierių rinka;
4. Pagal LR Vertybinių popierių rinkos įstatymą vertybiniais popieriais yra laikomi – akcijos, obligacijos, išvestinės finansinės priemonės, depozitoriumo pakvitavimas dėl akcijų, kolektyvinio investavimo subjekto vertybiniai popieriai, daugiabalsiai vertybiniai popieriai;
5. Vertybinių popierių rinkos infrastruktūrą sudarančių institucijų paskirtis – užtikrinti sandorių vykdymo sąlygas, garantuoti sandorių saugumą ir efektyvumą;
6. Vertybinių popierių rinkos infrastruktūros funkcionavimo tikslas – sumažinti investavimo riziką;
7. Svarbiausia Lietuvos vertybinių popierių rinką prižiūrinti ir reguliuojanti institucija yra Lietuvos Vertybinių popierių komisija, tačiau yra svarbios ir kitos vertybinių popierių infrastruktūrą sudarančios institucijos bei dalyviai – Vilniaus vertybinių popierių birža – organizuoja prekybą vertybiniais popieriais, Lietuvos Centrinis vertybinių popierių depozitoriumas atsakingas už vertybinių popierių apskaitos taisyklių ir instrukcijų rengimą bei kontroliavimą kaip jų laikomasi, Kliringo banko paskirtis – vykdyti biržoje veikiančių tarpininkų tarpusavio piniginius atsiskaitymus, viešosios apyvartos tarpininkai teikia investicines paslaugas, emitentai, leidžiantys vertybinius popierius bei investuotojai, nuosavybės teise jų turintys arba ketinantys įsigyti;
8. Lietuvos Vertybinių popierių komisija savo funkcijas vykdo vis geriau, tai rodo išnagrinėtas Vertybinių popierių komisijos skirtų administracinių nuobaudų, teismui apskųstų nutarimų bei teismo panaikintų nutarimų skaičius.
9. Nuo pat Lietuvos vertybinių popierių rinkos įkūrimo yra griežtinami viešosios apyvartos tarpininkų veiklos reikalavimai. Tai rodo ir jų skaičiaus mažėjimas.

Tokiu būdu yra siekiama sumažinti investavimo riziką, susijusią su nekompetencija ir galimais viešosios apyvartos tarpininkų bankrotais;

10. Pastaraisiais metais vyraujanti tendencija - emitentų skaičiaus mažėjimas, kurio priežastys – likvidavimasis ir reorganizacija;
11. Nors investuotojų – nerezidentų nuolat daugėja, tačiau į Lietuvos vertybinių popierių rinką daugiausiai investuoja rezidentai;
12. Teiginys, kad Lietuvos vertybinių popierių rinkos ateitis siejama tik su Vertybinių popierių biržos privatizavimu, pasitvirtino: nuo 2004 m., kai birža buvo privatizuota, apyvarta lyginant su 2003 m. padidėjo beveik 2 kartus, o kapitalizacija išaugo beveik 1,5 karto;
13. Įstojimas į Europos Sąjungą bei įsiliejimas į bendrą Šiaurės Europos kapitalo rinką padidino investuotojų skaičių, narystė Vilniaus vertybinių popierių biržoje tapo prieinama ir užsienio vertybinių popierių tarpininkams;
14. Lietuvos vertybinių popierių rinkos investuotojai nėra linkę rizikuoti – jie mieliau rizikuoja į skolos vertybinius popierius, nei į nuosavybės. Tačiau 2005 metais į nuosavybės vertybinius popierius buvo investuota šiek tiek daugiau nei į skolos vertybinius popierius;
15. Investuotojai akcijas pirkdavo sudarydami tiesioginius sandorius. Tačiau 2003 metais išaugo akcijų, pirktų centrinėje rinkoje, apyvarta;
16. Prekyboje Vyriausybės vertybiniais popieriais dominuoja tiesioginiai sandoriai. Skirtumas tarp tiesioginių sandorių ir centrinės rinkos sandorių nuolat didėja;
17. Lietuvos vertybinių popierių rinka pasižymi didele indeksų kaita, tačiau naujieji indeksai vis geriau atspindi vertybinių popierių rinką ir leidžia geriau vertinti investavimo galimybes joje.

## SANTRAUKA

Finansų rinkos skirstomos į pinigų ir vertybinių popierių rinkas. Autorė trumpai apžvelgia vertybinių popierių rinkos bei šiuo metu svarbiausių pasaulio biržų atsiradimą, tačiau didžiausias dėmesys skiriamas Lietuvos vertybinių popierių rinkai, nes šio darbo tikslas yra išanalizuoti Lietuvos vertybinių popierių rinką 1993 – 2005 metais.

Darbe išnagrinėtos vertybinių popierių formos bei rūšys, kurias galima sugrupuoti į nuosavybės vertybinius popierius, skolos vertybinius popierius bei išvestines priemones. Taip pat pateikiami svarbiausi akcijų kainas veikiantys veiksniai.

Apžvelgiamos Lietuvos vertybinių popierių rinką reguliuojančios institucijos, jų funkcijų kitimą nuo 1993 metų ir pateikiami duomenys apie šių institucijų atliktą darbą. Apžvelgiami ir rinkos dalyviai bei pateikiamas jų skaičiaus kitimas.

Darbo paskutiniame skyriuje autorė analizuoja Lietuvos vertybinių popierių rinkos duomenis – apyvartą, kapitalizaciją, apyvartos pasiskirstymą pagal prekybos sąrašus bei pagal sandorių tipus.



## SUMMARY

Financial markets are divided into money market and securities market. Although authoress writes shortly about history of securities market and history of the most important Stock Exchanges of the world, the aim of this paperwork is to observe the evaluation of the Lithuanian Securities market. The object of the paperwork – the analysis of Securities market of Lithuania in 1993 – 2005.

The forms and kinds of securities are analyzed in this paper work. It is possible to group securities into three kinds: proprietary, debt securities and financial derivatives. Authoress also names factors, which influence prices of equities.

Authoress analyzes the Institutions of the Securities market of Lithuania, functions and variation of these functions since 1993 and participants of securities market of Lithuania and gives variation of their number.

In the last chapter of this paperwork authoress analyzes facts of the securities market of Lithuania – turnover, capitalization, distribution of turnover by trade lists and types of trade.

## LITERATŪRA

1. Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas// Valstybės žinios. 2003, Nr. 123 – 5574
2. Lietuvos Respublikos Įsakomųjų ir paprastųjų vekselių įstatymas// Valstybės žinios. 1999, Nr. 30 – 851
3. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių rinkos įstatymas// Valstybės žinios. 2001, Nr. 112 – 4074
4. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymas// Valstybės žinios. 1996, Nr. 16 – 412
5. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimas Nr. 352 „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės 1992 m. spalio 30 d. nutarimo Nr. 815 dalinio pakeitimo“// Valstybės žinios. 1993, Nr.17 – 444.
6. Vyriausybės nutarimas Nr. 646 „Dėl Vertybinių popierių komisijos ir Nacionalinės vertybinių popierių biržos steigimo“// Valstybės žinios. 1992, Nr.29 – 876
7. Adamson U., Baranauskas G. Merging Baltic Stock Exchanges with the NOREX Alliance: Why it didn't work// Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. 2003, Nr. 25.
8. Aleknevičienė V. Finansai ir kreditas. – Vilnius: Enciklopedija, 2005.
9. Bagdanovičius A. Kas trukdo kapitalo rinkai augti?// Laisvoji rinka. 2000, Nr. 3.
10. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J. Essentials of investments. – McGraw – Hill, 2003.
11. Buckley A. Multinational finance. – Prentice Hall Financial Times, 2004.
12. Cusatis P., Thomas M. Hedging instruments & risk management. – McGraw – Hill, 2005.
13. Čerkasas T. Vilniaus biržoje – alternatyvioji akcijų rinka// Verslo žinios. 2006–11–27 Nr.229. P.10
14. Freitakas E. Akcijų rinkos formavimosi Lietuvoje problemos// Ekonomika ir vadyba. 2000, Nr. 1.
15. Gronskas V., Pekarskienė I. Lietuvos vertybinių popierių rinkos infrastruktūra// Inžinerinė ekonomika. 2001, Nr. 1 (21).
16. Investuotojo ABC. – Vilnius: Verslo žinios, 2003.
17. Jasienė M. Finansų rinkos: paskaitų konspektas. – Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 2001.
18. Juozaitienė L. Įmonės finansai: analizė ir valdymas: mokomoji knyga. – Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, 2000.
19. Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos. – Kaunas: Smaltijos leidykla, 2004.

20. Keičiasi Baltijos biržų indeksai// Verslo žinios. 2006–11–06, Nr. 214. P.8
21. Lekavičienė D., Stašys R. Vertybinių popierių rinkos funkcionavimo prielaidų vertinimas// Tiltai. 2005, Nr. 3 (32).
22. Levišauskaitė K. Macionis D. Lietuvos nacionalinės vertybinių popierių biržos ateities perspektyvų analizė Baltijos šalių biržų kontekste// Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. 2000, Nr. 15.
23. Levišauskaitė K., Rūškys G. Valstybės finansai. – Kaunas: Vytauto Didžiojo universiteto leidykla, 2003.
24. Lietuvos Centrinio vertybinių popierių depozitoriumo metų ataskaitos 1996 – 2005 m.
25. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos metų ataskaitos 1996 – 2005 m.
26. Lileikienė A., Stašys R., Rimkevičienė A. Baltijos vertybinių popierių rinkos ypatumai// Vadyba. 2005, Nr. 1 (6).
27. Madura J. Financial institutions and markets (Seventh edition). – Thomson South – Western, 2006.
28. Martinkus B., Žilinskas V. Pinigai. Vertybiniai popieriai. Bankai. – Kaunas: Technologija, 1996.
29. Martirosianienė L. Lietuvos vertybinių popierių rinkos priemonės// Tiltai. 2002, Nr. 3 (20).
30. Nacionalinės vertybinių popierių biržos metų ataskaitos 1993 – 2003 m.
31. Obi C. P. Verslo finansų pagrindai. – Kaunas: Technologija, 1998.
32. Pekarskienė I. Nacionalinė vertybinių popierių birža ir ją veikiantys makroekonominiai veiksniai// Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. 2001, Nr. 17.
33. Pekarskienė I., Gronskas V. Lietuvos vertybinių popierių rinkos infrastruktūra// Inžinerinė ekonomika. 2001, Nr. 1 (21).
34. Pečiulis S., Šiaudinis S. Įvadas į vertybinių popierių rinką. – Vilnius: Lietuvos bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, 1998.
35. Pilbeam Keith. Finance and financial markets (second edition). – Palgrave Macmillan, 2005.
36. Puxty A.G., Dodds J.C. Financial management: method and meaning (second edition). – Chapman & Hall, 1991.
37. Rafael Ž., Tvaronavičienė M. Lietuvos įmonių akcijų kainas ir akcijų kainų indeksus lemiančių veiksnių kiekybinė analizė// Verslas: teorija ir praktika. 2005, T6 Nr. 3.
38. Rastenienė A. Vertybinių popierių rinką. – Vilnius: Lietuvos informacijos institutas, 1998.

39. Rutkauskas A. V., Damašienė V. Finansų valdymas. – Šiauliai, Šiaulių universiteto leidykla, 2002.
40. Rutkauskas A. V. Finansų rinkos ir institucijos: vadovėlis studijuojantiems finansus. – Vilnius: Technika, 1998.
41. Schroder M. The New capital markets in Central and Eastern Europe. – Springer, 2001.
42. Tvaronavičienė M., Rafael Ž. Vertybinių popierių rinka Lietuvoje: aktyvumo įvertinimas bei pagrindinių veiksnių analizė// Verslas: teorija ir praktika. 2004, T5 Nr. 1.
43. Галонова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. – Москва: Финансы и статистика, 2000.
44. History of the London Stock Exchange. <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/cooverview/history.htm>; prisijungimo laikas: 2006-12-17.
45. History of the New York Stock Exchange. <http://www.nyse.com>; prisijungimo laikas: 2006-12-19.
46. Lietuvos akcijų rinkos investuotojai 2002 – 2004. <http://www.vpk.lt>; prisijungimo laikas: 2006-12-19.
47. Lietuvos bankas. Paroda „Vertybiniai popieriai Lietuvoje. Akcijos ir lakštai. 1872-1940. [http://www.lb.lt/lt/muziejus/renginiai\\_popieriai.html](http://www.lb.lt/lt/muziejus/renginiai_popieriai.html); prisijungimo laikas: 2006-12-17.
48. Medžiaga dėl vertybinių popierių rinkos plėtros. – Vilnius: Lietuvos laisvosios rinkos institutas, 2002. [www.lrinka.lt](http://www.lrinka.lt); prisijungimo laikas: 2006-12-05.
49. VVPB prekybos taisyklės. <http://www.lt.omxgroup.com>; prisijungimo laikas: 2006-12-19.