

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaita, finansai ir bankininkystė
Kodas 62104S105

BIRUTĖ ZUMARAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**LIETUVOS SKOLOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS POKYČIŲ
TENDENCIJOS**

Kaunas 2007

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

BIRUTĖ ZUMARAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**LIETUVOS SKOLOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS POKYČIŲ
TENDENCIJOS**

Darbo vadovas _____
(parašas)

(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2007

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS.....	3
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS.....	4
ĮVADAS.....	5
1.SKOLOS VERTYBINIAI POPIERIAI. JŲ VIETA VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOJE.....	7
1.1. Skolos vertybinių popierių rinka, jos vaidmuo ir funkcijos finansų sistemoje	8
1.2. Obligacijos	10
1.2.1.Obligacijų rūšys.....	13
1.2.2. Obligacijos vertė ir kaina	18
1.2.3. Obligacijos pelningumo vertinimas	21
1.3. Išdo vekseliai ir taupymo lakštai.....	28
1.4. Skolos vertybinių popierių rizika ir reitingai	34
2. LIETUVOS SKOLOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS POKYČIAI	38
2.1. Investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūros pokyčiai	38
2.2. Skolos vertybinių popierių rinkos pokyčiai Lietuvoje	40
2.2.1 Vyriausybės bei įmonių obligacijų emisijos, jų trukmių bei pelningumų pokyčiai.....	41
2.2.2. Pagrindinės išdo vekselių emisijos, jų trukmių bei pelningumų pokyčiai	48
2.2.3 Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lakštai 1999 m. – 2003 m.	49
3.LIETUVOS SKOLOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS TENDENCIJOS.....	53
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	58
SANTRAUKA	60
SUMMARY	62
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	64
PRIEDAI	70

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 Lentelė Obligacijos samprata	11
2 Lentelė Obligacijos pirkimas su diskontu arba premija	26
3 Lentelė Išdo vekselių samprata	29
4 Lentelė Taupymo laktų samprata.....	31

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Lietuvos rinkoje cirkuliuojantys vertybiniai popieriai	7
2 pav. Sisteminės ir nesisteminės rizikos ryšys.....	35
3 pav. Investuotojai į apyvartoje esančius vyriausybės vertybinius popierius	39
4 pav. Išleista vyriausybės vertybinių popierių (nominalia verte) mln. Lt	40
5 pav. Išleista obligacijų (nominalia verte) mln. Lt	43
6 pav. Išleista įmonių ir vyriausybės obligacijų nominalia verte 1996 – 2006 m.....	46
7 pav. Apyvartoje esantys išdo vekseliai pagal trukmę (mln.lt)	48
8 pav. Išdo vekselių palūkanų normų pokyčiai.....	49
9 pav. Išleista taupymo lakštų (nominalia verte) mln. Lt.....	51
10 pav. Taupymo lakštų ir banko indėlių metinių palūkanų normų palyginimas	52

IVADAS

Temos aktualumas: Išsivysčiusiose šalyse vertybinių popierių rinka turi galias vystimosi tradicijas ir bendroje finansų sistemoje vaidina svarbų vaidmenį. Būtent vertybinių popierių rinka sudaro sąlygas efektyviam finansinių lėšų pasiskirstymui tarp atskirų rinkos dalyvių. Svarbų vaidmenį kiekvienos šalies finansų sistemoje vaidina skolos vertybinių popierių rinka, ypačingai vyriausybės išleidžiami skolos vertybiniai popieriai, kurių dėka rinkoje efektyviau formuojamos kreditinės lėšos. Vyriausybės išleidžiamų skolos vertybinių popierių palūkanos yra pagrindinis rodiklis, lemiantis šalyje vyraujančias skolinimo ir skolinimosi palūkanų normas. Ūkio subjektas, išleisdamas skolos vertybinius popierius, gautas lėšas gali panaudoti turto apyvartumui didinti, apyvartinėms lėšoms finansuoti.

Skolos vertybiniai popierių rinka, joje cirkuliuojantys vertybiniai popieriai gali būti nagrinėjami dviem aspektais. Vienas iš jų – skolos vertybinis popierius kaip viena iš investavimo alternatyvų. Šiuos vertybinius popierius renkasi tie kuriems yra priimtinesnė mažesnė rizika, ir su ja susijęs žemesnis pelningumas. Antra, skolos vertybiniai popieriai – kaip alternatyvi skolinimosi, finansavimo priemonė. Labiausiai šia skolinimosi priemone Lietuvoje kol kas naudojasi Vyriausybė, o pastaruoju metu įmonės taip pat vis dažniau skolinasi išleisdamos obligacijas.

Atliekant Lietuvos skolos vertybinių popierių analizę, pastebėta, kad mokslininkai ir finansų rinkų analitikai Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkos analizei skiria kur kas mažesnę dėmesį nei nuosavybės vertybinių popierių rinkai. Tik labai maža dalis mokslinių darbų nagrinėjančių Lietuvos vertybinių popierių rinką, išsamiai nagrinėja ir skolos vertybinių popierių rinką. Todėl manau, kad didėjant skolos vertybinių popierių rinkos aktyvumui šalyje, ši atlikta analizė bus naudinga besidomintiems skolos vertybinių popierių rinka.

Reikėtų paminėti tai, jog darbe bus analizuojami tik Lietuvos Vyriausybės bei įmonių skolos vertybiniai išleidžiami vidinei rinkai. Šių emitentų užsienyje leidžiami skolos vertybiniai popieriai reikalautų atskiros plačios analizės.

Šio **darbo objektas** – skolos vertybinių popierių rinka Lietuvoje. jos pokyčiai bei tendencijos Lietuvoje nuo pirmųjų emisijų išleidimo iki 2006 m. pabaigos.

Darbo tikslas – išanalizuoti Lietuvos skolos vertybinių popierių rinką, joje cirkuliuojančius skolos vertybinius popierius, išnagrinėti rinkos pokyčius nuo 1994 m., bei išvesti pagrindines tendencijas, vyraujančias skolos vertybinių popierių rinkoje.

Norint įgyvendinti šiuos tikslus, iškelti tokie **darbo uždaviniai**:

- Išnagrinėti skolos vertybinių popierių rinką, jos funkcijas bei vietą Lietuvos finansų sistemoje.

- Išskirti pagrindines obligacijų rūšis, išanalizuoti jų vertės ir pelningumo nustatymo būdus.
- Išanalizuoti išdo vekselių ir taupymo lakštų pagrindinius bruožus, investavimo į juos privalumus ir trūkumus.
- Aptarti rizikos rūšis, kurias patiria skolos vertybiniai popieriai.
- Remiantis statistikos duomenimis, išanalizuoti investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūrą, jos pokyčius analizuojamuoju laikotarpiu.
- Išanalizuoti obligacijų, išdo vekselių bei taupymo lakštų emisijų, jų trukmės bei pelningumo pokyčius per analizuojamąjį laikotarpį.
- Vadovaujantis atlikta analize, išvesti pagrindines tendencijas, vyraujančias Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje.

Tyrimo metodai. Informacija apie skolos vertybinių popierių rūšis, jų charakteristikas renkama įvairių Lietuvos bei užsienio autorių parašytose knygos, mokymo vadovėliuose, periodiniuose leidiniuose bei moksliniuose straipsniuose. Taip pat naudojama informacija, rasta internete. Surinkta informacija analizuojama ir sisteminama. Tiriant Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkos pokyčius, buvo atliekama statistinių duomenų analizė, sisteminama ir apibendrinama surinkta informacija. Susisteminti statistiniai duomenys pateikiami apibendrintose diagramose.

Darbo struktūra. Pirmojoje dalyje aptariamos skolos vertybinių popierių rinkos funkcijos, skolos vertybinių popierių rinkos vieta bendroje Lietuvos finansų sistemoje. Taip pat šioje dalyje analizuojami teoriniai skolos vertybinių popierių aspektai, pagrindinės jų rūšys bei charakteristikos, pelningumo ir vertės nustatymo būdai.

Antroje dalyje analizuojami statistiniai skolos vertybinių popierių apyvartos ir išleidimo rodikliai. Apžvelgiama investuotojų struktūra analizuojamuoju laikotarpiu, analizuojami jos pokyčiai. Atskirai nagrinėjami obligacijų, išdo vekselių bei taupymo lakštų apyvartos rodikliai, įtraukiant jų trukmės bei pelningumo pokyčius.

Trečioje darbo dalyje pagal antroje dalyje atliktą analizę, išvedamos pagrindinės tendencijos, vyraujančios skolos vertybinių popierių rinkoje Lietuvoje.

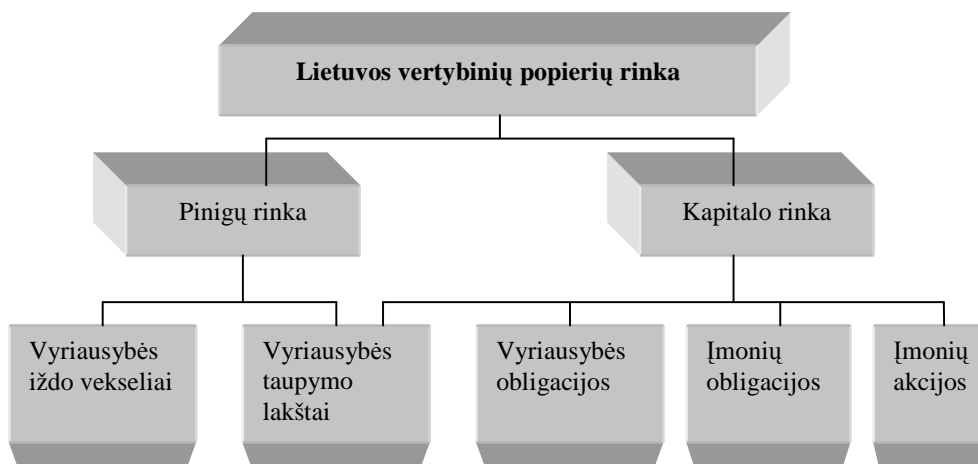
Darbo apimtis – 58 puslapiai, pateiktos 4 lentelės, 10 paveikslų, pateikiami 3 priedai. Panaudota 56 literatūros šaltiniai.

1. SKOLOS VERTYBINIAI POPIERIAI. JŲ VIETA VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOJE

Prieš pradėdant analizuoti skolos vertybinių popierių rinką ir jos ypatumus Lietuvoje, visų pirma reikėtų išsiaiškinti pagrindines skolos vertybinių popierių rinkos sąvokas, bei išskirti jos pagrindines funkcijas.

Skolos vertybinių popierių rinka yra bendros finansų sistemos ir rinkos dalis. Tad visų pirma reikėtų apibrėžti finansų rinkos sąvoką. Anot I. Pekarskienės (2000), finansų rinka yra finansų sistemos dalis, kurioje paskirstomi finansiniai ištekliai. Šioje, kaip ir bet kurioje kitoje rinkoje, nusistovi finansinių išteklių pasiūlos ir paklausos pusiausvyra, kas ir lemia finansinių išteklių kainą. Finansinė rinka atlieka ypatingą vaidmenį ekonominėje šalies sistemoje, kuri nėra centralizuotai valdoma ir kur vyriausybės vaidmuo ekonomikoje, paskirstant tiek finansinius, tiek materialinius išteklius, yra ribotas.

Finansų sistema yra sudaryta iš pinigų ir kapitalo rinkų (1 pav.) Skolos vertybinių popierių rinka yra abiejų šių rinkų sudedamoji dalis. Kaip matyti iš 1 paveikslėlio, skolos vertybiniai popieriai priskiriami tiek pinigų, tiek kapitalo rinkai. Todėl trumpai reikėtų susipažinti su pagrindiniais pinigų ir kapitalo rinkos bruožais.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal ALEKNEVIČIENĖ V., (2005) Finansai ir kreditas, p. 205

1 pav. Lietuvos rinkoje cirkuliuojantys vertybiniai popieriai

Pinigų rinka – tai rinka, kurioje yra prekiaujama trumpalaikiais finansiniais instrumentais. Šioje rinkoje veikiančios įstaigos gali būti: komerciniai bankai, vekselių diskonto kontoros, specialios akcinės bendrovės bei pati valstybė, atstovaujama vyriausybės. Pagrindinės šios rinkos finansinės

priemonės, kaip matyti iš 1 paveikslėlio, yra išduoti vekseliai, taupymo laiškučiai bei kai kuriose užsienio šalyse paplitę įsakomieji vekseliai. (Rutkauskas, 1998, p. 27). Vyriausybės taupymo laiškučiai Lietuvoje priskiriami tiek pinigų, tiek kapitalo rinkoms.

Pinigų rinka yra skirta trumpalaikėms paskoloms įsigyti. Tai tarsi vieta, kur fiziniai ir juridiniai asmenys, turintys lėšų perteklių, gali šias lėšas paskolinti tiems, kas turi jų trūkumą. Vertybiniai popieriai, turintys trumpesnę nei vienerių metų padengimo terminą, laikomi pinigų rinkos instrumentais. Viena svarbiausių pinigų rinkos funkcijų – verslo apyvartinio kapitalo finansavimas, taip pat trumpalaikių kreditų teikimas vyriausybei. (Rutkauskas, 1998, p. 28).

Kapitalo rinka yra priešinga pinigų rinkai. Ji yra skirta teikti ilgalaikes investicijas verslo firmoms, vartotojams ir vyriausybei. Šioje rinkoje cirkuliuojančios finansinės priemonės yra ilgesnio nei vienerių metų galiojimo termino. Anot A.V. Rutkausko, kapitalo rinkos dalyviai yra įvairesni nei pinigų rinkos. Kapitalo rinka gali būti skirstoma į keletą pagrindinių rinkų, kurių kiekviena turi savo specifinių bruožų. (Rutkauskas, 1998, p. 28-29).

Vertybinių popierių rinka, būdama finansų rinkos dalimi, sudaro sąlygas efektyviam finansinių išteklių paskirstymui ir persikirstymui tarp atskirų ekonominių subjektų ir yra neatskiriama rinkos ekonomikos dalis. Investicijos į vertybinius popierius yra svarbios tiek mikroekonominiu, tiek makroekonominiu aspektu. Makroekonominiu lygiu efektyvi vertybinių popierių rinka sudaro sąlygas pritraukti ūkinei veiklai vykdyti reikalingas finansines lėšas (išleidžiant vertybinius popierius). Tuo tarpu makroekonominiu požiūriu, vertybinių popierių rinka padeda kaupti ir efektyviai paskirstyti kapitalą, dėl ko didėja nacionalinis šalies biudžetas. (Tvaronavičienė, 2004, p. 10)

1.1. Skolos vertybinių popierių rinka, jos vaidmuo ir funkcijos finansų sistemoje

Skolos vertybinių popierių rinką būtų galima vadinti šalies kredito sistemos dalimi, kadangi tiek įmonių, tiek valstybės leidžiami skolos vertybiniai popieriai yra ne kas kita kaip skolinimosi instrumentai.

Taigi, galima išskirti tokias skolos vertybinių popierių rinkos atliekamas funkcijas:

- *Persikirstomoji funkcija* – tai kreditinių išteklių suformavimas ir jų panaudojimas paskoloms teikti. Laikiniai laisvi rinkoje esantys finansiniai ištekliai perduodami iš vienos veiklos sričių į kitas.
- *Pakeičiamoji (trumpalaikio turto apyvartumo pagreitinimo) funkcija*. Ši funkcija išplaukia iš kredito (paskolos) sąvokos esmės. Laikinas atotrūkis tarp pinigų gavimo ir išleidimo sudaro ne tik jų perteklių bet ir trūkumą. Todėl dažnai trumpalaikio turto trūkumui finansuoti naudojamas kreditas (ir skolos vertybinių popierių išleidimo

pagalba). Būtent tai ir pagreitina trumpalaikio turto apyvartumą, kartu padidindamas ir jo naudojimo efektyvumą.

- *Kapitalo koncentracijos pagreitinimo funkcija* – būtent šis procesas yra būtina sąlyga stabiliai ekonomikos plėtrai ir yra kiekvieno ūkio subjekto prioritetinis tikslas. Skolintos lėšos suteikia galimybę išplėsti gamybos apimtį ir gauti papildomo pelno. Skolinto kapitalo pritraukimas investicijoms finansuoti gali padidinti nuosavo kapitalo pelningumą.
- *Kontrolinė funkcija* pasireiškia teikiant ir naudojant kreditus, taip pat išleidžiant bei perkant skolos vertybinius popierius. Būtent ši funkcija užtikrina kredito gražinimą laiku. (Aleksnevičienė, 2005, p. 143) (Mituzienė, 2005, p. 18)

Prieš analizuojant konkrečius skolos vertybinius popierius, reiktų susipažinti ir su jų bendra sąvoka.

„Skolos vertybinis popierius – tai vertybinis popierius, patvirtinantis jo turėtojo teisę gauti iš jį išleidusio asmens jame nustatytais terminais jo nominaliąją vertę atitinkančią sumą, palūkanas bei kitą ekvivalentą.“ (Aleksnevičienė, 2005, p. 189)

Skolos vertybinius popierius gali emituoti vyriausybė ir privatus sektorius. Siekdama pritraukti trumpalaikius kreditavimo šaltinius, vyriausybė leidžia išduoti vekselius, o ilgesnio laikotarpio kreditavimo šaltiniams pritraukti ji leidžia išduoti obligacijas. Verslo subjektai trumpalaikio turto kreditavimui naudoja komercinius vekselius, o ilgalaikių investicijų kreditavimui – obligacijas. (Aleksnevičienė, 2005, p. 189)

Lietuvoje skolos vertybinių popierių emitentais yra tiek Vyriausybė, tiek įmonės.

Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybiniai popieriai – tai „Lietuvos Respublikos vardu Lietuvos Respublikos Vyriausybės serijomis išleidžiami skoliniai įsipareigojimai (Lietuvos Respublikos valstybės išduoti vekseliai, Lietuvos Respublikos Vyriausybės obligacijos ir Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lėšos), patvirtinantys emisijos sąlygose apibrėžtas teises ir pareigas, naudojami kaip valstybės skolinimosi būdas įstatymuose nustatytais reikiams finansuoti ir galintys būti antrinės vertybinių popierių apyvartos objektas.“

Toks vyriausybės vertybinių popierių apibrėžimas pateikiamas 1997 m. gruodžio 3 d. Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarime „Dėl Lietuvos Respublikos vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklių patvirtinimo“. Naujausioje šio nutarimo redakcijoje (2005 m. rugsėjo 1 d.) pateikiamas toks vyriausybės vertybinių popierių apibrėžimas:

„Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybiniai popieriai – valstybės vardu vidaus rinkoje Lietuvos Respublikos Vyriausybės išleidžiami vertybiniai popieriai, patvirtinantys jų turėtojo teisę numatytais terminais gauti nominalią jų vertę atitinkančią sumą, palūkanas ar kitą ekvivalentą.“

Abiejų šių apibrėžimų esmė ta pati, tik skirtumas yra tame kad naujausioje redakcijoje jau nebeminimi taupymo lakštai.

Įmonės Lietuvoje kol kas leidžia tik obligacijas. Tuo tarpu Lietuvos Respublikos Vyriausybė gali leisti šiuos vertybinius popierius:

- Obligacijas
- Išdo vekselius
- Taupymo lakštus.

Tiek įmonėms, tiek valstybei skolos vertybinių popierių išleidimas leidžia pritraukti rinkoje esančias laisvas lėšas. Valstybei yra daug tikslingiau leisti skolos vertybinius popierius, nei didinti pinigų emisijas. Dirbtinė pinigų emisija gali sutrikdyti normalią valstybinių finansų ir pinigų apyvartą šalyje. Įmonėms obligacijų leidimas kai kuriais atvejais gali duoti netgi daugiau naudos nei paskolų iš komercinių bankų ėmimas. (Smalenskas, 2002, p. 8)

Skolindamasi skolos vertybinių popierių išleidimo pagalba, vyriausybė gautas lėšas gali panaudoti biudžeto deficitui padengti, socialinei sferai plėtoti, projektams vykdyti ir kt. Tačiau kad tos lėšos būtų tinkamai panaudotos, valstybė turi skurti efektyvią ir sistemingą kreditavimo sistemą šalyje. Leisdama skolos vertybinius popierius valstybė tampa skolininke, o gyventojai ir įmonės, įsigiję šiuos vertybinius popierius, tampa kreditoriais. (Buckūnienė, 2003, p. 110-113)

Taigi, tolimesnėje darbo dalyje bus konkrečiau analizuojami Lietuvos rinkoje cirkuliuojantys skolos vertybiniai popieriai, jų bruožai bei kitos ypatybės.

1.2. Obligacijos

Įvairūs autoriai pateikia kiek skirtingas, tačiau iš esmės panašias obligacijos sampratas. 1 lentelėje pateikiami pagrindiniai literatūroje sutinkami apibrėžimai.

Apibendrinant galima sakyti, kad obligacija – tai skolinis susitarimas, reiškiantis, kad skolininkas sutinka nurodytu laiku sumokėti numatytą paskolos sumą, o per obligacijos galiojimo laikotarpį nustatytais sąlygomis mokėti nustatyto dydžio palūkanas obligacijos turėtojui. Tuo tarpu skolintojas sutinka nustatytais sąlygomis skolinti susitartą pinigų sumą.

Obligacijos turi daugybę pranašumų lyginant jas su akcijomis. Obligacijos suteikia nuspėjamą, fiksuotą pajamų srautą, kai tuo tarpu pelnas iš akcijų gali būti arba labai didelis per ilgą laiko tarpą, arba labai žemas ar net neigiamas. Obligacijos taip pat subalansuoja investuotojo vertybinių popierių

portfelį po ekonominės situacijos pasikeitimo. (Cohen, 2000, p. 13) Kai kuriuos investuotojus traukia kai kurių obligacijos rūšių suteikiama mokesčių sumažinimo galimybė. (Norvaišienė, 2004, p. 75)

1 lentelė

Obligacijos samprata

Apibrėžimas	Šaltinis
Obligacija – tai vertybinis popierius, patvirtinantis jos turėtojo teisę gauti iš obligaciją išleidusio asmens joje nustatytais terminais nominalią obligacijos vertę, metines palūkanas ar kitokį ekvivalentą arba kitas turtines teises.	Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas. III dalis V skyrius 1.103 straipsnis [interaktyvus]
Obligacija – tai vertybinis popierius, patvirtinantis skolos sumą, galiojimo terminą ir teisę į metinę palūkanų normą. Šią skolą obligacijos leidėjas pasižada gražinti pinigų suma iki nustatytos datos, taip pat papildoma pinigų suma (kuponu arba procentiniu išmokėjimu), išmokama kiekvienais metais per visą obligacijos galiojimo periodą	Martinkus B. (1997) Ekonomikos pagrindai. P. 483
Obligacija – tai laisvai disponuojamas rinkoje skolinis instrumentas, patvirtinantis skolos sumą, metinę palūkanų normą bei išpirkimo datą.	Valakevičius Eimutis (2001) Investicijų mokslas: vadovėlis.
Obligacija – tai skolinis dokumentas, kuriuo jos leidėjas įsipareigoja obligacijos pirkėjui mokėti nustatytas palūkanas nustatytą laiko tarpą bei įsipareigoja išpirkti obligaciją suėjus jos galiojimo terminui.	BMO Investor line – Education centre – Glossary [interaktyvus]
Obligacija – tai vertybinis popierius, įpareigojantis jo emitentą išmokėti obligacijos turėtojui (kreditoriui) nominalią vertę pasibaigus jos galiojimo terminui ir periodiškai išmokėti nustatytą sumą – palūkanas nuo nominalios vertės.	Utrade.ru – Облигации [interaktyvus]

Šaltinis: sudaryta autorės

Kaip teigia R. Norvaišienė knygoje „Įmonės investicijų valdymas“, investavimas į obligacijas taip pat pasižymi ir tam tikrais trūkumais. Vienas didžiausių – santykinai didelis obligacijos nominalas individualaus investuotojo požiūriu. Kaip trūkumą galima paminėti ir fiksuotą palūkanų normą, kuri negali būti keičiama ir yra fiksuota visam galiojimo terminui. Antrinė rinka dažnai būna neaktyvi, o tai riboja prekybos apimtį ir galimybes vykdyti aktyvią veiklą biržoje.

Išleidžiant obligaciją joje nurodoma pinigų suma, kuri yra skolinama. Tai vadinama nominaliaja obligacijos verte.

„*Nominalioji obligacijos vertė* – tai vertė, kuri buvo užrašyta ant obligacijos ją išleidžiant; tai suma kurią reikėjo sumokėti, pasibaigus obligacijos galiojimo laikui“. (Martinkus, 1996, p.114)

Dažnai yra painiojamos sąvokos obligacijos nominali vertė bei obligacijos rinkos kaina. Tačiau tai iš esmės yra du skirtingi dalykai.

Obligacijos rinkos kaina – tai ta kaina, kuria obligacija prekiaujama rinkoje. (Gaidienė, 1998, p.36)

Taigi obligacijos nominali vertė – tai suma, nurodoma išleidžiant obligaciją. Tą sumą skolininkas įsipareigoja grąžinti. O obligacijos rinkos kaina – tai ta, kuria obligaciją galima parduoti rinkoje.

Visą obligacijos galiojimo laikotarpį skolininkas nustatytais intervalais (dažniausiai kartą per metus) moka tam tikro dydžio palūkanas. Periodinės palūkanos dar vadinamos kuponinėmis išmokomis. Obligacijos išleidimo momentu nustatoma kuponinė norma. O kuponinė išmoka yra lygi kupono normai padaugintai iš obligacijos nominaliosios vertės. Todėl ta išmoka ir yra pastovi. Būtent dėl pastovios išmokos obligacijos dažnai vadinamos nuolatinių (pastovių) pajamų vertybiniais popieriais (Obi, 1999, p. 122)

Paprastai skolininkas pasilieka sau teisę grąžinti skolą anksčiau, kad išvengtų įsipareigojimo toliau mokėti palūkanas. Tačiau dažnai tokios priešlaikinio išpirkimo teisės būna apribotos. Tas apribojimas – tai pirkėjo apsauga, „kuri reiškia, kad išpirkus obligaciją anksčiau nustatyto laiko, jos savininkui bus išmokėta tam tikra suma, viršijanti obligacijos nominaliąją vertę“. (Martinkus, 1996, p. 113-114)

Bet kuriuo obligacijos galiojimo laikotarpiu, ją galima parduoti *diskontuota* (žemesne už nominaliąją) arba *premijsine* (didesne už nominaliąją) kaina. (Obi, 1999, p. 121)

Kaip minėta, obligacija turi galiojimo terminą. Jis baigiasi vadinamuoju išpirkimo metu.

Išpirkimo terminas (metas) – tai laikas, kai obligacijos emitentas privalo grąžinti skolą (Gaidienė, 1998, p.36)

Visos obligacijų ypatybės (kuponų norma, galiojimo terminas, konvertuojamumas, priešlaikinio išpirkimo teisė) yra smulkiai aprašytos obligacijos sutartyje. *Obligacijos sutartis* – tai rašytine sutartis tarp emitento ir obligacijos turėtojo. (Obi, 199, p. 122)

Įmonių obligacijų rinka pasauliniu mastu yra didesnė, negu akcijų rinkos. Taip yra todėl, kad įmonės teikia pirmenybę finansavimui skola, o ne nuosavybe. Skiriami penki emitentų tipai:

- *Vyriausybės*. Daugelyje šalių tai yra pagrindiniai arba net vieninteliai skolos emitentai. Lietuvoje Vyriausybės išleidžiamos obligacijos užima didžiausią rinkos dalį.
- *Vyriausybės remiamos agentūros*. Lietuvoje šios emitentų rūšies nėra. Tai populiariau kitose pasaulio šalyse. Pavyzdžiui, JAV šios agentūros užima panašią rinkos dalį, kaip vyriausybės skola.
- *Savivaldos organai*. Lietuvos savivaldos organai (savivaldybės) obligacijų neleidžia, kadangi tam nėra sudaromos tinkamos sąlygos. Nemažas šių obligacijų sektorius yra JAV. Kitose šalyse šis sektorius daug mažesnis arba, kaip ir Lietuvoje, iš viso neegzistuojantis.
- *Įmonės*. Tai pagrindinis nevalstybinės skolos sektorius JAV, tačiau kitose šalyse (taip pat ir Lietuvoje) šis sektorius mažesnis, nes vietoje obligacijų firmos mieliau skolinasi iš bankų. (Kancerevyčius, 2003, p.445)
- *Tarptautinės firmos*. Tai arba užsienio obligacijos arba euroobligacijos (Kancerevyčius, 2003, p.445) Euroobligacijos - tai obligacijos, kurias vyriausybės bei įmonės išleidžia užsienio valiuta tarptautinėse rinkose. (AB Bankas Hansabankas [*interaktyvus*])

1.2.1. Obligacijų rūšys

Rinkoje egzistuoja daugybė obligacijų rūšių. Todėl jos klasifikuojamos pagal tam tikrus požymius. Priklausomai nuo pajamų išmokėjimo metodo ir paskolos apmokėjimo būdų išskiriamos 4 obligacijų rūšys:

- Obligacijos, pagal kurias atliekamas *tik palūkanų išmokėjimas*, kapitalas negražinamas. Emitentas nurodo obligacijų išpirkimo galimybę, nevaržydamas savęs konkrečiu terminu. Tokios obligacijos – tai paskolos be nustatyto termino. Pavyzdžiui, Anglijoje – konsoliai, Prancūzijoje – prancūziška renta; (Dzikevičius, [*interaktyvus*])
- Obligacijos, pagal kurias *neišmokamos palūkanos*, tai taip vadinamos *nulinio kupono obligacijos*. Pagal jas nemokamos palūkanos ir nėra kupono. Investuotojas šias obligacijas perka su nuolaida, o pasibaigus galiojimo terminui atgauna visą nominalą. Gautas skirtumas yra investuotojo gaunamas pelnas. Šios obligacijos neturi kupono reinvestavimo rizikos. Yra keletas aukšto pelningumo nulinio kupono obligacijų atmainų. Viena iš jų yra *nukeltų palūkanų obligacija*, dar vadinama *nuline/kuponine obligacija*. Tai yra itin aukštos rizikos ir aukšto pelningumo obligacijos. Dauguma jų nemoka piniginių palūkanų pirmus penkis metus. Po to susikaupusios palūkanos išmokamos kas pusmetį iki galiojimo pabaigos. Kita rūšis *negarantuota obligacija*. Šių obligacijų piniginių palūkanų mokėjimas nukeliamas iki emitento pasirinkto laiko. Palūkanos investuotojui išmokamos tomis pačiomis

obligacijomis. Mokėti palūkanas pinigais, ar tomis pačiomis obligacijomis, renkasi emitentas. Nors investuotojas negauna pinigų, o tik daugiau obligacijų, jis gali dalį parduoti rinkoje ir taip kompensuoti piniginių obligacijų nebuvimą; (Kancerevyčius, 2003, p.447)

➤ Obligacijos, pagal kurias savininkams palūkanos neišmokamos iki obligacijos apmokėjimo momento, pavyzdžiui JAV – taupomosios E serijos obligacijos; (Dzikevičius, [interaktyvus])

➤ Obligacijos, suteikiančios jų savininkui teisę į periodiškai išmokamų pajamų (palūkanų) ir išpirkimo sumos gavimą ateityje (JAV – taupomosios N serijos obligacijos). Ši rūšis obligacijų, išleidžiamų valstybinių finansinių įstaigų ir privačių korporacijų, labiausiai paplitusi šiuolaikinėje praktikoje. (Dzikevičius, [interaktyvus]) Čia skiriamos:

✓ Tiesioginės kupono obligacijos – tai fiksuotų palūkanų normos obligacijos. Jų palūkanų norma nepriklausomai nuo galiojimo laiko yra vienoda. (Kancerevyčius, 2003, p.447)

✓ Kintamos palūkanų normų obligacijos. Palūkanų norma susiejama su kokia nors bazine, kontroline palūkanų norma (pvz., 3 mėn. LIBOR). „Tada kuponai kotiruojami kaip bazinė palūkanų norma plus (arba minus) tam tikras skaičius bazinių punktų. Tokiu būdu obligacijos mokamos palūkanos priklauso nuo bazinės palūkanų normos pokyčių.“ Dažnai kintamos normos obligacijos turi nustatytą maksimalų ir minimalų palūkanų lygį. Bazinių punktų skaičių, pridėdamą prie bazinės palūkanų normos lemia emitento rizika, kurią atspindi kredito reitingas. (Kancerevyčius, 2003, p.447)

Taip pat obligacijos skirstomos pagal:

1. Apdraudimo metoda:

- *Valstybinės obligacijos.* Jos apdraustos šalies vyriausybės garantija (atitinkamai municipalinės – municipalitetų garantija);
- *Privačių korporacijų obligacijos* – įsipareigojimai, apdrausti korporacijos turto hipotekos pavidalo užstatu, nekilnojamo turto teisių perdavimu, pajamomis iš įvairių programų ir projektų;
- *Privačių korporacijų obligacijos be specialaus apdraudimo korporacijos turtu.* (Dzikevičius, [interaktyvus])

2. Terminą:

- *Obligacijos su tam tikra nustatyta apmokėjimo data arba grąžinimo terminu;*
- *Obligacijos be fiksuoto termino* – ji gali būti išpirkta bet koku momentu. (Dzikevičius, [interaktyvus])

3. Nominalo apmokėjimo metoda:

- *Terminuotos obligacijos* – nominalo arba išpirkimo kaina apmokama vienkartinio mokėjimu;
- *Obligacijos su paskirstytu laike apmokėjimu*, t.y. nurodytoje laiko atkarpoje apmokama tam tikra nominalo dalis.
- *Obligacijos su nuosekliu fiksuotos dalies apmokėjimu* nuo bendro obligacijų kiekio. Dažnai šis metodas realizuojamas loterijos pagalba (loterinės ar tiražinės paskolos). (Dzikevičius, [interaktyvus])

Skirtingai nuo akcijų, vienu metu įmonė gali būti išleidusi keleto rūšių obligacijų, su skirtingomis charakteristikomis.

Taip pat dar yra ir kitų rūšių obligacijų, kurios nepriskiriamos nė vienai anksčiau išvardintai grupei.

Negarantuotos obligacijos. Tai obligacijos, garantuojamos tik bendra įmonės veikla bei pajamingumu. Tai labiausiai pasaulinėje rinkoje paplitęs tipas. Šios obligacijos kartais tiesiog vadinamos įmonės obligacijomis. Jos emitentui dažnai nustato daugybę apribojimų tolesniam skolinimuisi ir turto naudojimui. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Antraeilės negarantuotos obligacijos. Tai obligacijos, suteikiančios teisę į palūkanas bei turtą tik išmokėjus palūkanas pirmaeilėms obligacijoms. Jos dažnai vadinamos nepilnosiomis obligacijomis. Šios obligacijos turi kažkokią patrauklią savybę, dažnai didesnę palūkanų normą. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Pirmaeilės obligacijos. Tai obligacijos, garantuojamos tam tikru nurodytu turtu. Pavyzdžiui, hipotekos obligacijos yra garantuojamos nekilnojamu turtu. Pirmaeilų obligacijų turėtojų pretenzijos tenkinamos pirmiausiai. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Hipotekos obligacijos. Tai obligacijos, garantuojamos įmonės nekilnojamuoju turtu. Šios obligacijos pasižymi saugumu, tačiau jų palūkanų norma žemesnė. Įmonei nevykdant savo įsipareigojimų, obligacijos turėtojas turi teisę perimti tą obligaciją garantuojančią turto dalį. Kartais būna nustatoma sąlyga, kad bet kuris turtas, įsigytas po obligacijos išleidimo, tampa įkeistu. Tuomet tam pačiam turtui galima išleisti keletą obligacijų emisijų. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Vertybiniais popieriais garantuotos obligacijos. Šias obligacijas leidžia investicinės ir finansų kompanijos, taip pat holdingo kompanijos. Jos neturi fizinio turto, kurį būtų galima užstatyti. Tačiau jos turi vertybinių popierių (akcijų, obligacijų, vekselių), kurie gali būti naudojami kaip garantija. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Pajamų obligacijos. Šių obligacijų palūkanos mokamos tik tada, kai įmonė uždirba pakankamai pelno. Jei pelno negaunama pakankamai, tai bendrovė nėra įpareigota mokėti palūkanas. Palūkanų mokėjimas gali būti nutraukiamas nebūtinai dėl įmonės bankroto. (Obi, 1999, p. 123) Dažniausiai iš emitento reikalaujama padengimo fondo sudarymo. Šios obligacijos yra privilegijuotų akcijų alternatyva. Mokėtinos palūkanos sukaupiamos per keletą metų. Dauguma obligacijų turi „C“ reitingą. Pajamų obligacijos išleidžiamos retai, kadangi nesitikima pakankamų pinigų srautų. (Kancerevyčius, 2003, p.447)

Obligacijos, apdraustos kilnojamu turtu. Tai panašu į lizingą. Pagrindinė šių obligacijų paskirtis – įrengimams, transporto priemonėms įsigyti. Paprastai tai serijinės obligacijos. Pagrindiniai tokių obligacijų emitentai yra geležinkelio, aviacijos ar kitokios transporto bendrovės. Gautos lėšos naudojamos pirkti transporto priemones, kurios ir tampa užstatu. Obligacijų terminas 1 – 15 metų. Palyginti trumpas terminas atspindi garantuojamo turto charakteristikas – turtas neilgaamžis ir greitai nusidėvi. Šios obligacijos pasižymi patraukliais pelningumais bei nedidele išsipareigojimų nevykdymo rizika. Jų likvidumas, lyginant su įmonių obligacijomis, yra gan didelis. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Garantuotos obligacijos. Tai reiškia, kad viena įmonė garantuoja kitos įmonės obligacijas. Tokios garantijos saugumas priklauso nuo garantuojančios firmos sugebėjimo patenkinti garantijos sąlygas ir finansinio pajėgumo. Garantijos sąlygose gali būti nurodyta, jog garantuojanti firma turi išmokėti obligacijų palūkanas ir/arba nominalą. Vieną ir tą pačią obligaciją gali garantuoti ne viena, o keletas firmų. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Šiukšlinės obligacijos. Tai aukštos rizikos bei aukšto pelningumo obligacijos. Reitingas dažniausiai BBB ir žemiau. Šių obligacijų išleidimas susijęs su:

1. Firmų sujungimais;
2. Daliniais išpirkimais;
3. Firmomis, kurios turi sunkiai išmokamų skolų;
4. Firmų akcijų supirkimu. (Kancerevyčius, 2003, p.454)

Šių obligacijų prekyba pagrįsta ir vyksta remiantis daugiau įmonės kreditingumu, o ne palūkanų normomis. Tokių obligacijų emitentai būna:

1. Žlungančios (ar jau žlugusios) įmonės. Jau išleistos obligacijos anksčiau turėjo investicinį reitingą, bet vėliau jis smuko iki spekuliacinio.
2. Restruktūrizuojamos įmonės.
3. Staigiai augančios įmonės.
4. Per mažos ar per jaunos įmonės, neturinčios kredito istorijos. (Kancerevyčius, 2003, p.455)

Dažnai kaip šiukšlinių obligacijų sinonimas naudojamas terminas *aukšto pelningumo obligacijos*. Tačiau šios dvi rūšys skiriasi, nors abi yra aukšto pelningumo. Šiukšlinių obligacijų aukštas pelningumas siejamas su žema emitento kreditingumo kokybe, o aukšto pelningumo obligacijų pelningumas siejamas su tam tikra charakteristika, kaip mažas emitento dydis, kredito istorijos nebuvimas ar panašiai. Aukšto pelningumo obligacijoms suteikiami žemi reitingai, tačiau jų kreditingumas gali būti labai geras. (Kancerevyčius, 2003, p.455)

Skiriami aukšto pelningumo obligacijų tipai:

- ✓ *Kintamos normos keičiami bilietai*. Tai antraeiliai, vidutinio galiojimo termino įsipareigojimai, mokantys ketvirtines palūkanas. Trumpu laikotarpiu mokamos fiksuotos palūkanos. Po fiksuoto palūkanų laikotarpio, palūkanos pagal tam tikrą bazinę palūkanų normą perskaičiuojamos kas ketvirtį. Paprastai emitentas tokius bilietus kas penkis metus turi pakeisti fiksuotos palūkanų normos bilietais, turinčiais nustatytą galiojimo terminą, priešlaikinio išpirkimo kainą ir pan.
- ✓ *Naudojimo obligacijos*. Tai obligacijos, kurios išleidžiamos garantijos pirkti firmos paprastąsias akcijas pagrindu. Todėl šių obligacijų kaina labai dažnai susijusi su paprastųjų akcijų kainomis.
- ✓ *Pasikeičiantys vertybiniai popieriai*. Tai tokie vertybiniai popieriai, kurie pakeičia vieną ar daugiau savo charakteristikų įvykus tam tikram įvykiui. Vienas iš tokių yra bilietai su garantais, kurias gali būti naudojamosi tik tada, jei kas nors bandytų įsigyti emitentą. Kitas atvejis – antraeilių obligacijų emisija, kuri taps pirmaeilėmis obligacijomis, kai ankstesnių pirmaeilių obligacijų visa emisija bus išpirkta. (Kancerevyčius, 2003, p.456)

Euroobligacijos ir eurovekseliai – tai obligacijos, kurios išleidžiamos ir pardavinėjamos valstybėje, kurios valiuta yra skirtinga negu obligacijos. Pavyzdžiui, JAV bendrovės Lietuvoje išleista obligacija, teikianti palūkanas bei pagrindinę skolą JAV doleriais, ir yra vadinama euroobligacija. (Obi, 1999, p. 124) Dėlto, kad euroobligacijos neapmokestinamos ir jų rinka nereguluojama, jos turi didelį privalumą tiek emitentui, tiek pirkėjui. Pvz. Amerikos kompanijos filialas kitoje šalyje išleidžia euroobligacijas pateikėjui. Už tai kompanija neapmokestinama jokių mokesčių, o mokestis, kuris imamas (jeigu jis yra) iš pirkėjo priklauso nuo šalies, kurios rezidentu jis yra. Dėl mokesčių ypatumų euroobligacijų procentiniai statymai paprastai būna mažesni nei rezidentams išleistų obligacijų išreikštų ta pačia valiuta. (Sharp, 1999, p. 410)

Nuolatinės obligacijos. Tai obligacijos, išleistos be nustatyto galiojimo termino. Jos suteikia teisę į nustatytas palūkanas neapibrėžtą laiką. Nėra įsipareigojimo šias obligacijas išpirkti. D. Britanijoje ir Kanadoje tokios obligacijos yra vadinamos konsoliduotąja renta. (Obi, 1999, p. 124)

Taip pat praktikoje sutinkamos *konvertuojamos obligacijos*. Tai reiškia, kad tam tikromis sąlygomis šios obligacijos gali būti keičiamos į to emitento paprastasias akcijas. Konvertavimo teisė parastai priklauso savininkui, nors dauguma konvertuojamų obligacijų negali būti konvertuojamos pirmaisiais 6 ar 24 mėnesiais. Jei konvertavimo galimybe nepasinaudojama, tai obligacija galioja visą jos nustatytą galiojimo laikotarpį. Konvertuojamos obligacijos retai būna pagrįstos paprastosios akcijos verte, dažniausiai jos turi savo vertę. Konvertuojamos obligacijos turi specifines charakteristikas:

- *Konversijos koeficientas* – paprastųjų akcijų, kurias gauna konvertuojamo vertybinio popieriaus savininkas konversijos metu, skaičius.
- *Konversijos kaina* – nominali obligacijos vertė, padalinta iš konversijos koeficiento.
- *Konversijos vertė* – konversijos koeficientas, padaugintas iš esamos paprastosios akcijos kainos. Tai yra piniginė vertė paprastųjų akcijų, kurios gaunamos konversijos metu.
- *Konversijos premija* – konvertuojamos obligacijos rinkos kaina minus konversijos vertė.
- *Kaina* – instrumento kaina, obligacijoms išreiškiama kaip procentas nuo nominalo.
- *Lūžio laikas* – laikas, kuris reikalingas konvertuojamos obligacijos pagerintam pelningumui padengti už obligaciją sumokėtos kainos premijai. (Kancerevyčius, 2003, p.492)

Konvertavimas gali būti *savanoriškas* ir *priverstinis*. *Savanoriškai* investuotojai gali konvertuoti obligacijas gali, jei firma gerai veikia, kyla jos akcijų kaina, ir konvertavus obligacijas į akcijas galima uždirbti. Taip pat savanoriškas konvertavimas galimas konversijos privilegijai artėjant iki termino pabaigos. Jei šios privilegijos prarasti nenorima, o akcijos kaina viršija konversijos kainą, galima iš to uždirbti. Kai akcijų suteikiami dividendai didesni nei konvertuojami vertybiniai popieriai, taip pat tikslinga atlikti konversiją. Priverstinė konversija gali būti atlikta, emitentui pasinaudojus priešlaikinio išpirkimo teise. (Kancerevyčius, 2003, p.492)

Konvertuojamos obligacijos išleidžiamos firmų kaip kapitalo didinimo dalis. Konvertavimo savybė gali būti pridedama prie nominalios obligacijos. Taip yra sumažinami palūkanų kaštai emitentui, o investuotojas tuo tarpu turi galimybę pasinaudoti būsimais akcijų pelnais. (Kancerevyčius, 2003, p.492)

1.2.2. Obligacijos vertė ir kaina

Norint nustatyti obligacijos dabartinę vertę, naudojami tie patys metodai kaip ir kitoms investicijoms. Tam būtina žinoti:

- Kiek **pinigų srautų** tikimasi iš obligacijos;
- Koks obligacijos **terminas**;
- Kokia yra **būtinoji pajamų norma** iš investicijos, kuri bus naudojama pinigų srautams diskontuoti. (Obi, 1999, p.125)

Obligacijos vertė – tai jos esamoji vertė, kurią sudaro du pinigų srautų šaltiniai: tai periodiniai palūkanų mokėjimai pagal kuponą ir nominalioji vertė. (Martinkus, 1996, p. 116)

Obligacijų vertė gali būti išreikšta pinigais arba pelningumo procentu, kuris yra žadamas esant tam tikroms sąlygoms. (Kancerevyčius, 2003, p.460)

„Obligacijos (be opcijų, paprastos) teorinė vertė (kaina), kaip ir bet kurio instrumento, yra lygi būsimųjų pinigų srautų dabartinei vertei.“ (Kancerevyčius, 2003, p.460)

$$P = \frac{C_1}{(1+k)^1} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1+k)^t} + \frac{FV}{(1+k)^n} \quad (1.1)$$

Čia:

P – obligacijos dabartinė vertė;

C_1, C_2, C_t – metiniai kupono mokėjimai (nominalas*obligacijos pelningumas);

FV - obligacijos nominalioji vertė, kurią firma privalo sumokėti savininkui galiojimo terminui pasibaigus.

k – rinkos palūkanų norma

n – obligacijos galiojimo laikas metais. (Obi, 1999, p. 125)

Trumpiau šią formulę galima užrašyti taip:

$$P = \sum_{t=1}^{n*m} \frac{C_t}{(1+k)^t} + \frac{FV}{(1+k)^n} = C(PVIFA_{k,n}) + FA(PVIF_{k,n}) \quad (1.2)$$

Čia

PVIFA – dabartinės vertės palūkanų faktorius periodiniams mokėjimams;

PVIF – dabartinės vertės palūkanų faktorius. (Kancerevyčius, 2003, p. 460-461)

Įvertinant kupono mokėjimų skaičių per metus:

$$P = \sum_{t=1}^{n*m} \frac{\frac{C_t}{m}}{\left(1 + \frac{k}{m}\right)^t} + \frac{FV}{\left(1 + \frac{k}{m}\right)^{n*m}} \quad (1.3)$$

Kur m – palūkanų mokėjimo kartai per metus.

Kartais obligacijos būna nuolatinės, be galiojimo termino. Tada jų kaina skaičiuojama taip:

$$P = \frac{C}{k} \quad (1.4)$$

Nulinio kupono obligacijos kaina:

$$P = \frac{FV}{\left(1 + \frac{k}{m}\right)^{n*m}} \quad (1.5) \quad (\text{Kancerevyčius, 2003, p. 460-461})$$

Obligacijos pinigų srautus sudaro periodiniai mokėjimai ir nominalas galiojimo termino pabaigoje. Obligacijas vertinti gana paprasta, nes jų pinigų srautai (fiksuito kupono atveju) yra žinomi, o reikalaujamas pelningumas priklauso nuo rizikos. Reikalaujamą pelningumą (diskonto tarifą) galima nustatyti patyrinėjus rinkoje siūlomus pelningumus adekvačioms obligacijoms. (Kancerevyčius, 2003, p. 461)

Jei palūkanos mokamos kas pusmetį, tai naudojama tokia formulė:

$$P = \sum_{t=1}^{n*m} \frac{\frac{C_t}{m}}{\left(1 + \frac{k}{m}\right)^t} + \frac{FV}{\left(1 + \frac{k}{m}\right)^{n*m}} = \sum_{t=1}^{2n} \frac{\frac{C_t}{2}}{\left(1 + \frac{k}{2}\right)^t} + \frac{FV}{\left(1 + \frac{k}{2}\right)^{2n}} \quad (1.6)$$

Obligacijos emitentas kiekvienu kupono mokėjimu investuotojams turi sumokėti:

$$C = 100 * \frac{r_c}{m} \quad (1.7) \quad (\text{Kancerevyčius, 2003, p. 460-461})$$

Čia r_c – kupono palūkanų norma.

Visos šios formulės leidžia apskaičiuoti obligacijos teorinę vertę, kuri normaliomis likvidžios rinkos sąlygomis gali atitikti realiąją obligacijos rinkos kainą be sukauptų palūkanų. Tačiau realybėje

obligacijos kaina kotiruojama be susikaupusių palūkanų, bet įsigijus obligaciją reikia sumokėti ir susikaupusias palūkanas nuo paskutinio kupono mokėjimo iki pardavimo dienos:

$$\text{Obligacijos kaina su sukauptomis palūkanomis} = \text{Obligacijos kaina be sukaupėtų palūkanų} + \text{Sukauptos palūkanos} \quad (1.8)$$

(Kancerevyčius, 2003, p. 461)

Sukauptas palūkanas galima apskaičiuoti pagal šią formulę:

$$AI = 100 * r_c * \frac{t}{T} \quad (1.9)$$

Čia:

AI – sukauptos palūkanos;

t – dienų skaičius, praėjęs po paskutinio kupono mokėjimo dienos;

T – dienų skaičius metuose. (Kancerevyčius, 2003, p. 462)

Bendra formulė obligacijos kainai su susikaupusiomis palūkanomis apskaičiuoti (.t.y. rezultatas gaunamas kiekvienam 100 obligacijos nominalo litui) bus tokia:

$$P_d = 100 * \left(1 + \frac{k}{m}\right)^{\frac{t_n * m}{T}} * \left(\frac{1 - \left(\frac{r_c}{k}\right)}{\left(1 + \frac{k}{m}\right)^{n * m}} + \frac{r_c}{k} \right) \quad (1.10)$$

Čia

P_d – obligacijos kaina su sukauptomis palūkanomis;

t_n – dienų skaičius iki sekančio kupono mokėjimo dienos. (Kancerevyčius, 2003, p. 462)

Ši formulė teisinga tik esant standartiniams pinigų srautams, t.y. vienodi kuponai ir vienas nominalas. Tačiau, jei pavyzdžiui, pirmas kuponas bus didesnis negu kiti, tai formulę reikės koreguoti. (Kancerevyčius, 2003, p. 462)

1.2.3. Obligacijos pelningumo vertinimas

Praktikoje gana dažnai tenka nustatyti investicijų faktinį pelningumą, kai žinomas obligacijos kursas arba jos realizavimo kaina. Kitaip sakant, iškyla uždavinys nustatyti paskolos finansinį efektyvumą. Praktikoje su panašiu uždaviniu galime susidurti, norėdami pasirinkti vieną iš skirtingų

sąlygų siūlomų paskolų, kredito apmokėjimo sąlygų ir t.t. Kreditoriaus ir skolininko pozicija skiriasi. Kreditorius, jei jis turi teisę rinktis, efektyviausia laikys paskolą, duodančią jam didžiausias pajamas. Skolininko pozicija priešinga - jis, jei yra galimybė rinktis, rinksis paskolą arba kreditą su mažiausia palūkanų norma. (Dzikevičius, [interaktyvus])

Vertinant obligacijas, išskiriami šeši požymiai, svarbūs obligacijų vertinimui:

1. Laikas iki galiojimo pabaigos.

2. Kuponų norma.

Šios dvi obligacijos charakteristikos yra svarbios, nes nustato piniginių įplaukų, žadamų investuotojui, dydį ir dažnumą. Kai žinoma rinkos kaina, šie požymiai gali būti naudojami nustatyti obligacijos pelningumą iki galiojimo pabaigos, kuris vėliau gali būti lyginamas su pelningumu, kurio investuotojas pageidautų (reikalaujamu pelningumu)

3. Atšaukimo galimybė. Taigi, obligacijos, turinčios didesnę atšaukimo tikimybę, taip pat turėtų turėti aukštesnį pelningumą iki galiojimo pabaigos. Kuo aukštesnė palūkanų norma ar žemesnė atšaukimo premija, tuo aukštesnis pelningumas iki galiojimo pabaigos turėtų būti. Atitinkamai, obligacijos su aukštesnėmis palūkanų normomis ar žemesnėmis atšaukimo premijomis turės mažesnes tikrąsias vertes, kitiems parametrams esant pastoviams.

4. Apmokestinimas. Užsienyje pastebėta tendencija, kad vyriausybės obligacijos atleistos nuo mokesčių pasižymi maždaug 20-30% mažesniu pelningumu nei panašios apmokestinamos obligacijos. Apmokestinimas veikia obligacijų kainas ir pelningumus. Pavyzdžiui, JAV kai kurioms obligacijoms suteikia mokesčių atidėjimo galimybę. Tai tokios obligacijos, galima sakyti, turi mokesstinį privalumą prieš kitas obligacijas.

5. Rinkiškumas (*angl.* - marketability) (kartais minimas kaip likvidumas) reiškia tai, kaip lengvai ir greitai investuotojas gali parduoti turtą, nedarydamas jokių nuolaidų. Obligacijos, kai jomis aktyviai prekiaujama, turi turėti žemesnį pelningumą iki galiojimo pabaigos ir aukštesnę tikrąją vertę negu obligacijos, kuriomis yra prekiaujama neaktyviai.

6. Įsipareigojimų nevykdymo tikimybė. Šią tikimybę apibūdina skolos vertybiniais popieriais suteikiamas reitingas. Apie juos bus kalbama kitame skyriuje. (Sharp, 1999, p. 422-433)

Investuotojas, investuojantis į obligacijas, gali gauti tokių formų pelną:

- Periodiniai kuponų mokėjimai;
- Pajamos iš reinvestuotų palūkanų;
- Kapitalo prieaugis, kai obligacija išperkama arba parduodama. (Norvaišienė, 2004, p. 86)

Taigi, obligacijų efektyvumo nustatymo uždavinys susiveda į jų pelningumo nustatymą. Ilgalaikių obligacijų pelningumas daugeliu atvejų gali būti charakterizuojamas keletu parametru. Obligacijų su periodiniais palūkanų išmokėjimais pelningumą galima išmatuoti kaip kupono procentus, kaip investicijų, įdėtų į obligacijas einamąjį pelningumą, galų gale, kaip pilną pelningumą. (Dzikevičius, [interaktyvus])

Yra keletas obligacijos pelningumo išraiškų:

- Nominalus pelningumas
- Esamas pelningumas (kuris nėra bendrojo investuotojo pelno matas)
- Pelningumas iki galiojimo pabaigos
- Realizuotas, arba horizonto pelningumas. (Kancerevyčius, 2003, p. 462)

Nominalus pelningumas – tai obligacijos palūkanų norma. Pavyzdžiui, 10 proc. kupono (atkarpos) obligacijos nominalus pelningumas yra 10 proc. Šis pelningumas investiciniams sprendimams nenaudojamas. Kaip ir esamas pelningumas, nominalus pelningumas skirtas orientaciniams tikslams ir obligacijos charakteristikų aprašymui. Tik tokiu atveju, kai obligacijos rinkos kaina atitinka nominalią vertę, nominalus pelningumas sutampa su rinkos pelningumu. (Kancerevyčius, 2003, p. 462)

Einamasis (esamas) pelningumas parodo santykį tarp įplaukų pagal kuponus ir obligacijos įsigijimo kainos. (Dzikevičius, [interaktyvus])

**Esamas pelningumas = Kupono palūkanos pinigine forma per metus (1.11)
Esama rinkos kaina**

Arba

$$i = \frac{g}{P_k} = \frac{FV * g}{P} \quad (1.12)$$

Čia:

P_k – obligacijos kursas įsigijimo momentu. (Rutkauskas, 2000, p. 415)

Einamojo pelningumo rodiklis yra paprasčiausia priemonė, charakterizuojanti einamąsias metines įplaukas priklausomai nuo padarytų investicijų. Šis rodiklis neatsižvelgia į antrą pajamų šaltinį – obligacijos kainos pasikeitimą per jos saugojimo laiką. (Dzikevičius, [interaktyvus]) Remiantis tik einamuoju pelningumu, negalima teisingai pasirinkti geriausios investitoriumi investicijų rūšies. Tačiau tuo pat metu tai gali būti gana pajamingi investicijų objektai, turint galvoje pilną jų gyvavimo laikotarpį. (Norvaišienė, 2004, p. 86)

Tai pelningumas skirtas daugiau demonstraciniam – orientaciniam tikslui, bet ne investiciniams sprendimams daryti. Esamas pelningumas obligacijai yra tas pats kas dividendų pelningumas akcijai. Jis parodo pajamas, kurias gautų investuotojas pardavęs obligacijas. Tos pajamos išreikštos jos dabartinės vertės procentinėmis dalimis. Šis rodiklis svarbus einamąsias pajamas vertinantiems investuotojams, bet investuotojams, siekiantiems bendrojo pelningumo iš portfelio, jis nelabai tinka, nes neįvertina kapitalo prieaugio ar nuosmukio. (Kancerevyčius, 2003, p. 463)

Nulinio kupono obligacijų einamasis pelningumas skaičiuojamas kaip obligacijų be palūkanų išmokėjimo. Tokios rūšies obligacijos investuotojui užtikrina vienos rūšies pajamas – skirtumą tarp obligacijos išperkamosios kainos (paprastai tai nominalas) ir įsigijimo kainos. Pelningumas skaičiuojamas pagal tokią formulę:

$$i = \frac{1}{\sqrt[n]{\frac{P_k}{100}}} - 1 \quad (1.13)$$

(Rutkauskas, 2000, p. 412)

Pelningumas iki galiojimo pabaigos (YTM) yra dažniausiai naudojamas pelningumo rodiklis. Jis įvertina visus pajamų šaltinius. Šį rodiklį galima pavadinti pelno norma, kuri išmatuoja obligacijos realų finansinį efektyvumą investuotojui. (Norvaišienė, 2004, p. 86)

Pelningumas iki galiojimo pabaigos pilnai įvertina obligacijos reikalaujamą pelningumą, jeigu obligacija perkama rinkoje ir laikomasi šių dviejų sąlygų:

1. Obligacija bus laikoma iki išpirkimo.
2. Visi tarpiniai pinigų srautai iki galiojimo pabaigos (kupono mokėjimai) yra reinvestuojami ta pačia palūkanų norma, lygia pelningumui per galiojimo laikotarpį. Kitaip sakant, visi pinigų srautai ta pačia palūkanų norma diskontuojami į dabartinę vertę.

Jeigu nesilaikoma šių dviejų sąlygų, tai žadamas pelningumas iki galiojimo pabaigos (YTM) skirsis nuo realizuoto. (Kancerevyčius, 2003, p. 463)

Šio pelningumo apskaičiavimo metodikos pagrindas – obligacijos turėtojo gaunamų srautų esamosios vertės nustatymas. (Norvaišienė, 2004, p. 86)

$$P = \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^1} + \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^2} + \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^3} + \dots + \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^{n*m}} + \frac{FV}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^{n*m}} \quad (1.14)$$

$$P = \sum_{t=1}^{n*m} \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^t} + \frac{FV}{\left(1 + \frac{YTM}{m}\right)^{n*m}} \quad (1.15)$$

Čia:

YTM – pelningumas iki galiojimo pabaigos;

n – likęs obligacijos galiojimo terminas metais. (Kancerevyčius, 2003, p. 463)

YTM skaičiavimui būdavo naudojamos obligacijų lentelės, dabar finansiniai kalkuliatoriai. Jose pateikiamos obligacijų kainos prie tam tikro kupono matricos. Žinant kainą galima nustatyti YTM, ir atvirkščiai. (Kancerevyčius, 2003, p. 463)

Pelningumas iki galiojimo pabaigos yra tik žadamas pelningumas. Jis bus, jei obligacija bus laikoma iki galiojimo pabaigos. Pelningumas iki galiojimo pabaigos remiasi prielaida, kad visi kuponai bus investuoti ta pačia norma iki obligacijos galiojimo pabaigos. Realizuotas pelningumas gali skirtis nuo pelningumo iki galiojimo pabaigos, jei investuotojas kupono nereinvestuos. (Kancerevyčius, 2003, p. 463)

Nulinio kupono obligacijų pelningumas per galiojimo laikotarpį apskaičiuojamas paprasčiau:

$$P = \frac{FV}{(1 + YTM)^n} \quad (1.16)$$

(Norvaišienė, 2004, p. 87)

Pelningumas per obligacijos galiojimo laiką gali būti apskaičiuotas ir pagal paprastesnę lygtį:

$$\text{Apytikslis pelningumas per galiojimo laikotarpį} = \frac{C + \frac{FV - P_0}{n}}{\frac{P_0 + FV}{2}} \quad (1.17)$$

Čia:

P_0 – obligacijos įsigijimo kaina. (Norvaišienė, 2004, p.87)

Obligacijos rinkos kaina priklauso nuo ryšio tarp kupono tarifo, esamo pelningumo ir pelningumo iki galiojimo pabaigos (2 lentelė). (Kancerevyčius, 2003, p. 464)

2 lentelė

Obligacijos pirkimas su diskontu arba premija

Obligacijų kaina rinkoje	Ryšys
Už nominalią kainą	Kupono tarifas = Esamas pelningumas = Pelningumas iki galiojimo pabaigos
Su nuolaida (diskontu)	Kupono tarifas < Esamas pelningumas < Pelningumas iki galiojimo pabaigos
Su premija	Kupono tarifas > Esamas pelningumas > Pelningumas iki galiojimo pabaigos

Šaltinis: KANCEREVYČIUS, G. (2003) Finansai ir investicijos, , p. 464

Kai kurios obligacijos gali būti išperkamos prieš laiką. Tokiu atveju investuotojas nesitiki, kad obligacija sulauks galiojimo pabaigos. Tokiu atveju geresnis matas yra *pelningumas iki priešlaikinio išpirkimo (YTC)*. Rinkos dalyviai naudoja konservatyviausius galimus instrumentų įvertinimus. Kai obligacijos su išpirkimu prieš laiką yra prekiaujamos su premija, tai konservatyviausias vertinimas yra YTC. (Kancerevyčius, 2003, p. 464)

Pelningumas iki priešlaikinio išpirkimo apskaičiuojamas taip:

$$P = \sum_{t=1}^{n^*m} \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{YTC}{m}\right)^t} + \frac{CP}{\left(1 + \frac{YTC}{m}\right)^{c^*m}} \quad (1.18)$$

Čia:

YTC – pelningumas iki priešlaikinio išpirkimo pirmosios datos;

c*m – likęs iki priešlaikinio išpirkimo pirmosios datos palūkanų mokėjimų skaičius;

CP – priešlaikinio išpirkimo kaina;

c – laikas metais iki priešlaikinio išpirkimo pirmosios datos. (Kancerevyčius, 2003, p. 464)

Pelningumas iki galiojimo pabaigos nėra tikslus vertės matas. Todėl „reikalingas toks matas, kuris apimtų visus tris obligacijos vertės determinantus: būsimąją investicijų horizonto vertę pinigine išraiška (pardavimo vertę), investicijų horizonto terminą ir reinvestavimo normą (palūkanų normą)“. Pelningumas tokiu atveju bus ta palūkanų norma, kuri investicijų periodo pabaigoje pardavus obligaciją leis gauti investuotojo nustatytą ir norimą kainą. Šis pelningumas naudingas vertinti prekybos arba investavimo strategijas, taip pat jis tinka faktinio pelningumo pardavus obligacijas vertinimui. Šis pelningumas gali būti vadinamas *horizonto pelningumu*, arba realizuotu pelningumu, arba bendroju pelningumu. Šis pelningumas, lyginant su kitais pelningumais, reikalauja papildomų duomenų – reikia numatyti obligacijos kainą investavimo horizonto pabaigoje. (Kancerevyčius, 2003, p. 464)

Pirmiausia, pasirinkus tam tikrą reinvestavimo normą, reikia apskaičiuoti kupono ir palūkanų už reinvestuotas palūkanas bendrą būsimąją vertę.

$$\text{Kuponas ir palūkanų palūkanos} = \text{Pusmečio kuponas} * \left((1+r)^h - \frac{1}{r} \right) \quad (1.19)$$

Čia:

h – horizonto laikotarpis (pusės metų periodais);

r – pasirinkta pusmetinė reinvestavimo norma. (Kancerevyčius, 2003, p. 465)

Po to reikia nustatyti galimą obligacijos pardavimo kainą. Ji priklausys nuo planuojamo pelningumo analogiškomis obligacijoms investicijų horizonto pabaigoje. Toliau reikia sudėti palūkanas ir pardavimo kainą. Pusmetinis horizonto pelningumas bus gaunamas taip:

$$(\text{Bendra būsimoji vertė} / \text{Obligacijos pirkimo kaina})^{1/h} - 1 \quad (1.20)$$

(Kancerevyčius, 2003, p. 465)

Gauname pusmetinį horizonto pelningumą. Jį padauginę iš dviejų, gausime metinį horizonto pelningumą. Horizonto pelningumas labai tinka palyginti įvairioms obligacijoms (kuponinėms ir nulinio kupono, apmokestinamoms ir neapmokestinamoms, ir kt.).

$$P = \sum_{t=1}^{HP} \frac{\frac{C}{m}}{\left(1 + \frac{RY}{m}\right)^t} + \frac{FSP}{\left(1 + \frac{RY}{m}\right)^{HP}} \quad (1.21)$$

Čia:

RY – realizuotas pelningumas;

HP – metų skaičius, kai buvo laikyta obligacija;

FSP – obligacijos pardavimo ateityje kaina. (Kancerevyčius, 2003, p. 465)

Esant aukštomis palūkanų normoms investuotojai dažnai siekia užfiksuoti savo investiciją kuo ilgesniam laikui. Tačiau tai apgaulingas dalykas. Nors ir gaus didesnes palūkanas, realiai investuotojas aukštesnį pelningumą pasieks tik tada, jei pajamas iš kupono per visą obligacijos laikotarpį pavyks reinvestuoti ne mažesne norma. Kadangi rinkoje palūkanų normos nėra pastovios, jos svyruoja, tai reikia numatyti kiekvieno kupono reinvestavimo palūkanų normas. Todėl realizuotą pelningumą reiktų suskaičiuoti remiantis galutine būsimąją verte. Būsimoji vertė – tai visų obligacijos pinigų srautų

būsimoji vertė laikymo periodo pabaigos momentu. Šią vertę palyginus su pradine investicijos verte, gaunama sudėtinė pelningumo norma:

- Paskaičiuojama visų kuponų mokėjimų būsimoji vertė horizonto momentu, kiekvienam kupono mokėjimui taikant jam prognozuojamą reinvestavimo normą.
- Paskaičiuojama obligacijos pardavimo vertė horizonto pabaigos momentu, remiantis prognozuojamu reikalaujamu YTM tuo laiko momentu.
- Sudėti kuponų ir obligacijos pardavimo vertes, gaunant galutinę vertę.
- Paskaičiuoti pradinės vertės ir galutinės vertės santykį, įvertinant laiko periodą ir gaunant sudėtinę (kumuliatyvinę) palūkanų normą:

$$k = m * \left(\left(\frac{EV}{BV} \right)^{\frac{1}{n*m}} - 1 \right) \quad (1.22)$$

Čia:

EV – periodo pabaigos vertė;

BV – periodo pradžios vertė;

m – kupono palūkanų mokėjimo kartai per metus;

n – laikymo laikotarpio terminas, metais. (Kancerevyčius, 2003, p. 465)

1.3. Išdo vekseliai ir taupymo lakštai

Išdo vekseliai – tai pinigų rinkos priemonė. Todėl jie laikomi likvidžiausiais skolos vertybinių popierių rinkos instrumentais. 3 lentelėje pateikiama keleto autorių apibrėžimai.

Pagrindinė išdo vekselių paskirtis – finansuoti vyriausybės išlaidas. Be to, jie ir priima pinigus iš finansų ir kredito sistemos. Išdo vekseliai gali būti įvairių nominacijų. Tai likvidžiausia pinigų rinkos priemonė. Išdo vekseliai yra superkami jų išleidimo kaina. Jų savininkai gauna pajamas, kurios lygios skirtumui tarp nominaliosios vertės ir pardavimo kainos. (Aleknevičienė, 2005, p. 190)

Išdo vekseliai taip pat yra saugiausia pinigų rinkos priemonė, kadangi nepatiria netesėjimo rizikos. Tai lemia jų leidėjas – Vyriausybė, kuri visada gali padidinti mokesčius siekdama apmokėti savo skolas. Pasaulyje didžiąją dalį išdo vekselių laiko sukaupe komerciniai bankai. (Rutkauskas, 1998, p. 23).

Iždo vekselių samprata

Apibrėžimas	Šaltinis
Lietuvos Respublikos valstybės išdo vekseliai – vertybiniai popieriai, kurių galiojimo trukmė išleidimo metu neviršija vienerių metų.	Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklių patvirtinimo“ (2005) [interaktyvus]
Lietuvos Respublikos išdo vekseliai – vertybiniai popieriai, kurių galiojimo trukmė išleidimo metu neviršija vienerių metų. Iždo vekseliai emituojami 1, 3, 6, ar 12 mėnesių trukmės.	ALEKNEVIČIENĖ V., (2005) Finansai ir kreditas, p. 205
Iždo vekseliai yra populiariausias trumpalaikis skolos instrumentas pinigų rinkoje. Iždo vekselis – tai terminuotas skolos vertybinis popierius, likvidus, nekeliantis jokios rizikos ir leidžiamas itin dideliais kiekiais. Iždo vekseliai yra perkami su nuolaida (diskontu), jų galiojimo trukmė išleidimo metu neviršija vienerių metų.	SUNDLING M., KAMAL S., (2003) Investuotojo ABC, p. 46.

Šaltinis: sukurta autorės

Atlyginimas už išdo vekselių laikymą iki apmokėjimo greičiau primena kapitalo prieaugį arba pelną iš kapitalo, o ne įprastas palūkanas. Taip yra todėl, kad išdo vekseliai yra išleidžiami su diskontu, palyginti su apmokėjimo verte. Pavyzdžiui, vyriausybė išleidžia 100 tūkst. Lt. 3 mėn. trukmės vekselį su 1 tūkst. Lt diskontu. Norėdami palyginti vekselių pelningumą su rinkos palūkanų norma už kintamus trumpalaikius vyriausybės vertybinius popierius, turime apskaičiuoti diskonto normą:

$$d = \frac{NV - PV}{PV} * \frac{D * 100}{n} \quad (1.23)$$

Čia:

d – diskonto norma procentais;

NV – mokėjimo (nominalioji) vertė;

PV – pradinė vekselio kaina;

D – metų dienų skaičius

n – vekselio trukmė dienomis. (Aleksnevičienė. 2005, p. 190)

Taigi, nagrinėjamo pavyzdžio atveju diskonto norma yra 4,1 procento:

$$d = \frac{100000 - 99000}{99000} * \frac{365 * 100}{90} = 4.1$$

Dabartinė vekselio vertė priklauso nuo sandorio sąlygų. Jeigu sandoryje numatoma vekselį diskontuoti viena kartą per metus, tai ji dabartinė vertė bus apskaičiuojama pagal formulę:

$$PV = NV * \frac{1}{(1 + d)} \quad (1.24)$$

Čia:

PV – vekselio dabartinė vertė;

NV – vekselio nominalioji vertė;

d – metinė diskonto norma. (Aleksnevičienė. 2005, p. 190)

Jei vekselis diskontuojamas ne vieną, o keletą kartų metuose, tai metinė diskonto norma dalijama iš diskontavimo kartų t:

$$PV = NV * \frac{1}{(1 + d/t)} \quad (1.25)$$

Arba:

$$PV = NV * \frac{1}{(1 + (d * n)/D)} \quad (1.26)$$

Pagal nagrinėjama pavyzdį:

$$PV = 100000 * \frac{1}{(1 + (0.041 * 90)/365)} = 98999Lt$$

Iždo vekseliai yra laikomi fiksuotų pajamų vertybiniais popieriais, kadangi pajamos iš vekselio laikymo iki apmokėjimo datos yra žinomos jo išleidimo momentu. Iždo vekselių kaina, kaip ir kitų vertybinių popierių kaina, keičiasi kintant rinkos palūkanų normai. Jei palūkanų norma kyli, tai atsiranda naujų priemonių, duodančių didesnių pajamų. Taigi nauji vekseliai bus parduodami su didesniu diskontu, kad atitiktų didesnes rinkos palūkanas. Jeigu tokiomis sąlygomis ignoruotume sandorio išlaidas, tai vekselio turėtojui apsimokės jį parduoti ir įsigyti pelningesnių pinigų rinkos instrumentų. Todėl anksčiau išleisto vekselio kaina sumažės. Mažėjant kainai, didėja skirtumas tarp jų dabartinės kainos ir galutinės apmokėjimo vertės. Galiausiai, šis skirtumas pasieks tokį lygį, kad ankstesnių ir dabartinių vekselių kainos susilygins. (Aleksnevičienė. 2005, p. 191)

Dar viena Lietuvos Vyriausybės leidžiamų skolos vertybinių popierių rūšis – taupymo lakštai. 1998 m. pabaigoje buvo patvirtintos Valstybės skolinimosi politikos nuostatos. Šios nuostatos numato svarbiausius valstybės skolinimosi tikslus, kuriu svarbiausiais galima būtų išskirti šiuos:

- Užtikrinti, kad būtų vykdomi visi skoliniai įsipareigojimai

- Mažinti valstybės skolinimąsi iš užsienio ir užtikrinti efektyvų šių lėšų panaudojimą.
- Skatinti vidaus taupymą bei Lietuvos kapitalo rinkos plėtojimą. (Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl valstybės vidutinės trukmės skolinimosi politikos nuostatų patvirtinimo“ [interaktyvus])

Pagal šias nuostatas numatoma, kad Vyriausybė turėtų mažiau skolintis užsienyje, atitinkamai daugiau skolintis vidaus rinkoje, išleidžiant Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinius popierius. Tai pat siekiama, kad būtų užtikrinta, jog valstybės užsienio skola sudarytų ne daugiau kaip 70 procentų visos valstybės skolos. (Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl valstybės vidutinės trukmės skolinimosi politikos nuostatų patvirtinimo“ [interaktyvus])

Siekiant tinkamai vykdyti šias nuostatas, 1999 m. vasario mėn. buvo įteisinta nauja finansinė priemonė – Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lakštai. 4 lentelėje pateikiamos skirtingų šaltinių apibrėžiamos sąvokos.

4 lentelė

Taupymo lakštų samprata

Apibrėžimas	Šaltinis
Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lakštai – ne aukciono būdu išleidžiami vertybiniai popieriai, kurie pirminėje apyvartoje parduodami tik fiziniams asmenims.	ALEKNEVIČIENĖ V., (2005) Finansai ir kreditas, p. 206
Vyriausybės taupymo lakštai - tai Lietuvos Respublikos Vyriausybės skolos vertybiniai popieriai, skirti fiziniams asmenims - smulkiems investuotojams (mažiausia investuojama suma ~100Lt).	Lietuvos Respublikos Finansų ministerija. <i>Vyriausybės taupymo lakštai.</i> [interaktyvus]
Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lakštai – viena iš patraukliausių ir saugiausių investicijų privačiam klientui. Taupymo lakštų terminas gali būti 1 arba 2 metai. Už juos garantuojama valstybės turtu.	AB Bankas Hansabankas. <i>Lietuvos Vyriausybės Taupymo lakštai.</i> [interaktyvus]

Šaltinis: sukurta autorės

Vyriausybės taupymo lakštai parduodami diskontuoti, o palūkanų norma skaičiuojama nuo nominaliosios vertės. Taupymo lakštai gali būti trumpalaikiai (6 ir 12 mėnesių) ir ilgalaikiai (2 metų). (Aleksnevičienė, 2005, p. 206)

Kaip teigia E. Freitakas savo straipsnyje „Taupymo lakštų problemos ir perspektyvos“, naujo finansinio instrumento atsiradimas Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje jau buvo savaime

sveikintinas dalykas. Nes iki tol valstybės skolinimasis vidaus rinkoje buvo vykdomas viena pagrindine priemone – išdo vekseliais. Įteisindama taupymo lakštus, Vyriausybė tarsi paskelbė, kad nori įsisavinti naują skolinimosi rinkos segmentą – fizinių asmenų valdomus resursus.

Išleidžiant valstybės taupymo lakštus, buvo deklaruoti tokie pagrindiniai jų tikslai:

- Po indėlių kompensavimo, fiziniai asmenys turėjo daug lėšų. Valstybė siekė neleisti šioms lėšoms patekti į vartojimą.
- Taupymo lakštų pagalba buvo siekiama pakeisti valstybės skolinimosi politiką – mažinti vieno mėnesio trukmės išdo vekselių emisijų skaičių, palaiptiui didinti Valstybės vidinio skolinimosi trukmę. (Freitakas, 1999, p. 17)

Keletą metų funkcionavusių taupymo lakštų palūkanų norma buvo didesnė nei palūkanų norma už tos pačios trukmės terminuotus banko indėlius pelningumas buvo neadekvatus patiriamai rizikai. Ši Vyriausybės vertybinių popierių rūšis gyventojams buvo patogi, kadangi juos galima įsigyti tiesiogiai, be tarpininkų, nemokant komisinių mokesčių. Taupymo lakštai yra ypač tinkami tiems investuotojams, kurie nori investuoti nedideles sumas. Kaip jau minėta, minimali investavimo suma 100 lt. Taupymo lakštų išpirkimas galimas anksčiau laiko pagal investuotojo pageidavimą. (Alekevičienė, 2005, p. 206)

2003 metais buvo sustabdytas naujų taupymo lakštų išleidimas, nes prekyba jais lėmė daug didesnes administravimo išlaidas nei prekyba išdo vekseliais arba Vyriausybės obligacijomis. Tai lėmė skirtingos sandorių sumos. (Alekevičienė, 2005, p. 206)

Priklausomai nuo datos, kurią įsigyjami taupymo lakštai, skiriasi ir jų pardavimo kaina, nes taupymo lakšto nominalioji vertė yra diskontuojama. Paskutinę emisijos platinimo dieną, taupymo lakštas yra parduodamas už nominalią vertę. Už taupymo lakštus yra mokama nustatyto dydžio metinė palūkanų norma, nurodant palūkanų mokėjimo periodiškumą. (Alekevičienė, 2005, p. 206)

Taupymo lakštai nėra antrinės vertybinių popierių rinkos objektas. Antrinė taupymo lakštų apyvarta galima tik tarp fizinių asmenų, išskyrus atvejus, kai investuotojui pageidaujant, taupymo lakštai platintojui parduodami pirma laiko. Išperkant taupymo lakštus, jų turėtojai sumokama nominalioji vertė. Palūkanų sumokamos nustatytais terminais, nustatytais datomis (ne rečiau kaip kartą per metus), kurių viena visada būna išpirkimo dieną. (Alekevičienė, 2005, p. 205)

Literatūroje išskiriami tokie investavimo į vyriausybės taupymo lakštus privalumai:

- Taupymo lakštus galima parduoti kada panorėjus, nepasibaigus jų galiojimo trukmei. Jeigu investuotojui prireikdavo pinigų, jis galėjo parduoti visus ar dalį taupymo lakštų bei gauti reikiamą pinigų sumą. Nutraukęs investicijas anksčiau nei taupymo lakštai bus išperkami, skirtingai negu nutraukęs terminuoto indėlio sutartį banke, investuotojas

nepraras uždirbtų palūkanų, kurias jo investuoti pinigai uždirbo iki taupymo lakštų pardavimo momento.

- Taupymo lakštų pirmalaikio išpirkimo kaina kyla iš anksto nustatyta tvarka, t.y. kuo ilgesnis investavimo terminas, tuo didesnis ir pelnas. Tuo tarpu akcijų biržose lošti daug rizikingiau, nes akcijų vertė priklauso nuo daugelio veiksnių.
- Taupymo lakštai – tai pelninga investicija. Palūkanos, mokamos už investicijas į taupymo lakštus buvo šiek tiek didesnės nei atitinkamos trukmės terminuoto indėlio bei kitų Vyriausybės vertybinių popierių palūkanos. Nors terminuotų indėlių ir taupymo lakštų palūkanų skirtumas nėra labai didelis, tačiau per ilgesnį investicijų terminą šis skirtumas, išreikštas litais gali būti pakankamai didelis.
- Pajamos, gautos iš taupymo lakštų operacijų, pagal LR įstatymus nebuvo apmokestinamos.
- Taupymo lakštai – patikima investicija. Jie, kaip ir kiti Vyriausybės vertybiniai popieriai, laikomi patikimais ir mažos rizikos investavimo instrumentais, nes jų išpirkimą garantuoja valstybė. Pasaulinė bei Lietuvos šešerių metų patirtis parodė, kad tai patikimas būdas saugiai investuoti laisvas pinigines lėšas.
- Investavimas į Taupymo lakštus labai paprastas ir greitas. Taupymo lakštus buvo galima įsigyti per finansų maklerio įmones ir komisiniai mokesčiai už taupymo lakštų įsigijimą nebuvo mokami. (Lietuvos respublikos finansų ministerija [interaktyvus] [28])

Tiek išdo vekseliai, tiek taupymo lakštai yra pinigų rinkos instrumentai, kuriuos emituoja Lietuvos respublikos Vyriausybė. Galima sakyti, kad tai į skirtingas investuotojų grupes orientuoti finansiniai instrumentai. Taupymo lakštai yra skirti fiziniams investuotojams, o tuo tarpu išdo vekseliai labiau orientuoti į institucinius investuotojus. Kaip minėta, taupymo lakštų emisijų išleidimo metu vis didėjo atotrūkis tarp palūkanų mokamų už tos pačios trukmės išdo vekselius ir taupymo lakštus. Teoriniu požiūriu palūkanos gali skirtis dėl skirtingo galiojimo termino, dėl skirtingos patiriamos rizikos bei dėl nevienodų sandorių sąnaudų susijusių su įvairiais finansiniais instrumentais. (Freitakas, 1999, p. 19)

Tos pačios trukmės išdo vekseliai ir taupymo lakštai turi ir tą patį rizikos laipsnį – juos leidžia Lietuvos Respublikos Vyriausybė. Taigi, taupymo lakštų ir išdo vekselių palūkanų normos galėjo nežymiai skirtis tik dėl to, kad skiriasi jų sandorių sąnaudos. Buvo paplitusi tokia praktika, kad finansų tarpininkai už tarpininkavimą perkant išdo vekselius ima tam tikrą mokesį. Tuo tarpu už taupymo lakštų pirkimą, investuotojas nemokėdavo, kadangi finansų ministerija mokėjo tarpininkams už taupymo lakštų platinimą. (Freitakas, 1999, p. 19)

Norai taupymo lakštų pagalba keisti valstybės skolinimosi trukmę liko neįgyvendinti. Taupymo lakštų emisijų organizatoriai beveik nereagavo į dėl didėjančio valstybės fiskalinio deficito, besikeičiančią rinkos konjunktūrą vidaus skolinimosi rinkose.

Dar tik išleidus pirmąsias taupymo lakštų emisijas, Lietuvos laisvosios rinkos institutas (LLRI) svarstė šių vertybinių popierių naudą valstybei. Kadangi už taupymo lakštus siūlomos palūkanos buvo aukštesnės nei bet kurio banko siūlomos palūkanos, tai būtent toks jų aukštas lygis kėlė nerimą. Anot LLRI, „nustatytos palankesnės nei kitiems rinkos dalyviams sąlygos, sukuria nelaisvos konkurencijos sąlygas, ištekliai drenuojami iš privataus sektoriaus, kuris vienintelis gali juos efektyviai panaudoti ir garantuoti atsipirkimą.“

Taupymo lakštai didino valstybės skolos apimtį, o tai jau yra sunkumai ateities kartoms, kurios tą skolą turs grąžinti. Ir anot LLRI tai nėra tinkama priemonė šalies finansinėms problemoms spręsti. LLRI nuomone, valstybė, užuot didžiavusis lėšų persikirstymu, turėtų ieškoti būdų sumažinti biudžeto išlaidas. Tai leistų sumažinti ir šios dienos, ir ateities mokesčių našą.

E. Freitakas išskiria tokias galimas taupymo lakštų nesėkmės priežastis:

- Dėl didėjančių valstybės skolinimosi problemų, pagrindinis dėmesys buvo sutelktas į skolinimąsi jau išbandytais priemonėmis – išdo vekseliais.
- Keičiantis šalies Vyriausybei, keitėsi ir skolinimosi politikos akcentai.
- Nelankstumas organizuojant taupymo lakštų emisijas susijęs su neigiama institucinių investuotojų reakcija į padidėjusią konkurenciją skolinant valstybei atsiradus taupymo lakštams. (Freitakas, 1999, p. 19)

2003 m. tarptautinis valiutos fondas pasiūlė Vyriausybei nebeleisti taupymo lakštų, nes tai yra per brangus skolinimosi būdas. Vietoj to, buvo siūloma skatinti gyventojus investuoti į kitus skolos vertybinius popierius – obligacijas ir išdo vekselius.

1.4. Skolos vertybinių popierių rizika ir reitingai

Investicijos į skolos vertybinius popierius, kaip ir bet kokios investicijos susiduria su tam tikra, nors ir santykinai nedidele, rizika. Skolos vertybinių popierių rizika yra veiksnys, lemiantis jų palūkanų normą ir kainą.

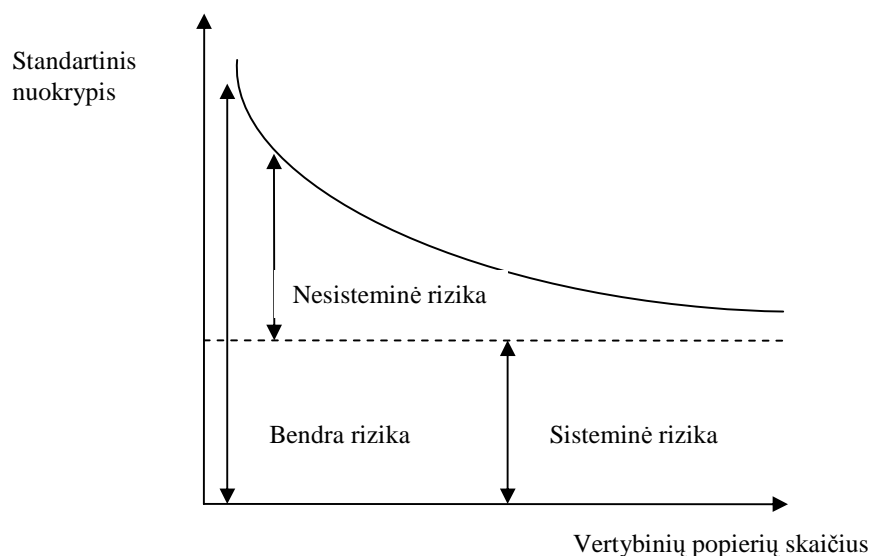
Rizika – tai tikimybė, kad vertybiniai popieriai bus išpirkti. Kuo rizikingesnis yra vertybinis popierius, tuo didesnes palūkanas skolininkas turės mokėti investuotojui, kad jį prisiviliotų. Mažiausią riziką patiria vyriausybės obligacijos. (Martinkus, 1996, 9.122)

Investavimas į vertybinius popierius veikiamas bendros rizikos, kurią sudaro sisteminė bei nesisteminė rizikos. Jų ryšys pavaizduotas 2 pav.

Sisteminė rizika – tai rizika bendra visiems investuotojams. Šią riziką lemia tokie veiksniai, kaip infliacijos, karo, kintančios palūkanų normos įtaka šalies ekonomikai, o ne tik kažkokiai specifinei pramonės šakai ar įmonei. Skirtingai nei nesisteminės, šios rizikos diversifikacija nepanaikina. Šios rizikos investuotojas įtakoti negali. (Ameritrade [interaktyvus]) Kitaip ši rizika dar vadinama neišvengiama investicijų rizika. Net ir geriausiai suformuotas vertybinių popierių portfelis šios rizikos išvengti negali.

Nesisteminė rizika – tai rizika, kuri yra specifinė tam tikrai įmonei. Ją gali įtakoti tokie įvykiai, kaip streikas, stichinės nelaimės, kaip gaisras, ar tiesiog staigiai krintančios kainos. Pagrindinės nesisteminės rizikos dalys yra finansinė ir verslo rizikos. Vertybinių popierių portfelio diversifikavimas gali padėti šią riziką sumažinti. (Ameritrade [interaktyvus])

Diversifikuojant vertybinių popierių portfelį nesisteminė rizika gali būti sumažinama iki 0. Kiekvienas vertybinis popierius turi skirtingą nesisteminę riziką, todėl didinant diversifikacijos laipsnį tai visiškai įmanoma.



Šaltinis: Gaidienė Z., Finansų valdymas, 1998, p. 51.

2 pav. Sisteminės ir nesisteminės rizikos ryšys

Iš 2 paveikslo matyti, jog sisteminė rizika nekinta, ji yra pastovi, nepriklausomai nuo vertybinių popierių skaičiaus portfelyje. Nesisteminė rizika priešingai, kinta keičiantis vertybinių popierių rūšių skaičiui portfelyje. Didėjant vertybinių popierių rūšių skaičiui, mažėja nesisteminė rizika. Tai parodo akivaizdžią diversifikacijos naudą.

Yra skiriamos įvairios rizikos rūšys:

➤ *Kreditinė rizika* – ši rizika įvertina palūkanų ir pagrindinės skolos išmokėjimo atsisakymo galimybes. Ji apibūdina emitento kreditinį pajėgumą. Kreditinė rizika mažesnė vyriausybės obligacijoms, ir didesnė privačių įmonių obligacijoms, kadangi įmonėmis pasitikėjimas yra mažesnis. (Rutkauskas, 2000, p. 407)

➤ *Palūkanų normos arba rinkos rizika*. Tai vertybinių popierių kainos pokyčiai, kurie atsiranda dėl palūkanų normos pokyčių – tai pagrindinė priežastis, įtakojanti obligacijų kainas. (Kancerevyčius, 2003, p. 451). Kai palūkanų norma krinta, skolos vertybinių popierių kaina kyla. Ir atvirkščiai, kai palūkanų norma kyla, tai šių vertybinių popierių kaina krinta. (Cohen, 2000, p. 4)

Į palūkanų normos pasikeitimą jautriau reaguoja ilgalaikės obligacijos, nes joms likę daugiau laiko iki padengimo. Pavyzdžiui, jei obligacijos kursas kyla anksčiau nei baigiasi galiojimo terminas, savininkas vis tiek gaus tas pačias palūkanas, kurios buvo numatytos, t.y. žemesnes. O nauji investuotojai jau gaus aukštesnes palūkanas. Tad senieji savininkai turės arba laikyti obligaciją su žemesnėmis palūkanomis, arba parduoti ją diskontuota kaina (Obi, 1999, p.130)

➤ *Reinvesticijų rizika*. Ši rizika būdinga trumpalaikėms obligacijoms, išdo vekseliams, taip pat galima sakyti ir lietuviškiems taupymo ląštams. Jei kursas krinta baigiantis galiojimo terminui, tai galima pervesti savo lęšas į mažesnę palūkanų normą turinčius skolos vertybinius popierius. Tuo tarpu ilgalaikių obligacijų savininkai ir toliau tenkinsis periodinėmis didesniu pelningumu pagrįstomis palūkanomis. (Obi, 1999, p. 130)

➤ *Priešlaikinio išpirkimo rizika*. Paprastai skolos vertybiniai popieriai būna išperkami prieš laiką, kai krenta palūkanų norma. Tada investuotojai atsiima pinigus ir investuoja juos žemesne palūkanų norma. Išpirkimas prieš laiką yra naudingas emitentui, tačiau tai nėra naudinga investuotojui. Priešlaikinio išpirkimo rizika gali būti eliminuojama investuojant į neatšaukiamas obligacijas. (Yahoo finance [interaktyvus])

➤ *Įsipareigojimų nevykdymo rizika*. Tai rizika, jog investuotojas atęjus laikui neišgalės sumokėti palūkanų ar nominalo. Tačiau ši rizika neegzistuoja Vyriausybės leidžiamiems vertybiniams popieriams. (Investopedia Dictionary [interaktyvus])

➤ *Infliacijos rizika*. Kadangi pinigų gavimai iš skolos vertybinių popierių būna pastovūs, tai infliacija gali sumažinti jų tikrąją vertę. (Kancerevyčius, 2003, p.451)

➤ *Likvidumo rizika* – tai rizika, susijusi su negalėjimu parduoti investicinių instrumentų už grynus pinigus reikiamu momentu ir už priimtina kaina. (Norvaišienė, 2004, p. 32)

Kompanija gali prarasti savo likvidumą, kai krenta jos kredito reitingai, atsiranda nenumatytų išlaidų įmonėje. (Riskglossary [*interaktyvus*])

➤ *Investicinė rizika* suprantama kaip galimybė, kad investicijų vertė gali nuvertėti. Ši rizika atsiranda dėl informacijos trūkumo, neteisingo informacijos pateikimo apie įmonę, į kurią investuojama. (Bank One [*interaktyvus*])

Kuo didesnė rizika, tuo didesnis reikalaujamas pelningumas. Tad investuotojas turi kuo daugiau uždirbti iš kupono, arba jis gali įsigyti skolos vertybinius su nuolaida. (Kancerevyčius, 2003, p. 451)

Skolos vertybinių popierių kokybę pagal kreditinę riziką vertina specialios agentūros. Jos priskiria šalies ar įmonės vertybinius popierius tam tikrai vertybinių popierių kategorijai pagal palūkanų ir išpirkimo kainos išmokėjimo patikimumo laipsnį. Tokia operacija vadinama reitingavimu. (Norvaišienė, 2004, p. 79)

Stambiausios obligacijų reitingus nustatančios agentūros - „Standardt & Poor‘s“ ir „Moody‘s“. Šios agentūros yra vienos pagrindinių, vertinančių JAV bei Europos valstybių obligacijas. Lietuvoje jos taip pat yra pagrindinės. Nurodytos agentūros skolos vertybinius popierius priskiria vienai iš devynių kategorijų: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C („Standardt & Poor‘s“) ir Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C („Moody‘s“). Šių dviejų agentūrų reitingai lyginami ir jų bruožai pateikiami 1 priede. (Dzikevičius, [*interaktyvus*])

Vertybinių popierių priskyrimas vienai ar kitai kategorijai nėra tiksliai ir griežtai reglamentuotas. Aukščiausia kategorija pagal obligacijų kokybę yra AAA „Standardt & Poors“ sistemoje bei Aaa „Moody‘s“ sistemoje. Žemiausia – C. Šiai kategorijai priklauso obligacijos, pagal kurias palūkanos neišmokamos. (Dzikevičius, [*interaktyvus*])

Reitingavimo agentūrų yra taip pat įsikūrusių ir Europoje. Didžiojoje Britanijoje obligacijų reitingu užsiima firma „Extel. Statistical Service“. Ši agentūra obligacijas, išleistas D. Britanijoje, pagal patikimumo laipsnį yra priskiriama vienai iš penkių kategorijų: nuo A iki E. Tos pačios kategorijos taikomos ir vertinant pačių kompanijų ir korporacijų, išleidžiančių obligacijas patikimumą. (Dzikevičius, [*interaktyvus*])

2. LIETUVOS SKOLOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS POKYČIAI

Lietuvoje skolos vertybinių popierių pagrindinis emitentas yra Vyriausybė. Įmonių išleidžiamos obligacijos turi santykinai trumpą gyvavimo laikotarpį, taip pat analizuojamuoju laikotarpiu sudarė pakankamai nedidelę rinkos dalį.

Vyriausybės vertybiniai popieriai Lietuvoje pradėti platinti 1994 m. Pradžioje Lietuvos Vyriausybė leido tik vieno ir trijų mėnesių išdo vekselius. 1995 m. pasirodė pirmieji šešių mėnesių ir vienu metų Vyriausybės vertybiniai popieriai. 1995 m. gruodžio mėn. Lietuvos Respublikos Vyriausybė pirmą kartą įžengė į tarptautinę paskolų rinką, kurioje JAV doleriais išplatino dvejų metų trukmės obligacijas, mokant 10 proc. metinių palūkanų. Lietuvos rinkoje obligacijos buvo pradėtos leisti ir platinti 1996 m. 1999 – 2003 m. buvo leidžiami Vyriausybės taupymo lakštai.

Ši darbo dalis pradama nuo investuotojų struktūros analizės, jos pokyčių. Toliau analizuojamos išdo vekselių, obligacijų bei taupymo lakštų emisijos, trukmės bei pelningumų pokyčiai nuo jų leidimo pradžios iki 2006 m.

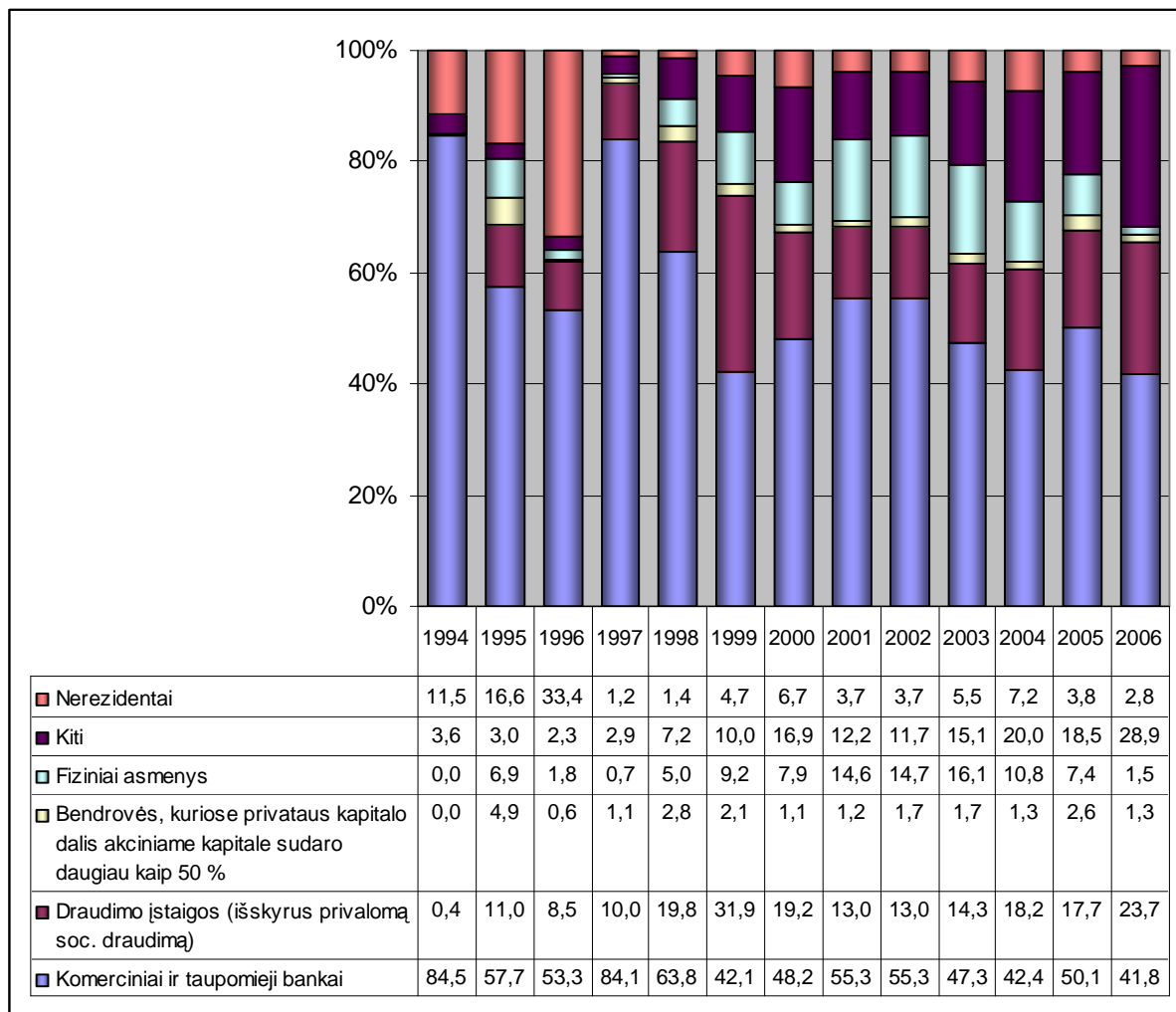
Šis darbo skyrius rengiamas remiantis Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinėmis apžvalgomis 1999 – 2006 m.

2.1. Investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūros pokyčiai

Pradedant analizuoti skolos vertybinių popierių rinką Lietuvoje, visų pirma reikėtų apžvelgti investuotojų struktūrą, bei jos pokyčius per visą skolos vertybinių popierių rinkos gyvavimo istoriją. Bendrąją prasmę galima skirti rezidentus bei nerezidentus, investuojančius į skolos vertybinius popierius.

Detali investuotojų struktūra pavaizduota 3 paveiksle. Užsienio investuotojai per analizuojamąjį laikotarpį vidutiniškai sudarė 7,9 proc. visų investuotojų. Pirmaisiais rinkos gyvavimo metais stebimas didėjantis nerezidentų susidomėjimas šalies skolos vertybinių popierių rinka. Šių investuotojų dalis 1994 m. sudarė 11,5 proc., o 1996 m. jau net 33,4 proc. Tai, kad nerezidentai 1996 m. sudarė net trečdalį visų investuotojų, leidžia teigti, jog Lietuvoje leidžiami skolos vertybiniai popieriai buvo patrauklūs užsienio investuotojams. 1997 m. užsienio investuotojų įsigyjamų vertybinių popierių dalis sudarė tik 1,2 proc. visų apyvartoje esančių Vyriausybės vertybinių popierių. Iš dalies tai būtų galima paaiškinti sumažėjusiomis palūkanų normomis, dėl ko ir patys vyriausybės vertybiniai popieriai tapo mažiau patrauklūs užsienio investuotojams. 1997 – 2006 m. užsienio investuotojai, kaip matyti iš 3 paveikslo, sudarė tik nedidelę dalį visų investuotojų – apie 4,1 proc.

Tarp šalies investuotojų, didžiausią dalį vyriausybės vertybinių popierių įsigyja šalies komerciniai ir taupomieji bankai – vidutiniškai 55,8 proc. Tačiau kaip matyti, nuo 1997 m. (84,1 proc.) bankų įsigyjami vyriausybės vertybiniai popieriai sudaro vis mažesnę dalį, o 2006 m. sudarė jau tik 41,8 proc. Tarp investuotojų taip pat būtų galima išskirti draudimo įstaigas, kurios per analizuojamą laikotarpį laikė vidutiniškai 15,4 proc. vyriausybės vertybinių popierių.



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas ir Lietuvos Vertybinių popierių komisijos 1999-2006 m. ataskaitas [interaktyvus]

3 pav. Investuotojai į apyvartoje esančius vyriausybės vertybinius popierius (% nuo nominalios vertės)

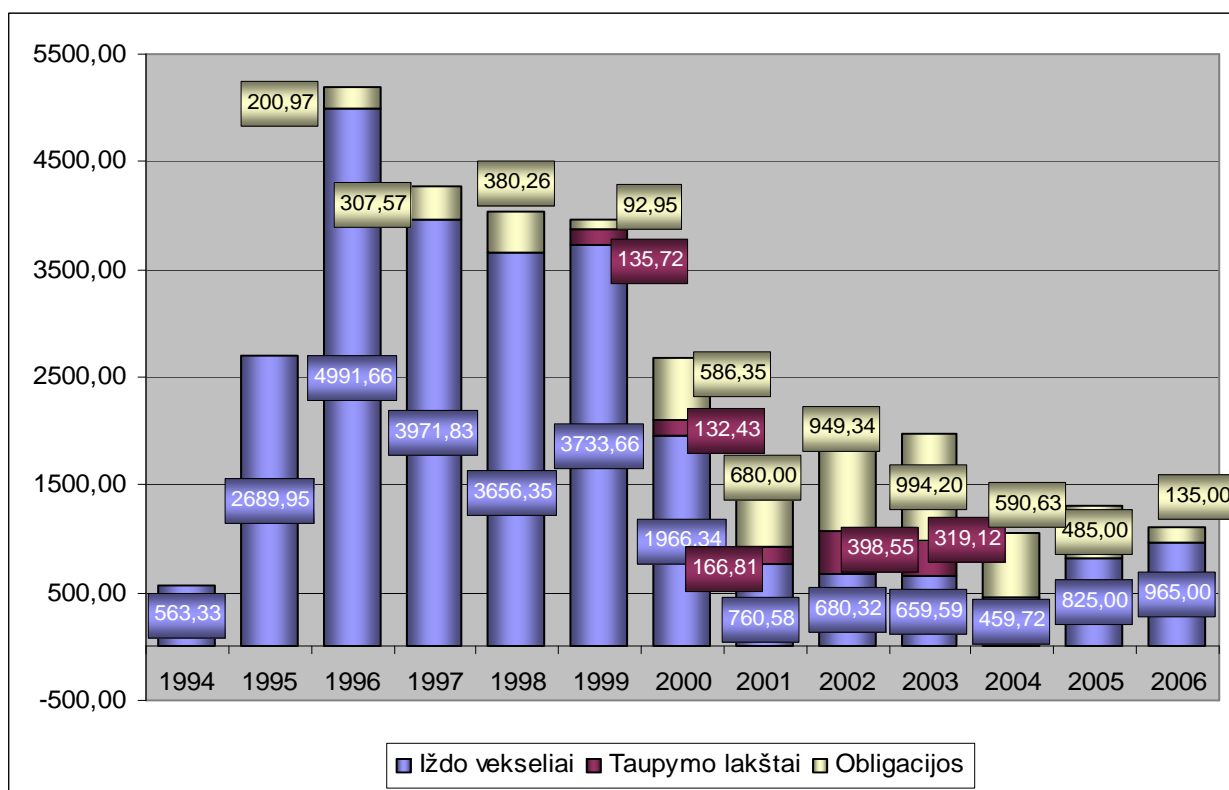
Taip pat reiktų aptarti vieną iš mažiausių investuotojų grupių – tai fiziniai asmenys. Itin padidėjusi jų dalis stebima 1999 – 2003 m., kuomet buvo leidžiami vyriausybės taupymo lakštai. Tuomet jų dalis bendrame investuotojų skaičiuje siekė 12,5 proc. Nutraukus jų leidimą, fizinių asmenų

išigyjamų skolos vertybinių popierių dalis ėmė mažėti: 2004 m. jie sudarė 10,8 proc. visų investuotojų, 2005 m. – 7,4 proc., o 2006 m. jau tik 1,5 proc. visų investuotojų.

Taigi, nutraukus taupymo lakštų leidimą, fiziniai asmenys vis dar domėjosi į investavimą į skolos vertybinius popierius, tačiau kasmet šis susidomėjimas vis mažėjo. Tai galėjo būti tiek ekonominės situacijos šalyje pasekmė, tiek pakankamai mažos investavimo galimybės fiziniams asmenims.

2.2. Skolos vertybinių popierių rinkos pokyčiai Lietuvoje

Kaip jau minėta, Lietuvos Respublikos Vyriausybė emituoja obligacijas, taupymo lakštus ir išdo vekselius. 1994-2006 m. keitėsi šių vertybinių popierių emisijų skaičius, bei jų lyginamoji dalis bendrame valstybės išleidžiamų vertybinių popierių kiekyje.



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas [interaktyvus]

4 pav. Išleista vyriausybės vertybinių popierių (nominalia verte) mln. Lt

Kaip matyti iš 4 paveikslo, skolos vertybinių popierių rinkos istorija Lietuvoje prasidėjo nuo išdo vekselių išleidimo 1994 m. Tais metais iš viso buvo išleista išdo vekselių už 563,33 mln. Lt. Tai buvo 1 mėnesio (67,93 proc.) ir 3 mėnesių (32,07 proc.) trukmės išdo vekseliai. Iki 1996 m. stebimas labai didelis išdo vekselių išpopuliarėjimas. 1996 m. išdo vekselių buvo išleista jau už 4991,66 mln. Lt.

Iki 2000 m. Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje dominamo išdo vekseliai, iš ko galima daryti išvadą, jog trumpalaikės investicijos buvo patrauklios investuotojams, o Vyriausybė tokiu būdu priimtinomis sąlygomis galėjo pasiskolinti vidaus rinkoje.

Pirmoji obligacijų emisija išleista 1996 m. Iki 1999 m. obligacijos užėmė pakankamai nedidelę rinkos dalį (vidutiniškai 5,7 proc.). Nuo 2000 m. obligacijų dalis bendroje apyvartoje ėmė didėti ir 2004 m. sudarė net 56,23 proc. visų Vyriausybės išleidžiamų vertybinių popierių. Taigi, galima sakyti, jog 2000 – 2004 m. skolindamasi valstybė pirmenybę teikė ilgalaikėms paskoloms, o investuotojai noriai investavo į ilgalaikius instrumentus – vyriausybines obligacijas. 2006 m. obligacijų dalis bendroje Vyriausybės vertybinių popierių apyvartoje vėl krito – iki 12,27 proc. Priežastis, įtakojusias tokius obligacijų dalies bendroje apyvartoje pasikeitimus paanalizuosiu tolimesnėje šio darbo dalyje.

Pirmoji taupymo lakštų emisija išleista 1999 m. ir, kaip minėta, ši skolinimosi priemonė buvo leidžiama iki 2003 m. Tai skolinimosi priemonė skirta fiziniams investuotojams. Taigi, nors taupymo lakštų lyginamoji dalis bendroje vyriausybės vertybinių popierių apyvartoje buvo santykinai nedidelė, vis dėl to, galima teigti, jog ši investavimo priemonė buvo itin patraukli fiziniams investuotojams. Pirmaisiais gyvavimo metais (1999 m.) taupymo lakštai sudarė 3,43 visų apyvartoje esančių vyriausybės vertybinių popierių. Įdomu yra tai, jog šiais metais Vyriausybės išleisti taupymo lakštai 1,08 proc. viršijo išleistų obligacijų kiekį. Obligacijų buvo išleista už 92,95 mln. Lt., o taupymo lakštų už 135,72 mln. Lt. Tai rodo, jog tiek vyriausybei, tiek investuotojams ši priemonė buvo itin patraukli. Taupymo lakštų populiarumas vis augo. Jų lyginamoji dalis atitinkamai sudarė: 2000 m. – 4,93 proc., 2001 m. – 10,38 proc., 2002 m. – 19,65 proc., ir 2003 m. – 16,18 proc.

Vis tik, žvelgiant į Vyriausybės išleidžiamų vertybinių popierių struktūrą 1994 – 2006 m. galima daryti išvadą, jog Vyriausybė mieliau skolinasi trumpam laikotarpiui, nes vyriausybės išleidžiami išdo vekseliai sudaro didžiausią Vyriausybės leidžiamų vertybinių popierių dalį.

2.2.1 Vyriausybės bei įmonių obligacijų emisijos, jų trukmių bei pelningumų pokyčiai

Pirmoji obligacijų emisija Lietuvoje išleista 1996 m. Lietuvos Respublikos Vyriausybė 1996 m. rugsėjo 12 d. išleido nutarimą „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių emisijos Nr. 61001 bankams restruktūrizuoti išleidimo“, kuriuo nutarė išleisti Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių (obligacijų) emisiją Nr. 61001. ši emisija buvo skirta tokioms priemonėms finansuoti:

1. Iki 1000 mln. Lt. – bankų, kurių aktyvai viršija 400 mln. litų, neveiksniams aktyvams restruktūrizuoti ir (arba) kapitalui atkurti;

2. Akcinės bendrovės Turto banko akciniam kapitalui formuoti, iki šis bankas pasieks nuo 5 iki 10 procentų kapitalo pakankamumo normatyvą.

Šios emisijos nominali vertė sudarė 618,699,00 Lt., o vienos obligacijos nominali vertė – 1000 Lt. Obligacijų galiojimo trukmė – 10 metų. Nustatytos kintamos palūkanos, kurios skaičiuojamos ir mokamos kas mėnesį.

1997 metais apyvartoje pasirodė trumpesnės trukmės – 5 metų obligacijos. Pagal 1997 m. gegužės 28 d. nutarimą „Dėl akcinės bendrovės Lietuvos akcinio inovacinio banko prievolių banko kreditoriams įvykdymo ir banko likvidavimo“ Finansų ministerijai buvo pavesta „išleisti iki 400 mln. litų Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių, kurie bus naudojami įvykdyti prievolėms Lietuvos akcinio inovacinio banko kreditoriams, turintiems valstybės garantijas pagal Lietuvos Respublikos akcinės bendrovės Lietuvos akcinio inovacinio banko prievolių įvykdymo banko kreditoriams bei jo turto perėmimo įstatymą“.

Pagal šį nutarimą išleistos dvi obligacijų emisijos:

- Emisija Nr.60501, skirta atsiskaityti su kreditoriais - fiziniais asmenimis. Šios emisijos nominali vertė 87608,3 tūkst.lt., trukmė – 5 metai.
- Emisija Nr.61002, skirtą atsiskaityti su kreditoriais - juridiniais asmenimis ir įmonėmis, neturinčiomis juridinio asmens teisių. Šis emisijos nominali vertė 219960,3 tūkst. Lt., trukmė 10 metų.

Abiejų emisijų obligacijų nominali vertė – 1 Lt. Šių obligacijų išskirtinis bruožas yra tas, kad palūkanos už šias obligacijas neskaičiuojamos ir nemokamos.

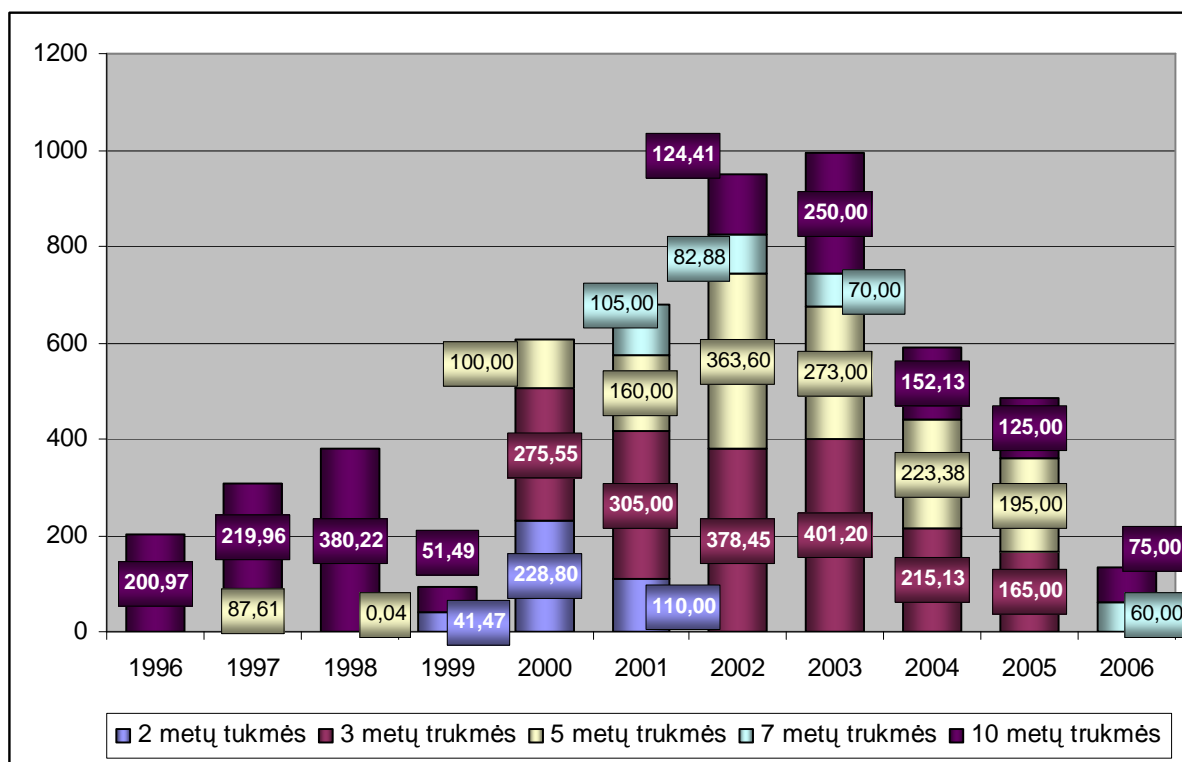
2 metų trukmės obligacijos, kaip matyti iš 5 paveikslo, pradėtos leisti 1999 m. Finansų ministerija 1999 m. paskelbė 91 Vyriausybės vertybinių popierių aukcioną. Tarp šių aukcionų 4 buvo skirti 2 metų trukmės obligacijoms išparduoti. Pirmasis dviejų metų trukmės obligacijų aukcionas įvyko 1999 m. vasario 1 d. Ir šio aukciono metu buvo išplatinta 20 mln. Lt nominalios vertės obligacijų, kurių atkarpos dydis buvo 12,9 proc. Dviejų metų trukmės obligacijų debiutas rinkoje buvo laikomas gana sėkmingu, kadangi paklausa daugiau kaip du kartus viršijo pasiūlą.

2000 m. Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje pasirodė naujos trukmės – 3 metų laikotarpio vyriausybės obligacijos. Pirmasis jų aukcionas įvyko 2000 m. kovo 28 d., o jo metu buvo parduota 20 mln. Lt nominalios vertės obligacijų, kurių atkarpos dydis buvo 11,6 proc. Šių obligacijų pasirodymas rinkoje taip pat buvo sėkmingas, nes paklausa daugiau kaip tris kartus viršijo Finansų ministerijos pasiūlytą 20 mln. Lt emisijos apimtį.

2001 m. pirmą kartą Lietuvos rinkoje pasirodė septynerių metų trukmės obligacijos. Taip pat pirmą kartą buvo išleistos 5 metų obligacijos, už kurias buvo mokamos palūkanos. Pirmasis šių

penkerių metų trukmės obligacijų aukcionas, įvykęs 2001 m. gegužės 28 d., taip pat laikomas sėkmingu, nes paklausa 2,5 karto viršijęs pasiūlą. Aukščiausia vidutinė metinė penkerių metų trukmės obligacijų palūkanų norma buvo nustatyta pirmojo aukciono metu ir sudarė 7,95 proc., vėliau ji nuolat mažėjo ir paskutiniame šios trukmės obligacijų aukcione pasiekė žemiausią jos ribą – 6,14 proc.

2001 m. kovo 12 d. įvyko pirmasis septynerių metų trukmės obligacijų aukcionas, kurio metu šių obligacijų paklausa net 4,3 karto viršijo Finansų ministerijos pasiūlytą emisijos apimtį. Aukščiausia vidutinė metinė septynerių metų trukmės obligacijų palūkanų norma buvo nustatyta pirmojo aukciono metu ir sudarė 8,69 proc., vėliau ji mažėjo ir pasiekė 6,277 proc. lygį. Per metus septynerių metų trukmės obligacijų paklausa viršijo pasiūlą vidutiniškai 2,4 karto.



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas [interaktyvus]

5 pav. Išleista obligacijų (nominalia verte) mln. Lt

2002 m. pirmą kartą vidaus rinkoje buvo išplatintos 10 metų trukmės obligacijos, už kurias buvo mokamos palūkanos. Kaip jau minėta, prieš tai išleistos tokios trukmės obligacijos buvo skirtos bankų restruktūrizavimui. Pirmasis jų aukcionas įvyko 2002 m. kovo 18 d. Investuotojai rodė didelį susidomėjimą šiomis obligacijomis. Aukščiausia vidutinė 10 metų trukmės obligacijų palūkanų norma

buvo nustatyta pirmojo aukciono metu ir sudarė 6,150 proc., o paskutiniame aukcione palūkanos pasiekė žemiausią ribą – 5,871 proc.

Kaip matyti iš 5 paveikslo, bendra obligacijų apyvarta nuo pirmo jų išleidimo 1996 m. iki 2003 m. pastoviai augo. 1996 m. bendra išleistų obligacijų nominali vertė siekė 200,97 mln. Lt., o 2003 m. jau 949,34 mln. Lt.

1996 – 1999 m. didžiąją dalį išleidžiamų obligacijų sudarė 10 metų trukmės obligacijos. Pirmajai emisijai, kaip minėta, buvo nustatytos kintamos palūkanų normos, 1997 m. ir 1998 m. išleistoms obligacijoms palūkanos apylamai nebuvo mokamos. 1999 m. išleistų naujų 2 metų trukmės obligacijų vidutinė palūkanų norma 14,67 proc. Tačiau kalbėti apie vidutines šio laikotarpio palūkanų normas ir jas lyginti būtų nelogiška ir sunku, kadangi tik 1999 m. išleistoms 2 metų trukmės obligacijoms buvo nustatyta palūkanų norma. Analizuojamojo laikotarpio obligacijų palūkanų normų kitimas pateikiamas 2 priede.

2000 m. – 2003 m. periodą galima pavadinti įvairiausių trukmių išleidžiamų obligacijų periodu. Šiuo laikotarpiu buvo leidžiamos 2, 3, 5, 7 bei 10 metų trukmės obligacijos. Vidutinė šio laikotarpio palūkanų norma siekė 6,52 proc. 10 metų trukmės obligacijų emisija šiais metais buvo leidžiama siekiant padidinti ilgalaikių vyriausybės vertybinių popierių likvidumą. Šios emisijos dydis metų pabaigoje sudarė 250 mln. Lt. Emisija buvo platinama per kelis aukcionus ir vidutinės jos palūkanos siekė 5,27 proc. Vidutinės šio laikotarpio 2 metų trukmės vyriausybės obligacijų palūkanų normos siekė 10,1 proc., 3 metų trukmės – 6,72 proc., 5 metų trukmės – 5,86 proc., ir 7 metų trukmės – 5,76 proc. Visų šių obligacijų palūkanų normos turėjo tendenciją mažėti.

Kaip matyti iš 5 paveikslo, 2004 – 2006 m. stebimas bendras skolos vertybinių popierių skaičiaus mažėjimas. 2004 m. visų išleistų obligacijų nominali vertė siekė 590,64 mln. Lt, ir nuo 2003 m. sumažėjo 403,56 mln. Lt. 2005 m. obligacijų išleista už 485,00 mln. Lt ir 2006 m. – tik už 135,00 mln. Lt. 2004 ir 2005 m. daugiausia buvo išleidžiama 3 ir 5 metų trukmės obligacijų, o 2006 m. leidžiamos tik 7 ir 10 metų trukmės obligacijos. Vidutinės šio laikotarpio palūkanų normos siekė 3,56 proc.: 3 metų trukmės – 3,16 proc., 5 metų trukmės – 3,27 proc., 7 metų trukmės – 4,07 proc.

Taigi, analizuojamuoju laikotarpiu didėjo išleidžiamų obligacijų įvairumas, ilgėjo obligacijų trukmė, mažėjo už jas mokamų palūkanų normos.

Kaip jau minėta anksčiau, obligacijas Lietuvoje leidžia ne tik Vyriausybė, bet ir įmonės. Iki 1997 m. Lietuvoje įmonės praktiškai nesinaudojo pasaulyje itin populiariu apyvartinių lėšų pritraukimo būdu – įmonių obligacijų leidimu. 1997 m. ir 1998 m. didžiosios bendrovės, tokios kaip AB „Mažeikių nafta“, AB „Lietuvos energija“, buvo išleidusios keletą obligacijų emisijų. Šios obligacijos buvo nominuotos JAV doleriais ir skirtos platinti užsienyje. Lietuvos vertybinių popierių rinkoje 1998 m.

buvo išplatintos dviejų įmonių obligacijų emisijos už 0,5 mln. litų. 1999 m. Lietuvos rinkoje buvo išplatintos dar dviejų bendrovių (AB „Vilniaus baldų kombinatas“ ir AB „Vilniaus bankas“) obligacijų emisijos ir pritraukta jau 8 mln. lt. 1999 m. buvo platinta dar viena obligacijų emisija (AB „Endokrininiai preparatai“), tačiau ši emisija nebuvo išplatinta. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2002 (1) [*interaktyvus*])

Per 2000 metus buvo užregistruotos devynios įmonių obligacijų emisijos, kurias įregistravo penkios akcinės bendrovės. Išplatintų obligacijų vertė siekė 324,0 mln. lt. Iš devynių išleistų obligacijų emisijų, šešios buvo platinamos Lietuvos rinkoje. 2000 m. obligacijas platino šios bendrovės: AB „Lietuvos energija“, AB „Lietuvos telekomas“, AB „Lietuvos dujos“, AB „Lithun“, AB FMĮ „Finasta“. Daugiausią išleistų obligacijų buvo leidžiama ilgesniam nei vienerių metų terminui, o palūkanų normos siekė 7-12 proc. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2002 (2) [*interaktyvus*])

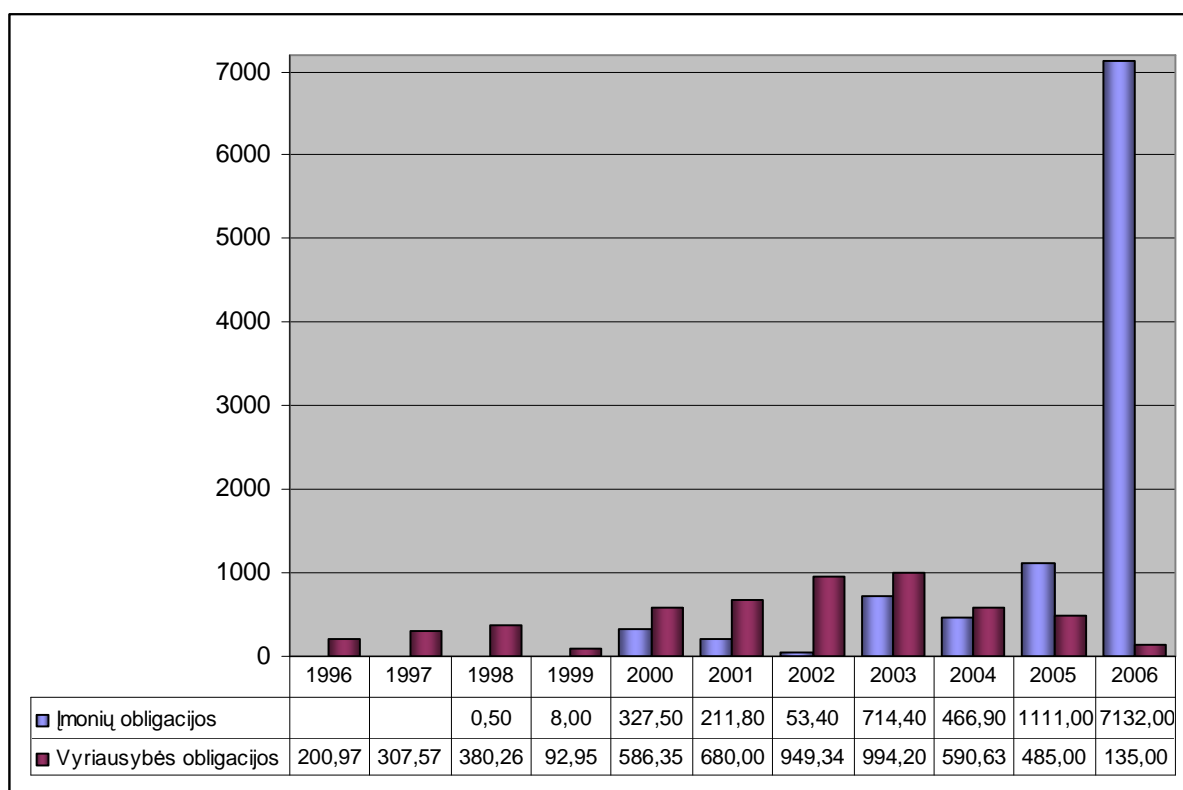
Per 2001 m. buvo įregistruotos 9 įmonių obligacijų emisijos. Bendra jų nominali vertė siekė 211,8 mln. lt. Tik viena iš šių emisijų (AB FMĮ „Finasta“ obligacijos) buvo skirta viešajai antrinei apyvartai ir įtraukta į NVPB Nelistinguojamų vertybinių popierių prekybos sąrašą. Reiktų paminėti tai, kad beveik 60 proc. išplatintų obligacijų įsigijo Lietuvos investuotojai. Įmonių obligacijų palūkanų normos krito iki 6,7-8 proc. Lietuvos įmonių leidžiamų obligacijų pelningumo sumažėjimą lėmė Vyriausybės vertybinių popierių palūkanų normų sumažėjimas. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2002 (3) [*interaktyvus*])

2002 m. obligacijų, kaip kapitalo pritraukimo būdo, populiarumas sumažėjo. Šį būdą pasirinko tik trys akcinės bendrovės: AB FMĮ „Finasta“, AB „Lietuvos dujos“ (išplatino 2 emisijas). Pirmą kartą buvo bandyta į viešąją apyvartą išleisti obligacijas, padengtas nekilnojamojo turto įkeitimu. Tačiau šis, neseniai įsikūrusios ir rinkoje mažai žinomos AB „Baltic property trust“ bandymas nebuvo sėkmingas – emisija liko neišplatinta. Visų keturių išplatintų obligacijų nominali vertė siekė tik 53,4 mln. lt, vidutinės palūkanos 5,25 – 6,25 proc. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2003 [*interaktyvus*])

2003 m. išleistų 6 įmonių obligacijų emisijų nominali vertė siekė 714,395 lt. Pirmąsias savo obligacijas 2003 m. išplatino du bankai – AB bankas „NORD/LB Lietuva“ užsienyje išplatino 3 metų trukmės 50 mln. eurų vertės eurų pareikštinių obligacijų emisiją, o 2002 m. įsteigtas AB „VB Būsto kreditų ir obligacijų bankas“ išleido net dvi viešajai apyvartai skirtas vardinių obligacijų emisijas. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2004 [*interaktyvus*])

2004 m. suaktyvėjo šalies bendrovių skolos vertybinių popierių rinka. Per šiuos metus buvo išplatintos 9 obligacijų emisijos, kurių metų išleistų obligacijų bendra nominali vertė siekė 466,9 mln. lt. AB Vilniaus bankas išplatino trejų metų trukmės vardinių su akcijomis susietų obligacijų emisiją. Tai buvo naujas produktas, kurio pelningumas lygiomis dalimis priklausė nuo trijų pasaulinių akcijų

indeksų (JAV S&P 500, Europos Dow Jones EURO STOXX 50 ir Japonijos Nikkei 225). 2004 m. taip pat pirmą kartą išleisti skolos vertybiniai popieriai, kurių išpirkimas užtikrintas šiuos vertybinius popierius išleidusios kredito įstaigos reikalavimo teisių pagal hipotekinius kreditus įkeitimu. Šiuos vertybinius popierius – hipotekines obligacijas – gali leisti tik kredito įstaigos, ir pirmasis tokia galimybe pasinaudojo AB bankas „NORD/LB Lietuva“, išplatindamas 50 mln. litų nominalios vertės trejų metų trukmės hipotekines obligacijas. Pirmą kartą Vertybinių popierių komisijoje įregistruota ir užsienio emitento „Baltic Property Trust A/S“ (Danija) trejų metų trukmės vardinių obligacijų emisija, skirta viešajai apyvartai Lietuvoje. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2005 [*interaktyvus*])



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas ir Lietuvos Vertybinių popierių komisijos 1999-2006 m. ataskaitas [*interaktyvus*]

6 pav. Išleista įmonių ir Vyriausybės obligacijų nominalia verte 1996 – 2006 m.

2005 m. įmonių skolos vertybinių popierių rinka ypač suaktyvėjo. Vis drąsiau bendrovės skolinosi, išleisdamos į rinką obligacijas. 2005 m. iš viso buvo išplatintos 35 obligacijų emisijos, kurių bendra nominali vertė siekė 1,11 mlrd. Lt. Tarp šių emisijų buvo 32 bankų išleistų obligacijų emisijos, kurios sudarė apie 95,2 proc. visų lėšų. Iš viso 2005 m. obligacijas leido 10 akcinių bendrovių, iš jų 7 komerciniai bankai. Obligacijų emisijų lyderis buvo AB SEB Vilniaus bankas, kuris išleido net 22

obligacijų emisijas. Taip pat aktyviai į skolos vertybinių popierių rinką įsiliejo nauja bendrovė AB SAMPO bankas. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2006 [*interaktyvus*])

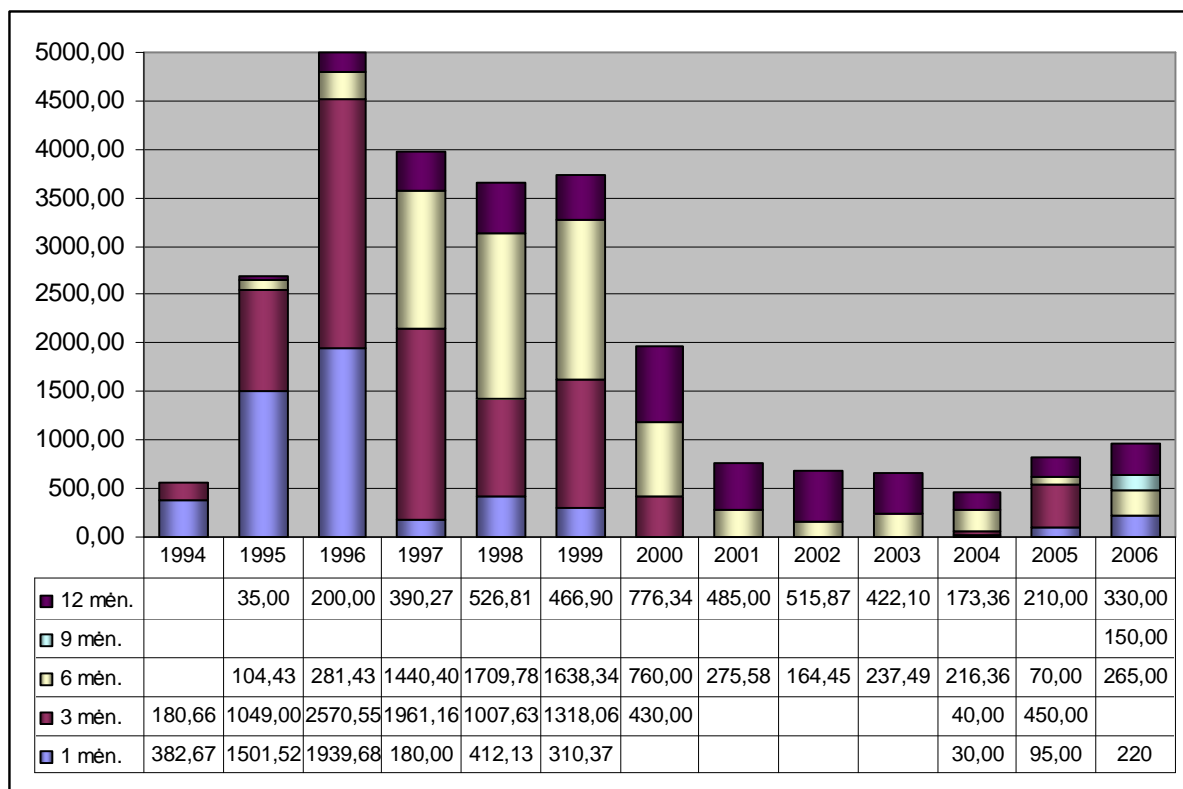
Visos 2005 m. išleistos obligacijos buvo vardinės nekonvertuojamos obligacijos, dvi emisijos buvo nominuotos eurais, likusios litais. 22 obligacijų emisijoms buvo nustatytas fiksuotas palūkanų dydis nuo 2,1 iki 4,5 proc. Kadangi per paskutiniuosius metus palūkanų norma krito, emitentams teko siūlyti naujus patrauklesnius produktus. 2005 m. komerciniai bankai pradėjo intensyviai siūlyti užsienio vertybinių popierių rinkoje jau seniai žinoma produktą – obligacijas, susietas su pasirinktais kainų indeksais. Šioms obligacijoms iš anksto nėra nustatoma palūkanų norma, o jų pelningumas priklauso nuo akcijų indekso vertės pokyčio per obligacijų galiojimo terminą. Pirmoji tokia obligacijų emisija buvo išleista 2004 m. pabaigoje, o 2005 m. šios obligacijos tapo gana populiarios tarp investuotojų. Aktyvus investuotojų domėjimasis šiuo produktu paskatino bankus išleisti 13 tokių obligacijų emisijų, 12 iš jų išleido AB SEB Vilniaus bankas ir 1 emisiją – AB „NORD/LB Lietuva“. Obligacijos buvo siejamos su pasaulyje gerai žinomais akcijų indeksais, kurie atspindi akcijų rezultatus visuose pagrindiniuose pasaulio ekonomikos regionuose. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2006 [*interaktyvus*])

2006 m. įmonių obligacijų rinka Lietuvoje dar labiau augo ir plėtėsi. Iš viso per šiuos metus buvo išplatintos 137 įmonių obligacijų emisijos, kurių bendra nominali vertė siekė 7,132 mlrd. Lt. 2006 m. išleistų obligacijų nominali vertė buvo 6,4 karto didesnė nei praėjusių metų. Kaip ir anksčiau, obligacijas aktyviausiai leido komerciniai bankai. Jų išleistų obligacijų nominali vertė siekė 7,039 mln. Lt., ir tai sudaro 98,7 proc. visų 2006 m. išplatintų obligacijų bendros nominalios vertės. (Lietuvos Vertybinių popierių komisija, 2007 [*interaktyvus*])

Taigi, per analizuojamąjį laikotarpį įmonių obligacijų palūkanų normos taip pat krito. Pirmaisiais įmonių obligacijų leidimo metais aukščiausios siūlomos palūkanos siekė 15 proc. 2000 m. palūkanų norma krito iki 7-12 proc. 2002 m. išleistų įmonių obligacijų palūkanos siekė 5,25 – 6,25 proc. Tolimesniais metais taip pat stebimas palūkanų normos mažėjimas, ir jau 2005- 2006 m. jos siekė tik 2,1 – 4,5 proc. Išsamesnę įmonių išleidžiamų obligacijų palūkanų normų kitimo analizę galima būtų atlikti tik konkrečioms įmonėms, kadangi skirtingos įmonės kartais siūlo visiškai skirtingas palūkanų normas. Tuo tarpu lyginant įmonių ir obligacijų palūkanas, galima daryti išvadą jog ne visos įmonių obligacijos pasižymi didesnėmis siūlomomis palūkanomis nei Vyriausybės obligacijos. Tai priklauso nuo konkrečios įmonės bei nuo konkrečių jų išleidžiamų obligacijų charakteristikų.

2.2.2. Pagrindinės išdo vekselių emisijos, jų trukmių bei pelningumų pokyčiai

Analizuodami išdo vekselių emisijas pagal trukmę (7 paveikslas) matome, jog iki 1996 metų rinkoje vyrauja 1 mėnesio trukmės vyriausybės išdo vekseliai. Jie sudaro 67,93 proc. visų išleidžiamų išdo vekselių, o kaip matyti iš 4 paveikslas, taip pat ir visų Vyriausybės išleidžiamų vertybinių popierių.



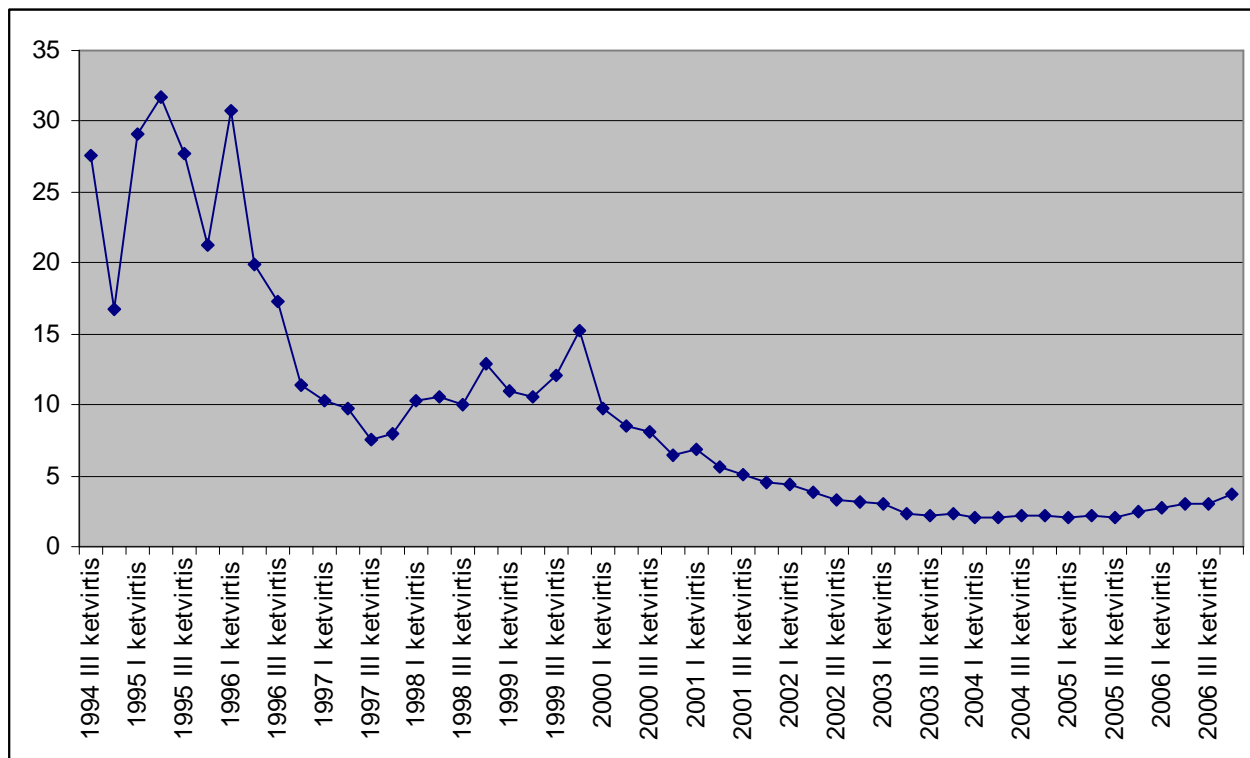
Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas [interaktyvus]

7 pav. Apyvartoje esantys išdo vekseliai pagal trukmę (mln.lt)

1995-1997 m. populiariausi tampa 3 mėnesių trukmės išdo vekseliai. 1995 m. rinkoje atsiranda nauji – 6 ir 12 mėnesių trukmės – išdo vekseliai. 6 mėn. trukmės išdo vekseliai iš pradžių turėjo nedidelį populiarumą, kas leidžia manyti, kad investuotojai mieliau rinkosi trumpesnio laikotarpio vyriausybės vertybinius popierius. Išpopuliarėjo jie nuo 1997 m. ir nuo tada užima pakankamai ženklia rinkos dalį. 12 mėn. išdo vekseliai pirmus penkerius metus pasižymėjo itin mažu populiarumu. Nuo 2000 m. investuotojai ėmė labiau linkti prie ilgesnio laikotarpio investicijų, tikėdamiesi iš to labiau pasipelninti.

2000-2003 m. laikotarpyje visiškai nebuvo išleista 1 mėnesio trukmės išdo vekselių, o 2001-2003 m. 3 mėn. trukmės išdo vekselių. Tuo metu rinkoje vyraavo 6-12 mėn. išdo vekseliai

Taigi, kaip matome, pradedant pirmąją išdo vekselių emisija, kuo toliau tuo vis ilgėjo išdo vekselių trukmė. Tiek valstybė mieliau rinkosi ilgesnės trukmės skolinimosi priemones vidaus rinkoje, tiek investuotojai mieliau investuodavo į ilgesnės trukmės išdo vekselius.



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas [interaktyvus]

8 pav. Išdo vekselių palūkanų normų pokyčiai

Tačiau žvelgiant į išdo vekselių palūkanų pokyčius (8 paveikslas), matome jog aukščiausios už išdo vekselius siūlomos palūkanos buvo pirmaisiais jų leidimo metais. 1995 m. jos viršijo net 30 proc. Nuo 2001 m. išdo vekselių palūkanos nežymiai svyruoja 2,5 – 5 proc. ribose. Išsamesnis išdo vekselių palūkanų normų kitimas pagal jų trukmę pateikiamas 3 priede.

Taigi, per analizuojamąjį laikotarpį keitėsi, įvairėjo ir ilgėjo išleidžiamų išdo vekselių trukmė. Palūkanų normos mažėjo lygiagrečiai su siūlomomis kitų panašių finansinių instrumentų palūkanų normomis.

2.2.3 Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lakštai 1999 m. – 2003 m.

1999 m. balandžio 6 d. – gegužės 3 d. per komercinių bankų ir finansų maklerių įmonių tinklą buvo išplatinta pirmoji taupymo lakštų emisija, kurios nominali vertė sudarė 76,31 mln. lt.

Anot E. Freitako pirmosios emisijos sėkmę sąlygojo šie veiksniai:

1. Tapymo lakštų platinimo laikotarpis sutapo su eilinio rublinių indėlių atkūrimo etapo pradžia.
2. Nustatyta metinė palūkanų norma, nustatyta taupymo lakštams, buvo artima tokios pačios trukmės išdo vekselių vidutiniam pelningumui.

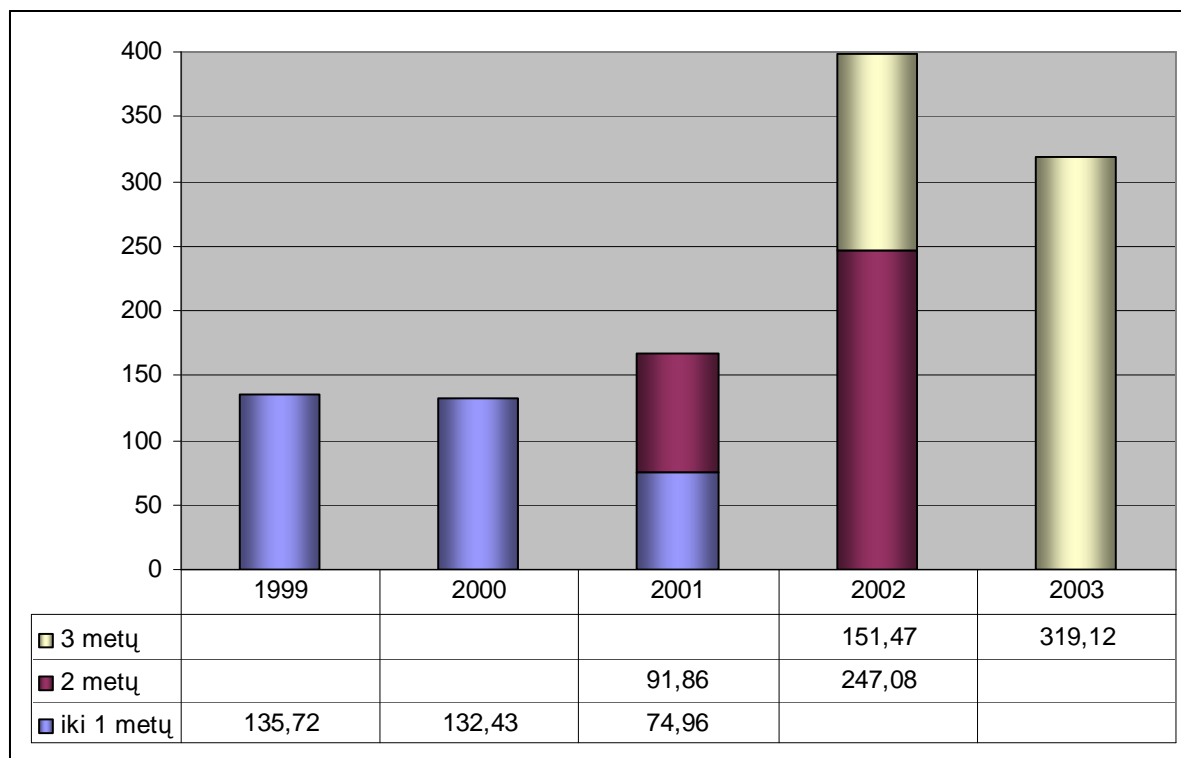
Antrosios taupymo lakštų emisijos rezultatai buvo kuklesni – pasiskolinta 13 mln. lt. Tai įtakoję šie veiksniai:

- Taupymo lakštų emisijų organizatoriai neįsitikinę naujo finansinio instrumento „rinkiškumu“. Siekiant ilginti Valstybės skolinimosi trukmę bei skolintis pigiau, buvo pakeistos taupymo lakštų emisijos sąlygos. Buvo pailginta taupymo lakštų emisijos trukmė bei sumažinta palūkanų norma. Todėl investuotojams pasidarė palankiau investuoti į pusės metų trukmės išdo vekselius ir tikėtis sėkmingai reinvestuoti lėšas po pusės metų ar investuoti į metų trukmės išdo vekselius, kurių vidutinis pelningumas tuo metu buvo didesnis.
- Taupymo lakštų paklausos mažėjimui įtakos turėjo tai, kad sumažėjo atsiimančių atkuriamus indėlius srautas, tuo pačiu sumažėjo ir fizinių asmenų disponuojamos laisvos lėšos. (Freitakas, 1999, p. 18)

Viso per šiuos metus buvo išplatinta 10 emisijų taupymo lakštų (6 ir 12 mėn. trukmės). Šių emisijų nominalioji vertė sudarė viso 13,72 mln.lt.

Per 2000 m. buvo išplatinta 13 naujų 12 mėn. trukmės taupymo lakštų emisijų, iš viso 132,43 mln. litų nominalios vertės. Kaip matyti iš 9 paveikslo, 2001 m. pirmą kartą buvo pradėti platinti dvejų metų trukmės taupymo lakštai. Per 2001 metus buvo išplatintos 7 naujos 12 mėn. trukmės taupymo lakštų emisijos ir 3 – dvejų metų trukmės taupymo lakštų emisijos. Per 2001 m. parduota 74,96 mln. litų nominalios vertės 12 mėn. trukmės taupymo lakštų ir 91,86 mln. litų nominalios vertės – 2 metų trukmės taupymo lakštų. Reiktų pažymėti, jog per 2001 m. taupymo lakštų buvo išpirktą už 123,9 mln. litų, iš kurių 4,1 mln. litų (3,3 proc.) sudarė priešlaikinis taupymo lakštų išpirkimas.

2002 m. spalio mėn. pirmą kartą buvo pradėti platinti 3 metų trukmės taupymo lakštai. Iš viso per 2002 m. buvo išplatintos 5 naujos dvejų metų trukmės taupymo lakštų emisijos ir 1 – trijų metų trukmės taupymo lakštų emisija. Per 2002 m. parduota 247,08 mln. lt nominalios vertės 2 metų trukmės taupymo lakštų ir 151,47 mln. lt nominalios vertės trijų metų trukmės taupymo lakštų. Kaip matyti iš 9 paveikslo, būtent 2002 m. ir buvo tie metai, kai buvo išplatinta daugiausia taupymo lakštų. Per 2002 m. taupymo lakštų buvo išpirkta už 95,592 mln. lt, iš kurių 13,905 mln.lt (14,55 proc.) sudarė priešlaikinis taupymo lakštų išpirkimas.

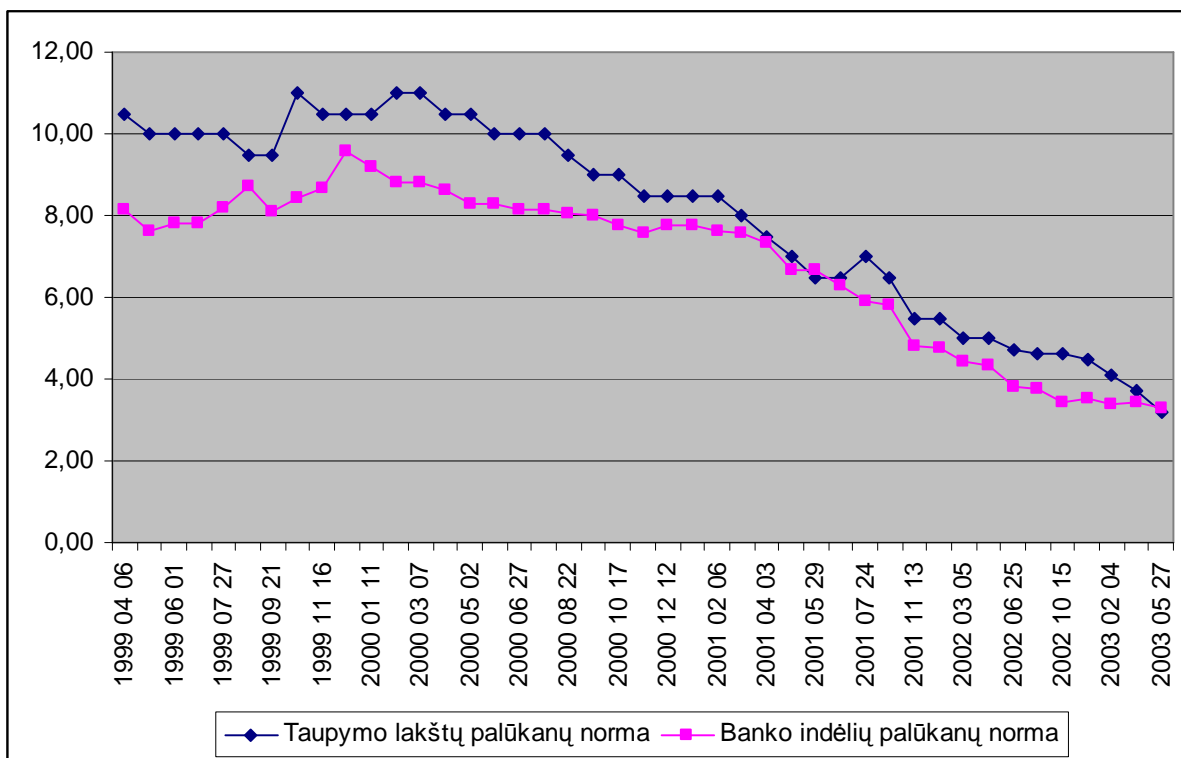


Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgą [interaktyvus]

9 pav. Išleista taupymo lakštų (nominalia verte) mln. Lt

Nuo 2003 m. pradžios iki 2003 m. birželio 21 d. (taupymo lakštų platinimo sustabdymo dienos), buvo išplatintos 4 naujos trejų metų trukmės taupymo lakštų emisijos. Per 2003 m. buvo išplatinta 319,12 mln. Lt nominalios vertės trejų metų trukmės taupymo lakštų. Nuo taupymo lakštų platinimo pradžios iš viso išplatinta 1 152,62 mln. litų nominalios vertės taupymo lakštų. Per 2003 m. valstybė išpirko taupymo lakštų už 178,4 mln. litų, iš kurių 137,01 mln. litų (76,81 proc.) sudarė priešlaikinis taupymo lakštų išpirkimas.

Taigi, Lietuvos Respublikos Vyriausybės taupymo lakštai gyvavo 5 metus. Pradžioj buvo leidžiami tik 6 ir 12 mėn. trukmės taupymo lakštai. Vėliau, keičiantis valstybės skolinimosi politikos nuostatom, terminas buvo prailgintas. 2001 m. jau atsirado 2 m. trukmės taupymo lakštai, o 2002 m. – ir 3 m. trukmės taupymo lakštai. Taupymo lakštai buvo pakankamai populiarūs valstybės skolinimosi priemone, priimtina fiziniams asmenims. Didžiausias taupymo lakštų populiarumas stebimas 2002 ir 2003 m.



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgą [interaktyvus] ir Lietuvos banko statistikos duomenis

10 pav. Taupymo lakštų ir banko indėlių metinių palūkanų normų palyginimas

10 paveiksle matome palyginimą tarp taupymo lakštų ir to paties laikotarpio banko indėlių palūkanų normų vidurkio. Kaip akivaizdžiai galime matyti, taupymo indėlių suteikiamos palūkanos visada buvo žymiai didesnės nei to paties laikotarpio temnuotųjų banko indėlių palūkanos. Tuo ir galima paaiškinti šios finansinės priemonės populiarumą fizinių asmenų tarpe.

3. LIETUVOS SKOLOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS TENDENCIJOS

Kaip matyti iš Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkos pokyčių analizės, skolos vertybiniai popieriai skirtingais laikotarpiais turėjo skirtingą populiarumą šalies ir užsienio investuotojų tarpe. Skolos vertybinių popierių rinkos tendencijas galima būtų analizuoti dviem aspektais: iš investuotojų bei iš emitento pusės. Investuotojo požiūriu, skolos vertybiniai popieriai – vienas iš investicijų instrumentų. Emitento (valstybės ar įmonių) požiūriu, skolos vertybiniai popieriai – tai galimybė padidinti savo apyvartines lėšas, pasiskolinti pageidaujama periodui.

Lietuvos skolos vertybinių popierių rinka yra veikiama tiek vidinių, tiek išorinių veiksnių. 1996 m. tiek skolos vertybinių popierių rinką, tiek visą Lietuvos vertybinių rinką paveikė Lietuvos bankų krizes padariniai. Vėliau Lietuvos rinka, kaip ir visos kitos finansinės rinkos, buvo veikiama išorinių veiksnių, tokių kaip nestabilumas pasaulio finansų rinkose, Azijos šalių finansinė ir ekonominė krizė, krizinė situacija Rusijoje bei teroro aktas JAV. Tai veikia pasaulinę vertybinių popierių rinką, kas smarkiai įtakoja Lietuvos vertybinių popierių rinką. O ši įtaka pasireiškia taip pat ir skolos vertybinių popierių rinkos pokyčiais.

Atkūrus Lietuvos Respublikos nepriklausomybę, skolos vertybinių popierių rinka ėmė funkcionuoti nuo 1994 m., išleidžiant pirmuosius Lietuvos Respublikos vyriausybės išdo vekselius. Per visą laikotarpį keitėsi ir investuotojų į šiuos vertybinius popierius struktūra. Per analizuojamąjį laikotarpį pastebima užsienio investuotojų mažėjimo ir šalies investuotojų dalies didėjimo bendrame investuotojų skaičiuje tendencija. 1996 m. užsienio investuotojai sudarė net 33,4 proc. visų investuotojų. Didelį populiarumą užsienio investuotojų tarpe galima būtų paaiškinti aukštomis tuo metu vyravusiomis palūkanų normomis – 19,8 proc. Bet kokia investicija, duodanti tokio dydžio pajamas, ir santykinai mažą riziką, yra patraukli investuotojams. Tačiau 1997 m. palūkanos smuko beveik 11 punktų – iki 8,9 proc. Į tai ypač atsižvelgė užsienio investuotojai. Jiems Lietuvos skolos vertybiniai popieriai jau nebebuvo tokie patrauklūs, ir jų dalis bendrame investuotojų skaičiuje sumažėjo iki 1,2 proc.

Kaip vieną iš problemų galima būtų išvelgti mažą fizinių asmenų susidomėjimą skolos vertybiniais popieriais. Suaktyvėję jie buvo taupymo lakštų leidimo metais – 1999 – 2003 m. Fizinių asmenų pasyvumą būtų galima paaiškinti keliomis priežastimis. Visų pirma – tai investavimo į skolos vertybinius popierius galimybių suvaržymas. Kadangi taupymo lakštai buvo skirti fiziniams investuotojams, todėl jų įsigijimo bei pardavimo galimybės buvo paprastesnės fiziniams

investuotojams. Norint įsigyti išdo vekselių ar vyriausybės obligacijų, fiziniai asmenys negali to padaryti tiesiogiai kaip tai darydavo įsigydami taupymo lakštus. Dabar jie visų pirma turi kreiptis į finansinius tarpininkus, finansų maklerių įmonės, ir tik per juos įsigyti vyriausybės vertybinių popierių. Dėl ko jie mieliau renkasi investavimą į rizikingesnius vertybinius popierius – akcijas, arba pasirenka taupymą terminuotųjų indėlių pagalba.

Dar viena tendencija, pastebėta analizuojant investuotojus į skolos vertybinius popierius Lietuvoje - komercinių ir taupomųjų bankų skaičiaus didėjimas tarp investuotojų. Jie turi palankiausias galimybes pirkti ir parduoti skolos vertybinius popierius, sekti jų pokyčius ir tendencijas. Ir jei valstybė neatsižvelgs į fizinių asmenų poreikius, panašu kad būtent bankai ir toliau išliks didžiausia investuotojų dalimi, ir ta dalis gali dar labiau didėti.

Kaip matyti iš atliktos analizės, Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje jaučiamas įmonių suaktyvėjimas leidžiant obligacijas. Taigi, kaip dar vieną Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkos tendenciją, galima būtų įvardinti vis didesnę įmonių susidomėjimą obligacijomis, kaip vienu iš alternatyvių lėšų pritraukimo būdų.

Kaip obligacijų pranašumą galima būtų įvardinti tai, kad obligacijos, skirtingai nei paskolos, gali pritraukti lėšas be jokio užstato. Todėl įmonės leidžia obligacijas kaip alternatyvą bankų paskoloms. Turėdamos alternatyvią galimybę pasiskolinti, įmonės užtikrinčiau jaučiasi derėdamosi su bankais. Taip pat įmonės, leisdamos obligacijas, gali pasirinkti įvairesnius skolintojus – ne tik bankus, bet ir įvairius investicinius fondus, draudimo bendroves, ar netgi fizinius asmenis. Pritraukiamas lėšas įmonės gali panaudoti esamiems išsipareigojimams padengti ir plėstis, ar kitiems savo poreikiams. Tai ypač aktualu bankams, kurių paskolų portfelis pastaraisiais metais auga itin sparčiais tempais. Todėl komerciniai bankai privalo ieškoti įvairesnių papildomų išteklių.

Tačiau, vis dėl to, galima pastebėti tai, kad įmonės vis dar pakankamai atsargiai skolinasi obligacijų pagalba.

Pirmas, kaip jau minėta, Lietuvos rinkoje pasirodęs skolos vertybinių popierių rinkos finansinis instrumentas – išdo vekseliai. Išdo vekselių trukmė analizuojamuoju laikotarpiu turėjo tendenciją ilgėti, o palūkanų normos, mažėti. Iš anksčiau atliktos analizės matyti, jog pradžioje šie finansiniai instrumentai buvo itin trumpo gyvavimo laikotarpio – 1 ir 3 mėnesių. Galima sakyti, jog šių skolos vertybinių popierių leidimo pradžia buvo gan vangiai. Tiek valstybė atsargiai skolinasi vidaus rinkoje, tiek investuotojai atsargiai investavo į naujus finansinius instrumentus. Tuo taip pat galima buvo paaiškinti ir tokią trumpą jų trukmę. Vis tik, ši investavimo sritis pasirodė patraukli tiek valstybei, tiek investuotojams, ir išdo vekselių leidimo apimtys smarkiai išaugo. Tuomet Vyriausybė nusprendė bandyti skolintis ilgesniam laikotarpiui – išleido 6 ir 12 mėnesių išdo vekselius. Šios naujos emisijos

nebuvo didelės, tačiau investuotojams pasirodė gana patrauklios. 2000 – 2003 m. Vyriausybė neleido 1 mėn. trukmės išdo vekselių, o 2001 – 2003 m. 3 mėn. trukmės išdo vekselių. 2006 m. rinkoje pasirodė nauji – 9 mėn. trukmės. – išdo vekseliai. Taigi, pasitvirtina tai, kad išdo vekselių trukmė turi tendenciją ilgėti. Nors ir neatsisakoma trumpos trukmės išdo vekselių, tačiau daugiau leidžiama ilgesnės trukmės išdo vekselių.

Šalies finansų analitikai pripažįsta, kad taupymo lakštai buvo saugi, ir svarbiausia pakankamai pelninga, investavimo priemonė. Už šiuos vyriausybės vertybinius popierius buvo mokamos pakankamai aukštos palūkanos, viršijančios banko indėlių palūkanų normas. Išleidžiant pirmąsias taupymo lakštų emisijas, Vyriausybė tikėjosi pritraukti lėšas, kurias gyventojai tuo metu laikė namuose. Tuo pačiu, Vyriausybė fiziniams asmenims pasiūlė naują ir patrauklią investavimo galimybę. Taip pat buvo tikėtasi pripratinti gyventojus investuoti į vertybinius popierius, nes kaip žinia, iki tol gyventojai investavo itin vangiai. 2003 m. buvo nutrauktas taupymo lakštų leidimas. Ir vyriausybė nebesvarsto galimybės šiuos vertybinius popierius išleisti kada nors ateityje. Per tą laiką pasikeitė ekonominė padėtis šalyje, pasikeitė gyventojų poreikiai ir lūkesčiai. Kaip matyti iš atliktos analizės, Vyriausybė skolinasi išleisdama ilgesnio termino obligacijas, išdo vekselius, taip pat sėkmingai skolinasi užsienio rinkose išleisdama euroobligacijas. Iš vienos pusės, tai kur kas labiau apsimoka Vyriausybei, kadangi skolinti tokiu būdu yra pigiau nei skolintis iš gyventojų. Kaip jau minėta, būtent tarptautinis valiutos fondas pasiūlė Vyriausybei nebeleisti taupymo lakštų, nes tai yra per brangus skolinimosi būdas. Vietoj to, buvo siūloma skatinti gyventojus investuoti į kitus skolos vertybinius popierius – obligacijas ir išdo vekselius.

Taigi, nutraukus taupymo lakštų emisijas, saugias investicijas vertinantiems gyventojams liko kitos investavimo alternatyvos: už parduotus taupymo lakštus gautus pinigus jie gali laikyti banko sąskaitoje terminuoto indėlio pavidalu, įsigyti Lietuvos ar užsienio valstybių obligacijų, taip pat investuoti į užsienio ir Lietuvos įmonių obligacijas, obligacijų fondus arba su akcijomis susietas obligacijas. Žiūrint valstybės požiūriu gyventojams suteikiamas toks pat patrauklus investavimo būdas, koks buvo leidžiant taupymo lakštus. Kadangi tiek obligacijų, tiek išdo vekselių turėtojai turi galimybę parduoti šiuos vertybinius popierius anksčiau nei numatytas jų išpirkimo terminas,. Taipogi, jų išpirkimą garantuoja Vyriausybė.

Vis dėl to, fiziniai asmenys ne itin noriai renkasi išdo vekselius bei obligacijas. Viena iš to priežasčių gali būti tai, jog už juos siūlomos palūkanos yra žemesnės, nei buvo siūlomos už taupymo lakštus. Taip pat, viena iš tokio fizinių asmenų neaktyvumo priežasčių gali būti ta, kad išdo vekselių ir taupymo lakštų įsigijimas yra sudėtingesnis nei sistema, buvusi sukurta taupymo lakštų platinimui. Be

to, investuotojus į skolos vertybinius popierius galima drąsiai vadinti konservatyviais investuotojais. Todėl bet kokios naujos ir rizikingesnės priemonės jiems nėra labai patrauklios.

Rinkoje šiuo metu komerciniai bankai siūlo alternatyvą taupymo ląštams. Tai su akcijomis susietos obligacijos. Savo savybėmis šios obligacijos yra artimos taupymo ląštams. Kaip teigiama AB SEB Vilniaus banko internetiniame puslapyje, už su akcijomis susietas obligacijas siūlomas tikėtinas pelningumas yra kelis kartus didesnis, nei investuojant į įprastas obligacijas ar terminuotuosius indėlius. Bankai užtikrina šių obligacijų likvidumą antrinėje rinkoje – jas bet kada galima parduoti bankui (kaina priklauso nuo rinkos sąlygų). Su akcijomis susietos obligacijos suteikia konservatyviems investuotojams galimybę netiesiogiai investuoti į akcijų rinką ir tuo pačių žinoti, kokia maksimalia suma jie rizikuoja. Bet kuriuo atveju (išlaikę obligacijas iki jų galiojimo pabaigos) investuotojas išsaugo nominalią obligacijų vertę (investuotą sumą). Kaip pliusą galima paminėti tai, jog investuotojas gali pasirinkti išsigyjamų obligacijų rizikos ir pelno santykį. Tačiau lygindami šią investiciją su taupymo ląštais, fiziniai asmenys (konservatyvūs investuotojai) gali išvelgti vieną pagrindinių šios priemonės trūkumų – leidėjas ne Lietuvos Respublikos Vyriausybė. Todėl investuotojams į skolos vertybinius popierius, kurie laikomi itin konservatyviais, ši galimybė gali pasirodyti ne itin patraukli.

Didėjant biudžeto pajamoms, valstybė turi pakankamai lėšų padengti savus įsiskolinimus ar bent jau sumažėja poreikis skolintis. Todėl sumažėja Vyriausybės vertybinių popierių išleidimas, tai lemia ir Vyriausybės vertybinių popierių apyvartos sumažėjimą. Vyriausybė daugiau leidžia skolos vertybinių popierių, siekdama finansuoti padidėjusias biudžeto išlaidas. Žinoma, tai teigiamai veikia Vyriausybės vertybinių popierių apyvartos rezultatus.

Didėjanti Vyriausybės vertybinių popierių palūkanų norma didina jų patrauklumą, tai paveikia ir Vyriausybės vertybinių popierių rinkos, investuotojų į ją aktyvumą. Didėjant valstybės vidaus ir užsienio skolai, Vyriausybė, siekdama pritraukti daugiau investicijų, privalo didinti Vyriausybės Vertybinių popierių palūkanų normą, o tai didina Vyriausybės vertybinių popierių pelningumą antrinėje rinkoje. Didėjančios indėlių palūkanų normos suaktyvina investavimą į bankų sektorių ir tokiu būdu mažina potencialias galimybes investuoti į Vyriausybės vertybinius popierius, kadangi terminuotieji indėliai ir Vyriausybės vertybiniai popieriai yra konkurencinės investavimo priemonės.

Augančios paskolų palūkanų normos taip pat mažina investuotojų į Vyriausybės vertybinius popierius aktyvumą, nes esant didelėms paskolų palūkanų normoms mažėja kredito patrauklumas bei galimybė pasiskolinti. Šis teiginys galioja tuo atveju, jei investuotojas išsigyja vertybinius popierius ne savo turimomis lėšomis, o visų pirma jas pasiskolina ir po to investuoja. Tai stabdo ekonominį augimą, kas neigiamai veikia ir Vyriausybės vertybinių popierių rinką. Ekonominis augimas teigiamai veikia Vyriausybės vertybinių popierių rinkos aktyvumą. Viena vertus, didėjant nacionalinės gamybos

apimčiai, didėja gyventojų gaunamos pajamos, kyla pragyvenimo lygis ir potencialios galimybės investuoti. Kita vertus, ekonominis augimas didina pasitikėjimą vyriausybe. Nedarbas tiesioginės investicijos ir infliacija neigiamai veikia Vyriausybės vertybinių popierių apyvartos rezultatus. Nedarbo poveikis pasireiškia tuo, kad didėjant bedarbių skaičiui, mažėja pajamos bei mažėja galimybė investuoti. Didėjant šalies išsipareigojimams, mažėja investuotojų, ypač nerezidentų, susidomėjimas Vyriausybės vertybiniais popieriais, o tai daro neigiamą įtaką Vyriausybės Vertybinių popierių antrinei rinkai. Infliacija taip pat daro neigiamą poveikį Vyriausybės vertybinių popierių aktyvumui, kadangi didėjanti infliacija mažina realią pinigų vertę bei potencialias galimybes investuoti.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Skolos vertybinių popierių rinka – tai finansinės rinkos dalis, kurioje prekiaujama skolos vertybiniais popieriais. Skolos vertybinis popierius – tai vertybinis popierius, patvirtinantis jo turėtojo teisę gauti iš jį išleidusio asmens jame nustatytais terminais jo nominaliąją vertę atitinkančią sumą, palūkanas bei kitą ekvivalentą
2. Per analizuojamąjį laikotarpį Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje cirkuliavo šie finansiniai instrumentai:
 - a. Vyriausybės bei įmonių obligacijos.
 - b. Vyriausybės išdo vekseliai.
 - c. Vyriausybės taupymo lakštai.
3. 1994 – 1996 m. užsienio investuotojų skaičius turėjo tendenciją didėti: 1994 m. jie sudarė 11,5 proc. visų investuotojų, o 1996 m. jau 33,4 proc. 1997 m. užsienio investuotojai tesudarė 1,2 proc. visų investuotojų. 1997 – 2006 m. užsienio investuotojai vidutiniškai sudarė 4,1 proc. visų investuotojų.
4. Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje pastebima komercinių bankų, kaip pagrindinių investuotojų į skolos vertybinius popierius, tendencija. 1994 – 2006 m. jie vidutiniškai sudarė 55,8 proc. visų investuotojų. Itin didelę skolos vertybinių popierių dalį jie įsigijo 1994 m. ir 1997 m. – atitinkamai 84,5 ir 84,1 proc. 1997- 2006 m. komercinių bankų dalis investuotojų skaičiuje mažėjo ir 2006 m. siekė 41,8 proc. visų investuotojų. Tačiau jie vis tiek išlieka didžiausia investuotojų dalimi. Bankai turi palankiausias galimybes pirkti ir parduoti skolos vertybinius popierius, sekti jų pokyčius ir bei atlikti tiksliausias prognozes.
5. Taip pat kaip vieną iš problemų būtų galima įvardinti – vis dar pakankamai mažą fizinių asmenų susidomėjimą skolos vertybiniais popieriais. 1994 – 2006 m. jie vidutiniškai sudarė 7,4 proc. visų investuotojų. Jų analizėje galima išskirti 1999 – 2003 m., kai buvo leidžiami taupymo lakštai ir šių investuotojų dalis sudarė 12,5 proc. 2003 – 2006 m. šių investuotojų dalis smuko iki 6,6 proc., o 2006 jau siekė tik 1,5 proc.
6. Pirmoji Vyriausybės obligacijų emisija Lietuvoje išleista 1996 m. ir buvo skirta bankų restruktūrizavimui ir buvo nustatytas 10 m. galiojimo laikotarpis. 1997 m. rinkoje pasirodė 5 metų trukmės obligacijos, 1999 metais pradėtos leisti 2 metų trukmės obligacijos. 2000 m. rinkoje pasirodė 3 metų, o 2001 m. – 7 metų trukmės obligacijos. 2002 metais rinkoje vėl pasirodė 10 metų trukmės obligacijos.

7. Įmonės obligacijas vidaus rinkoje pradėjo leisti 1998 m. Nors pastaraisiais metais sparčiai auga įmonių išleidžiamų obligacijų kiekis, tačiau galima pastebėti kad įmonės obligacijų pagalba vis dar skolinasi pakankamai atsargiai.
8. Išdo vekseliai – seniausiai Lietuvos rinkoje funkcionuojanti skolos vertybinių popierių rinkos priemonė, pradėta platinti 1994 m. Šiais metais buvo leisti 1 ir 3 mėnesių trukmės išdo vekseliai, o 1995 m. rinkoje atsirado 6 ir 12 mėn. trukmės išdo vekseliai. 2000 m. nustoti leisti 1 mėn. trukmės išdo vekseliai, o 2001 – 2003 m. neleisti ir 3 mėn. trukmės išdo vekseliai. 2006 m. rinkoje pasirodė 9 mėn. trukmės išdo vekseliai ir nebuvo išleista 3 mėn. trukmės išdo vekselių.
9. Taupymo lakštai – tai skolos vertybinių popierių rinkos priemonė, skirta fiziniams investuotojams. Jie platinti 1999 – 2003 m. 1999 – 2000 m. buvo leisti tik 1 metų trukmės taupymo lakštai. 2000 m. rinkoje atsirado 2 metų trukmės, o 2002 m. ir 3 metų trukmės taupymo lakštai. 2002 m. nustota platinti 1 metų trukmės taupymo lakštus, o 2003 m. visų taupymo lakštų leidimas buvo nutrauktas.
10. Taupymo lakštai buvo saugi, ir svarbiausia pakankamai pelninga, investavimo priemonė. Už šiuos vyriausybės vertybinius popierius buvo mokamos pakankamai aukštos palūkanos, viršijančios banko indėlių palūkanų normas. Gyventojai ypač noriai investavo i šiuos vertybinius popierius.
11. Išdo vekselių, obligacijų bei taupymo lakštų trukmė analizuojamuoju laikotarpiu turėjo tendenciją ilgėti. Tačiau tolygiai su rinkos pokyčiais, šių finansinių instrumentų palūkanos ženkliai smuko.
12. Kaip vieną iš pasiūlymų galima būtų pateikti tai, jog Vyriausybė turėtų atnaujinti taupymo lakštų ar panašių į juos skolos finansinių instrumentų leidimą. Vienu atžvilgiu, tai puiki investavimo alternatyva fiziniams asmenims. O iš kitos pusės, tai gana paprastas ir efektyvus būdas vyriausybei pritraukti šalyje esančias laisvas finansines lėšas.
13. Norint pratęsti bei praplėsti šio darbo temą, tai būtų galima daryti dviem kryptimis. Viena iš galimybių – tai detalesnė įmonių išleidžiamų obligacijų, jų pelningumų analizė. Kaip jau minėta darbe, įmonių obligacijų charakteristikos priklauso tiek nuo pačios įmonės, tiek nuo konkrečių obligacijų emisijų. Taigi, tai būtų gera galimybė gilesnei analizei. Kita galimybė – Lietuvos Vyriausybės bei įmonių obligacijos išleidžiamos ne vidaus, o užsienio rinkoms. Jų trukmės, pelningumai bei kitos charakteristikos turėtų turėti kitokias tendencijas nei šalies viduje išleidžiamos obligacijos. Tad palyginti šias tendencijas taip pat turėtų būti naudinga.

ZUMARAITĖ, Birutė. (2007) *Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkos pokyčiai ir tendencijos*. Magistro baigiamasis darbas. Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. 58 p.

SANTRAUKA

RAKTINIAI ŽODŽIAI: skolos vertybinių popierių rinka, obligacija, išdo vekselis, taupymo lakštas, rizika, pelningumas, emisija, investuotojai, pokyčiai, tendencijos.

Išsivysčiusiose šalyse vertybinių popierių rinka turi galias vystimosi tradicijas ir bendroje finansų sistemoje vaidina svarbų vaidmenį. Būtent vertybinių popierių rinka sudaro sąlygas efektyviam finansinių lėšų pasiskirstymui tarp atskirų rinkos dalyvių. Svarbų vaidmenį kiekvienos šalies finansų sistemoje vaidina skolos vertybinių popierių rinka, ypačingai vyriausybės išleidžiami skolos vertybiniai popieriai, kurių dėka rinkoje efektyviau formuojamos kreditinės lėšos. Vyriausybės išleidžiamų skolos vertybinių popierių palūkanos yra pagrindinis rodiklis, lemiantis šalyje vyraujančias skolinimo ir skolinimosi palūkanų normas. Ūkio subjektas, išleisdamas skolos vertybinius popierius, gautas lėšas gali panaudoti turto apyvartumui didinti, apyvartinėms lėšoms finansuoti.

Reikėtų paminėti tai, jog darbe bus analizuojami tik Lietuvos Vyriausybės bei įmonių skolos vertybiniai išleidžiami vidinei rinkai. Šių emitentų užsienyje leidžiami skolos vertybiniai popieriai reikalautų atskiros plačios analizės.

Šio darbo objektas – skolos vertybinių popierių rinka Lietuvoje. jos pokyčiai bei tendencijos Lietuvoje nuo pirmųjų emisijų išleidimo iki 2006 m. pabaigos.

Darbo tikslas – išanalizuoti Lietuvos skolos vertybinių popierių rinką, joje cirkuliuojančius skolos vertybinius popierius, išnagrinėti rinkos pokyčius nuo 1994 m., bei išvesti pagrindines tendencijas, vyraujančias skolos vertybinių popierių rinkoje.

Norint įgyvendinti šiuos tikslus, iškelti tokie darbo uždaviniai:

- Išnagrinėti skolos vertybinių popierių rinką, jos funkcijas bei vietą Lietuvos finansų sistemoje.
- Išskirti pagrindines obligacijų rūšis, išanalizuoti jų vertės ir pelningumo nustatymo būdus.
- Išanalizuoti išdo vekselių ir taupymo lakštų pagrindinius bruožus, investavimo į juos privalumus ir trūkumus.
- Aptarti rizikos rūšis, kurias patiria skolos vertybiniai popieriai.

- Remiantis statistikos duomenimis, išanalizuoti investuotojų į skolos vertybinius popierius struktūrą, jos pokyčius analizuojamuoju laikotarpiu.
- Išanalizuoti obligacijų, išdo vekselių bei taupymo lakštų emisijų, jų trukmės bei pelningumo pokyčius per analizuojamąjį laikotarpį.
- Vadovaujantis atlikta analize, išvesti pagrindines tendencijas, vyraujančias Lietuvos skolos vertybinių popierių rinkoje.

Darbą sudaro trys dalys. Pirmoje dalyje analizuojama skolos vertybinių popierių rinka, skolos vertybinių popierių rūšys, pagrindinės jų charakteristikos, pelningumo bei vertės nustatymo būdai. Antroje dalyje analizuojami statistiniai skolos vertybinių popierių apyvartos ir išleidimo rodikliai. Trečioje darbo dalyje pagal antroje dalyje atliktą analizę, išvedamos pagrindinės tendencijos, vyraujančios skolos vertybinių popierių rinkoje Lietuvoje.

Per analizuojamąjį laikotarpį keitėsi investuotojų struktūra, keitėsi patys išleidžiami skolos vertybiniai popieriai, jų rūšys bei kitos charakteristikos.

Iš investuotojų analizės galima teigti, jog sumažėjo užsienio investuotojų dalis bendrame investuotojų skaičiuje. Visą analizuojamąjį laikotarpį pagrindinę investuotojų dalį sudarė komerciniai ir taupomieji bankai. Kaip viena iš problemų išvesta tai, kad fiziniai asmenys sudaro pakankamai mažą investuotojų dalį.

Iždo vekseliai šalyje pradėti leisti 1994 m., obligacijos 1996 m. o taupymo lakštai leisti 1999 – 2003 m. Įmonės obligacijas vidaus rinkoje pradėjo leisti 1998 m. Obligacijų, išdo vekselių ir taupymo lakštų trukmė 1994 – 2006 m. ilgėjo, o palūkanų normos, tolygiai su rinkos pokyčiais, mažėjo.

ZUMARAITĖ, Birutė. (2007) The Tendencies Of Changes In Lithuania's Debt Security Market MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 58 p.

SUMMARY

KEYWORDS: Debt securities market, bonds, treasury bill, saving sheet, risk, yield, issue, investors, changes, tendencies.

Security market in economically strong countries has deep developing traditions and acts strong role in financial system. Debt securities market helps to allocate the financial resources between separate institutions. Also the strong role in financial system plays debts securities market, especially government bonds that help to form the lending resources effectively. Interest rate of government bonds is the main point, which turns rates of lending and borrowing. The incomes, which are gained after issuing debt securities, can be used to increase working capital, or finance the current assets.

This study is going to analyse debt securities issued by Lithuanian Government and companies, which are issued for domestic market. The debt securities that are issued for outside market can be the theme of the other study.

The object of this study is Lithuania's debt security market, their changes and tendencies since first emissions up to the year of 2006.

The ambition of this study is to traverse debt securities market, securities circulating in it, analyse the market changes since 1994 to 2006 and make the main tendencies of debt securities market in Lithuania.

To reach this ambition, these goals were set:

- Traverse debt securities market, its functions and place in Lithuania's financial system.
- To mark the main types of bond, set the main methods of evaluating and determining the profitability of the bonds.
- To set the main characteristics of treasury bills and saving sheets, find out the advantages and disadvantages of investing in them.
- To dispute the types of risk that debt securities experience.
- According to the statistical information, traverse investors in debt securities market in Lithuania, set the main changes of them.
- Traverse the main issues of bonds, treasury bills, saving sheets during the year 1994 – 2006.

➤ According made analysis, make the main tendencies of Lithuania's securities market.

The study consists of three sections. The first section is about debt securities market, types of debt securities market, main characteristics of debt securities, the methods of evaluating and determining the profitability of debt securities. The statistical information is analysed in the second section. And the main tendencies are made in the third one. .

The structure of investors has changed during the analysed period of 1994-2006. The issues of debt securities, the types of them and other characteristics also have changed.

After the made analysis we can say that the part of foreign investors declined. During the year of 1994 – 2006 the commercial banks were the main part of investors, who invested in debt securities. The problem of small part of natural persons as investors occurred.

Treasury bills were started to issue in 1994, the bond – 1996. Saving sheets were issued during the year of 1999-2003. Lithuania's companies started to issue bonds on 1998. During the period of 1994 – 2006 the terms of debt securities has the tendency to become longer, thus the interest rate of debt securities declined together with the changes in the market.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2005) Finansai ir kreditas. Vilnius: Enciklopedija. 272 p. ISBN 9986-433-35-5
2. BUCKIŪNIENĖ, Olga; MEIDŪNAS, Vitoldas; PUZINAUSKAS, Pranas. (2003) Lietuvos finansų sistema : mokomoji knyga. Vilnius: Teisinės informacijos centras. 167 p. ISBN 9955-557-26-5
3. GAIDIENĖ, Zina. (1998) Finansų valdymas. Kaunas: Pasaulio lietuvių mokslo ir švietimo centras. 125 p. ISBN 9986-418-10-0
4. KANCEREVIČIUS, Gitanas. (2003) Finansai ir investicijos. Vilnius: UAB „Biznio mašinų kompanija“ 880 p. ISBN 9955-430-38-9
5. MARTINKUS, Bronislovas, ŽILINSKAS, Vytautas. (1996) Pinigai. Vertybiniai popieriai. Bankai. Kaunas: Technologija. 261 p. ISBN 9986-13-432-3
6. MARTINKUS, Bronislovas, ŽILINSKAS, Vytautas. (1997) Ekonomikos pagrindai. Kaunas: Technologija. 710 p. ISBN 9986-13-575-3
7. MITUZIENĖ, Regina. (2005) Finansų pagrindai: mokomoji knyga. Šiauliai: Leidybos centras. 178 p. ISBN 9955-643-11-0
8. NORVAIŠIENĖ, Rasa. (2004) Įmonės investicijų valdymas. Kaunas: Technologija. 206 p. ISBN 9955-09-587-3
9. OBI, Ciril, Pat. (1999) Verslo finansų pagrindai. Kaunas. Technologija. 299p. ISBN 9986-13-605-9
10. RUTKAUSKAS, Aleksandras, Vytautas (1998) Finansų rinkos ir institucijos. Vilnius: Technika. 420 p. ISBN 9986-05-367-6
11. RUTKAUSKAS, Aleksandras, Vytautas. (2000) Finansų ir komercijos kiekybiniai modeliai. Vilnius: Technika. 504 p. ISBN 9986-05-423-0
12. VALAKEVIČIUS, Eimutis. (2001) Investicijų mokslas: vadovėlis. Kaunas: Technologija. 324 p. ISBN 9986-13-940-6
13. SUNDLING, Mattias; KAMAL, Samir. (2003) Investuotojo ABC. Vilnius: UAB „Verslo žinios“. 108 p. ISBN9955-460-06-7
14. SMALENSKAS, Gediminas. Finansai. III dalis. Vilnius: Homo Liber. 135 p. ISBN 9955-643-11-0:
15. COHEN, Marilyn, WATSON, Nick. (2000) The bond bible. New York institute of finance. 238 p. ISBN 0-7352-0138-2

16. DZIKEVIČIUS, Audrius. *Vertybiniai popieriai su fiksuotomis pajamomis*. [interaktyvus] Finansai & Investicijos. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://finansai.tripod.com/obligacijos.htm>
17. FREITAKAS, Eduardas. (1999) Taupymo laktų problemos ir perspektyvos. *Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. Nr. 1, p. 17-20 ISSN
18. PEKARSKIENĖ, Irena. (2000) Vertybinių popierių rinkos struktūra ir raidos ypatybės Lietuvoje. *Daktaro disertacijos santrauka*. Kaunas: Kauno technologijos universitetas.
19. TVARONAVIČIENĖ, Manuela; RAFAEL, Žaneta. (2004) Vertybinių popierių rinka Lietuvoje: aktyvumo įvertinimas bei pagrindinių veiksnių analizė. *Verslas: teorija ir praktika*. Vilnius: Technika. Nr. 1, V tomas, p. 10-21. ISSN 1648-0627
20. ШАРП Уильяь Ф., АЛЕКСАНДЕР Гордон Дж., БЗЙЛИ Джеффри В. (1999) ИНВЕСТИЦИИ. Москва: Инфра-М. 1030 p. ISBN 5-86225-455-2
21. Lietuvos Respublikos Seimas (1997) *Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl Lietuvos respublikos vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklių patvirtinimo“*. Nr. 1329 [interaktyvus] LR Seimo kanceliarija, Informacijos technologijų departamentas: lrs.lt. Aktuali redakcija nuo 1997 gruodžio 3 d. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=245124
22. Lietuvos Respublikos Seimas (2005) *Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl Lietuvos respublikos vyriausybės vertybinių popierių išleidimo ir apyvartos taisyklių patvirtinimo“*. Nr. 1329 [interaktyvus] LR Seimo kanceliarija, Informacijos technologijų departamentas: lrs.lt. Aktuali redakcija nuo 2005 rugpjūčio 25 d. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=261137
23. Lietuvos Respublikos Seimas (2006) *Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas. Lietuvos Respublikos civilinio kodekso patvirtinimo, įsigaliojimo ir įgyvendinimo įstatymas. Nr. VIII-1864* [interaktyvus] LR Seimo kanceliarija, Informacijos technologijų departamentas: lrs.lt. Aktuali redakcija nuo 2006 spalio 17 d. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=286643&p_query=&p_tr2=
24. BMO Investorline. (2007) *Education centre. Online investing. Glossary*. [interaktyvus] BMO InvestorLine Inc. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <https://www.bmoinvestorline.com/EducationCentre/b.html>
25. Utrade.ru: ОБЛИГАЦИИ (БОНДЫ) (2007) [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://www.utrade.ru/products/bonds.html>

26. AB Bankas „Hansabankas“ (2007) *Euroobligacijos*. [interaktyvus] „Hansabankas“ [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www.hansa.lt/fiziniamas49_51_54.html
27. Lietuvos Respublikos Seimas (1998) *Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl valstybės vidutinės trukmės skolinimosi politikos nuostatų patvirtinimo“*. Nr. 1504 [interaktyvus] LR Seimo kanceliarija, Informacijos technologijų departamentas: lrs.lt. Aktuali redakcija nuo 1998 gruodžio 24 d. iki 2002 m. sausio 12 d. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=69776
28. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija. *Vyriausybės taupymo lakštai. Dažnai užduodami klausimai*. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://www.vtl.lt/?op=load&name=faq&file=index&PHPSESSID=ad8349d1c6116a8120023461e0b61bed>
29. AB Bankas „Hansabankas“ (2007) *Lietuvos Vyriausybės Taupymo lakštai*. [interaktyvus] „Hansabankas“ [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www.hansa.lt/fiziniamas49_51_53.html
30. LIETUVOS LAISVOSIOS RINKOS INSTITUTAS. (1999) Aukštos palūkanos už vyriausybės taupymo lakštus guls ant mokesčių mokėtojų pečių. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www.lrinka.lt/index.php/meniu/spaudai/pranesimai_spaudai/aukstos_palukanos_uz_vyriausybes_taupymo_lakstus_guls_ant_mokesciu_moketoju_peciu/1109
31. AMERITRADE. *Managing the risks. The importance of diversification*. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://www.ameritrade.com/educationv2/fhtml/learning/diversification.fhtml#unsystematic>
32. YAHOO FINANCE. *Bond glossary*. [interaktyvus] „Yahoo!“ [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://bonds.yahoo.com/glossary1.html>
33. INVESTOPEDIA DICTIONARY. Default risk. [interaktyvus] Investopedia Inc. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://www.investopedia.com/terms/d/defaultrisk.asp>
34. RISKGLOSSARY. Liquidity risk. [interaktyvus] Contingency Analysis [žiūrėta 2006 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www.riskglossary.com/articles/liquidity_risk.htm
žiūrėta 2005 05 02
35. BANK ONE. Investment basics. Risk and return. [interaktyvus] [žiūrėta 2005 m. gegužės 2d.] Prieiga per internetą: <http://partners.financenter.com/bankone/learn/guides/investbasic/invrisk.fcs>

36. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(1999) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 1999 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv99lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv99lt.pdf)
37. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2000) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2000 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv00lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv00lt.pdf)
38. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2001) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2001 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv01lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv01lt.pdf)
39. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2002) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2002 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv02lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv02lt.pdf)
40. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2003) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2003 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv03lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv03lt.pdf)
41. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2004) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2004 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv04lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv04lt.pdf)
42. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2004) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2004 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą:

- [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv05lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv05lt.pdf)
43. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2005) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2005 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv05lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv05lt.pdf)
44. Lietuvos Respublikos Finansų ministerija.(2006) *Lietuvos Vyriausybės vertybinių popierių metinė apžvalga 2006 m.* [interaktyvus] Lietuvos Respublikos finansų ministerija. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: [http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/\\$File/Apzv06lt.pdf](http://www.finmin.lt/notes_images/web/stotis_inf.nsf/0/35CA1D67BE4FC3B8C2256DE3004B02C5/$File/Apzv06lt.pdf)
45. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2002) (1) *1999 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=24>
46. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2002) (2) *2000 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=56>
47. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2002) (3) *2001 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=249>
48. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2003) *2002 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=562>
49. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2004) *2003 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=919>
50. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2005) *2004 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=1471>
51. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2006) *2005 metų ataskaita.* [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2069>

52. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija (2007) *2006 metų ataskaita*. [interaktyvus] [žiūrėta 2007 m. balandžio 11d.] Prieiga per internetą: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=content.viewArticle&id=2687>
53. Lietuvos Respublikos Seimas (1996) *Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės vertybinių popierių emisijos Nr. 61001 bankams restruktūrizuoti išleidimo“* Nr. 1059 [interaktyvus] LR Seimo kanceliarija, Informacijos technologijų departamentas: lrs.lt. Aktuali redakcija nuo 1996 m. rugsėjo 19 d. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=30837&p_query=&p_tr2=
54. Lietuvos Respublikos Seimas (1997) *Lietuvos Respublikos vyriausybės nutarimas „Dėl akcinės bendrovės Lietuvos akcinio inovacinio banko prievolių banko kreditoriams įvykdymo ir banko likvidavimo“* Nr. 522 [interaktyvus] LR Seimo kanceliarija, Informacijos technologijų departamentas: lrs.lt. Aktuali redakcija nuo 1997 m. gegužės 30 d. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=39381&p_query=&p_tr2=
55. LIETUVOS BANKAS. (2007) *Terminuotųjų indėlių litais vidutinės metų palūkanų normos*. [interaktyvus] Lietuvos bankas. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/int/default.asp>
56. AB SEB VILNIAUS BANKAS. *Su akcijomis susietos obligacijos*. [interaktyvus] AB SEB Vilniaus bankas. [žiūrėta 2007 m. balandžio 11 d.] Prieiga per internetą: <http://www.seb.lt/lt/wcp/>

PRIEDAI

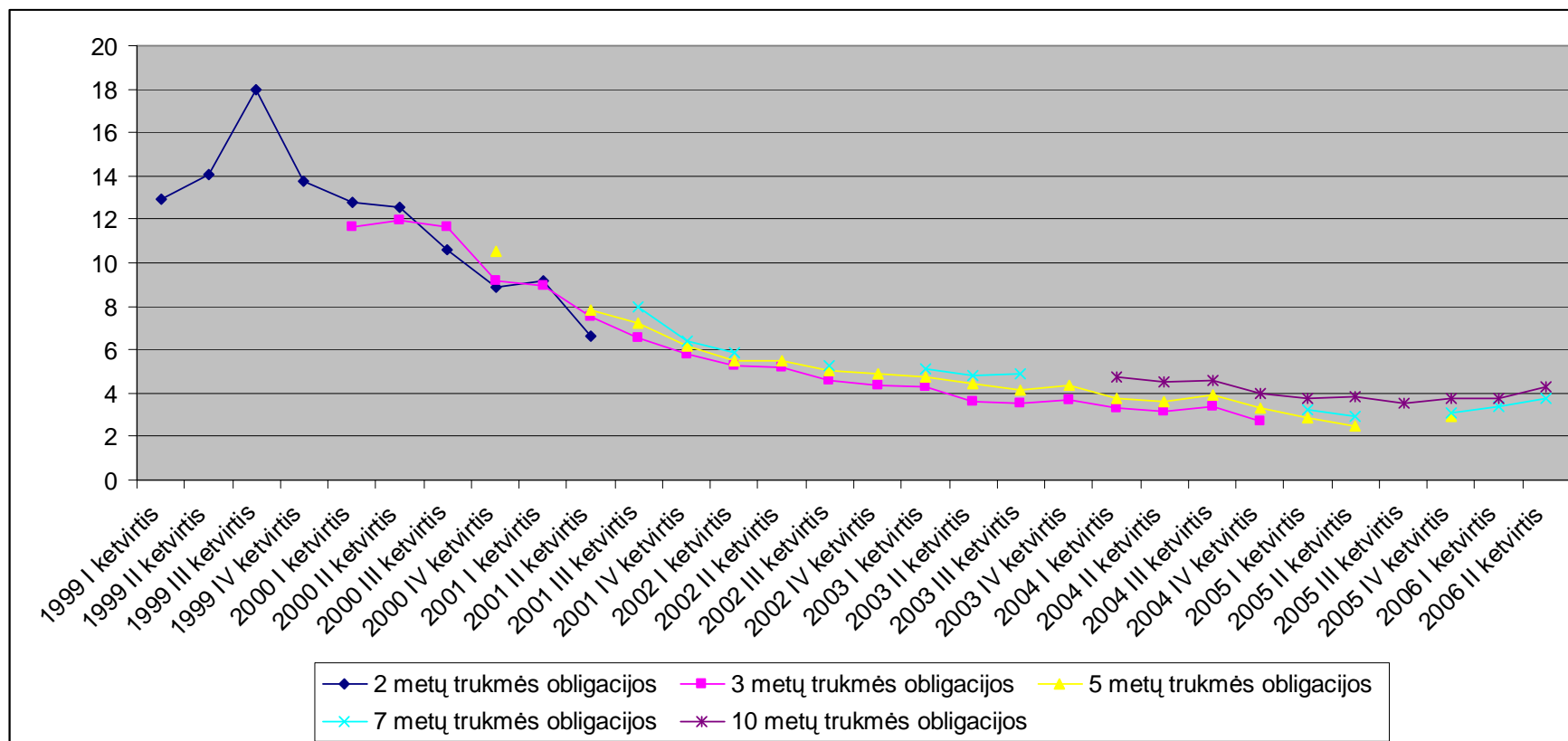
1 PRIEDAS Kredito reitingų reikšmės	71
2 PRIEDAS Obligacijų palūkanų normų kitimas	72
3 PRIEDAS Išdo vekselių palūkanų normų kitimas	73

Kredito reitingų reikšmės

Moody's	Standart&Poors	Apibūdinimas
Aaa	AAA	Aukščiausias saugumo bei kokybės lygis. Šio reitingo obligacijos patikimiausiai užtikrina tiek skolos gražinimą, tiek palūkanų mokėjimą. Ši reitingą paprastai turi stambių nacionalinių ir transnacionalinių kompanijų, gaminančių einamąsias prekes ir esančių pripažintais savo šakos lyderiais, vertybiniai popieriai.
Aa1 Aa2 Aa3	AA ⁺ AA AA ⁻	Aukštas saugumo lygis. Labai gera kokybė. Šio reitingo obligacijos nedaug skiriasi nuo pirmųjų. Tik jų garantijos labiau priklauso nuo rinkos svyravimų. Kartu ir užtikrinimas menkesnis.
A1 A2 A3	A ⁺ A A ⁻	Aukštesnis investicinis reitingas. Čia investuotojams patrauklios aukštesnio nei vidutinio kokybės lygio obligacijos. Mokamų palūkanų dydis adekvatus pagrindinės sumos užtikrinimo laipsniui, tačiau išsipareigojimų nevykdymo rizika pereina iš teorinės į praktinę sferą.
Baa1 Baa2 Baa3	BBB ⁺ BBB BBB ⁻	Žemesnis investicinis reitingas. Tai vidutinės kokybės obligacijos. Investicijų suma gana patikimai apsaugota, o mokamų palūkanų dydžio pakanka kompensuoti nedidelei tuo metu esamai rizikai. Tačiau nėra pagrindo manyti, kad nurodytas patikimumas išsilaisvys ilgai, nes jį sudarantys elementai priklauso nuo rinkos svyravimų. Šios grupės obligacijos laikoms tarpinėmis tarp gerų investavimo objektų ir grynai spekuliacinių vertybinių popierių.
Ba1 Ba2 Ba3	BB ⁺ BB BBA ⁻	Neinvesticinis (spekuliacinis) reitingas. Tai obligacijos su ryškėjančiomis spekuliacinėmis savybėmis. Jų sunkiai nusakoma ateitis susijusi su labai nepatikimu investicijų saugumo lygiu ir su ta jos forma, kuriai esant sunku ką nors prognozuoti kintant rinkos situacijai.
B1 B2 B3	B ⁺ B B ⁻	Labai spekuliacinis reitingas. Esamu momentu nėra tiesioginių išsipareigojimų nevykdymo bruožų, bet jų išsipildymo garantijos silpnos.
Caa1 Caa2 Caa3	CCC ⁺ CC CCC ⁻	Bloga būklė. Yra realaus išsipareigojimų nevykdymo požymių.
Ca	CC	Ypač spekuliacinis reitingas. Obligacijos nepatikimos. Kompanijos, kurių obligacijos patenka į šią grupę, dažnai labai greitai paskelbia bankrotą.
C	C	Galimas išsipareigojimų nevykdymas. Tai jau grynai spekuliacinės obligacijos. Kompanijos dar jaunos daugelyje sričių ir nėra jokių investuotos sumos gražinimo garantijų.

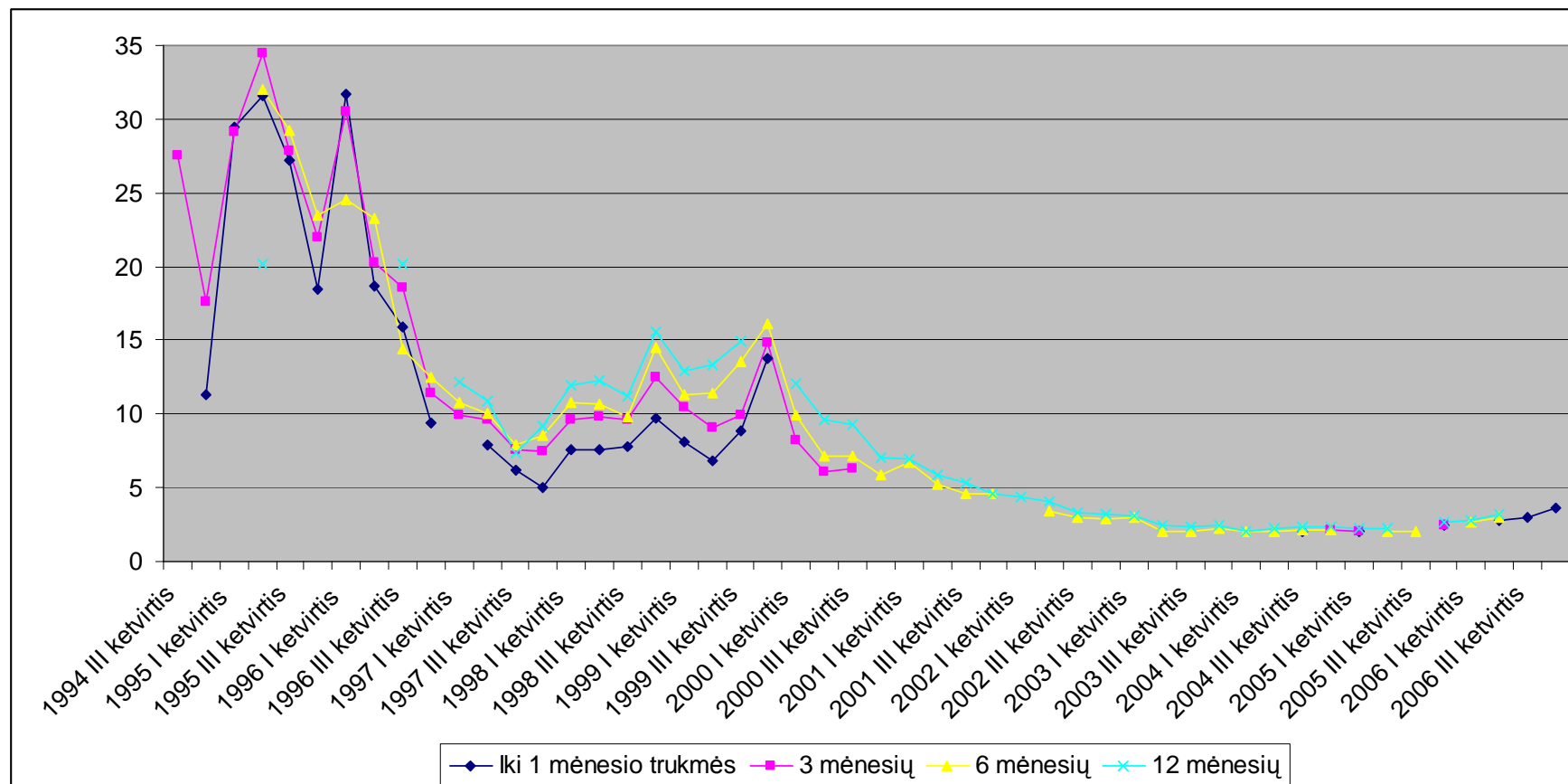
Šaltinis: sudaryta autorės pagal Norvaišienė, R. (2004) Įmonės investicijų valdymas, p. 79-80 bei LR Finansų ministerija (šaltinis Nr. 17)

Obligacijų palūkanų normų kitimas



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgą [interaktyvus]

Iždo vekselių palūkanų normų kitimas



Šaltinis: sukurta autorės pagal Vyriausybės vertybinių popierių 1999-2006 m. apyvartos apžvalgas [interaktyvus]