

Daiva Jurevičienė

ASMENINIŲ
FINANSŲ
DIMENSIJA

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

Daiva Jurevičienė

**ASMENINIŲ FINANSŲ
DIMENSIJA**

Vilnius, 2015

UDK 330.56

Ju-181

Recenzavo:

Prof. dr. Irena Mačerinskienė, Mykolo Romerio universitetas

Doc. dr. Raimonda Martinkutė-Kaulienė, Vilniaus Gedimino technikos universitetas

Autoriaus indėlis:

Prof. dr. Daiva Jurevičienė – 12,4 autorinio lanko

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto Bankininkystės ir investicijų katedros 2014 m. spalio 30 d. posėdyje (protokolo Nr. BIK-2) pritarta leidybai.

Mykolo Romerio universiteto mokslo programos „Šalies darni plėtra globalizacijos sąlygomis“ komiteto 2014 m. gruodžio 11 d. posėdyje (protokolo Nr. MPK3-2) pritarta leidybai.

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto tarybos 2014 m. gruodžio 18 d. posėdyje (protokolo Nr. 1EFV-5) pritarta leidybai.

Mykolo Romerio universiteto mokslinių-mokomųjų leidinių aprobavimo leidybai komisijos 2014 m. gruodžio 19 d. posėdyje (protokolo Nr. 2L-2) pritarta leidybai.

Visos knygos leidybos teisės saugomos. Ši knyga arba kuri nors jos dalis negali būti dauginama, taisoma arba kitu būdu platinama be leidėjo sutikimo.

Turinys

ĮVADAS	5
1. Asmeninių finansų koncepcija	9
1.1. Investavimo ir asmens gyvenimo ciklo ryšys.....	16
1.2. Asmeninių finansų valdymo procesas	27
2. Finansinių sprendimų priėmimo teorijos	33
2.1. Racionalių finansų paradigma ir jos kaita.....	33
2.2. Elgsenos teorija	43
2.2.1. Finansų elgsenos ypatumai	53
2.2.2. Investuotojų tipai.....	65
2.2.3. Lietuvos investuotojų finansų elgsenos tyrimai.....	71
3. Asmeninio turto ir asmeninių investicijų sąsaja	79
3.1. Asmeninės finansinės investicijos	81
3.2. Finansų rinkų poveikio akcijų kainoms teorijos	87
3.2.1. Analitikų pateikiamos informacijos vertinimas	91
3.2.2. Akcijų kainų dinamikos tyrimas	93
4. Įsipareigojimų valdymo ypatumai	98
4.1. Būsto įsigijimo aspektai	99
4.2. Įsipareigojimų nevykdymo problemos	104
5. Asmeninių finansų ir draudimo sistemos sąsajos.....	111
6. Investiciniai fondai kaip asmeninių finansų komponentė.....	121
6.1. Investavimo strategijų įvairovė	122
6.2. Investicinių fondų plėtra.....	127
6.3. Investiciniai fondai Lietuvoje	131
6.4. Investicinių fondų vertinimas	139
7. Investavimo į pensijų fondus galimybės	148
7.1. Socialinis draudimas ir pensijų reforma.....	149
7.2. Privatūs pensijų fondai	155
7.2.2. II pakopos pensijų fondų veiklos vertinimas.....	182
7.2.3. III pakopos fondų veikla Lietuvoje	187

7.2.4. III pakopos pensijų fondų veiklos vertinimas	193
8. Alternatyvios investicijos – individualaus portfelio diversifikavimo priemonė	198
8.1. Apsidraudimo fondų ypatumai.....	202
8.2. Rizikos kapitalo fondų plėtra	204
8.3 Investavimo į emocinį turtą galimybės.....	211
8.3.1. Vyno rinkos ypatybės	218
8.3.2. Vynas, kaip portfelio diversifikavimo priemonė	222
8.3.3. Pagrindiniai investavimo į meno vertybes aspektai.....	224
8.3.4. Menas kaip portfelio diversifikavimo priemonė	228
8.3.5. Meninės galios vertė.....	233
LITERATŪRA.....	237
PRIEDAI	260

IVADAS

Dabartiniais nuolat kintančiais laikais nepakanka vien mokėti uždirbti pinigų, dar svarbiau – sugebėti išlaikyti savo turtą. Nors didžioji dauguma žmonių per savo gyvenimą uždirba gana daug, tačiau jie taip ir lieka neturtingi. Dar ryškiau tai iliustruoja pavyzdžiai, kai neturtingi ir finansiškai neišprusę žmonės laimi dideles pinigų sumas loterijoje – niekas iš šių laimingųjų taip ir netampa paveldimo turto perdavėju – paprasčiausiai dėl to, kad nežino, kaip tvarkyti netikėtai užgriuvusį ant jų pečių turtą.

Pastaroji pasaulinė finansų krizė palietė ne tik šalių ekonomiką ir finansų institucijų rezultatus. Jos pasekmes jaučia ir daugelis gyventojų. Todėl labai svarbu žinoti, kaip optimaliai ir kiekvienam priimtiniu būdu, priisiimant toleruojamą riziką, planuoti ir valdyti finansus, siekiant pagerinti pragyvenimo lygį (ar bent jau išlaikyti tokį patį), kur investuoti, norint išlošti įvairiose situacijose, keičiantis verslo ir gyvenimo ciklui. J. Siegelis yra pasakęs, kad „jei būtų galima prognozuoti ekonominį ciklą – tai būtų didelė paspirtis. Problema yra ta, kad ekonomistai niekaip negali padaryti, kad jų prognozės išsipildytų“. Šiuo metu investicinėmis paslaugomis gali naudotis įvairių interesų ir skirtingų finansinių galimybių investuotojai. Riba tarp institucinių ir individualių investuotojų galimybių tapo labai nedidelė. Be to, individualūs investuotojai susiduria ir su nauja realybe – demografiniai pokyčiai ir valstybės vaidmens mažėjimas, aprūpinant senyvo amžiaus gyventojus, reiškia didesnę žmonių poreikį turėti nuosavų investicijų.

Praėjo daugiau nei penkiolika metų nuo pirmojo mokslinio straipsnio, nagrinėjančio asmeninių finansų problemas Lietuvoje, – A. V. Rutkausko 1999 m. „Asmeniniai finansai kaip finansų posistemis“ – publi-

kavimo. Per šį laikotarpį komerciniai bankai ir užsienio bankų filialai pradėjo siūlyti savo klientams asmeninių bankininkų paslaugas. „Swed-bank“ įkūrė „Asmeninių finansų institutą“, kuris atlieka tam tikrus tyrimus, vykdo šviečiamąją veiklą. Lietuvos bankas prieš keletą metų įsteigė atskirą nišą savo tinklapyje „Pinigų bitė“, skirtą, kaip jie vadinama, išmintingam pinigų valdymui. Lietuvoje asmeninių finansų valdymo tema atliekami įvairūs moksliniai tyrimai, paminėtini autoriai – A. V. Rutkauskas ir jo mokiniai orientuojasi į investicijų valdymą, E. Bikas ir J. Kartašova daugiau dėmesio skiria gyventojų finansų elgsenai, G. Černius analizuoja taupymo, planavimo, mokesčių valdymo klausimus, D. Raškinis, S. Zigmantienė pirmieji tyrė alternatyvių investicijų (meno) tinkamumą investicinio portfelio diversifikavimui, pasirodė ir jaunųjų mokslininkų darbų (A. Klimavičienė, L. Macijauskas, K. Taujanskaitė ir kt.), kuriuose įvairiais aspektais analizuojami asmeniniai finansai, ir kt.

Ši monografija sujungia įvairius autorės tyrimus, atliktus per maždaug dešimtmetį, kurie vienaip ar kitaip susiję su asmeninių finansų tematika. Į asmeninių finansų tyrimo sritį patenka daugelis komponentų – tai išlaidų, rizikos (draudimas), įsipareigojimų valdymas (kreditai), pensijų planavimas (privatus pensijų kaupimas), mokesčių (mokestinės lengvatos), turto valdymas (investavimas ir kt.), paveldimo turto planavimas, pajamų didinimas (karjeros planavimas). Atsižvelgiant į tai, kad dalis išvardytų komponentų nesusiję su finansinėmis paslaugomis (išlaidų valdymas, paveldimo turto planavimas, pajamų didinimas, įskaitant karjeros planavimą), monografijoje šie komponentai neanalizuojami. Be to, mokesčių valdymas labiau susijęs su vyriausybės politika, o ir taikomi tarifai bei lengvatos per pastarąjį dešimtmetį Lietuvoje keitėsi ne kartą. Todėl mokestinės lengvatos taip pat nepateko į monografijos tyrimo sritį. Atsižvelgiant į minėtus pokyčius finansų rinkų mokslo srityje ir vis labiau populiarėjančią finansų elgsenos koncepciją, šiai sričiai skirta nemažai dėmesio; pristatyti kai kurie Lietuvos investuotojų elgsenos tyrimai. Visi finansiniai sprendimai remiasi tam tikromis žmonių nuostatomis, todėl asmeninių finansų srityje svarbus dėmesys skiriamas finansinei elgsenai. E. Neimanas finansų elgseną apibūdina, kaip galimybę užsidirbti iš svetimų silpnybių, nepralošiant iš savų. Taigi monografija apima taupymo ir planavimo problemas, finansų elgsenos, lemiančios priimamų sprendimų pagrįstumą, tyrimus. Nedidelė monografijos dalis skiriama būsto įsigijimo, įsipareigojimų valdymo problemoms ir su tuo susijusiam

gyventojų nemokumui, draudimui ir, žinoma, didžiausias dėmesys yra nukreiptas į investicijas. Investicijos pristatomos labai plačiai, akcentuojant investicinių fondų veiklą, alternatyvias investicijas, kurios apima platų spektrą. Analizuojamos investicinės galimybės į pastaruoju metu populiarėjančius ir Lietuvoje rizikos kapitalo fondus bei į vadinamąsias emocines investicines priemones, iš kurių labiausiai susitelkiama ties vyno ir meno investicijomis. Taip pat gana plačiai analizuojama pensijų sistema Lietuvoje, atskirai išskiriant privačių pensijų fondų veiklą – tiek II pakopos, tiek ir III pakopos (savanorišką) pensijų draudimą.

Monografiją sudaro aštuoni skyriai, kurie atspindi įvairius aspektus, siekiant užsitikrinti asmeninę finansinę gerovę. Pirmajame skyriuje apibūdinama asmeninių finansų vieta ekonomikoje, analizuojami įvairių autorių požiūriai į asmeninių finansų problemą. Asmeniniai finansai nagrinėjami gyvenimo ciklo požiūriu, kurių tikslas prisiimti įvairius finansinius sprendimus, priklausomai nuo individualaus gyvenimo ciklo. Taip pat pateikiami susisteminti įvairių mokslininkų ir finansinių institucijų požiūriai į asmeninių finansų planavimo ir valdymo būtinumą.

Antrajame skyriuje trumpai pristatoma finansų teorija vertinant iš asmeninių finansų pozicijos. Analizuojama racionalių finansų paradigma, kuri ilgus metus vyravo finansų rinkose, pateikiami susisteminti tyrimai ir požiūriai į finansų elgsenos teoriją. Finansų elgsena tampa viena iš svarbiausių teorijų, nes mokslininkai bendrai sutaria, kad pasitelkiant šiuolaikines informacines technologijas, kuriomis sparčiai plinta informacija visame pasaulyje, lemiamą poveikį finansinių priemonių kainoms turi dalyvių elgsena. Be to, šioje dalyje pateikiami tyrimai, analizuojantys Lietuvos gyventojų elgseną ir būdingus investuotojų tipus.

Trečiasis skyrius skirtas įvairiems investiciniams sprendimams, pagrindinį dėmesį sutelkiant į asmeninių investicijų priemonių sistemimą – tiek finansinių, tiek ir materialiujų. Taip pat pateikiamas tyrimas, kurio metu buvo vertinama, kaip finansinių priemonių (akcijų) kainos reaguoja į finansinių institucijų analitikų pateikiamą informaciją ar skelbiamus rezultatus apie įmonių veiklą.

Ketvirtajame skyriuje trumpai analizuojamos labai svarbios gyventojų skolinimosi problemos, susijusios su būsto įsigijimu. Palyginami būsto įperkamumo rodikliai, būtino nuosavo indėlio būstui įsigyti taupymo periodas ir kiti su būsto įsigijimu susiję rodikliai. Didelis dėmesys skiriamas gyventojų išpareigojimų nevykdymo problemų ir priežasčių

analizei, pristatomas gyventojų kredito reitingo tyrimas ir jo teikiama nauda klientui.

Pentajame skyriuje trumpai nagrinėjamos draudimo problemos, apibūdinami pagrindiniai draudimo produktai, be kurių neįmanomas rezultatyvus asmeninių finansų valdymas, atkreipiant ypatingą dėmesį į būtinumą asmenims, dirbantiems savarankiškai, draustis profesiniu civilinės atsakomybės draudimu ir atskleidžiamos gyvybės draudimo subtilybės.

Šeštajame skyriuje didelis dėmesys skiriamas investiciniams fondams. Analizuojami įvairių fondų skirtumai, investavimo privalumai ir trūkumai, jų plėtra pasaulyje bei veiklos rezultatai Lietuvoje. Taip pat pristatomas investicinių fondų vertinimas, atsižvelgiant į atitinkamus rodiklius.

Septintajame skyriuje nagrinėjama svarbi asmeninių finansų valdymo sritis – pensijų fondai. Pateikiama trumpa socialinio draudimo ir privačių pensijų fondų kūrimosi apžvalga, II ir III pakopos pensijų fondų rezultatai Lietuvoje per veiklos dešimtmetį ir Lietuvoje veikiančių abiejų pakopų pensijų fondų veiklos vertinimai.

Paskutinis aštuntasis skyrius skirtas alternatyvių investicijų analizei. Jų populiarumą išryškino ir pastaroji finansų krizė, kai investuotojai ieškojo naujų investavimo galimybių. Detaliau išanalizuoti rizikos kapitalo fondai ir jų veiklos galimybės Lietuvoje, taip pat dvi vadinamos emocinėmis investicinės priemonės – tai vynas ir menas. Pristatyti atlikti tyrimai apie jūdvių tinkamumą investicinio portfelio diversifikavimui ir naujai atsiradęs meninės galios vertės indeksas, kuris siūlomas kaip būdas investuotojui pasirinkti konkretų investavimo kūrinių, galimai duosiantį jam didžiausią grąžą.

Visi minėti asmeninių finansų elementai ir sudaro asmeninių finansų dimensiją, t. y. asmeniniai finansai matuojami pagal visus išvardytus elementus. Kaip ir bet kurioje veikloje, taip ir žmonių gyvenime gali būti daugiau ar mažiau finansinių įsipareigojimų, tačiau bendras tikslas toks, kad didesnė asmens gerovė (angl. *Wealth*) finansų aspektu reiškia, jog visas asmens valdomas turtas nuosavybės teise jam ir turi priklausyti. O ši vadinamoji finansinė gerovė / nepriklausomybė tiesiogiai lemia ir bendrą asmens gerovę – kokybišką poilsį, maistą, malonumą teikiantį darbą.

1. Asmeninių finansų koncepcija

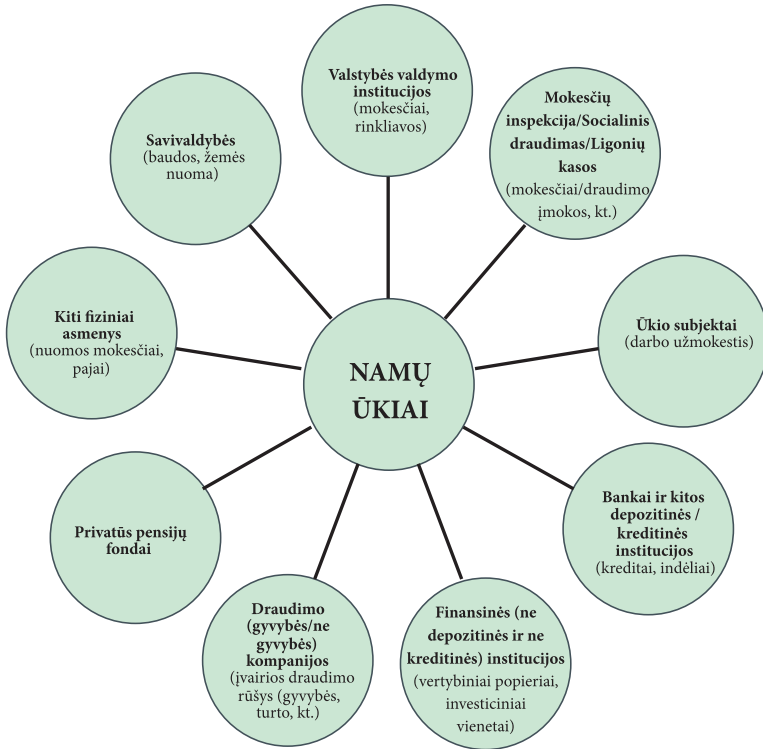
Asmeninių finansų egzistavimą galima sieti su žmogaus atsiskyrimu iš bendruomenės, tačiau anuomet asmeniniai finansai išstisus šimtmečius dažniausiai buvo siejami su turtingesnių žmonių finansiniais reikalais. Plačiau prasme asmeniniai finansai rūpėjo visiems, nes žmonės visuomet stengėsi susirasti darbo, tai yra pajamų, ir visuomet susidurdavo su išlaidomis, bent jau maistui ir būstui, kurias reikėdavo apmokėti. Todėl asmeninius finansus tikslinga apibrėžti kaip asmens disponuojamus pinigų srautus, apimančius pirkimus, pardavimus, uždarbį, investavimą ir t. t. Visi šie procesai vykdomi, siekiant patenkinti savo (ir šeimos) poreikius. Asmeniniai finansai susiję su piniginių išteklių įgijimu, kaupimu, kontroliavimu, naudojimu ir rizikos mažinimu. Asmeniniai finansiniai santykiai atsiranda judant piniginėms lėšoms jų formavimosi ir naudojimo procesuose (Klimavičienė, Jurevičienė 2007).

Lietuvoje dar dažnai vartojamas terminas namų ūkio finansai (namų ūkis – tai vienas asmuo ar asmenų grupė, kuri gyvena viename bute (name), turi bendrą biudžetą ar bendras vartojimo išlaidas)¹. Egzistuoja ir kitas supaprastintas namų ūkio apibrėžimas – „gyvena po vienu stogu, valgo iš vieno puodo, naudojasi viena pinigine“. Suprantama, kad gyvenant šeimoje asmeniniai finansai tampa šeimos (namų ūkio) finansų dalimi. Namų ūkių finansai yra dalis finansų sistemos, o makroekonominiu požiūriu – vienas iš keturių (arba iš trijų – uždarojoje ekonomikoje) bendrojo vidaus produkto sudedamųjų dalių tiek vartojimo, tiek pajamų akumuliacijos prasme. Plačiau prasme, sudėjęs visą ekonomikoje esantį turtą ir atėmus tarpusavio įsipareigojimus, paaiškėja, kad visas egzistuojantis turtas nuosavybės teise priklauso namų ūkiams (išskyrus tam tikrus tarptautinius ar valstybinius fondus).

Pasak Rutkausko (1999), asmeniniai finansai – ne tik pinigai, kuriais disponuoja namų ūkis, bet ir įvairiapusiai asmens ir kitų ekonominių subjektų piniginiai santykiai. Namų ūkis tampa reikšmingu ekonominių santykių subjektu, todėl ypač svarbi yra jo finansinė situacija. Asmeni-

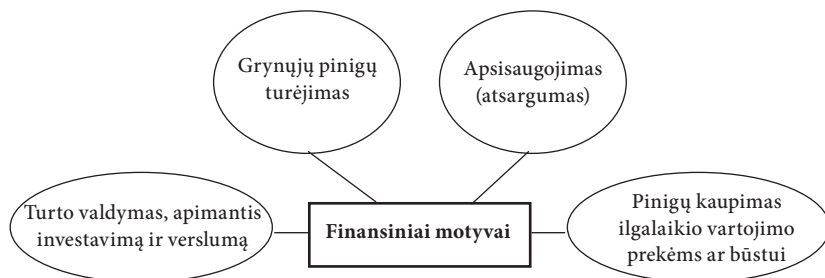
1 Namų ūkis apibūdinamas kaip nedidelė žmonių grupė (gali būti ir vienas asmuo), kuri gyvena viename būste, kartu naudojasi pajamomis (visomis arba jų dalimi) ir turtu, kolektyviai vartoja prekes ir paslaugas (maisto produktus, gyvenamąjį būstą), taip pat gali gaminti prekes bei paslaugas rinkai arba savo vartojimui. Namų ūkių, kaip gamintojų, sektorius apima individualias įmones, tikrąsias ūkines bendrijas ir ūkininkus (Statistikos departamentas).

niai, arba namų ūkio finansai, apima ir santykius su valstybės valdymo organais, mokesčių inspekcija, savivaldybėmis, bankais ir kitomis finansinėmis institucijomis, ūkio subjektais (įmonėmis) ir kitais asmenimis (kitais namų ūkiais) (Rutkauskas 1999). Namų ūkių finansiniai santykiai šalies sistemoje pateikti 1.1 pav.



1.1 pav. Namų ūkių finansiniai santykiai šalies finansų sistemoje (parengta autorės)

Asmenys, įsigydami finansinius produktus, remiasi tam tikrais finansiniais motyvais. Ekonomikos teorijoje randamas platus finansinių motyvų sąrašas, iš kurių išskirtini esminiai (1.2 pav.): grynųjų pinigų turėjimas, apsisaugojimas (atsargumas), pinigų kaupimas ilgalaikio vartojimo prekėms ar būstui įsigyti bei turto valdymas, apimantis investavimą ir verslumą (verslo kūrimą).



1.2 pav. Finansiniai motyvai
(parengta pagal Paas, *et al.* 2007; Jurevičienė, Gausienė, 2010)

Dažniausiai kaip pagrindinis finansinis motyvas įvardijamas *laisvų pinigų turėjimas*. Asmenys nuolat moka įvairius mokesčius, dažnai atsiranda nenumatytų trumpalaikių išlaidų, taigi susiduria su neapibrėžtumu – kokios bus išlaidos ateityje (sutrikus sveikatai sumažėja darbingumas, reikia pinigų gydymui; keičiantis mokesčių tarifui didėja mokesčių suma ir pan.). Kitas ne mažiau svarbus motyvas – *apsisaugojimo (atsargumo) tikslas* – susijęs su besikeičiančiu ekonomikos ciklu, kai didėja nedarbo tikimybė. Todėl svarbu taupyti, kad visuomet būtų pakankamai lėšų būsimoms netikėtoms išlaidoms ar praradus nuolatinį pajamų šaltinį. Papildomas santaupos tampa itin svarbios, jei asmuo taptų kurį laiką bedarbiu. Trečiasis motyvas – *pinigų kaupimas ilgalaikio vartojimo prekėms ar būstui*. Jei taupoma būsimoms vartojimo išlaidoms, dažniausiai taupoma ilgalaikio vartojimo prekėms įsigyti (kompiuteriams, televizoriams, baldams ir pan.). Šios prekės (santykinai) negreitai nusidėvi. Akivaizdu, kad ilgalaikių prekių daug nereikia, be to, daugumos jų kainos mažėja, o labiausiai brangstančių paslaugų ir maisto produktų daug prisipirkti neįmanoma. Ketvirtasis finansinis motyvas – *turto valdymas, apimantis investavimą ir verslumą*. Dalis žmonių taupo vaikų ateičiai, mokslui, būstui ir kitoms reikmėms, todėl turi užsitikrinti pakankamą pinigų kiekį ateityje ar susitaupyti bent dalį perkamo būsto vertės.

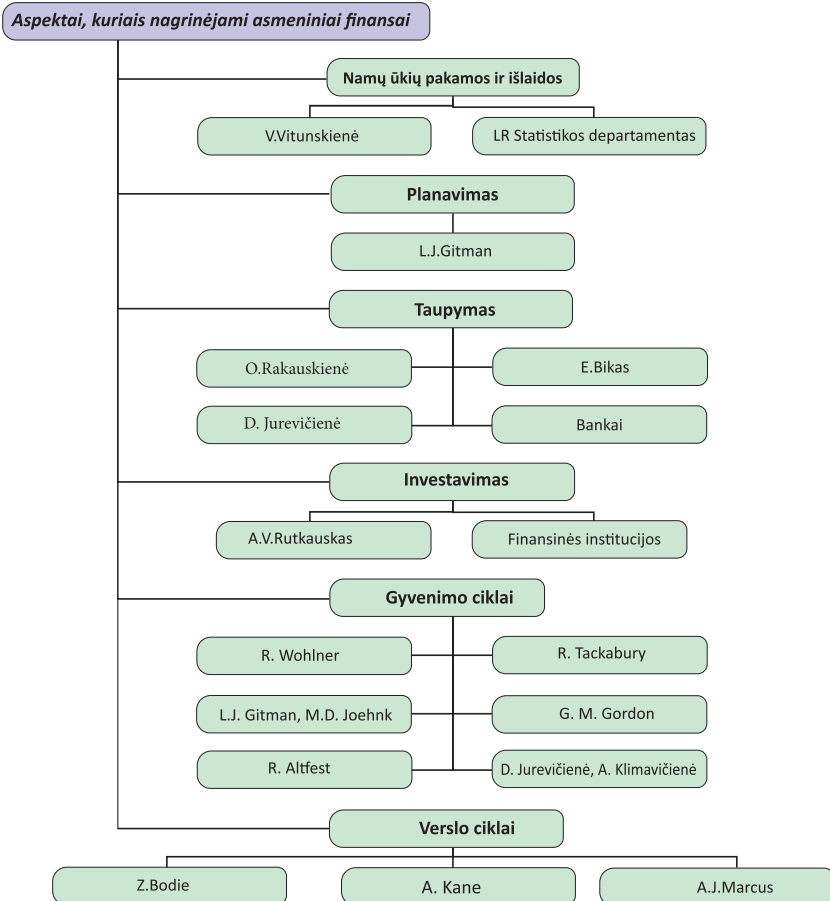
Aptardami finansinius motyvus, Bikas, Rakauskienė (2007) išskiria smulkesnes grupes. Tai pajamos, skirtos: ilgalaikio vartojimo prekėms įsigyti; pinigų atsargoms kaupti nenumatytam (nelaimės) atvejui; pajamoms didinti ir pelnui gauti; vaikų ugdymui, švietimui, santuokai ir kt.; pagyvenusių tėvų pagalbai ir priežiūrai; senatvei. Toks skirstymas iš esmės atitinka anksčiau aptartą finansinių motyvų skirstymą į keturias pagrindines

grupės: taupymą pagyvenusių tėvų pagalbai ir priežiūrai galima prilyginti *laisvų pinigų turėjimui*, pinigų atsargų kaupimas nenumatytam (nelaimės) atvejui – tai kaupimas turint *apsisaugojimo (atsargumo) tikslą*, taupymas ilgalaikio vartojimo prekėms – tai tas pats *pinigų kaupimas ilgalaikio vartojimo prekėms ar būstui*, taupymas pajamoms didinti ir pelnui gauti, vaikų ugdymui, švietimui, santuokai ir kt., taupymas senatvei gali būti prilygintas *turto valdymui, apimančiam investavimą ir verslumą* (Klimavičienė, Jurevičienė 2007). Atkreiptinas dėmesys į tai, kad individai, įsigydami finansinius produktus, atsižvelgia ne tik į finansinius motyvus, bet ir į kitus veiksnius, kurie (Paas, *et al.* 2007) skirstomi taip:

- į motyvus, susijusius su finansines operacijas palengvinančiomis priemonėmis (pavyzdžiui, kreditinės kortelės);
- į rizikos valdymo motyvus, susijusius su draudimo produktais;
- į poreikį skolintis, susijusį su vartojamaisiais kreditais ir paskolomis būstui.

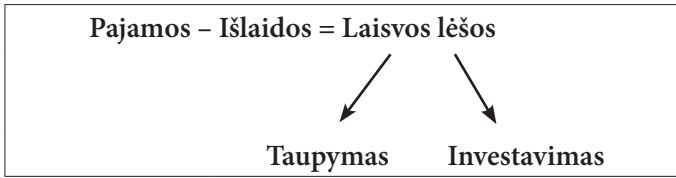
Taigi gyventojų elgesį finansinių paslaugų rinkoje lemia ne tik finansiniai motyvai, bet ir noras apsidrausti nuo galimos rizikos, palengvinti kasdienes finansines operacijas ir patenkinti pinigų poreikį (Jurevičienė, Gausienė 2010).

Analizuojant asmeninius finansus susiduriama su skirtingu įvairių autorių požiūriu (1.3 pav.), vieni labiau gilinasi į vartojimo išlaidas, kiti analizuoja planavimą, tačiau pastaraisiais metais labai intensyviai diskutuojama apie investavimo poreikį, ypač finansinį.



1.3 pav. Asmeninių finansų tyrimų kryptys (Taujanskaitė, Jurevičienė 2010)

Visi veiksniai neabejotinai daro labai didelę įtaką asmeniniams finansams ir jų valdymui, tačiau, apibendrinant įvairius mokslinius tyrimus, pastebėta, kad dauguma autorių asmeninius finansus nagrinėja fragmentiškai, t. y. tik pajamas ir išlaidas, tik investavimą, tik taupymą ar pan., ir nepateikia sisteminio požiūrio į šį procesą. Tad, išnagrinėjus įvairius mokslinius šaltinius, tikslinga asmeninius finansus apibrėžti tokia fundamentalia lygtimi (1.4 pav.):



1.4 pav. Asmeninių finansų lygtis (Taujanskaitė, Jurevičienė 2010)

Tai reiškia, kad asmeniniai finansai yra trijų kintamųjų – pajamų, išlaidų ir laisvų lėšų, kurias galima taupyti arba investuoti, – visuma. Dažniausiai, nagrinėjant asmeninius finansus, apsiribojama tik vienu kintamuoju – laisvomis lėšomis ir jų valdymu – ir šiam procesui siūlomi įvairūs variantai, pavyzdžiui, laisvas lėšas laikyti banko indėliuose, investuoti į akcijas, obligacijas, Vyriausybės vertybinius popierius, materialųjį turtą (kilnojamąjį ir nekilnojamąjį) ir pan. Vis dėlto asmeninius finansus ir jų valdymą reikėtų nagrinėti kaip visumą, kurioje vienodai reikšmingi visi lygties kintamieji. Suvokus šių kintamųjų (1.4 pav.) tarpusavio sąveiką, asmeninių finansų valdymas taptų aiškesnis ir tai leistų šį procesą valdyti pačiam žmogui be ypatingos finansinių tarpininkų pagalbos, pavyzdžiui:

- didinant pajamas ir nekeičiant vartojimo lygio, t. y. išlaidų, būtų galima padidinti savo laisvų lėšų kiekį;
- mažinant išlaidas ir nekeičiant pajamų lygio taip pat galima padidinti savo laisvas lėšas;
- sėkmingai investavus į vartojimo sritį, ateityje galima sumažinti išlaidas nebloginant, o gal net ir pagerinant savo gyvenimo kokybę ir pan.

Taujanskaitė ir Jurevičienė (2010) atliko tyrimą, kuriame buvo lyginamos kelios gyventojų galimos investavimo alternatyvos: pinigų laikymas banko sąskaitoje, investavimas (pasyvus) į akcijas (TEO LT, AB tuo metu buvo populiariausia tarp investuotojų) ir investavimas į buto šildymo sistemos rekonstrukciją. Buvo retrospektyviai (2004–2007 m.) palygintos visų šio taupymo / investavimo grąžos. Tyrimu nustatyta, kad 2004 m. sausio 18 d. – 2009 m. gegužės 18 d. investavus 8 000 Lt į TEO LT, AB akcijas ši investicija atnešė 1 113,40 Lt nuostolį; sukaupta suma už indėlį vidutiniškai bankų sistemoje per penkerius metus būtų: už terminuotą indėlį – 1 292,00 Lt, už indėlį iki pareikalavimo – 96,00 Lt, už

taupomąjį indėlį 969,02 Lt; o investavus į autonominio šildymo įdiegimą (vietoj centrinio) 39 m² vieno kambario bute, esančiame Šiaulių mieste, per penkerius metus būtų sutaupyta 6 940,00 Lt (arba 1 388,00 Lt per metus).

Vis dėlto Lietuvoje veikianti finansinių institucijų infrastruktūra išplėtota tik trečiajam lygties kintamajam – laisvų lėšų taupymui arba investavimui, tačiau visiškai nepalanki asmeniniams finansams kaip vienisiai sistemai (Taujanskaitė, Jurevičienė 2010).

Individo asmeninis turtas įvairiais gyvenimo etapais yra skirtingas. Mokslininkų įrodyta, kad per darbingo amžiaus ciklą turtas pirmiausia intensyviai didėja, o vėlesniu gyvenimo etapu ima mažėti. Asmeniniam turto valdymui galioja bendros investavimo taisyklės, rizikos ir likvidumo valdymas, užtikrinant norimą (priimtina) investicijų grąžą. Šios trys priežastys, susietos su noru įveikti infliaciją, sudaro investavimo kriterijus (Bikas, Jurevičienė 2004). Finansus turėtų planuoti visi gyventojai. Keletą sudėtingesnių turto valdymo priemonių naudoja turintieji aukštas pajamas ir daug turto, tačiau taip yra todėl, kad mažiau uždirbantiems asmenims trūksta informacijos apie finansų planavimą (Hallman, Rosenbloom 2003). Manoma, kad jei jie žinotų visas galimas priemones, būtina jomis pasinaudotų.

Asmeninių finansų planavimo poreikį ir finansų planavimo sudėtingumą lėmė ekonominis augimas, mokesčių struktūra, dviejų uždirbančių asmenų šeimoje buvimas ir kiti socialiniai bei ekonominiai pokyčiai. Tačiau dauguma mano, kad jie neturi pakankamai turto ar pajamų, kad jų finansinės operacijos yra teisingos ir kryptingos, todėl jie nelinkę planuoti savo finansų. Be to, egzistuoja natūrali tendencija, būdinga užimtiems žmonėms, atidėti finansų planavimą. Galiausiai kai kurie žmonės laikosi nuomonės, kad profesionalus asmeninių finansų valdymas brangiai kainuos. Amerikiečių mokslininkės S. O'Curry (2003) tyrimai rodo, kad dauguma amerikiečių norėtų sistemingai valdyti savo finansus, tačiau to nesugeba daryti. Dažniausiai buvo nurodomos dvi priežastys, kodėl vengiama sudaryti šeimos biudžetą, planuoti išlaidas ir pan., – tai turėjimas per mažai pinigų ar turėjimas jų daugiau, nei reikia. Galiausiai dalis respondentų savo finansinę situaciją linkę laikyti laikina, nors dauguma jų keletą metų iš eilės yra įsiskolinę bankui (O'Curry 2003). 2006 m. atliktas tyrimas Lietuvoje apie asmenines investavimo galimybes investuojančiųjų arba studijavusiųjų finansų disciplinas ir neinvestuojančiųjų,

ir nestudijavusiųjų finansų dalykų parodė, kad dauguma gyventojų turi mažai žinių ir įgūdžių asmeninių finansų valdymo srityje (Klimavičienė, Jurevičienė 2007).

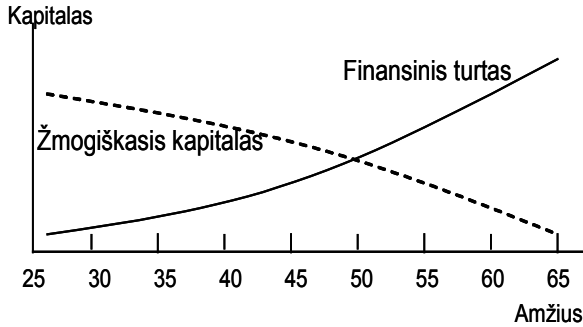
Nepaisant to, kad egzistuoja suprantamos priežastys, kodėl žmonės nelinkę planuoti asmeninių finansų, to nedarymo išlaidos gali būti labai didelės. Šeima gali būti neapsaugota arba nepakankamai apsaugota nuo tokių asmeninių nelaimių kaip mirtis, neįgalumas, sunkios ligos ir kt. Nesugebėjimas tinkamai diversifikuoti investicijų portfelio gali atnešti daugybę nuostolių, lemti ir didesnius, nei būtina, pajamų, turto, dovanojimo ir paveldimo turto mokesčius. Galiausiai asmens tikslai liks neįgyvendinti, pavyzdžiui, galimybė keisti darbą, siekti mokymosi tikslų, keliauti, anksti išeiti į pensiją ir t. t. (Klimavičienė, Jurevičienė 2007).

Taigi asmeniniai finansai yra svarbūs, siekiant užtikrinti asmenų ir jų šeimos narių gerovę. Asmeniniai finansai yra svarbūs bet kuriame gyvenimo etape, nes leidžia jaustis saugiai ir siekti norų bei įgyvendinti tikslus.

1.1. Investavimo ir asmens gyvenimo ciklo ryšys

Praėjusio šimtmečio viduryje Nobelio premijos laureatas Frankas Modiglianis (1918–2003) pristatė gyvenimo ciklo teoriją, kurioje teigiama, kad žmogaus pajamos visą jo gyvenimą kinta: gyvenimo ir darbo veiklos pradžioje jos yra mažesnės, nes dar neįgyta kvalifikacija, vėliau jos padidėja, o profesinės veiklos ir gyvenimo ciklo pabaigoje dėl mažesnių galimybių dirbti vėl sumažėja. Išlaidos turėtų būti maždaug vienodos visą gyvenimą. Tik gyvenimo ciklo pradžioje, kai išlaidos didesnės už pajamas (įsigyjamas būstas, kuriama šeima), tenka skolintis; kai pajamos didžiausios, dera atiduoti ankstesnes skolas ir kaupti pinigus senatvei arba laikui, kai pajamos gali sumažėti, kad būtų galima išlaikyti tą patį išlaidų lygį. Deja, žmogus dėl ekonominių, psichologinių ar socialinių priežasčių ne visada taiko šią teoriją, priimdamas kasdienius sprendimus. Tvarkant asmeninius finansus, ne visada pasiseka elgtis apgalvotai, sprendimus priimti remiantis ekonomine nauda. Gyvenimo ciklas lemia investicinius sprendimus: kuo ilgesnis investavimo horizontas, tuo dažniau rizikingiau investuojama. Jaunesni investuotojai, kuriems iki pensijos likę dar daug metų, į akcijas gali investuoti daugiau nei vyresni žmonės. Senstant ir trumpėjant investicijų horizontui verta būti konservatyvesniems, mažinti akcijų dalį portfelyje.

Chen, *et al.* (2006) numatomą finansinį kapitalą ir žmogiškąjį kapitalą per darbingo gyvenimo ciklą vaizduoja taip (1.5 pav.):

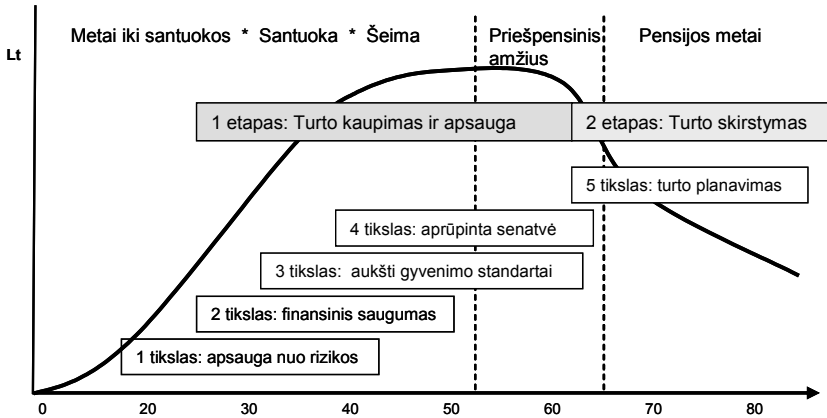


1.5 pav. Finansinio turto ir žmogiškojo kapitalo sąsajos darbingame gyvenimo cikle (parengta pagal Chen, *et al.* 2006; Jurevičienė, Klimavičienė 2008)

Žinoma, ši nuostata, kad žmogiškasis kapitalas, didėjant amžiui, mažėja, prieštarauja žmogiškojo kapitalo tyrėjų nuomonei. M. G. Gordonas, individo finansinio gyvenimo ciklą vaizduodamas grafiškai (1.6 pav.), suskirsto jį į du etapus ir pateikia penkis tikslus. Jis teigia, kad nors finansiniai tikslai kinta per žmogaus gyvenimą, atskiruose gyvenimo ciklo etapuose egzistuoja tipinė finansinė elgsena. Išskiriami šie pagrindiniai penki finansiniai tikslai (Gordon 2001; Jurevičienė, Klimavičienė 2008):

1 tikslas: pirmasis finansinis tikslas yra apsisaugoti nuo rizikos dviem būdais: susikuriant atsargos fondą ir apdraudžiant gyvybę, sveikatą, turėtą ir pan.

2 tikslas: pasiekti finansinį saugumą sau ir šeimai, užsitikrinant finansinius išteklius naujiems šeimos nariams, šeimos narių išsilavinimui, būstui, automobiliui įsigyti ir t. t.



1.6 pav. Individo finansinė elgsena gyvenimo cikle
(parengta pagal Gordon 2001; Jurevičienė, Klimavičienė 2008)

3 tikslas: patogus gyvenimas, kurio sąvoka apima atostogas, narystes klubuose, pramogas ir atsipalaidavimą, antrą būstą, papildomus automobilius bei papildomą laisvą laiką nuo darbo savo interesams.

4 tikslas: finansiškai nepriklausoma ir patogi senatvė, pagal pragyvenimo standartus ne prastesnė už darbo metus.

5 tikslas: tikslingas per gyvenimą sukaupto turto paskirstymas – „turto planavimas“.

Tipiniam finansiniam gyvenimo ciklui būdingi tokie tikslai, kaip poreikis apsaugoti šeimą nuo rizikos, kaupti turta, pasiruošti senatvei, paskirstyti turta. Gyvenimo situacija nulems finansinę padėtį ir reikalavimus konkrečiame gyvenimo ciklo etape. Gyvenimo situaciją apibūdina šie aspektai: šeimyninė padėtis (vienišas, vedęs, išsiskyręs, našlys); užimtumas (dirbantis, bedarbis), amžius, išlaikomų asmenų skaičius (vaikai, sutuoktinis, tėvai ir kt.), ekonominė situacija (palūkanų normos, nedarbo lygis), išsilavinimas, sveikata ir kt. (Gordon 2001; Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

Tackabury (2007) išskiria šiuos individo finansinės elgsenos etapus:

Pirmieji metai. Šiame etape žmonės prisiima daug skolinių įsipareigojimų, norėdami pagerinti gyvenimo kokybę. Kai kurie iš jų turi studijų paskolų arba padeda sutuoktiniui gražinti studijų paskolą. Dalis jų vis dar studijuoja. Tuo pat metu daugelis taupo savo pirmajam būstui. Šiame

etape labai svarbu apsaugoti pajamas, pradėti taupyti ir planuoti sukaupti likvidaus turto. Taip pat tai yra tinkamas metas apsidrausti gyvybę ir apsidrausti nuo nelaimingų atsitikimų.

Kaupimo metai. Dauguma žmonių šiame etape stengiasi įsitvirtinti finansiškai. Kol kai kurie vis dar turi paskolų, dalis žmonių jau yra sukaukę turto. Nuomos mokesčius pakeičia būsto paskolų įmokos ir taip kuriamas nuosavas kapitalas. Šiame etape būtina sudaryti pensijų kaupimo sutartis. Jei planuojama turėti vaikų, būtina pagalvoti apie kaupimą jų studijoms. Taip pat – tai idealus laikas susipažinti su investavimo objektais: akcijomis, obligacijomis ir investiciniais fondais.

Saugojimo metai. Dauguma žmonių šiame etape susirūpinę tokių pačių ar panašaus lygio pajamų išlaikymu pensiniame amžiuje. Tai laikas, kai būsto paskolos jau beveik išmokėtos, o vaikai jau baigę mokyklas, tad dauguma žmonių gali dalį pajamų atidėti ateičiai. Svarbu išsiaiškinti visas kaupimo pensijai planų pasirinkimo galimybes. Dalis asmenų turėtų pasirūpinti ilgalaikės globos, kaip ateities poreikio, galimybėmis.

Deglo perdavimas. Galiausiai žmonės pasijunta esą gerai pasiruošę pensiniam amžiui ir sukaukę turto. Tenka pamąstyti apie tai, kaip tą turimą perduoti ateinančioms kartoms. Šiame etape svarbu apsvarstyti advokato įgaliojimus, palikimą labdarai, gyvybės draudimo išmokas.

Tačiau Roger Wohlner išskiria šiuos pagrindinius gyvenimo įvykius, kurie vienaip ar kitaip paliečia finansinę asmens padėtį (Wohlner 2007):

Pirmasis darbas. Roger Wohlner akcentuoja finansinių įpročių formavimo svarbą, pradėjus dirbti, kadangi nuo šių įpročių priklauso visas tolesnis asmens finansinis gyvenimas. Tokie įpročiai galėtų būti finansinių operacijų fiksavimas, pinigų srautų stebėjimas, biudžeto sudarymas. Prieš priprantant išleisti visą atlyginimą reikėtų jau tada pradėti atidėti bent 10 proc. atlyginimo santaupoms.

Santuoka. Derėtų peržiūrėti turto planavimo ir nuosavybės dokumentus, sekti mėnesio išlaidas ir sudaryti šeimos biudžetą, paskirstyti finansinę atsakomybę.

Vaikai. Svarbu apsidrausti gyvybę, kad būtų apsaugota vaikų gerovė, atsitikus nelaimingam įvykiui bent vienam iš tėvų. Draudimas nuo nelaimingų atsitikimų nelaimės atveju nepaliks šeimos be pajamų. Taip pat, kaip ir Tackabury, Wohlner ragina pasirūpinti ir vaikų studijų finansavimu. Svarbiausia tai, kad šis autorius teigia, jog būtina vaikus mokyti pinigų valdymo pagrindų. Tai jiems padės visą gyvenimą.

Darbo netekimas. Šiame etape, be savaime suprantamų naujo darbo paieškų, teks naudoti atsargos fondą, kauptą būtent tokiam gyvenimo įvykiui. Jei jis yra teisingai apskaičiuotas ir pakankamai sukauptas, turėtų leisti ramiai ieškotis tinkamo darbo pusę metų. Derėtų stengtis apriboti savo poreikius ir vengti nebūtinų išlaidų.

Pensinis amžius. Prieš prasidedant pensiniam amžiui reiktų peržiūrėti sukauptą turtą, pakeisti turto struktūrą, įvertinti dalinio užimtumo galimybes, apsidrausti sveikatą, planuoti ilgalaikės globos poreikio patenkinimo priemones, paveldėjimo klausimus.

Kaip teigia Lavine (2007), investavimas yra gyvenimo trukmės procesas ir kuo anksčiau jis pradėtas, tuo labiau tikėtina, kad bus sėkmingas. Pirmasis jo etapas apima taupymo įpročių formavimą. Nesvarbu, ar atidedame senatvei, ar naujam būstui, ar atostogoms, visada susiduriame su taupymu. Reguliarūs atidėjimai į taupymo sąskaitas ar investicinius fondus yra produktyviausi šiuo atveju, tiesiog būtina juos „automatizuoti“ (Lavine 2007).

Farrell (2006) apskaičiavo asmeninių finansų rodiklius (1.1 lentelė), kurie priklauso nuo asmens gaunamų pajamų, tai: santaupų ir pajamų norma (angl. *Savings to Income*), skolos ir pajamų norma (angl. *Debts to Income*) bei santaupų normos ir pajamų rodikliai (angl. *Savings Rate to Income*) (Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

1.1 lentelė. Individų finansiniai rodikliai gyvenimo cikle (įskaitant 5 proc. grąžą ir 5 proc. paskirstymo normas) (Farrell 2006)

Amžius	Santaupų santykis su metinėmis pajamomis	Skolos santykis su pajamomis	Santaupų norma lyginant su pajamomis
30 metų	0,1	1,70	12 proc.
35 metai	0,9	1,50	12 proc.
40 metų	1,7	1,25	12 proc.
45 metai	3,0	1,00	12 proc.
50 metų	4,5	0,75	12 proc.
55 metai	6,5	0,50	12 proc.
60 metų	8,8	0,20	12 proc.
65 metai	12,0	0,00	12 proc.

Pagrindinis šių rodiklių tikslas – padėti žmogui, sulaukusiam 65 metų amžiaus, neturėti išsiskolinimų ir turėti santaupų 12 kartų daugiau nei jo atlyginimas iki pensijos. Tokiu būdu iš sutaupytų lėšų jis užsitikrins, kad pensijoje turėtų 60 proc. ankstesnių savo metinių pajamų.

Pradėjus taupyti tenka priimti investavimo sprendimus. Nepriklausomai nuo to, kokio amžiaus pradedama investuoti, svarbu išsikelti investavimo tikslus, numatyti, kiek laiko prireiks juos pasiekti ir kokia rizika būtų priimtina. Atsakius į šiuos klausimus bus aišku, ar santaupos bus investuojamos į pajamas, generuojančias investavimo priemones, ar tas priemones, kurios orientuotos į investicijų vertės augimą. Jei taupoma pensiniam amžiui, svarbus bus vertės augimas. Pajamas generuojančios investavimo priemonės taps aktualesnės pensinio amžiaus metu. Visos investavimo priemonės yra daugiau ar mažiau rizikingos. Vertinant riziką labai svarbu pasverti norą uždirbti tam tikrą grąžą bei galimybes toleruoti kainų svyravimus. Laikas šiuo atveju yra labai svarbus rodiklis – jei iki pensinio amžiaus likę 30 metų, rizikos tolerancija gali būti itin aukšta. Trumpesnio laikotarpio investicijos turėtų būti mažiau rizikingos. Tai, kaip namų ūkiai paskirsto sukauptą turtą pagal skirtingas turto rūšis, tokias kaip akcijos, obligacijos, investiciniai fondai, nekilnojamasis turtas ir kt., skirtinguose gyvenimo ciklo etapuose, tampa vis dažnesniu mokslinių tyrimų objektu. Tai, kaip sukauptas turtas investuojamas, ateityje gali lemti namų ūkio finansinį saugumą. Turto paskirstymo sprendimai per visą gyvenimo ciklą yra svarbūs suvokiant individų elgseną, kadangi vis daugiau finansinių priemonių, kuriomis kaupiama pensiniam amžiui, leidžia pačiam investuotojui spręsti, kur investuoti (Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

Standartinis gyvenimo ciklo modelis individo ar namų ūkio sukaupto turto per gyvenimo ciklą kreivę vaizduoja varpo formos: darbingais gyvenimo metais turtas kaupiamas, o pensiniame amžiuje išleidžiamas. Tačiau Nacionalinio ekonominių tyrimų centro atstovų (Poterba, Samwick 1997) atlikti JAV namų ūkių turto sudėties tyrimai parodė, kad ne visoms turto rūšims galioja minėtos formos kreivė. Pavyzdžiui, finansinio turto dalies, įeinančios į namų ūkio bendro turto sudėtį, kreivė yra visiškai priešinga: finansinio turto dalis mažėja didėjant individo amžiui, o artėjant pensijos laikotarpiui ima didėti. Investicijų į nekilnojamąjį turtą ar tiesiogiai valdomo verslo akcijų kreivė sutampa su standartinio gyvenimo ciklo modelio kreive.

Švedijos namų ūkių tyrimus atliko Upsalos universiteto mokslininkas Björn Anderson. Tyrimų rezultatai parodė, kad skirtingų rūšių turto paklausa ir gyvenimo ciklas yra aiškiai susiję. Nekišlojamojo turto paklausa per gyvenimo ciklą tiksliausiai atitinka tipinę standartinio gyvenimo ciklo modelio varpo formos kreivę. Finansinio turto turėjimo galimybės kyla sulig amžiumi, tačiau turto dalies, investuotos į finansinį turtą, kreivė yra U formos. Šie rezultatai taip pat tinka analizuojant saugią finansinių investicijų dalį portfelyje, tačiau rizikingų investicijų pasirinkimo tendencijos nėra tokios aiškios. Jų dalis bendroje turto struktūroje per gyvenimo ciklą kinta labiau pagal varpo formos kreivę (Anderson 2001). B. Andersono tyrimai taip pat parodė, kad rizikingesnes investicijas renka vieniši, šeimos neturintys individai. Rezultatai taip pat pagrindė teorinius argumentus, kad žmogiškasis kapitalas ir galimybė keisti darbą bei jo trukmę veikia rizikingo turto paklausą (Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

JAV Nebraskos universiteto mokslininkai (Davis, Carr 1992) atliko tyrimus, norėdami išsiaiškinti, kaip skiriasi biudžeto sudarymo praktika skirtinguose gyvenimo ciklo etapuose. Tyrimų rezultatai parodė, kad daugiausia jaunų asmenų namų ūkių sudaro biudžetus, ypač rašytine forma. Biudžeto sudarymo praktika pensinio amžiaus asmenų namų ūkiuose iš esmės skiriasi nuo jaunų šeimų. Tarp vyresniųjų gerokai mažiau namų ūkių sudaro biudžetus, tačiau daug daugiau jų teigė, kad biudžetus sudaro septynių mėnesių ir ilgesniam laikotarpiui.

2006 m. atlikti šalies namų ūkių tyrimai (Klimavičienė, Jurevičienė 2007) atskleidė asmens amžiaus ir taupymo bei investavimo sąsajas. Tyrimai parodė, kad daugiausia galimybių taupyti turi 21–30 metų amžiaus žmonių grupė: kuo vyresnis žmogus, tuo mažesnė pajamų dalis atidedama taupyti ir atvirkščiai. Taip pat tyrimas atskleidė, kad skirtingos amžiaus grupės skirtingai paskirsto turtą pagal turto rūšis. Jauniausiai (21–30 metų) amžiaus grupei būdingas santykinai nedidelis grynųjų pinigų kiekis, palyginti su kitomis amžiaus grupėmis, bei didesnės nei kitose amžiaus grupėse investicijos į vertybinius popierius. Jaunesnių asmenų investicijų į akcijas dalis vertybinių popierių portfelyje yra didesnė nei kitose amžiaus grupėse. Didėjant amžiui, mažėja akcijų dalis investicijų portfelyje, didėja investicinių fondų vienetų dalis.

Finansai per visą gyvenimo ciklą arba gyvenimo ciklo finansai (angl. *Life-Cycle Finance*), ypač taupymas ir investavimas, tampa vis svarbesnis

žmonėms visame pasaulyje. Pagrindiniai klausimai, su kuriais jie susiduria, yra (Jurevičienė, Klimavičienė 2008): kiek pajamų jie turėtų sutaupyti ateičiai? Nuo kokių rūšių rizikos jie turėtų apsidrausti? Kaip jie turėtų investuoti santaupas? Kada jie turėtų planuoti išeiti į pensiją? Racionalaus elgesio ir konkurencinės rinkos pusiausvyros teorijos suteikia tam tikras gaires politikams, finansinių paslaugų įmonėms, kuriančioms gyvenimo ciklo finansinius produktus, finansų patarėjams bei asmenims, nemokantiems priimti pagrįstų finansinių sprendimų.

Per pastaruosius tris dešimtmečius daug žinomų finansų teoretikų ir žmogaus elgseną tiriančių mokslininkų analizavo, kaip iš tiesų reikėtų priimti tokius sprendimus. Teoretikai kūrė optimizavimo modelius, kurie apėmė svarbius aspektus, tokius kaip besikeičiančios investavimo galimybės, neprognozuojamos gyventojų pajamos, įpročių formavimas ar sandorių sąnaudos. Tuo pat metu realios finansų elgsenos mokslinės studijos atskleidė, kad žmonės sistemingai daro tam tikras klaidas dėl žinių stokos, ydingos logikos, pažinimo disonanso (susidūrimas su dviem vienas kitam prieštaraujančiais faktais, kurie abu atrodo teisingi) ar neobjektyvios statistikos (Bodie 2002a; Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

Naujasis finansų mokslas padarė didžiulę įtaką institucinės rizikos valdymo praktikai. Sudėtingos rizikos valdymo sistemos šiandien plačiai paplitusios finansinių paslaugų įmonėse bei daugelyje nefinansinių įmonių ir organizacijų. Tačiau naujojo mokslo taikymas svarbiems gyvenimo ciklo aspektams, su kuriais susiduria namų ūkiai, yra vis dar ribotas. Finansų planavimo „įrankiai“ internete toli gražu atsilieka nuo geriausios teorijos. Šiuolaikinė teorija naudoja ne vieno, o keleto periodų apsidraudimo (angl. *Hedging*) priemones, išvestinių finansinių priemonių analizę, o kiekybiniai modeliai, kuriuos nuolat naudoja profesionalūs finansų valdytojai, tėra tik klaidų ir bandymų, Monte Karlo prognozavimo metodo ir Markowitziaus optimalios portfelio diversifikacijos modelio mišinys (Bodie 2002a; Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

Gyvenimo ciklo finansus plačiai nagrinėjo amerikiečių mokslininkai Zvi Bodie ir Robertas C. Mertonas, tad daugiausia remtasi šių autorių mintimis. Zvi Bodie yra vienas naujosios gyvenimo ciklo finansų paradigmos šalininkų ir kūrėjų. 1.2 lentelėje pateiktas senosios ir naujosios gyvenimo ciklo finansų paradigimų palyginimas.

1.2 lentelė. Gyvenimo ciklo finansų paradigms palyginimas
(Bodie 2002a; Jurevičienė, Klimavičienė 2008)

Savybė	Senoji paradigma	Naujoji paradigma
Turto matas	Turtas	Prekių vartojimas ir laisvalaikis per visą gyvenimą
Laikotarpis	Vienas periodas (akcijos saugesnės ilguoju laikotarpiu)	Daug periodų (akcijos rizikingos tiek trumpuoju, tiek ilguoju laikotarpiu)
Rizikos valdymo priemonės	Taupymas atsargai Diversifikacija	Taupymas atsargai Diversifikacija Apsidraudimas (angl. <i>Hedging</i>)
Investicijų produktai	Investiciniai fondai	Su infliacija ir gyvenimo standartais susieti anuitetai Tikslinės sąskaitos (pvz., su studijų mokesčiais susieti indėliai)
Kiekybinis modelis	Markowitziaus vidurkio nuokrypio efektyvumo ir Monte Karlo imitacinis modeliavimas	Dinaminio programavimo ir išvestinių finansinių priemonių analizė
Kapitalo rinkos lūkesčiai	Nustatyti pagal istorinę statistiką	Išvesti atsižvelgiant į dabartines finansinių instrumentų kainas

Gyvenimo ciklo finansų teorija remiasi būsenų ir pirmenybių požiūriu į neapibrėžtumą (angl. *State-Preference Approach to Uncertainty*), kurį, kaip jau minėta, pirmasis pateikė K. J. Arrow (1965) ir vėliau detaliavo G. Debreu (1959). Šis požiūris tapo populiarus 7-ajame dešimtmetyje Jacko Hirshleiferio darbų dėka (1965–1966 m.), o toliau jį tobulino Roy Radneris (1968, 1972) bei kiti finansų ir pusiausvyros teorijų autoriai. Pagrindinis šio požiūrio principas yra tas, kad galima sumažinti pasirinkimo galimybes, esant neapibrėžtumui, tinkamai keičiant prekės struktūrą. Pagal būsenų ir pirmenybių požiūrį į neapibrėžtumą prekes galima diferencijuoti ne tik pagal jų fizines savybes ar buvimo vietą erdvėje ir

laike, bet ir atsižvelgiant į jų „būseną“. Tai reiškia, kad „ledai lyjant“ yra skirtinga prekė nuo „ledai šviečiant saulei“, todėl jie vertinami skirtingai ir gali skirtingai kainuoti. Hipotetiniame pasaulyje kiekvienas individas pasirenka būtent tokią kombinaciją, kuri maksimizuoja tikėtiną naudinumą (Klimavičienė, Jurevičienė 2008).

Robertas C. Mertonas besitęsiančio laiko finansų teorijoje Arrow-Debreu pasaulį susieja su realiu pasauliu. Mertono besitęsiančio laiko finansų modelis yra daug labiau apibendrintas nei Markowitziaus vidurkio ir nuokrypio portfelio pasirinkimo modelis. Markowitziaus modelio prielaida yra ta, kad individas priima sprendimą statiniu vieno periodo laikotarpiu. Mertono modelis apima kelis skirtingus laiko horizontus. Planavimo horizontas yra visas laikas, kuriam individas kuria planus. Todėl 25 metų žmogaus, kuris tikisi gyventi iki 85 metų, pensinio amžiaus planavimo horizontas bus 60 metų. Didėjant žmogaus amžiui, planavimo horizontas trumpėja. Sprendimo horizontas yra laiko tarpas tarp sprendimų peržiūrėti portfelį. Sprendimo horizonto ilgumą individas gali kontroliuoti tam tikrose ribose. Kai kurie žmonės peržiūri savo portfelį tam tikrais reguliariais intervalais – vieną kartą per mėnesį (kai apmoka sąskaitas) arba vieną kartą per metus (kai pildo mokesčių deklaracijas). Žemą riziką toleruojantys žmonės, didžiąją dalį turto laikantys banko sąskaitose, savo portfelius peržiūrės tik kartais ir nereguliariais laiko intervalais, kuriuos nulems ypatingi įvykiai, tokie kaip santuoka ar skyrybos, vaiko gimimas, palikimo paveldėjimas. Staigus asmens turimo turto kainos pakilimas ar kritimas taip pat paskatina peržiūrėti portfelį. Žmonės, valdantys didžiules akcijų ir obligacijų investicijas, įprastai peržiūri savo investicijas kas dieną arba net dažniau (Bodie 2002b; Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

Trumpiausias įmanomas sprendimo horizontas yra prekybos horizontas, kuris apibūdinamas kaip minimalus laiko intervalas, per kurį investuotojas gali pakeisti savo portfelį. Prekybos horizonto trukmės individas kontroliuoti negali. Ar prekybos horizontas lygus savaitei, dienai, valandai ar minutei, lemia rinkų struktūra ekonomikoje (pavyzdžiui, kada dirba vertybinių popierių birža arba tai, ar egzistuoja užbiržinė rinka). Norėdami padaryti šį modelį realesnį, Zvi Bodie, Robertas C. Mertonas ir Williamas F. Samuelsonas 1992 m. jį papildė trečiu kintamuoju – darbo kiekiu, kurį žmonės pasirenka atlikti. Šiame modelyje individai pradeda veikti turėdami tam tikrą pradinį finansinio turto ir darbo

(žmogiškojo kapitalo) uždirbamosios galios dydį (Bodie, *et al.* 1992). Abiejų komponentų – finansinio ir žmogiškojo kapitalo – vertė rinkoje nuolat kinta. Atlyginimo norma (žmogiškojo kapitalo grąža) teigiamai koreliuoja su rinkoje prekiaujamo turto grąža. Vartojimas, turtas ir grąžos normos yra išreikštos vartotojiškų prekių kiekiu. Bet kuriame laiko taške individai lemia savo vartojimą, finansinio turto dalį, investuojamą į rizikingą turtą, ir maksimalių galimų darbo pajamų dalį, kurią jie išleis laisvalaikiiui, tam, kad maksimizuotų diskontuotą tikėtiną gyvenimo ciklo naudingumą. Tokio modelio išvada tokia – individo finansinio turto dalis, optimaliai investuojama į rizikingą turtą, turėtų mažėti su amžiumi dėl dviejų priežasčių (Klimavičienė, Jurevičienė 2008). Pirmoji kyla iš fakto, kad žmogiškasis kapitalas yra mažiau rizikingas nei nuosavybė ir kad žmogiškojo kapitalo dalis visoje individo turto struktūroje mažėja didėjant individo amžiui. Pavyzdžiui, ankstyvaisiais individo karjeros metais jo visame turte dominuoja santykinai saugus žmogiškasis kapitalas, tad, norint išlaikyti optimalų viso turto rizikingumą, didelė dalis finansinio turto turi būti investuota į rizikingą turtą. Antra, ku didesnės asmens galimybės keisti darbą, tuo daugiau bus investuojama į rizikingą turtą. Individai finansinio turto vertės pasikeitimą sugebės kompensuoti darbo kiekiu (daugiau ar mažiau dirbs). Jie turės galimybių dirbti daugiau valandų, rasti papildomo darbo, atidėti išėjimą į pensiją. Jei jaunesni darbuotojai turi daugiau galimybių keisti savo darbą negu vyresni darbuotojai, tai investicijų į rizikingą turtą dalis su amžiumi turėtų mažėti.

Galimi ir atvirkštiniai rezultatai. Žmonėms, pasižymintiems rizikingu žmogiškuoju kapitalu, tokiems kaip verslininkai, akcijų analitikai, optimalu būtų karjeros pradžioje iš viso neturėti portfelyje akcijų ir didinti jų dalį su amžiumi. Kiti besitęsiančio laiko gyvenimo ciklo modeliai sujungia svarbius įpročių formavimo elementus, lemiančius finansinių produktų pasirinkimą.

Tad individai, tvarkydami savo finansus, turi atsižvelgti į daugelį aplinkybių, tokias kaip išsilavinimas ir darbo pobūdis, šeimyninė padėtis, apsirūpinimas būstu, asmeniniai prioritetai, nepamirštant pagrindinio tikslo – užsitikrinti pakankamą pinigų kiekį pensiniam amžiui, sumažėjus pajamoms. Priklausomai nuo minėtų aplinkybių, būtina nuolat rūpintis finansais.

1.2. Asmeninių finansų valdymo procesas

Asmeninių finansų valdymas gali būti apibrėžiamas kaip finansinio turto valdymo procesas, vykdomas remiantis tam tikrais principais. Pastaruoju metu Lietuvoje jau ne tik mokslininkai, bet ir finansų institucijos vis daugiau dėmesio skiria namų ūkių finansams: 2009 m. pabaigoje „Swedbank“ įsteigė ir vadinamąjį Asmeninių finansų institutą, SEB bankas jau nemažai metų reklamuoja šeimos finansų eksperto paslaugas. Šiuo metu bankuose tapo populiariu siūlyti nuolatiniam klientams „asmeninio bankininko“ paslaugas.

Kaip jau minėta, asmeniniai finansai – tai asmens ar namų ūkio pajamos ir išlaidos. Tai lėšos, kurias asmuo gauna kaip pajamas ir išleidžia, siekdamas kurti piniginius santykius. Todėl piniginių lėšų susidarymo ir panaudojimo procesus būtina planuoti. Taigi asmeninių finansų valdymo tikslas – visada turėti užtektinai pinigų: šiuo metu, netolimoje ir tolimesnėje ateityje. Kitaip sakant, pelningesniu laikotarpiu reikia kaupti atsargas tiems laikotarpiams, kai įplaukos nebus pakankamos. Tačiau tik pinigų turėjimas – nėra pakankama, nors ir būtina sąlyga. Asmeniniai finansai apima tiek pinigų turėjimą, tiek ir nuosavybės kaupimą. Pinigų turėjimas užtikrina pragyvenimą konkrečiu momentu (maisto pirkimą, komunalinių ir kitų paslaugų apmokėjimą ir pan.), o nuosavybės kaupimas (turėjimas) apibūdina šeimos (žmogaus) gerovę (angl. *Wealth*) – ko ir siekiama valdant asmeninius finansus.

Svarbiausias sėkmės veiksnys – sistemingai siekti užsibrėžtų tikslų. Būtina siekti savo idėjų, laikytis išsikeltų tikslų, kitaip tariant, elgtis nuosekliai. Iš esmės asmeninių finansų valdymas yra paremtas tais pačiais principais kaip ir įmonės finansų valdymas. Reikia laikytis dviejų principų (Taujanskaitė, Jurevičienė 2010):

- Svarbu atskirti norus nuo realių poreikių. Dažniausiai, augant pajamoms, didėja ir norai, o vienus patenkinus, jų vietą užima kiti. Taip gali susidaryti įspūdis, kad pinigų yra mažai ir nėra net galimybės dalį lėšų atidėti, kaupti ar investuoti. Tačiau labai pavojinga atidėti taupymą ar investavimą ateičiai ir tikėtis, kad ateityje pinigų bus galima skirti daug ir iš karto. Svarbu įsisąmoninti, kad laikai gali tapti dar sudėtingesni, todėl laimi tie, kurie saugia ateitimi pradeda rūpintis kuo anksčiau (čia suveikia ir laiko veiksnys – kuo ilgiau investuojama, nors ir mažą sumą, tuo didesnę galima grąža).

• **Prioritetas** – pensijos planavimas, t. y. lėšų kaupimas pensiniam laikotarpiui, kai nebeliks su darbo santykiais susijusių pajamų. Žinoma, įvairių žmonių pajamų ir poreikių santykis skirtingais gyvenimo etapais nebus vienodas, tačiau viena taisyklė galioja visiems – sulaukus pensijos, jeigu kaupimu nepasirūpinama iš anksto, pajamos tikrai bus mažesnės už poreikius. Todėl pensijos planavimas turėtų būti pagrindinis tikslas ir prioritetas darbingu laikotarpiu.

Tad asmeninių finansų valdymas yra suprantamas kaip asmens priimamų finansinių sprendimų procesas ir yra susietas tik su konkrečiu asmeniu. Proceso arba veiksmų sekos požiūriu asmeninių finansų valdymas apima keturis žingsnius (1.7 pav.).

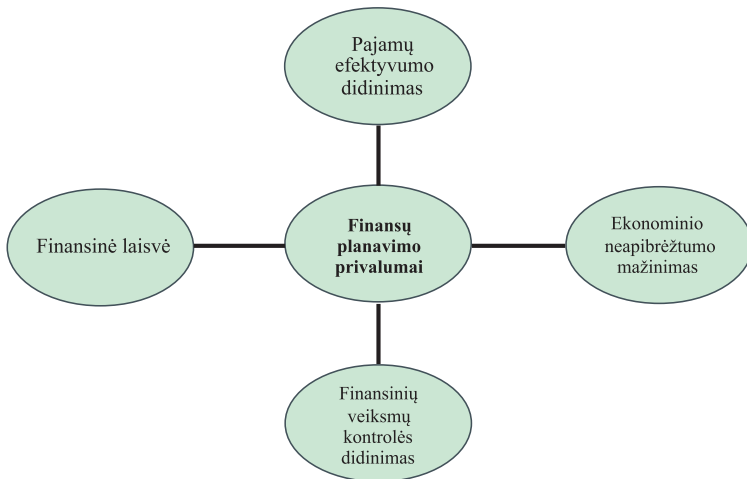


1.7 pav. Asmeninių finansų valdymo procesas
(parengta autorės)

Svarbiausia valdymo funkcija yra planavimas, kuris suprantamas kaip strategija, galinti padėti žmogui „judėti“ iš ten, kur jis yra, į ten, kur jis nori būti. Toliau bus nagrinėjama būtent ši asmeninių finansų valdymo posistemė. Asmeninių finansų planavimas, asmens piniginių santykių valdymas turinio požiūriu apima visus asmens piniginius santykius, tarp jų ir finansinio turto pirkimą (investavimą). Asmeninio finansinio turto planavimas vyksta integruotai kartu su asmeninių finansų planavimu, todėl nagrinėjami kaip viena sistema. Kaip teigia G. Victoras Hallmanas ir J. S. Rosenbloomas, asmeninių finansų planavimas yra koordinuotų ir išbaigtų planų, siekiant finansinių tikslų, rengimas ir įgyvendinimas (Hallman, Rosenbloom 2003). Šie autoriai tapatina asmeninių finansų valdymo ir asmeninių finansų planavimo sąvokas, finansinių

planų įgyvendinimą laikydami vienu iš finansinio planavimo elementų. Anot minėtų autorių, finansinio planavimo procesą vis dažniau apibūdina privataus kapitalo (gerovės) valdymo sąvoka (angl. *Private Wealth Management*) (Klimavičienė, Jurevičienė 2007).

M. Brainas pabrėžia asmeninių finansų planavimo svarbą ir teigia, kad būtina atsitiktinio pinigų valdymo (angl. *Random Money Management*) transformacija į kontroliuojamą pinigų valdymą (angl. *Controlled Money Management*) (Brain 1997). Asmeninių finansų planavimas – tai metodas, kuriuo ateičiai efektyviai rengiami namų ūkių finansiniai poreikiai. Tam šiandien pasiturinti šeima turi samdyti apskaitininką, advokatą, bankininką, draudimo brokerį, ir gal net nepriklausomą investicijų valdytoją, kuris patartų finansiniais klausimais (Altfest 2004). Asmeninio finansinio plano turėjimas padeda lengviau susiorientuoti esamoje situacijoje, greičiau reaguoti į besikeičiančią aplinką ir užtikrina finansinį saugumą. Išskiriami šie finansinio planavimo privalumai (1.8 pav.): padidėjęs efektyvumas atrandant, naudojant ir saugant pajamų šaltinius visą žmogaus gyvenimą; sumažėjęs ekonominis neapibrėžtumas, ar pageidaujama produktą ar paslaugą bus įmanoma įsigyti; padidėjusi finansinių veiksmų kontrolė, siekiant išvengti per didelių skolų, bankroto, finansinės priklausomybės ir užsitikrinant ekonominį saugumą; įgyjamas laisvės nuo finansinių rūpesčių jausmas.



1.8 pav. Finansinio planavimo privalumai (parengta pagal Rutkauskas 1999)

Asmeninių finansų planavimo etapų skirtumą ir eiliškumą įvairūs mokslininkai pateikia skirtingai, tačiau bendra tendencija yra panaši (1.3 lentelė).

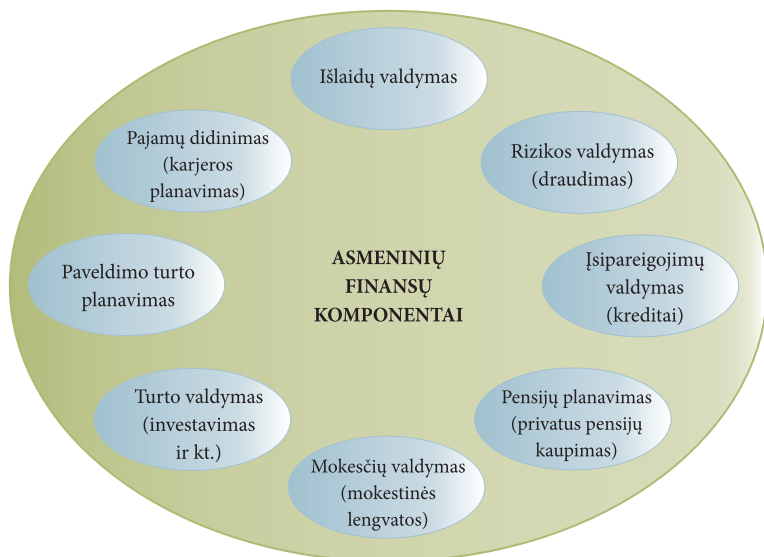
1.3 lentelė. Finansinio planavimo etapai (Klimavičienė, Jurevičienė 2007)

A. V. Rutkauskas (1999)	G. V. Hallman ir J. S. Rosenbloom (2003)	R. Brinkley (2005)
Esamos finansinės situacijos analizė	Informacijos rinkimas ir asmeninių finansinių ataskaitų parengimas	Tikslų ir laiko horizonto nustatymas
Finansinių tikslų iškelimas	Tikslų nustatymas	Rizikos tolerancijos įvertinimas
Finansinio plano kūrimas	Esamos situacijos analizė ir alternatyvų svarstymas	Finansinių išteklių įvertinimas ir paskirstymas
Finansinio plano adekvatumo realiai situacijai kontrolė	Plano formulavimas ir įgyvendinimas	Investavimas
	Periodinė peržiūra ir koregavimas	

Apibendrinant visų ekspertų nuomones, galima pavaizduoti asmeninių finansų komponentus (1.9 pav.).

Išlaidų valdymas suprantamas kaip racionalus pajamų paskirstymas, apimantis ir anksčiau minėtą privalomą lėšų atidėjimą (geriau automatinį) taupymui. Rizikos valdymas suprantamas tiek kaip apimantis ne gyvybės draudimo paslaugas, tiek ir gyvybės draudimo paslaugas. Įsipareigojimų valdymas – tai protingo skolinimosi sprendimai, kai už pasiskolintus pinigus išsigyjamas turtas generuoja didesnę grąžą nei su skolinimusi susijusios išlaidos ar galimybė (vėliau) užsidirbti daugiau pajamų (tai liečia paskolas studijoms ar verslo plėtrai). Pensijų planavimas šiuo atveju suprantamas siaurąja prasme – tai privatus pensijų kaupimas, apimantis tiek Lietuvoje esančią antrąją pensijų kaupimo pakopą, tiek ir trečiąją pensijų kaupimo pakopą. Mokesčių planavimas – tai neatsiejama ir verslo, ir privačių asmenų finansų valdymo dalis. Vyriausybė tampa

visų uždirbamų pajamų „partneriu“. Tačiau yra būdų, kaip sumažinti mokesčių našta, bet būtina išsiaiškinti, kokie jie yra, kaip ir kada juos galima panaudoti. Turima galvoje legalios mokesčių įstatymuose numatytos lengvatos, kurias žinant, gyventojai gali racionaliai išdėstyti savo turtą bei laiku vykdyti atitinkamus sandorius.



1.9 pav. Asmeninių finansų komponentai
(parengta autorės)

Turto valdymas – tai ne tik finansinis investavimas, bet ir investicijos į nekilnojamąjį turtą ar kitą materialųjį turtą ir taip pat verslo kūrimas, t. y. viso turto (materialiojo ir finansinio) valdymas. Palikimo tvarkymas – neatsiejama asmeninių finansų valdymo dalis. Kalbant apie nekilnojamojo turto palikimą būtina įvertinti ir su tuo susijusias išlaidas, kurios gali palikimą priėmusiam asmeniui sukelti daug problemų (palikimo priėmimo bei perregistravimo išlaidos gali sukelti problemų, jei nepaveldima ar palikuonis neturi sukaupęs tuo tikslu grynųjų pinigų).

Karjeros pasirinkimas (keitimas) yra susijęs ir su pinigų didinimo galimybe, tai labai svarbu ne tik finansine prasme, bet ir psichologine ar emocine. Daugelį žmonių karjera apibūdina kaip asmenybės ir parodo tiek pasitenkinimą, tiek ir nepasitenkinimą savimi. Be to, karjeros

planavimas – tai ne vienkartinis veiksmas, dėl kurio apsisprendžiama paskutiniaisiais studijų metais, jis tęsiasi visą gyvenimą, nes žmonės keičia darbą, trumpam jį palieka, o vėliau vėl grįžta į darbo rinką. Nors karjeros planavimas lyg ir tiesiogiai nepriskiriamas asmeniniams finansams, tačiau jie labai tarpusavyje susiję. Žinoma, karjera – tai tik vienas iš pajamų didinimo galimybių. Autoriai, analizuojantys asmeninių finansų valdymą, kalbant apie pinigų didinimą, pirmiausia pabrėžia investicijų grąžą.

2. Finansinių sprendimų priėmimo teorijos

Finansų teorijos bando formalizuoti ekonomikoje vykstančius reiškinius. Tačiau ekonomikos išskirtinumas yra tas, kad joje vykstantiems procesams sąmoningai ar nesąmoningai didelį poveikį daro žmogus. Todėl, skirtingai nuo daugelio mokslų, sunku vienareikšmiškai paaiškinti ekonomikos pokyčius. Pastaraisiais metais išpopuliarėjo vadinama ekonominė, finansinė elgsena, kuri, remdamasi psichologiniais aspektais ir sociologiniais reiškiniais, bando pagrįsti ekonomiką ir finansus.

2.1. Racionalių finansų paradigma ir jos kaita

Moderniosioms vartojimo teorijoms pagrindus padėjo iškilių XX a. pirmosios pusės ekonomistų – Frank P. Ramsey (1928), Irving Fischerio (1930) ir John M. Keyneso (1936) – darbai. Esminis Keynes (1936) sukurtos teorijos teiginys – vartojimas priklauso nuo esamo pajamų lygio, o palūkanų normos, pinigų kiekis, paskolų gavimo galimybės ar ekonominiai lūkesčiai visuminio vartojimo kitimui didelės įtakos neturi. Keynes (1936) absoliučiąją pajamų hipotezėje individo disponuojamas pajamas išskiria į vartojimą ir taupymą:

$$Y = C(Y) + S(Y), \quad (2.1)$$

čia: Y – pajamos; C – vartojimas; S – taupymas.

Modelyje vartojimo ir pajamų priklausomybė paprastai išreiškiama tokia tiesine (arba logaritmine tiesine) funkcija (Keynes 1936):

$$c_t = \alpha + \beta y_t, \quad (2.2)$$

čia: c_t – visuminis vartojimas; y_t – disponuojamos pajamos.

Teorija numato, kad α – nuo pajamų nepriklausomų vartojimo išlaidų parametras, kuris turėtų būti nedidelis ir būtinai teigiamo ženklo, o β – parametras, apibūdinantis ribinį vartojimo polinkį didėjant pajamoms, kuris turėtų būti artimas 1, bet už jį mažesnis.

J. M. Keynes (1936) savo hipotezėje pateikia tokias prielaidas:

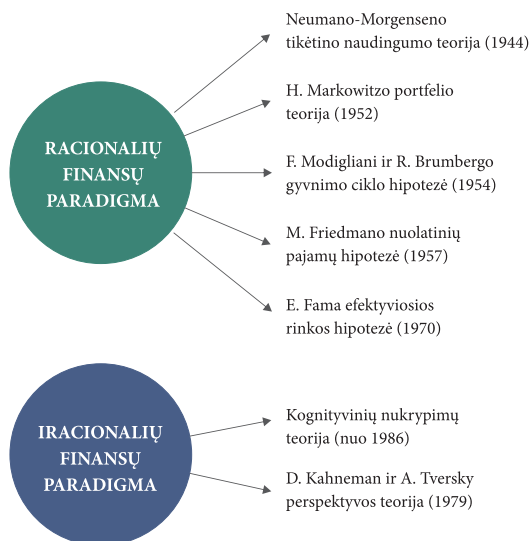
- augant disponuojamoms pajamoms vartojimas didėja mažesniu laipsniu nei pajamos, t. y. didėjant pajamoms vartotojai didesnę jų dalį taupo;

- augant disponuojamoms pajamoms vartojimo ir pajamų santykis mažėja: individai, gaunantys didesnes pajamas, taupymui skiria didesnę dalį pajamų nei mažiau turtingi;
- vartojimas priklauso tik nuo dabartinių pajamų.

Pagal šią teoriją individų finansinę elgseną lemia tik gaunamos pajamos. Kaip jau buvo minėta, kiti veiksniai namų ūkių finansinei elgsenai neturi jokios įtakos. Tačiau namų ūkių vartojimo duomenų studijos atskleidė keinsistinės teorijos neadekvatumą. Tyrimai parodė, kad šalies lygiu vertinamos vartojimo išlaidos paprastai būna tiesiogiai proporcingos einamosioms disponuojamoms pajamoms, o ilguoju laikotarpiu, disponuojamoms pajamoms augant, vartojimo ir pajamų santykis išlieka pastovus ir tai prieštarauja J. M. Keynes absoliučiąjų pajamų hipotezei, teigiančiai, jog augant pajamoms, taupymo lygis turi atitinkamai didėti, todėl vartojimas auga mažiau nei pajamos. Taigi, galima teigti, kad teorijos prielaidos pasitvirtina tik trumpuoju laikotarpiu ir tik atskiriems individams, o ne šalies lygiu (Jurevičienė, Gausienė 2010).

„Ekonominio žmogaus“ (lot. *Homo Economicus*) sampratos autorius yra ekonominio liberalizmo šalininkas A. Smitas. Anot jo, ekonominis žmogus, siekdamas asmeninės naudos, tarnauja visos visuomenės interesams. Vadinas, be jokių nurodymų savanaudiškas racionalus žmogus yra skatinamas tenkinti tokius visuomenės poreikius, kaip prekyba ir mainai (Čiegis 2006). Išskyrus A. Smitą, ekonominio žmogaus koncepciją savo veikaluose tyrinėjo D. Rikardas, A. Maršalas, M. Friedmanas ir P. Samuelsonas. A. Smito pirminė sąvoka buvo išplėtotą ir patobulintą, tačiau įvairių autorių ekonominio žmogaus sąvokos apibrėžimai neprieštarauja vieni kitiems. Visi teiginiai paremti tuo, jog dauguma įsitikinę, kad tik racionalus rinkos dalyvis turi galimybę pasiekti gerų rezultatų konkurencijos sąlygomis, esant neapibrėžtui, rizikai. Taigi išvardyti ekonomistai ir filosofai teigia, kad ekonominiu žmogumi jie laiko motyvuotą, siekiantį asmeninės finansinės gerovės ir racionaliai priimančią finansinius sprendimus individą. Svarbu pabrėžti, kad A. Maršalo ir M. Friedmano apibrėžimuose mažėja viešojo intereso naudos siekimas, o P. Samuelsonas neakcentuoja pelno maksimizavimo. Kai kurie autoriai vietoj racionalumo pabrėžia aiškų ekonominių tikslų numatymą arba akcentuoja nuoseklų sprendimų priėmimą, bet tokie ekonominio žmogaus elgsenos paaiškinimai yra pirminės sampratos tęsiniai.

Finansų valdymo moksle galima išskirti dvi savarankiškas sritis, t. y. racionalių ir iracionalių finansų paradigmas (2.1 pav.). Pagrindinis dėmesys racionalių finansų (XVIII–XX a. finansų rinka) paradigmoje skiriamas žmogaus ar žmonių grupės elgsenai tirti esant skirtingiems finansiniams santykiams, remiantis prielaida, kad individų ir apskritai visos rinkos sprendimų priėmimas yra savanaudis ir racionalus. Nuo tol „ekonominio žmogaus“ sąvoka yra naudojama visuose klasikiniuose teorijų modeliuose ir jai yra suteikiamas ypatingas vaidmuo.



2.1 pav. Dvi pagrindinės finansų paradigmos (Jurevičienė, Ivanova 2012)

Racionalių finansų paradigma turi gana daug teorijų, nusakančių ekonominio žmogaus sprendimų seką. Atsižvelgiant į tai, buvo suformuotos tokios racionalių finansų teorijos (Jurevičienė, Ivanova 2013):

- J. Von Neumanno ir O. Morgensterno tikėtino naudingumo teorija (angl. *Expected Utility Hypothesis*) (1944),
- H. Markowitziaus portfelio teorija (angl. *Portfolio Theory*) (1952),
- F. Modigliani ir R. Brumbergo gyvenimo ciklo hipotezė (angl. *Life Cycle Hypothesis*) (1954),
- M. Friedmano nuolatinių pajamų hipotezė (angl. *Permanent Income Hypothesis*) (1957),

- E. Fama efektyviosios rinkos hipotezė (angl. *Efficient Market Hypothesis*) (1970).

Pagrindinė šių teorijų prielaida yra ta, kad ekonominio žmogaus veiksmai yra racionalūs, o jo pagrindinis tikslas yra pelno maksimizavimas. J. Von Neumanno ir O. Morgensterno tikėtino naudingumo teorija yra paremta N. Bernoulli (1954) tikėtino naudingumo teorijos teiginiais. Autoriai tyrinėjo sąlygas, kuriose priima sprendimus rinkos dalyviai. J. Von Neumann, O. Morgenstern (1944) tikėtino naudingumo teorijoje teigiama, kad racionalus rinkos dalyvis, pasirenkantis vieną iš daugelių rizikingų alternatyvų (pvz., loterijos, kur yra programuojamos tikimybės, kaip išlošti pinigų), stengiasi maksimizuoti savo naudingumo funkcijos tikėtiną naudingumą pagal formulę:

$$A = \sum A_i \cdot p_i, \quad (2.3)$$

čia: A_i – tikėtinas pelnas,

p_i – pelno išlošimo tikimybė.

Tikėtino naudingumo teorija dažnai taikoma pasirinkimui, neapibrėžto laipsnio problemoms spręsti.

H. Markowitz (1952) teigė, kad investuotojas turi priimti sprendimus, nežinodamas, kuris iš alternatyvių investicijų portfelių duos daugiau pajamų. Todėl H. Markowitzius tvirtina, kad investuotojas savo sprendimus privalo pagrįsti laukiamos vertės ir standartinio nukrypimo skaičiavimais.

F. Modigliani ir R. Brumbergo hipotezės pagrindinė mintis – žmogus, visą gyvenimą bando sušvelninti vartojimą, kad per visą gyvenimą jo lygis būtų maždaug vienodas. Tačiau pajamos, be abejonės, kis atskirais metais, atsižvelgiant į kintančias aplinkybes; sėkmingais metais žmonės uždirbs daugiau, blogais ekonomikai metais ir pensiniame amžiuje žmonės uždirbs gerokai mažiau. Net ir keičiantis pajamoms įvairiais metais, žmonės stengsis nepakeisti savo gyvenimo būdo. Tai reiškia, kad žmonės padarys savo vartojimą priklausomą nuo laukiamų, tikėtinų pajamų (arba tikėtinų vidutinių pajamų per visą gyvenimą). Todėl jie daugiau taupys, kai uždirbs santykinai daugiau pajamų, ir mažiau taupys, kai jų pajamos bus palyginti mažos.

Formuluojamoje gyvenimo ciklo teorijoje teigiama, kad vartotojas iki pensijos taupo ir kaupia turtą, o paskui jį pamažu išleikvoja vartojimo tikslais (Modigliani, Brumberg 1954). Pagal šią teoriją vartojimas

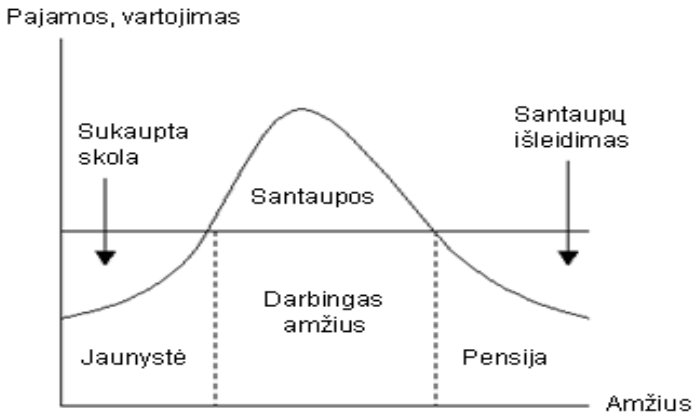
nusakomas kaip tiesinė funkcija, žyminti darbo pajamų ir turto sąryšį (Modigliani, Brumberg 1954):

$$c_t = \alpha YL + \beta W, \quad (2.4)$$

čia: YL – darbo pajamos; W – grynoji turto vertė; α ir β priklauso nuo gyvenimo trukmės, pensinio amžiaus ir ekonomikos augimo tempo.

Galimybė skolinantis ar taupant perskirstyti pajamas per visą gyvenimą buvo 1954 m. F. Modigliani ir R. Brumbergo gyvenimo ciklo hipotezės pagrindas.

Individo, taupančio pensiniam laikotarpiui, turtas turėtų didėti darbinio laikotarpiu ir sumažėti senatvėje. Sukauptas turtas (santaupos) išėjimo į pensiją metu turėtų būti maksimalus, pensiniu laikotarpiu jis būtų sunaudotas iki nulio. Todėl turto funkcija yra varpo formos (2.2 pav.).



2.2 pav. Pajamos, vartojimas ir santaupos skirtingame amžiuje
(Four Approaches... 2009; Jurevičienė, Gausienė 2010)

Taigi pagal gyvenimo ciklo hipotezę individo finansinė elgsena priklauso nuo pajamų ir sukaupto turto (santaupų) tam tikru gyvenimo periodu. Pagrindinis taupymo motyvas – kaupti lėšas vėlesniam laikotarpiui, ypač siekiant užsitikrinti įprastą vartojimo lygį senatvėje (Jappelli 2005). Remiantis šia teorija, planavimo periodas laikomas baigtiniu, teigiama, kad individai taupo tik savo reikmėms. Būtina atkreipti dėmesį į tai, kad šis modelis, nors ir papildęs, J. M. Keyneso absoliučiuųjų pajamų

hipotezę, visgi turi savų trūkumų. Pensinio amžiaus individai, siekdami išlyginti vartojimą per likusį gyvenimo laikotarpį, neišleidžia sukaupto asmeninio turto taip greitai, kaip jie tikėjosi. Ekonomistai šiam reiškiniui pateikia du paaiškinimus. Pirmasis teigia, kad papildomas turtas kaupiamas nenumatytiems gyvenimo įvykiams (ligos ar nelaimingo atsitikimo atveju gydymo išlaidoms padengti, darbo praradimo atveju ir pan.) arba gyvenimo išlaidoms, jei individas gyventų ilgiau, nei tikėtasi. Antrasis paaiškinimas, kodėl visas sukauptas asmeninis turtas nesuvartojamas pensiniu laikotarpiu, grindžiamas noru perleisti palikimą atžaloms (Jurevičienė, Gausienė 2010).

Nors gyvenimo ciklo hipotezėje nėra iki galo paaiškinamas vartotojo elgesys, šiandien tai yra pagrindinė teorija, kuria remiantis analizuojamas individualus taupymas. Plėtodamas F. Modigliani ir R. Brumbergo gyvenimo ciklo teoriją, M. Friedmanas 1957 m. veikale „Vartojimo funkcijos teorija“ išdėstė permanentinių (nuolatinų) pajamų teoriją, kurioje pabrėžia, kad vartojimą lemia ne tik esamos, bet ir numatomos pajamos, taigi vartojimo išlaidų kitimas priklauso nuo to, koks yra pajamų pokytis – nuolatinio ar laikino pobūdžio. Jo išeities taškas buvo tas, kad vartotojai siekia daugiau ar mažiau vienodai vartoti per visą gyvenimo trukmę. Nuolatinų pajamų hipotezėje numatoma, kad individų vartojimą dažniausiai lemia nuolatinės pajamos, o vartojimo išlaidų elastingumas nuolatinų pajamų atžvilgiu priklauso nuo įvairių veiksnių (pvz., palūkanų normų, už kurias vartotojas gali skolinti ar skolintis, turimo turto, teikiamų preferencijų ir t. t.). Vartojimo išlaidų ir pajamų priklausomybė nusakoma taip (Friedman 1957):

$$c_t = c_t^P + c_t^T = k_t y_t^P + c_t^T, \quad (2.5)$$

čia: c_t^P ir c_t^T – nuolatinės ir laikinos vartojimo išlaidos; y_t^P – nuolatinės pajamos; k_t – funkcija, perteikianti vartojimo jautrumą nuolatinų pajamų pokyčiams.

Suformuota nuolatinų pajamų teorija remiasi racionalių naudingumo maksimizavimu. Pastoviosios pajamos, pasak M. Friedmano, tai tokia pajamų dalis, kurią namų ūkiai, remdamiesi savo lūkesčiais, stengiasi išlaikyti ateityje. O laikinosios pajamos yra tokia pajamų dalis, kurią sunku išlaikyti ateityje, todėl ji lyg ir nėra planuojama (Jurevičienė, Ivanova 2013). Individas patiria pajamų svyravimus dėl darbo pasikeitimo,

šeimoms pagausėjimo, ligos ir pan. ir siekia pastovaus vartojimo lygio per visą gyvenimą. Taigi ši teorija panaši į Franco Modigliani ir Richardo Brumbergo gyvenimo ciklo hipotezę. Pagrindinis skirtumas tarp šios ir F. Modigliani bei R. Brumbergo teorijos yra planavimo periodo trukmės suvokimas. Kaip jau buvo minėta, F. Modigliani ir R. Brumbergas planavimo periodą laikė baigtiniu, o M. Friedmanas šį periodą teigė esant tęstinį, t. y. teigė, kad žmonės taupo ne tik sau, bet ir savo palikuonims (Jappelli 2005). Be to, M. Friedmanas atsižvelgė į tai, kad individas gali taupyti ne tik pinigais, bet ir įsigydamas obligacijų, paprastųjų akcijų, pirkdamas prekes (Laumenskaitė 2006).

Galima išskirti tris pagrindinius M. Friedman (1957) nuolatinių pajamų hipotezės principus (Jurevičienė, Gausienė 2010):

- Pirmasis principas: individo pajamos išskaidytos į du komponentus: nuolatinį (permanentinį) ir laikiną. Permanentinės pajamos apibrėžiamos kaip vidutinės tikėtinos pajamos, o laikinos – kaip realių ir permanentinių pajamų skirtumas.
- Antrasis principas: vartojimas yra permanentinių pajamų nekontingenti dalis.
- Trečiasis principas: daroma prielaida, kad laikinos ir permanentinės pajamos tarpusavyje nekoreliuoja (nepriklauso viena nuo kitos), kaip ir laikinos pajamos bei vartojimas.

Taigi, kaip teigia M. Friedmanas, asmuo tikisi nuolatinių pajamų konkrečiu gyvenimo periodu ir vartojimo sprendimus priima atsižvelgdamas į nuolatinės pajamas, o ne į dabartines, t. y. laikinas. Vartojimo lygis priklauso nuo permanentinių pajamų, o laikinų pajamų svyravimai nesukelia didelių vartojimo pokyčių. Hipotezėje teigiama, kad individo finansinę elgseną lemia nuolatinės ir laikinos pajamos. Žmonės taupo dažniausiai apsisaugojimo (atsargumo) tikslais – nenumatytiems gyvenimo įvykiams (ligos ar nelaimingo atsitikimo atveju gydymo išlaidoms padengti, trumpalaikio darbo netekimo atveju pastoviam vartojimo lygiui palaikyti ir pan.). Be to, pagal nuolatinių pajamų teoriją, individo planavimo periodas yra begalinis, o tai reiškia, kad žmonės taupo ne tik sau, bet ir savo palikuonims (Jurevičienė, Gausienė 2010).

Efektyviosios rinkos hipotezė yra viena iš svarbiausių finansų teorijų, kurioje teigiama, kad iš nustatytų kainų rinkoje galima spręsti apie rinkos efektyvumą, nes būtent kainos atspindi situaciją rinkoje ir informaciją, prieinamą investuotojams. E. Fama analizavo akcijų kainas

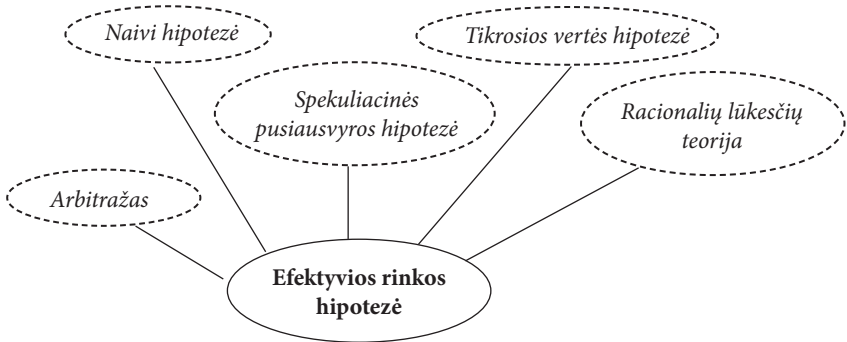
biržoje ir padarė išvadą, kad rinka yra efektyvi, jei rinkos dalyviai turi visą reikalingą informaciją sprendimams priimti. Kitaip tariant, rinkos efektyvumas tapatinamas su informacijos pakankamumu ir prieinamumu visiems rinkos dalyviams, taip pat ir namų ūkiams. Nė vienas efektyviosios rinkos dalyvis negali gauti didesnę nei vidutinį rinkos pelną, nes visiems rinkos dalyviams yra prieinama ta pati informacija (Fama 1970). Kiti šios teorijos pradininku laiko P. Samuelsoną (1965). Apibendrinant, galima sakyti, kad šios teorijos pagrindą sudaro trys pagrindiniai teiginiai (Shleifer 2000):

- Laikoma, kad investuotojai yra racionalūs ir dėl to vertybinius popierius bei kitą finansinį turtą vertina racionaliai.
- Kai kurie investuotojai nėra racionalūs ir jų finansinė elgsena yra atsitiktinė, dėl to kiekvienas jų sudarytas sandoris anuliuoja vienas kitą ir neturi įtakos kainoms.
- Racionalių investuotojų veiksmai eliminuoja iracionaliųjų įtaką kainoms.

Efektyvios rinkos hipotezė teigia, kad investuotojai, konkuruodami dėl didesnio pelno, nustato „teisingas“ kainas. Efektyvios rinkos hipotezėje įvertinama tai, kad investuotojai yra racionalūs, bet neįvertinama, kad rinka taip pat funkcionuoja racionaliai. Šioje teorijoje taip pat neatsižvelgiama į tai, kad rinka gali numatyti ateitį, tačiau įvertinama tai, kad rinkoje objektyviai prognozuojama ateitis (Ritter 2003). Racionalumas efektyvios rinkos hipotezėje reiškia (Jurevičienė, Gausienė 2010), kad:

- rinkos dalyviai teisingai perima ir suvokia visą naują informaciją;
- sprendimus apie kainas rinkos dalyviai priima maksimizuodami savo naudą.

Svarbiausi efektyvios rinkos hipotezės aspektai pateikti 2.3 paveiksle.



2.3 pav. Svarbiausi efektyvios rinkos hipotezės aspektai
(Jurevičienė, Gausienė 2010)

Bandant paaiškinti, kaip investuotojų finansų elgsena veikia rinkos kainas, pagal efektyvios rinkos hipotezę (2.3 pav.) buvo suformuluotos šios keturios hipotezės (Akintoye 2008):

- *Naivioji hipotezė* (angl. *Naive Hypothesis*) – finansinio turto kaina yra sutartinis reikalas, kuris visiškai nepriklauso nei nuo to, kiek už jį bus mokama ateityje, nei nuo to, kiek jis gali atnešti periodinių pajamų.
- *Spekuliacinės pusiausvyros hipotezė* (angl. *Speculative Equilibrium Hypothesis*) – visų investuotojų finansinė elgsena yra paremta kitų investuotojų elgsenos numatymu, neįvertinant pajamų iš finansinio turto gavimo galimybes.
- *Tikrosios vertės hipotezė* (angl. *Intrinsic Value Hypothesis*) – finansinio turto kainos yra susijusios su būsimais periodiniais jo generuojamais pinigų srautais, neįvertinant turto perpardavimo vertės.
- *Racionalių lūkesčių teorija* (angl. *Rational Expectations Hypothesis*) – turto kainos yra susijusios su būsimais periodiniais pinigų srautais iš turto ir iš jo perpardavimo vertės.

Viena iš esminių finansų sąvokų yra *arbitražas*. Teoriškai arbitražas nereikalauja jokio pradinio kapitalo ir nesukelia rizikos. Kai asmuo įsigyja pigesnę finansinį turtą ir parduoda brangesnę, jo gryniesi būsimieji pinigų srautai prilyginami nuliui, o pelnas gaunamas iškart. Arbitražas svarbus analizuojant finansų rinką, nes dėl jo veikimo kainos ilgainiui sulyginamos su tikrąja verte ir rinka išlieka efektyvi (Shleifer, Vishny 1997). Vis dėlto neteisingas finansinio turto įvertinimas – dažnas reiški-

nys, tačiau nėra lengva to išvengti siekiant didesnio pelno. Yra du neteisingo vertinimo tipai (Ritter 2003): pasikartojantys (arba arbitražiniai) ir nepasikartojantys (pagal pobūdį – ilgalaikiai). Kai pasikartoja neteisingas vertinimas, užsidirbti galima pasinaudojant mainų strategijomis. Esant nepasikartojantiems klaidingiems vertinimams, neįmanoma numatyti pakilimų ir nuosmukių, kol jie neįvyksta.

Efektyvi rinka siejama su racionalių lūkesčių teorija, mat joje įvertinama visa informacija apie turtą. Tai galima vertinti kaip tiesą tik tuo atveju, jeigu informacijos ir mainų išlaidos lygios nuliui, kadangi nėra jokio finansinio akstino mokėti už informaciją, jei ją visiškai atspindi turto kaina (Grossman, Stiglitz 1980). Artimesnė tikrovei efektyvios rinkos hipotezės versija yra ta, kad kaina atspindi informaciją iki to momento, kol ribinė nauda iš informacijos neviršija ribinių jos išlaidų (Jensen 1978). Jeigu yra daug iracionalių investuotojų ir jų finansinė elgsena nekoreliuoja, o jų sudaryti sandoriai anuliuoja vienas kitą ir neturi įtakos kainoms, tačiau turtas yra vertinamas pagal tas pačias taisykles, kyla klausimas dėl pernelyg menkos iracionalių investuotojų įtakos rinkai vertinimo.

Vertinant efektyvios rinkos hipotezės logiškumą, apibūdinant iracionalius investuotojus, mokslinėje literatūroje atkreiptinas dėmesys į arbitražą. Šis reiškinys gali būti apibūdintas kaip vienalaikis įsigijimas ar pardavimas to paties ar iš esmės panašaus finansinio turto skirtingose rinkose dėl palankaus kainų skirtumo (Sharpe, *et al.* 1999). Jeigu investuotojai yra iracionalūs, jų finansiniai sprendimai lemia kainas, tačiau nekeičia finansinio turto vertės. Dėl to racionalūs investuotojai gali parduoti pervertintą turtą arba pirkti per mažai įvertintą turtą ir taip užsidirbti, kol turto kaina nesusilygins su jo verte. Iracionalūs investuotojai, pirkdami pervertintą turtą, pralaimi, lyginant su pasyviais ir racionaliais investuotojais. Dėl to mažėja iracionalių investuotojų turtas ir jie gali pasitraukti iš rinkos arba rinktis pasyvią strategiją, kuri neturės įtakos turto kainoms ir vertei. Tai paaiškina efektyvios rinkos hipotezės teisingumą bent jau ilgoju laikotarpiu.

Pagal efektyvios rinkos hipotezę, finansinis turtas visada yra įvertintas racionaliai, nes kainoje atsispinti (jau įskaičiuota) visa turima informacija. Kainų pasikeitimų negalima numatyti, kadangi jie įvyksta tik dėl visiškai naujos, iš anksto nežinomos, informacijos (Shiller 2000). Įvertinant tai, kad turto kaina apima visą informaciją, neįmanoma pasipelnyti daugiau nei vidutiniškai, neprisiimant didesnės nei vidutinė rizikos. Efektyvios rinkos hipotezėje išskiriami du svarbūs aspektai (Berg 2005):

- Pirma, rinkos kainos yra lygios tikrajai vertei. Kitaip tariant, finansinis turtas turi ekonomiškai pagrįstą, paremtą tikėtinais pinigų srautais ir rizikos laipsniu, kainą.
- Antra, informacijos efektyvumas – kainos greitai pritaikomos prie naujos informacijos, o dėl to, kad informacija dažnai kinta, ankstesnė kaina neturi įtakos kainos pasikeitimams ateityje.

Tačiau pagal vyravusias teorijas ne visuomet pavykdavo paaiškinti vykstančius rinkoje procesus. Ilgainiui kūrėsi kitos teorijos, kuriomis buvo bandoma nustatyti kitas priežastis, lemiančias kainų svyravimus rinkoje.

2.2. Elgsenos teorija

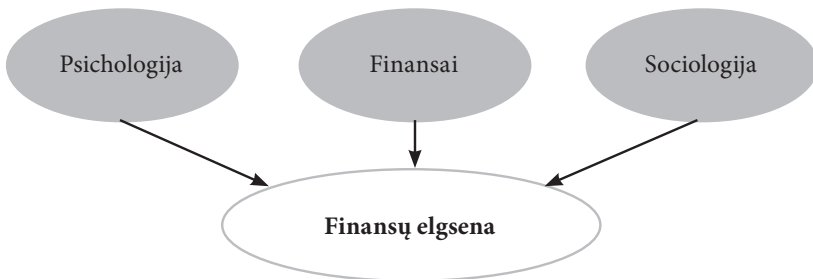
Finansinės gyventojų elgsenos teorijos tyrinėja ir paaiškina rinkos dalyvių subjektyvius sprendimo priėmimo veiksmus ir iracionalius nukrypimus finansų rinkoje. Gyventojų finansų elgsenos teorijos tyrinėja veiksmus, kurie racionalių finansų paradigmoje yra pristatyti kaip „triukšmas“ (angl. *Noise Trader Risk*) arba *nefundamentalioji rizika*, bando juose rasti tarpusavio ryšius ir priklausomybę, kad tai išplėstų fondų rinkas. Dėl to gyventojų finansų elgsenos teorijų tyrimo objektas yra rinkos dalyvių veiksmai (Baker 2010). Gyventojų finansų elgsenos tyrinėtojai – Le Bon (1896), Raiffa (1968), Kahneman, Tversky (1979) – teigė, kad teorinis individo elgesys skiriasi nuo praktinio, o klasikiniai finansiniai modeliai negali paaiškinti visų finansinių sprendimų arba jų prognozuoti. Todėl anksčiau ir dabar ekonominio žmogaus (lot. *Homo Economicus*) finansų elgsenos racionalumas yra pagrįstai kritikuojamas. Pagrindiniai kritikos aspektai (Jurevičienė, Ivanova 2013):

- Racionalumo dėsnis iki galo neišaiškina, ar maksimalus pelnas turi būti svarstomas ilgalaikėje ar trumpalaikėje perspektyvoje;
- Išskyrus maksimalų pelną, žmogus visą laiką jaučia vadinamąsias „psichologines“ pajamas. Tačiau jei individas nori maksimizuoti pelną, jis dažnai turi rinktis tarp materialinės ir psichologinės gerovės, todėl pelno maksimizavimo kriterijus jau nėra toks racionalus, kaip buvo teigiama iš pradžių;
- Ekonominiam žmogui gali būti nesvarbus pelno maksimizavimo kriterijus, nes jis nori gauti pakankamą, atsižvelgdamas į asmeninius poreikius, pelną;

- Tik maža namų ūkių dalis taiko tikimybių teoriją ar kitus matematinis skaičiavimus prieš priimdama optimalų sprendimą kasdieniame gyvenime.

Racionalių finansų paradigma neatsižvelgia į tokius veiksnius, kaip psichologiniai žmogaus motyvai, skirtingi namų ūkių lūkesčiai, informacijos nepakankamumas. Dėl to atsirado problema, kad racionalių finansų paradigma nusako, koks yra teoriškai optimalus ekonominio subjekto pasirinkimas, tačiau jos neapibrėžia realaus individo pasirinkimo.

Ekonominės elgsenos paradigma atsirado tada, kai buvo sukaupta pakankamai empirinių ir eksperimentinių įrodymų, leidžiančių teigti, kad, prognozuojant ekonominius sprendimus, negalima absoliučiai remtis beribio racionalumo nuostata. Tolesni tyrimai parodė, kad psichologines idėjas galima formalizuoti ir panaudoti prognozuojant ekonominius sprendimus. Pasak autorių (Ricciardi, Simon 2000; Baker 2010), ekonominė elgsena – tai psichologijos ir ekonomikos derinys, nagrinėjantis, kas atsitinka rinkoje, kurioje atskiri dalyviai parodo savo žmogiškųjų galimybių ribotumą ir komplikuotumą, ir ji yra neatsiejama nuo sociologijos mokslo. Elgsenos teorijos remiasi moksliniais žmogaus ir socialinio pažinimo bei emocijų nuokrypių tyrimais, siekdamos geriau suprasti ekonominius sprendimus ir jų poveikį rinkos kainoms, santaupų grąžai bei išteklių išdėstymui. Šiose srityse daugiausia dėmesio skiriama finansinių institucijų racionalumui ar jų stokai įvertinti. Subjektyvūs mąstymo veiksniai ir iracionalios elgsenos nukrypimai tiriami taikant socialinių ir humanitarinių mokslų metodus (apklausą, psichologinį testą) bei matematinius modelius ir sudaro integruotą visumą (2.4 pav.).



2.4 pav. Finansų elgsenos teorijos ryšys su kitais socialiniais mokslais (parengta, remiantis Smith, Simon 2000)

- psichologija – mokslas, tiriantis elgsenos ir psichikos procesus ir parodantis, kaip šiuos procesus lemia žmogaus fizinė, psichinė ir išorinė aplinka; psichologijos tyrimo metodai taikomi, siekiant įvertinti investuotojų elgseną;
- finansai – išteklių sudarymo, paskirstymo ir naudojimo sistema; tiriant finansų rinkos nukrypimus, taikomi matematiniai modeliai;
- sociologija – sisteminis mokslas apie žmogaus ir grupės socialinį elgesį, akcentuojantis socialinių santykių įtaką žmonių požiūriui ir elgsenai; tyrinėjami subjektyvūs mąstymo veiksmai ir iracionalios elgsenos nukrypimai, taikant sociologinius metodus.

Finansų elgsenos šalininkai teigia, kad investuotojai, prognozuodami pinigų srautus ar pasirinkdami diskonto normas, gali nuolat daryti klaidas ir šios klaidos gali sukelti ilgalaikį kursų nukrypimą nuo bazinių kainų (Barberis 2006). Literatūroje randamas labai platus, įvairiapusis, daugiafaktorinis ir daugiareikšmis finansų elgsenos apibūdinimas. Mokslinėje literatūroje nėra nusistovėjusios vienos, griežtai apibrėžiančios finansų elgseną sąvoką, nuostatos. Skirtinga termino interpretacija demonstruoja šios mokslo srities naujumą ir daugialypiškumą. Vien pastarąjį dešimtmetį finansų elgsenos apibrėžimas labai kito (2.1 lentelė).

2.1 lentelė. Finansų elgsenos apibrėžimas (Jurevičienė, *et al.* 2012)

Autorius	Metai	Apibrėžimas
1	2	3
Goldberg J., Von Nitzsch, R.	1999	Į elgseną orientuota finansų rinkų teorija; disciplina, kuri remiasi faktu, kad žmonės racionaliai elgiasi tik iki tam tikros ribos
Thaler R. H.	1999	Klasikinės ekonomikos ir finansų teorijos integravimas į psichologijos ir sprendimų priėmimus tyrinėjančius mokslus
Fuller R. J.	2000	Finansų elgsena siekia paaiškinti investuotojų mąstymo procesų dėsningumus, taip pat su tuo susijusius emocinius procesus, ir kiek jie veikia sprendimų priėmimą
Fromlet H.	2001	Nagrinėja, kaip investuotojai renka, apdoroja informaciją priimdami investicinius sprendimus

1	2	3
Ritter J. R.	2003	Finansų elgsena siekia papildyti standartines finansų teorijas įtraukdama psichologinius aspektus į sprendimų priėmimo procesą
Levy H., Post, T.	2005	Teorijos, kurios gali paaiškinti rinkos neefektyvumą ir rinkos anomalijas
Bodie Z., Kane A., Marcus A.	2007	Finansų rinkų modeliai, kurie išryškina potencialius psichologinių veiksnių įsikišimus į investuotojo elgseną
Jordan B., Miller T.	2008	Finansų sritis, kuri nagrinėja investuotojų samprotavimo klaidas dėl priimamų sprendimų ir rinkos kainų
Gitman J., Joehnik M. D.	2008	Tyrimų visuma, nagrinėjanti, kokį vaidmenį primant investicinius sprendimus atlieka emocijos ir kiti subjektyvūs veiksniai

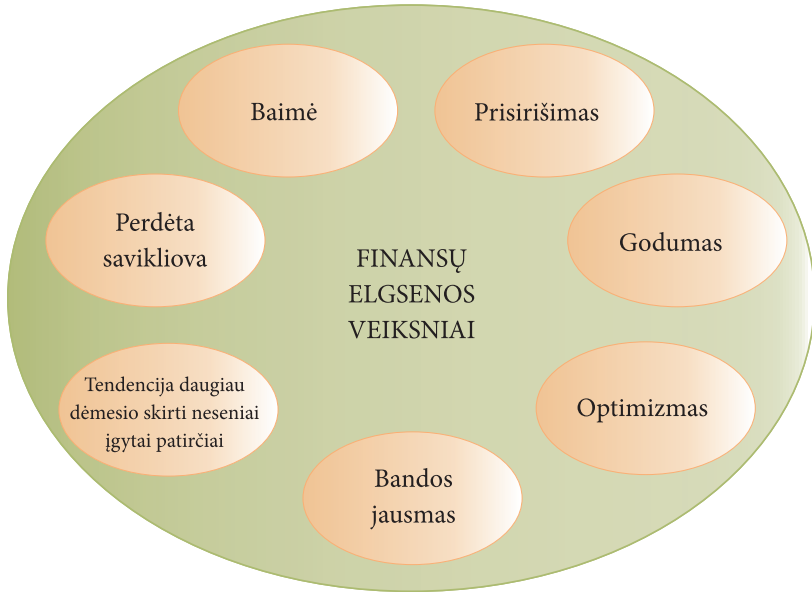
Finansų elgsenos apibrėžimas apima du svarbius aspektus – individualų investuotoją ir visą rinką. Kitaip tariant, finansų elgsena plačiąja prasme yra skirstoma į makroelgsenos finansus ir mikroelgsenos finansus (Pompian 2006). Makrofinansų elgsena atskleidžia ir aprašo efektyvios rinkos hipotezės anomalijas, kurias gali paaiškinti žmonių elgsenos modeliai. Tačiau mikrofinansų elgsena nagrinėja individualių investuotojų elgseną ir nukrypimus, o tai ir skiria šiuos investuotojus nuo griežtai racionalaus ir pagal griežtus matematinius statistinius modelius besielgiančio žmogaus. Todėl finansų elgsena yra finansų mokslo koncepcija, kuri gilinasi į tai, kokią įtaką priimamiems finansiniams sprendimams daro psichologiniai veiksniai (Jurevičienė, *et al.* 2012). Greitas JAV akcijų kainų kilimas, ypač technologinių bendrovių, paskutiniame XX amžiaus dešimtmetyje sukretė daugumos specialistų pasitikėjimą racionaliomis rinkomis ir pritraukė jų dėmesį į finansų elgsenos teorijas (Barberis 2006).

Viename pirmųjų finansų elgsenos veikalų „Moralinių sentimentų teorija“, kuris pasirodė XVIII a., jo autorius, garsusis ekonomistas A. Smithas, apibrėžia protinės ir emocinės žmogaus sąveikos, bendravimo pagrindus. „Moralinių sentimentų teorija“ buvo orientuota į tokius asmens elgsenos elementus, kaip išdidumas, gėda, nesaugumas, egoizmas, ir būtent jais šis veikalas rėmėsi aiškindamas asmens veiksmus ir naudos siekimą (Smith 1998). Kitas to meto mąstytojas, J. Benthamas,

nuolat generavo idėjas ir rašė darbus apie psichologinius ekonominės naudos aspektus. Autorius teigė, kad naudingumo principas yra tas, kuris patvirtina arba paneigia kiekvieną veiksmą, kuris atitinkamai padidina arba sumažina asmens laimę (Bentham 1781). Vienas iš svarbiausių iracionalios elgsenos darbų autorių buvo to meto prancūzų mokslininkas G. Le Bon, kuris jau 1896 m. apibrėžė minios poveikį žmonėms. Autorius pabrėžė, kad minios jausmas užkrečiamas, kad veikdami grupėje žmonės susijungia į vieną visumą ir vadovaujasi kolektyvinėmis nuostatomis, kita vertus, jei jie veiktų vieni, jų elgsena įgautų visišką priešingybę (Le Bon 1896).

XX a. pradžioje ekonomikos moksle, vyraujant neoklasikinėms teorijoms, psichologija buvo išstumta iš ekonomikos diskursui įtaką darančių veiksnių. Tačiau reikšmingi XX a. 3–5-ojo dešimtmečių moksliniai tyrimai iš esmės buvo ekonomikos elgsenos ir finansų elgsenos atgimimas, kurie padėjo pagrindą tolesnei įvykių eigai ekonomikos elgsenos ir finansų elgsenos srityje. Finansų srities teoretikai H. Raiffa (gim. 1924 m.), A. Tversky (1937–1996), D. Kahneman (gim. 1934 m.), H. Shefrin (gim. 1947 m.) išaiškino, kad psichologiniai ir emociniai veiksniai lemia investuotojų iracionalius klasikinių investicinių teorijų atžvilgiu sprendimus. Jie nustatė, kad mąstymo būdas, esant neapibrėžtumo laipsniui ir rizikai, skatina namų ūkius skirtingai reaguoti į informaciją rinkoje. Kitaip sakant, namų ūkiai turi vertinti vieno arba kito finansinio sprendimo tikimybę ir rinkos aplinką, kurioje sprendimai yra priimami. Turi būti nustatyti valiutų kurso svyravimai, infliacijos poveikis, vertybinių popierių pasikeitimai ir pan. Norint visa tai įvertinti, naudojamosi matematiniais skaičiavimais.

Herbert (2007) pristatė apriboto racionalumo teoriją, kuri teigia, kad žmonės turi informacinių, intelektualinių ir skaičiavimo ribotumų. Mokslininkas ištyrė, kad žmonės renka pasiekiamą informaciją, naudoja euristiką (kad būtų galima lengviau analizuoti informacijos proceso apdorojimą) ir sustoja tada, kai pasiekia pasitenkinimą keliantį, o ne optimalų sprendimą (Herbert 2007). Taigi, užuot ieškoję alternatyvų, žmonės apsiriboja tuo, kas atitinka jų poreikius. Fischer, Gerhardt (2007) atliko individualių investuotojų sprendimų priėmimo mokslinius tyrimus ir nustatė pagrindinius finansų elgsenos veiksnius, kurie veikia investuotoją (2.5 pav.).



2.5 pav. Pagrindiniai finansų elgsenos veiksniai (Jurevičienė, Jermakova 2012)

- Baimė. Daugumai žmonių pasireiškia baimė prarasti pinigus.
- Prisiirišimas. Dauguma žmonių prisiriša prie vienu akcijų dėl to, kad iš jų yra gavę naudos, ir pasilieka jas ilgam, nepaisydami įvairių aplinkos pokyčių.
- Godumas. Pasireiškia tuo, kad godus žmogus gali prisipirkti aukštomis kainomis ir dideliais kiekiais akcijų, neatlikęs tinkamų skaičiavimų.
- Optimizmas. Optimistiški žmonės dažnai per daug įsitraukia į rinką neturėdami loginių priežasčių. Tai tampa rinkų korekcijos ar net rinkų žlugimo priežastimi.
- Bandos jausmas. Jeigu žmonės mano, kad žino mažiau nei kiti, tai gali impulsyviai sekti kitų pavyzdžiu.
- Tendencija daugiau dėmesio skirti neseniai įvytai patirčiai.
- Tendencija pernelyg pasitikėti savimi ir savo žiniomis.

Taigi finansų elgsenos teorija parodo, kad sudėtingomis situacijomis žmonės yra linkę remtis pavyzdinėmis sprendimų priėmimo strategijomis. Pavyzdžiui, žmonės bijo investuoti į akcijų rinkas dėl nesena šioje rinkoje įvykusių nemalonių įvykių. Tai rodo, kad sprendimai priimami labiau re-

miantis situacijos paviršutinėmis charakteristikomis, nei detaliai įvertinant realybę. Kitaip tariant, sprendimai priimami pagal stereotipus. Pavyzdžiui, praeityje atsitikę įvykiai turi įtakos ateities investavimo sprendimams, o iš tikrųjų niekada nereikėtų remtis vien praeities potyriais (Statman 1999). Barber, Odean (1999) teigė, kad priimami investiciniai sprendimai taip pat priklauso ir nuo lyties: vyrai renkasi rizikingesnius investicinius portfelius ir daugiau prekiauja rinkoje nei moterys. Tačiau vien tik iš šių faktų negalima daryti išvados, ar lytis yra svarbiausias komponentas, nes reikia įvertinti ir tokius išorinius veiksnius, kaip asmeninė patirtis, bendra šeimos ar socialinė patirtis, finansinės žinios. Lusardi, Mitchell (2011) ištyrė, kad JAV gyventojų finansinės žinios yra labai skurdžios, todėl tik nedaugelis yra bandę sudaryti finansinį planą ir investuoti.

Thaler (1980) išdėstė požiūrį, kad visa ekonomikos teorija yra paremta racionalių maksimizavimo modeliu, kuris aprašo, kaip vartotojai turėtų elgtis, tačiau jis turėtų paaiškinti ir tai, kaip iš tikrųjų vartotojai elgiasi. Straipsnyje Thaler (1980) įrodinėjo, kad daugelyje gerai aptartų situacijų daugelio vartotojų elgesys iš tikrųjų nėra suderinamas su ekonomikos teorija ir kad šiose situacijose ekonomikos teorija būtent ir padaro sisteminių klaidų, bandydama nuspėti vartotojų elgesį.

M. Allaisas savo darbais įrodė, kad visgi laukiamo naudingumo maksimizavimo teorija, kuri buvo taikoma daugybę dešimtmečių, nedarė įtakos tam tikriems empiriškai realiems rizikingiems ir neapibrėžtiems sprendimams (angl. *Under Risk and Uncertainty*) (Pompian 2006). Allais (1953) atskleidė vadinamąjį Allais paradoksą. Jis davė tiriamiesiems investuotojams priimti du sprendimus. Pirmasis sprendimas buvo rinktis iš alternatyvų A ir B. A alternatyva buvo apibrėžta kaip „faktas gauti 100 milijonų frankų“. Tačiau B alternatyva buvo apibrėžta kaip tikimybių aibė, t. y. „tikimybė 0,1 gauti 500 milijonų frankų; tikimybė 0,89 gauti 100 milijonų frankų; tikimybė 0,01 gauti 0 frankų“. Kitas sprendimas buvo rinktis iš alternatyvų C ir D. C alternatyva buvo apibrėžta kaip „tikimybė 0,11 gauti 100 milijonų frankų; tikimybė 0,89 gauti 0 frankų“. D alternatyva buvo apibrėžta kaip „tikimybė 0,1 gauti 500 milijonų frankų; tikimybė 0,9 gauti 0 frankų“ (Allais 1953). Nesunku pamatyti, kad naudą maksimizuoti norintis investuotojas, rinkdamasis A vietoje B, atitinkamai turėtų rinktis ir C vietoje D. Tačiau šis tyrimas parodė, kad visgi A buvo labiau renkama negu B, ir D investuotojai rinkosi dažniau negu C. Šiuo atveju tai laikoma iracionaliu elgesiu, nes, griežtai remiantis tikimybių teorija, A yra naudingiau nei B ir C yra naudingiau nei D.

1985 m. De Bondt ir Thaler savo darbe nurodė, kad žmonės dažnai pernelyg jautriai reaguoja į nelauktus ir dramatiškus įvykius ar naujienas, dėl to formuojasi ir nuolat pasireiškia silpna ir neefektyvi akcijų rinka. Tais pačiais metais Richardas Thaleris išvystė naują vartotojo elgsenos modelį, kuris apėmė mentalinių sąskaitų (angl. *Mental Accounting*) sąvoką. Mentalinės sąskaitos – tai rinkinys kognityvinių (proto, minčių) operacijų, kurias individai naudoja savo lėšoms vertinti, organizuoti ir prižiūrėti (Thaler 1985).

Vernono Smitho tyrimų metodai padėjo pagrindus eksperimentinei ekonomikai. Savo eksperimentiniuose tyrinėjimuose jis pademonstravo alternatyvių rinkos institucijų svarbą. Pavyzdžiui, jis parodė ir nuosekliai išdėstė, kad pardavėjo laukiamos pajamos priklauso nuo naudojamos aukciono technikos (Pompian 2006).

Kahneman, Riepe (1998), remdamiesi Raiffa (1968) išvalgomis apie žmogaus priimamus sprendimus, parašė veikalą kuriame dėmesys buvo sutelktas į tai, kaip būtų galima padėti investuotojams. Autoriai akcentavo tai, kad profesionalūs investicijų patarėjai turėtų atidžiau vertinti klientų emocijas, prieš jiems priimant investicinius sprendimus. Kitas garsus mokslininkas M. Statmanas savo darbuose kėlė tokius klausimus: kokios yra kognityvinės (pažinimo) klaidos, kurias daro investuotojai; kas yra pagrindiniai investuotojus motyvuojantys veiksniai; kokia yra rizikos ir apgailestavimo prigimtis; kaip investuotojai formuoja investicinius portfelius; kokie yra sentimentų efektai? Autorius daro išvadą, kad žmonės yra „racionalūs“ esant standartiniams finansams, o finansų elgsena jų yra „normali“, t. y. jie nesielgia pagal finansines dogmas (Statman 1999). Shefrin (2000) įrodinėjo, kad investuotojai neteisingai vertina praities įvykius – sureiškina teigiamus ir per mažą reikšmę skiria neigiamais įvykiams, o tai finansų rinkose sukelia per didelį optimizmą.

Analizuojant gyventojų elgseną buvo bandoma patobulinti klasikinę gyvenimo ciklo hipotezę naudojant įvairius kintamuosius, tokius kaip šeimos dydis, vartojimo funkcijos pasikeitimas, testamentu paliekamo turto motyvas. Ši klasikinė hipotezė ir buvo pagrindas gyvenimo ciklo elgsenos hipotezei (Shefrin, Thaler 1988) atsirasti, kurios esmė – „savęs kontrolė“ (Thaler, Shefrin 1981). Elgsenos teorijos iš dalies yra įaugusios į ekonomiką, jos nekalba, kad taupymas ir vartojimas yra nuolatiniai procesai, taip pat nenurodo, kad asmens ekonominė elgsena yra paprastas prisirišimas prie ekonominių išteklių. Užtuot tai teigusios, elgsenos teorijos sako, kad asmenys yra racionalūs, informuoti bei yra pasirengę

savarankiškai priimti sprendimus ir net turi susikūrę savo elgsenos pasakatas ir suvaržymus, nors to ir neakcentuoja, tai reiškia, kad jie turi gana gerą išsilavinimą. Elgsenos teorijos į pirmą planą iškelia finansų valdymo strategijas ir pačių asmenų susikurtus skatinimus ir ribojimus. Šios teorijos pabrėžia, kad asmenys kartais sunkiai atsispiria išlaidų pagundai (Jurevičienė, *et al.* 2012).

Thaler, Shefrin (1981) teigia, kad į fizinių asmenį galima žiūrėti kaip į organizaciją, kuri planuoja ir dirba, nes „planavimas susijęs su gyvenimo naudingumu“. Pagal autorius gana dažnai fiziniai asmenys patys sau priiima taisykles, kurios apriboja galimybes vykdyti išlaidas. Šios taisyklės gali būti primestos iš išorės, nors asmuo gali ir savanoriškai prisiimti tokius suvaržymus (pvz., taupymas Kalėdoms, atostogoms ir kt.), arba savanoriškai nusistatomos, pavyzdžiui, siekiant išvengti skolinimosi ar apriboti skolinimąsi specifiniams pirkiniams. Priimtos taisyklės sudaro galimybes pagerinti namų ūkių taupymą ir gauti gana gerą rezultatą, tačiau tai sudėtingas reikalavimas, siekiant padidinti gerovę (angl. *Wealth*), kadangi asmenys, ribodami išlaidas, patys save išspraudžia į rėmus. Tuomet žmogus patiria nuolatinį konfliktą tarp dabarties ir būsimų poreikių patenkinimo. Pastarieji leidžia jiems gauti aukštesnį naudingumo lygį vėliau ir yra priimtinesni. Tam, kad ateityje gautų didesnę naudą, vartotojas bando sumažinti išlaidas ir padidinti santaupas, pats sau sukurdamas griežtas taisykles, kaip naudoti pinigus.

Elgsenos teorijose sakoma, kad santaupų ir turto kaupimas padidina santaupas, kai yra naudojamas sutartinis taupymo mechanizmas, tai yra kai sudaromos gyvybės draudimo ar privataus pensijų kaupimo sutartys arba kiti instrumentai, kadangi šiuo atveju asmenys jaučia išsipareigojimą. Empiriniai tyrimai patvirtino, kad žmonės linkę mažiau naudoti pinigus, esančius sąskaitose, kai tai susiję su turtu, t. y. sąskaitoje gali būti didelė dalis šeimos palikimo ar pinigų, turinčių specialią paskirtį, pavyzdžiui, sąskaitos, skirtos vaikų švietimo išlaidoms, ir pan. (Jurevičienė, *et al.* 2012).

Elgsenos teorijos bando sumodeliuoti geriausią asmenų priimamą taupymo sprendimą. Kiekviena teorija didesnę ar mažesnę dėmesį skiria institucijoms tikėdamasi, kad jos gali nulemti gyventojų taupymą ir turto kaupimą. Neoklasikinė ekonomikos teorija akcentuoja institucijų vaidmenį, kuris veikia ekonomikos išlaidas ir taupymo naudą. Elgsenos teorijos akcentuoja institucijų vaidmenį ta prasme, kad leidžia asmenims sušvelninti išlaidas ir pajusti taupymo naudą, susikuriant vienokią ar

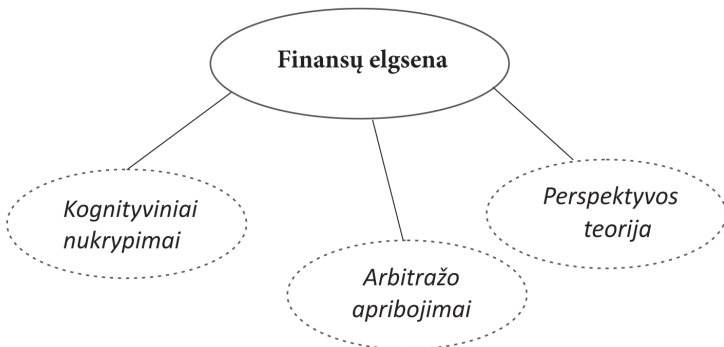
kitokią taupymo skatinimo ir apribojimo sistemą. Todėl reikia pabrėžti institucijų vaidmenį taupymo ir turto kaupimo sistemoje. Taupymo teorijų požiūris į institucijų vaidmenį taupymo procese yra grindžiamas tuo, kad namų ūkių taupymas turi tam tikras formas instituciniuose procesuose, kuriuos pasitelkdami gyventojai gali taupyti. Institucinės teorijos akcentuoja, kad būtent institucijos suteikia prasmę namų ūkio elgsenai, kita vertus, pabrėžia gyventojų pasitikėjimą valstybe ir finansų rinkų institutais, kurie skatina gyventojų taupymo ir investavimo aktyvumą (Neale 1987). Sherraden (1992) pasiūlė gerovės teoriją, kurios pagrindas – turtas, akcentuojančią institucijų vaidmenį kaupiant turtą. Mokslininkas nurodo, kad turto kaupimas pirmiausia yra institucijų veiklos rezultatas, apimantis aiškius ryšius, taisykles, skatinimą ir asignavimą. Jis tvirtina, kad tai yra racionalu asmenims, kurie, kaupdami turtą, turi priėjimą prie šių institucijų: „... susitarimai suteikia didžiules galimybes ir skatinimus kaupiant turtą. Žmonės dalyvauja pensijų sistemose, kadangi tai yra paprasta ir patrauklu, lengva įforminti. Tai nėra pretekstas daryti geresnius pasirinkimus. Vietoj to svarbesni pasirinkimai yra daromi socialinėje politikoje, ir asmenys dalyvauja taupymo modeliuose, kurie buvo pripažinti“ (Sherraden 1992).

2002 m. Danielis Kahnemanas buvo apdovanotas Nobelio premija ekonomikos srityje už indėlį į elgsenos teoriją. Nepaisant to, sritis, suteikianti alternatyvą labai logiškam ir kiekybiškam „nuostabiam žmogui“, lieka kontraversiška (Altfest 2004). Akademinės nuomonės skirtumai dėl elgsenos būdų ir finansinės elgsenos galioja ir asmeninių finansų planavimui. Kai asmeninių finansų planavimas padalijamas pagal tam tikras charakteristikas, tariama, kad tai, kaip žmonės valdo savo finansus, labai skiriasi nuo to, kaip jie turėtų veikti. Tokie neatitikimai nuo „idealių“ veiksmų sietini su pažinimo klaidomis. Tokios klaidos gali kilti dėl mažo žinojimo, protinių gebėjimų trūkumo, silpno ir iškreipto suvokimo. Jos taip pat gali kilti dėl vidinių jausmų – emocijų, trukdančių pažinti procesą. Bernatzi, Thaler (1995) atliktas eksperimentas parodė paprasčiausių bazinių žinių nebuvimą ir apytikrius veiksmus, planuojant asmeninius finansus. JAV plačiai paplitusios nustatytos įmokos į pensijų fondus priskiriamos prie dažniausiai taikomų, planuojant finansus ir numatant investavimo priemones. Įvairių socialinių sluoksnių žmonės naudoja si teikiamomis mokesčių lengvatomis ir dažnai panaudoja darbdavio parinktą investicinę alternatyvą. Tikslas yra ypač fundamentalus ir motyvuotas – sutaupyti pinigų senatvei (Jurevičienė, *et al.* 2012).

Pagal elementarius modernios investavimo teorijos ir asmeninių finansų planavimo principus darbuotojai turėtų pasirinkti iš investicinių alternatyvų, kad galėtų įgyvendinti savo tikslus. Minėtų autorių eksperimentas parodė, kad, nors dauguma darbuotojų išitraukia į diversifikavimo procesą, nemaža dalis iš jų diversifikuoja, neatsižvelgdami į diversifikuojamų priemonių charakteristikas. Tiesiog dauguma, pavyzdžiui, iš dviejų akcijų fondų ir vieno obligacijų fondo, pasirenka investuoti du trečdalius į akcijų fondus ir vieną trečdalį – į obligacijų, kai kita institucija siūlo išdėstyti du trečdalius į obligacijų fondą ir vieną trečdalį – į akcijų (Altfest 2004). Todėl ignoruoti skirtumą tarp idealaus ir tikrojo poelgio būtų labai nenaudinga asmeninių finansų planavimo procese, kurio tikslas – padėti žmonėms atlikti finansinius veiksmus. Šis skirtumas padeda įtraukti ekonominę ir finansinę elgseną į asmeninių finansų planavimo tyrimus.

2.2.1. Finansų elgsenos ypatumai

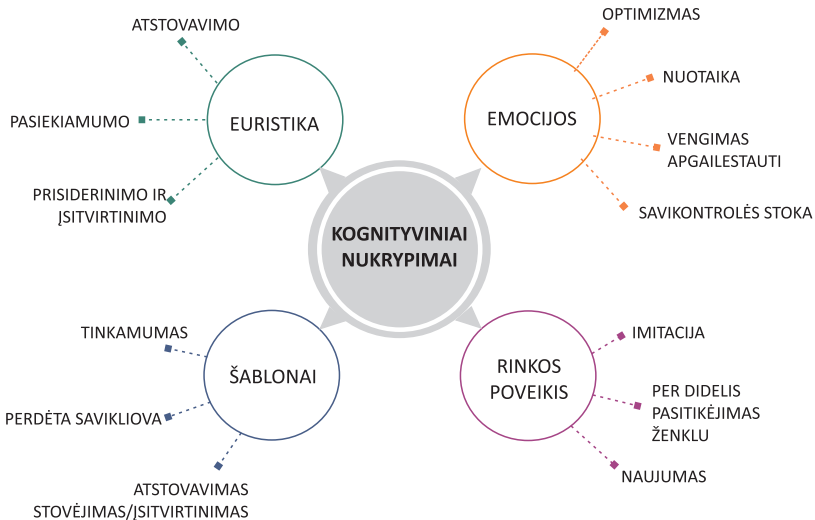
Finansų elgsenos studijos neatmeta ankstesnių teorijų, aiškinančių gyventojų finansinę elgseną. Atvirkščiai, šiomis teorijomis remiamasi ir netgi bandoma jas pagrįsti. Kaip minėta, finansų elgsena gali būti apibūdinama kaip tam tikra psichologijos sritis, kadangi nurodo ir skatina įgyvendinti finansinius sprendimus (Taylor 2000). Finansų elgsena parodo, kaip žmogaus psichologija lemia finansinius sprendimus. Finansų elgsena apima tris komponentus (2.6 pav.): kognityvinius nuokrypius, arbitražo apribojimus ir perspektyvos teoriją.



2.6 pav. Finansų elgsenos aspektai (Jurevičienė, Gausienė 2010)

Kognityviniai nukrypimai

Kognityviniai nukrypimai (2.6 pav.) yra susiję su žmonių mąstymu, o arbitražo apribojimai apima vertinimą ir aplinkybes, kuriomis arbitražas bus efektyvus, o kuriomis – ne. Kognityviniai nukrypimai susiję su žmogiškuoju veiksniu, kuris lemia informacijos pervertinimą ir neteisingą jos supratimą, t. y. klaidingi rinkos situacijos įvertinimai ir kaip pasekmė neteisingi finansiniai ir investiciniai sprendimai. Kognityvinės teorijos svarbiausia idėja – žmogaus elgesį lemia jo mintys, t. y. žmogaus mąstymas ir savęs suvokimas nulemia jo elgesį ir emocijas (Beck 2008). Kad būtų lengviau apibūdinti kognityvinius nukrypimus, jų visumą galima išskirstyti į keturias pagrindines grupes: euristika, šablonai, emocijos, rinkos poveikis (2.7 pav.).



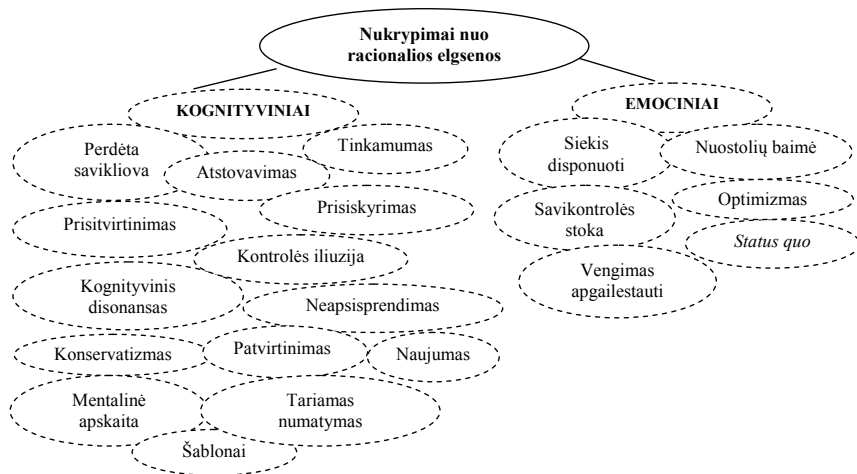
2.7 pav. Kognityvinių nukrypimų komponentės
(Baker, 2010; Jurevičienė, et al. 2012)

Emocijos (2.7 pav.). Prie šitos kognityvinių nukrypimų grupės priskiriami žmogaus pasąmonėje esančios emocijos, tokios kaip baimė, nesąmoningi poreikiai ir fantazijos, kurios kartais veikia jo priimamus finansinius sprendimus. Šį aspektą išnagrinėjo Keynes (1936), kuris teigė, kad daugelis investicinių sprendimų remiasi ne logikos ir matematinių

sprendimų, o vadinamuoju „gyvūnų instinktu“. Prie emocinių nukrypimų priskiriami tokie: polinkis į optimizmą, polinkis į savikontrolės stoką, siekis disponuoti, vengimas apgailestauti, polinkis išlaikyti *status quo* padėtį ir kiti. Žmogus, turintis polinkį į optimizmą, nemato faktų ir realybės, pernelyg optimistiškai žvelgia į ateitį, įvykius, sprendimus arba vartoja šiandien rytojaus sąskaita. Be to, toks žmogus gali nesiimti lemiamų, ryžtingų veiksmų, nes bijo, kad bet koks sprendimas vis tiek bus neoptimalus, netinkamas.

Rinkos poveikis (2.7 pav.). Aplinka, kurioje veikia rinkos dalyvis, irgi lemia jo priimamus finansinius sprendimus. Dažniausiai tai paaiškėja per imitaciją (kai žmogus atsisako savo numatytos strategijos ir nusiziūri kito žmogaus finansinę strategiją, nes jam ji pasirodo geresnė būtent dėl to žmogaus autoriteto). Taip pat žmogus linkęs investuoti jau į gerai žinomas kompanijų akcijas ir kartais tampa reklamos auka dėl ne visada pasiteisinančios informacijos, tarkim, žiniasklaidoje (Baker 2010).

Pažinimo psichologai pagrindė daugybę žmonių elgesio šablonų (2.7 pav.), kuriais ir apibūdino kognityvinius bei emocinius nuokrypius (2.8 pav.). Kognityviniai nukrypimai susiję su žmonių mąstymu.



2.8 pav. Nukrypimai nuo racionalios elgsenos (Jurevičienė, et al. 2013)

Perdėta savikliova – investuotojo nepasiteisinantis tikėjimas savo sprendimais, kognityviniais gabumais;

Priskyrimas – kai asmuo priskiria sau sėkmingus įvykius, sėkmingą patirtį;

Tinkamumas – apskaičiuojama tikimybe remiantis anksčiau įgyta patirtimi;

Kontrolės iliuzija – kai asmuo tiki, kad galutinis rezultatas yra jo rankose;

Patvirtinimas – tam tikra atrankinio suvokimo atmaina, kai yra pabrėžiamos, akcentuojamos tik tos idėjos, kurios patvirtina žmogaus įsitikinimus, ir nuvertinama visa tai, kas prieštarauja žmogaus įsitikinimams;

Naujumas – polinkis pastebimai dažniau prisiminti ir akcentuoti naujienas bei naujus pastebėjimus nei informaciją, kuri gauta seniau;

Atstovavimas – naujoji patirtis yra priskiriama visiškai kitokiam (negu iš tikrųjų yra) patyrimui;

Optimizmas – žmogus nemato faktų ir realybės, kai pernelyg optimistiškai žvelgia į ateitį, įvykius, priimamus sprendimus;

Prisitvirtinimas – įsivaizduojama kažkokia pradinė reikšmė, t. y. lyg inkaras, ir prie jos savotiškai prisitvirtinama, priderinant sprendimus;

Konservatizmas – kai asmuo tvirtai laikosi savo ankstesnės nuomonės ar prognozės, nekreipdamas dėmesio į naują informaciją;

Mentalinė apskaita – žmogaus tendencija koduoti ir įvertinti ekonominius rezultatus, grupuojant turta į įvairias nepakeičiamas mentalines (t. y. mintyse esančias, protines) sąskaitas;

Šablonai – tendencija, kai asmuo priima sprendimus aklaui sekdamas koku nors pavyzdžiu ar situacija;

Neapsisprendimas – kai žmonės ilgai dvejoja ir nesiryžta priimti sprendimo situacijose, kurios jiems atrodo dviprasmiškos (neaiškios);

Nuostolių baimė – situacija, kai asmuo jaučia stipresnį impulsą išvengti nuostolio, negu uždirbti pelną;

Siekis disponuoti – asmenys vertina konkretų ko nors turėjimą labiau, kai jie turi jo disponavimo teises (pavyzdžiui, konkretaus turto);

Savikontrolės stoka – žmogaus elgesio tendencija, kai žmogus vartoja šiandien rytojaus sąskaita;

Vengimas apgailestauti – asmuo nesiima lemiamų, ryžtingų veiksmų, nes bijo, kad bet koks sprendimas vis tiek gali būti neoptimalus, netinkamas;

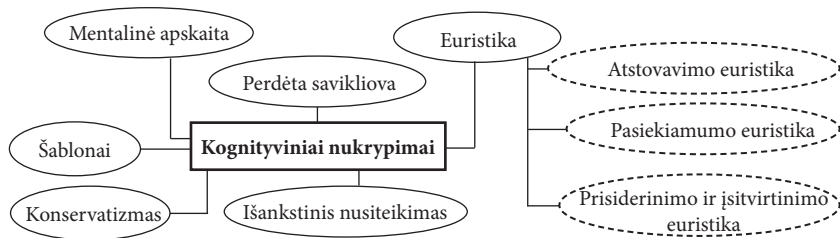
Status quo – asmuo, kuriam pateikta aibė sprendimo variantų, iš anksto nusiteikia pasirinkti bet kokią sprendimą, kuris patvirtintų egzistuojančias sąlygas (*status quo*), užuot rinkęsis kitas alternatyvas, kurios atneštų pokyčius;

Kognityvinis disonansas – naujai gauta informacija dažnai prieštarauja žmogaus anksčiau susidarytam supratimui, jaučiamas dvasinis diskomfortas;

Tariamasis numatymas – įsitikinimas, kad, praėjus tam tikriems įvykiams, asmuo mano žinojęs anksčiau, kad taip turėjo įvykti.

Žmogus siekia viską supaprastinti tam, kad būtų lengviau tai suprasti ir susidaryti tinkamą nuomonę. Dėl to žmogaus elgesį ir sprendimus lemia jo praeitis, aplinkybės ir visi kiti veiksniai, kurie nėra racionalūs. Tiksliau – jie yra racionalūs, vertinant žmogaus asmenybės aspektu, tačiau iracionalūs atnešamos finansinės naudos prasme.

Jurevičienė, Gausienė (2010) išskyrė tokius pagrindinius kognityvinius nukrypimus (2.9 pav.): euristiką (angl. *Heuristics*), perdėtą savikliovą (angl. *Overconfidence*), mentalinę apskaitą (angl. *Mental Accounting*), šablonus (angl. *Framing*), konservatizmą (angl. *Conservatism*), išankstinį nusiteikimą (angl. *Disposition Effect*). Atkreiptinas dėmesys į tai, kad kognityviniai nukrypimai gali iškreipti finansinio turto kainas ir nulemti kainų nuokrypį iki tokio lygio, kad besidomintieji tuo turto neturės priėjimo prie informacijos, padedančios nustatyti racionalią kainą (Stracca 2002).



2.9 pav. Kognityvinių nukrypimų elgesio šablonai (Jurevičienė, Gausienė 2010)

Euristika (2.7 pav.) – mąstymo psichologijos dalis, tirianti kūrybinės veiklos dėsningumus. Vienas iš pagrindinių euristikos nagrinėjamų aspektų yra tas, kad žmogus visus įvykius ir tikimybes vertina ir subjek-

tyviai, ne vien tik grįsdamas loginiu mąstymu (Jurevičienė, Gausienė 2010). Manoma, kad euristika palengvina sprendimo priėmimo procesą. Tačiau kartais ji gali lemti nukrypimus, ypač vykstant pokyčiams (Ritter 2003). Iš esmės euristika yra naudinga, priimant sprendimą esant neapibrėžtumui, tačiau kartais ji gali būti susijusi su sisteminė rinkos rizika. Išskiriamos atstovavimo, pasiekiamumo, prisiderinimo ir įsitvirtinimo euristikos rūšys, kurias apibūdino D. Kahnemanas ir A. Tversky. Jie įrodė, kad žmonės yra linkę įvykius skirstyti į kategorijas: tipiniai ir atspindintys gerai žinomą situaciją. Tokie kognityviniai nukrypimai gali pasireikšti nuostolių baime, veiklos siekimu ir situacijos sureikšminimu, t. y. sprendimų priėmėjas mano, kad tinkamesnis rezultatas bus tas, kuris įvyks, nepriklausomai nuo tikimybės, arba tiesiog mano, kad pasikeis kokia nors konkreti tendencija. Dažnai atstovavimo euristika siejama su vadinamąja „mažų skaičių taisykle“ (angl. *Law of Small Numbers*). Ši fenomeną pirmieji aprašė Tversky, Kahneman (1971). Mažų skaičių taisyklė taikoma aiškinant tendenciją, kad žmonės klaidingai vertinta didelius skaičius ir rinkdamiesi yra labiau linkę didelius skaičius vertinti pagal mažus. Aiškiausiai tai galima išreikšti monetos metimo pavyzdžiu. Jeigu po kelių monetos metimų visus kartus atsivertė skaičius, kito monetos metimo metu žmogus įtikės didesne herbo atsivertimo tikimybe, lyg taip būtina ir turėtų įvykti.

Taip pat svarbi yra pasiekiamumo euristika (angl. *Availability Heuristics*), kurią vieni pirmųjų apibūdino tie patys psichologai Tversky, Kahneman (1974). Pasiekiamumo euristika kyla iš informacijos prieinamumo problemos. Tai reiškia, kad kuo arčiau mūsų yra informacija ir kuo lengviau galime ją gauti, tuo labiau ją vertiname ir į ją atkreipiame dėmesį. Kitaip tariant, pasiekiamumo euristika įrodo, kad žmonės didesnę reikšmę teikia įvykiams, kuriuos lengviau atsimena. Tai reiškia, kad žmonės pervertina įvykius, apie kuriuos randa daugiau informacijos spaudoje, ir tuos, kuriuos lengviau suvokia. Pasiekiamumo euristiką lengviausia suvokti per grupių įtaką. Žmonės kur kas dažniau atkreipia dėmesį į įvykius, kurie įvyksta jų artimiems žmonėms. Problemos, kurios žmogui nėra aktualios, tačiau su kuriomis susiduria jam artimų žmonių ratas, tampa ir jo problemomis. Pirmuosius prisiderinimo ir prisitvirtinimo euristikos (angl. *Adjustment and Anchoring Heuristics*) tyrimus atliko psichologai Tversky ir Kahneman (1974). Ši euristikos rūšis susijusi su sprendimo priėmimo procesu, kuriame būtini įvertinimai, o tuos įvertinimus gali nulemti tam tikros prielaidos. Be to, daug reikšmės

suteikiama ankstesniems įvykiams. Kitaip tariant, anksčiau išgirsta informacija, patirtis, įvykiai yra kaip inkaras, kuris lemia vėliau priimamus sprendimus ir elgesį (Jurevičienė, Gausienė 2010).

Kai kurie iš euristicinių polinkių yra prieštaraujantys vieni kitiems. Priežastis yra ta, kad rinkos dalyviai vienoje situacijoje gali priimti tiek vienus, tiek ir kitus sprendimus, tai rodo faktą, kad jų elgsena rinkoje nėra racionali, kaip tai nusako racionalių finansų paradigma. Rinkos dalyviai prisiima finansinius sprendimus atsižvelgdami į turimus specifinius elgsenos bruožus ir informacijos vertinimo gabumus. Taigi finansinių sprendimų priėmimo procesas tampa platesnis, negu tai traktuoja tradicinių finansų teorijos.

Perdėta saviklioiva (angl. *Overconfidence*) (2.7 pav.). Dažnai žmonės pervertina savo sugebėjimus. Alpert, Raiffa (1982) įrodė, kad žmonės sunkiai įvertina tikimybes ir paprastai pervertina savo žinias ir sugebėjimus. Žmonės dažnai per daug tikisi, kad atsitiks geri dalykai, ir per mažai skiria dėmesio nepalankių įvykių galimybei. Be to, yra pervertinami geri praeities rezultatai, o blogų stengiamasi neprisiminti (Kishore 2006). Perdėta saviklioiva pasireiškia savo gebėjimų ir žinių pervertinimu. Dėl to žmonės būna linkę pervertinti sėkmės galimybę ir nepakankamai įvertinti nesėkmės tikimybę. M. Fentonas, O’Creivy, N. Nicholsonas, E. Soane ir P. Williams nustatė, kad finansų rinkose per didelis pasitikėjimas lemia prastesnius rezultatus (Taylor 2000).

Mentalinė apskaita (angl. *Mental Accounting*) (2.7 pav.). Žmonės dažnai atskiria klausimus, kurie iš tikrųjų turėtų būti sprendžiami kartu (Ritter 2003). Daugiausia dėmesio skiriama trims mentalinės apskaitos komponentams (Thaler 1999):

- Pirmasis susijęs su rezultato suvokimu ir gaunamumu, taip pat su tuo, kaip sprendimai vykdomi ir vertinami.
- Antrasis komponentas sieja veiklą su konkrečiu įvertinimu. Išlaidos yra grupuojamos į atskiras sąskaitas (maistui, namams ir t. t.) ir yra ribojamos biudžeto galimybėmis.
- Trečiasis komponentas apima sąskaitų peržiūrėjimo dažnumą ir sprendimų vertinimą. Mentalines sąskaitas skirstyti į dalis galima detalai arba išskiriant tik svarbiausius aspektus (sudėtinės dalis). Dažniausiai šių sąskaitų skirstymo detalumas pasirenkamas ir išlaikomas visą laiką arba ilgą laikotarpį, t. y. keičiamas

tik atsiradus būtinybei. Peržiūrėti ir tvarkyti mentalines sąskaitas galima kasdien, kas savaitę, kasmet ir pan.

Mentalinė apskaita reiškia, kad žmonės yra linkę savo praeities ir ateities turtą suvokti atskirai ir kaip nesusijusį. Teorijoje teigiama, kad žmonės atskiroms turto grupėms priskiria skirtingą naudingumą, o tai lemia jų vartojimo sprendimus ir finansinę elgseną apskritai.

Šablonai (angl. *Framing*) (2.7 pav.). Šablonai yra viena iš kognityvinių nukrypimų grupių ir reiškia alternatyvų suvokimą tam tikrose situacijose ir vienos iš alternatyvų pasirinkimą, priklausomai nuo susiklosčiusios aplinkos (Shleifer 2000). Pagrindinė šablonų teorijos prielaida yra ta, kad problemos gali būti sprendžiamos, esant daugelio skirtingų galimybių pasirinkimui, ir interpretuojamos kaip turinčios įtakos vertei ir atlygiui. Šablonais apibrėžiamas procesas, kurio metu žmonės įsivaina konkretų problemos suvokimą arba pakeičia savo nuomonę tuo klausimu (Chong, James 2007). Šablonai nusako koncepcijos apibrėžimo svarbą individams. Pavyzdžiui, restoranai skelbia akcijas ir nuolaidas, bet niekada neskelbia apie papildomą apmokestinimą (permoką) jiems palankiais periodais. Verslui palankiau, kai žmonės jaučia gaunantys nuolaidas nepalankiais laikotarpiais, negu permokantys pakilimo laiku, netgi jei kainos būna identiškos (Ritter 2003). Šablonai – tai tam tikra interpretacinė schema (susidedanti iš istorinių duomenų ir stereotipų), kuria remdamiesi žmonės suvokia reiškinius ir atitinkamai į juos reaguoja. Anot Kahneman, Tversky (1979), šablonų efektas situacijose pasirodo, kai ekonominiai subjektai turi skirtingą vienos problemos suvokimą, kurio metu yra išryškinti skirtingi galutinio rezultato aspektai. Kitaip tariant, tai stereotipai, kuriais žmogus remiasi priimdamas sprendimą tam tikroje būdingoje situacijoje. Prie tokių situacijų pavyzdžių priskiriamos įvairios pirmumo klaidos, kai įsivaizduojama kažkokia pradinė reikšmė, t. y. inkaras, ir prie jos priderinami sprendimai; taip pat tendencija būti pernelyg saugiam darant sprendimus, t. y. pernelyg pasitikėti savo sprendimais ir savo prognozavimo sugebėjimais.

Konservatizmas (angl. *Conservatism*) (2.7 pav.) apibūdinamas kaip reiškiny, kai žmonės tik iš dalies savo įsitikinimus pritaiko prie naujos informacijos (Prast 2004). Kitaip tariant, žmonės linkę daugiau svarbos teikti ankstesniems įvykiams. Pasak Ritter (2003), žmonės nėra linkę greitai priimti naujovių. Jie yra prisirišę prie ilgą laiką vyravusios tvarkos. Konservatizmas prieštarauja atstovavimo (reprezentatyvumo) euristikai. Kai įvykiai keičiasi, dėl konservatyvumo žmonės gali būti linkę ne-

reaguoti. Tačiau, jeigu tai yra ilgalaikiai pokyčiai, žmonės bus linkę prie jų prisitaikyti ir netgi pernelyg jautriai reaguoti, neįvertindami ilgalaikės pokyčių vertės.

Išankstinis nusiteikimas (angl. *Disposition Effect*) (2.7 pav.) susijęs su žmonių polinkiu neįvertinti apskaičiuotų galimų nuostolių ir siekti įsitikinti apskaičiuotu galimu pelnu (Ritter 2003). Paprasčiau tariant, žmonės vengia pripažinti nuostolius, kuriuos patirtų, jeigu parduotų finansinį turtą, kurio vertė sumažėjusi, tačiau yra linkę patikėti pelnu, kuris būtų gautas dėl padidėjusio finansinio turto vertės. Shefrin ir Statman (1985) įrodė, kad žmonės linkę per anksti parduoti pelningus finansinius išteklius ir per ilgai laikyti nuostolingus.

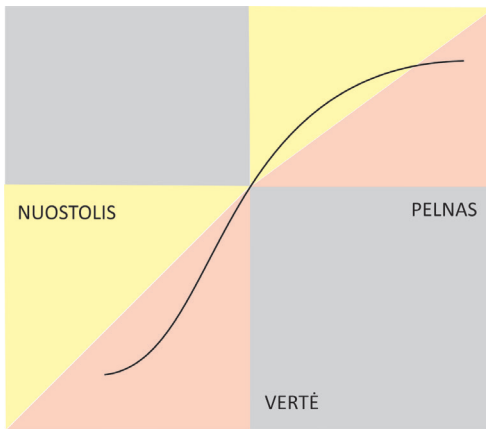
Finansų elgsena kritikuojama dėl neaiškumo, kuris kognityvinis nukrypimas tinkamiausias konkrečiu atveju, aiškinant gyventojų finansinę elgseną, nes remiantis vienu elgesio šablonu gali būti nepakankamai įvertinti tam tikri veiksniai, o kitu – tie patys veiksniai pervertinti.

Perspektyvos teorija

Perspektyvos teorija minima 2.6 pav. D. Kahnemanas ir A. Tversky pradėjo tyrinėti sprendimų priėmimą esant neapibrėžtumui (angl. *Decision Making under Uncertainty*). Autoriai rašė, kad „tyrimai buvo pradėti dėl suvokimo, kad intuityvūs sprendimai ir nuomonės sudėtingomis sąlygomis nebūtinai paklūsta tikimybių teorijai ir statistikos principams“. Straipsnyje buvo nagrinėti tokie dalykai, kaip intuityvių sprendimų ir normatyvinių tikimybių bei statistikos principų palyginimas, taip pat neatitikimas tarp psichologinių sprendimų priėmimo ir racionalių veiksmų būdų. Paskatinti savo sėkmės, autoriai 1979 m. parašė veikalą „Perspektyvos teorija: rizikingų sprendimų analizė“ (angl. *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*), kuris yra laikomas pagrindiniu ir pirminiu darbu finansų elgsenos srityje, o pati perspektyvos teorija (angl. *Prospect Theory*) davė impulsą tolesniems esminiams tyrinėjimams. Perspektivos teorija iš esmės aprašė, kaip investuotojai supranta pelną ir nuostolius. Pasitelkę tikimybių funkciją, D. Kahnemanas ir A. Tversky nustatė tikimybių svorius. Šioje funkcijoje nulį priskiriamas labai mažoms tikimybėms, o vienetas – ypač didelėms tikimybėms. Toks priskyrimas paremtas tyrimais, kurių rezultatai parodė, kad žmonės neįtikėtinų įvykių atsitikimo galimybę laiko negalima, o labiausiai tikėtinus įvykius tapatina su būtinai įvyksiančiais. Tokius vertinimus lemia sub-

jektyvūs žmonių įsitikinimai, o perspektyvos teorijoje į tai nesigilinama (Shiller 1998). Kitaip tariant, žmonės yra linkę sureikšminti mažiausiai tikėtinių ir labiausiai tikėtinių įvykių galimybes.

Autoriai, pasitelkę eksperimentų ir empirinius tyrinėjimus, įrodė, kad esminis perspektyvos teorijos elementas – vertės funkcija – yra S formos ir asimetrinė (2.10 pav.), t. y. parodo, kad investuotojai dviem simetriškiems taškams – pelnui ir nuostoliui, kurie yra lygūs, tik priešingo ženklo – suteikia skirtingą vertę, ir būtent mažesnę – pelnui.



2.10 pav. Perspektyvos teorijos vertės funkcija (pagal Kahneman, Tversky 1979)

Tai reiškia, kad investuotojams didesnę poveikį darė tokio paties dydžio nuostolis negu tokio paties dydžio pelnas (Pompian, 2006), nors iš esmės racionaliam asmeniui vertė tame taške turėtų reikšti vieną ir tą patį (tik skirtingo ženklo) (Jurevičienė, *et al.* 2012). Remiantis Kahneman, Tversky (1979) eksperimentais, galima teigti, kad praktinis namų ūkių elgesys šiuo atveju skiriasi nuo teorinio. Namų ūkiai linkę prisiimti finansinius sprendimus savo nuožiūra, o ne atsižvelgdami į matematinius skaičiavimus.

Perspektyvos teorija aiškina, kad žmonių teikiamos pirmenybės gali būti nesuderinamos dėl pasirinkimų formulavimo (Huckle 2003). Perspektyvos teorija paremta matematiniais modeliais, dėl to ekonomistai gali ją pritaikyti įvairiems skaičiavimams. Perspektyvos teorija turi pen-

kias pagrindines ypatybes, kurios sukurtos kaip alternatyvos H. Markowitziaus portfelio ir D. Bernoulli tikėtino naudingumo teorijoms:

1. Rinkos dalyviai linkę vertinti ne alternatyvią absoliučiąją vertę, o jų atstumą nuo atskaitos taško.
2. Jeigu rinkos dalyviai nepatiria finansinių sunkumų, jie linkę vengti rizikingų sprendimų.
3. Rinkos dalyviai teikia daugiau vertės turto praradimui, o ne to paties turto įsigijimui.
4. Rinkos dalyviai teikia pirmenybę patikimai informacijai, o ne įvykio tikimybei.
5. Rinkos dalyviai pervertina sėkmės tikimybę, net jei šio įvykio tikimybė iš tikrųjų yra labai maža.

Ši teorija turi panašumų į laukiamo naudingumo teoriją, kadangi abiejose teigiama, kad žmonės siekia maksimizuoti bendrą naudą, tačiau tiksliau naudingumą apibūdina vertės funkcija. Šiai teorijai priskiriamos hipotezės ir modeliai, kurie tiria investuotojų požiūrį į riziką (Baker 2010). Naudingumo teorijoje aiškinamas racionalus elgesys, esant neapibrėžtumui. Remiantis tikėtino naudingumo teorija, žmonės nelinkę rizikuoti, dėl to mažėja ribinis turto naudingumas. Kiekvienas papildomas turto vienetas yra vertinamas mažiau nei ankstesnis toks pats turto padidėjimas. Tačiau nustatyta, kad naudingumo teorija tiksliai nepaaiškina gyventojų finansų elgsenos. Kahneman, Tversky (1979) atliko tyrimą, siekdami išsiaiškinti naudingumo teorijos teisingumą. Respondentų buvo paprašyta pasirinkti tarp loterijos, siūlančios 25 proc. galimybę laimėti 3 000, ir loterijos, turinčios 20 proc. galimybę laimėti 4 000, taigi 65 proc. respondentų pasirinko antrąją loteriją (20 proc.; 4 000). Kai respondentų buvo paprašyta pasirinkti tarp loterijos, siūlančios 100 proc. galimybę laimėti 3 000, ir loterijos, turinčios 80 proc. galimybę laimėti 4 000, net 80 proc. respondentų pasirinko pirmąją (100 proc.; 3 000). Pagal tikėtino naudingumo teoriją abiem atvejais respondentai turėjo rinktis panašiai, t. y. pirmuoju atveju daugiau respondentų turėjo pasirinkti loteriją, siūlančią 25 proc. galimybę laimėti 3 000, kadangi didesnė tikimybė vertinama kaip būtinybė.

Perspektyvos teorijos vertės funkcija nuo naudingumo funkcijos skiriasi atramos tašku, kurį apibrėžia subjektyvi individo nuomonė (Kahneman, Tversky 1979). Kitaip tariant, esant vertės funkcijai, atramos taškas yra siejamas su atskirų individų siekiamo vidutinio naudingumo lygio

nustatymu. Naudingumo lygis, esantis virš atramos taško, siejamas su rizika. Kahneman, Tversky (1979) nustatytus ir aprašytus fenomenus, kai pirmenybė teikiama užtikrintoms pajamoms (nors ir mažesnėms) ir kai pirmenybė teikiama su rizika susijusioms didesnėms pajamoms, susiduriaiant su praradimų galimybe, galima pasitelkti aiškinant kai kurias prielaidas, susijusias su gyventojų iracionaliu elgesiu.

Renkantis tarp rizikingų tikėtinų aukštesnių pajamų ir užtikrintų žemesnių pajamų, žmonės veikia anksčiau aptarti kognityviniai nukrypimai.

Markowitz (1952) portfelio teorija, kaip buvo aptarta anksčiau, teigia, kad investuotojai linkę vengti rizikingų sprendimų. D. Bernoulli (1954) tikėtino naudingumo teorijoje padarė išvadą, kad investuotojai vengia turto praradimo ir kiekvienam kitam turtui suteikia mažesnę naudingumo lygį. Šia savybe galima paaiškinti faktą, kad investuotojai nenoriai parduoda akcijas, kurių kainos pradeda kristi. Kahneman, Tversky (1979) perspektyvos teorijoje apibendrina tokius investuotojų teikiamus pirmenybių tyrimus. Galima teigti, kad racionalių finansų teorijos nustatyta, kad rinkos dalyviai vertina riziką pagal jos tikimybę. Remiantis perspektyvos teorija matyti, kad žmonės dažnai pervertina rizikos tikimybę ir jų elgsena yra iracionali.

Arbitražo apribojimai

Arbitražo apribojimai (pavaizduoti 2.6 pav.) atsiranda dėl rizikos, kurios buvimas neleidžia racionaliems investuotojams išvengti neigiamų pasekmių dėl netinkamo turto įkainojimo. Realiai funkcionuojančioje rinkoje arbitražo galimybės yra rizikingos ir ribotos. Arbitražo galimybės glaudžiai susijusios su artimų finansinio turto, kuriuo keičiasi iracionalūs investuotojai, substitutų prieinamumu. Dažnai artimų substitutų tiesiog nebūna. Dėl to racionalus arbitražu užsiimantis asmuo negali vienu metu parduoti finansinio turto ir nusipirkti substituto. Šiuo atveju jis gali tik parduoti arba sumažinti finansinį turtą, kuriuo domisi iracionalus investuotojas, tačiau toks arbitražas bus rizikingas, o susidomėjimas juo – ribotas. Arbitražo apribojimai apima vertinimą, kokiomis aplinkybėmis arbitražas bus efektyvus, o kokiomis ne. Arbitražo apribojimai susiję su dviem rizikos rūšimis (Shleifer, Vishny 1997):

- *Fundamentalioji rizika* (angl. *Fundamental Risk*). Jeigu finansinio turto vertė yra aukštesnė negu laukiamos periodinės pajamos iš to turto,

arbitražu užsiimantis asmuo gali tikėtis užsidirbti greitu laiku perparduodamas tą turtą. Tačiau jei vėliau paaiškės, kad periodinės pajamos buvo didesnės, nei tikėtasi, asmuo patirs nuostolį.

• *Nefundamentalioji rizika* (angl. *Noise Trader Risk*). Ši rizikos rūšis susijusi su atsitiktinių prekyautojų, kurie gali sukelti paniką rinkoje, priimamais sprendimais, dėl kurių neįmanoma teisingai nuspėti finansinio turto perpardavimo kainos. Kitaip tariant, arbitražu užsiimantis asmuo niekada nėra tikras, kad jo spėjimai apie rinką pasitvirtins, nes dėl atsitiktinių prekyautojų veiklos rinkai būdingas nepastovumas.

Minėti psichologiniai veiksniai lemia finansinių sprendimų priėmimą. Todėl, priklausomai nuo asmeninių savybių, priimtinos rizikos tolerancijos ir kitų ypatybių, individai skirstomi į atitinkamus tipus, o tai padeda jiems patiems ir finansų patarėjams priimti ar pasiūlyti tinkamiausią finansinį pasirinkimą.

2.2.2. Investuotojų tipai

Anot Shefrin (2000), investuotojai turi žinoti ne tik savo asmenines investavimo klaidas, bet ir savo kolegų klaidas, nes „vieno investuotojo klaidos gali tapti kito investuotojo nauda“. Kitų investuotojų iracionalių investicinių sprendimų pavyzdžiai priverčia susimąstyti ir nekartoti tokių pačių klaidų. Taigi sėkmingo investavimo raktas yra ne tik daug finansinių žinių reikalaujantis racionalus investicinių sprendimų priėmimas, bet ir sprendimų priėmimą veikiančių psichologinių klaidų atpažinimas ir mažinimas. Siekiant geriau suprasti ir atpažinti finansų elgsenos veiksnius, lemiančius priimamus sprendimus, svarbu nusistatyti savo investuotojo tipą ir suprasti jam būdingus finansų elgsenos ypatumus.

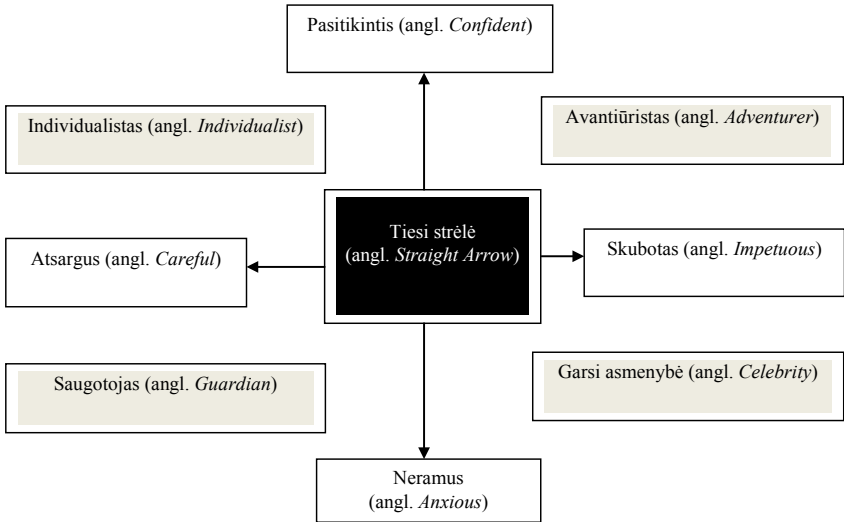
Investuotojų tipai buvo sugalvoti tam, kad finansų konsultantai, dirbantys su konkrečiais investuotojais, galėtų nustatyti, kokiam investuotojo tipui priklauso klientas, numatytų individualų kliento elgesį tam tikrais sprendimų priėmimo momentais ir išvengtų galimų klaidų. Kitaip tariant, finansų patarėjai, kurie atpažįsta klientą pagal investuotojo tipą, prieš pateikdami jam investavimo planą, yra geriau pasiruošę susidoroti su galimu iracionaliu kliento elgesiu ir padėti pasiekti geresnių investavimo rezultatų. Mokslinėje literatūroje yra išskiriami psichografiniai (angl. *Psychographic*) modeliai, kurie klasifikuoja asmenis pagal tam tikras charakteristikas ir elgseną. Vienas pirmųjų psichografinių modelių yra Barnewall modelis, kuriame investuotojai klasifikuojami pagal aktyvumą ar

pasyvumą kuriant finansinę gerovę. Išskiriami tokie investuotojų tipai (Barnewall 1987):

- Pasyvus investuotojas – tai investuotojas, kuris sukauptė kapitalo pasyviumu būdu, t. y. paveldėjęs turtą ar investavęs, rizikuodamas ne savo kapitalu. Pasyviems investuotojams svarbiau yra jų saugumas nei rizikos tolerancija. Jiems būdingas išteklių trūkumas, todėl pasyvūs investuotojai dažniausiai yra vidurinės ar žemesnės socialinės ir ekonominės klasės žmonės.
- Aktyvus investuotojas – tai investuotojas, kuris aktyviai dalyvauja kuriant finansinę gerovę ir rizikuoja nuosavu kapitalu, siekdamas padidinti turtą. Aktyvūs investuotojai turi aukštą rizikos toleranciją. Jie pasitiki savimi bei yra linkę patys kontroliuoti savo investicijas.

Nors šis modelis yra naudingas, siekiama apibūdinti investuotojus pagal pasyvumą arba aktyvumą, tačiau remtis vien tik tokiomis aplinkybėmis nepakanka, nes kiekvienas žmogus yra unikalus ir investicinius sprendimus priima savaip. Be to, būtina paminėti, kad moterys investicinius sprendimus priima skirtingai nei vyrai. Anot Barber, Odean (1999), moterys, priimdamos investicinius sprendimus, nėra tokios optimistiškos ir pasitikinčios savimi kaip vyrai. Moterys dažniau nei vyrai suvokia, kad turi per mažai investavimo kompetencijos ir susilaiko nuo investicijų. Štai kodėl negalima investuotojų skirstyti tik pagal tai, kaip jie kuria savo finansinę gerovę.

Bailard, *et al.* (1986) suklasifikavo investuotojų asmenybes pagal jų pasitikėjimo lygį ir veikimo būdus bei sukūrė penkių krypčių modelį (2.11 pav.).



2.11 pav. Penkių krypčių modelis (Jurevičienė, Jermakova 2012)

Šiame modelyje galima išskirti dvi individo psichologines tieses, kurių pirmoji pasitikintis – neramus, o antroji atsargus – skubotas. Pirmoji tiesė apibūdina tai, kaip užtikrintai investuotojas žiūri į gyvenimą, parodant jo požiūrį į karjerą, gerovę ir pinigus. Šie emociniai pasirinkimai yra svarbūs norint įvertinti, kaip investuotojas yra užtikrintas savo gyvenimu arba kiek yra linkęs dėl jo nerimauti. Antrasis aspektas apibūdina tai, kaip (metodiškai, atsargiai ar analitiškai) investuotojas žiūri į gyvenimą bei kaip (emocionaliai, intuityviai ar skubotai) priima sprendimus. Pagal padėtį tiesėje yra išskiriami penki investuotojo tipai (Bailard, *et al.* 1986):

- Avantiūristas (angl. *Adventurer*) – tai žmogus, kuris pasitiki savimi ir noriai rizikuoja. Šiems žmonėms yra sunku patarti, kadangi jie turi savo asmeninį požiūrį į investavimą;
- Garsi asmenybė (angl. *Celebrity*) – tai žmogus, kuris neturi savo asmeninių investavimo idėjų;
- Individualistas (angl. *Individualist*) – tai žmogus, kuris pasitiki savimi, tačiau yra atsargus ir prieš priimdamas investicinius sprendimus atidžiai juos išanalizuoja;
- Saugotojas (angl. *Guardian*) – tai atsargus, nuolat besirūpinantis savo pinigais žmogus. Tokio tipo žmonės nepasitiki ateities

prognozėmis ir nežino, kur investuoti pinigus, todėl jiems reikia patarimo;

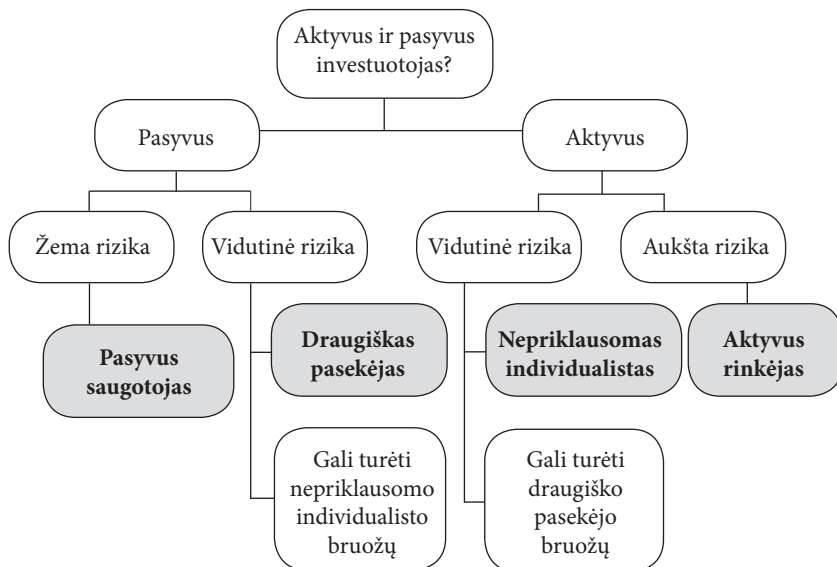
- Tiesi strėlė (angl. *Straight Arrow*) – šis investuotojo tipas turi visų keturių jau išvardytų investuotojų tipų bruožų, tačiau jam yra priskiriama vidutinė rizikos tolerancija.

Taigi šis modelis yra naudingas finansų patarėjams, norintiems nustatyti klientui būdingas savybes priimant investicinius sprendimus. Tačiau šio modelio trūkumas yra tas, kad jis moksliskai nesusieja investuotojo elgsenos su finansų elgsenos veiksniais (kognityviniais nukrypimais ir emociniais polinkiais).

Kitas pasiūlytas modelis yra vadinamas Myers-Briggs indikatoriaus modeliu. Anot jo, galima nustatyti 16 asmenybės tipų, atsižvelgiant į tai, ar žmogus pats priima sprendimus, ar grindžia juos matematiniais skaičiavimais, ar remiasi tik savo intuicija. Priskyrus elgsenos nuokrypius konkrečiam tipui, sudarius tinkamą apklausą ir išsiaiškinus investuotojo asmenybės tipą, būtų galima nustatyti investicinę investuotojo elgseną, bet reikėtų apklausti labai daug žmonių, kad apklausa būtų reprezentatyvi, ir remiantis gautais duomenimis būtų galima sudaryti tipinį investuotoją. Kadangi Myers-Briggs indikatoriaus modelis praktikoje buvo sunkiai įgyvendinamas, M. Pompian pakoregavo Myers-Briggs indikatoriaus modelį ir išskyrė aštuonis investuotojų tipus. Atitinkamai sudarius klausimyną (kuris jau neturi būti toks didelis kaip originalaus Myers-Briggs indikatoriaus modelis), galima išsiaiškinti investuotojų tipus.

Anot Pompian (2006), kognityviniai nukrypimai – tai pagrindiniai statistiniai, informacijos apdorojimo ar atminties nukrypimai, kurie nulemia iracionalių sprendimų priėmimą. O emociniai polinkiai – tai taip pat iracionalių sprendimų priėmimą lemiantys veiksniai, tačiau veikiami nuostatų, jausmų ir emocijų. Kognityvinius nukrypimus yra lengviau pašalinti nei emocinius. Kognityviniai nukrypimai kyla iš klaidingo samprotavimo ir tikslesnė informacija bei paprastas teisingas patarimas gali sumažinti ar iš viso panaikinti šiuos nukrypimus. O emociniai polinkiai kyla iš impulso ar intuicijos ir gali lemti neoptimalių sprendimų priėmimą. Šiuo atveju emocinius polinkius galima tik atpažinti ir prisitaikyti prie jų. Taigi kognityviniai ir emociniai skirtumai gali padėti nustatyti, kada ir kaip reikėtų prisitaikyti prie finansų elgsenos polinkių priimant finansinius sprendimus.

Pompian (2008) dar kartą patobulino prieš tai minėtus modelius, susiejo juos su finansų elgsenos veiksniais ir išskyrė keturis investuotojų tipus (2.12 pav.).



2.12 pav. Sprendimų medis (Jurevičienė, Jermakova 2012)

Norint šiuos investuotojų tipus nustatyti, kaip ir Barnewall modelyje, yra svarbu žinoti, ar investuotojas yra aktyvus, ar pasyvus. Taip pat reikia nusistatyti, kokie veiksniai (kognityviniai nukrypimai ar emociniai polinkiai) veikia investuotojo finansinius sprendimus bei kokiam rizikos lygiui jį būtų galima priskirti. Pagal Ionescu, *et al.* (2009), prieš nustatant investuotojo tipą, yra svarbu žinoti jo rizikos tolerancijos lygį, norint priimti teisingus sprendimus. Investavimas į investicinius portfelius, kurie neatitinka investuotojo rizikos lygio, esant rinkos pokyčiams, priverčia pakoreguoti portfelį taip, kad dažniausiai nuostoliai tik padidėja. O norėdamas išvengti tokios rūšies apraiškų, investuotojas, rengdamas investavimo strategijas, turėtų atsižvelgti ne tik į finansinius tikslus, bet ir į savo rizikos toleranciją. Investuotojų tipai pagal finansinę elgseną pateikti 2.2 lentelėje.

2.2 lentelė. Investuotojų tipams būdingi bruožai (Jurevičienė, Jermakova 2012)

Eil. Nr.	Investuotojo tipas ir jam būdingi bruožai	Investuotojo tipui būdingų psichologinių klaidų mažinimo būdai
1	2	3
1.	Pasyvus saugotojas (angl. <i>Passive Preserver</i>). Šiam investuotojo tipui būdinga: pasyvus investavimas, žemas rizikos tolerancijos lygis, sprendimų priėmimas, remiantis emociniais polinkiais. Tai investuotojai, kurie daugiau dėmesio skiria finansiniam saugumui ir turto išsaugojimui, nei rizikingam savo turto didinimui. Dauguma tokių investuotojų finansinius sprendimus priima labai lėtai ir atsargiai, nes jie nemėgsta pokyčių.	Pasyviam saugotojui yra labai sunku duoti investicinius patarimus, nes jį veikia emociniai polinkiai. Todėl finansų patarėjams reikia daug laiko, kad interpretuotų jų elgsenos ypatumus. Pirmiausia reikia, kad investuotojas suprastų pagrindinę patarėjo filosofiją ir, kai bus sukurtas abipusis pasitikėjimas, tuomet galima bus imtis veiksmų.
2.	Draugiškas pasekėjas (angl. <i>Friendly Follower</i>). Šiam investuotojo tipui būdinga: pasyvus investavimas, žemo arba vidutinio lygio rizika, kognityvinių nukrypimų veikiami sprendimų priėmimai. Draugiški pasekėjai yra pasyvūs investuotojai, kurie dažniausiai neturi savo pačių investavimo idėjų. Jie, priimdami investicinius sprendimus, dažniausiai seka draugų ar kolegų pavyzdžiu ir galiausiai renkasi populiariausias investicijas nepaisydami ilgalaikio plano. Taip pat draugiškiems pasekėjams būdinga tai, kad jie nuolat pervertina savo rizikos toleranciją.	Patarėjai turi paskatinti tokio tipo investuotojus atsizvelgti į savo elgsenos tendencijas ir rizikos toleranciją. Kadangi draugiško pasekėjo sprendimus lemia kognityviniai nukrypimai, finansų patarėjams geriausia būtų mesti jiems iššūkį stebėti save ir sisteminti duomenis. Šis mokymosi pasiūlymas kartu padėtų klientui būti lojalesniam.
3.	Nepriklausomas individualistas (angl. <i>Independent Individualist</i>). Šiam investuotojo tipui būdinga: aktyvus investavimas, vidutinė arba didelė rizika, kognityviniai nukrypimai. Tai stiprią valią turintis nepriklausomas mąstytojas. Šie investuotojai labai pasitiki savimi ir jeigu jie patys atlieka tyrimus, tai jais ir vadovaujasi, ignoruodami kitą informaciją. Taip pat jie yra linkę priimti finansinius sprendimus be kieno nors patarimų.	Nepriklausomi individualistai yra gan keblus atvejis, tačiau jiems galima patakti paprastai, pateikiant mintis taip, kad būtų gerbiama jo nepriklausoma mąstysena. Kaip ir draugiškam pasekėjui, taip ir nepriklausomam individualistui norint pakeisti elgseną yra svarbu mokytis. Tinkamas būdas yra reguliariai diskutuoti su klientu po truputį įtraukiant tam tikrus aspektus, kurie, finansų patarėjo nuomone, yra tinkami klientui.

1	2	3
3.	Tai gali būti problemiška, nes jie laikosi savo požiūrio, kurį turėjo investuodami, net ir tada, kai keičiasi rinkos sąlygos.	
4.	Aktyvus rinkėjas (angl. <i>Active Accumulator</i>). Šiam tipui būdinga: aktyvus investavimas, didelė rizika, emociniai polinkiai. Tokio tipo investuotojai yra patys agresyviausi. Jie yra verslūs, ir dažnai siekia sukurti gerovę. Turėdami nemažai turto, jie kontroliuoja neinvesticinių veiklų rezultatus ir mano galį taip pat kontroliuoti ir investicijas. Toks elgesys gali skatinti pernelyg didelį pasitikėjimą savimi investicinėje veikloje. Tokie investuotojai rizikuoja tikėdamiesi didelės investicinės grąžos ir susitaiko su nepastovumu, nors tai jiems ir nepatinka. Aktyvūs rinkėjai yra linkę greitai priimti investicinius sprendimus ir priimti didesnės rizikos investicijas.	Patarėjams gali būti sunku su šiais investuotojais, nes jie netiki pagrindiniais investavimo principais. Patarėjai turi įrodyti klientui, kad jis turi galimybę padaryti išmintingą, objektyvų, ilgalaikį sprendimą.

Taigi finansų elgsenos literatūroje yra išskiriami įvairūs investuotojo tipus nustatantys modeliai, siūloma paprastesnė, negu aprašytos prieš tai, Kaplano Schweserio investuotojų tipų klasifikacija. Anot jo, investuotojus galima suskirstyti į keturias bendras grupes (investuotojai skirstomi į atsargius, sisteminius, individualistus arba spontaniškus rinkos dalyvius), atsižvelgiant į jų strategijas rinkoje, t. y. žmonių rizikos toleranciją ir kuo remiantis priimami finansiniai sprendimai. Analizuojant investuotojų tipus, praktikoje gali būti naudojami visi išvardyti modeliai. Tačiau Myers-Briggs indikatorius ir T. Bailardo, D. Biehlo, R. Kaiserio modeliai dėl sudėtingo pritaikymo praktikoje taikomi retai.

2.2.3. Lietuvos investuotojų finansų elgsenos tyrimai

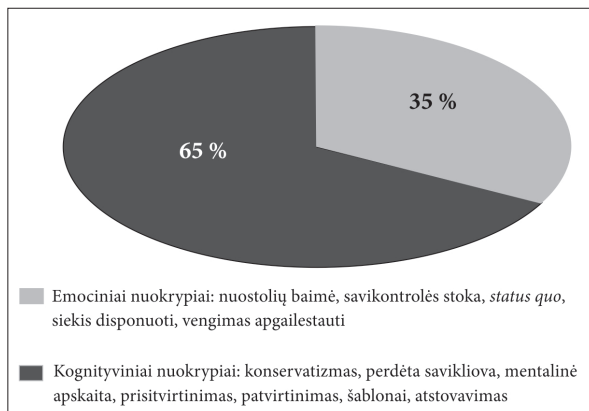
Pompian (2008) modelis yra patikimiausias, nes susieja visus minėtus modelius ir įtraukia finansų elgsenos veiksnius. Kaip jau minėta, norint šiuos Pompiano modelyje apibūdintus tipus nustatyti, būtina žinoti: ar investuotojas pasyvus, ar aktyvus, koks jo rizikos lygis ir kokie veiksniai (kognityviniai nukrypimai ar emociniai polinkiai) veikia jo priimamus

finansinius sprendimus. Būtent šis modelis panaudotas, tiriant Lietuvos gyventojų finansinę elgseną, siekiant nustatyti daugumą gyventojų atitinkantį investuotojo tipą, kuris buvo atliktas 2011 m. (Jurevičienė, Jermakova 2012). Klausimyne, be įprastų klausimų, buvo pateikti specialūs situatyviniai klausimai ir respondento prašoma pasirinkti tinkamiausią atsakymą arba kai kuriuose variantuose pateikti ir savo nuomonę. Šiais klausimais siekta nustatyti Lietuvos gyventojų finansų elgsenos ypatumus priimant investicinius sprendimus, paskirstant pajamas. Taip pat visų šių klausimų atsakymai suformuluoti tam tikra forma, turint užslėptą kognityvinį nukrypimą ar emocinį polinkį pagal teorijoje nurodytus šiems veiksniams būdingus požymius. Tokio klausimo ir galimų atsakymų variantų pavyzdys pateiktas 2.3 lentelėje.

2.3 lentelė. Galimų atsakymų į situatyvinį klausimą pagrindimas (Jurevičienė, Jermakova 2012)

Jums siūloma investicija, kuri turi ir teigiamų, ir neigiamų bruožų. Pagal ką spęsite, investuoti ar ne?		
Pagal pozityvius aspektus	Polinkis prisiderinti ir įsitvirtinti (angl. <i>Anchoring and Adjustment Bias</i>)	Tai polinkis priimant finansinius sprendimus per daug remtis vienodo pobūdžio informacija.
Pagal negatyvius aspektus	Nuostolių baimės polinkis (angl. <i>Loss-Aversion Bias</i>)	Šį polinkį turintys žmonės reikšmingesniais laiko nuostolius nei pelną, todėl investavimo klausimą sprendžia pagal negatyvius aspektus.
Neinvestuosiu, nes praeityje investavau į tokių pat bruožų turinčią investiciją ir ji buvo nepelninga ir mažai naudinga	Polinkis vengti apgailėstauti (angl. <i>Regret-Aversion Bias</i>)	Tai polinkis vengti sprendimų, dėl kurių reikės baimintis, kad jie gali blogai baigtis. Todėl žmonės, turėję nuostolių praeityje, gali nesiryžti naujoms investicijoms.
Išanalizuosiu tą informaciją, kuri man atrodo reikšminga	Polinkis patvirtinti (angl. <i>Confirmation Bias</i>)	Šis polinkis būdingas tiems asmenims, kurie yra linkę priimti tą informaciją, kuri patvirtina jų požiūrį, ir ignoruoti tą, kuri prieštarauja jų požiūriui.

Susisteminius gautus atsakymus į situatyvinius klausimus, galima teigti, kad Lietuvos gyventojų priimamus investicinius sprendimus labiau veikia kognityviniai nukrypimai nei emociniai polinkiai (2.13 pav.).



2.13 pav. Lietuvos gyventojų investicinius sprendimus veikiančios psichologinės klaidos (Jurevičienė, Jermakova 2012)

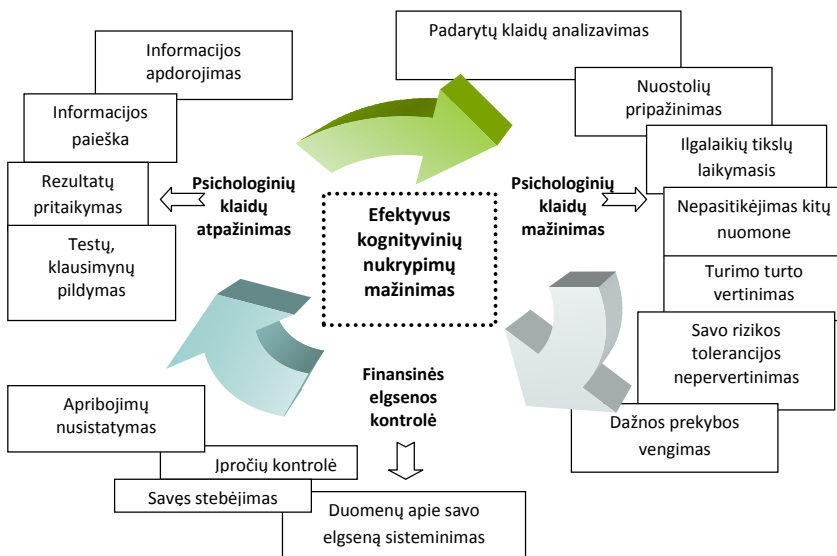
Tyrimo duomenų analizė parodė, kad Lietuvos gyventojai turi polinkį į mentalinę apskaitą, kuri pasireiškia kapitalo ir rizikos išskaidymu į skirtingus krepšelius ar investicijas turint skirtingus tikslus. Taip pat Lietuvos gyventojai mieliau investuoja į vietinius investicinius instrumentus, apie kuriuos informacija yra lengviau prieinama, arba į tokias investicijas, kurias gali kontroliuoti. Dar vienas svarbus bruožas, kuris pasireiškia tarp respondentų, yra perdėta savikliova. Tokį polinkį turintys žmonės mano, kad yra protingesni ir labiau informuoti, kad galėtų daryti investicinius pokyčius, nei jie yra iš tikrųjų.

Šiuo tyrimu nustatyta, kad Lietuvos gyventojai yra pasyvesni ir linkę prisiimti vidutinę riziką, o jų sprendimams daugiausia įtakos turi kognityviniai nukrypimai, tad galima teigti, kad Lietuvos gyventojams būdingas investuoto tipas yra draugiškas pasekėjas. Tokio tipo investuotojams būdinga:

- Pasyvus investavimas ir savo investavimo idėjų neturėjimas;
- Sekimas draugų ar kolegų pavyzdžiu, bandos jausmas;
- Polinkis sutikti su prasmingai atrodančiais pasiūlymais;

- Populiarių investicijų pasirinkimas ir ilgalaikio plano nepaisymas;
- Rizikos tolerancijos pervertinimas.

Norint tapti racionali investuotoju ir išvengti psichologinių investavimo klaidų, reikia mokėti atpažinti savo klaidas ir nusistatyti apribojimus, siekiant jų išvengti. Kadangi daugumos Lietuvos gyventojų investicinius sprendimus veikia kognityviniai nukrypimai, kurie kyla iš klaidingo samprotavimo, tai susisteminta informacija gali padėti kognityvinius nukrypimus sumažinti (2.14 pav.).



2.14 pav. Kognityvinių nukrypimų mažinimo žemėlapis (Jurevičienė, Jermakova 2012)

Norint efektyviai kovoti su sprendimų priėmimą veikiančiais kognityviniais nukrypimais, reikia mokėti juos atpažinti, mažinti ir kontroliuoti. Norint atpažinti psichologines investavimo klaidas, reikia ieškoti, domėtis ir kaupti informaciją apie žmogiškąsias savybes, trukdančias efektyviai investuoti, ir tai pritaikyti sau ar savo kolegoms. Nustatytas savo ar kolegų psichologines investavimo klaidas reikia bandyti mažinti įvairiomis konkrečiam polinkiui būdingomis priemonėmis. Pavyzdžiui: nusistatyti ilgalaikį tikslą ir jo laikytis, vengti prekybos, nepasikliauti kitų patarimais, nepervertinti savo rizikos ir t. t. Galiausiai reikia nusistatyti

apribojimus ir nuolat kontroliuoti savo įpročius. Taigi žinant savo, kaip investuotojo, psichologiją galima vengti priimti psichologiniais veiksniais pagrįstus sprendimus. Investuotojais gali būti ir tie, kurie nežino sau būdingų psichologinių veiksnių, tačiau tie, kurie žino, gali uždirbti daugiau pinigų (Jurevičienė, Jermakova 2012).

Kitas tyrimas buvo atliktas, siekiant nustatyti pasirinktos socialinės grupės pagrindinius finansų elgsenos bruožus ir polinkius, nustatyti jų ryšį su namų ūkių finansiniais sprendimais (Jurevičienė, Ivanova 2012). Esant 99 proc. tikimybei ir 10 proc. paklaidai, iš viso turėtų būti apklausti 164 asmenys (148 moterys ir 23 vyrai), kad būtų galima gauti reprezentatyvius rezultatus. Tyrime dalyvavo finansinių institucijų darbuotojai. Didžiausia tiriamoji grupė pagal amžių – 84 respondentai – buvo 20–29 metų, kiti 68 respondentai – 30–49 metų ir 19 respondentų – 50 metų ir vyresni nei 50 metų. Apklausos klausimai buvo sugrupuoti taip, kad pirmoji testo dalis atskleistų gyventojų mąstymo stereotipus, o antroji – nustatytų psichologinius ir emocinius veiksnius, lemiančius gyventojų finansinių sprendimų priėmimą.

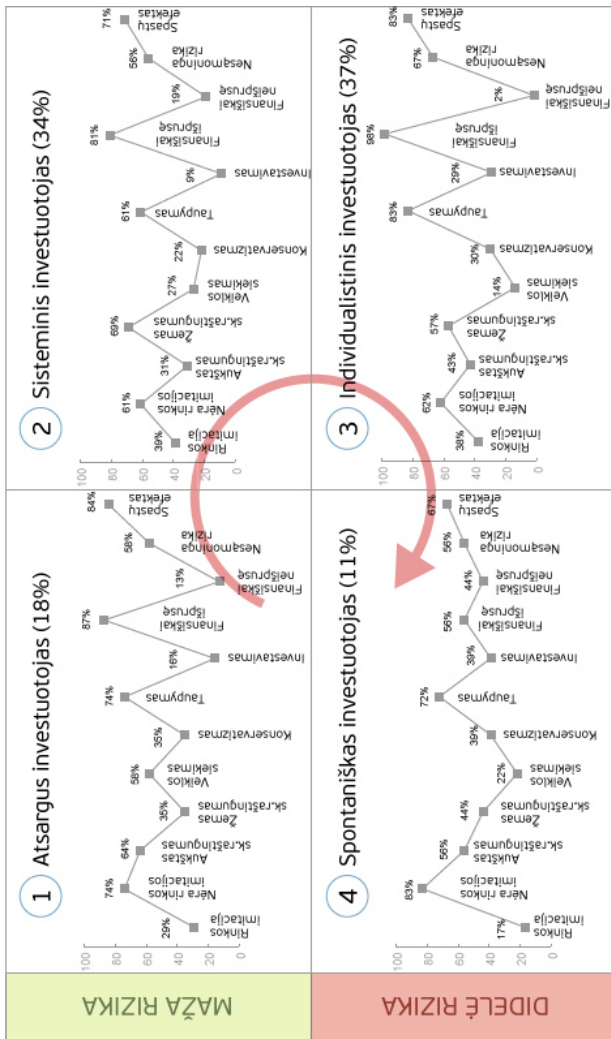
Atliktas tyrimas parodė, kad Lietuvos finansinių institucijų darbuotojų elgsena nepasižymi veiklos siekimo polinkiu. Tik 29 proc. respondentų parodė norą dažnai restruktūrizuoti investicinį portfelį, t. y. parduoti senas ir pirkti naujas akcijas. Analogiškai W. Samuelsono ir M. Bazermano (1983) eksperimentams, šiame tyrime buvo nustatyta, kad 67 proc. respondentų nepavyko išvengti nugalėtojo prakeikimo efekto, kai žmonės turėdami tikslią informaciją nesąmoningai pervertina investicijų kainą. Taip pat spąstų efekto eksperimentai, paimti iš H. Arkes ir C. Blumerio (1985) veikalo apie finansų elgsenos nukrypimus, parodė, kad jeigu į nepelningą situaciją žmonių lėšos jau įtrauktos, respondentai (77 proc.) linkę vykdyti šį įsipareigojimą ir vertina savo investicijos grąžą subjektyviai, t. y., skirtingai negu tose situacijose, kur jokie įsipareigojimo dar nėra. Remiantis D. Kahnemano ir A. Tversky (1979) tyrimais, rinka dažnai veikia ekonominių subjektų elgseną ir yra būdinga apie 60 proc. rinkos dalyvių. Todėl rinkos imitacijos polinkio nebuvimą galima priskirti prie Lietuvos namų ūkio specifinių asmeninių finansų valdymo ir finansų elgsenos psichologinių bruožų, nes tik 35 proc. respondentų buvo linkę imituoti kitų dalyvių elgseną (Jurevičienė, Ivanova 2012).

Taip pat išreikštas polinkis ir ryšys su finansų valdymo ypatumais ne tik naudojant aprašomąją statistiką, bet ir kiekybinius rodiklius. Visa tai leido suskirstyti respondentus į investuotojų grupes pagal tai, kokius elgsenos kriterijus jie atitinka, ir nustatyti tam tikrus investuotojų tipus (2.15 pav.).

Investuotojų tipai

SPRENDIMAI PRIIMAMI
REMIANTIS INTUICIJA

SPRENDIMAI PRIIMAMI
REMIANTIS SKAIČIAVIMAIS



2.15 pav. Investuotojų tipų paskirstymas pagal priimamą riziką ir sprendimų priėmimo būdą (Jurevičienė, Ivanova 2012)

1. Atsargus investuotojas. Sudaro 18 proc. bendro respondentų skaičiaus. Asmenys, priskirti atsargaus investuotojo tipui, stengiasi vengti rizikingų sprendimų, todėl pasirenka saugias finansines priemones, kurios užtikrina mažą investicinę grąžą. Šie respondentai, siekdami finansinio saugumo, linkę imituoti kitų rinkos dalyvių finansinę elgseną. Sudarytą vertybinių popierių portfelio struktūrą jie keis retai, nes jiems yra būdingas finansinių sprendimų konservatizmas. Taip pat jeigu atsargaus tipo investuotojai lėšas jau bus investavę į nepelningą projektą, jie bus linkę vykdyti nepelningus išsipareigojimus. Taigi atsargaus investuotojo grupės finansinė sėkmė priklauso nuo bendros situacijos rinkoje.

2. Sisteminis investuotojas. Sudaro 34 proc. bendro respondentų skaičiaus. Respondentai, priskirti sisteminių investuotojų grupei, racionaliai vertina finansinių sprendimų priėmimą, t. y. neimituoja kitų rinkos dalyvių elgsenos, o priimdami finansinius sprendimus atsižvelgia į savo finansinę patirtį. Šios grupės respondentai pasižymi vidutiniu skaitmeninio raštingumo lygiu ir aukštu finansiniu išprusimu, todėl jie objektyviai vertina gautą tikslią informaciją apie situaciją rinkoje. Sistemiam investuotojui irgi yra būdingas konservatizmas priimant finansinius sprendimus, tačiau jis nepasirodo taip ryškiai, kaip atsargaus investuotojo grupės respondentų.

3. Individualistinis investuotojas. Sudaro 37 proc. bendro respondentų skaičiaus. Individualistinis investuotojo tipas, kaip ir sisteminis investuotojo tipas, pasižymi aukštu finansiniu išprusimu ir vidutiniu skaitmeniniu raštingumu. Finansinius sprendimus jis linkęs prisiimti atsižvelgdamas į savo finansinę patirtį, o ne į kitų rinkos dalyvių elgseną. Tačiau jų rizikos tolerancija yra aukštesnė negu atsargaus ir sisteminio tipų investuotojų ir jie prisiima vidutinės rizikos finansinius sprendimus. Šios grupės respondentų tyrimas parodė, kad individualiems investuotojams yra būdinga nesąmoninga rizika, t. y. jie negali sau paaiškinti sprendimų motyvų, ir dažnai atsiranda disonansas, kai naujai gauta informacija prieštarauja žmogaus anksčiau susidarytam supratimui. Esant neapibrėžtumo laipsniui ir rizikai, respondentų sprendimai priimami nenuosekliai.

4. Spontaniškas investuotojas. Sudaro 11 proc. bendro respondentų skaičiaus. Išskirtinis šios grupės bruožas – aukštas rizikos lygis, nes priimdami finansinius sprendimus jie paiso savo intuicijos ir neatsižvelgia į analitikų nuomonę. Dėl to šitos grupės respondentams būdingas žemas skaitmeninio raštingumo lygis. Taip pat spontaniškiems investuo-

tojams būdingas veiklos siekimo ir kontrolės iliuzijos polinkis, jie, siekdami aukštos investicijų gražos, dažnai nori keisti sudaryto vertybinių popierių portfelio struktūrą. Kadangi spontaniškų investuotojų grupės respondentai priimdami finansinius sprendimus gali rizikuoti didelėmis pinigų sumomis, jų elgsena gali atnešti didelių nuostolių ir respondentui asmeniškai, ir jų valdomai įmonei.

Reikia atkreipti dėmesį, kad gauti tyrimo rezultatai, tikėtina, yra geresni nei vidutiniški Lietuvoje. Tai susiję su tuo, kad tyrime dalyvavo finansinių institucijų darbuotojai, kurie, nors ir ne visi turėjo finansinį aukštąjį ar net universitetinį išsilavinimą, tai bent jau visi studijavo finansus ar panašias disciplinas. Tikėtina, kad kai kurie rezultatai būtų prastesni, atlikus analogišką tyrimą dalyvaujant atsitiktinai pasirinktiems respondentams.

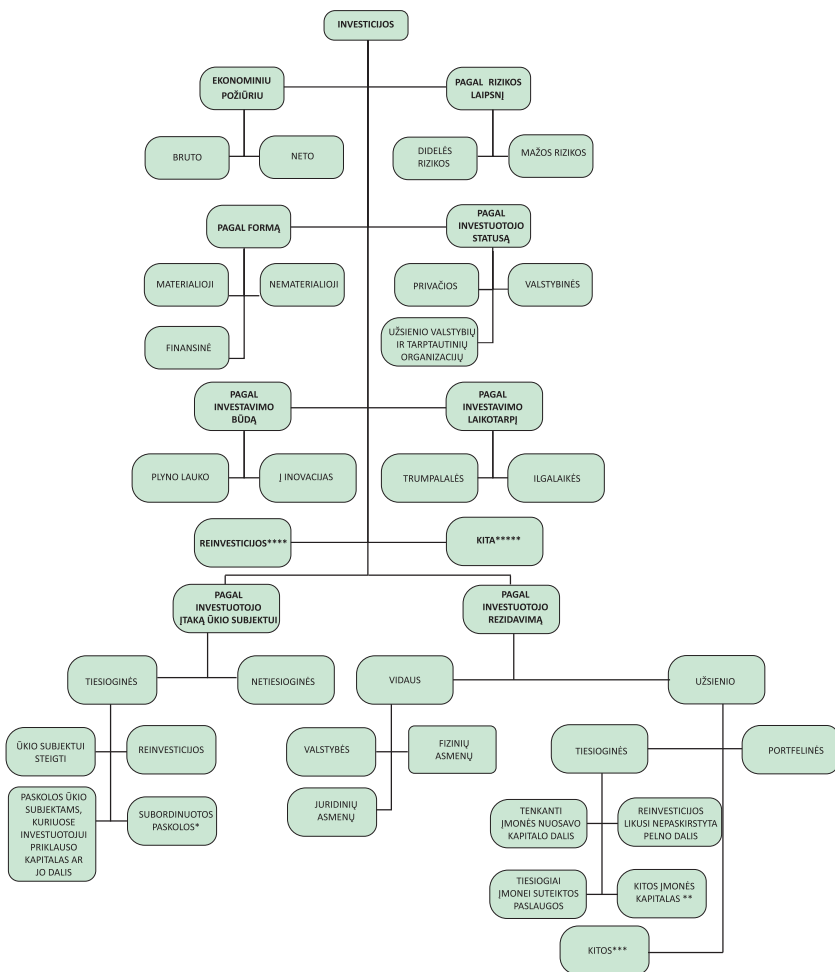
Investuotojo tipo nustatymas gali nusakyti asmeninių finansų valdymo klaidas. Žinant savo investuotojo tipą galima pasirinkti tinkamiausias finansų valdymo strategijas, atsižvelgiant į nustatytus finansinius tikslus, ir apsispręsti, ar pačiam valdyti finansus, ar geriau kreiptis į investicinių paslaugų konsultantą. Taigi namų ūkiai galėtų efektyviai valdyti asmeninius finansus ir kartu pagerinti savo pragyvenimo lygį.

3. ASMENINIO TURTO IR ASMENINIŲ INVESTICIJŲ SAŠAJA

Asmeninis turtas neatsiejamas nuo investicijų sąvokos. Finansų ir investicinių terminų žodyne turtas apibrėžiamas, kaip „bet kas, turintis komercinę vertę arba ką galima iškeisti, priklausantis verslui, institucijai ar individui“ (Dictionary of Financial and Investment... 2006). Nors, kalbant apie investavimą, dažniausiai susiduriama su finansiniu turtu ir investicijomis finansų rinkose, tikslinga plačiau išanalizuoti įvairias asmenų naudojamas investicines priemones. Terminas „investicijos“ yra kilęs iš lotyniško žodžio „invest“, reiškiančio „įdėti“. Platesniu požiūriu investicija reiškia kapitalo įdėjimą siekiant paskesnio jo padidėjimo (arba pasikeitus vertei, arba iš papildomai gaunamų pajamų (dividendų, palūkanų, nuomos). Norint geriau suprasti investicijos sąvoką, tikslinga išsiaiškinti, kokie požymiai lemia investicijų klasifikavimą (3.1 pav.). Investicijų klasifikavimą iliustruoja Lietuvos Respublikos investicijų įstatyme (1999) pateikta investicijų klasifikacija įvairiais aspektais: ekonominiu požiūriu, pagal rizikos laipsnį, formą, investuotojo statusą, investavimo būdą, laikotarpį, investuotojo įtaką ūkio subjektui, pagal investuotojo rezidavimą (3.1 pav.).

Žmonės gali rinktis: arba vartoti dabar, arba investuoti ateičiai. Nusprendusieji investuoti ateičiai, gali įsigyti daugelį vertybinių popierių. Kai investuotojas investuoja pinigus į įmonę, ta įmonė šiuos pinigus naudoja gamybos reikmėms: nekilnojamajam turtui, įrenginiams, baldams ar atsargoms įsigyti, kurios naudojamos gamyboje, ar paslaugoms teikti. Tokiu būdu investuotojas gauna grąžą tiesiogiai iš šio turto (kurį finansavo, nusipirkęs išleistus vertybinius popierius) uždirbamų pajamų. Privačių asmenų turimas finansinis turtas (obligacijos, akcijos) – tai įmonių (t. y. vertybinių popierių emitentų) *įsipareigojimai*. Todėl, sudėjus visus įmonių ir asmenų balansus ir eliminavus pretenzijas (tarpusavio įsipareigojimus), lieka tik materialusis turtas ir nuosavybė (arba nuosavas kapitalas, gerovė (angl. *Wealth*)). Materialusis turtas susideda iš pastatų, įrenginių, prekių, atsargų ir žemės. Negalima pamiršti, kad finansinio turto, kurį nusiperkame, lydimas sėkmė ar nesėkmė visiškai priklauso nuo už jį įsigyto materialiojo turto panaudojimo rezultato. Kapitalo prieaugio turi pakakti, kad investuotojui būtų kompensuota už atsisakymą investavimo

metu naudoti (kitiems tikslams) turėtas lėšas, sumokėta už riziką, atlyginti būsimieji nuostoliai dėl infliacijos.



3.1 pav. Investicijų klasifikavimo įvairovė (parengta autorės)

* Jei investuojama siekiant užmegzti ilgalaikius tiesioginius investuotojo ir ūkio subjekto ryšius.

** Tai investuotojo ir įmonės prekybos skolos, priskaičiuoti neišmokėti dividendai, privileguotosios akcijos, palūkanos už paskolas ir kt.

*** Ilgalaiškės ir trumpalaiškės paskolos; paskolos, gautos valstybės vardu; paskolos, gautos su valstybės garantija; prekybinės skolos; užsienio juridinių ir fizinių asmenų indėliai bankuose ir kt.

**** Iš investicijų gauto pelno (pajamų) investicijos tame ūkio subjekte, kuriame šis pelnas (pajamos) buvo gautas.

**** Reikšmingos investicijos į kitas finansų ir kredito įstaigas:

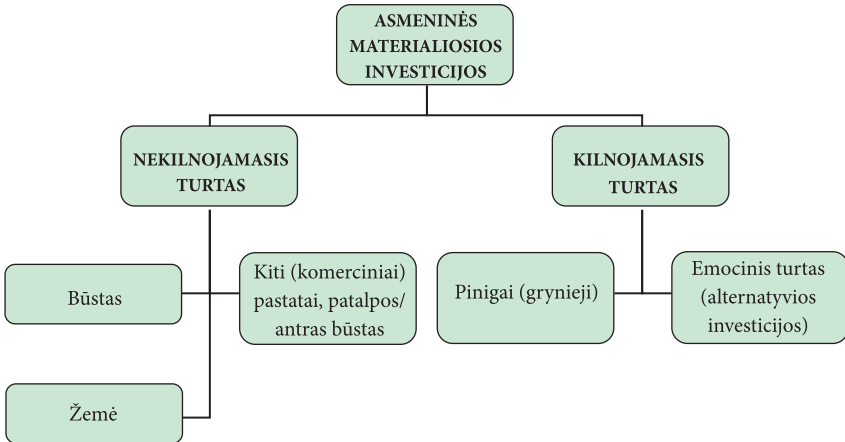
- įmonės investicija į kitą finansų ar kredito įstaigą bei tai įstaigai suteikta subordinuota (atsitiktinė) paskola, sudaranti daugiau kaip 10 procentų tos įstaigos nuosavo kapitalo;
- bendra įmonės investicijų į tas kitas finansų ar kredito įstaigas, sudarančių mažiau kaip 10 procentų kiekvienos iš tų finansų ar kredito įstaigų nuosavo kapitalo, suma.

3.1. Asmeninės finansinės investicijos

Kalbant apie investavimą, būtina pažymėti du svarbius aspektus: atskirti sąvokas „investavimas“, „taupymas“ ir „spekuliacija“ bei apibrėžti investicijų į materialųjį turtą reikšmę (t. y. atskirti sąvokas „vartojimo tikslams“ ir „investicijoms“ skirtą materialųjį turtą) (Hall 2003). *Investavimas* – tai pinigų įdėjimas į vertybinius popierius ar materialųjį turtą, siekiant gauti didesnę vertę, pajamų ar viską kartu. Investavimas reikalauja laiko, žinojimo ir disciplinos. Investicijos kaina gali svyruoti, bet investuojama ilgalaikiam tikslui. *Taupymas* – tai saugus pinigų, kurie bus išleidžiami vėliau, rinkimas. Santaupos nesvyruoja ir iš esmės yra finansiskai nerizikingos. Pabrėžiamas saugumas ir likvidumas. *Spekuliacija* – tai finansinis terminas, atitinkantis azartinį lošimą, riziką. Investuotojas, kuris spekuliuoja, tikisi greito pelno, gaunamo iš trumpalaikių tam tikro turto ar investicijos kainų pasikeitimų (Jurevičienė, Klimavičienė 2008).

Ilgą naudojimo prekių pirkimas, tokių kaip televizorių, automobilių, būsto ir pan., visų pirma skirtas vartoti (net ir būstas naudojamas gyventi) ir savo ekonominiu turiniu nepriklauso investicijoms. Įsigyjant šias prekes, lėšos tiesiogiai naudojamos ilgalaikiam vartojimui, išskyrus tuos atvejus, kai jų įsigijimo tikslas yra pardavimas (tačiau visų išvardytų daiktų vertė krenta (išskyrus būsto – ilgalaikėje perspektyvoje), tokiu atveju šis turtas naudojamas spekuliaciniams tikslams (tai būdinga esant prekių deficitui).

Klasifikuojant investicijas pagal objektą, išskiriamos materialiosios (daiktinės), nematerialiosios ir finansinės investicijos (3.2 pav.). Pastaraisiais dešimtmečiais finansų rinkos taip sparčiai vystėsi, kad sunku griežtai atskirti įvairias investavimo priemones ir pateikti tikslų jų sąrašą. Pavyzdžiui, investavimas į žaliavas priskirtinas materialiosioms (daiktinėms) investicijoms, tačiau daugeliu žaliavų rūšių prekiaujama finansų rinkose. Tikslinga pasinaudoti įmonių finansų srityje naudojama atskaitomybe ir asmeninį turtą suskirstyti į kilnojamąjį ir nekilnojamąjį.



3.2 pav. Asmeninių materialųjų investicijų grupavimas
(parengta autorės)

Prie nematerialiųjų investicijų dažniausiai priskiriamos investicijos į technologijų perėmimą, įgyjant patentus, patentines teises, licencijas, nepatentuotinas arba nepatentuotas technologinių naujovių licencijas (angl. *Know How*) ir kt., į ką (dažniausiai) neinvestuoja (fiziniai) asmenys.

Finansų sistemoje pinigai suprantami dvejopai. Siaurąja prasme jie apima materialius pinigus – tai popieriniai pinigai ar monetos, kurie tokia forma finansų pasaulyje jau retai naudojami. Pinigai plačiąja prasme – tai pinigai, esantys banko sąskaitose, taip pat įeina į finansinio turto sampratą. Materialusis turtas generuoja ekonomikos pajamas (įplaukas), o finansinis turtas paprasčiausiai apibūdina investuotojų pajamų ir nuosavo turto išdėstymą. Finansinis turtas (angl. *Financial Assets*) yra pretenzija į pajamas, kurias generuoja realusis turtas (žemė, pastatai, įrenginiai ir žinios, kurias galima panaudoti prekėms ir paslaugoms gaminti). Jeigu negalime turėti nuosavos automobilių gamyklos, galime nusipirkti bent jau jos akcijų (t. y. įgyti finansinio turto) ir pretenduoti į dalį šios gamyklos uždirbamų pajamų (Bodie, *et al.* 2003). Makroekonominė prasme finansinis turtas nurodo tik savininką, o pats savaime neprisideda prie BVP (ar BNP) pasikeitimo ir nekuria materialaus turto. Finansinės operacijos tik parodo turto savininko pasikeitimą.

Finansinis turtas apibūdinamas keliais požymiais (3.3 pav.):

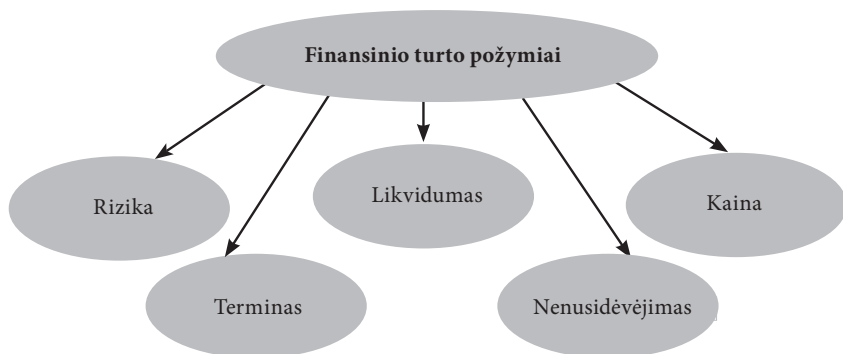
- Rizika – ji būdinga visoms finansinio turto rūšims;

- Likvidumu – kiekvienas finansinis turtas turi skirtingas galimybes būti parduotas arba nupirktas;
- Kaina – kiekvienas finansinis turtas turi savo vertę, išreikštą kaina;
- Terminu – finansinis turtas turi savo galiojimo terminą.

Tačiau ketvirtasis požymis būdingas ne visam finansiniam turtui (nuosavybės vertybiniais popieriais šis bruožas nepritaikomas, akcijos neturi nustatyto „galiojimo“ termino, jos išleidžiamos neterminuotai).

Dar vienas labai svarbus finansinio turto požymis, skiriantis jį nuo materialaus turto, yra tas, kad finansinis turtas negali nusidėvėti, t. y. jo fizinė būklė nedaro įtakos rinkos vertei (kainai).

Bet svarbiausias iš paminėtų finansinio turto požymių yra galimybė greitai pavirsti pinigais (Jurevičienė, Klimavičienė 2008), t. y. likvidumas.



3.3 pav. Finansinio turto požymiai
(remiantis Jurevičiene, Klimavičiene, 2008)

Literatūroje gali pasitaikyti įvairių požiūrių į finansinio turto skirstymą. Vieni jam priskiria tik pagrindinius finansinius instrumentus (pinigai, akcijos ir obligacijos), kiti siūlo priskirti ir išvestines finansines priemones, o įvairiuose straipsniuose ar knygose, analizuojant namų ūkių finansinį turtą, minimas ir investavimas į įvairius fondus: pensijų, savitarpio ir kt. (dar vadinamas pasyviu investavimu) bei gyvybės draudimą. Taigi, kalbant apie finansinį turtą, pradžioje tikslinga apibrėžti šias priemones: pinigus ir pinigų ekvivalentus, skolos finansines priemones, nuosavybės finansines priemones ir išvestines finansines priemones.

Pinigai ir pinigų ekvivalentai – tai finansinis turtas, kuriuo galima užmokėti už prekes ir paslaugas, arba kuris lengvai gali būti paverstas pinigais (tai pinigai bankų sąskaitose, indėliai ir kt.).

Skolos finansinės priemonės apima obligacijas, vekselius ir kt. Skolos finansines priemones paprastai galima išskirti į dvi kategorijas: pervedamąsias, kurios gali būti pervedtos kitam savininkui (pavyzdžiui, obligacijos, vekseliai), ir nepervedamąsias, kurios dažniausiai negali būti perleistos kitam savininkui (paskolos, indėliai). Skolos finansinės priemonės dar vadinamos fiksuotų pajamų vertybiniais popieriais, kurie žada arba nustatytą pajamų srautą, arba pajamų srautą, kuris apskaičiuojamas pagal tam tikrą iš anksto nustatytą formulę (atitinkamai vadinamos fiksuotų palūkanų obligacijos ar kintamų palūkanų obligacijos). Kol skolininkas nebus paskelbtas bankrutuojančiu, už šiuos vertybinius popierius bus vykdomi arba fiksuotai nustatyti mokėjimai, arba jie bus apskaičiuojami pagal iš anksto nustatytą formulę. Todėl mokėjimai už fiksuotų pajamų vertybinius popierius tiesiogiai priklauso nuo emitento (skolininko) finansinės būklės.

Nuosavybės finansinės priemonės – tai akcijos ir kiti nuosavybės vertybiniai popieriai, kurie suteikia teisę į įmonės nuosavybės dalį. Akcijų savininkams nežadama jokių konkrečių mokėjimų, bet jie gauna dividendus, jeigu įmonė juos moka, ir turi proporcingą jos materialiojo turto dalį. Jeigu įmonės veikla sėkminga, tuomet akcijų vertė kyla, jei ne – krenta. Tai yra akcijų vertė tiesiogiai priklauso nuo įmonės ir jos materialiojo turto panaudojimo sėkmės. Todėl akcijos yra rizikingesnės nei fiksuotų² pajamų vertybiniai popieriai.

Išvestinės finansinės priemonės – tai tokios priemonės, kurių vertė priklauso nuo kitos finansinės priemonės ar turto vertės. Išvestinės finansinės priemonės tapo neatskiriama investicinės aplinkos dalimi. Pirmoji pradinė jų naudojimo priežastis buvo apsaugoti nuo rizikos arba riziką perkelti kitiems rinkos dalyviams. Kita – išvestinės finansinės priemonės plačiai naudojamos spekuliatyviniais tikslais. Išvestinės finansinės priemonės naudojamos ir investiciniam portfeliui formuoti.

Visos minėtos finansinio turto formos finansų rinkose dar skirstomos į pinigų rinkos priemones (angl. *Money Market Securities*) – trumpalaikius, dažniausiai iki vienerių metų, skolos (fiksuotų pajamų) vertybinius popierius, kurie pasižymi dideliu perkamumu rinkoje ir labai maža rizika (pavyzdžiui, vekseliai, tarpbankiniai depozitai); ir kapitalo (fondų) rinkos priemones (angl. *Capital Market Securities*), kurios nau-

2 Prie fiksuotų pajamų vertybinių popierių priskiriamos ir privilegijuotosios akcijos.

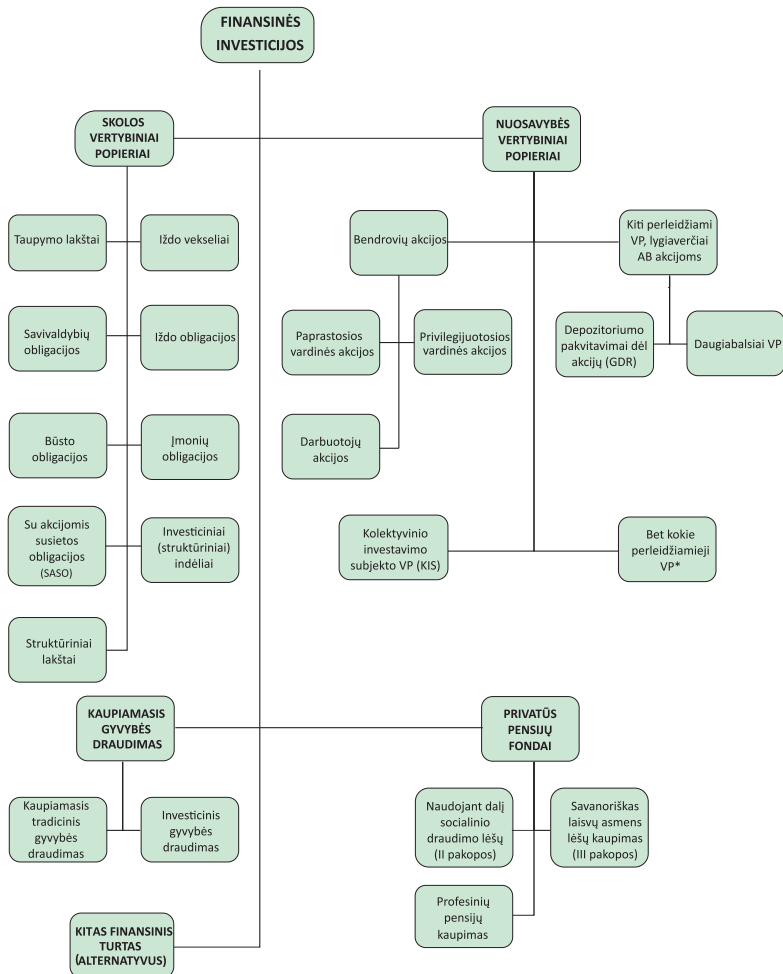
dojamos įmonių kapitalui formuoti. Prie fiksuotų pajamų kapitalo rinkos instrumentų priskiriamos vyriausybės obligacijos, municipalitetų (vietinės valdžios organų) arba įmonių obligacijos. Pagal riziką jie taip pat yra įvairūs: nuo labai saugių (vyriausybės obligacijos) iki gana rizikingų (aukštų pajamų obligacijos, angl. *Junk Bonds*).

Analizuojant gyventojų finansines investavimo priemones, be pamintų pagrindinių keturių grupių (pinigai ir pinigų ekvivalentai, skolos vertybiniai popieriai, nuosavybės vertybiniai popieriai bei išvestinės finansinės priemonės), kuriomis naudojasi asmenys, būtina priminti ir fondus, skirstomus įvairiai, tačiau visiems jiems bendra tai, kad jie surinktus iš smulkių investuotojų pinigus investuoja finansų rinkose ir įsigyja vadinamuosius investicinius vienetus (Lietuvoje dar vadinamus kolektyvinio investavimo subjektais). Gyventojų finansinių investicinių priemonių galimas grupavimas pateiktas 3.4 pav.

Prie finansinių investavimo priemonių nepriskirti indėliai, kadangi pagal ankščiau pateiktus investicijų ir taupymo apibrėžimus jie priskirti ni taupymui, o ne investavimui. Tačiau kai kurie autoriai šių sąvokų neatiskiria. Indėliai, kaip viena saugiausių pinigų laikymo formų, skirstomi labai įvairiai. Lietuvoje veikiantys bankai ir kitos depozitinės institucijos siūlo įvairių pavadinimų taupymo produktus, tačiau Lietuvos (centrinis) bankas visus juos skirsto į terminuotuosius ir taupomuosius. Pagrindinis jų skirtumas, kad pastaruosius indėlininkas gali bet kada papildyti, bendrumas – ir vieni, ir kiti padedami iš anksto sutartam terminui.

Pastaraisiais metais atsirado dar viena rūšis indėlių – investiciniai, arba struktūriniai, indėliai. Skirtingai nuo įprastų (terminuotųjų ar taupomųjų) investuotojai negali patys pasirinkti indėlio termino ir indėlio pradžios laiko – tą nustato indėlį siūlantis bankas. Skirtingai nuo įprastų indėlių tai nėra likvidumą užtikrinanti priemonė ir, priešingai negu kitų indėlių, nutraukus anksčiau laiko struktūrinio indėlio sutartį, investuotojas gali atgauti mažesnę, nei investavo (padėjo), pinigų sumą. Tokie indėliai dažniausiai nustatomi ilgesniam nei vienerių metų laikotarpiui ir, kadangi šie produktai jau turi ir investicijoms būdingos rizikos, jie priskiriami prie finansinių investicinių priemonių (3.4 pav.).

Prieš pradėdamas investuoti bet kuris asmuo privalo visų pirma įvertinti su finansais susijusius pagrindinius dalykus – tai pajamas, namų ūkio išlaidas, amžių, šeimos struktūrą, likvidžių lėšų poreikį, supratimą apie infliaciją ir palūkanų normas, savo patirtį finansų rinkose, supratimą apie mokesčius, ateities įvertinimą (pensinio amžiaus), gyvenimo saugumą, karjeros pabaigą, uždirbtų pajamų praradimą ir kt.



3.4 pav. Finansinių investicijų rūšys (parengta autorės)

* kurie suteikia teisę, juos konvertavus, įgyti bendrovių akcijų arba kitų perleidžiamųjų VP, lygiavertčių akcinių bendrovių akcijoms, savininkams suteikiamas teises.

Tačiau ne vien nuo investuotojų turimų žinių ir teisingai pasirinktų investicinių priemonių priklauso investicijų grąža. Žinoma, tai lemia objektyvios sąlygos, vertybinių popierių kainoms turi įtakos ir įvairi pasirodanti rinkoje – teisinga ar klaidinga – informacija ir kiti su finansų rinka susiję aspektai.

3.2. Finansų rinkų poveikio akcijų kainoms teorijos

Anksčiau minėta, jog efektyviosios rinkos hipotezė tapo prieštarin-ga po to, kai buvo nustatyta, kad kapitalo rinką veikia įvairios anomalijos: Rozeff, Kiney (1976) nustatytas sausio efektas, Fama (1991) ir French (1980) aprašytas savaitgalio efektas, Shleifer (1986) S&P indekso efektas ir daugelis kitų.

Girdzijauskas ir Štreimikienė (2009) analizavo ekonomikos burbulus, galimas jų priežastis bei priemones, kurios padėtų numatyti tokių burbulų vyksmą. Jie sutelkė dėmesį į gerai žinomus ir plačiai diskutuojamus burbulus turto rinkoje ir palygino juos, stengdamiesi apibūdinti pagrindinius tokių burbulų atsiradimo bruožus, priežastis ir požymius, pavyzdžiui, *Dotcom*, *Telecom*, *Health South Corporation*, *NASDAQ* ir kt., taikydami logistinį augimo modelį numatantį burbulų susidarymą kaip augimo prisisotinimo rezultata, esant ribotiems ištekliams.

Jarrett, Schilling (2008) patikrino atsitiktinio pasirinkimo hipotezę (angl. *Random Walk Hypothesis*) pagal Vokietijos kasdinių akcijų kainų pokyčių pavyzdžius. Gauti rezultatai parodė, kad akcijų kasdienės grąžos laiko eilutės, taikomos atsitiktinai pasirinktoms Vokietijos įmonių, įtrauktų į Frankfurto akcijų biržos prekybos sąrašą, akcijoms, atskleidžia, kad šių įmonių akcijoms įmanoma numatyti akcijų grąžos pasikeitimus. Šios laiko eilutės padeda geriau numatyti tokių akcijų grąžų kryptis.

Anomalijos parodo nukrypimą nuo tam tikrų teorinių modelių ir ekonominių interpretacijų, tačiau jų nepaneigia, t. y. investicijų grąžą veikia kur kas daugiau veiksnių, nei iki šiol ištirta. Anomalijos akcijų rinkose nėra dažnas reiškinys. Daugelis jų jau dabar yra išnykę arba jų daroma įtaka vis rečiau pastebima. Visi šie reiškiniai (anomalijos) prieštarauja efektyviosios rinkos hipotezei. Jie parodo, kad ne vien tik informacija daro įtaką akcijų kainoms. Taip pat nereikia užmiršti psichologinių veiksnių reikšmės ar tiesiog gandų, kurie veikia akcijų rinką taip pat stipriai kaip ir patvirtintos realiais faktais naujienos.

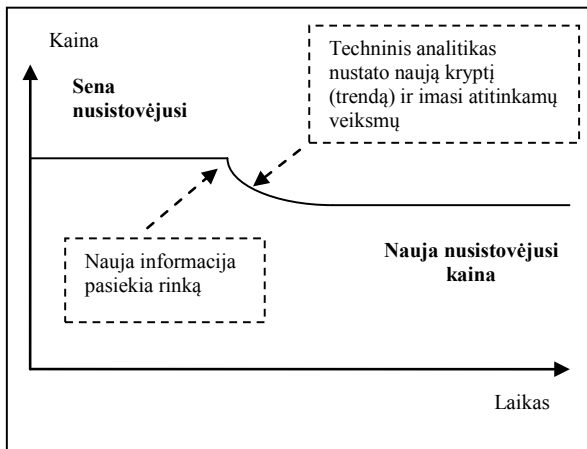
Bandant paaiškinti įvairių rinkos dalyvių įtaką finansų rinkoms, ir atsirado bei išsiplėtojo jau nagrinėta finansų elgsena. Kai kurie autoriai pokyčius finansų rinkose sieja ir su valstybės ar valdžios institucijomis (vadinamoji naujoji institucinė ekonomika, angl. *New Institutional Economics*). Pavyzdžiui, Coase (1937, 1960), pirmasis atskleidė požiūrį į operacijas ir paaiškino, kad operacijų išlaidos remiasi labiau prekių ir

paslaugų pristatymo rinkoje išlaidomis nei išlaidomis įmonės viduje. Vėliau šis požiūris buvo taikomas tiriant informacijos kainas, derybų kainas ir sprendimų, taip pat saugojimo (kontrolės) ir vykdymo, o Williams (2009), remdamasis informacijos perdavimo indeksu (angl. *Release of Information Index* (RII)), parodė koreliaciją tarp ekonomikos vystymosi ir vyriausybės informacijos perdavimo.

Atskirai arba kaip susijusi su elgsenos teorijomis minima kultūrinė ekonomika, pabrėžiant kultūros svarbą formuojant politiką (Katayama, Ursprung 2003). Diskusijos apie rinką skatina daugybę empirinių tyrimų. Daugumos tyrimų išvadose pateikiama, kad nėra konkrečios strategijos, kuri padėtų numatyti vertybinių popierių kainas, tačiau pasitaiko ir minėtų anomalijų.

Fundamentalioji ir techninė analizės kaip vertybinių popierių vertės nustatymo metodai

Prognozuojant vertybinių popierių kainą galima pasitelkti daugybę įvairiausių būdų, tačiau dažniausiai finansų analitikai naudojami techninės ar fundamentaliosios analizės duomenimis arba derina abu šiuos metodus. Tokios analizės tikslas – nurodyti, kurie vertybiniai popieriai įvertinti neteisingai, ir nustatyti jų charakteristikas. Apie tokių vertinimų tikslingumą nemažai rašoma tiek mokslinėje literatūroje, tiek ir profesionalių rinkos dalyvių informaciniuose leidiniuose. Techninė analizė apibrėžiama kaip praeities akcijų kainų grafinis tyrimas, siekiant surasti tam tikrus dėsningumus, kuriuos naudojant būtų galima atlikti trumpalaikę akcijų kainų prognozę. Tai yra kainų finansų rinkose krypties ir masto prognozavimas statistiniais ar grafinais metodais, nagrinėjant praeities kainas (Mayall 2006). Techninės analizės šalininkai mano, kad iš istorinių duomenų apie akcijas ir rinką galima nuspėti ateities įvykių raidą. Taigi pagrindinius techninės analizės šalininkų samprotavimus būtų galima apibrėžti kaip istorinės akcijų kursų analizės, kuri leidžia nustatyti tam tikros akcijos kainos cikliškumą ir ateities tendencijas, svarbą, priimant investicinius sprendimus (3.5 pav.).



3.5 pav. Naujos informacijos įtaka kainai techninio analitiko požiūriu (parengta pagal Reilly, Brown 2007; Jurevičienė, Albrichtaitė 2010)

Fundamentalieji analitikai analizuoja viską: nuo bendros ekonomikos ar pramonės šakos būklės iki įmonės finansinės padėties ir valdymo. Jie naudoja realius duomenis akcijos vertei nustatyti: pajamas, pelną, vadovų kompetenciją ir kt. Nors fundamentalieji analitikai gali ir nesidomėti visa rinkos padėtimi, kadangi jiems kur kas svarbesnė tam tikros įmonės veikla ir rodikliai, nulemiantys sprendimą dėl šios įmonės akcijų pirkimo ar pardavimo. Terminas „fundamentalioji analizė“ kildinamas iš žodžio „fundamentalistas“, kuris vartojamas, apibūdinant fondų biržos specialistą, priimančią sprendimus visų pirma remiantis vertybinius popierius išleidusios įmonės ekonomine padėtimi (Auštrevičius, *et al.* 1991). Iš to galima spręsti, kad, atliekant fundamentaliąją analizę, reikia atlikti ir įmonės, išleidusios vertybinius popierius, ekonominę analizę. Kartu su technine analize fundamentalioji analizė priskiriama aktyviam investicijų valdymo būdai. Valentinavičius (2010) į fundamentaliąją analizę žvelgia dvejopai: glaustai ir plačiai. Atskleisdamas fundamentaliosios analizės esmę glaustai, jis pabrėžia, kad brandžios rinkos ekonomikos sąlygomis galutinis analizės tikslas – nustatyti akcijos vertę, o plačiau – fundamentalioji analizė tiria viską, kas yra už vertybinių popierių rinkos ribų, siekdama nustatyti kintamų vertybinių popierių kainų kursą.

Sharma M., Sharma P. (2009) teigia, kad fundamentalioji analizė atliekama siekiant sužinoti tikrąją vertę, kuri neatsispindi vertinant įmonę rinkos kaina. Pasak Wilmott (2007), fundamentalioji analizė – tai metodas, padedantis nustatyti tikrąją vertę, nuodugniai analizuojant įmonės balansą, vadybos komandos darbą, konkurentus, ieškinius, susijusius su įmone, ir pan. Kitaip tariant, turi būti atliekama visapusė analizė, pateikiant daug skaičiavimų ir prognozių. Fundamentalioji analizė yra kritikuojama dėl kelių praktinių problemų. Aukšto lygio analizė teikia detalią ekonomikos prognozę, tačiau aplinka yra kintanti, taigi ir prognozė netenka savo reikšmės. Kita įvardyta problema – duomenų trūkumas. Teigiamas požiūris į fundamentaliąją analizę formuojamas esant prielaidai, kad finansų analitikai turi patikimų duomenų. Tačiau net ir turint daug duomenų dažniausiai pasirenkami tik naudingiausi. Pagrindiniai fundamentaliosios ir techninės analizės skirtumai pateikiami 3.1 lentelėje.

3.1 lentelė. Fundamentaliosios ir techninės analizės palyginimas laiko ir analizuojamos informacijos atžvilgiu (Jurevičienė, Albrichtaitė 2010)

Techninei analizei būdinga	Fundamentaliajai analizei būdinga
<ul style="list-style-type: none"> • praeities kainų analizė; • diagramų analizė; • stebima istorinė kainų dinamika ir spėjami ateities kainų pokyčiai (išvados, gaunamos stebint vieną reiškinio dalį, pritaikomos ir išplečiamos kitai jo daliai); • visa informacija atspindi akcijų kainas; • lyginant su fundamentaliąja, techninei analizei atlikti reikia mažiau laiko. 	<ul style="list-style-type: none"> • finansinių suvestinių analizė; • įmonės valdymo ir pranašumų rinkoje analizė; • analizė atliekama, remiantis ne tik istoriniais, bet ir dabartiniais duomenimis; • išvados pateikiamos įvertinus įmonės vertę; • lyginant su technine, fundamentalioji analizė reikalauja daugiau laiko.

Lyginant su fundamentaliąja analize, techninei analizei atlikti reikia kur kas mažiau laiko. Akcijų kainos keičiasi sparčiau nei ekonominė padėtis, todėl ir informacijos analizei per tą patį laiką sukaupiama daugiau. Vadinasi, ir numatomas kainos pasikeitimo laikas identifikuojamas daug tiksliau nei fundamentaliosios analizės atveju. Fundamentalioji analizė yra naudingesnė ilgalaikiams investuotojams, nes prognozės gali būti

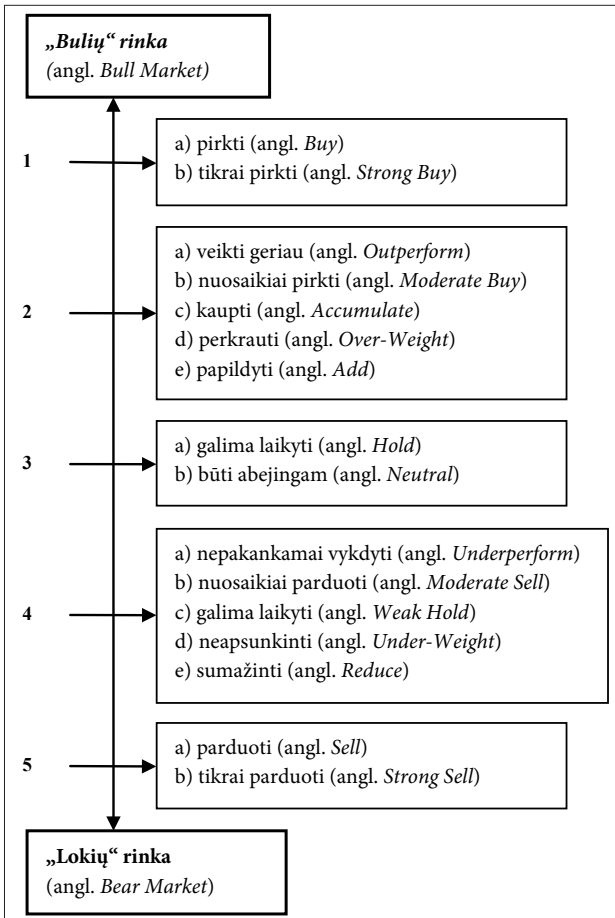
formuojamos ilgesniam laikotarpiui. Techninė analizė yra plačiau naudojama ir turi nemažą įtaką finansų rinkų dalyviams. Analizės duomenys skelbiami finansinėje spaudoje ir akcijų rinkos komentaruose.

3.2.1. Analitikų pateikiamos informacijos vertinimas

Finansinė analizė atliekama siekiant įvertinti investavimo į turta rizikos laipsnį ir tikėtiną grąžą. Tokią analizę atlieka finansų analitikas, kuris pateikia rekomendacijas, kokius vertybinius popierius pirkti. Analitikai įvertina įtaką, kurią vertybinių popierių vertei turėjo įvairūs veiksniai, taip pat galimą riziką, juos įsigijus. Finansų analitikai paprastai dirba brokerių, konsultaciniuose įmonėse ar investiciniuose fonduose. Atestuoti finansų analitikai (angl. *Chartered Financial Analyst* – CFA) yra labai vertinami ir pripažįstami investavimo industrijoje. Šis vardas veikia kaip indikatorius, nes rodo, kad analitikas yra profesionalus savo srities žinovas ir darbe taiko aukštus etinius ir profesinius standartus (Jones 1996). Visos analitinės įmonės turi savo reitingų sistemą, kurią paprastai sudaro 3–5 reitingai, sudėlioti mažėjančia tvarka – nuo teigiamo įvertinimo (paties stipriausio) iki neigiamo (paties silpniausio). Daugelis analitinių įmonių pagal savo vertinimų sistemą suteikia reitingus ilgam, vidutiniam ir trumpam laikotarpiui. Analitikai įmonės reitingą gali (Jurevičienė, Albrichtaitė 2010): padidinti (angl. *Upgrade*); sumažinti (angl. *Downgrade*); inicijuoti (angl. *Initiate*); pakartoti (angl. *Reiterate*).

Paprastai vertybinių popierių analitikai analizuoja įmonės veiklos rodiklius ir kuria finansinius modelius, kuriais bando numatyti būsimą akcijos kainos tendą, dažniausiai atsižvelgdami į tikėtiną įmonės pelną ir pajamas. Pagal gautus rezultatus jie skelbia savo rekomendacijas pirkti ar parduoti tam tikras akcijas. Analitikų vertinimų pavadinimai labai skiriasi (pavyzdžiui, dviejų analitinių įmonių įvertinimai pagal požymius „tikrai pirkti“ (angl. *Strong Buy*) ir piko viršūnė (angl. *Top Pick*) yra aukščiausi, taigi ir reiškia tą patį), bet paprastai jie sudaro ir visiems investuotojams žinomą vertinimų (reitingų) sistemą (angl. *Analysts and Earnings Estimates*): tikrai pirkti; pirkti (angl. *Buy*); laikyti (angl. *Hold*); parduoti (angl. *Sell*). Nors daugelio analitinių įmonių reitingas „sell“ yra prasčiausias, kiti rinkos dalyviai naudoja 5-ąjį įvertinimą kaip patį žemiausią – „tikrai parduoti“ (angl. *Strong Sell*). Šią penkių taškų skalę dažniausiai ir naudoja analitikai (Jurevičienė, Albrichtaitė 2010).

Jei tai pačiai įmonei penki analitikai suteikia reitingą „1“, kiti penki analitikai suteikia reitingą „2“, o dar kiti penki analitikai suteikia reitingą „3“, tai konsensusas (visų analitikų rekomendacijų vidurkis) bus lygus „2“. Bendras rezultatas rodo, kad šios įmonės akcijas rekomenduojama pirkti, nors yra manančių, kad šios įmonės akcijas reikėtų laikyti. Toliau pateikiama apytikslė įvairių reitingų tarpusavio sąveika (3.6 pav.).



3.6 pav. Įvairių analitikų naudojamų reitingų apytikslė sąveika (Jurevičienė, Albrichtaitė 2010)

Per 1985–1996 m. *Zacks* investicijų analitikai (angl. *Zacks Investment Research*) ištyrė daugiau nei trečdalį milijono rekomendacijų. *Zacks* tyrimą įtraukė visas įmones, įrašytas į biržos prekybos sąrašą NYSE (Niujorko vertybinių popierių birža), AMEX (Amerikos vertybinių popierių birža) ir NASDAQ (elektroninė prekybos sistema). Susisteminius šios bazės duomenis, apskaičiuota, kaip dažnai suteikiamos 4 ar 5 balų (pardavimo) rekomendacijos: pirkimo rekomendacijos sudaro 54,1 proc., o pardavimo – tik 6,5 proc. visų rekomendacijų. Barber, *et al.* (2001) viename iš 1986–1996 m. atliktų tyrimų pripažino, kad analitikų rekomendacijų pasikeitimai akivaizdžiai daro įtaką akcijų kainoms ir pateikė tokią išvadą – rinka neturi „pusiau stiprios“ efektyvumo formos. Jie ištyrė, kad, perkant akcijas, esant palankiausia analitikų rekomendacijų vidurkiui, metinė geometrinio vidurkio grąža sudaro 18,8 proc., o, perkant akcijas, esant mažiausiai palankiam rekomendacijų vidurkiui, – tik 5,8 proc., taigi bendras rinkos augimas siekia 14,5 proc. Akcijų portfelis, sudarytas iš rekomenduojamų pirkti akcijų, vidutiniškai atnešė 4,13 proc. metinio prieaugio, o akcijų portfelis, sudarytas iš neigiamų rekomendacijų, buvo nuostolingas (–4,91 proc.) (Barber, *et al.* 2001). Nepaisant to, kad Barber ir kt. (2001) teigė, jog jie apėmė orientuotą į investuotoją kalendorinio laiko perspektyvą, dešimt metų yra labai ilgas laikotarpis. Akivaizdu, kad per tokį laikotarpį dauguma analizuotų įmonių išėjo iš rinkos, o į rinką įėjo naujos įmonės.

Kalbant apie šį tyrimą būtina pažymėti, kad autoriai įtraukė ir mažas bei vidutines įmones. Jie panaudojo nemažai investicinių strategijų portfelio pokyčiams stebėti ir pateikė juos procentine išraiška (kaip rezultato padidėjimą ar sumažėjimą). Anot Cheung ir Ng (1992), kurie atliko akcijų kainų dinamikos ir įmonių dydžio tyrimą, mažų įmonių nepastovios akcijų kainos yra linkusios labiau reaguoti į akcijų kainų pasikeitimus.

3.2.2. Akcijų kainų dinamikos tyrimas

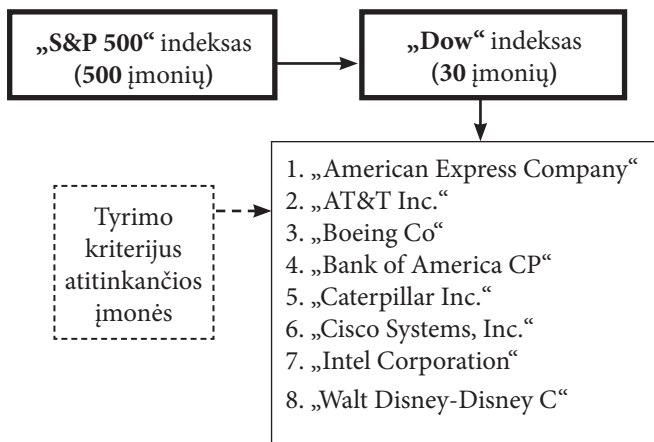
2009 m. buvo atliktas tyrimas (Jurevičienė, Albrichtaitė 2010), siekiant nustatyti akcijų kainų dinamikos ir analitikų pateikiamos informacijos priklausomybę. Tyrime analizuotos įmonės pasirinktos pagal du pagrindinius kriterijus:

1. Kapitalizaciją – atrinktos tik didelės kapitalizacijos įmonės;

2. Analitikų reitingų pakeitimą, t. y. padidinimą (angl. *Upgrade*) ir sumažinimą (angl. *Downgrade*) – bent keturi teigiami ir penki neigiami tinkami tyrimui reitingo pakeitimai.

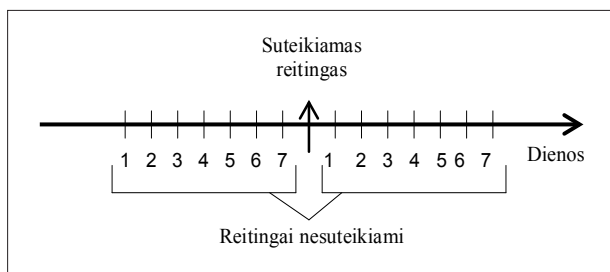
Tai svarbiausi kriterijai, be kurių nebūtų įmanoma analizuoti įmonių akcijų kainų dinamikos. Analizei pasirinktos didelės kapitalizacijos įmonės sudaro „Dow Jones Industrial Average“ (*Dow*) indeksą. Šis indeksas susideda iš trisdešimties didžiųjų įmonių akcijų kainų svorinių vidurkių. Įmonės akcijų procentinis pokytis tyrime lyginamas su indekso „Standard and Poor’s 500“ (S&P 500) pokyčio reikšme. „Standard and Poor’s 500“ indeksą sudaro 500 įmonių akcijos (tarp jų ir tyrime dalyvaujančios įmonės), atrinktų pagal rinkos dydį, likvidumą ir atstovaujamą pramonės grupę. Dauguma indeksą sudarančių įmonių yra vidutinės ir didelės kapitalizacijos. Jos sudaro daugiau kaip 70 proc. JAV akcijų rinkų vertės. S&P 500 yra rinkos vertės svorio indeksas (kuo didesnė įmonė, tuo ji labiau lemia indekso pokytį) (S&P 500, Wilshire 5000 and Other Indexes 2009).

Tyrimui buvo parinktos aštuonios įmonės (3.7 pav.). Per 2008 01 01–2009 07 01 laikotarpį jų reitingas buvo keičiamas 116 kartų. Iš jų 42 kartus reitingas buvo didinamas ir 74 – mažinamas.



3.7 pav. Tyrimo imties pasirinkimo eiga
(Jurevičienė, Albrichtaitė 2010)

Tyrimo laikotarpis pasirinktas ekonominės krizės metu. Tai paaiškina didesnę sumažintų reitingų skaičių (sumažinti reitingai sudaro 64 proc. visų įvertinimų pakeitimų). Duomenys apie analitikų reitingų pakeitimus buvo pasirenkami neatsitiktinai, o siekiant atitikti imties kriterijus. Tiriamajai įmonei turėjo būti bent 5 kartus reitingai padidinti ir 4 kartus – sumažinti. Dėl minėtojo krizinio laikotarpio tyrime analizuojama daugiau neigiamų reitingų pokyčių. Tyrime nebuvo atsižvelgiama į du skirtingus vertinimų pakeitimus (padidinimą ir sumažinimą), nustatytus tą pačią dieną ar per artimiausią savaitę, t. y. po pakeitimo arba prieš jį turi būti 7 dienų laikotarpis neskelbiant nei teigiamo, nei neigiamo reitingo (3.8 pav.).



3.8 pav. Pasirinkimo kriterijai, taikomi reitingams padidinti ir sumažinti (Jurevičienė, Albrichtaitė 2010)

Taip buvo siekiama išvengti vieno vertinimo įtakos kitam, tikintis grynesnio efekto. Pagal nustatytus kriterijus tyrime buvo nagrinėjami iš viso 42 neigiami reitingų pakeitimai ir 10 teigiamų³. Analizuotu laikotarpiu reitingus keitė 45 analitikų įmonės ar analitikai. Iš jų daugiausia reitingų pakeitė „Citigroup“ ir „UBS“ (po aštuonis), „JP Morgan“ ir „Stifel Nicolaus“ (po septynis), „Argus“, „Credit Suisse“ ir „Robert W. Baird“ (po šešis).

3 Analitikų reitingo pakeitimo duomenys tyrimui buvo imami iš „Yahoo! Finance“ internetinio tinklalapio, kuris teikia labai daug finansinės informacijos. Tai lankomiausia finansinė svetainė JAV. Joje investuotojai randa akcijų kursus, naujienų apžvalgą, nuorodas į svarbiausius tinklalapius, finansines ataskaitas, portalus, kuriuose gali diskutuoti apie įmonių perspektyvas, akcijų vertes. Taip pat siūlo ir asmeninio investavimo priemones. „Yahoo! Finance“ informacija apie reitingų pakeitimus kaupiama nuo 1998 m., o akcijų kainų pokyčių statistika archyvuojama nuo 1977 m. balandžio 1d.

Pagrindiniai tyrimo etapai:

1) Apskaičiuojamas įmonės akcijos kainos pokytis, lyginant su bazinės dienos duomenimis (diena prieš reitingo pakeitimą). Gautas procentinis pokytis rodo, kaip keičiasi akcijos kaina po reitingo pakeitimo.

2) Apskaičiuojamas indekso (S&P 500) pokytis lyginant su bazine diena (diena prieš reitingo pakeitimą) ir įvertinama β įtaka.

3) Įmonės akcijos kainos procentinis pokytis atimamas iš indekso reikšmės procentinio pokyčio ir gaunamas grynas akcijos kainos procentinis pokytis.

4) Po analitikų reitingų pakeitimų (angl. *Downgrade* ar *Upgrade*) šešių dienų laikotarpiu buvo skaičiuojamas grynojo akcijų pokyčio suminis procentinio pokyčio vidurkis ir standartinis nuokrypis⁴.

Tyrimo buvo taikytas beta (β) vidurkis⁵.

Toliau pateikiamos atskirų įmonių beta reikšmės, naudotos atliekant skaičiavimus:

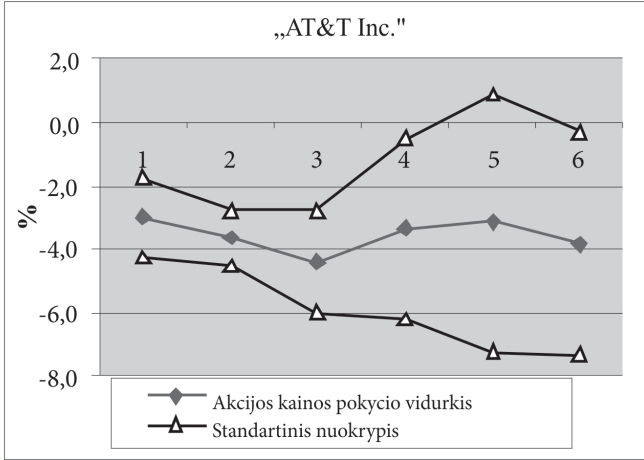
- „American Express Company“ (AXP) – 2,2;
- „Boeing Co“ (BA) – 1,3;
- „Caterpillar Inc.“ (CAT) – 1,8;
- „Bank of America CP“ (BAC) – 2,6;
- „Cisco Systems, Inc.“ (CSCO) – 1,1;
- „Intel Corporation“ (INTC) – 1;
- „AT&T Inc.“ (T) – 0,7;
- „Walt Disney-Disney C“ (DIS) – 2,1.

Dėl betos svyravimų susidariusi paklaida neturi daryti didelės įtakos tyrimo rezultatams.

Galutinis rezultatas (akcijos kainos grynojo suminio procentinio pokyčio vidurkis ir standartinis nuokrypis) pateikiamas 3.9 pav.

4 *Standartinis nuokrypis* parodo akcijos kainos nepastovumo (rizikos) laipsnį, t. y. nukrypimą nuo akcijos kainos *vidurkio*. Kuo mažesnis standartinis nuokrypis, tuo didesnė tikimybė, kad galima tikėtis tam tikros akcijų kainos kitimo tendencijos. Jeigu standartinis nuokrypis yra daug didesnis, tada galima teigti, kad nėra jokio ryšio – pakeitus analitikų vertinimus akcijos kaina kinta neprognozuojamai.

5 *Beta (β)* parodo akcijos pokytį lyginamojo indekso atžvilgiu, t. y. kiek pasikeičia vieneto vertė procentais (%) per dieną, lyginamojo indekso reikšmei pasikeitus 1% per dieną. Jei $\beta = 0$, vadinasi, akcijos kursas yra visiškai nepriklausomas nuo rinkos svyravimų. Teigiama β reiškia, kad akcijos kaina kinta kartu su rinka. Kai $\beta < 0$, akcijos jautrumas yra atvirkščiai proporcingas rinkos svyravimams (rinkai kylant, akcijos vertė krenta).



3.9 pav. „AT&T Inc.“ akcijų kainų pokyčio vidurkio kreivė sumažinus reitingus

Standartinis nuokrypis reiškia nukrypimą nuo vidurkio į abi puses, todėl 3.9 pav. vidurkio kreivė yra vidurinė. Analogiški rezultatai gauti analizuojant visų atrinktų įmonių akcijų kainų pasikeitimus. Įtaka jaučiama tiek sumažinus, tiek padidinus analitikų reitingus. Stipresnė įtaka būna tada, kai atitinkamą reitingą nustato daugiau nei dvi analitinės įmonės ar didelį autoritetą tarp rinkos dalyvių turintys analitikai. Pakeičius analitikų reitingus, šešias dienas daugelio įmonių akcijų kainos juda tam tikra prognozuojama kryptimi, bet yra ir tokių, kurių akcijų kainos tampa neprognozuojamos.

Ištyrus įmonių akcijų kainų dinamiką, nustatyta maždaug 78 proc. tikimybė, kad po analitikų reitingo nustatymo akcijų kainos reaguos į paskleistą informaciją. Paprastai kiekviena įmonė turi savo kainos kiti-mo dėsningumus, todėl gautas rezultatas yra logiškai pagrįstas. Tiriamų įmonių analitikų nurodytus reitingus padidinus, akcijų kainos pakyla, o analitikų nurodytus reitingus sumažinus, tik 29 proc. įmonių vidutinės akcijų kainos sugebėjo pasiekti pradinę vertę ir gerokai praaugti iki rei-tingo suteikimo buvusią vidutinę kainą. Didžiausia analitikų informacijo-įtaka pastebima pirmąsias tris dienas.

4. Įsipareigojimų valdymo ypatumai

Kreditavimas – skolinimas ir skolinimasis – egzistuoja seniai ir siejamas su žmonių elgsena. Kaip nurodo daugiau nei pusantro šimto metų veikianti kompanija „Dun & Bradstreet“ savo moto, „kreditas – tai žmogaus pasitikėjimas žmogumi“. Pats kredito atsiradimas siejamas su prekybos atsiradimu ir nekelia nuostabos, kad kredito rinka pastaraisiais metais labai išsivystė (Thomas 2000). Pasak Lander (2004), dabartinė kredito sistema skatina žmones skolintis ir vartoti pasiskolintus pinigus, o kreditorius skolinti, siekiant besiskolinančiųjų, skolintojų ir ekonomikos klestėjimo. Skolinimas naudingas, nes tam tikrą laikotarpį padeda išspręsti pinigų trūkumo problemą. Be to, vartojimo didėjimas skatina ekonomikos kilimą. Tačiau sunkiau sutarti, ar lengvesnis kreditų prieinamumas yra naudingas pačiam besiskolinančiajam, ypač kai jis įsipareigoja mokėti aukštesnes palūkanas (Karlan, Zingman 2009). Logiška skolinimosi nauda gali būti apibrėžiama paprastu reikalavimu – skolinimasis pateisinamas, jei už paskolą įgytas turtas generuoja daugiau pajamų, nei išleidžiama paskolai aptarnauti (grąžinimo įmokoms, palūkanoms, paskolos administravimo mokesčiams ir pan.). Elgsenos eksperantai teigia, kad polinkis patenkinti poreikius gali skatinti beatodairišką įsipareigojimų didėjimą. Tačiau Karlan, Zingman (2009) patvirtina, kad neproduktyvus skolinimasis turi būti vertinamas kritiškai, nes gali iškelti gyventojų nemokumo problemą (Jurevičienė, Sukačevskytė 2014).

Taigi, norėdami išlyginti savo vartojimą gyvenimo cikle, žmonės jaunystėje dažniausiai neapsieina be paskolų. Paskolos, siejamos su tikslu gauti aukštesnį išsilavinimą ar įsigyti būstą, priskiriamos „gerosioms“ paskoloms ir net pagal galiojančią Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymą (2002) remiamos valstybės (tiesa, nuo 2009 m. pajamų mokesčio lengvatos naujai išduodamų būsto kreditų palūkanoms netaikomos).

Apsirūpinimas būstu yra vieno iš būtinausių poreikių patenkinimas, darantis didelę įtaką ne tik gyvenimo lygiui, bet ir ekonominiams, socialiniams ir demografiniams aspektams, susijusiems su žmogaus teisių garantijomis ir žmogiškųjų išteklių išsaugojimu. Išskiriamos dvi alternatyvos: nusipirkti arba išsinuomoti. Tiek perkant, tiek nuomojantis galimi keli būdai: perkant jie priklauso nuo finansavimo šaltinių, o nuomojan-

tis – nuo turto savininko. Būsto finansavimo šaltinių gali būti gana daug. Palyginti su namų ūkių vidutinėmis pajamomis, būsto pirkimas – tai didžiulė ir dažnai didžiausia asmens gyvenimo investicija. Todėl labai svarbu, iš kokių lėšų finansuojama ši investicija. Efektyvus gyvenamojo būsto įsigijimo finansavimas gali daryti įtaką norimo įsigyti būsto paklausos ir potencialios būsto pasiūlos atitikčiai, kartu didindamas visuomenės gerovę (Jurevičienė, Okunevičiūtė-Neveauskienė 2008).

Išskirti du pagrindiniai būsto įsigijimo finansavimo šaltiniai – tai nuosavos arba skolintos lėšos. Pirmuoju atveju būsto pirkėjas – savininkas gali susitaupyti pinigų iš anksto per tam tikrą laikotarpį. Antruoju – skolintų pinigų galima gauti iš tokių šaltinių (tai ypač taikytina jaunimui, kuris dar neturi sukaupęs nuosavų lėšų būstui pirkti): būsto pardavėjo ar trečiosios šalies – tai šeimos narių ar draugų, banko ar kitos kredito institucijos, draudimo kompanijos, kitų finansinių institucijų, vyriausybės.

Taigi viena iš pagrindinių gyventojų kreditų rūšių yra būsto kreditas, skirtas nekilnojamam asmeniniam turtui (butui, namui) pirkti, statyti arba atnaujinti. Būstas yra ypatinga prekės rūšis, pasižyminti savybėmis, skiriančiomis ją nuo kitų rinkos objektų (Aukščiūnas 2002): gyvenamasis būstas labai skiriasi savo dydžiu, statybos vieta ir laiku, vidaus suplanavimu, komunaliniais patogumais; būstas yra nekilnojamas, jo vietos pakeisti beveik neįmanoma; būstas yra ilgaamžis; būstas yra brangi prekė; būstą pakeisti gyventojui yra sudėtinga tiek praktiniu, tiek psichologiniu atžvilgiu. Pasak Leikos ir Valentinaitės (2007), būstas nėra vienaaršė prekė: jis skiriasi tiek savo savybių rinkiniu, tiek vietos požiūriu. Būstas yra mažai likvidus turtas. Šiai nuomonei pritaria Rutkauskas, Belinskaja (2007), kurie tvirtina, kad nekilnojamojo turto realizavimas gali trukti nuo kelių mėnesių iki metų ir daugiau.

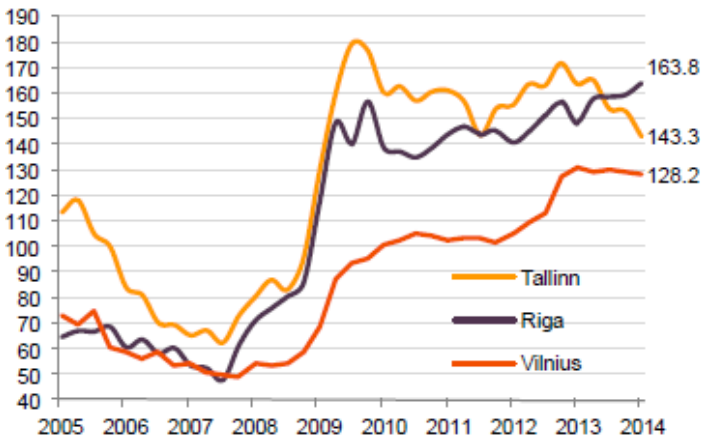
4.1. Būsto įsigijimo aspektai

Eurostato duomenimis (1 priedas), Lietuvoje dauguma gyventojų turi nuosavybės teisę priklausantį būstą be būsto paskolų. Kaip matyti iš pateiktos informacijos, Lietuvoje nuosavas būstas yra populiariausias po Rumunijos ir Kroatijos, o Šveicarijoje rinkoje dominuoja būsto nuoma.

Tačiau skolinimasis būstui įsigyti yra pagrindinė galimybė įsigyti neturintiems nuosavo būsto. Kaip skelbia Eurostatas (2 priedas), būsto kainų indeksas Lietuvoje yra septintas pagal dydį rodiklis (115,33) tarp ES

šalių (tiesa, Vokietija, Graikija, Austrija ir Lenkija duomenų nepateikia). Būsto kainų indeksas vertina gyventojų viso gyvenamojo turto pirkimų kainų pasikeitimus (butų, sublokuotų namų ir pan.), įskaitant tiek naujo, tiek ankstesnio būsto, nepriklausomai nuo jų galutinio naudojimo ar ankstesnių savininkų. Atsižvelgiama tik į rinkos kainą, o savo jėgomis statomi namai nėra įtraukiami. Žemės kaina įskaičiuota.

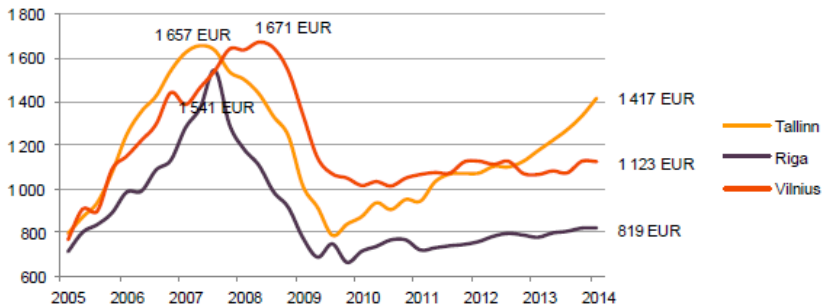
Pagal būsto įperkamumo indeksą (4.1 pav.), lyginant su Ryga ir Talinu, Vilniaus rodiklis yra 128,2. Skaičiuojama, kad rodiklis lygus 100, kai namų ūkiai panaudoja 30 proc. grynojo atlyginimo būstui įsigyti. Kai šis indeksas lygus bent 100, namų ūkiai pajėgia įsigyti būstą pagal nustatytas normas. Kuo didesnė reikšmė, tuo geresnės galimybės įsigyti būstą. Todėl Vilniaus gyventojams sunkiausia įsigyti būstą, o Rygos – lengviausia (2014 m.), nes pastaraisiais metais Talino būsto įperkamumo indeksas nukrito iki 143,3 reikšmės.



Šaltinis: „Swedbank“

4.1 pav. Būsto įperkamumo indeksas Baltijos šalių sostinėse 2005–2014 m.

Atitinkamai Rygoje būsto kainos yra mažiausios, jos 2014 m. siekė vidutiniškai 819 eurų, o aukščiausios kainos Taline – 1 417 eurų už kvadratinį metrą (4.2 pav.).

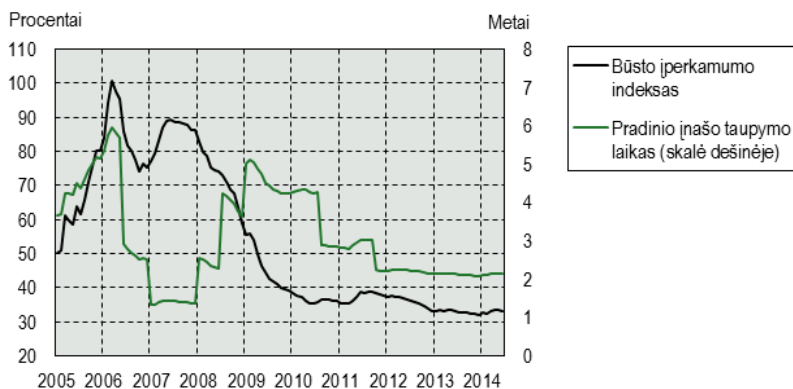


Šaltinis: „Swedbank“

4.2 pav. Būsto kainos sostinėse, Eur/kv. m., 2005–2014 m.

Analizuojant bendro būsto įperkamumo indeksą Lietuvoje, nuo 2013 m. pradžios jis neveik nepakito ir siekia apie 32–33 proc. (4.3 pav.) bei šiuo metu yra žemiausias per dešimties metų laikotarpį.

Būsto įperkamumo indeksas ir pradinės įmokos taupymo laikas

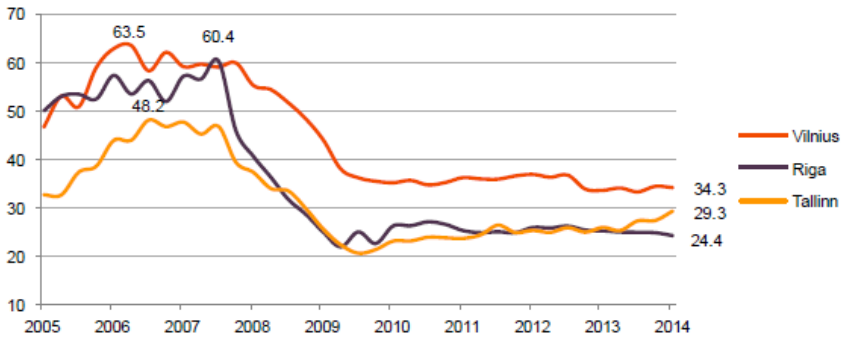


Šaltinis: Lietuvos banko skaičiavimai

4.3 pav. Būsto įperkamumo indeksas ir pradinės įmokos taupymo laikas (Finansinio stabilumo rodikliai... 2014)

Pradinio įnašo taupymo laikas stabilizavosi nuo 2011 m. pabaigos ir nedaug tepakitęs siekia maždaug 28–29 mėnesius.

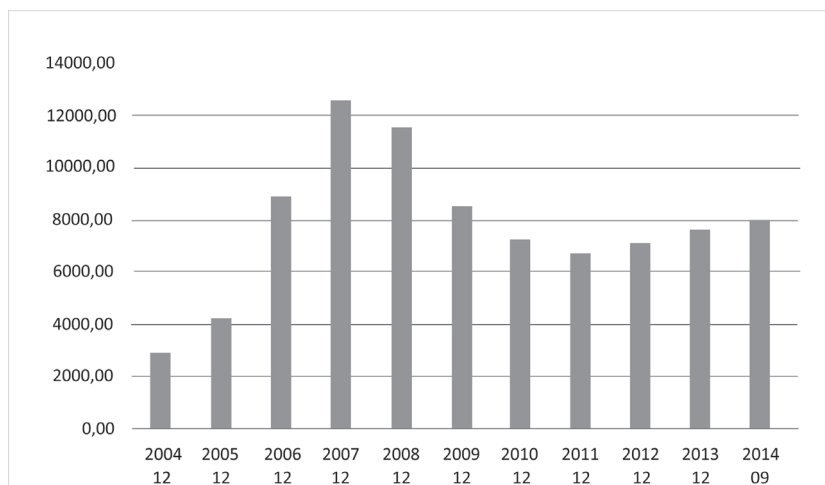
Įdomu palyginti ir laiką, kurį kaimyninių sostinių namų ūkiai turi skirti, norėdami sutaupyti reikalaujamą nuosavą indėlį (4.4 pav.), prieš gaunant paskolą (pagal galiojančias Atsakingo skolinimosi nuostatas, reglamentuojančias tam tikrus rodiklius, taikomus vertinant būsto paskolų gavėjus, Lietuvoje reikalaujama nuosava dalis yra 15 proc. perkamo būsto vertės). Skaičiuojant nuo 2013 m. ketvirtojo ketvirčio iki 2014 m. pirmojo ketvirčio, Taline šis terminas išaugo dviem mėnesiais – iki 29,3 mėnesių, Vilniuje nukrito viena savaitė ir sumažėjo iki 34,3 mėnesių, o Rygoje nukrito dvi su puse savaitės ir sumažėjo iki 24,4 mėnesių. Ir visgi Vilniaus gyventojai ilgiausiai turi taupyti reikiamą sumą pinigų, norėdami gauti būsto paskolą. Skaičiuojama, kad namų ūkiai kas mėnesį pradiniam įnašui taupyti skiria 30 proc. savo grynojo atlyginimo.



Šaltinis: „Swedbank“

4.4 pav. Skaičius mėnesiais, būtinas norint susitaupyti reikalaujamą pradinį įnašą būsto paskolai gauti

Analizuojant paskolų, išduotų namų ūkiams, dinamiką per pastarąjį dešimtmetį, pastebimas nuosaikus paskolų likučių augimas (4.5 pav.), tačiau 2006–2008 m. buvo išskirtiniai – paskolų skaičius buvo didžiausias.



4.5 pav. Paskolų namų ūkiams likučių dinamika metų pabaigoje, įskaitant namų ūkius aptarnaujančias ne pelno institucijas, mln. Lt (Paskolos namų ūkiams... 2014)

2011 m. pabaigoje namų ūkių paskolų likučių kiekis buvo pats žemiausias – 6 701,1 mln. Lt, o nuo 2012 m. paskolų kiekis tolygiai, nors ir nereikšmingai, didėjo, tačiau 2014 m. rugsėjo pabaigoje dar nepasiekė 2006 m. pabaigos lygio.

Brennan, Gallagher (2007) pažymi, kad tarptautiniame projekte, analizuojant Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos šalis, nustatyta, jog bendras namų ūkių skolų lygis pastaraisiais dešimtmečiais gerokai išaugo ir skolų dydis daugumoje šalių vis dar didėja (išskyrus Japoniją ir Vokietiją). Daugumai namų ūkių toks skolų lygis nesukelia keblumų, jei jų turimos nuosavybės grynoji vertė irgi taip auga arba jų pajamos yra didesnės nei vidutinės (Brennan, Gallagher 2007). Namų ūkiams, turintiems vidutines ar žemesnes negu vidutinės pajamas, skolinimosi galimybės iki 1970 m. apskritai buvo labai ribotos (Getter 2006), todėl daugelio autorių (Getter 2006; Kilborn 2005; Reifner, *et al.* 2003 ir kt.) nuomone, nemažai šalių su gyventojų nemokumo problemomis iki 1980 m. susidurdavo retai (Jurevičienė, Sukačevskytė 2014).

4.2. Įsipareigojimų nevykdymo problemos

XX a. kredito sistema JAV ir Europoje apibūdinama kaip sistema, kurioje turintys pinigų žmonės gali lengvai ir daug skolintis, o neturintiesiems – paskolos beveik neprieinamos (Kilborn 2005). Kol buvo analizuojama kreditų panaudojimo problema ir skolininkų atmetimas vertinamas kaip kredito sistemos trūkumas (Getter 2006), kredito rinkos vystymosi tempas 1970 pabaigoje – 1980 pradžioje sparčiai išaugo. Lander (2004) išskyrė dvi pagrindines priežastis: visų pirma buvo panaikinti likvidumo reikalavimai, taikomi skolininkams, antra, nukrito palūkanų normos. Dėl šių įvykių namų ūkiai tapo labiau priklausomi nuo ekonomikos pokyčių ir padidino tvarių skolų riziką tapti netvariomis. Lanksčius skolinimo standartai skatino konkurenciją tarp kreditorių, o greitas ekonomikos augimas didino įvairių formų kreditų poreikį (Getter 2006). Didelis dėmesys kreditų suvaržymams ir per mažas kreditų pasiūlai nulėmė, kad ne tik finansų institucijos, bet ir kiti paskolų teikėjai sudarė galimybes gyventojams gauti paskolas įvairiais būdais: internetu, trumposiomis žinutėmis ir kt. Šios inovacijos sudarė patogesnę priegią prie kreditų, bet blogoji pusė ta, kad privedė prie rekordinių skolų lygio, neatšakingo skolinimo / skolinimosi praktikos, „lupikiškų“ palūkanų normų ir neefektyvios vartotojų apsaugos teisinės sistemos (Lander 2004).

Pastaraisiais dešimtmečiais vyravo greitas paskolų augimas prieinamumo ir panaudojimo prasme. Tą lėmė bankų sukurtas platus skolinimosi galimybių spektras, skatinantis gyventojus iškeisti taupymą į skolinimąsi. Nemokūs klientai, neišvengiamai atsirandantys tokioje kredito rinkoje (t. y. nesugebantys tinkamai sumokėti savo skolų ir įvykdyti kitų finansinių įsipareigojimų, nesumažinę savo minimalių išlaidų), galiausiai susiduria su socialine atskirtimi, aukštesnėmis kainomis (dėl netesybų, teismo išlaidų) ir pasyviu dalyvavimu ekonomikos plėtroje (Jurevičienė, Sukačevskytė 2014).

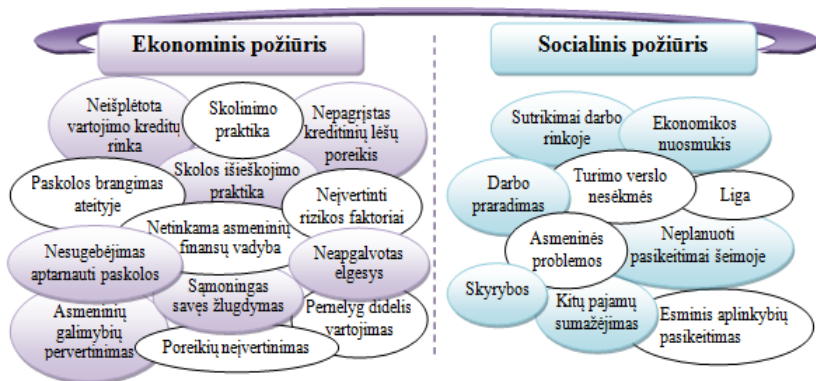
Nemokumo priežasčių gali būti visokių: nedarbas, verslo žlugimas, asmeninės problemos (sveikatos, skyrbybos) ar pernelyg didelis vartojimas. Nors labai svarbu, kaip elgiasi skolininkas, siekdamas išvengti nemokumo, tačiau kreditorių veiksmai yra ne mažiau reikšmingi (Reifner, *et al.* 2003). Jaučiamas sisteminių duomenų trūkumas, vertinant asmenų ar atskiros socialinės grupės nemokumo prielaidas. Tam tikras galimo asmenų nemokumo didėjimas sietinas ir su tikėtinu paskolų brangimu ateityje. Esant tokiai rinkai, paskolų gavėjai, mokantys kintamas palū-

kanas, turi būti pasirengę didesnėms išlaidoms, norėdami neįklipti į skolas (Butkus, *et al.* 2005). Paskolų gavėjų didėjimas ir kreditų apimtys proporcingai didina nemokių asmenų skaičių ir nemokumo lygį pinigine išraiška. Europos Sąjungos 2001 m. deklaracijoje uždelstos vartotojų skolos vertinamos keturiais aspektais (4.6 pav.) (Reifner, *et al.* 2003).



4.6 pav. Įsipareigojimų nevykdymo priežastys (Jurevičienė, Sukačevskytė 2012)

Galima išskirti ekonominį ir socialinį nemokumo aspektą. Ekonominis požiūris siejamas su vartotojo kredito naudojimu ir elgsena kreditų rinkoje. Toks požiūris patvirtina nuomonę, kad nemokumas susijęs su silpnu finansų valdymu, pervertintomis galimybėmis arba per didelėmis palūkanų normomis. Socialiniu požiūriu sutelkiamas dėmesys į nemokaus skolininko analizę ir tvirtinama, kad bet kuris nenumatytas veiksnys (liga, pasikeitimai šeimoje, darbo praradimas, kt.) skatina nemokumą, susilpnina asmeninę finansinę situaciją (Kiesilainen, Henrikon 2005). Nemokumo problemų didėjimas taip pat siejamas su ekonomikos nuosmukiu. Pavienės nemokumo priežastys pavaizduotos 4.7 pav.



4.7 pav. Požiūriai į asmeninį nemokumą (Jurevičienė, Sukačevskytė 2012)

Bankai, suteikdami paskolas, neprisiima galimos paskolos gavėjų rizikos, todėl ieško būdų, kaip įvertinti jų kreditų grąžinimo galimybes. Vienas iš tokių būdų – kredito reitingai. Nors kredito reitingai dažniau siejami su skolinimu finansų rinkose (t. y. obligacijų įsigijimu), po truputį populiarėja ir vertinant bankų klientų kredito riziką.

Kredito reitingas yra patikimas ir objektyvus kreditingumo vertinimas, kuris pirmą kartą buvo pasiūlytas 1940 m. ir taikomas, siekiant objektyvumo ir greitumo sprendimų priėmimo procese. Kredito reitingo pažangą lėmė padidėjusi konkurencija finansų sektoriuje, kompiuterinių technologijų plėtra ir didelių duomenų bazių sukūrimas (Chwee 2004). Kredito taškų sistemos atsiradimas siejamas su 1936 m. Fišerio pasiūlyta idėja suskirstyti populiaciją į grupes ir jau po keleto metų Durand (1941) suprato, kad Fišerio analizė gali būti sėkmingai panaudojama atskiriant „geras“ ir „blogas“ skolas. Vėliau dar daugelį metų sprendimą suteikti paskolas priimdavo kredito analitikai, kurie Antrojo pasaulinio karo metu sukūrė skolininko patikimumo, grąžinant skolas, vertinimo taisykles. Kredito sprendimai buvo daromi vadovaujantis šiomis taisyklėmis, tačiau po karo pastebėtas statistiškai pagrįstų modelių privalumas suteikiant kreditą. 1960 m., atsiradus kreditinėms kortelėms, bankai ir kiti kredito kortelių emitentai suprato, kad pagal kredito reitingą asmenų nemokumas nustatomas daug geriau ir greičiau, nei naudojant bet kokią kitą vertinimo būdą (Myers 1963). Be to, norint apsaugoti vartotojų interesus ir užkirsti kelią nesąžiningiems kreditorių veiksams, 1975 m. JAV

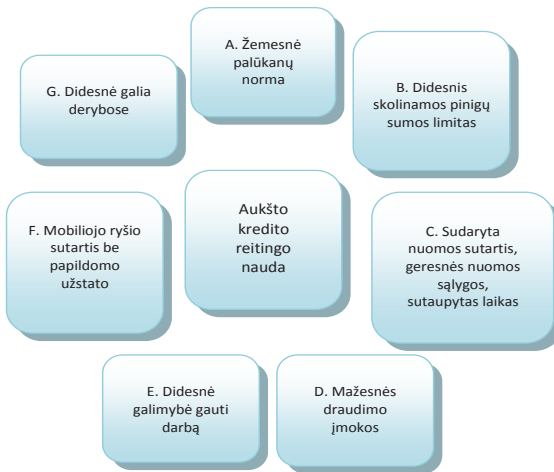
buvo priimtas Lygių kredito galimybių įstatymas (angl. *The Equal Credit Opportunity Act*), kuris reiškė pritarimą kredito taškų sistemai. Taigi jau 1980 m. kredito reitingavimo sėkmė išduodant kreditingas korteles paskatino bankus naudoti tokią kredito vertinimą ir kitiems tikslams (pavyzdžiui, būsto paskoloms, draudimo srityje, ir pan.). Be to, buvo pradėta daugiau dėmesio skirti pelningumui didinti atskiriant „blogus“ klientus nuo „gerų“ (Thomas 2000; Jurevičienė, Sukačevskytė 2013).

Kliento kredito reitingo skaičiavimo mechanizmo niekas neatskleidžia, tačiau pagrindiniai veiksniai, darantys įtaką kreditingumo vertinimui, yra maždaug vienodi. Būtinai įtraukiami tokie duomenys, kaip jau turima kredito istorija, nuomos mokėjimas laiku, nekreditinių sutartinių įsipareigojimų vykdymas, įrašai, susiję su pinigų valdymu, užklausa apie ankstesnę kredito istoriją ir kt. (Avery 2004). Apskaičiuojant kredito reitingą įtraukiami tik tie veiksniai, kurie statistiškai yra reikšmingiausi, norint tinkamai prognozuoti būsimą įsipareigojimų vykdymą (Saunders, Allen 2002). Tik iš pirmo žvilgsnio gali pasirodyti, kad išlaikyti gerą kreditingumą yra labai paprasta, tačiau vien tik visų sąskaitų apmokėjimas laiku to dar neužtikrina (Fuller, Dawson 2007). Nagrinėjant įvairius šaltinius, pastebima, kad daugelis mokslininkų sutinka su Thomas (2000) nuomone, jog norint išlaikyti gerą kredito istoriją reikia laikytis tam tikrų taisyklių. Apibendrinant patarimus, galima išskirti tokias kredito reitingo gerinimo taisykles (4.8 pav.).



4.8 pav. Pagrindinės kredito reitingo valdymo taisyklės
(Jurevičienė, Sukačevskytė 2013)

Labai greitai, t. y. neapdairiu finansiniu poelgiu ar netinkamai valdant finansus, galima sunaikinti asmens, kaip patikimo skolininko, reputaciją, todėl nėra geresnio laiko, kaip kuo greičiau pradėti rūpintis finansine ateitimi ir pradėti tinkamai vykdyti kreditinius įsipareigojimus. Gera kredito istorija yra svarbus įrankis paskolai, pigesnėms draudimo, nuomos ar kitoms paslaugoms gauti. Geras reitingas suteikia galimybę daug lengviau pasiskolinti pinigų iš kreditorių, susitarti dėl palankesnių draudimo įmokų, tam tikrų tiekėjų paslaugų ir pan. (Barefoot 1996). Tai gi gera kredito istorija yra vienas iš svarbiausių veiksnių, siekiant išlaikyti finansinę gerovę, nes turėti gerą kredito istoriją reiškia daug daugiau, nei tik naudotis palankesnėmis paskolos sąlygomis. Aukšto reitingo privalumai apibendrintai pateikti 4.9 pav.



4.9 pav. Kredito reitingo teikiama nauda asmenims
(Jurevičienė, Sukačevskytė 2012)

A. Žemesnė palūkanų norma būsto paskoloms, kredito kortelėms, išperkamajai nuomai; B. Didesnis skolinamos pinigų sumos limitas; C. Sudaryta nuomos sutartis, sutaupoma laiko ir pastangų beiėškant tokio savininko, kuriam nebus svarbi bloga kredito istorija; D. Kuo reitingas aukštesnis, tuo, manoma, mažesnė tikimybė, kad įvyks draudiminis įvykis, todėl nustatoma mažesnė draudimo įmoka; E. Galimybė gauti dar-

bą. Darbdaviai gali patikrinti kredito istoriją norėdami įvertinti asmens atsakomybę ir pareiškumą; F. Jei kredito istorija yra bloga, mobiliojo ryšio paslaugų teikėjai negali sudaryti su klientu sutarties, o asmenys, turintys gerą reitingą, nemoka papildomo užstato ir kartu su sutartimi gauna nuolaidas telefonui įsigyti. G. Didesnė galia derybose, nes kreditoriams taip pat naudinga turėti tokius klientus, kurie linkę derėtis.

Autoriai sutaria, kad kredito reitingas teikia išmatuojamą naudą namų ūkiams. Šiuo metodu asmens kreditingumas yra tiksliai apskaičiuojamas pagal pagrįstą kredito istorijos informaciją, taip ribojant galimą vertintojo subjektyvumą (Burns, Quinn 2010). Pastebima, kad tokia vertinimo sistema skatina sprendimų priėmimo nuoseklumą, nes kiekvieno asmens kredito istorijai visada taikoma vienoda vertinimo formulė be jokių išimčių ir taip sumažinama bet kokios diskriminacijos galimybė. Teigiama, kad reitingas padeda kreditoriams priimti tikslesnius, efektyvesnius ir laiko atžvilgiu vartotojams patogesnius skolinimo sprendimus. Tačiau didžiausias kredito reitingo sistemos privalumas yra tas, kad tai priverčia žmones laikytis gerų finansinių įpročių, kurie ateityje padeda valdyti finansus ir greičiau pasiekti finansinį pasitenkinimą (Jurevičienė, Sukačevskytė 2012).

2012 m. atliktas Lietuvos gyventojų įsipareigojimų nevykdymo tyrimas parodė (Jurevičienė, Sukačevskytė 2012), kad 58,1 proc. respondentų sugeba vykdyti turimus įsipareigojimus, 2,5 proc. ilgiau kaip 3 mėnesius turi neapmokėtų sąskaitų, o tai pagal apibrėžimą priskiriama prie nesugebančių vykdyti įsipareigojimų ir tokia informacija yra įrašoma į kredito istoriją. 38,8 proc. respondentų, laiku neapmokančių sąskaitų, kaip įsipareigojimų nevykdymo priežastį nurodė tiesiog užmaršumą, o tai reiškia, jog, leisdami sau tiesiog pamiršti apmokėti sąskaitas, nesupranta įsipareigojimų vykdymo rimtumo ir ateityje gali sudaryti sau sunkumų siekiant finansinių tikslų.

Atlikus tyrimą pastebėta, kad respondentai, nevaldantys savo finansų, dažniausiai nesugeba laiku apmokėti sąskaitų. Iš 119 asmenų, kurie nevykdo įsipareigojimų laiku, net 62,2 proc. sudaro tie, kurie nevaldo savo finansų. Taigi asmeninių finansų tvarkymas, apskaičiuojant, kada ir kiek reikia pinigų, pasiruošiant nenumatytiems atvejams finansiškai, gali padėti apsaugoti nuo galimo įsipareigojimų nevykdymo. Įdomu ir tai, kad 70 proc. apklaustųjų nežino, kas yra asmeninis kredito reitingas, o kiti 84 asmenys (30 proc.) teigė žinantys, tačiau iš jų teisingai asmeni-

nį kredito reitingą apibūdino 61 asmuo, o neteisingai apibrėžė 26, kurie dažniausiai ir nurodė, kad tai yra asmeninės paskolos reitingas, asmens turimų skolų rodiklis arba pajamų ir išlaidų santykis. Kaip suprantantys asmeninio kredito reitingo terminą dažniau teigė 26–35 metų asmenys, turintys aukštąjį išsilavinimą, didžiųjų miestų gyventojai, taip pat turintys būsto paskolą. Galima spėti, kad tokie asmenys žino, kas yra kredito reitingas, nes jiems teko susidurti su kreditingumo įvertinimu imant paskolą. Asmenims naudinga žinoti savo kredito reitingą, nes jo teikiama informacija padeda geriau suprasti, kaip iki šiol buvo tvarkomasi su įsipareigojimais, kaip gerai asmuo valdė kreditą (Jurevičienė, Sukačevskytė 2012).

Įsipareigojimai yra neatsiejama asmeninių finansų planavimo sritis. Tik nedaugelis žmonių per visą savo gyvenimą išvengia kreditų, ypač šiais laikais, kai reikia patiems apsirūpinti gyvenamuju būstu ar tenka susidurti su kitomis trumpalaikėmis, neplanuotomis išlaidomis. Tačiau tvarkant asmeninius finansus svarbu prisiimti įsipareigojimus, objektyviai įvertinus esamas ir būsimas finansines galimybes, nes dažnai gali tekti atsisakyti tam tikrų išlaidų, siekiant susimokėti prisiimtas skolas. Netinkamas įsipareigojimų vykdymas gali pakenkti ir įsidarbinimui, t. y. gali lemti ir mažesnes pajamas.

5. Asmeninių finansų ir draudimo sistemos sąsajos

Lietuvos teritorijoje draudimo veiklos pradžia skaičiuojama nuo 1905 m., kai į draudimo veiklą įsitraukė ir valstybinės taupomosios kasos, kurios specializavosi gyvybės draudimo srityje, tačiau Pirmojo pasaulinio karo metu visa draudimo sistema buvo sugriauta. Po Pirmojo pasaulinio karo, atkuriant Lietuvos ūkį, 1919 m. buvo įsteigtas Draudimo komitetas, Draudimo reikalų komitetas ir Draudimo reikalų inspekcija prie Prekybos ir pramonės ministerijos. Nuo 1921 m. veikė Valstybinė draudimo įstaiga, kuri draudė nuo ugnies trobesius, gyvulius, pašarus, javus ir žmogaus gyvybę. 1940 m. prasidėjo draudimo įstaigų ir taupomųjų kasų nacionalizavimas. Tuo metu Lietuvos valstybės draudimo įstaiga buvo reorganizuota į TSRS valstybinio draudimo įmonės padalinį. Nuo 1944 m. iki 1990 m. draudimo veikla Lietuvoje buvo vykdoma pagal Tarybų Sąjungos principus. Buvo plėtojamos dvi draudimo rūšys: turto ir asmens. Lietuvai atgavus nepriklausomybę, 1990 m. buvo priimtas Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas, kuris, nustačius tam tikrus pakeitimus, galioja ir dabar.

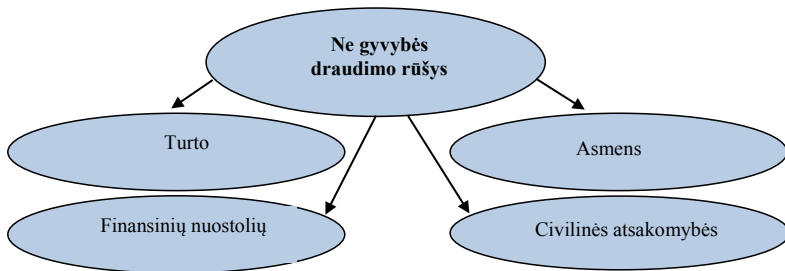
Draudimas apibrėžiamas kaip rizikos perkėlimo mechanizmas. Tačiau teigiama, kad rizikos niekam negalima perkelti ir jos negalima išvengti. Įvykis atsitiks arba neatsitiks ir tam niekas negali daryti įtakos. Klausimas tik ar tas (neigiamas) įvykis paveiks ką nors ir ar tas poveikis turės neigiamų padarinių. Todėl tikslesnis rizikos apibrėžimas būtų – galimo nuostolio perkėlimo mechanizmas, kuris draudimą apibrėžia kaip sistemą, pagal kurią individai ir įmonės, susirūpinusios dėl galimo pavojaus ar galimybės, moka premijas draudimo kompanijai, kuri atlygina jas nuostolio atveju. Draudikas gauna naudą, investuodamas gaunamas premijas. Dažnai pasitaikančios draudimo formos apima verslo riziką, automobilių, namų, laivų, darbuotojų sveikatą. Gyvybės draudimas garantuoja įmokas naudą gavėjams, kai apdraustasis asmuo miršta. Platesne ekonomine prasme draudimas perkelia riziką nuo individų didesnėms grupėms, kurios geriau sugeba apmokėti nuostolius (Dictionary of Financial... 2006).

Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas draudimo veiklą apibūdina kaip ūkinę komercinę veiklą, kuria draudimo sutarties pagrindu

už draudimo įmoką prisiimama kito asmens nuostolių rizika ar kitaip siekiama apsaugoti šio asmens turtinius interesus, įvykus draudžiamiesiems įvykiams, asmens turtinių interesų apsaugai panaudojant draudiko skaičiuojamus draudimo techninius atidėjinius dengiantį turtą ir kitą turtą. Įstatyme vartojama sąvoka „draudimo veikla“ apima ir perdraudimo veiklą (Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas 2003).

Šiame įstatyme išskiriamos ir dvi draudimo šakos – ne gyvybės ir gyvybės draudimas, kurios dar smulkiau skirstomos į grupes. Asmeninių finansų valdymo prasme tiek ne gyvybės, tiek gyvybės draudimas yra labai svarbūs, nes pagal draudimo esmę, draudimo bendrovė perima „neribotą“ nuostolį už apibrėžtą premiją (įmoką), t. y. įsipareigoja sumokėti net ir gerokai didesnę sumą, nei gauta įmoka. Tačiau draudėjai dažnai nepasinaudoja šia paslauga dėl tam tikrų psichologinių motyvų. Mat draudimas – tai specifinis produktas, kai mokami pinigai ne už gaunamą prekę ar paslaugą, o už „pažadą“ gauti išmoką, atsitikus tam tikram įvykiui. Praktikoje dažnai atsitinka, kad išmokų draudėjas ir negauna, kadangi neįvyksta „draudžiamasis įvykis“. Todėl draudimas dažnai siejamas su aukštesnio pragyvenimo lygio asmenimis bei visuomene ir užimą aukštesnę vietą vadinamojoje poreikių hierarchijoje (ar piramidėje).

Apibendrinant **ne gyvybės** draudimo siūlomas paslaugas galima suskirstyti į keturias grupes (5.1 pav.).

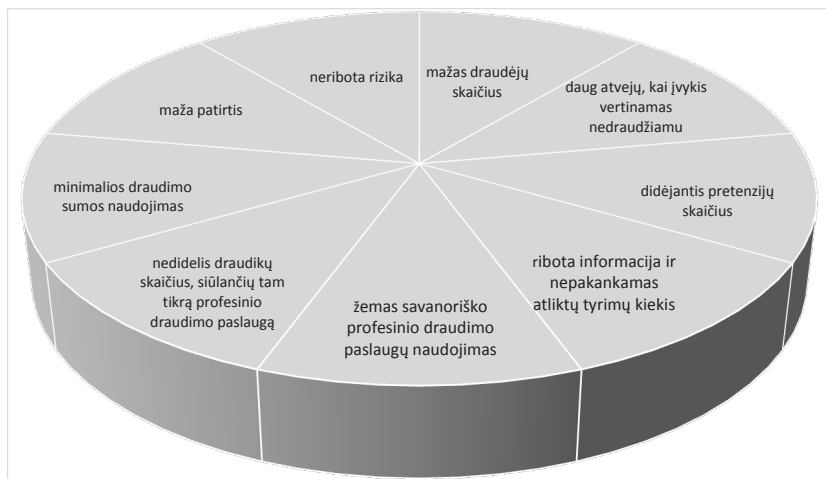


5.1 pav. Ne gyvybės draudimo šakos klasifikacija (parengta autorės)

Turto draudimas apima visą disponuojamą turtą. Gyventojams tai būtų būstas, automobiliai, kitas kilnojamasis ar nekilnojamasis turtas, išskyrus žemę, kuri nėra draudimo objektas. Asmens draudimo grupėje išskirtinas draudimas nuo nelaimingų atsitikimų ir draudimas ligos atveju. Finansinių nuostolių draudimo grupėje tarp gyventojams skirtų

produktų galima išskirti kelionių draudimo pakete bendrovių siūlomą finansinių nuostolių kelionėje draudimą bei anksčiau galiojusį būsto paskolų draudimą, kuris prisiimdavo būsto paskolų gavėjų nemokumo riziką (tačiau po finansų krizės, susidūrus su pernelyg didelėmis išmokomis, 2013 11 21 buvo sustabdyta UAB „Būsto paskolų draudimas“ draudimo veiklos licencija; bendrovė ir toliau vykdo įsipareigojimus pagal jau sudarytas draudimo sutartis, tačiau nesudaro naujų draudimo sutarčių).

Civilinė atsakomybė – tai tokia atsakomybės rūšis, kai draudėjas ir naudos gavėjas visuomet yra skirtingi asmenys. Visos draudimo teikiamos paslaugos yra savanoriškos (išskyrus socialinį ir sveikatos draudimą), o civilinės atsakomybės draudimas skirstomas į savanoriškąjį ir privalomąjį. Civilinės atsakomybės grupėje labiausiai žinomas yra transporto priemonių savininkų ir valdytojų civilinės atsakomybės privalomasis draudimas. Tačiau egzistuoja ir daugiau civilinės atsakomybės draudimo paslaugų, iš kurių paminėtinas profesinis draudimas. Jis svarbus asmenims, teikiantiems tam tikras paslaugas, ypač tiems, kurie tas paslaugas teikia, dirbdami savarankiškai arba yra įsteigę neribotos civilinės atsakomybės, t. y. individualiąsias, įmones. Jurevičienė, Augustytė (2009) nustatė pagrindines priežastis, lemiančias vangią šio draudimo paslaugų plėtrą Lietuvoje (5.2 pav.).

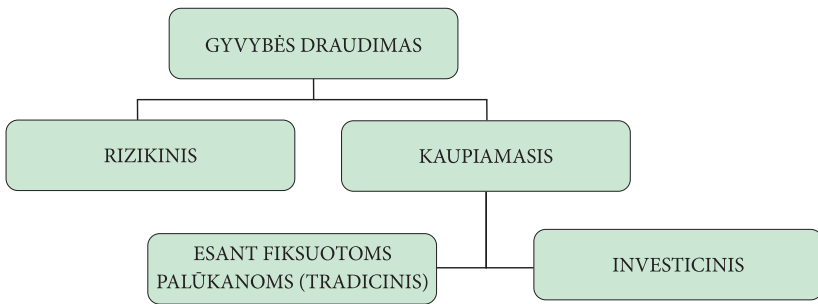


5.2 pav. Profesinio draudimo rinkos Lietuvoje problemos (Jurevičienė, Augustytė 2009)

Tačiau Lietuvoje įstatymuose jau yra numatytos tam tikros specialybės, kurias teikiantys asmenys privalo drausti profesiniu draudimu. Lietuvos bankas (nuo 2012 m. atliekantis draudimo įmonių priežiūrą) savo tinklalapyje išskiria 14 privalomojo profesinio draudimo rūšių (3 priedas).

Šis draudimas apsaugo išvardytų profesijų žmones nuo galimų didelių finansinių pasekmių, susijusių su darbine veikla, atsitikus nenumatytam atvejui, todėl turi ypatingą reikšmę tokių profesijų žmonių asmeniniams finansams.

Gyvybės draudimas. Draudimo įstatyme skirstymas į grupes yra analogiškas teikiamų produktų įvairovei. Tačiau gyvybės draudimą galima skirstyti ir kitaip (5.3 pav.).



5.3 pav. Gyvybės draudimo paslaugų grupavimas (parengta autorės)

Taigi visas gyvybės draudimo teikiamas paslaugas galima suskirstyti į rizikinį ir kaupiamąjį draudimą, tačiau rizikinis gyvybės draudimas gali egzistuoti be kaupiamojo, o kaupiamasis – negali būti suteikiamas be rizikinio draudimo.

Rizikinio gyvybės draudimo sutartys, kaip ir ne gyvybės draudimo sutartys, yra sudaromos metams (su retomis išimtimis ilgesniam laikotarpiui). Tačiau kaupiamojo gyvybės draudimo sutartys, kadangi įsipareigojama sukaupti ir tam tikrą pinigų sumą, sudaromos ilgam laikotarpiui. 2002 m. priimtame Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų įstatyme numatyta, kad asmenys, sudarę kaupiamojo gyvybės draudimo sutartis ilgesniam nei 10 m. laikotarpiui, gali pasinaudoti pajamų mo-

kesčių lengvata, t. y. Vyriausybė skatina ilgalaikių kaupiamojo gyvybės draudimo sutarčių sudarymą, nes jos sietinos su asmeninių finansų ilgalaikiu planavimu ir galimybe pasididinti pajamas ateityje arba gauti papildomai pinigų.

Kaupiamasis gyvybės draudimas yra ir vienas iš būdų sukaupti papildomų lėšų pensijai. Šią draudimo rūšį gyvybės draudimo bendrovės siūlo kaip alternatyvą III pakopos pensijų fondams. Kaupiamasis gyvybės draudimas išsiskiria tuo, kad vienu metu teikiamos dvi paslaugos: dalis apsidraudusio asmens įmokėtų lėšų yra investuojama, o kita dalis skiriama gyvybės draudimui. Nereikėtų pamiršti, kad mokesčiai mokami taip pat už abi paslaugas, nors jie ir neišskiriami, taigi asmuo turėtų gerai apmąstyti savo poreikius. Jei mirties atveju išmokos iš gyvybės draudimo bendrovių reikalingos, pavyzdžiui, vaikams, tuomet patartina rinktis kaupiamąjį gyvybės draudimą. Jei asmuo draudžiasi kaupiamuoju draudimu, tikėdamasis sukaupti tam tikrą pinigų sumą, tikslinga būtų rinktis investavimą į tarpusavio fondą ar III pakopos pensijų fondą.

Skirtingos gyvybės draudimo įmonės siūlo šiek tiek skirtingus kaupiamojo gyvybės draudimo produktus, tačiau bendri bruožai yra panašūs. Kalbant apie minėtas dvi kaupiamojo draudimo formas, pažymėtina, kad tradicinis kaupiamasis draudimas pasižymi tuo, jog sudarant sutartį susitariama dėl draudimo apsaugos (draudimo sumos) dydžio ir kaupiamos sumos dydžio. Šie du dydžiai gali būti vienodi arba gali skirtis. Draudimo įmokos priklauso nuo šių dviejų sumų. Apdraustajam mirus, draudimo laikotarpiu jo įpėdiniams yra išmokama draudimo sumos dydžio išmoka, o apdraustajam, išgyvenusiam iki draudimo laikotarpio pabaigos, yra išmokama sukaupta suma ir, jei tai numatyta draudimo įmonės veiklos politikoje arba draudimo sutartyje, – pelno priedai. Tokiu būdu jau sudarydamas draudimo sutartį asmuo žino, kokio dydžio išmoką gaus draudimo laikotarpiui pasibaigus (kaip minėta, draudimo išmokos dydis gali tik didėti dėl draudiko skiriamų pelno priedų). Draudiko žadamų palūkanų už investuojamą draudimo įmokų dalį (t. y. draudimo įmokų dalį, gautą atmetus draudimo rizikai ir draudiko mokesčiams padengti skiriamą sumą) maksimalus procentas yra apribotas Lietuvos Respublikos įstatymų.

Nevenigiantiems rizikuoti draudėjams siūlomas investicinis gyvybės draudimas (gyvybės draudimas, kai investavimo rizika tenka draudėjui). Tai vėliausiai atsiradusi kaupiamojo gyvybės draudimo rūšis. Pirmieji in-

vesticinio gyvybės draudimo polisai pasirodė rinkose tik apie 1960–1970 metus, t. y. po to, kai akcijų rinkose ėmė sparčiai augti draudimo įmonių investicijos ir didėti investicijų pelnas. Norint konkuruoti rinkose su kitomis investavimo priemonėmis, draudimo įmonėms reikėjo tokių sutarčių, kurių savininkai galėtų patys dalyvauti kuriant investicinį pelną, kad aiškiai suprastų, kaip jų mokamos draudimo įmokos uždirba investicines pajamas ir kodėl pajamos yra būtent tokios. Taip atsirado pirmieji investicinio gyvybės draudimo polisai. Pagrindinis šio draudimo bruožas, aiškiai skiriantis investicinį gyvybės draudimą nuo tradicinių kaupiamojo draudimo rūšių, yra tas, kad draudimo įmokų investavimo rizika tenka ne draudimo įmonei, bet draudėjui. Realus investicinės veiklos rezultatas greičiausiai skirsis nuo draudėjo prognozuoto, tad, draudimo laikotarpiui pasibaigus, draudėjas gaus didesnę ar mažesnę išmoką, priklausančią nuo realios draudimo įmonės investicinės veiklos.

Gyvybės draudimo populiarumas nuolat didėja. Didelę įtaką tam daro žiniasklaida ir nuolat augantis draudimo įmonių skaičius. Prieš renkantis gyvybės draudimą kaip investavimo būdą, būtina pirmiausia įsitikinti draudimo bendrovių patikimumu, jų patirtimi ir dydžiu. Siūloma rinktis kompanijas, kurios rinkoje gyvuoja ne mažiau nei aštuonerius metus. Analizuojant gyvybės draudimo naudą būtina paminėti, kad valstybė šios paslaugos naudotojams taiko mokesťines lengvatas. Kite (1994) teigia, kad reikia atkreipti dėmesį į tai, kokia mokesčių suma būtų gražinama konkrečiu atveju. Gali būti, kad kai kuriais atvejais mokesčius mokėti apsimoka labiau, kadangi nutraukus sutartį anksčiau numatyto termino (Lietuvoje anksčiau nei po dešimties metų) gali tekti sugrąžinti atgautą mokesčių permoką.

Lietuvos banko duomenimis, 2014 m. pirmąjį pusmetį išskiriamas ypatingas gyvybės draudimo rinkos augimas ir lėtesnė, nei tikėtasi, ne gyvybės draudimo plėtra. Lietuvoje registruotos draudimo įmonės ir kitų Europos Sąjungos valstybių narių Lietuvoje įsteigti draudimo įmonių filialai pasirašė 1,01 mlrd. Lt draudimo įmokų, t. y. 7,8 proc. daugiau nei ankstesniais metais. Nors augo abi draudimo šakos – tiek gyvybės, tiek ne gyvybės – jų plėtros tempai buvo atitinkamai skirtingi: 18,3 proc. – iki 331 mln. Lt (pasirašytos įmokos) ir 3,4 proc. – iki 682,8 mln. Lt (pasirašytos įmokos) (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014).

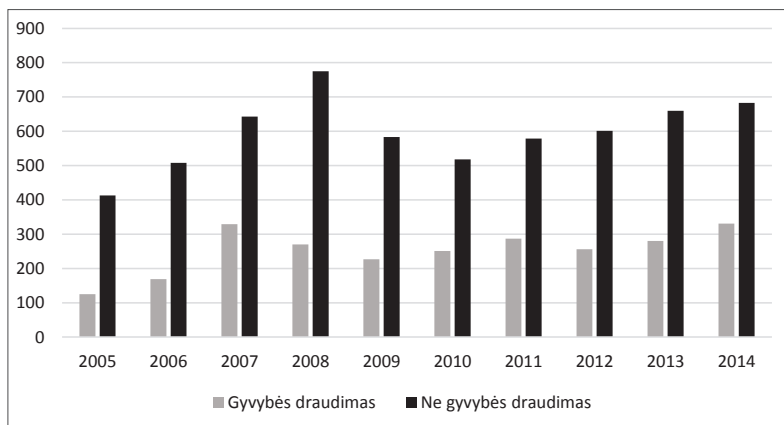
Didžiausios gyvybės draudimo grupės – investicinio gyvybės draudimo – pasirašytų įmokų suma (2014 m. I pusm.) padidėjo net

17,7 proc. – iki 226,7 mln. Lt. Šioje grupėje ypač sparčiu augimu išsiskyrė vienkartinės įmokos, kurių suma padidėjo 52 proc. – iki 50,1 mln. Lt. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014). Reikšmingai augusios investicinio draudimo pasirašytos įmokos rodo, kad, vyraujant mažoms palūkanų normoms, draudėjai labiau toleruoja riziką ir ieško investavimo alternatyvų. Kita galima vienkartinių įmokų augimo priežastis – numatomas valiutos keitimas, paskatinęs laisvų lėšų panaudojimą investiciniam draudimui.

Kaip skelbia Lietuvos bankas, dėl didelės konkurencijos mažėjo daugelio ne gyvybės draudimo rūšių įkainiai, todėl šios šakos draudimo grupių apimtys kito ne tokiais sparčiais tempais. Didžiausios ne gyvybės draudimo grupės – transporto priemonių vairuotojų civilinės atsakomybės draudimo – pasirašytų įmokų suma buvo 3,1 proc. didesnė nei tuo pačiu laikotarpiu prieš metus (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014).

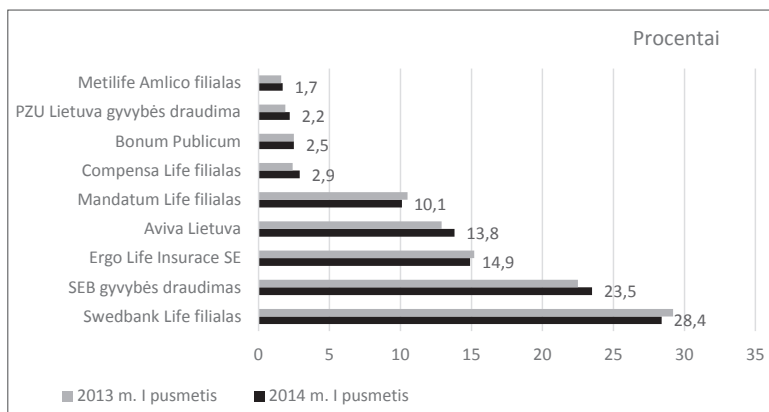
Įvertinus pirmojo pusmečio šalies ekonominius rodiklius ir skirtingus draudimo šakų rezultatus, tikėtina, kad 2015 m. pabaigoje gyvybės draudimo rinkos augimas bus spartesnis nei prognozuota ir sieks daugiau nei 15 proc. (prognozuota 9–11 proc.). Ne gyvybės draudimo prognozė sumažinta iki 1 proc. (prognozuota 8–10 proc.). Bendras draudimo rinkos augimas, prognozuojama, 2015 m. sieks apie 6 proc. (prognozuota 8–10 proc.) (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014).

Nors skelbiama apie spartų gyvybės draudimo augimą (5.4 pav.), tačiau, lyginant gyvybės draudimo ir ne gyvybės draudimo rinką, pastaroji viršija daugiau nei dvigubai. Tiesa, kalbant apie gyvybės draudimą, galima teigti, kad ši paslauga tiesiogiai atspindi asmeninių finansų valdymo rezultatą, o ne gyvybės draudimo rinkoje sunku išskirti, kokią vietą užima gyventojų sutartys ir kokią – įmonių.



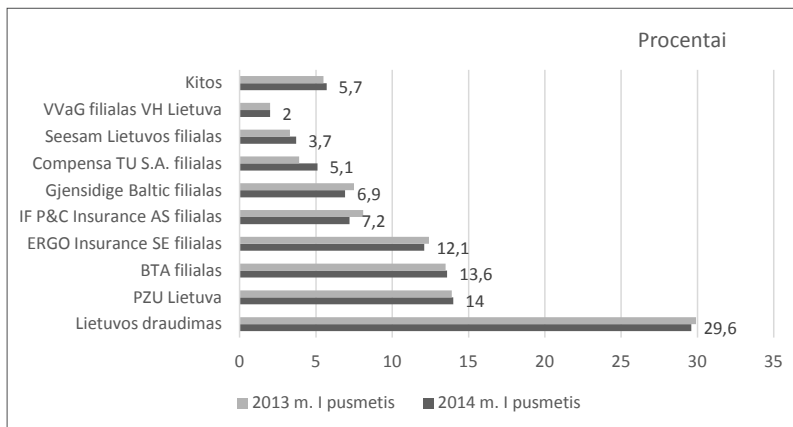
5.4 pav. Pasirašytų gyvybės ir ne gyvybės įmokų kaita per 2005–2014 m. I pusmetį (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014)

Lietuvoje per 2014 m. pirmąjį pusmetį draudimo paslaugas teikė 15 ne gyvybės draudimo įmonių ir 9 gyvybės draudimo įmonės. Gyvybės draudimo rinkoje lyderiavo „Swedbank Life Insurance SE“ Lietuvos filialas ir UAB „SEB gyvybės draudimas“ (5.5 pav.), tačiau jų rinkos dalis, palyginti su ankstesnių metų tuo pačiu periodu sumažėjo, kaip ir trečios bendrovės – „Ergo Life Insurance SE“. Tačiau „Aviva Lietuva“ per analizuojamąjį periodą savo rinkos dalį padidino.



5.5 pav. Gyvybės draudimo rinkos koncentracija pagal suformuotą techninių atidėjimų sumą (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014)

Analizuojant veikiančių ne gyvybės draudimo įmonių rezultatus (5.6 pav.) neabejotinas rinkos lyderis yra AB „Lietuvos draudimas“, užimantis beveik trečdalį ne gyvybės draudimo rinkos pagal pasirašytas įmokas.



5.6 pav. Ne gyvybės draudimo rinkos koncentracija pagal pasirašytas įmokas (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014)

„PZU Lietuva“, „BTA Insurance Company“ SE filialas Lietuvoje, „ERGO Insurance SE“ filialas atitinkamai užima 14 proc. 13,6 proc. ir 12,1 proc. rinkos.

Draudimo išmokos 2014 m. I pusmetį sumažėjo tiek gyvybės draudimo šakoje (19,2 proc.), tiek ir ne gyvybės draudimo šakoje (1,8 proc.). Kaip teigia Lietuvos bankas, draudimo išmokų sumažėjimą lėmė 2012 m. pabaigoje pasibaigusios galioti gyvybės draudimo sutartys, sudarytos prieš dešimtmetį, prieš pasikeičiant mokestinei aplinkai. Ne gyvybės draudimo išmokų sumažėjimą lėmė perpus sumažėjusios kredito draudimo išmokos (48 proc.) ir privalomojo transporto priemonių vairuotojų civilinės atsakomybės draudimo išmokos TPVCA (3 proc.) (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo... 2014).

Apibendrinant draudimo paslaugas, būtina paminėti, kad tinkamas asmeninių finansų valdymas neatsiejamas nuo draudimo. Ne gyvybės draudimo paslauga turėtų užimti gerokai didesnę rinkos dalį ir svarbią vietą asmeninių finansų valdymo srityje, nes atlieka tiesioginę draudimo

funkciją – perleidžia draudikui neribotą galimą nuostolį už gana apibrėžtą įmoką.

Tačiau kalbant apie gyvybės draudimą kiekvienam dalyviui būtina įvertinti tokio draudimo poreikį. Jei asmuo neturi artimųjų, kurių pragyvenimas priklauso nuo jo gaunamų pajamų, nėra reikalo pasirašyti kaupiamojo gyvybės draudimo sutarčių, o geriau yra pasitenkinti rizikiniu gyvybės draudimu ir investavimui pasirinkti kitus siūlomus rinkoje produktus. Ypač atsargiai reikia rinktis ir investicinį gyvybės draudimą, suvokiant, kad gaunama investicijų grąža ar nuostolis tiesiogiai priklauso nuo asmens priimamų sprendimų. Svarbu teisingai įvertinti toleruojamą riziką ir asmenines galimybes absorbuoti galimą nuostolį.

6. Investiciniai fondai kaip asmeninių finansų komponentė

Investiciniai fondai – tai lėšų junginys (pulas), kurį valdo investicinė kompanija. Tarpusavio fondo investuotojai nuosavybės teise įsigyja to fondo akcijų ir fondas naudoja tas lėšas skirtingoms akcijoms įsigyti. Dažniausiai aptinkami pinigų rinkos fondai, fiksuotų pajamų fondai, subalansuoti fondai, pajamų fondai, turto išdėstymo fondai, indeksų fondai ir augimo fondai (Dictionary of Financial... 2006).

Tarpusavio fondai, sukurti smulkiems investuotojams, suteikia galimybę investuoti nedideles lėšų sumas į santykinai diversifikuotą investicinį portfelį. Jie vadinami įvairiai – tarpusavio, investiciniai fondai, Jungtinėje Karalystėje vadinami „Unit Trusts“, Lietuvoje – kolektyvinio investavimo bendrovėmis, bet visi reiškia tą patį – tai viena iš institucinių investuotojų, suteikianti galimybes smulkiems investuotojams dalyvauti finansų rinkose. Fondus valdo investicinės kompanijos (ar valdymo įmonės), kurios siūlo investuotojams pasinaudoti diversifikacijos galimybe ir profesionaliu valdymu. Žinoma, už tokias galimybes fondai apmokestina savo investuotojus, taikydami turto valdymo mokesčius, depozitoriumo mokesčius ir kt. Visi fondo dalyviai (akcininkai) fondo uždirbtus pinigus ir patirtus nuostolius dalijasi tarpusavyje proporcingai įdėtiems pinigams. Fondo turtas, laikui bėgant, kinta dėl gaunamų pajamų (dividendų ir palūkanų); pelno arba nuostolio, fondui pardavus investicinę priemonę; dėl padidėjusios arba sumažėjusios investicinių priemonių vertės rinkoje; dėl naujų fondo dalyvių įmokėtų piniginių įnašų arba išeinančių iš fondo dalyvių atsiimamų jiems priklausančių pinigų. Naujam fondo dalyviui įmokėtas piniginis įnašas iš karto konvertuojamas į investicinius vienetus (arba fondo akcijas), atsižvelgiant į investicinio vieneto (fondo akcijos) kainą.

Tai populiari investavimo priemonė tarp tų investuotojų, kurie investicinius fondus renkasi dėl likvidumo – galimybės greitai ir lengvai atgauti investuotus pinigus, diversifikacijos – galimybės paskirstyti riziką tarp investicinių priemonių ir profesionalaus valdymo. Tai viena iš pagrindinių priežasčių, lemiančių investuotojų pasirinkimą, nes portfelį valdo kompetentingas asmuo, kuris atsakingas už fondo veiklą ir tolesnius fondo rezultatus. Fondo pagrindinis tikslas – veikti taip, kad inves-

tuotojas gautų maksimalų pelną, prisiimdamas tam tikrą riziką (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014).

Tarpusavio fondai yra skirstomi į atvirus (atperka akcijas iš investuotojų bet kuriuo metu) ir uždarus (akcijas galima parduoti biržoje, akcijų kiekis pastovus). Atviri investiciniai fondai nori atpirkti akcijas, kurias jie pardavė investuotojams bet kuriuo metu. Atviri fondai rinkoje yra dominuojantys, užtikrinantys investuotojams likvidumą. Kalbant apie tarpusavio fondus, dažniausiai turima galvoje atvirose tarpusavio fondus.

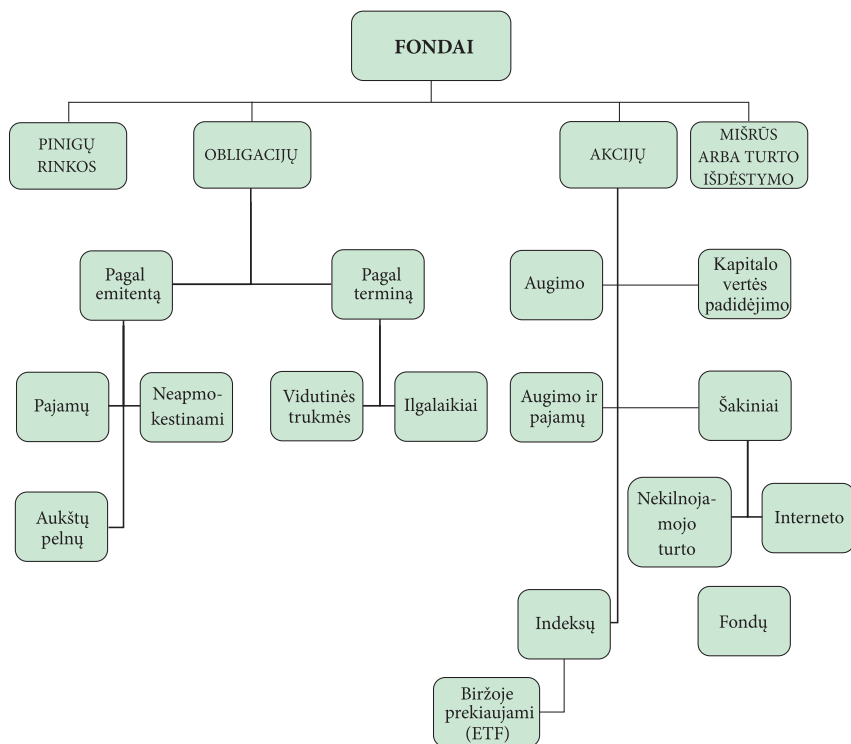
Uždari investiciniai fondai nesuperka akcijų, kurias jie išleidžia. Todėl investuotojai turi parduoti jas akcijų biržoje, kaip ir įmonių akcijas. Akcijų skaičius uždaroje investicinėje kompanijoje dažniausiai lieka pastovus ir lygus pirmą kartą išleistai emisijai. Kai tam tikro uždaro fondo akcijų paklausa auga, rinkos kaina būna didesnė nei pirminio pardavimo metu. Kai uždaru fondų akcijų rinkos kaina tampa mažesnė nei pradinė, fondas įkainojamas taikant diskontą. Tyrimais nustatyta, kad kartais tokių uždaru fondų akcijos, parduotos taikant diskontą, duodavo didelę grąžą, o tai reiškia, kad tokie fondai buvo vertinami per žemai. Tačiau tokia aukšta grąža gaunama ne visuomet, nes uždaru fondų, taikant didelį diskontą, rinkos kaina laikui bėgant mažėja (jų diskontas tampa didesnis).

6.1. Investavimo strategijų įvairovė

Vieni tarpusavio fondai investuoja agresyviai, siekdami turto vertės padidėjimo, kiti – konservatyviai, siekdami generuoti pajamas iš investicijų. Investuotojams svarbu įvertinti savo riziką prieš nusprendžiant, kuri fondą pasirinkti. Pagal investavimo strategijas tarpusavio fondai irgi būna skirstomi į akcijų, obligacijų, pinigų rinkos, mišriuosius ir pan. (6.1 pav.).

P pinigų rinkos priemonių fondai (PRF), lyginant su kitomis fondų rūšimis, yra mažiau rizikingi. Jų investicijų portfelius sudaro pinigų rinkos priemonės: bankų indėlių sertifikatai, komerciniai vekseliai, bankų akceptai, valstybės ar savivaldybės vekseliai ir pan. Šios pinigų rinkos priemonės reiškia trumpalaikį skolinimą patikimoms institucijoms, t. y. Vyriausybei, savivaldybei, bankams ir kt. Pinigų rinkos priemonių fondams būdinga mažos, bet stabilios pajamos. Dėl mažo šių fondų pajamingumo investuotojams reikėtų atsižvelgti į infliacijos riziką. Kai kainos šalyje auga sparčiai, pinigai (taip pat ir tie, kurie laikomi fonde) nuvertėja, to-

dėl, jei fondo pajamingumas mažas, gautos pajamos gali nekompensuoti pinigų nuvertėjimo. Tokiu atveju realių pajamų negaunama. Kai ekonominės sąlygos yra silpnos, investicijos į pinigų rinkos fondus turi polinkį didėti, nes investuotojai susirūpina akcijų ir obligacijų rizika. PRF galima skirti vieną nuo kito ir nuo kitų tarpusavio fondų pagal turto sudėtį, terminą ir riziką.



6.1 pav. Investicinių fondų skirstymas pagal investavimo strategijas (parengta autorės)

Recesijos laikotarpiu išdo vekselių dalis PRF dažniausiai didėja, o rizikingesnių pinigų rinkos instrumentų (komercinių popierių ir kt.) dalis mažėja. Devintajame praeito amžiaus dešimtmetyje vidutinis pinigų rinkos fondų turto terminas buvo apie 40 dienų. Nuo to laiko vidutinis terminas didėjo.

PRF rizika dažniausiai yra maža. Kartais gali būti, kad dėl ekonomikos smukimo ar dėl bankų nesėkmės įtakos, ar bankų akceptų nemokumo, kai kurie komerciniai popieriai nebus išpirkti. Šie instrumentai, susiję su kredito rizika, yra trumpalaikiai. Todėl PRF gali greitai pakeisti tam tikros korporacijos išleistus vertybinius popierius, kurie gali greitai patirti nesėkmę. Kadangi PRF yra trumpalaikiai instrumentai, jų rinkos vertė nėra tokia jautri rinkos palūkanų normos svyravimams (kaip ilgalaikių obligacijų tarpusavio fondai). Nors trumpalaikės charakteristikos suprantamos kaip vidurkis, jos taip pat lemia PRF grąžos mažėjimą kaip atsaką į didėjančias rinkos palūkanų normas.

Investuotojai į obligacijas visų pirma susiduria su palūkanų normos, kredito (įsipareigojimų nevykdymo) rizika ir taikomais mokesčiais. Todėl visi obligacijų fondai gali būti skirstomi arba pagal jų terminus (kurie gali lemti palūkanų normos riziką), arba pagal obligacijų emitentus (nuo kurių priklauso kredito rizika arba susiję mokesčiai). Pajamų obligacijų fondus dažniausiai sudaro obligacijos, kurios siūlo nuolatinius kuponų (palūkaninius) mokėjimus ir skiriasi pagal rizikos galimybes. Pajamų fondai, sudaryti tik iš įmonių obligacijų, gali turėti kredito riziką, o tie, kuriuos sudaro tik išdo obligacijos, kredito rizikos neturi. Kiti pajamų fondai sudaromi iš vyriausybinių institucijų leidžiamų obligacijų. Tokie pajamų fondai, prisiimdami šiek tiek didesnę riziką, siūlo aukštesnę galimą grąžą, kai kitos sąlygos yra lygios. Net vidutinės trukmės pajamų fondų rinkos vertė bėgant laikui gali pakankamai svyruoti dėl jų jautrumo palūkanų normos svyravimams. Todėl pajamų fondai labiausiai tinka tiems investuotojams, kurie pasitiki fondo periodinėmis pajamomis ir tikisi investicijas fonde laikyti ilgą laiką. Investuotojai, mokantys didelius mokesčius, istoriškai perka savivaldybių obligacijas, siekdami išvengti mokesčių. Kadangi šios obligacijos susijusios su galima nemokumo rizika, būtina tokį portfelį diversifikuoti. Tarpusavio fondai, sudaryti iš savivaldybių obligacijų, leidžia aukštai apmokestinamiems investuotojams išvengti mokesčių, įsigyjant net mažas fondų sumas, ir palaikyti žemą kredito rizikos lygį. Aukšto pelno obligacijų fondai skirti investuotojams, siekiantiems didelio pelno ir norintiems rizikuoti. Tokie fondai sudaro portfelį bent iš trečdaliao obligacijų, atitinkančių žemesnius nei Baa pagal „Moody’s“ arba BBB pagal „Standard and Poor’s“ reitingų agentūrų vertinimus. Tokias obligacijas dažniausiai išleidžia aukštai kylančios įmonės.

Emitentų galimybės išpirkti obligacijas labai priklauso nuo ekonomikos svyravimų.

Kadangi obligacijų palūkanų normų svyravimai priklauso nuo termino, obligacijų fondai dažniausiai skirstomi pagal juos sudarančių obligacijų terminus. Vidutinės trukmės fondai investuoja į tas obligacijas, iki kurių išpirkimo liko 5–10 metų. Ilgalaikių obligacijų fondai dažniausiai susideda iš 15–30 metų termino iki obligacijų išpirkimo. Obligacijos šiuose fonduose paprastai siūlo didesnę grąžą ir labiau priklauso nuo palūkanų normų svyravimų nei obligacijos vidutinės trukmės fonduose. Kalbant apie atskirus obligacijų fondus pagal rūšį (tokius, kaip savivaldybių, ar neapmokestinamus) galioja įvairios skirtingai apibūdinamos alternatyvos, taigi investuotojai gali pasirinkti norimos palūkanų normos rizikos fondą.

Akcijų fondai investuoja į akcijas. Jie pasižymi dideliu pajamingumu ir didele rizika. Investavus trumpam laikui, galima nemažai uždirbti, tačiau gali atsitikti ir taip, kad investicinė grąža bus mažesnė nei investuota pinigų suma. Akcijų fondo vertė gali kilti ir kristi labai greitai. Akcijų, kurios sudaro fondo turtą, kainos gali svyruoti dėl daugelio priežasčių, pavyzdžiui, dėl bendrų ekonomikos tendencijų ar tam tikrų produktų paklausos pokyčių. Dažniausiai fondo turto nuvertėjimą nepalankiu metu kompensuoja fondo turto vertės augimas, kai ekonominės sąlygos palankios. Dėl tokių akcijų fondų turto vertės svyravimų į akcijų fondus patariama investuoti ilgam laikui.

Kadangi investuotojai turi įvairių tikslų, nė vienas atskiras portfelis negali visų jų patenkinti. Todėl atsirado įvairūs akcijų tarpusavio fondai. Augimo fondai skirti investuotojams, kurie trokšta aukštos grąžos ir yra pasiryžę prisiimti vidutinę riziką. Šiuos fondus dažniausiai sudaro tų įmonių akcijos, kurios nėra visiškai išpirktos, ir tikimasi didesnio nei vidutinio augimo tempo. Pradinis augimo fondų tikslas – generuoti investicinės vertės augimą ir mažiau kreipti dėmesio į nuolatinių pajamų gavimą. Augimo fondai gali prisiimti įvairius rizikos lygius. Kai kurie koncentruojasi į keletą metų egzistuojančias įmones ir vis dar sparčiai augančias, o kiti orientuojasi į santykinai jaunas įmones.

Kapitalo vertės padidėjimo fondai irgi žinomi kaip agresyvūs fondai, sudaryti iš labai didelį augimo potencialą turinčių įmonių akcijų, bet tai gali ir nepasitvirtinti. Šie fondai tinka investuotojams, kurie rizikuoja dėl galimo vertės sumažėjimo. Kai ekonomika keičiasi, kapitalo vertės padidėjimo fondai gali patirti didelį nuostolį.

dėjimo fondų portfelio valdytojai nuolatos peržiūri portfelio sudėtį, kad iš savo prognozių užtikrintų maksimalią naudą. Kartais jie net naudoja skolintus pinigus, kad padėtų savo portfeliui, taigi naudoja visokias priemones, kad pakeltų tikėtiną grąžą, bet kartu ir riziką.

Augimo ir pajamų fondai užtikrina investuotojams galimybę padidinti kapitalo vertę gaunant tam tikras stabilias pajamas. Tokie fondai sudaromi iš augančių įmonių akcijų, aukštų dividendų įmonių akcijų ir net fiksuotų palūkanų obligacijų.

Šakiniai ar specialūs fondai orientuojasi į grupės įmonių, pasižyminčių tokiomis pačiomis charakteristikomis, akcijas. Pavyzdžiui, yra specialūs pramoniniai fondai, tokie kaip energetikos, bankininkystės ar aukštų technologijų. Į atskirą rūšį kartais išskiriami interneto fondai. Kiti tarpusavio fondai specializuojasi pasirinkimo sandorių ar kitokių prekių, kaip brangūs metalai, srityje. Yra fondų, kurie investuoja išskirtinai tik į socialines įmones. Specialių fondų rizika skiriasi, priklausomai nuo kiekvieno fondo specifinių charakteristikų. Lietuvoje irgi populiarėjantys nekilnojamojo turto fondai taip pat priskirtini prie šakinių fondų.

Indeksų fondai sukurti tiesiog siekiant atspindėti esamų akcijų indeksų elgseną. Pavyzdžiui, „Vanguard“, siūlo indeksų fondą, kuris sukurtas, siekiant atitikti „S&P 500“ indeksą. Indeksų fondai sudaryti iš akcijų kurios, tikimasi, judės ta pačia linkme kaip ir tam tikras indeksas. Jie susideda iš esmės iš tų pačių akcijų, kurios įeina į atitinkamą indeksą, ir, manoma, kad reikės labai mažų išlaidų, nes tokio portfelio faktiškai valdyti nereikia – atliekamas santykinai mažas operacijų skaičius. Tie investuotojai, kurie patenkinti atitinkamo akcijų indekso pokyčiu, stengiasi rinktis indeksų fondus. Investuotojai, kurie labiau pasitiki tarpusavio fondų valdytojais, galinčiais pakeisti indeksų fondų rezultatus, yra mažiau suinteresuoti indeksų fondais. Indeksų fondai labai populiarėja, nes investuotojai supranta, kad dauguma portfelio valdytojų nesugeba pasiekti geresnių rezultatų nei rinka. Investavimas į indeksų fondus vadinamas pasyviu investavimu. Pastaruoju metu sparčiai populiarėja vadinamieji biržoje prekiaujami fondai (ETF, angl. *Exchange Traded Funds*).

Fondų fondų portfelio valdytojai investuoja į skirtingų fondų portfelius. Fondų fondas užtikrina dar didesnę diversifikaciją nei paprastas fondas, nes jis apima keletą tarpusavio fondų. Tačiau investuotojai susiduria su dviem pagrindinėmis valdymo išlaidomis: 1) kiekvieno atskiro tarpusavio fondo valdymo išlaidomis; 2) fondų fondo valdymo išlaidomis.

Rinkoje dažniausiai pasitaiko mišrūs arba dar vadinamieji turto išdėstymo fondai, apimantys įvairias investicines priemones – akcijas, obligacijas, pinigų rinkos vertybinius popierius. Portfelio valdytojai naudoja šių fondų derinius, kad patenkintų investuotojų lūkesčius. Pavyzdžiui, tam tikras turto išdėstymo fondas sieks labiau koncentruotis į obligacijas, jei laukiama palūkanų normos kritimo; daugiau investuos į akcijas, jeigu tikimasi stiprios akcijų rinkos. Šie fondai netgi gali koncentruotis į tarptautinius vertybinius popierius, jeigu portfelių valdytojai prognozuos palankias ekonomines sąlygas užsienio valstybėse. Pagrindiniai investicinių fondų privalumai ir trūkumai pateikti 6.1 lentelėje.

6.1 lentelė. Investicinių fondų privalumai ir trūkumai
(Jurevičienė, Bakpaukaitė 2014)

Privalumai	Trūkumai
Profesionalus valdymas	Atlyginimas už valdymą
Masto ekonomija	Grąža nėra žinoma iš anksto
Diversifikavimas	Likvidumui palaikyti dalis lėšų investuojama už žemas palūkanas
Likvidumas	
Maža minimali suma	
Didesnės pelno galimybės	
Teisinė apsauga ir priežiūra	

Nors investiciniai fondai pasižymi ir kai kuriais trūkumais, tačiau jie laikomi geriausiu investavimo pasirinkimu neprofesionaliems investuotojams, ypač gyventojams, kurie gali investuoti gana mažą pinigų sumą finansų rinkose į gana diversifikuotą investicinį portfelį, užtikrinantį tam tikrą grąžą esant priimtinais rizikai ilguoju laikotarpiu.

6.2. Investicinių fondų plėtra

Nuo 2001 m. iki 2012 m. tarpusavio fondų turtas pasaulyje padidėjo nuo 11,655 iki 26,837 mlrd. JAV dolerių (The Statistics Portal 2014). Tačiau didžiausią vaidmenį atlieka JAV registruotos investicinės įmonės, 2013 m. pabaigoje valdžiusios daugiau nei 17 trln. JAV dolerių turtą, priklausantį beveik 98 mln. JAV investuotojų, ir tai yra 2,3 trln. JAV dolerių

daugiau nei 2012 m. pabaigoje (6.2 lentelė) (Investment Company Fact Book 2014). Fondai, investuodami kapitalą viso pasaulio finansų rinkose, daugiausia investuoja į JAV akcijų, komercinių popierių ir savivaldybių vertybinių popierių rinkas.

6.2 lentelė. Bendras grynasis JAV investicinių kompanijų turtas pagal tipą (mlrd. JAV dolerių; 1996–2013 m. metų pabaigoje)

Metai	Tarpusavio fondai ⁶	Uždari fondai ⁷	Biržoje prekiaujami fondai ⁸	UITs ⁹	Iš viso ¹⁰
1	2	3	4	5	6
1996	3,526	147	2	72	3,747
1997	4,468	152	7	85	4,712
1998	5,525	156	16	94	5,790
1999	6,846	147	34	92	7,119
2000	6,965	143	66	74	7,247
2001	6,975	141	83	49	7,248
2002	6,383	159	102	36	6,680
2003	7,402	214	151	36	7,803
2004	8,095	253	228	37	8,613
2005	8,891	276	301	41	9,509
2006	10,398	297	423	50	11,167
2007	12,000	312	608	53	12,974
2008	9,603	184	531	29	10,347

6 Tarpusavio fondų duomenys apima tik tuos fondus, kurie teikia statistinę informaciją Investicinių kompanijų institutui. Duomenys neapima tų investicinių fondų, kurie iš pradžių investuoja į kitus tarpusavio fondus.

7 Uždarų fondų duomenys apima privilegijuotųjų akcijų klase.

8 Biržoje prekiaujamų fondų (ETF) iki 2001 m. duomenys pateikiami iš „Strategic Insight Simfund“. Biržoje prekiaujamų fondų duomenys apima investicines kompanijas, kurios nėra registruotos pagal Investicinių kompanijų įstatymą (1940 m.) ir neapima Biržoje prekiaujamų fondų, kurie iš pradžių investuoja į kitus biržoje prekiaujamus fondus.

9 Investiciniai pasitikėjimo fondai (angl. *Unit Investment Trusts*, UITs) – tai registruotos investicinės kompanijos, apimančios tiek tarpusavio fondų, tiek ir uždarų fondų savybes. Kaip tarpusavio fondai, jie išleidžia išperkamas akcijas (atšaukiamus vienetus), kaip uždari fondai, jie dažniausiai išleidžia apibrėžtas, nustatyto skaičiaus akcijas. Bet, skirtingai nuo tarpusavio ir uždarų fondų, investiciniai pasitikėjimo fondai nustato galiojimo pabaigos datą, pagrįstą portfelio investicijomis ir šio fondo tikslais. Investiciniai pasitikėjimo fondai, kurie investuoja į ilgalaikes obligacijas, kurios gali būti neišperkamos 20–30 metų, o investuojantys į akcijas gali siekti užfiksuoti kapitalo vertės pasikeitimą per kelerius metus ar net dar greičiau. UIT pasirodė 1961 m. ir skirstomi į dvi pagrindines kategorijas – akcijų (vietinius arba tarptautinius / globalius) ir obligacijų (apmokestinamus arba neapmokestinamus) pasitikėjimo fondus.

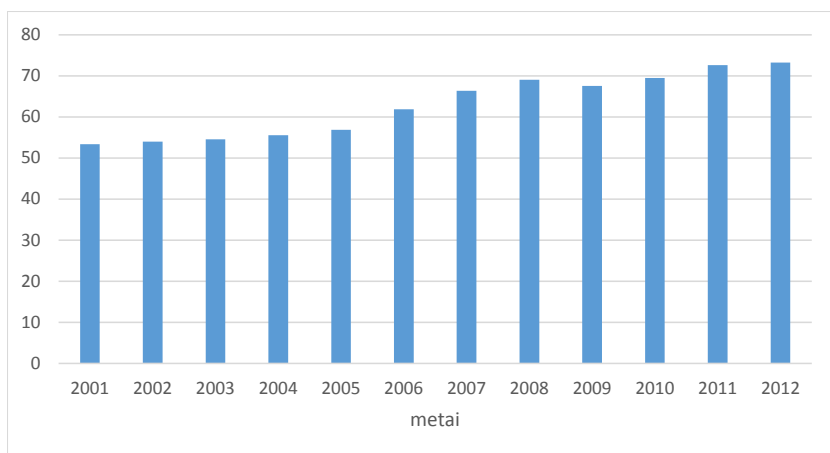
10 Iš viso investicinių kompanijų turtas apima uždarus ir biržoje prekiaujamus tarpusavio fondus.

Pastaba: dėl apvalinimų galimos paklaidos.

1	2	3	4	5	6
2009	11,113	223	777	38	12,152
2010	11,831	238	992	51	13,112
2011	11,626	243	1,048	60	12,978
2012	13,044	264	1,337	72	14,717
2013	15,018	279	1,675	87	17,058

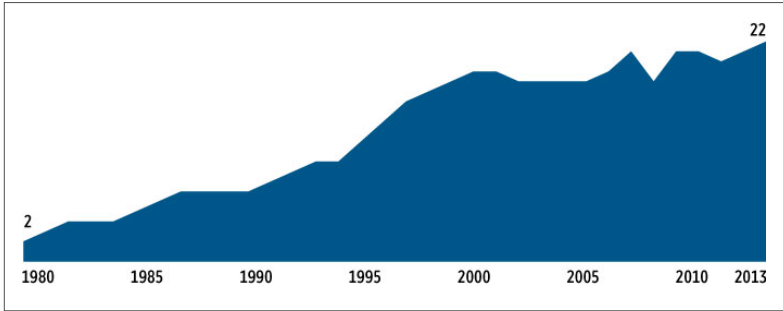
Šaltinis: *Investment Company Fact Book (2014)*

6.2 pav. parodytas tarpusavio fondų skaičiaus visame pasaulyje pokytis nuo 2001 m. iki 2012 m. 2005 m. apytikriai 57 tūkst. tarpusavio fondų buvo valdomi pasauliniu mastu. Tokių fondų skaičius tolygiai didėjo iki 2012 m., išskyrus nedidelį sumažėjimą 2009 m.



6.2 pav. Tarpusavio fondų skaičiaus kaita visame pasaulyje 2001–2012 m., vnt. (Statista 2014)

Didžiausia registruotų investicinių kompanijų turto dalis priklausė namų ūkiams, o registruotos investicinės kompanijos valdė 22 proc. JAV namų ūkių finansinio turto 2013 m. pabaigoje (6.3 pav.).

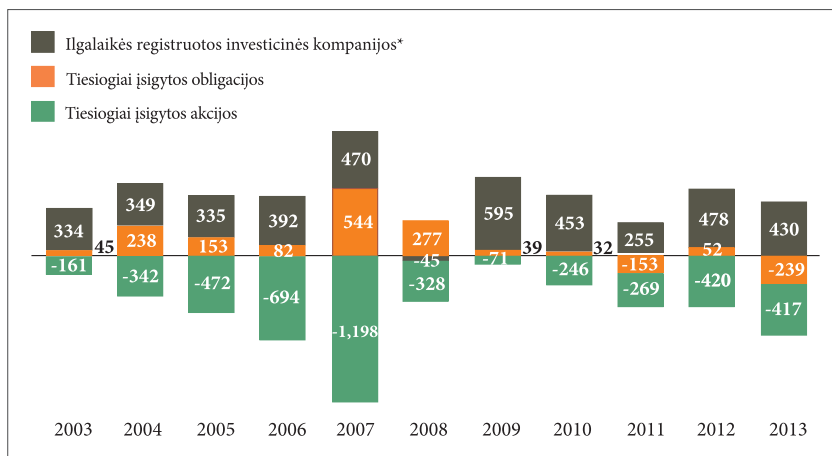


Šaltinis: *Investment Company Fact Book (2014)*

6.3 pav. JAV namų ūkių finansinio turto dalis, laikoma investicinėse kompanijose (namų ūkių finansinio turto procentas 1980–2013 m. kiekvienų metų pabaigoje)

6.3 pav. pavaizduotas namų ūkių finansinis turtas, laikomas registruotose investicinėse kompanijose, kuris apima namų ūkių turimus biržoje prekiaujamus fondus, uždarus fondus, investicinius pasitikėjimo fondus ir tarpusavio fondus. Tarpusavio fondai apima darbdavio mokamus pensinius planus, anuitetus ir pan. Kaip matyti, spartus JAV namų ūkių finansinio turto dalies didėjimas investicinėse kompanijose prasidėjo apie 1994 m. Nuo 2000 m., esant nedideliam kritimui 2008 m., namų ūkių finansinis turtas investicinėse bendrovėse sudarė apie penktadalį viso jų valdomo finansinio turto.

Kadangi pastaraisiais dešimtmečiais JAV namų ūkiams teko labiau pasitikėti fondais, tiesioginės investicijos į akcijas sumažėjo (6.4 pav.). Tiesioginės namų ūkių investicijos į obligacijas sumažėjo po finansų krizės. Tiesioginės investicijos į obligacijas 2013 m. rekordiškai sumažėjo 239 mlrd. JAV dolerių. Apskritai namų ūkiai 2013 m. papildomai investavo 430 mlrd. JAV dolerių į ilgalaikes registruotas investicines kompanijas. Nuo 2003 m. iki 2013 m. namų ūkiai investavo kasmet vidutiniškai 368 mlrd. JAV dolerių grynaisiais pinigais į ilgalaikes registruotas investicines kompanijas neto kiekvienais metais, išskyrus 2008 m. Priešingai, tiesiogiai valdomos akcijos ir obligacijos vidutiniškai kasmet neto buvo parduodamos už 323 mlrd. JAV dolerių.



Šaltinis: Investment Company Fact Book (2014)

6.4 pav. JAV namų ūkių grynosios investicijos į fondus, obligacijas ir akcijas, mlrd. JAV dolerių 2003–2013 m.

* Ilgalaikių registruotų investicinių kompanijų duomenys apima tarpusavio fondus, kintančius anuitetus, biržoje prekiaujamus fondus ir uždarus fondus

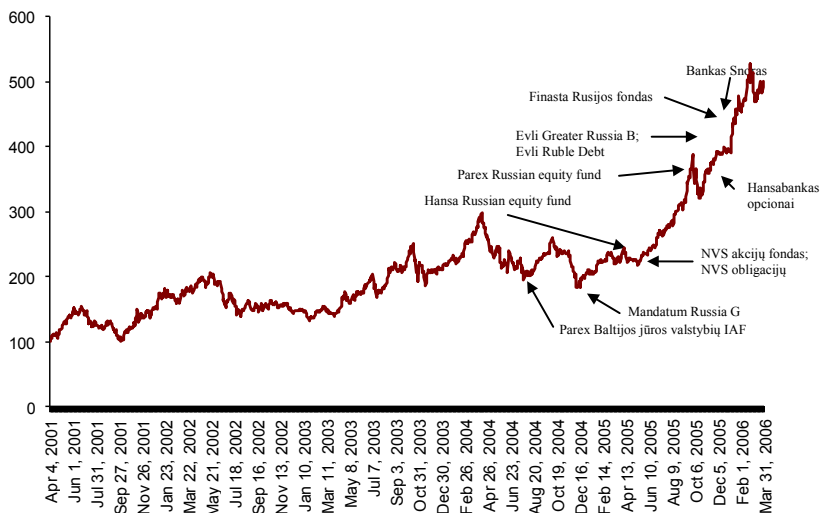
Pastaba: Namų ūkių grynosios investicijos apima naujus pinigų srautus ir reinvestuotas palūkanas bei dividendus

6.3. Investiciniai fondai Lietuvoje

Lietuvoje fondų pradžia dažnai siejama su Lietuvos Respublikos valstybinio turto pirminio privatizavimo įstatymu (1991), kuriuo buvo suteikta galimybė dalyvauti privatizavimo procese tik fiziniams asmenims ir fizinių asmenų grupėms. Įstatyme nebuvo leista investicinių čekių parduoti, o tik juos kausti fizinių asmenų grupėms siekiant įsigyti konkretų objektą. Privatizavimo procesas parodė, kad toks draudimas parduoti investicinius čekius kitiems asmenims buvo netinkamas, kad privatizavimo eiga būtų sėkminga, todėl buvo įteisintas naujas subjektas – investicinė akcinė bendrovė. Tai sudarė galimybes legaliai kausti piliečių investicinius čekius, efektyviau juos naudoti privatizavimo procese, asmenims per investicines akcines bendroves netiesiogiai įsigyti paklausių įmonių akcijų, kurias įsigyti jiems individualiai būtų sudėtinga. Vėliau priimta Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarime Nr. 446 „Dėl investicinių

sąskaitų naudojimo steigiant investicines akcines bendroves“ (1991) buvo įteisintas naujas subjektas – investicinė akcinė bendrovė, tačiau nebuvo reglamentuota jos steigimo ir veiklos ypatumų. Dėl šios priežasties nutarimas neturėjo didesnės įtakos šių bendrovių steigimuisi ir netrukus buvo panaikintas, priėmus Lietuvos Respublikos Vyriausybės nutarimą Nr. 30 „Dėl Lietuvos Respublikos įstatymo „Dėl Lietuvos Respublikos valstybinio turto pirminio privatizavimo įstatymo kai kurių straipsnių pakeitimo“ vykdymo“ (1992). Vadovaujantis šiuo įstatymu, prasidėjo masinis investicinių acinių bendrovių steigimas. Pagal 1995 m. liepos 5 d. Investicinių bendrovių įstatymą visos investicinės akcinės bendrovės privalėjo pakeisti savo įstatus ir persiregistruoti į investicinę bendrovę, tačiau tą padarė tik nedaugelis iš jų. Todėl tikrąją investicinių kompanijų veiklą, kaip suprantama visame pasaulyje, tikslinga sieti su 2003 m. priimtais Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų ir Lietuvos Respublikos kontroliuojančiųjų investicinių bendrovių įstatymais. 2014 m. pabaigoje Lietuvoje veikė investicinės kintamojo kapitalo bendrovės („OMX Baltic Benchmark Fund“ bei „LT Development Fund“) ir investiciniai fondai. Visi jie, kaip ir riboto platinimo kolektyvinio investavimo subjektai, yra atviri. Investicinis fondas yra fondo valdytojo valdomas turtas, kuris nėra juridinis asmuo.

Investicinių fondų Lietuvoje veiklos pradžia ir pirmieji fondai, siūlę savo paslaugas, pavaizduoti 6.5 pav. Nuo 2004 m pabaigos jų populiarumas praėjo greitai kilti.



Šaltinis: Morgan Stanley Capital International Inc. (2006)

6.5 pav. Investicinių produktų Lietuvoje pradininkai

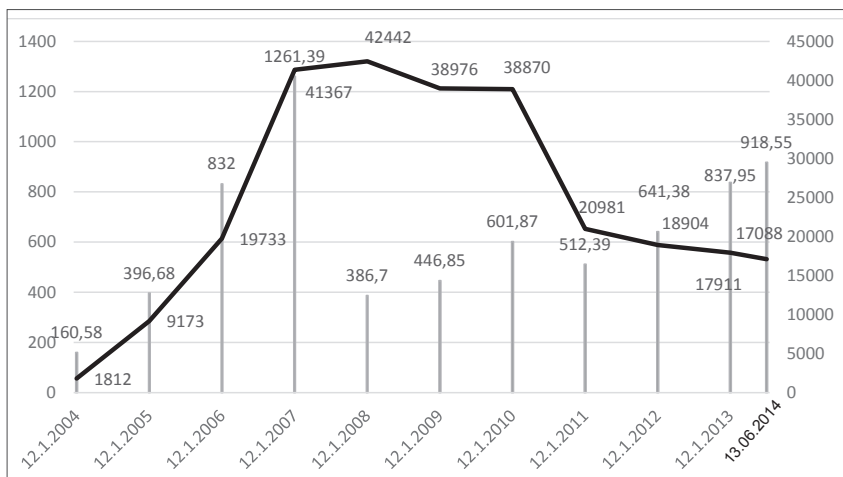
2014 m. spalio pabaigoje, Lietuvos banko duomenimis (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014), Lietuvoje savo paslaugas investuotojams siūlė 54 užsienio kolektyvinio investavimo subjektai ir Lietuvoje licencijuoti investiciniai fondai, iš kurių 18 buvo specialiujų ir 12 suderintų investicinių fondų. Lietuvoje licencijuotus investicinius fondus įkūrė 10 veikiančių valdymo įmonių (kurių veiklą prižiūri Lietuvos bankas). Investicinę veiklą Lietuvoje vykdė šie fondai: 10 akcijų; 5 mišrūs; 3 skolos vertybinių popierių; 7 nekilnojamojo turto; 3 alternatyvaus investavimo; 1 privataus kapitalo. Jų bendra valdomo turto dalis sudarė daugiau kaip 918 mln. litų ir apėmė daugiau kaip 17 tūkst. investuotojų (6.3 lentelė).

6.3 lentelė. KIS duomenys 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II ... 2014)

KIS rūšis	KIS skaičius	Dalyvių skaičius	Turtas, mln. Lt	Vidutinė KIS vertė, mln. Lt
Akcijų	20	12 792	277,19	13,86
Mišrūs	5	2 644	169,45	33,89
SVP	3	1 407	79,94	26,65
Nekilnojamojo turto	7	185	329,05	47,01
Alternatyvaus investavimo	3	47	36,60	12,20
Privataus kapitalo	1	13	26,32	26,32
Iš viso	39	17 088	918,55	23,55

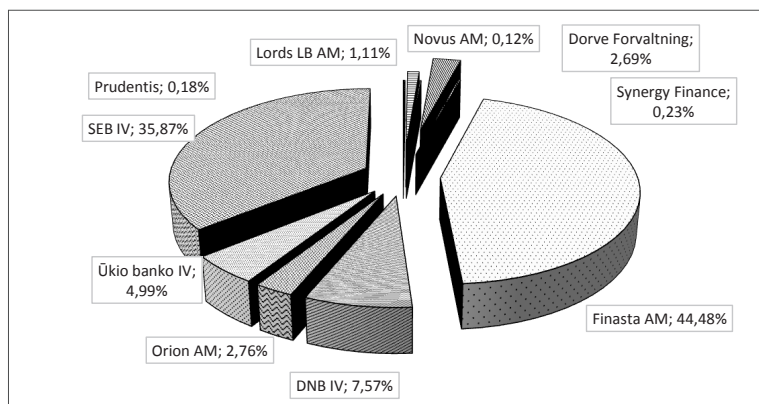
Tarp investuotojų buvo populiariausi akcijų fondai, kuriuos pasirinko beveik 75 proc. visų investuojančiųjų į KIS. Tačiau valdomo turto dalis didžiausia buvo 7-iuose nekilnojamojo turto fonduose (6.3 lentelė) ir apėmė daugiau nei trečdalį viso KIS valdomo turto.

Analizuojant KIS turto ir dalyvių skaičiaus dinamiką (6.6 pav.) matyti, kad pagal valdomą turtą Lietuvos investiciniai fondai didžiausią sumą buvę pasiekę 2007 m. pabaigoje, o pagal dalyvių skaičių – 2008 m. pabaigoje, nors turtas buvo beveik keturis kartus mažesnis nei prieš metus. Fondų dalyvių skaičius staigiai krito 2011 m. pabaigoje ir toliau tolygiai mažėjo iki pat 2014 m. vidurio (iš bendro skaičiaus nėra išskirti individualūs dalyviai). Tačiau fondų valdomas turtas nuo 2008 m. beveik kiekvienais metais didėjo (išskyrus 2011 m.) ir 2014 m. viduryje sudarė daugiau kaip 918 mln. litų, tačiau 2007 m. pabaigos apimties dar nepasiekė.



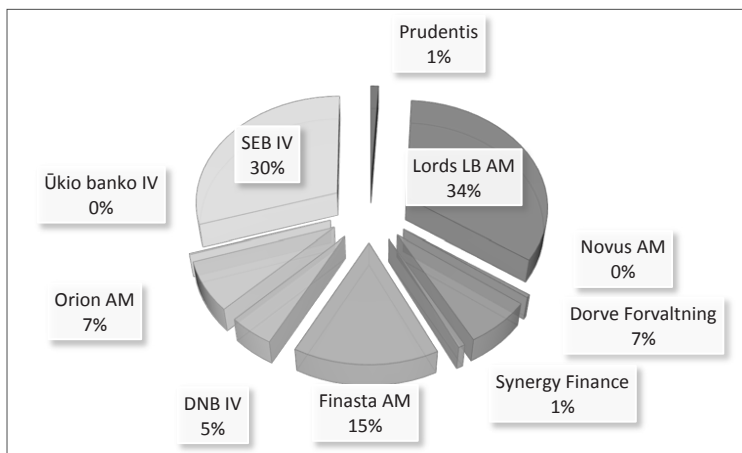
6.6 pav. KIS dalyvių skaičiaus ir turto kaitos dinamika
(Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Investuotojų pasiskirstymas pagal valdymo įmones matyti (6.7 pav.). Daugiausia investuotojų 2014 m. viduryje turėjo „Finasta“ AM (44,48 proc.) ir „SEB investicijų valdymas“ (35,87 proc.). Kiti rinkos dalyviai buvo gana smulkūs ir tarp investuotojų nepopuliarūs.



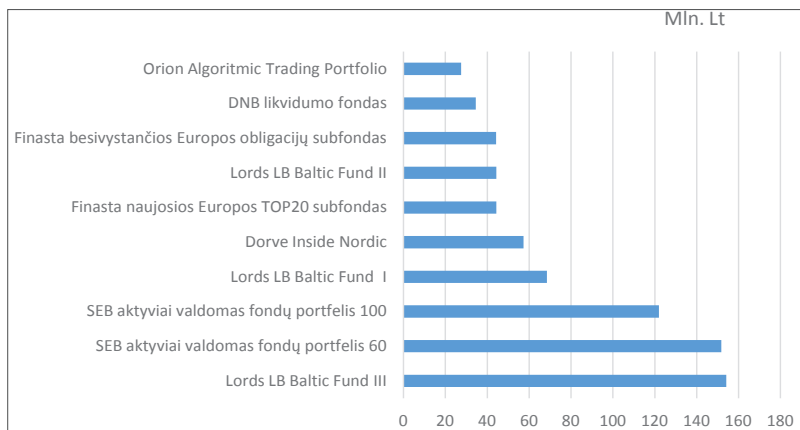
6.7 pav. KIS dalyvių pasiskirstymas pagal valdymo įmones, 2014 m. birželio 30 d.
(Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Nors UAB „Lords LB Asset Management“ pagal skaičių apima tik 1,11 proc. visų investuotojų (6.7 pav.), jos valdomas turtas 2014 m. viduryje buvo didžiausias ir sudarė 33,68 proc. (6.8 pav.), arba 309,38 mln. Lt. Ši bendrovė valdo nekilnojamojo turto, privataus ir rizikos kapitalo fondus. Antrasis pagal dydį yra UAB „SEB investicijų valdymas“, kurio valdomas turtas sudaro 273,68 mln. Lt, arba 29,79 proc. rinkos, o daugiausia investuotojų apimantis „Finasta“ AM valdė tik 15,03 proc. rinkos, arba 138,08 mln. Lt (6.8 pav.).



6.8 pav. KIS turto pasiskirstymas pagal valdymo įmones, 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

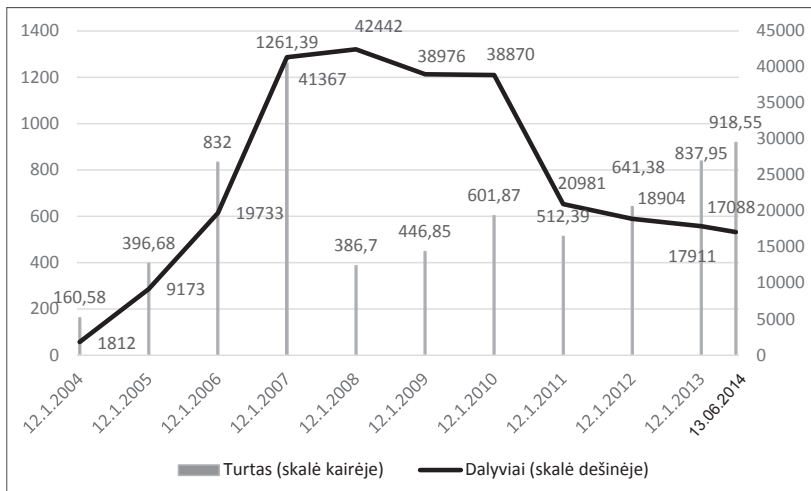
Toliau pateikiama informacija apie IF valdomą turtą (6.9 pav.). Tarp jų didžiausias buvo „Lords LB Baltic Fund III“, valdantis 154,16 mln. Lt turtą, antrasis – SEB aktyviai valdomas fondų portfelis 60, turintis 151,71 mln. Lt turto, ir SEB aktyviai valdomas fondų portfelis 100, turintis 121,97 mln. Lt. Sąrašo apačioje – „Algorithmic Trading Portfolio“ ir „DNB likvidumo fondas“. Kitų dalyvių turtas apylygis.



6.9 pav. Daugiausia turto turintys KIS, 2014 m. birželio 30 d.
(Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

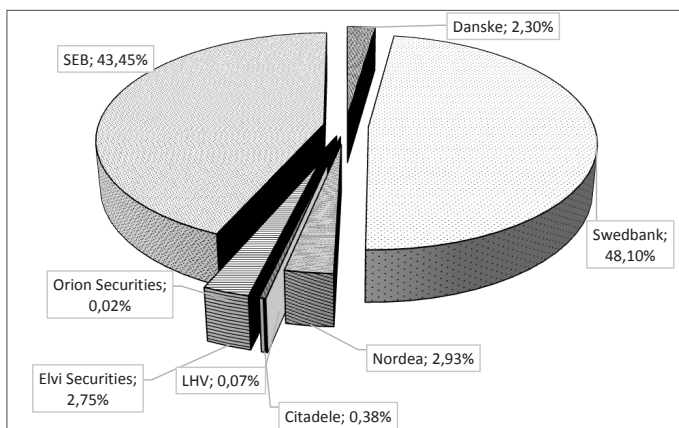
Analizuojant KIS investicijų pasiskirstymą pagal įvairius parametrus, pažymėtina, kad didžiausia investicijų dalis buvo į akcijas ir akcijų KIS (42,99 proc.), pagal valiutą – eurus (54,83 proc.), o pagal šalis – Lietuva (47,91 proc. viso turto, arba 440,05 mln. Lt) (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014).

Nuo 2005 m. Lietuvoje investuotojams siūlomi ir viešai platinami Lietuvoje užsienio KIS. Kaip matyti, daugiausia investuotojų dėmesio (6.10 pav.) užsienio KIS sulaukė 2010 m. pabaigoje (beveik 59 tūkst.), taip pat ir jų valdomas turtas tuo metu buvo didžiausias (1 269 mln. Lt). Per 2011 m. valdomas šių bendrovių turtas gerokai sumažėjo, o toliau iki pat 2014 m. vidurio tolygiai didėjo. Tačiau investuotojų skaičius nuo 2010 m. pabaigos tolygiai mažėjo ir 2014 m. viduryje nesiekė 45 tūkst., o tai byloja apie investicijų vienam dalyviui didėjimo tendencijas.



6.10 pav. Užsienio KIS dalyvių skaičiaus ir turto kaita (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Pagal užsienio KIS išplatintų vienetų vertę (6.11 pav.) rinkoje 2014 m. viduryje pirmavo „Swedbank“ (48,10 proc. rinkos arba 555,52 mln. Lt) ir SEB (43,45 proc. rinkos arba 501,85 mln. Lt).



6.11 pav. Užsienio KIS turto pasiskirstymas pagal platintoją (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Tačiau pagal dalyvių skaičių didžiausias buvo SEB bankas, kuris apėmė 18,9 tūkst., „Swedbank“ – 14 tūkst. investuotojų, o trečiasis – Nordea Bank Finland PLC – 8,9 tūkst. investuotojų (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014).

Pateikti duomenys apima visus investuotojus – tiek institucinius, tiek ir individualius, kadangi Lietuvos bankas, kaip priežiūros institucija, analizuoja pačių fondų veiklą. Lietuvos bankų asociacijos duomenimis, 2014 m. II ketvirčio pabaigoje į investicinius fondus investavo 56 911 asmenų, o investicinis portfelis sudarė 724 281 tūkst. Lt (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014).

6.4. Investicinių fondų vertinimas

Investicinio fondo veikla aktuali ne tik investuotojams; jo rezultatai parodo, kaip fondo valdytojai sugeba užtikrinti gerus veiklos rezultatus. Analizuojant fondų rezultatus, nagrinėjami įvairūs rodikliai – fondų dydis, amžius, išlaidos, valdytojo darbo patirtis, išsilavinimas, pelningumo ir rizikos rodikliai, portfelio formavimas, diversifikavimas (Barras, *et al.* 2010; Thaou 2008; Artikis 2003; Stankevičienė, Bernatavičienė 2012; Gavrilova 2012; Shawky, Smith 2005).

Pirmasis modelis, vertinantis riziką ir pelną, sudarant investicinį portfelį, atsirado 1952 m., kurį pateikė amerikiečių ekonomistas Harry M. Markowitzius. Jis pasiūlė sudarant portfelį naudoti tokius rodiklius, kaip duodamą vertybinių popierių vidutinį pelną, koreliaciją tarp fondų sudarančių vertybinių popierių ir standartinį nuokrypį. Ši teorija leido pasirinkti pačius svarbiausius rodiklius siekiant sudaryti optimalų portfelį (Sakalauskas 2003). Ypač svarbus H. M. Markowitziaus modelio rodiklis buvo standartinis nuokrypis, kuris parodo rizikos laipsnį – kuo didesnis standartinis nuokrypis, tuo didesnė rizika ir atvirkščiai. Investuotojui pasirinkti jam pačiam tinkamiausią variantą, sudarant investicinį portfelį, leidžia efektyvumo kreivė, kurią pirmasis sudarė taip pat H. M. Markowitzius. Šis modelis nenustato vieno optimalaus portfelio, jis tik apibrėžia ribą, kurioje visi variantai yra optimalūs. Efektyvumo linija apibrėžia portfelius, esant fiksuotai rizikai, maksimaliam pelnui, arba atvirkščiai – esant fiksuotam pelnui, mažiausiai rizikai (Markowitz 1999).

H. M. Markowitziaus teorija padėjo pagrindą tolesniam šios teorijos plėtojimui tokiems mokslininkams, kaip William F. Sharpe 1964 m., Jack L. Treynor 1965 m. ir Jan Mossino 1996 m. (Markowitz 1999). Vėliau šis modelis buvo išplėtotas kaip kapitalo aktyvų įkainojimo modelis (angl. *Capital Asset Pricing Model* – CAMP), kuris taikomas sisteminei rizikai išmatuoti. Sisteminės rizikos pasikeitimus lemia bendrojo vidaus produkto, infliacijos, palūkanų normos ir kt. makroekonominių rodiklių pasikeitimai. CAPM modelis teoriškai paaiškina numatomos grąžos ir turto kainos santykio prognozes (Valentinavičius 2010).

Kadangi CAPM modelio naudojimas portfelio sudarymui įvertinti nėra labai tikslus dėl pasirinktų indeksų, kaip alternatyva šiam modeliui buvo pradėtas analizuoti arbitražo įkainojimo modelis (angl. *Arbitrage Pricing Theory* – APT) (Basu, Chawla 2012). 1976 m. S. Rosso pasiūlė modelį, kuris teigia, kad kiekvienas fizinis ar juridinis asmuo nori padidinti savo portfelio grąžą, nedidindamas rizikos (Valentinavičius 2010). S. Rosso modelis, kaip ir CAPM, teigia, kad vertybinių popierių pelningumą lemia sisteminė rizika, tačiau šioje situacijoje, skaičiuojant portfelio pelningumą, nereikia vienodų nustatymų kaip CAPM modelyje (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014). Portfelio rizika priklauso nuo turimų akcijų dalies bei variacijos ir kovariacijos matricos tarp tų investicijų (Statman 1987).

Dar vienas investicinių fondų veiklos vertinimo metodų yra fondų valdytojų veiklos analizė. Vertinant šį aspektą yra išskiriamos kelios nuomonės, pavyzdžiui, anot vienu mokslininkų, fondų valdytojų veikla neturi įtakos investicinių fondų rinkai – tai savo tyrimais įrodė Elton, *et al.* (1993), Brown, Geotzmann (1995). Priešingą požiūrį pateikė mokslininkai Bello, Janjingas (1997). Kiti – Grinblatt, Titman (1994) – ištyrė ir pateikė tarpinį variantą, kad vis dėlto fondų valdytojai turi įtakos valdant fondų veiklą, bet rinkos nuspėti negali (Stankevičienė, Gavrilova 2012). Tačiau šie tyrimai yra preliminarūs, nes remiamasi skirtingais analizės metodais. Taigi, atsižvelgiant į minėtus tyrimus, tikėtina, kad fondų valdytojai turi didelę reikšmę fondo valdymui. Valdytojas formuoja fondo strategijas, struktūrą, sprendžia, kokios investicijų rūšys sudarys portfelį, taip pat remiasi patirtimi ir sėkme, nes ne visada įmanoma nuspėti politinius ir kitus veiksnius, lemiančius kainas rinkoje. Taip pat labai svarbus aspektas – portfelio diversifikavimas, siekiant tinkamai paskirstyti riziką ir gauti numatytąją grąžą. Šie veiksniai lemia investuotojų pasirinkimą,

todėl fondo valdytojas privalo turėti pakankamai kompetencijos, nes nuo valdymo priklauso fondo veikla ir tolesni rezultatai (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014).

Nors teoriniai modeliai leidžia suprasti, kad investicinis portfelis turi būti visiškai diversifikuotas, siekiant sumažinti riziką (nesisteminę riziką), tačiau išlieka klausimas, kaip gerai sukonstruoti diversifikuotą portfelį. Domian, *et al.* (2003, 2007), Statman (1987, 2004) savo tyrimuose nustatė, kad labai sumažinti riziką galima didinant akcijų skaičių portfelyje. Tačiau Kasperczyk, *et al.* (2005) parodė tiesioginį sąryšį tarp fondų veiklos ir portfelio koncentracijos šakos lygiu. Shawky, Smith (2005) teigė, kad yra suderinamumas tarp diversifikacijos naudos ir monitoringo sąnaudų. Taigi egzistuoja optimalus akcijų kiekis, tinkamas tarpusavio fondams, jei ribinis diversifikacijos pelnas lygus ribinėms monitoringo sąnaudoms. Shawky, Smith (2005), nagrinėdami kelių JAV šalies akcijų fondus, parodė kvadratinę priklausomybę tarp įvertintos pagal riziką grąžos ir turimų tų fondų akcijų skaičiaus. Savo tyrime jie nustatė, kad optimalus akcijų skaičius yra 480, o, esant 90 proc. patikimumui, intervalas svyruoja nuo 40 iki 4 000 akcijų. Visuose minėtuose tyrimuose rezultatai paremti ilgu stebėjimo laikotarpiu, t. y. diversifikacijos efektas fondų veiklai yra pastovus, nepriklausomai nuo rinkos sąlygų. Tačiau Hu, *et al.* (2014) įrodė, kad optimalus turimų akcijų kiekis yra 17, o tai reiškia, kad diversifikacijos nauda geresnėmis rinkos sąlygomis yra žemesnė nei blogesnėmis rinkos sąlygomis. T. y. diversifikacijos nauda didėja esant mažai rinkos grąžai, dideliems rinkos svyravimams ir finansinei krizei, todėl norint tokiomis rinkos sąlygomis suformuoti gerai diversifikuotą portfelį būtina turėti kuo daugiau akcijų.

Investicinių fondų strategijos yra skirtingos, todėl ir rezultatai gausiami nevienodi. Todėl, vertinant investicinių akcijų, obligacijų, mišrių, fondų fondų ir kt. fondų veiklą, pirmiausia reikėtų atsižvelgti į keletą pagrindinių rodiklių (6.4 lentelė), atspindinčių fondų finansinę būklę (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014).

6.4 lentelė. Investicinių fondų veiklos vertinimo rodiklių charakteristikos (Jurevičienė, Bakauskaitė 2014)

Rodiklis	Formulė	Privalumai	Trūkumai
Fondo grąža	$R = \frac{NAV_1 + D - G}{NAV_0} - 1$	Parodo fondo metinį pelningumą	Neįvertina rizikos
Koreliacijos koeficientas	Excel funkcija	Įvertina ryšį tarp veiksmių	Neįvertina rizikos
Alfa	$\alpha = R_i - [R_j + \beta_{iM} * (R_M - R_f)]$	Parodo fondo pelningumą ir leidžia jį palyginti	Orientuotas į grąžą, neįvertina rizikos
Beta	$\beta_i = \text{Var}_t(r_{p,t+1})^{-1} \text{Cov}_t(r_{p,t+1}, r_{t+1})$	Įvertina riziką	Įvertina tik sisteminę riziką
Standartinis nuokrypis	$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}}$	Parodo fondo svyravimus	Skaičiavimas orientuotas į vidurkį, dispersiją, neįvertina skirtingų strategijų fondų
Šarpo	$S_i = \frac{r_i - r_F}{\sigma_i}$	Leidžia palyginti skirtingų strategijų fondus	Skaičiavimas orientuotas į vidurkį, dispersiją
Treynoro ir Blacko	$TBR_i = \left(\frac{r_i - r_F}{\sigma_i} \right)^2$	Leidžia palyginti skirtingų strategijų fondus	Keliant kvadratu, gali būti iškraipomi rezultatai

Fondo grąžos rodiklis padeda investuotojui įvertinti pastarųjų metų fondo veiklos rezultatus. Fondų valdymo įmonės savo metinėse ataskaitose pateikia tris pagrindinius minėtus rodiklius, kurie susieti su lyginamaisiais indeksais, t. y. koreliacijos koeficientas, alfa ir beta rodikliai. *Koreliacijos koeficientas* parodo pasirinkto lyginamojo indekso ir fondo tarpusavio priklausomybę. Plačiau prasme koreliacijos koeficientas parodo tam tikrą ryšį tarp pasirinktų veiksmių. Kuo koeficiento reikšmė artimesnė vienetui, tuo ryšys stipresnis. Šiuo atveju fondo ir lyginamojo indekso rezultatai panašesni. Lietuvos fondų valdymo įmonės taiko reikalavimą, kuriame nurodoma, kad fondo koreliacijos koeficiento reikš-

mė neturėtų būti mažesnė nei 0,7 (Stankevičienė, Gavrilova 2012). *Alfa rodiklis* nusako vertybinių popierių pelningumą (numatomą), kai rinkos pelningumas lygus 0. Jei alfa rodiklis lygus 0, papildoma grąža gaunama tik iš papildomai prisiimtą rizikos. Šis koeficientas parodo skirtumą tarp investicinio vieneto vertės pasikeitimo ir lyginamojo indekso reikšmės pasikeitimo (Thaou 2008; Žvirblis, Rinkevičiūtė 2012). Paprasčiau tariant, teigiamas alfa rodiklis parodo, kad investicinis fondas pasiekė didesnę pelningumą, lyginant su rinkos pelningumo lygiu (Plakys 2011). Teigiamas alfa rodiklis parodo gerus fondo valdytojo valdymo rezultatus, o neigiamas alfa rodiklis reiškia, kad fondų valdytojas nesugebėjo uždirbti tiek pat, kiek tokios pačios rizikos indeksas. Reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad moksliniuose šaltiniuose abejojama dėl alfa rodiklio tikslingumo, nes dėl statistinių paklaidų rodiklio gaunama reikšmė yra mažesnė, nei turėtų būti (Grinblatt, Titman 1994; Nielsen, Vassalou 2004; Thanou 2008).

Trečiasis rodiklis, susietas su lyginamuoju indeksu, yra beta. *Beta rodiklis* naudojamas sisteminei rizikai apskaičiuoti, o gautas koeficientas parodo fondo vertės vieneto pokytį, pasikeitus lyginamojo indekso reikšmei. Jei beta rodiklis yra lygus 1, tai reiškia, kad fondo kintamumas (rizika) yra toks pat, kaip ir lyginamojo indekso. Tai reiškia, kad fondo vertės pokytis turi būti toks, kaip ir indekso. Kai beta daugiau už 1, fondas priiima didesnę riziką, todėl ilguoju laikotarpiu jis turėtų uždirbti daugiau. Pavyzdžiui, jei fondo beta rodiklis yra 1,05, tai, indeksui kylant, fondo grąža bus 5 proc. didesnė, o, rinkoms krentant, atvirkščiai – 5 proc. mažesnė. Kitaip sakant, beta rodiklis parodo fondo priklausomybę nuo rinkos svyravimų (Stankevičienė, Bernatavičienė 2012). Remiantis užsienio mokslininkų teigimu, beta rodiklis atskirai neanalizuojamas, o tiesiog naudojamas kaip vienas iš regresinės analizės modelio veiksnių (Conover, Friday 2000; Cuthberston, *et al.* 2006). Kitas rodiklis, padedantis apskaičiuoti riziką, yra vidutinis *standartinis nuokrypis*, kuris parodo, kiek faktinis investicijų pelnas gali skirtis nuo numatomos vidutinės fondo grąžos, bet egzistuoja tam tikra paklaida. Standartinio nuokrypio rodiklis padeda įvertinti fondo pelningumo nuokrypį nuo vidutinio, t. y. kiek procentų – atitinkamai daugiau ar mažiau – už vidutinį pelningumą fondo vertė svyravo per tam tikrą laikotarpį (Stankevičienė, Gavrilova 2012). Standartinis nuokrypis yra tinkamas pelningumo rizikos matas tik tuo atveju, jei tarpusavyje lyginamos investicijos, kurių numatomas pelnin-

gumas yra vienodo dydžio, nes tuomet pelningumo tikimybė pasiskirsto simetriškai (Lileikienė, Daugintytė 2009).

Iki šiol nagrinėti rizikos ir pelningumo rodikliai neparodo tikslų fondo veiklos rezultatų, jei investicinių fondų strategijos yra skirtingos (skiriasi fondų rūšys, grąžos ir pelningumo lygis), todėl, norint įvertinti skirtingos strategijos portfelį, apskaičiuojamas *Šarpo rodiklis* (angl. *Sharpe*). Tai vienas iš riziką ir grąžą susiejančių rodiklių, naudojamas įvertinti, kaip efektyviai turto grąža kompensuoja investuotojo prisiimtą riziką (Žvirblis, Rinkevičiūtė 2012; Stankevičienė, Gavrilova 2012).

Šarpo rodiklis padeda nuspręsti, kas lemia investicinių fondų grąžą, t. y. ar profesionalūs fondo valdytojų sprendimai ir strategija, ar prisiimta papildoma rizika. Svarbus aspektas, kuris pažymi rodiklio išskirtinumą, yra tai, kad portfelio grąža bus efektyvi tik tuo atveju, jei Šarpo rodiklis bus didesnis nei kitų fondų, nepaisant to, kad fondo grąža bus didesnė už kitų fondų. Taigi Šarpo koeficientas leidžia palyginti skirtingų strategijų fondus (Dzikevičius 2004; Gavrilova 2011). Norint apskaičiuoti Šarpo rodiklį, rekomenduojama, kad fondo investavimo laikotarpis būtų ne mažesnis nei treji metai, tada ilguoju laikotarpiu nagrinėjamas fondo veiklos efektyvumas yra tikslesnis. Dar vienas metodas, taikomas vertinant investicinių fondų veiklą, koreguotą atsižvelgiant į riziką, yra Treynoro ir Blacko koeficientas, kuris apskaičiuojamas kaip Šarpo rodiklis, tiesiog pakeliant kvadratu (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014).

Apibendrinant mokslinėje literatūroje analizuojamus metodus, galima daryti išvadas, kad, taikant kiekvieną iš minėtų metodų, galima apskaičiuoti fondo pelningumą esant tam tikram rizikos laipsniui. Tačiau išnagrinėti rodikliai tik iš dalies leidžia susidaryti bendrą nuomonę apie investicinio fondo veiklą. Kiekvienas analizuotas rodiklis ir metodas turi tam tikrų trūkumų. Jau buvo minėta, kad tokie rodikliai, kaip alfa, beta, variacijos koeficientas, labiau orientuoti į fondo grąžą, todėl įvertinti portfelio rizikos laipsnio nepadeda, juo labiau palyginti skirtingų strategijų fondus. Anot Stankevičienės, Bernatavičienės (2012), daugumos rodiklių skaičiavimas orientuotas į vidurkį ir dispersiją (variacijos koeficientas, standartinis nuokrypis, Šarpo, alfa ir beta rodikliai, Treynoro ir Blacko koeficientas, taip pat Treynoro, Mazuy modelis). Beta rodiklis remiasi prielaida, kad portfelis yra visiškai diversifikuotas, todėl atsižvelgiama tik į sisteminę riziką, pamirštant, kad egzistuoja ir nesisteminė. Šarpo rodiklis yra daug tikslesnis nei Treynoro ir Blacko koeficientas, nes

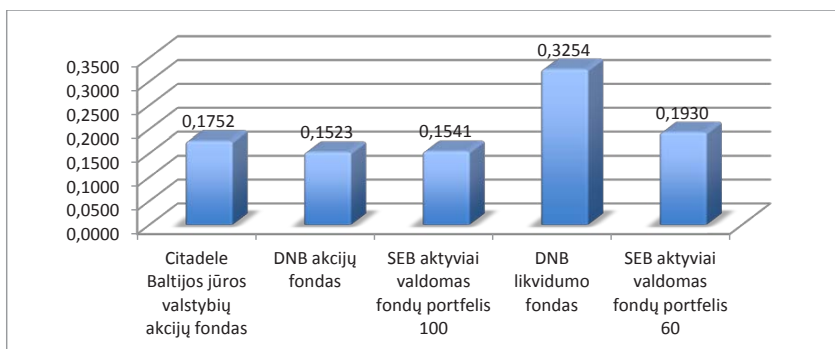
pastarasis keliamas kvadratu ir rezultatas gali būti iškraipomas, todėl gauti duomenys nebus tokie tikslūs. Kadangi atskirai analizuojami metodai ir rodikliai neatspindi investicinių fondų veiklos, autorės (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014) analizavo pagrindinius grąžos, rizikos rodiklius ir, remdamosi metinėmis ataskaitomis, taikė daugiakriterį investicinių fondų vertinimą, naudodant kriterijų reikšmių ir jų reikšmingumų sandaugų sumavimo (angl. *Simple Additive Weighting* – SAW) metodą. Buvo analizuoti didžiausi Lietuvos investiciniai fondai pagal valdomą turtą ir dalyvių skaičių 2008–2012 m., išskyrus UAB „Finasta Asset Management“ bendrovę, dėl per mažo istorinio laikotarpio. Naudotas daugiakriterio vertinimo metodas, išsiskiriantis tuo, kad, atliekant tyrimą, remiamasi kvalifikuotų specialistų nuomone, kurie padeda ne tik pasirinkti tyrimo objektą labiausiai lemiančius veiksnius, bet ir įvertinti jų reikšmingumą.

Ekspertų tyrime buvo panaudota anoniminė apklausos anketa. Į jos klausimus atsakė šeši kvalifikuoti investicinių bendrovių specialistai. Klausimynas buvo sudarytas pagal Likerto skalę. Likerto skalė – tai vienas iš anketos sudarymo segmentų, naudojamų moksliniuose tyrimuose, norint nustatyti pasirinktų (rodiklių, teiginių, veiksnių) svarbumą nuo reikšmingiausio iki nereikšmingiausio. Ekspertai kiekvieną rodiklį įvertino pagal svarbą intervale nuo 0 iki 1. Be to, visų pasirinktų rodiklių reikšmingumo koeficientų bendra suma turi būti lygi vienetui (Pranulis, Dikčius 2012). Klausimyną sudarė pagrindiniai rodikliai, kurie padėjo įvertinti fondų veiklą, jų rezultatus ir ateities perspektyvas. Standartinis nuokrypis, beta, Šarpo rodikliai padeda įvertinti riziką, koreliacijos koeficientas leidžia nustatyti ryšį tarp analizuojamųjų veiksnių, alfa rodiklis parodo fondo pelningumą, lyginant su rinkos pelningumu. Iš esmės visi rodikliai yra susiję, nes parodo fondo pelningumą esant tam tikrai rizikai.

Buvo apskaičiuotas nuomonių suderinamumas. Rodikliai buvo ranguojami kiekvieno eksperto atžvilgiu, kadangi buvo apklausti šeši ekspertai ($n > 2$), apskaičiuotas konkordancijos koeficientas (Ginevičius, Podvezko 2008), kurio gautas rezultatas ($W = 0,865$) parodo, kad analizė yra tikslinga ir galima toliau tęsti tyrimą.

Taigi, ekspertų nuomone, svarbiausi rodikliai, taikomi investicinių fondų veiklos efektyvumui vertinti, yra Šarpo rodiklis, vidutinis investicinio vieneto vertės pokyčio standartinis nuokrypis, valdymo mokesčiai, investicijų grąža, investicinio vieneto vertės pokytis ir alfa rodiklis. Mažiausiai reikšmingas yra Treynoro ir Blacko metodas, kuriam ekspertai

priskyrė nulinį reikšmingumo laipsnį, taip pat fondo investicinių vienetų skaičius ir koreliacijos koeficientas. Įvertinus pateiktas apklaustų ekspertų nuomones, toliau taikytas pagrindinis analizės metodas – kriterijų reikšmių ir jų reikšmingumų sandaugų sumavimo – SAW metodas. Apskaičiuotos kriterijų sumos parodė, kad didžiausias pasiskirstymas yra tarp standartinio nuokrypio, Šarpo rodiklio, valdymo mokesčių, grąžos ir investicinio vieneto vertės pokyčio. Mažiausi svoriai yra tarp fondo investicinių vienetų skaičiaus, koreliacijos koeficiento, beta rodiklio bei Treynoro ir Blacko metodo, kuris fondų valdymui nedaro jokios įtakos. Atsižvelgiant į tai, kad, ekspertų nuomone, sudaryti rodiklių reikšmingumo koeficientai sutapo su bendrais rodiklių svorių rezultatais, nustatyta, kad analizė yra tikslinga ir suderinta. Atlikus gautų S_j rezultatų analizę įvertinti investiciniai fondai 2008–2012 m. (6.12 pav.).



6.12 pav. Investicinių fondų veiklos rezultatai 2008–2012 m. laikotarpiu (kompleksinis įvertis) (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014)

Gauti duomenys (6.12 pav.) parodė, kad analizuojamuoju laikotarpiu (2008–2012 m.) geriausiai veiklą vykdė „DNB likvidumo fondas“, kurio galutinei S_j rodiklio reikšmei (0,3254) didžiausią įtaką darė maži valdymo mokesčiai ir mažiausias standartinis nuokrypis (rizika) lyginant su kitais fondais. Antrąją vietą užėmė SEB aktyviai valdomas fondų portfelis 60 (0,1930), labiausiai šio fondo veiklą veikė Šarpo rodiklis, fondo turtas ir valdymo mokesčiai. Reiktų paminėti, kad šio fondo valdymo mokesčiai yra dvigubai didesni nei DNB likvidumo fondo, tačiau fondo turtas yra

gerokai didesnis ir turėjo įtakos dėl ganėtinai gerų veiklos rezultatų. Pasukinėse vietose liko akcijų fondai (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014).

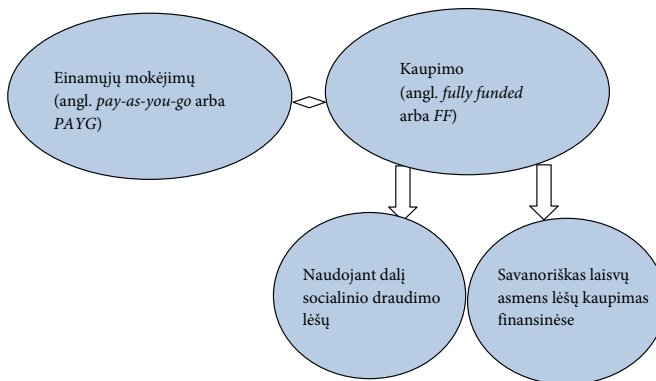
Teisingas investicinio fondo pasirinkimas lemia investicinę grąžą. Nors akivaizdu, kad praeities rezultatai negarantuoja tokių pačių rezultatų ateityje, finansų rinkose įprasta savo sprendimus grįsti atitinkamais skaičiavimais ir prognozėmis. Renkantis tinkamą investavimo kryptį būtina atsižvelgti ne tik į minėtus fondų rodiklius ir investavimo strategiją, bet ir susieti tokį sprendimą su individualia rizikos tolerancija bei investicine aplinka.

7. Investavimo į pensijų fondus galimybės

Lėšų kaupimas pensiniam gyvenimo periodui – viena iš svarbiausių gyventojų investavimo priežasčių ir pagrindinis asmeninių finansų valdymo tikslas. Tačiau žmonės vis dar nedaug laiko skiria išėjimo į pensiją planavimui, nes vis dar linkę priklausyti nuo socialinio aprūpinimo pensijų. Asmeninio turto valdymas yra labai svarbus siekiant su pajamomis pensiniam amžiui susijusių tikslų. Labai svarbu nustatyti, kokias realias pajamas galima gauti iš šių šaltinių ir, priklausomai nuo asmeninių poreikių, nuspręsti, ar užteks šių lėšų savo poreikiams patenkinti ateityje. Jeigu jų neužtenka, tuomet šiuos šaltinius reikia papildyti individualiomis investicijomis. Kuo anksčiau gyventojai įvertina savo poreikius pensiniame amžiuje ir kuo anksčiau pradeda planuoti būsimas pajamas, tuo didesnė yra galimybė sukaupti norimą sumą. Kadangi investavimas siejamas su ilguoju laikotarpiu, pensinius tikslus ir planus būtina numatyti dar jaunystėje ir nuosekliai jų siekti.

Pensija (lot. *pensio*) apibūdinama kaip apmokėjimas, išmoka, reguliariai mokamos lėšos pragyvenimui senyvo amžiaus arba atidirusiems įstatymo nustatytą laiką žmonėms, invalidams, šeimos nariams, netekusiems maitintojo (Social Insurance 2005). Pensijos gali būti mokamos iš socialinio draudimo lėšų arba iš privačių fondų.

Lietuvoje naudojami pagrindiniai pensijų finansavimo ir lėšų kaupimo metodai apibūdinami taip (7.1 pav.).



7.1 pav. Pagrindiniai pensijų finansavimo ir lėšų kaupimo metodai (parengta autorės)

Einamųjų mokėjimų pensijų finansavimas siejamas su socialiniu draudimu. Socialinio draudimo programos skiriasi nuo privataus draudimo visų pirma tuo, kad socialinio draudimo įmokos dažniausiai yra privalomos ir jas moka apdraustojo darbdavys ir pats apdraustasis. Be to, išmokos nėra taip stipriai susietos su įmokomis kaip privataus draudimo. Siekiant įgyvendinti socialinius tikslus, įtraukiamos kai kurios socialinės grupės, net jei jos ir nemoka įmokų reikalaujamą periodą. Išmokos gali didėti dėl pakilusio pragyvenimo lygio, jos tada susilpnina ryšį tarp įmokų ir išmokų. Socialinio draudimo pensijos, kaip ir pats socialinis draudimas, siekia būti save finansuojančios, tam tikslui atidedant įmokas į atitinkamą fondą. Kadangi išmokos remiasi iš esmės įmokomis, o ne būtinumu, yra panaikinamas būtinumo nustatymas ir išmokos tampa teise.

7.1. Socialinis draudimas ir pensijų reforma

Pirmosios socialinio draudimo programos nacionaliniu lygiu buvo sukurtos Vokietijoje kanclerio Otto von Bismarcko iniciatyva: sveikatos draudimas 1883 m., darbuotojų nedarbo išmokos 1884 m. ir senatvės ar invalidumo pensijos 1889 m. Pensijos galiojo visiems prekybos, pramonės ir žemės ūkio darbuotojams nuo 70 metų amžiaus. Jas tiesiogiai administravo Imperinė draudimo kompanija. Vokietijos pavyzdžiu netrukus 1888 m. pasekė Austrija ir Vengrija, 1893 m. Italija ir Švedija bei 1901 m. Olandija. Socialinio draudimo problema Europoje diskutavo dvi stovyklos – tos, kurios pirmenybę teikė savanoriškam, subsidijuojamam draudimui, ir tos, kurios rėmė privalomąją sistemą. Nuo 1935 m. JAV sukūrė federalinę pensijų ir gyvybės draudimo programą, sveikatos apsaugą asmenims po 65 m. ir negalios draudimą (Social Insurance 2005).

Socialinės apsaugos išlaidos stipriai pakilo po II pasaulinio karo tiek absoliučiais skaičiais, tiek ir procentine išraiška, augant bendrajam vidaus produktui. Beveik visose šalyse 1950 m. išlaidos socialinei apsaugai siekė mažiau nei 10 procentų bendrojo vidaus produkto, o iki 1980 m. daugumoje Europos šalių jos išaugo iki 20–30 procentų. Tą lėmė didėjančios socialinės apsaugos draudimo sumos, draudžiamų rizikų plėtra, išmokų indeksavimas ir didesnis išmokų dosnumas, kuris kai kuriose šalyse pakilo iki ar siekė apie 100 procentų pajamų tam tikrais atvejais. Bet, žinoma, viena didžiausių priežasčių buvo pensinių programų didinimas. Dauguma sutarčių buvo sudarytos 1940–1950 m. ir todėl neati-

tiko 1980 m. reikalavimų, nes žmonės turėjo galimybę mokėti visą arba didelę dalį darbingo amžiaus ir todėl galėjo gauti maksimalias pensijas pagal programas (Pension schemes 2005). Kiti trys veiksniai yra didėjanti tarp gyventojų senyvų žmonių dalis, pensinio amžiaus žemėjimas ir mažesnė dirbančiųjų proporcija. Paskutinis ir lemiamas veiksnys, kuris destabilizavo socialinio draudimo programas, buvo staigus nedarbo didėjimas septintojo dešimtmečio pradžioje. Tose šalyse, kuriose socialinis draudimas dengė ir nedarbo išmokas, šis fenomenas lėmė ir nenumatytai aukštesnes išmokų išlaidas, ir negautas pajamas dėl bedarbiais tapusių asmenų skaičių.

Daugumoje šalių socialinės apsaugos išlaidos apmokamos iš proporcingai mokamų darbuotojų ir darbdavių įnašų. Darbuotojų ir darbdavių įnašai gali būti lygūs, išskyrus nelaimingų atsitikimų darbe apmokamas išlaidas, kurias visiškai dengia darbdaviai. Darbdavys gali mokėti maždaug du kartus daugiau, nei darbuotojo mokama dalis. Dažniausiai nustatomos „lubos“ ar pajamų dydis, kurias viršijus įmokos tampa vienodos nuo maksimalių pajamų, tačiau tai negalioja nei Švedijoje, nei Šveicarijoje (nei Lietuvoje). Maksimali suma svyruoja apie 50 procentų daugiau negu vidutinės pajamos (pavyzdžiui, Prancūzijoje, Airijoje ir Italijoje) ar du kartus daugiau nei vidutinės pajamos (pavyzdžiui, Vokietijoje, Jungtinėje Karalystėje ir Jungtinėse Valstijose) arba dar daugiau (Norvegijoje). Tokie apribojimai gali būti siejami su noru apriboti draudimo įmokas nuo dalinio sutapimo su dideliais mokamais pajamų mokesčiais arba siekiu palikti didelių pajamų gavėjų įnašus privačiam sektoriui. Kai kurios valstybės mažai uždirbančius asmenis atleidžia nuo įmokų arba jas perkelia darbdaviui. Dažnai socialiniam draudimui skirta išlaidų dalis yra neapmokestinama, o vyriausybės prisiima atsakomybę padengti deficitą tarp išmokų ir įmokų. Aštuntajame dešimtmetyje daugumoje Vakarų Europos šalių buvo tendencija išlaidas nuo darbuotojų mokamų įmokų socialiniam draudimui perkelti į mokamus pajamų mokesčius (pvz., Danijoje, Airijoje, Italijoje, Nyderlanduose, Portugalijoje ir Jungtinėje Karalystėje) arba darbdaviams (Austrijoje, Prancūzijoje ir Vokietijoje). Viena tokios tendencijos priežastis finansuoti pajamų mokesčių sąskaita buvo augantis nedarbas, kurį finansavo socialinės išmokos. Valstybės, kuriose jokios išlaidos nebuvo padengiamos mokesčiais, tai mažos programos Burgundijoje ir Etiopijoje ir didesnės programos Malaizijoje, Filipinuose ir Singapūre. Kitas kraštutinumas – šalys, kuriose įnašai atlieka labai mažą

vaidmenį ir diduma išlaidų padengiamos mokesčių sąskaita (Australija, Danija, Naujoji Zelandija). Jungtinėje Karalystėje, kur nacionalinės sveikatos paslaugos visų pirma finansuojamos mokesčiais ir socialinė apsauga atlieka svarbesnį vaidmenį, apytikriai pusė išlaidų apmokama mokesčiais (pajamų), pusė (socialinio draudimo) įnašais. Kai kuriose Rytų Europos šalyse nėra darbuotojų įmokų, o šias programas finansuoja darbdaviai (Financing of Social Security 2005).

Viena žinomiausių yra Singapūro taupomojo fondo praktika, priskiriama socialinio draudimo tipui, tačiau tvarkoma kaupiamuoju principu. Jame visi šalies gyventojai turi sąskaitas pensijai, sveikatai ar pinigams, skirtiems mokslui kaupti. Draudimasis šiame fonde yra privalomas, nuo kiekvieno dirbančio asmens atskaitoma 40 proc. darbo užmokesčio. Taupomąjį fondą valdo valstybinė agentūra. 1981 m. šalyje buvo įvykdyta pensijos reforma, kuri turėjo didžiulį poveikį visam pasauliui. Visa pensijos sistema buvo privatizuota, perskirstoma tik dalis lėšų (tik invalidumo ir našlių pensijos). Pensijų kaupimas valdomas visiškai privačiai vykdam valstybinės agentūros priežiūrą (Morkūnienė 1997; Jurevičienė, Samoškaitė 2012).

Nepaisant to, kad daugumoje aukštai išsivysčiusių šalių pagyvenusių žmonių skaičius beveik stabilizavosi, paskutiniaisiais XX amžiaus ir pirmaisiais XXI amžiaus metais gyventojų dalis, viršijanti 75 metų amžių, ir toliau gerokai spartėja. Anksčiau nustatytos pensinės programos vis dar išmokamos ir išlieka spaudimas toliau didinti išmokas, ypač mažinant pensinį amžių, geriau remti moteris ir kt. Prognozuojama, kad dalis senyvo amžiaus žmonių gerokai padidės antrajame ir trečiajame XXI amžiaus dešimtmetyje, o tai siejama su gimstamumo proveržiu po II pasaulinio karo. Dėl to Jungtinės Amerikos Valstijos ilgina pensinį amžių, o Jungtinė Karalystė mažina su antrosiomis pajamomis susijusias pensijų programas. Taigi įrodinėjama, kad „pay-as-you-go“ pensijų finansavimo sistemą reikia pakeisti kapitalizavimo metodais, naudotais ankstesnėse pensijų programose ir privačiame sektoriuje. Iš kitos pusės, įrodinėjama, kad socialinio draudimo pensijų privatizavimas skatins didesnę taupymą ir investavimą, iš kurio bus mokamos būsimos pensijos. Šių abiejų pozicijų trūkumas – tikėtinas staigus įmokų padidėjimas, norint užtikrinti planuotą pensijų lygį. Tai gali lemti spaudimą didesnėms piniginiams pajamoms. Negana to, pensijų dydis toliau nebus indeksuojamas, bet priklausys nuo investicijų pelningumo.

Išskiriamos trys senatvės apsaugos sistemų pakopos (Lazutka 2002):

- Pirmoji pakopa – pagrindinė, apimanti visus piliečius arba bent samdomąjį darbą dirbančius gyventojus. Tai valstybinės arba socialinio draudimo pensijų sistemos, kurias apibrėžia įstatymai ir kurių sklandų veikimą garantuoja valstybė.
- Antroji pakopa – profesinių pensijų sistemos. Šias pensijas kuria individualūs darbdaviai, jų asociacijos, profesinės sąjungos. Dalyvavimas profesinėse pensijų sistemose dažniausiai yra kolektyvinis pagal socialinių partnerių sutartį.
- Trečioji pakopa – savanoriškas individualus draudimas, kuriuo asmenys rūpinasi patys.

Kiekviena pakopa apima skirtingą gyventojų skaičių. Pirmoji pakopa apima visus arba bent pagrindinę dalį darbuotojų, antroji – tam tikras darbuotojų grupes, o trečioji – tik tuos individus, kurie draudžiasi savo noru. Socialinės apsaugos požiūriu senatvėje skurdą labiausiai mažina pirmosios pakopos pensijos, garantuojančios visiems vienodą arba pagal buvusį darbo užmokestį ir darbo stažą diferencijuotą išmoką. Skaičiuojama, kad socialinis draudimas dabartinėmis sąlygomis galės garantuoti 25 proc. darbinių pajamų, nuo kurių sumokėti mokesčiai. Šios pakopos pensijos yra santykinai mažos. Didesnį pajamų, prarastų dėl senatvės, kompensavimą garantuoja antrosios ir trečiosios pakopos pensijos, sudarančios žmogui galimybę taupyti pačiam, priklausomai nuo taupymo galimybių. Ten, kur istoriškai yra susiklosčiusios didesnės pirmosios pakopos pensijos, dauguma gyventojų mažesnę reikšmę teikia antrosios ir trečiosios pakopų pensijoms ir atvirkščiai. Atitinkamos pensijų pakopos pasirinkimui daro įtaką ir asmens socialinis statusas. Mažesnes pajamas gaunančio socialinio sluoksnio gyventojai tenkinasi pirmąja pakopa, o didesnes pajamas gaunantieji prie pirmosios ir antrosios pakopų prideda dar ir nemažą trečiosios pakopos pensiją. Paprasčiausias pensijos poreikio aiškinimas pagrįstas tuo, kad žmogaus vartojimo laikotarpis pagal trukmę yra ilgesnis už jo gebėjimo dirbti laikotarpį. Pensijos ekonomine prasme – tai asmens dalies sukauptųjų gėrybių atidėjimas tam vartojimo laikui, kai jis nedirbs dėl senatvės.

Europos šalyse – labiausiai senstanti visuomenė, todėl socialinio draudimo pensijos prarado savo patrauklumą ir atsirado poreikis reformuoti esamas sistemas bei daugiau dėmesio skirti antrajai pensijų pakopai tobulinti, nes būtent ji gali padidinti palyginti mažas bazines gyventojų

pajamas. Oficialiuose Europos Sąjungos dokumentuose nustatyti konkretūs tokios reformos tikslai, kurių įgyvendinimo laikotarpis turėtų tęstis nuo 1998 iki 2020 metų. Prognozuojama, kad per tą laiką pirmosios pakopos pensijų išmokos sumažės nuo 84 proc. iki 64 proc., sustiprės antrosios pakopos vaidmuo – nuo 12 proc. iki 29 proc., o nereikšminga šiandien trečiosios pakopos dalis patrigubės – nuo 1,5 proc. iki 4,5 proc. Taip pat privačių pensijų fondų turto suma 2020 metais padidės nuo 2 iki 11,8 mlrd. eurų (Lazarevskij, Suškevič 2005). Taigi pagrindinis reformų tikslas yra pereiti nuo šiandien dominuojančios pirmosios pensijų pakopos prie antrosios ir aktyviai plėtoti trečiąją pakopą.

Kaip teigė Kucharczyk (2012), dauguma žmonių savo galimybes pensiniame amžiuje pervertina. Pavyzdžiui, Vokietijoje 2011 m. atlikus tyrimą (*Fidelity International*), nustatyta, kad 81 proc. vokiečių tikisi, jog jų pensijos sudarys 60 proc. grynojo darbo užmokesčio, o daugiau kaip 40 proc. mano, kad pensijos sieks 80 proc. ar net 100 proc. grynojo darbo užmokesčio dydžio. Tačiau išėjusių į pensiją vokiečių gaunamos pensijos sudaro apie 56 proc. darbo užmokesčio. Vokietijoje dirbantieji taip pat pervertina pensinių pajamų vertę, susijusią su dalimi, gaunama iš profesinių pensijų. Daugiau nei pusė asmenų (60 proc.) nėra niekada girdėję apie trijų pakopų modelį, o 70 proc. iš jų patvirtino, kad apie tai žino, bet negalėjo tiksliai nurodyti jų skirtumo. Nors jaunimas lyg ir realiau vertina savo pensijų lygį, tačiau nesupranta ir nėra informuotas, kaip kaupti pensiją, siekiant padidinti jos lygį.

Žmonėms sunku suprasti galiojančią pensijų sistemą, nes ji gana dažnai keičiama (Lietuvoje II pakopos įmokų dydžiai į privačius fondus per ne visą dešimtmetį keitėsi kelis kartus). Be to, žmonės linkę nepasitikėti gaunama informacija ir mano, kad ji yra per daug sudėtinga, kad būtų galima suprasti, ir jaučia, kad nieko negali pakeisti.

Pasak Van (2000), Europoje 88 proc. visų senatvės pensinių išmokų yra bazinės (valstybinės) pensijos, papildomos pensijos sudaro tik 8 proc., o likusi dalis tenka trečiai rūšiai. Taigi galima daryti išvadą, kad pensijų fondų praktika, kaip papildomos pensijos šaltinis, Europoje dar nėra labai populiarus, o didžiausia dirbančio žmogaus atskaitymų pensijai dalis paskirstoma solidarumo principu. Svarbu įvertinti, kokį vaidmenį šiuo metu Europos šalių pensijų sistemose atlieka papildomos pensijų pakopos. Pavyzdžiui, palyginus antrosios pakopos pensijų fondų turto santykį su bendruoju vidaus produktu Olandijoje, bendras papildomų pensi-

jų turtas beveik lygus BVP, o Vokietijoje jis nesudaro 20 proc. šalies BVP. Prancūzijoje papildomoms pensijoms skiriama labai nedaug lėšų, nes ten vis dar laikomasi solidarumo principo, todėl reikia dar daug metų, kad būtų sukaupta pakankamai lėšų papildomų pensijų išmokoms (Van 2000). Be to, kai kuriose šalyse iki šiol veikia tradicinė PAYG sistema (solidarumo) ir nėra taikomas pensijų turto investavimas (Prancūzija, Graikija). 2002 m. duomenimis, aktyviai pensijų fondai veikė tik Jungtinėje Karalystėje, Airijoje, Olandijoje ir Danijoje, o bendras jų pensijų fondų turtas siekė 2 326 mlrd. JAV dolerių. Tose šalyse, kur aktyviai plėtojama antroji pensijų pakopa ir dalyvių įmokos nuolat investuojamos finansų rinkose, pensijų fondų turtas nuolat auga (Van 2000). Turto augimo tendencija užtikrina sistemos dalyviams galimybę ateityje tikėtis didesnio priedo prie bazinės pensijos, nei būtų priskaičiuota remiantis solidarumo principu. Tačiau tose šalyse, kur socialinės politikos prioritetas yra pirmoji pakopa, pensijų fondų veikla nepasižymi gerais rezultatais, o atskirais laikotarpiais fondų valdytojai ne tik nesugebėjo gauti pelno, bet ir neišlaikė to paties lygio fondų turto.

Laukiant atsipirkimo iš pensijų fondų, nepakanka sudaryti formalių sąlygų jų veiklai, bet būtina aktyviai ją plėtoti ne tik pačių fondų pastangomis, bet ir padedant valdžios institucijoms, taip pat reikia tinkamai informuoti visuomenę ir nuolat palaikyti su ja ryšius. Tokią reformą Latvija pradėjo 2001 m., Estija – 2002 m., o Lietuva – 2003 m. Anksčiausiai iš kaimynių reformos kelią pradėjo Lenkija, kuri jau 1999 m. žengė pirmuosius žingsnius dėl antrosios pensijų sistemos sukūrimo. Visose Baltijos šalyse buvo pasirinkta panaši trijų pakopų pensijų sistema (Pensijų kaupimo reforma 2005):

I pakopa – valstybinė pensija;

II pakopa – kaupiamoji pensija pensijų fonduose (Latvijoje ir Lenkijoje ši pakopa privaloma asmenims iki 30 metų amžiaus, Estijoje – gimusiems nuo 1983 metų, Lietuvoje ji yra savanoriška);

III pakopa – papildoma kaupiamoji pensija (savanoriškas draudimas pensijų fonduose arba draudimo kompanijose).

Tačiau iš esmės jos nelabai skiriasi viena nuo kitos.

7.2. Privatūs pensijų fondai

Taigi išsivysčiusiose šalyse privatūs pensijų fondai formavosi kaip darbdavių užtikrinamos profesinės pensijos. Pirmiausia jos buvo teikiamos valstybės tarnautojams. Privatūs darbdaviai steigė kaupiamąsias pensijas siekdami įvykdyti pažadus darbuotojams. Šios programos buvo labai nevienodos – taikytos ne visiems tos pačios įmonės darbuotojams, nustatytos skirtingos sąlygos gauti pensiją ir pensijos dydis. Darbdaviai jas naudojo kaip kvalifikuotos darbo jėgos išlaikymo, lojalumo ugdymo instrumentą. Pensijos buvo traktuojamos kaip atsitiktinės išmokos, o ne darbuotojų teisės. Po II pasaulinio karo daugelyje šalių įmokos ir investicijų pajamos iš pensijų fondų tapo neapmokestinamos. Jos pradėtos laikyti atidėta darbo užmokesčio dalimi, geru pakaitalu atlyginimams (nes kitos santaupos tokių privilegijų neturėjo ir neturi). Todėl profesiniai pensijų fondai labai paplito. Taip pat imta labiau juos reguliuoti. Viena iš priežasčių – darbdaviai turėjo daug daugiau informacijos nei apdraustieji, todėl galėjo manipuliuoti – atleisti prieš pat įgyjant teisę į pensiją, rizikingai investuoti. Atsirado dviguba rizika – prarasti darbą ir pensiją. Tai ypač svarbu, jeigu ir valstybinės pensijos yra susietos su papildomomis pensijomis. Galėjo kilti socialinių pasekmių, su kuriomis valdžiai tektų susidoroti (Pasaulinė pensijų fondų... 2006).

Daugėjant apribojimui ir stiprėjant darbo jėgos mobilumui, darbdavių nustatyti išmokų planai darėsi vis mažiau patrauklūs ir sunkiau administruojami. Dėl didelio reguliavimo masto pensijų planai įmonėse beveik suvienodėjo ir tapo sunkiau pritaikomi individualiems įmonės poreikiams. Todėl vis daugiau darbdavių perėjo prie apibrėžtų įmokų schemų, kur investicijų riziką prisiėmė dirbantieji, arba pensijų administravimas perduotas išoriniams valdytojams (NPI... 2006).

Privatūs pensijų fondai apibūdinami įvairiai. Daunienė, Savickienė (2000) apibrėžia, kaip teisiškai įregistruotą pensijų sistemą, kuri pasitelkiant dirbančių asmenų nuolatines įmokas suformuoja kapitalą, jį investuoja ir, uždirbdama pelną, užtikrina įmokas įmokėjusiems asmenims, kad sulaukus senatvės jiems bus išmokamos papildomos pensinės išmokos. Morkūnienė (1997) pensijų fondą apibūdina kaip pelno siekiančią organizaciją, kuri kartu turi nesiekiančio pelno institucijos statusą. Pieters (1998) pensijų fondus pristato kaip alternatyvą valstybiniam socialiniam draudimui. Pensijų fondas – tai sistema, kuri moka išmokas išėjus

į pensiją ar mirties atvejais. Pasak Cristopher (1997), pensijų fondas – tai finansų įstaiga, tvarkanti ir valdanti asmenines, bendrovių ir valstybinių sutartinių bei savanoriškų pensijų sistemas. Lietuvos Respublikos pensijų sistemos reformos įstatymo pakeitimo įstatyme (2003) pensijų fondas apibūdinamas kaip fiziniams asmenims pagal Lietuvos Respublikos pensijų sistemos reformos įstatymą (2002) dalyvaujantiems pensijų kaupime (arba savanoriškai kaupiantiems pensijas bei mokantiems pensijų įmokas į pensijų fondą), bendrosios dalinės nuosavybės teise priklausantis pensijų turtas, kurio valdymas perduotas pensijų kaupimo bendrovei (arba pensijų fondo valdymo įmonei) ir kuris investuojamas pagal pensijų fondo taisykles.

Pagal susiklosčiusias tradicijas išskiriamos trys pagrindinės pasaulinėje praktikoje taikomos privačių pensijų fondų sistemos (Tartilas 2005):

– *Anglosaksiškasis pensijų fondas*. Istoriskai susiklostė, kad anglosaksiškasis pensijų fondo teisinis reguliavimas buvo pagrįstas pasitikėjimo teise (Johnson, Graaf 2009). Jis siekia pelno ne sau, o savo nariams, todėl šio tipo pensijų fondai prilyginami ne pelno siekiančioms organizacijos. Šios sistemos fondai veikia kaip juridinis vienetas pagal principus: fondai privatūs arba mišrūs, lėšos atskirtos nuo įmonių lėšų, veikia prie įmonių, taiko apibrėžtą išmokų sistemą, siekia finansinių ir socialinių tikslų.

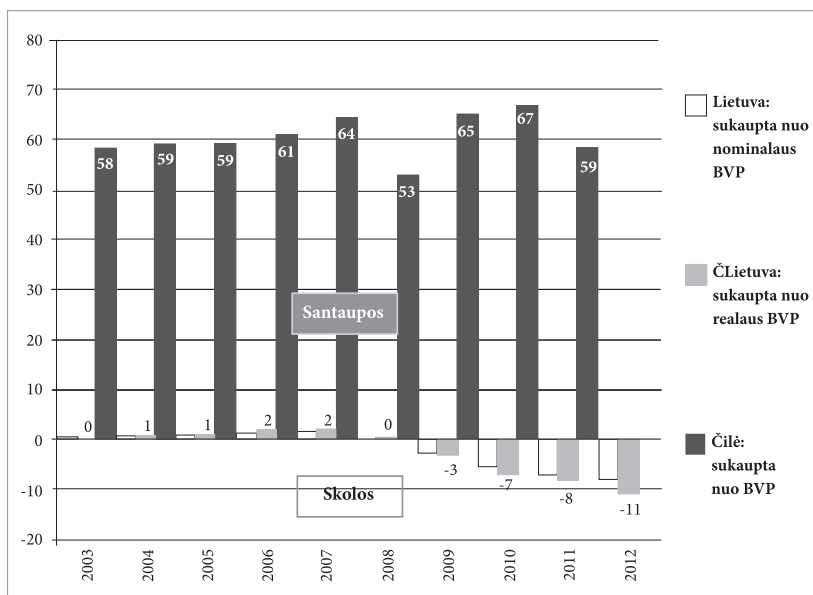
– *JAV pensijų fondas*. JAV pensijų fondas pagal pobūdį yra artimas anglosaksiškajam, tačiau nagrinėjamas kaip sistema, veikianti tik jai būdingoje teritorijoje ir turinti tik jai vienai būdingų bruožų. Dauguma pensijų fondų veikia kaip investicinės bendrovės, tačiau naudojami pensijų fondams taikomomis lengvatomis, o turto valdymas perduodamas valdymo įmonei. Šių pensijų fondų veikimo principai analogiški anglosaksiškajam variantui.

– *Kai kurių Europos šalių pensijų fondai*. Dažniausiai vokiškai kalbančios šalys (Vokietija, Austrija, Liuksemburgas) yra sukūrusios specifinius pensijų fondus, veikiančius pagal balansinių įnašų sistemą. Pensijos finansuojamos iš įnašų įplaukų, pensijų išsipareigojimai nėra atskirti nuo kitos ūkinės veiklos. Neigiama pusė yra ta, kad pagal šį modelį pensijų valdymas yra darbdavio žinioje. Šios sistemos fondai veikia kaip juridinis vienetas pagal tokius principus: fondai yra privatūs; lėšos neatskirtos nuo įmonės lėšų; jie siekia finansinių tikslų; veikia prie įmonių; taiko apibrėžtą išmokų sistemą.

Privatūs pensijų fondai yra alternatyva socialiniam draudimui, pagal esmę yra pelno siekiančios institucijos, tačiau kartu jos turi ir nesiekiančios pelno institucijos statusą. Tokių pensijų fondų reikalingumas yra svarbus ne tik socialine, bet ir ekonomine prasme – pensijų sistema prisideda ir prie šalies finansų rinkos stiprinimo.

Tačiau kalbant apie pensijų reformą būtina paminėti Čilę, kurioje pensijų reforma prasidėjo prieš trisdešimt metų. Vienas iš Čilės pensijų reformos architektų – Carlos Cáceres (Carlos Cáceres) – vadinamas vienu iš „Čikagos berniukų“, t. y. grupės ekonomistų, kurių dauguma baigė Čikagos universitetą (JAV) arba asocijuotą Katalikiškąjį Čilės universitetą (Šilėnas 2013).

Pagal įvairius skaičiavimus privačių pensijų fondų Čilėje vidutinė kasmetinė finansinė grąža yra apie 6–8 proc. didesnė nei infliacija, t. y. investuotas 100 dolerių kasmet priaugina po 6–8 papildomus dolerius (7.2 pav.). Pavyzdžiui, prieš 12 metų pradėtas kaupti kapitalas jau padvigubėjo.



7.2 pav. Pensijų sistemų sukauptos lėšos Čilėje ir Lietuvoje, proc. nuo BVP (Šilėnas 2013)

Pensijų fondų kūrimosi Lietuvoje pagrindus padėjo 1999 metų birželio 3 d. priimtas Lietuvos Respublikos pensijų fondų įstatymas. Nuo 2004 metų pradėjus veikti naujam pensijų kaupimui, Lietuvos pensijų sistemą sudaro:

- valstybinis socialinis pensijų draudimas (I pakopa),
- kaupimas senatvės pensijai iš socialinio draudimo įmokų pensijų fonduose (II pakopa) pagal Lietuvos Respublikos pensijų sistemos reformos įstatymą (2002) ir Lietuvos Respublikos pensijų kaupimo įstatymą (2003),
- profesinių pensijų kaupimas pagal Lietuvos Respublikos profesinių pensijų kaupimo įstatymą (2006),
- papildomas kaupimas pensijai gyvybės draudimo įmonėse ar pensijų fonduose (III pakopa) pagal Lietuvos Respublikos draudimo įstatymą (2003) ir Lietuvos Respublikos papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatymą (2003).

Lietuvoje pensija, mokama iš valstybinio socialinio draudimo lėšų, apima:

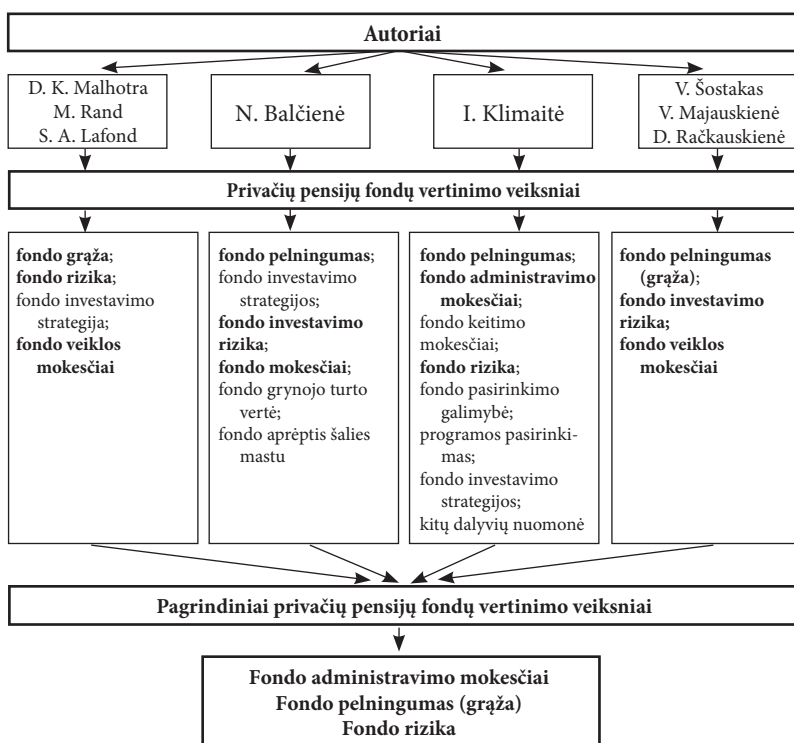
- Pagrindinę (bazinę) pensiją – nustato Vyriausybė, ji indeksuojama, priklausomai nuo infliacijos,
- Papildomą pensiją, kuri priklauso nuo asmens socialinio draudimo stažo, kurią gali gauti asmenys, sulaukę tam tikro amžiaus (2014 m. galiojo vyrams 63 m., moterims – 61 m. ir išdirbus nustatytą laiką (nuo 2004 m. nustatytas privalomas 30 m. darbo stažas), tačiau pensinis amžius palaipsniui didinamas ir nuo 2026 m. bus 65 m. tiek vyrams, tiek moterims).

Tačiau visos kitos, t. y. kaupiamosios pensijos, susijusios su privačių pensijų fondų veikla. Skirtumas tik vienas – kas moka įmokas į fondą (pervedama dalis socialinio draudimo įmokos – II pakopa ar mokama savanoriškai neribojamo dydžio pinigų suma – III pakopa). Nors įstatymu yra numatyta galimybė kurtis profesiniams pensijų fondams, praktika parodė, kad darbdaviai, norintys užtikrinti darbuotojo lojalumą savo įmonei, pasitenkina kaupimu III pakopos pensijų fonduose, kartu pasinaudodami ir nustatyta mokesčių lengvata už pervedamas į darbuotojų sąskaitas lėšas.

Bodie, *et al.* (2005) teigia, kad tiek pensijų fondai, tiek gyvybės draudimo produktai nėra labai rizikingos investicijos. Jų manymu, šiuolaikinis jaunas investuotojas, gaunantis vidutines pajamas, labiausiai linkęs investuoti į šiuos produktus. Atsižvelgiant į gyvenimo ciklo etapus, šie investavimo būdai priimtinesni jauniems žmonėms, kurie dar nėra užsitikrinę stabilų ilgalaikį pajamų, bet jau nori pasirūpinti senatvės pajamomis.

Privačių pensijų fondų veiklos laikotarpis Lietuvoje yra santykinai trumpas – vos dešimtmetis, todėl, suprantama, kad šalyje nėra tiksliai apibrėžta, kaip reikėtų vertinti privačių pensijų fondų veiklą, kokie vertinimo veiksniai yra patys svarbiausi. Praėjusio amžiaus šeštajame dešimtmetyje atsirado naujas vadinamas šiuolaikinis požiūris į investavimo analizę. Nenuvertinant tradicinių metodų pranašumų, šis požiūris vis dėlto turi išskirtinių savybių.

Svarbiausia šiuolaikinės analizės užduotis yra ne tik būsimųjų dividendų ar būsimosios kainos nustatymas, o ir investavimo priemonės pelningumo ir rizikingumo įvertinimas bei subendramatinimas (Rutkauskas, Martinkutė 2007). Analizuojant užsienio ir Lietuvos mokslinę literatūrą, galima išskirti keletą pagrindinių veiksnių, lemiančių privačių pensijų fondų veiklos vertinimą – fondo administravimo mokesčiai, fondo pelningumas (grąža) ir fondo rizika (7.3 pav.).



7.3 pav. Privačių pensijų fondų vertinimo rodikliai
(Jurevičienė, Samoškaitė 2012)

Minėti pensijų fondų vertinimo rodikliai panašūs į kitiems investiciniams fondams vertinti taikomus kriterijus ir tinkami tiek II pakopos, finansuojamos Sodros pervedamomis įmokomis, tiek ir III pakopos, priklausomos nuo pačių gyventojų pervedamos pinigų sumos dydžio, pensijų fondų veiklos rezultatų analizei. Tačiau dėl finansinių išteklių pritraukimo formos ir būtent dėl šios priežasties, lėmusios skirtingą privačių pensijų fondų populiarumą tarp gyventojų, skiriasi ir pačių privačių fondų veiklos konkretūs rezultatai.

7.2.1. II pakopos fondų veikla Lietuvoje

Kaupiamoji pensijų sistema ir privatūs pensijų fondai, kaip ir kiekviena bet kuri sistema ar organizacija, turi teigiamų ir neigiamų bruožų (7.1 lentelė). Pagrindiniai II pakopos privačių pensijų fondų teigiami bruožai – socialinės rizikos paskirstymas, visuomenės senėjimo poveikio mažinimas pensijų sistemai, ilgalaikių investicijų galimybė, kapitalo rinkos ir infrastruktūros plėtra, galimybė gauti didesnes pensijas, nes paprastai investicijų grąža yra didesnė, negu darbo užmokesčio augimas. Pagrindiniai neigiami bruožai – fondas atitraukia dalį lėšų iš socialinio draudimo fondų, fondų išmokoms įtakos turi svyravimai rinkoje, sistema neapima problemų tų asmenų, kurių pajamos yra mažos. Taip pat didėjant kapitalui, didėja fondų įtaka, o tai gali neigiamai veikti socialinę politiką, galima reali grėsmė užsienio kapitalo vyravimui (Jurevičienė, Samoškaitė 2012).

Antrosios pakopos fondai suteikia galimybę dalį įmokų, mokamų Valstybiniam socialiniam draudimo fondui, nukreipti į pasirinktą pensijų fondą, kurio asmeninėje sąskaitoje kaupiami ir investuojami pinigai. Tai – darbuotojų dalinės nuosavybės teise kaupiamos lėšos į tam tikrus pasirinkto rizikingumo ir sudėties investicinius fondus. Už įmokas, kurios pervedamos į pensijų fondus, įsigijami vertybiniai popieriai, kitas turtas, gaunamos palūkanos, už kurias vėl perkamas turtas. Atėjus senatvės pensijos amžiui, už sukauptą sumą įgyjama teisė į kasmėnesinę išmoką – pensija iki gyvos galvos arba, kitaip tariant, anuitetas (Socialinis draudimas. Pensijų... 2014).

7.1 lentelė. II pakopos privačių pensijų fondų teigiami ir neigiami bruožai (Jurevičienė, Samoškaitė 2012)

II pakopos privačių pensijų fondų privalumai	II pakopos privačių pensijų fondų trūkumai
<ul style="list-style-type: none"> • socialinės rizikos paskirstymas: blogai dirbant vienai sistemai, kita gerai dirbanti sistema išlygina rizikos laipsnį; • visuomenės senėjimo poveikio mažinimas pensijų sistemai; • galimybė ilgalaikėms investicijoms, kapitalo rinkos ir infrastruktūros plėtrai; • didesnis lankstumas: pagal asmens poreikį galimos įvairios priimtinos investavimo strategijos; • patrauklumas psichologiniu požiūriu, nes susidaro įspūdis, kad mokama į „savo“ sąskaitą, o ne į „bendrą“; • jei pensijų fondų dalyvis nesulaukia pensinio amžiaus, sukauptus pinigus paveldi šeimos nariai; • galimybė išeiti į pensiją kliento pageidaujama laiku (ne Lietuvos pavyzdys); • galimybė gauti didesnes pensijas, nes paprastai investicijų grąža yra didesnė negu darbo užmokesčio augimas. 	<ul style="list-style-type: none"> • fondas atitraukia dalį lėšų iš socialinio draudimo fondų; • išmokoms įtakos turi svyravimai rinkoje; • anuitetų rinkos rizika; • padidina kapitalo pasiūlą. Investicijų į Lietuvos Vyriausybės vertybinius popierius atveju pensijų išmokų problema užkraunama ateities kartoms; • didėjant kapitalui, didėja fondų įtaka, o tai gali neigiamai veikti socialinę politiką; • reali grėsmė užsienio kapitalo vyravimui; • santykinai dideli II pakopos pensijų fondų taikomi atskaitymai; • nėra nustatytų pensijų sistemos reformos eigos vertinimo kriterijų; • sistema neapima problemų tų asmenų, kurių pajamos mažos; • vyresnio amžiaus žmonės, kuriems iki pensijos likę dešimt ir mažiau metų, gali nesukaupti tiek lėšų senatvei, kiek tikėjosi.

Įmokos dalį, pervedamą į pensijų kaupimo bendrovės sąskaitą, nustato Lietuvos Respublikos Seimas. Pagal pradinį įstatymą kaupiamajam draudimui pervedama įmoka 2004 m. sudarė 2,5 proc. ir iki 2008 m. kasmet buvo didinama po pusę procentinio punkto iki 5,5 proc. Tačiau vėliau dėl pasaulinės finansų krizės ir Valstybinio socialinio draudimo fondo problemų įmokų dydžiai buvo mažinami. Pagal paskutinius teisės aktus numatomi įmokų dydžiai pateikti 7.2 lentelėje.

7.2 lentelė. Įmokos „Sodrai“ ir antrosios pakopos pensijų fondams

Metai	Iki šiol	2004	2005	2006	2007–2008	2009 01–2009 06	2009 07–2009 12	2010–2011	2012	2013	2014–2015	2016–2019	2020–
Įmokos Sodrai	34 %	31,5 %	30,5 %	29,5 %	28,5 %	37 %	38 %	38 %	38,5 %	37,5 %	38 %	38 %	36,5 %
Socialinio draudimo įmokos dalis į Jūsų sąskaitą pensijų fonde	–	2,5 %	3,5 %	4,5 %	5,5 %	3 %	2 %	2 %	1,5 %	2,5 %	2 %	2 %	3,5 %
Papildomos pensijų kaupimo dalyvio iššomis mokamos įmokos dydis	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1 %	2 %	2 %
Papildomos iš valstybės biudžeto už dalyvį mokamos įmokos dydis ¹¹	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1 %	2 %	2 %

Šaltinis: sudaryta remiantis Socialinės apsaugos ir darbo ministerijos informacija

11 Nuo Lietuvos statistikos departamento paskelbto už praėitų metų keturių ketvirčių šalies ūkio darbuotojų vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio vidurkio dydžio

Gyventojai savarankiškai gali pasirinkti privatų pensijų fondą, kuriame kaupia lėšas, todėl labai svarbu pasirinkti tinkamą, o tam būtina žinoti kriterijus. Analizuojant užsienio autorių straipsnius matomos gana bendros tendencijos. Por, Iannucci (2006) teigia, kad prieš renkantis fondą ir jo valdytoją būtina išstudijuoti, kokia investavimo politika vadovaujasi fondo valdytojas. Svarbu žinoti, kad pasirinkus vieną ar kitą fondą negalima bus daryti įtakos savo pinigų investavimo strategijai, o reikės visiškai pasikliauti fondo valdytojo sugebėjimais. Kitas svarbus aspektas, kad, norint gauti naudos iš papildomo pensijų kaupimo, būtina diversifikuoti savo investicijų portfelį. Pasirinkus žemos rizikos investavimo strategiją, pelningumas taip pat bus mažas. Šis investavimo būdas labai priklauso nuo infliacijos lygio, tad investicijų prieaugis gali nepateisinti investuotojo lūkesčių. Todėl norint geriau pasirūpinti senatvės pajamomis, siūloma investuoti ir į kitus investicinius produktus, pagal investuotojo norą tiesiogiai dalyvauti investicijose, t. y. investuoti į investicinius fondus, nekilnojamąjį turtą ar akcijų rinkoje.

Lietuvoje (2014 m. spalio mėn.) veikė dvidešimt šeši II pakopos pensijų fondai, kuriuos valdė aštuonios valdymo įmonės (7.3 lentelė). Lentelėje nurodyti pagrindiniai veiksniai – investavimo strategija ir mokesčiai, kuriais remiantis rekomenduojama rinktis pensijų fondą. Įstatymų nustatyta, kad pensijų fondai gali įmokas apmokestinti dviem būdais – taikyti mokesčių nuo turto ir nuo įmokų. Šiuo metu maksimalūs mokesčiai nuo turto – 0,65 proc. taikomi konservatyviems fondams ir 1 proc. kitiems fondams, o įmokas leidžiama maksimaliai apmokestinti 1,5 proc.

7.3 lentelė. Lietuvoje veikiančios II pakopos pensijų fondai ir juos valdanti valdymo įmonės, 2014 m. (Finansų rinkos dalyvių veikla. II pakopos... 2014)

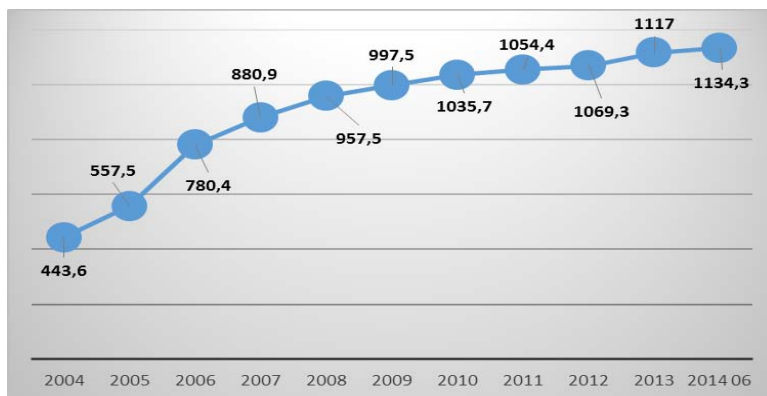
	Valdymo įmonė	Pensijų fondas			Tikslūs administravimo mokesčiai, numatyti pensijų kaupimo bendrovių valdybos, steigėjų tarybos ar administracijos vadovo sprendimais	
		3	4	5	nuo turto (max 0,65 % konservatyviame fonde, max 1 % kituose)	nuo įmokų (max 1,5 %)
1	2				6	
1	UAB „SEB investicijų valdymas“	1	SEB pensija 1 (konservatyvus)	0,65 %	1,50 %	
		2	SEB pensija 2	1 %	1,50 %	
		3	SEB pensija 3	1 %	1,50 %	
2	UAB „Finasta Asset Management“	4	Konservatyvus investavimo	0,65 %	1,19 %	
		5	Augančio pajamingumo	0,99 %	1,49 %	
		6	Aktyvus investavimo	0,99 %	1,49 %	
		7	Racionalios rizikos	0,99 %	1,49 %	
3	UAB „Swedbank investicijų valdymas“	8	Pensija 1 (konservatyvus)	0,65 %	1,00 %	
		9	Pensija 2	1 %	1,50 %	
		10	Pensija 3	1 %	1,50 %	
		11	Pensija 4	1 %	1,50 %	
		12	Pensija 5	1 %	1,50 %	
4	UAB „DNB investicijų valdymas“	13	DNB Pensija 1 konservatyvus)	0,65 %	1,50 %	
		14	DNB Pensija 2	1 %	1,50 %	
		15	DNB Pensija 3	1 %	1,50 %	

1	2	3	4	5	6
5	UAB „Danske Capital investicijų valdymas“	16	Konservatyvus valdymo Danske pensija	0,65 %	1,00 %
		17	Danske pensija 50	1 %	1,50 %
		18	Danske pensija 100	1 %	1,50 %
6	UAB „MP Pension Funds Baltic“	19	MP STABLO II	0,65 %	1,50 %
		20	MP MEDIO II	0,99 %	1,50 %
		21	MP EXTREMO II	0,99 %	1,50 %
7	UAGDPB „Aviva Lietuva“	22	Europensija (konservatyvus)	0,65 %	1,50 %
		23	Europensija Plus	1 %	1,50 %
		24	Europensija Ekstra	1 %	1,50 %
8	ERGO „Life Insurance SE“	25	ERGO konservatyvusis	0,65 %	1,50 %
		26	ERGO balans	1 %	1,50 %

Kaip matyti iš lentelėje pateiktų duomenų, visi pensijų fondai, išskyrus UAB „Finasta Asset Management“, taiko maksimalius turto valdymo mokesčius (UAB „Finasta Asset Management“ konservatyvus fondas irgi taiko maksimalų turto valdymo mokestį). Įmokas fondai apmokestina skirtingai. Dauguma jų taiko maksimalų leistiną tarifą, tačiau konservatyvaus valdymo „Danske pensija“ ir „Swedbank“ fondas „Pensija 1“ (konservatyvusis) taiko 1 % tarifą. Mažiausiai pervedamas įmokas apmokestina visi UAB „Finasta Asset Management“ valdomi fondai: Konservatyvus fondas – 1,19 proc., o kiti jo valdomi fondai – 1,49 proc.

Kaip skelbia pensijų fondų priežiūrą atliekantis Lietuvos bankas, nuo 2014 m. pradžios visi II pakopos pensijų fondai savo dalyviams uždirbo teigiamą investicijų grąžą, o vidutinė fondų grąža nuo 2014 metų pradžios buvo 2,5 karto didesnė, palyginti su tuo pačiu laikotarpiu 2013 m. „Sodra“ per 2014 m. tris ketvirčius į pensijų fondus pervedė 344,55 mln. Lt, pačių dalyvių lėšų pervesta dar 54,26 mln. Lt, o iš valstybės biudžeto finansuojamų skatinamųjų įmokų suma siekė 65,60 mln. Lt. Sėkminga II pakopos pensijų fondų investicinė veikla lėmė fondų dalyvių turto 301,59 mln. Lt prieaugį. Iš viso šių fondų turtas apžvelgiamu laikotarpiu padidėjo 14,1 proc. II pakopos pensijų fondų vienetų vertė per tris 2014 m. ketvirčius padidėjo vidutiniškai 6,04 proc. Didžiausią grąžą uždirbo akcijų pensijų fondai – 6,88 proc. Vidutinės akcijų dalies pensijų fondų vienetų vertė padidėjo 6,40 proc., mažos akcijų dalies fondų – 6,21 proc., o konservatyvaus investavimo pensijų fondų – vidutiniškai 3,15 proc. II pakopos pensijų fondų turtas 2014 m. rugsėjo pabaigoje sudarė 6,19 mlrd. Lt.

Dalyvių skaičius antrosios pakopos pensijų fonduose, nors ir nereikšmingai, bet nuolatos augo (7.4 pav.) ir 2014 m. viduryje apėmė daugiau kaip milijoną dirbančiųjų.



7.4 pav. II pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus dinamika 2004–2014 m., kiekvienų metų pabaigoje (išskyrus 2014 m. pusmečio), tūkst. Lt Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Lietuvoje veikiančys II pakopos privatūs pensijų fondai skirstomi į grupes pagal riziką, kuri priklauso nuo maksimalios investicijų į akcijas ribos pagal pensijų fondų strategiją:

- *Konservatyvaus investavimo* (į akcijas neinvestuojama; mažai rizikingi);
- *Mažos akcijų dalies pensijų fondai* (akcijų dalis iki 30 proc., gana konservatyvūs: mažai rizikingi, todėl ir vertės pokytis mažas ir lėtas, tinka vyresnio amžiaus žmonėms);
- *Vidutinės akcijų dalies pensijų fondai* (akcijų dalis nuo 30 iki 70 proc.; subalansuoti: vidutinės rizikos, todėl vertės pokytis didesnis ir staigesnis, tinka jaunesnio amžiaus ir vidutinio amžiaus žmonėms);
- *Akcijų dalies pensijų fondai* (akcijų dalis iki 100 proc.; gana rizikingi ir racionalios rizikos: tam tikrais laikotarpiais ir ciklais vertės pokytis gali būti didelis ir staigus, tinka jauniems ir linkusiems rizikuoti žmonėms).

Kaip minėta aukščiau, Lietuvos bankas savo tinklapyje skelbia pensijų fondų rezultatus. 2014 m. trijų ketvirčių II pakopos pensijų fondų rezultatai pagal investavimo strategijas pateikti lentelėse.

Konservatyvaus investavimo fondų (7.4 lentelė) Lietuvoje yra beveik daugiausia – 8 (tik vidutinės akcijų dalies yra vienu daugiau – 9).

7.4 lentelė. Konservatyvaus investavimo pensijų fondų rodikliai, 2014 m. rugsėjo 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Fondo pavadinimas	Veiklos laikotarpis, metais	Investicijų į akcijas dalis	Fondo dydis, mln. Lt	FONDŲ GRĄŽA				LYGINAMOJO INDEKSO GRĄŽA ¹²	RIZIKOS RODIKLIAI	
				grąža ¹³ nuo metų pradžios, proc.	vidutinė metinė grąža ¹⁴ per praėjusius 5 metus, proc.	vidutinė metinė grąža ¹⁵ per praėjusius 10 metų, proc.	vidutinė metinė lyginamojo indekso grąža per praėjusius 5 metus, proc.		standartinis nuokrypis ¹⁶ per praėjusius 5 metus, proc.	standartinis nuokrypis ¹⁷ per praėjusius 10 metų, proc.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
„Aviva Europensija“	10,3	0 %	154,57	5,44	5,12	4,57	2,77	2,93	2,80	
Konservatyvaus valdymo „Danske pensija“	10,3	0 %	8,76	4,19	3,14	2,75	4,10	1,87	1,67	

12 Lyginamasis indeksas apibrėžiamas kaip pensijų kaupimo bendrovės pasirinktas rodiklis, su kurio kintancia, reikšme lyginama fondo investicijų portfelio investicijų grąža.

13 Apskaitos vieneto vertės pokytis. Juo atsižvelgiama į atskaitymus nuo turto, tačiau neatsižvelgiama į atskaitymus nuo įmokų, dėl to grynoji grąža yra mažesnė.

14 Apskaičiuota remiantis apskaitos vieneto vertės pokyčiu per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

15 Apskaičiuota remiantis apskaitos vieneto vertės pokyčiu per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

16 Rodikliui apskaičiuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vieneto vertių pokyčiai, rezultatas perskaičiuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

17 Rodikliui apskaičiuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vieneto vertių pokyčiai, rezultatas perskaičiuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

18 Svertiniam vidurkiui apskaičiuoti naudotas 2014-09-30 dienos fondų grynyčių aktyvų dydis.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
DNB pensija 1	10,3	0 %	48,76	3,12	4,15	3,79	2,70	1,90	1,76
ERGO konservatyvusis	10,3	0 %	48,73	4,51	3,48	3,16	3,83	2,25	2,64
„Finasta“ konservatyvus investavimo	10,3	0 %	28,11	3,91	5,82	5,04	2,42	2,32	1,89
„MP Stabilo II“	3,6	0 %	6,13	2,37	-	-	3,05	-	-
„SEB pensija 1“	10,3	0 %	252,24	2,77	2,68	2,73	2,69	2,16	2,96
„Swedbank“ Pensija 1“	10,3	0 %	144,01	0,75	1,25	1,98	0,99	0,58	1,73
Svertinis vidurkis ¹⁸				3,15	3,22	3,19	2,44		

Visi, išskyrus „MP Stabilo 2“ veikia nuo pensijų reformos pradžios. Daugiausia turto tarp konservatyvių investuotojų yra sukaukęs „SEB pensija 1“ fondas. Tačiau šio fondo grąža per pastarųjų metų tris ketvirčius nesiekia konservatyvių fondų vidurkio ir sudaro tik 2,77 proc., be to, standartinis nuokrypis, parodantis fondo veiklos riziką, per dešimtmetį yra didžiausias iš konservatyviųjų fondų ir siekia 2,96. Pagal grąžos ir standartinio nuokrypio rodiklius per dešimtmetį pirmauja „Finasta“ konservatyvaus investavimo pensijų fondas, kuris uždirba investuotojams 5,04 proc. grąžą, esant 1,89 standartiniam nuokrypiui.

Tarp mažos akcijų dalies pensijų fondų (7.5 lentelė) pagal dydį pirmauja „Swedbank“ fondas „Pensija 2“, taip pat jis per pastarųjų metų tris ketvirčius uždirbo investuotojams ir didžiausią grąžą – 7,32 proc. Tačiau vertinant šios grupės fondų veiklos rezultatus per dešimtmetį, lyderis neabejotinai yra „Finasta“ augančio pajamingumo pensijų fondas, kurio grąžos rodiklis yra 6,97 proc., nors esant ir didžiausiai rizikai – 7,27 proc. standartiniam nuokrypiui. Mažiausiai rizikingas per dešimtmetį pasirodė „DNB pensija 2“ (3,66 proc. standartinis nuokrypis), uždirbantis ir mažiausią grąžą analogiškų fondų grupėje – 4,65 proc.

7.5 lentelė. Mažos akcijų dalies pensijų fondų rodikliai (iki 30 proc.), 2014 m. rugšėjo 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Fondo pavadinimas	Veiklos laiko tarpis, metais	Investicijų į akcijas dalis	Fondo dydis, mln. Lt	FONDŲ GRAŽA			LYGINAMOJO INDEKSO GRAŽA ¹⁹		RIZIKOS RODIKLIAI	
				grąža ²⁰ nuo metų pradžios, proc.	vidutinė metinė grąža ²¹ per praėjusius 5 metus, proc.	vidutinė metinė grąža ²² per praėjusius 10 metų, proc.	vidutinė lyginamojo indekso grąža per praėjusius 5 metus, proc.	standartinis nuokrypis ²³ per praėjusius 5 metus, proc.	standartinis nuokrypis ²⁴ per praėjusius 10 metų, proc.	
„Aviva Europensija plus“	10,3	iki 30 %	610,16	5,36	5,65	5,12	4,36	4,01	4,41	
„DNB pensija 2“	10,3	iki 25 %	263,52	5,43	5,52	4,65	4,26	2,97	3,66	
„Finasta“ augančio pajamingumo	10,3	iki 30 %	19,80	1,97	6,52	6,97	4,60	5,18	7,27	
„Swedbank“ „Pensija 2“	10,3	iki 30 %	729,81	7,32	5,65	3,70	6,21	3,27	4,67	
Svertinis vidurkis ²⁵				6,21	5,64	4,43	5,18			

19 Lyginamasis indeksas apibrėžiamas kaip pensijų kaupimo bendrovės pasirinktas rodiklis, su kurio kintanciai reikšme lyginama fondo investicijų portfelio investicijų grąža.

20 Apskaitos vienetų vertės pokytis. Juo atsižvelgiama į atskaitymus nuo turto, tačiau neatsižvelgiama į atskaitymus nuo įmokų, dėl to grynoji grąža yra mažesnė.

21 Apskaiciuota remiantis apskaitos vienetų vertės pokyčiu per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

22 Apskaiciuota remiantis apskaitos vienetų vertės pokyčiu per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

23 Rodikliui apskaiciuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vienetų vertės pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

24 Rodikliui apskaiciuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vienetų vertės pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

25 Svertiniam vidurkiui apskaiciuoti naudotas 2014-09-30 dienos fondų grynujų aktyvų dydis.

Vidutinės akcijų dalies pensijų fondų Lietuvoje veikia daugiausia – 9; jų veiklos periodas skirtingas – nuo pensijų reformos pradžios (10 metų) iki ne pilnų septynerių „MP Medio II“. Lyginant veiklos rezultatus, aki-vaizdūs lyderiai 2014 m. yra „Swedbank“ valdomi fondai – „Pensija 3“, turintis 7,87 proc. grąžą, ir „Pensija 4“, turintis 7,55 proc. grąžą (7.6 lentelė). Lyginant uždirbtą investuotojams grąžą per dešimtmetį, vėl pirmauja „Finasta“, turintis 6,33 proc. vidutinę metinę grąžą, bet ir didžiausią riziką – 11,9 standartinį nuokrypį. Šis rodiklis žemiausias „Danske pensija 50“, nors vidutinė metinė grąža per tą laikotarpį yra didesnė už analogiškos strategijos fondų vidurkį – 4,94 proc., lyginant su 4,68 proc. vidurkiu.

7.6 lentelė. Vidutinės akcijų dalies pensijų fondų rodikliai (iki 70 proc.), 2014 m. rugsėjo 30 d. Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Fondo pavadinimas	Veiklos laikotarpis, metais	Investicijų į akcijas dalis	Fondo dydis, mln. Lt	FONDŲ GRĄŽA			LYGINAMOJO INDEKSO GRĄŽA ²⁶	RIZIKOS RODIKLIAI	
				grąža ²⁷ nuo metų pradžios, proc.	vidutinė metinė grąža ²⁸ per praėjusius 5 metus, proc.	vidutinė metinė grąža ²⁹ per praėjusius 10 metų, proc.		standartinis nuokrypis ³⁰ per praėjusius 5 metus, proc.	standartinis nuokrypis ³¹ per praėjusius 10 metų, proc.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
„Aviva Europensija ekstra“	8,7	iki 65 %	141,73	5,66	6,32	-	5,88	6,12	-
„Danske pensija 50“	10,3	iki 50 %	47,79	6,25	5,80	4,94	9,01	4,20	5,61
„DNB pensija 3“	10,3	iki 50 %	238,04	7,12	6,94	5,29	5,80	4,93	6,28
„ERGO Balans“	10,3	iki 50 %	135,48	4,29	5,85	5,00	6,28	5,37	7,57

26 Lyginamasis indeksas apibrėžiamas kaip pensijų kaupimo bendrovės pasirinktas rodiklis, su kurio kintanciai, reikšme lyginama fondo investicijų portfelio investicijų grąža.

27 Apskaitos vienetų vertės pokytis. Juo atsižvelgiama į atskaitymus nuo turto, tačiau neatsižvelgiama į atskaitymus nuo įmokų, dėl to grynoji grąža yra mažesnė.

28 Apskaiciuota remiantis apskaitos vienetų vertės pokyčiais per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

29 Apskaiciuota remiantis apskaitos vienetų vertės pokyčiais per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

30 Rodikliui apskaičiuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vienetų vertės pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

31 Rodikliui apskaičiuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vienetų vertės pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

32 Svertiniam vidurkiui apskaičiuoti naudotas 2014-09-30 dienos fondų grynujų aktyvų dydis.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
„Finasta“ aktyvaus investavimo	10,3	iki 50 %	88,20	3,28	8,02	6,33	3,71	6,91	11,19
„MP Medito II“	6,9	iki 70 %	118,45	5,92	6,78	-	9,33	6,24	-
„SEB pensija 2“	10,3	20–60 %	1233,14	5,48	6,09	4,70	7,00	5,77	8,97
„Swedbank“ fondas „Pensija 3“	10,3	iki 50 %	886,77	7,87	6,55	4,26	7,19	4,68	6,89
„Swedbank“ fondas „Pensija 4“	8,8	iki 70 %	342,53	7,55	7,35	-	8,57	7,37	-
Svertinis vidurkis ³²				6,40	6,49	4,68	7,08		

Kaip matyti iš pateiktos informacijos, dauguma visų strategijų II pakopos pensijų fondų veiklą vykdo vos daugiau nei dešimtmetį, išskyrus akcijų pensijų fondus (7.7 lentelė), iš kurių tik „Danske pensija 100“ ir „Finasta“ racionalios rizikos fondai turi ilgiausią veiklos istoriją – daugiau kaip dešimt metų. Vertinant akcijų pensijų fondus, sunku pagrįsti kažkurio fondo lyderystę. Visi veikiantys fondai investuoja iki 100 proc. į akcijas, išskyrus „SEB pensija 3“, nurodanti 60–100 proc. intervalą. 2014 m. visi fondai, išskyrus „Finasta“ racionalios rizikos pensijų fondą, uždirbo investuotojams pakankamą grąžą, beveik siekiančią („Danske pensija 100“) ar viršijančią grupės vidurkį.

Be to, „Finasta“ racionalios rizikos fondas per veiklos dešimtmetį turėjo gana didelį standartinį nuokrypį – 20,25 proc. ir itin žemą (palyginti su „Danske pensija 100“) vidutinę metinę grąžą – 3,72 proc., nors daugiau nei dvigubai viršijo vidutinę metinę indekso grąžą. Lyginant akcijų pensijų fondų vidutinę metinę grąžą per penkerius veiklos metus, visi fondai pasiekė panašių rezultatų, bet „Finasta“ racionalios rizikos fondo penkerių metų standartinis nuokrypis buvo aukščiausias – 11,82 proc. (7.7 lentelė).

7.7 lentelė. Akcijų pensijų fondų rodikliai (iki 100 proc.), 2014 m. rugsėjo 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Fondo pavadinimas	Veiktos laikotarpis, metais	Inves- tacijų į akcijas dalis	Fondo dydis, mln. Lt	FONDŲ GRAŽA		LYGINAMOJO INDEKSO GRAŽA ³³	RIZIKOS RODIKLIAI		
				vidutinė metinė graža ³⁴ nuo metų pradžios, proc.	vidutinė metinė graža ³⁵ per praėjusius 10 metų, proc.		standartinis nuokrypis ³⁷ per praėjusius 5 metus, proc.	standartinis nuokrypis ³⁸ per praėjusius 10 metų, proc.	
„Danske pensija 100“	10,3	iki 100 %	140,86	6,34	7,46	6,62	12,87	6,57	9,38
„Finastia“ racionalios rizikos	10,3	iki 100 %	72,01	4,67	7,66	3,72	1,25	11,82	20,25
„MP Extremo II“	6,9	iki 100 %	174,64	7,71	7,34	-	9,85	8,41	-
„SEB pensija 3“	8,5	60–100 %	198,15	7,02	7,73	-	9,62	9,89	-
Swedbank „Pensija 5“	3,4	iki 100 %	60,15	7,94	-	-	-	-	-
Svertinis vidurkis ³⁹				6,88	7,54	5,64	9,44		

33 Lyginamasis indeksas apibrėžiamas kaip pensijų kaupimo bendrovės pasirinktas rodiklis, su kurio kintanciai reikšme lyginama fondo investicijų portfelio investicijų graža.

34 Apskaitos vienetų vertės pokytis. Juo atsižvelgiama į atskaitymus nuo turto, tačiau neatsižvelgiama į atskaitymus nuo įmokų, dėl to grynoji graža yra mažesnė.

35 Apskaiciuota remiantis apskaitos vienetų vertės pokyčių per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė graža gauta taikant geometrinį vidurkį.

36 Apskaiciuota remiantis apskaitos vienetų vertės pokyčių per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė graža gauta taikant geometrinį vidurkį.

37 Rodikliui apskaiciuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vienetų vertės pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vienetų vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

38 Rodikliui apskaiciuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vienetų vertės pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį. Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vienetų vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika.

39 Svertiniam vidurkiui apskaiciuoti naudotas 2014-09-30 dienos fondų grynujų aktyvų dydis.

Analizuojant antrosios pakopos pensijų fondų rezultatus, Lietuvos bankas pateikia ir vadinamąjį vidinės gražos normos rodiklį – IRR (angl. *Internal Rate of Return*). Šis rodiklis parodo, kiek vidutiniškai procentais paauga kiekvienas iš Sodros atliktų pervedimų į pensijų fondus, atsižvelgiant į visus pensijų fondų atskaitymus. IRR skaičiuojamas pensijų fondų dalyviui, kuris nuolatos kaupė pensijų fonde lėšas analizuojamu laikotarpiu (arba nuo veiklos pradžios) ir gavo vidutinį Lietuvos darbo rinkos darbo užmokestį, kurį skelbia Lietuvos statistikos departamentas.

Kaip matyti iš pateiktų II pakopos pensijų fondų rezultatų įvertinimo pagal IRR rodiklį nuo fondų veiklos pradžios duomenų (4 priedas), 2014 m. rugsėjo 30 d. tarp konservatyvaus investavimo II pakopos pensijų fondų pagal šį palyginamąjį rodiklį geriausių rezultatų pasiekė „Finasta“ konservatyvaus investavimo fondas, kurio IRR reikšmė yra 5,52 proc., o blogiausių (lyginant vienodą laikotarpį – 10,3 m.) – „Swedbank pensija 1“ pensijų fondas, kurio IRR reikšmė – 1,39 proc. „Finasta“ konservatyvaus investavimo pensijų fondas parodė geriausius rezultatus ir pagal kitus rodiklius: nuo fondo veiklos pradžios vieno dalyvio lėšų sukauptą sumą – 10 601 Lt; po atskaitymų nuo įmokų į fondą pateko 7 816 Lt lėšų, parodančių, kad šio fondo taikyti mokesčiai buvo mažiausi; fondo grynas rezultatas – 2 691 Lt; „Sodra“ pervestų lėšų pokytis – 34 proc.; į PF patekusių lėšų po atskaitymo nuo įmokos pokytis – 35,6 proc.; vidutinis metinis vieneto vertės pokytis iki 2014-09-30 buvo 4,95 proc. Tačiau tarp ilgiausią laikotarpį veikusiųjų „Swedbank“ fondas „Pensija 1“ buvo paskutinėje vietoje.

Mažos akcijų dalies pensijų fondų grupėje visi keturi fondai veikė visą 10,3 m. laikotarpį. Šioje grupėje pagal visus rodiklius pirmavo „Finasta“ augančio pajamingumo pensijų fondas, uždirbęs vidutinį atlyginimą gaunančiam investuotojui 5,51 proc. IRR, o blogiausius rezultatus, kaip ir konservatyvaus investavimo grupėje, parodė „Swedbank“ fondas „Pensija 2“ fondas, kurio vidutinės gražos norma – 3,77 proc. IRR, išskyrus po atskaitymų nuo įmokų į fondą patekusių lėšų sumą, kur didžiausius mokesčius taiko „Aviva europensija plus“ fondas.

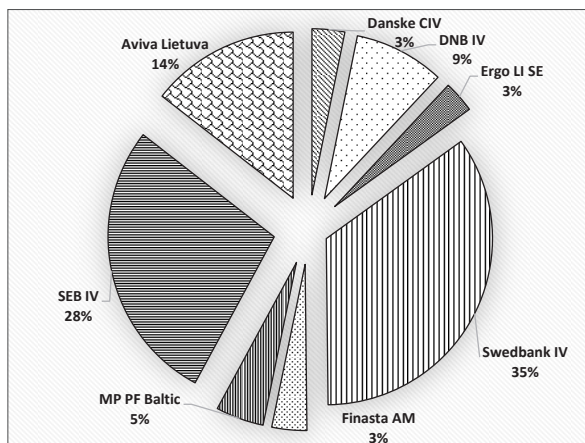
Iš veikusių vidutinės akcijų dalies pensijų fondų tik šeši veiklą vykdė 10,3 metų. Lyginant šių fondų veiklos rezultatus, daugiausia vidutinį atlyginimą gaunančiam investuotojui uždirbo „DNB pensija 3“ – 5,32 proc. IRR, o blogiausiai pasirodė „Swedbank“ fondas „Pensija 3“ ir „SEB pensija 2“ fondas – 3,89 proc. IRR. Tačiau „MP Medio II“, nors veikė tik 6,9 metų,

generavo 6,37 proc. IRR. „DNB pensija 3“ rezultatai taip pat geriausi ir pagal kitus rodiklius, išskyrus po atskaitymų nuo įmokų į fondą patekusių lėšų sumą, kur pirmauja „Finasta“ aktyvaus investavimo pensijų fondas – 7 792 Lt.

Pagrindiniai II pakopos pensijų fondų veiklos rezultatai pateikti 4 priede.

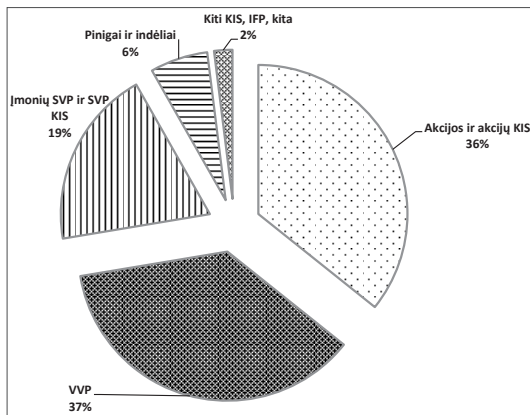
Galima palyginti tik dviejų akcijų pensijų fondų rezultatus, kurie veikė vienodą laikotarpį – 10,3 m., tai „Danske pensija 100“ ir „Finasta“ racionalios rizikos fondai. „Danske pensija 100“ pasiekė geresnių rezultatų, išskyrus po atskaitymų nuo įmokų į fondą patekusias lėšas, kur „Finasta“ racionalios rizikos fondo rodiklis aukštesnis, – atitinkamai 7 607 ir 7 792. „Danske pensija 100“ IRR buvo 5,23 proc., bet tik 3,4 metų veikęs „Swedbank“ fondas „Pensija 5“ generavo 7,87 proc. IRR.

Analizuojant paskutinę priežiūros institucijos pateiktą ataskaitą apie pensijų fondų veiklą 2014 m. I pusmečio pabaigoje, 77 proc. turto sutelkta trijų įmonių valdomuose fonduose (7.5 pav.): daugiau nei 62 proc. turto valdė UAB „Swedbank investicijų valdymas“ – 34,78 proc. ir UAB „SEB investicijų valdymas“ – 27,63 proc., o uždaroji akcinė gyvybės draudimo ir pensijų bendrovė „Aviva Lietuva“ (UAGDPB) – 14,17 proc., kuri užima trečią vietą pagal valdomą turtą. Analogiškai valdymo įmonės pasidalijo ir fondų dalyvius.



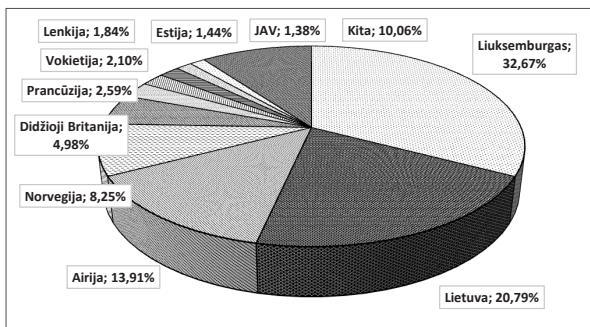
7.5 pav. II pakopos PF valdomo turto pasiskirstymas pagal PKB pensijų kaupimo bendroves), proc., 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Kaip matyti iš 7.6 pav., II pakopos pensijų fondų investicijos beveik po lygiai pasiskirstė tarp VVP (vyriausybės vertybinių popierių) (36,64 proc.) ir akcijų bei akcijų KIS (kolektyvinio investavimo subjektų) (35,73 proc.). Trečioje vietoje yra įmonių skolos vertybiniai popieriai ir skolos vertybinių popierių KIS (19,40 proc.). Pinigai ir indėliai užėmė tik 3,25 proc. visų PF investicijų dėl pastaruoju metu gana žemų indėlių palūkanų normų. Investicijos į išvestines finansines priemones kartu su kitais KIS ir kitomis investicijomis buvo tik 1,98 proc. bendro visų fondų turto.



7.6 pav. Apibendrintas II pakopos pensijų fondų investicijų pasiskirstymas, 2014 m. birželio 30 d., proc. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

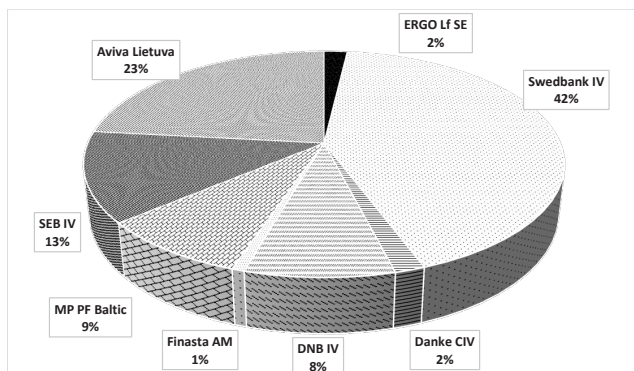
Kaip ataskaitoje skelbia Lietuvos bankas, II pakopos pensijų fondų investicijos pagal valiutas buvo didžiausios eurais ir sudarė 66,66 proc., o litais siekė tik 15,19 proc. Tačiau, analizuojant investuoto turto pasiskirstymą tarp šalių, didžiausia dalis teko Lietuvos rinkai (26,25 proc.) ir Liuksemburgui (23,33 proc.), o tai atitiko pusę visų fondų investicijų (7.7 pav.).



7.7 pav. Visų II pakopos pensijų fondų investicijų pasiskirstymas pagal šalis, 2014 m. birželio 30 d., proc. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

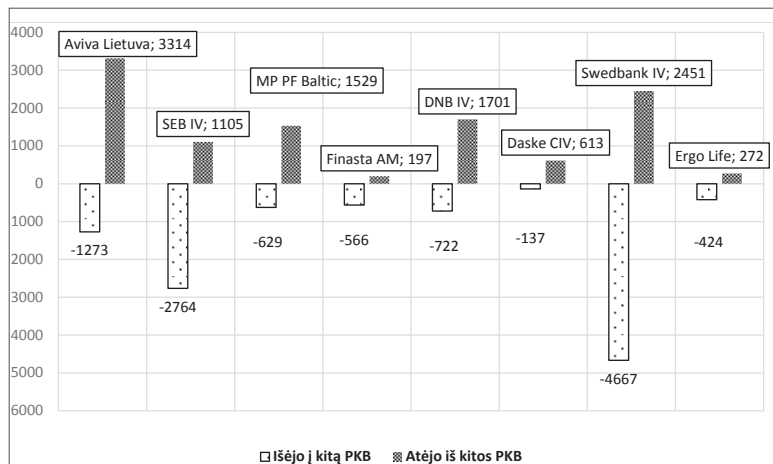
Naujai pasirašę II pakopos pensijų fondų sutartis dalyviai 2014 m. pirmą pusmetį daugiausia rinkosi „Swedbank IV“ (42,45 proc.) ir „Avi-

va Lietuva“ (23,29 proc.) (7.8 pav.). Tačiau mažiausio dalyvių susidomėjimo sulaukė „Finasta Asset Management“ (AM) (0,71 proc.) ir „Ergo Life Insurance SE“ (1,86 proc.).



7.8 pav. Naujų dalyvių pasiskirstymas pagal PKB, 2014 m. birželio 30 d., proc. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Nors investuotojai turi teisę keisti pensijų fondų valdymo įmones ir pačius pensijų fondus, tokia teise pasinaudojo tik apie 1 proc. dalyvių (7.9 pav.).

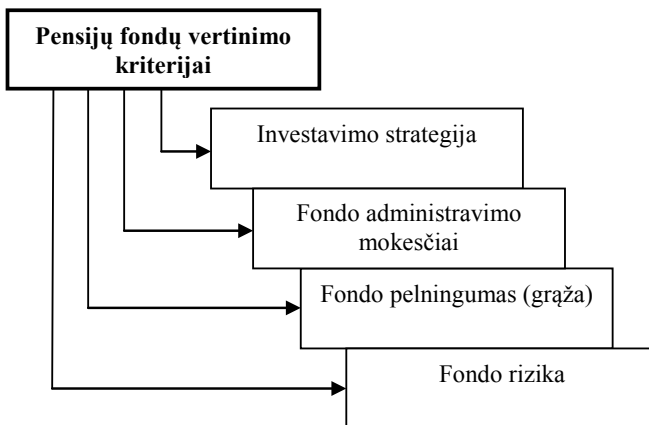


7.9 pav. PKB pakeitusių dalyvių pasiskirstymas, 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Daugiausia naujų investuotojų sulaukė „Aviva Lietuva“ (3 314) ir „Swedbank IV“ (2 451), tačiau „Swedbank IV“ ir daugiausia investuotojų neteko (4 667 pasirinko kitas pensijų kaupimo bendroves). Mažiausiai klientų prarado „Danske CIV“ (137) ir „Ergo Life Insurance SE“ (424 dalyvius), o mažiausiai sulaukė naujų dalyvių „Finasta Asset Management“ (197) ir „Ergo Life“ (272). Tokiems pasikeitimams įtakos turi tiek valdymo įmonių skelbiami veiklos rezultatai, tiek ir dalyvių noras / poreikis keisti investavimo strategiją, priklausomai nuo amžiaus grupės. Ataskaitoje pažymima, kad 4 289 dalyviai pakeitė pensijų fondą toje pačioje bendrovėje ir dažniausiai į didesnės akcijų dalies fondus, kadangi jie skelbė geresnius veiklos rezultatus. Tačiau pačią pensijų kaupimo bendrovę arba pensijų fondą per nagrinėjamąjį laikotarpį nusprendė pakeisti 1,36 proc. visų kaupiančiųjų II pakopos pensijų fonduose (15 471 dalyvis).

7.2.2. II pakopos pensijų fondų veiklos vertinimas

Susisteminius esminius privačių pensijų fondų vertinimo veiksnius, analizuojant privačių pensijų fondų investicijų grąžą atsižvelgiant į riziką, tikslinga vertinti tokius kriterijus kaip: investavimo strategija, fondo administravimo mokesčiai, fondo pelningumas (grąža), fondo rizika (7.10 pav.).



7.10 pav. Pensijų fondų vertinimo kriterijai
(Jurevičienė, Samoškaitė 2012)

Investavimo strategija. Šiuo atveju atsižvelgiama į pensijų fondų dalyviams siūlomas investavimo strategijas, gresiančią riziką bei rizikos ir pelningumo subalansuotumą (Klimaitė 2009). *Fondo administravimo mokesčiai.* Administravimo mokesčių išlaidos – tai išlaidos, kurias pensijų fondo dalyvis patiria dėl taikomų administravimo mokesčių kaupiant lėšas pensijų fonde (Klimaitė 2009). Yra išskiriamos dvi pagrindinės fondų administravimo mokesčių rūšys (Balčienė 2006): mokestis nuo įmokos, kuris skaičiuojamas nuo kiekvienos įmokėtos pinigų sumos (nustatytas maksimalus mokestis nuo įmokos svyruoja nuo 0 iki 1 proc.); mokestis nuo turto, kurio dydis priklauso nuo pensijų fondo sąskaitoje esančių lėšų ir kuris yra mokamas kasmet (nustatytas maksimalus mokestis nuo įmokos svyruoja nuo 0 iki 3,5 proc.). *Fondo pelningumas (grąža)* yra vienas iš svarbesnių rodiklių (Kalinauskas 2003). Fondo pelningumas – tai procentais išreikštas fondo apskaitos vieneto pokytis per pasirinktą laikotarpį. Vidutinis fondo pelningumas paprastai apskaičiuojamas pagal atskirų laikotarpių pelningumą (Žvirblis, Rimkevičiūtė 2010). Vidutinė metinė grąža – rodiklis, leidžiantis įvertinti fondų valdytojų veiklos rezultatus per metus (Balčienė 2006). Fondo grąža parodo, kiek vidutiniškai kiekvienais metais pakyla investicinio fondo vieneto vertė. Grąža per paskutinius metus parodo fondų skirtumus ir tendencijas, todėl pagal ją galima suprasti, kaip keičiasi konkreto atskiro fondo grąža, palyginti su kitais tos pačios grupės fondais (Šostakas, et al. 2006). *Fondo rizika.* Pensijų fondų investicijų rizika – galimybė, kad tikėtina investicijų portfelio grąža nebus uždirbta; ji vertinama, skaičiuojant pensijų fondų investicijų grąžos standartinį nuokrypį (Balčienė 2006). Vidutinis standartinis nuokrypis parodo, kiek faktinė metinė fondo grąža gali skirtis nuo vidutinės (laukiamos) fondo grąžos. Jei rizika yra didelė, gerais metais investuotojai gaus gerokai didesnę negu vidutinę (laukiama) grąžą. Tačiau blogais metais tikroji grąža gali būti ne tik kur kas mažesnė negu vidutinė (laukiama), bet ir būti nuostolių (Šostakas, et al. 2006). Standartinis nuokrypis įvertina, kiek fondo pelningumas buvo nukrypęs nuo vidutinio: kiek procentų daugiau ar mažiau už vidutinį savo pelningumą fondo vertė svyravo per tam tikrą laikotarpį (Tamošiūnienė, Kucko 2003).

Lietuvoje pensijų fondų valdymo įmonės fondų rezultatus skelbia viešai kas ketvirtį fondų priežiūros institucijos interneto svetainėje, kurioje pateikia fondo vieneto vertės pokytį, apskaičiuojamą lyginant galutinę fondo vieneto vertę su pradine fondo vieneto verte. Šis procentinis dydis

parodo, kiek per tam tikrą laiką padidėjo arba sumažėjo pensijų fondų dalyvių lėšos po to, kai jos pateko į pensijų fondų sąskaitą. Nors šis metodas yra tinkamas būdas įvertinti fondų valdymo bendrovės sugebėjimą pelningai investuoti lėšas, tačiau turi tam tikrų trūkumų: labiau tinka trumpojo periodo investicijų grąžai stebėti ir pensijų fondams palyginti, jis skaičiuojamas eliminuojant tik turto valdymo mokesčių, todėl neparodo grynojo pensijų fondų veiklos rezultato, visiškai neatsižvelgia į riziką. Dėl šių trūkumų kaip galimas problemos sprendimo būdas yra investicijų grąžai, atsižvelgiant į riziką, vertinti pasirinktas *Šarpo metodas* (Jurevičienė, Samoškaitė 2012).

Šarpo metodas suteikia galimybę palyginti skirtingos investavimo strategijos fondus tarpusavyje pagal grąžos ir rizikos santykį. Šarpo metodas, nors ir neišsprendžia mokesčio už įmokos eliminavimą problemos, tačiau, skirtingai nei fondo apskaitos vieneto vertės pokyčio metodas, nurodo investicijų grąžos ir prisiimamos rizikos sąryšį bei yra tinkamas vidutinio laikotarpio fondų veiklai vertinti. Šarpo rodiklis skaičiuojamas iš investicijos grąžos normos atimant nerizikingos grąžos normą ir gautą rezultatą padalijant iš bendros rizikos – vidutinio standartinio nuokrypio (Sharpe 1994):

$$S_i = \frac{R_i - R_F}{\sigma_i} \quad (7.1)$$

čia:

R – fondo vidutinė metinė grąža;

R_F – nerizikingos investicijos grąža;

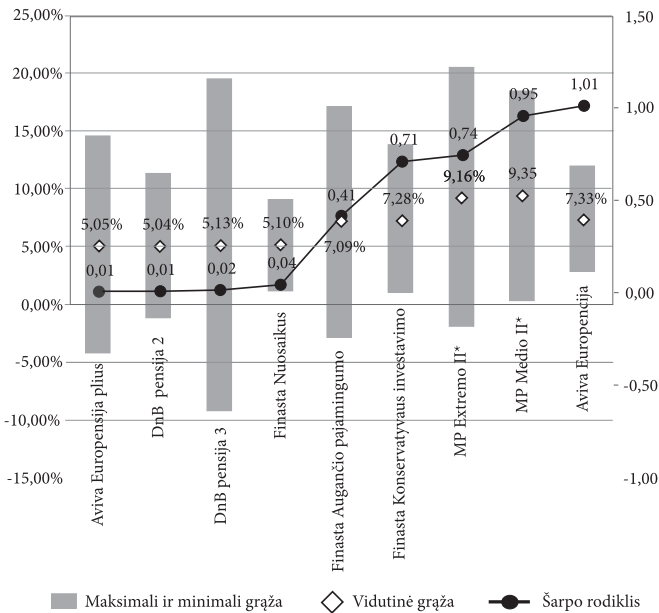
σ_i – vidutinės metinės grąžos vidutinis standartinis nuokrypis.

Lyginant kelias investicijų alternatyvas ar skirtingų portfelių pelningumą, atrenkami tie, kurių Šarpo koeficientas yra aukštesnis (Dzikevičius 2004).

Vertinant II pakopos pensijų fondų investicijų grąžą, atsižvelgiant į riziką (Jurevičienė, Samoškaitė 2012) buvo analizuojami 28 iš 2011 m. veikusių 30-ies ir pradėjusių veikti iki 2008 m. sausio 1 d. II pakopos pensijų fondai. Nors didžioji dalis šių pensijų fondų Lietuvoje veiklą vykdė septintus metus, Šarpo rodiklis buvo skaičiuojamas 2008–2011 m. birželio 30 d., imant trejų su puse metų laikotarpį (2011 m. metinių privačių pensijų fondų ataskaitų dar nebuvo pateikta). Pensijų fondų Šarpo rodikliui apskaičiuoti taikyti šie rodikliai (Jurevičienė, Samoškaitė 2012):

- pensijų fondų vidutinė metinė grąža (vidutinis investicinio vieneto vertės pokytis).
- vidutinis trejų metų investicinio vieneto vertės pokyčio standartinis nuokrypis.
- nerizikingos investicijos grąža.

Apskaičiavus Šarpo rodiklį, nustatyta, kad tik 9-ios pensijų fondų reikšmės iš apskaičiuotų 28-ių (7.11 pav.) buvo teigiamos. Pažymėtina, kad Šarpo rodiklis nėra taikomas, kai pensijų fondų grąža yra mažesnė už nerizikingą pajamingumą ir gaunamas neigiamas dydis, todėl galima tiesiog palyginti grąžos ir rizikos (standartinio nuokrypio) santykį. Tokius rezultatus lėmė nedidelis kai kurių pensijų fondų vidutinis metinis apskaitos vieneto vertės santykinis prieaugis, kuris buvo mažesnis už nerizikingo pajamingumo dydį – 5,02 proc.



7.11 pav. II pakopos privačių pensijų fondų grąžos įvertinimas atsižvelgiant į riziką (Jurevičienė, Samoškaitė 2012)

*didžiausia ir mažiausia metinė grąža apskaičiuota esant 95 proc. patikimumui pagal formulę $X \pm 2\sigma$

Teigiamą Šarpo rodiklį Vyriausybės obligacijų pensijų fondų grupėje turėjo: „Finasta“ konservatyvaus investavimo, „Finasta“ nuosaikus pensijų fondas ir „Aviva Europensija“. Teigiamas Šarpo rodiklis mažos akcijų dalies pensijų fondų grupėje buvo: „DNB pensija 2“, „Finasta“ augančio pajamingumo fonde ir „Aviva Europensija plus“. Vidutinės akcijų dalies pensijų fondų grupėje buvo 2 fondai, kurių Šarpo rodiklis teigiamas: „DNB pensija 3“ ir „MP Medio II“. Teigiamą Šarpo rodiklį akcijų dalies pensijų fondų grupėje turėjo tik vienas – „MP Extremo II“ fondas.

Visus analizuojamus fondus valdo keturios valdymo bendrovės: UAB „DNB investicijų valdymas“, UAB „Finasta Asset Management“, UAGDPB „Aviva Lietuva“ ir UAB „MP Pension Funds Baltic“. Kitų penkių valdymo bendrovių valdomų fondų Šarpo rodiklis yra neigiamas ir tai parodo, kad nuo 2008 m. iki 2011 m. birželio 30 d. laikotarpiu penkios iš devynių įmonių nesugebėjo sugeneruoti didesnės už prisiimtą riziką grąžos.

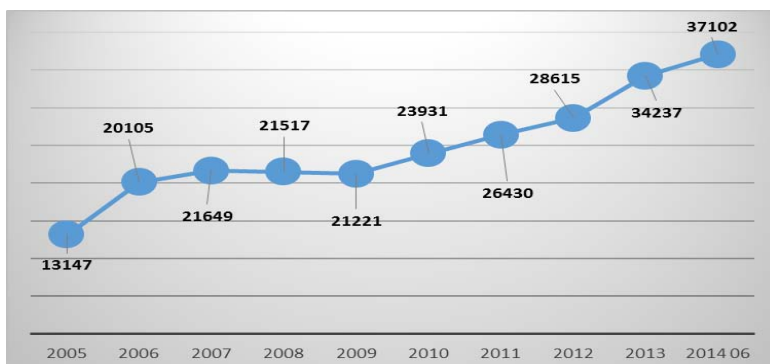
Itin žemas keturių fondų („Aviva Europensija plus“, „DNB pensija 2“, „DNB pensija 3“ ir „Finasta“ nuosaikus pensijų fondas) Šarpo rodiklis parodo, kad šiuose fonduose įnešto turto grąža investuotojų prisiimtą riziką kompensuoja ne itin efektyviai. Iš analizuojamų pensijų fondų daugiausia grąžos vienetų už vieną prisiimtą rizikos vienetą gali pasiūlyti atitinkamai akcijų dalies fondas „MP Extremo II“ (0,74) vidutinės akcijų dalies fondas „MP Media II“ (9,35) ir Vyriausybės obligacijų pensijų fondas „Aviva Europensija“ (1,01). Vyriausybės obligacijų dalies fondas „Aviva Europensija“, kurio Šarpo rodiklis – 1,01, yra daugiausiai grąžos vienetų už vieną prisiimtą rizikos vienetą siūlantis fondas. Reikšminga yra tai, kad nors „Aviva Europensija“ grąža, kuri siekia 7,33 proc., yra žemesnė nei kitų dviejų fondų: „MP Extremo II“ (9,16 proc.) ir „MP Media II“ (9,35 proc.), tačiau šio fondo Šarpo rodiklis yra didesnis. Tam didžiausią įtaką turi palyginti aukštos grąžos ir santykinai žemos rizikos santykis. Galima teigti, kad fondas „Aviva Europensija“ yra vienas iš geriausių pasirinkimų, renkantis tarp vyriausybės obligacijų pensijų fondų (Jurevičienė, Samoškaitė 2012).

Taigi rizikingesnė strategija dar negarantuoja gerokai aukštesnės grąžos ir didesnio Šarpo rodiklio. Lyginant „Finasta“ augančio pajamingumo ir „Finasta“ konservatyvaus investavimo pensijų fondus tarpusavyje, matyti (7.11 pav.), kad nors šių fondų grąža skiriasi nereikšmingai – atitinkamai 7,09 ir 7,28 proc., Šarpo rodiklis „Finasta“ konservatyvaus investavimo pensijų fondo (0,71 proc.) yra daug aukštesnis nei „Finasta“

augančio pajamingumo fondo (0,41 proc.). Tai patvirtina, kad rizikingesnė strategija dar negarantuoja geresnių rezultatų.

7.2.3. III pakopos fondų veikla Lietuvoje

III pakopos pensijų fondai Lietuvoje dažnai naudojami ir vietoje pasaulyje paplitusių profesinių fondų, t. y. į šiuos fondus investuoja ne tik patys gyventojai ar jų artimieji, bet ir darbdaviai, naudodami šias investicijas kaip lojalumo priemonę. III pakopos pensijų fondų investicinių vietų vertė 2014 m. augo vidutiniškai 5,8 %, jų valdomas turtas padidėjo 13,9 % – iki 148 mln. Lt (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014). Analizuojant III pakopos pensijų fondų veiklą ankstesniu laikotarpiu (7.12 pav.), matyti, kad nuo 2009 m. pradžios dalyvių skaičius pradėjo nuosekliai didėti ir 2014 m. birželio 30 d. sudarė 37 102. Palyginti su dalyvių skaičiumi, privačiai taupančių II pakopoje, tai yra 30 kartų mažiau, be to, III pakopos pensijų fondų skaičius vienam investuotojui nėra ribojamas, o II pakopoje kiekvienas dirbantysis gali turėti tik vieną sutartį.



7.12 pav. III pakopos pensijų fondų dalyvių skaičiaus kaita 2005–2014 m. (metų pabaigos išskyrus 2014 m. I pusmetį), vnt. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Nuo 2013 m. balandžio mėn. nebeveikia „Citadele papildomo savanoriško pensijų kaupimo fondas“, o nuo 2013 m. gegužės mėn. pradėjo veiklą naujas UAB „Danske Capital“ investicijų valdymo įsteigtas III pakopos pensijų fondas „Danske pensija plus“.

Analizuojant III pakopos fondus, matyti, kad pačių fondų ir juos valdančių valdymo įmonių rinkoje yra gerokai mažiau nei II pakopos. 2014 m. birželio 30 d. daugiau nei 82 proc. turto buvo sutelkta dviejų PKB fonduose: 51,26 proc. PF turto valdė UAB „SEB investicijų valdymas“ ir 31,02 proc. – UAB „DNB investicijų valdymas“. Trečioji ir ketvirtoji vietos pagal valdomo PF turto dalį (10,67 ir 5,96 %) teko UAB „Finasta Asset Management“ ir UAB „MP Pension Funds Baltic“. UAB „Danske Capital investicijų valdymas“ valdė 1,10 proc. turto (7.8 lentelė).

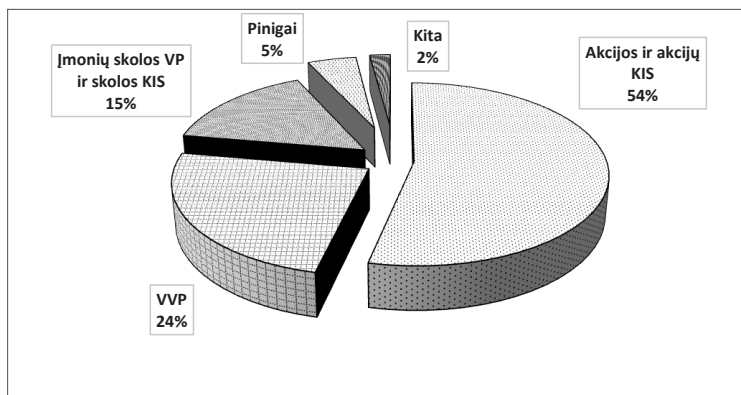
7.8 lentelė. III pakopos pensijų fondų rinkos duomenys, 2014 m. birželio 30 d.
(Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

VĮ pavadinimas	PF pavadinimas	Turtas, mln. Lt	Dalyviai
UAB „SEB investicijų valdymas“	„SEB pensija 1 plus“	16,82	1 454
	„SEB pensija 2 plus“	55,45	8 695
UAB „DNB investicijų valdymas“	„DNB papildoma konservatyvioji pensija“	1,61	1 448
	„DNB papildoma pensija“	37,74	18 346
	„DNB papildoma pensija 100“	4,38	1 864
UAB „Finasta turto valdymas“	„Finasta“ akcijų pensija plus	7,38	1 703
	„Finasta“ obligacijų pensija plus	7,66	1 577
UAB „MP PF Baltic“	„MP MEDIO III“	3,11	366
	„MP EXTREMO III“	5,29	915
UAB „Danske Capital investicijų valdymas“	„Danske pensija plus“	1,55	734
Iš viso		140,98	37 102

Nors Lietuvoje šie fondai nėra tokie populiarūs tarp investuotojų kaip antrosios pakopos, tačiau pastaraisiais metais dalyvių skaičius tolygiai auga (7.12 pav.). Dalyvių pasiskirstymas pagal PKB buvo panašus į turto pasiskirstymą (7.8 lentelė): daugiausia dalyvių pritraukė UAB „DNB investicijų valdymas“ valdomi fondai – 58,37 proc. ir UAB „SEB investicijų valdy-

mas“ – 27,35 proc., trečioje vietoje pagal dalyvių skaičių buvo UAB „Finasta Asset Management“ – 8,84 proc. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014).

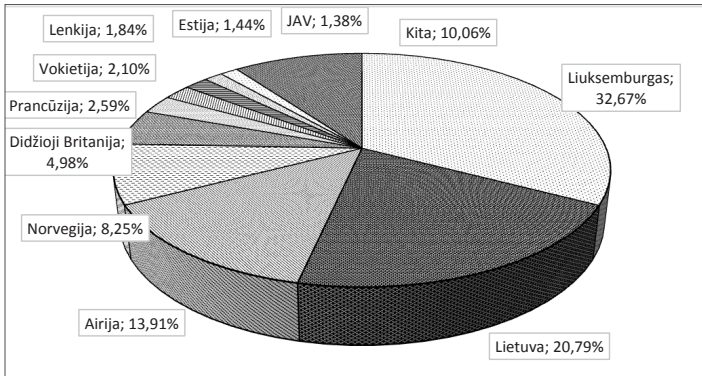
Analizuojant III pakopos pensijų fondų turto išsidėstymą 2014 m. viduryje (7.13 pav.), pažymėtina, kad daugiausia buvo investuota į KIS vienetus (66 proc.), iš kurių daugiausia užėmė akcijų KIS (52,16 proc. viso investicijų portfelio), o į investicijos grynai į akcijas sudarė tik 1,36 proc. portfelio. Tačiau drauge – investicijos į akcijas ir akcijų KIS – sudarė 53,52 proc., o į Vyriausybės VP – 24,23 proc.



7.13 pav. Apibendrintas III pakopos pensijų fondų investicijų pasiskirstymas, 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Iš pastarųjų didžioji dalis lėšų buvo investuota į Lietuvos Respublikos VVP (59,93 proc., arba 20,47 mln. Lt).

Kaip ir II pakopos pensijų fonduose, daugiausia buvo investuota eurai (58,35 proc.) turto, o litais tik 11,60 proc. Tačiau analizuojant investicijų išsidėstymą pagal šalis, daugiausia atiteko Liuksemburgui (32,67 proc. turto), o Lietuvai – 20,79 proc. (7.14 pav.).



7.14 pav. Apibendrintas III pakopos pensijų fondų investicijų pasiskirstymas pagal šalis, 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Kaip pažymi Lietuvos bankas, toks turto išdėstymas beveik nekinta nuo sistemos veiklos pradžios. Siekiant užtikrinti investuotojams tinkamą lėšų diversifikavimą ir profesionalų valdymą, didžioji dalis lėšų nukreipiama į užsienyje registruotus žinomų pasaulyje valdytojų valdomus fondus.

7.9 lentelėje pateikiama informacija apie atskirų III pakopos pensijų fondų pagrindinius veiklos rezultatus. Obligacijų fondų grupėje veikė tik du fondai, iš kurių pagal grąžą nuo 2014 m. pradžios geresnis rezultatas buvo „SEB pensija 1“ fondo. Vidutinė metinė grąža tiek per praėjusius trejus metus, tiek ir per penkerius metus buvo aukštesnė „Finasta“ obligacijų pensija plus fonde, bet ir didesnė rizika – standartinis nuokrypis buvo 3,26 proc. per penkerius metus.

7.9 lentelė. Pagrindiniai III pakopos pensijų fondų veiklos rezultatai, 2014 m. birželio 30 d. (Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II... 2014)

Fondo pavadinimas	Veiklos laikotarpis, metais	Investicijų į akcijas dalis	Fondo dydis, mln. Lt	FONDŲ GRĄŽA			LYGINAMOJO INDEKSO GRĄŽA ⁴⁰		RIZIKOS RODIKLIAI
				grąža ⁴¹ nuo metų pradžios, proc.	vidutinė metinė grąža ⁴² per praėjusius 3 metus, proc.	vidutinė metinė grąža ⁴³ per praėjusius 5 metus, proc.	vidutinė metinė lyginamojo indekso grąža per praėjusius 3 metus, proc.	vidutinė metinė lyginamojo indekso grąža per praėjusius 5 metus, proc.	
OBLIGACIJŲ FONDAI									
„Finasta“ obligacijų pensija plius	9,8	0 %	8,12	2,27	6,55	5,68	5,69	4,35	3,26
„DNB papildoma konservatyvi pensija“	1,0	0 %	2,43	2,01	-	-	Taikomas nuo 2013-10-07	Taikomas nuo 2013-10-07	-
„SEB pensija 1 plius“	9,9	iki 8 %	17,12	2,80	2,77	2,87	Taikomas nuo 2013-01-01	Taikomas nuo 2013-01-01	2,65
Svertinis vidurkis ⁴⁵				2,57	3,99	3,78	5,69	4,35	

40 Lyginamasis indeksas apibrėžiamas kaip pensijų kaupimo bendrovės pasirinktas rodiklis, su kurio kintanciai reikšme lyginama fondo investicijų portfelio investicijų grąža.

41 Apskaitos vieneto vertės pokytis. Juo atsižvelgiama į atskaitymus nuo turto, tačiau neatsižvelgiama į atskaitymus nuo įmokų, dėl to grynoji grąža yra mažesnė.

42 Apskaiciuota remiantis apskaitos vieneto vertės pokyčiu per nurodytą laikotarpį. Vidutinė metinė grąža gauta taikant geometrinį vidurkį.

43 Rodikliui apskaiciuoti naudoti mėnesiniai apskaitos vieneto vertių pokyčiai, rezultatas perskaiciuotas į metinį.

44 Standartinis nuokrypis parodo, kaip intensyviai per laikotarpį svyruoja fondo investicinio vieneto vertė. Kuo šis rodiklis didesnis, tuo didesnė rizika

45 Svertiniam vidurkiui apskaiciuoti naudotas 2014-09-30 dienos fondų grynujų aktyvų dydis

MIŠRAUS INVESTAVIMO PENSIJŲ FONDAI										
„DNB papildoma pensija“	9,9	iki 50 %	41,35	6,67	7,63	6,21	9,15	5,80	5,11	
„MP Medio III“	7,0	iki 70 %	3,30	5,47	8,93	5,73	Taikomas nuo 2013-01-01	Taikomas nuo 2013-01-01	6,27	
Svertinis vidurkis				6,58	7,73	6,17	6,58	7,73	6,17	6,17
AKCIJŲ PENSIJŲ FONDAI										
„DNB papildoma pensija 100“	7,0	iki 100 %	4,61	9,71	12,32	7,84	14,70	8,85	8,77	
„Danske pensija plus“	1,4	iki 100 %	1,91	2,56	-	-	Taikomas nuo 2013-05-13	Taikomas nuo 2013-05-13	-	
„Finasta“ akcijų pensija plus	9,8	iki 100 %	7,38	-2,48	8,37	3,65	2,27	-0,42	13,05	
„MP Extremo III“	7,0	iki 100 %	5,63	7,47	11,46	6,83	Taikomas nuo 2013-01-01	Taikomas nuo 2013-01-01	8,41	
„SEB pensija 2 plus“	9,9	60 % -100 %	56,39	7,46	11,68	7,51	Taikomas nuo 2013-01-01	Taikomas nuo 2013-01-01	9,81	
Svertinis vidurkis				5,80	9,08	6,31	6,51	11,37	7,09	
Iš viso			148,24				8,28	5,09		

Lietuvoje III pakopos mišraus investavimo pensijų fondai veikia tik du, iš kurių „DNB papildoma pensija“ vidutiniškai per penkerius metus generavo 6,21 proc. investicinę grąžą esant 5,11 proc. rizikai (atitinkamai „MP Medio III“ buvo 5,73 proc. grąža ir 6,27 proc. standartinis nuokrypis). Akcijų pensijų fondų grupėje visi veikiantys fondai iki 100 proc. investuoja į akcijas, išskyrus „SEB pensija 2 plus“, – 60–100 proc. Didžiausia vidutinė metinė grąža per praėjusius 5 metus buvo „DNB papildoma pensija 100“, o rizikingiausiai veikė „Finasta“ akcijų pensija plus, esant 13,05 proc. standartiniam nuokrypiui, ir uždirbo mažiausią grąžą grupėje – tik 3,65 proc. (7.9 lentelė).

7.2.4. III pakopos pensijų fondų veiklos vertinimas

Atliekant III pakopos pensijų fondų veiklos vertinimą (Jurevičienė, Volkova 2014) rodikliai buvo analizuojami analogiškai kaip ir II pakopos fondams (7.10 lentelė).

7.10 lentelė. III pakopos pensijų fondų veiklos analizės rodikliai ir jų reikšmės (Jurevičienė, Volkova 2014)

Vertinamas rodiklis	Įvertinimas
Fondo veikla atsižvelgiant į riziką ir grąžą	• Šarpo rodiklis – kuo aukštesnė reikšmė, tuo laikoma geresniu. Pasirinktas dėl jo naudojimo dažnumo ir privalumų.
Investavimo strategija	• Investavimo strategijų toje pačioje valdymo įmonėje skaičius – kuo daugiau pasirinkimų, tuo laikoma patrauklesne.
Dalyvių skaičius fonde	• Didesnis skaičius laikomas patrauklesniu. Parodo valdymo įmonės sugebėjimą pritraukti daugiau klientų, taip pat jų bendrą nuomonę.
Turto grynoji vertė	• Aukštesnis rodiklis laikomas patrauklesniu.
Fondo investavimo rizika	• Standartinis nuokrypis – žemesnė reikšmė yra patrauklesnė.
Fondo mokesčiai	• Bendras mokesčių rodiklis – žemesnė reikšmė – laikoma patrauklesne. Pasirinktas, nes apima daugumą mokesčių. • Skaičiuojant bendrą mokesčių rodiklį neatsižvelgiama į mokesčius nuo įmokų ir nuo turto procentine išraiška, siekiant gauti palyginamus rodiklius. Kuo žemesnė reikmė, tuo laikoma patrauklesniu.

Buvo atliekamas ekspertų grupės tyrimas Delfi metodu, vienu populiariausių ekspertinio tyrimo metodų (Berube, *et al.* 2011; Prioritetinė Lietuvos... 2008). Jis remiasi kelis kartus pateikto specialistų grupei klausimyno rezultatais. Gauti rezultatai pateikiami tai pačiai grupei po kiekvieno atsakymo. Šis būdas pasirinktas, siekiant sulygtinti galimus skirtingus mažos ekspertų grupės atsakymus, naudojant tą patį klausimyną, kuriame kelis kartus pateikti skirtingi atsakymai. Taigi, taikant šį metodą, klausimus galima pateikti ekspertams tiek kartų, kiek manoma esant reikalinga.

Atlikus ekspertų vertinimą Delfi metodu (Jurevičienė, Volkova 2014) buvo nustatyti pagrindiniai rodikliai, kuriais remiantis tikslinga vertinti pensijų fondus – tai Šarpo rodiklis, standartinis nuokrypis, bendras išlaidų rodiklis ir fondo turto grynoji vertė. Be to, ekspertai patvirtino, kad skirtingų investavimo strategijų pensijų fondai turi būti vertinami atskirai. Negana to, asmuo, rinkdamasis investavimo strategiją, būtinai turi atsižvelgti į tam tikrą informaciją: kiek metų jam liko iki pensijos, kokią riziką jis toleruoja, ar šie pinigai bus vienintelis pajamų šaltinis pensiniame amžiuje, ar tai ilgalaikė investicija ar ne. Vadinasi, žmogus turi įsivertinti sau priimtina rizikos lygį. Daugelis asmeninių bankininkų naudoja vadinamąjį SIP (standartizuotas investavimo pasiūlymas) klausimyną. Tai apibrėžta Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2009-11-26 priimtame išaiškinime dėl asmenų, per kuriuos teikiamos investicinės paslaugos, kompetencijos ribų. Šiame dokumente nurodyti privalomi tokios automatinės sistemos principai. Klientui, užpildžiusiam atsakymus į pateiktus standartinius klausimus apie investavimo patirtį, finansinę padėtį, rizikos toleranciją, investavimo tikslus ir pan., sistema automatiškai sugeneruoja pasiūlymą dėl konkrečios investavimo strategijos, geriausiai tinkančios tam klientui. Šis pasiūlymas apima tik konkrečias finansines priemones ar investavimo strategijas, o konkrečios strategijos ar VP pasirinkimo tikslų pasiūlymą suformuoja kvalifikuotas asmuo, turintis pripažintus profesionalumą patvirtinančius dokumentus. Tyrimo metu buvo išanalizuoti veike III pakopos pensijų fondai, o jų pagrindiniai duomenys pateikti 7.11 lentelėje.

7.11 lentelė Lietuvos III pakopos pensijų fondų rodikliai, 2012 m.
(Finansų rinkos dalyvių veikla, Lietuvos II... 2012)

Valdymo įmonė	Papildomo savanoriško (3 pakopos) pensijų fondo pavadinimas	Įsteigimo data	Turto grynoji vertė, mln. Lt	Dalyvių skaičius	Investicijų į akcijas procentas
	OBLIGACIJŲ PF				
UAB „Finasta investicijų valdymas“	„Finasta“ obligacijų pensija plus	2004	4,56	1 147	0 %
	SUBALANSUOTI PF				
UAB „DNB investicijų valdymas“	„DNB papildoma pensija“	2004	25,52	12 771	iki 50 %
UAB „MP PF Baltic“	„MP MEDIO III“	2007	2,15	291	iki 70 %
UAB „Citadelė investicijų valdymas „	„Citadelė papildomo savanoriško pensijų kaupimo fondas“	2005	0,52	52	iki 30 %
UAB „SEB investicijų valdymas“	„SEB pensija 1 plus“	2004	16,18	1 538	iki 30 %
	AKCIJŲ PF				
UAB „ DNB investicijų valdymas“	„DNB papildoma pensija 100“	2007	2,33	1 238	iki 100 %
UAB „Finasta investicijų valdymas“	„Finasta“ akcijų pensija plus	2004	6,23	1 645	iki 100 %
UAB „MP PF Baltic“	„MP EXTREMO III“	2007	3,48	829	iki 100 %
UAB „SEB investicijų valdymas“	„SEB pensija 2 plus“	2004	47,46	9 073	60–100 %
		Iš viso	108,44	28 584	

Šiame sąraše įtrauktas ir UAB „Citadelė investicijų valdymas“, nors nuo 2013 m. balandžio 17 d. Lietuvos banko priežiūros tarnyba priėmė sprendimą nutraukti šio fondo veiklą, todėl daugiau į šį fondą investuoti galimybės nėra.

Visapusiškai vertinant III pakopos pensijų fondų veiklą susidurta su tam tikromis problemomis. Metinėse ataskaitose trūko kai kurių duomenų, ypač pirmaisiais veiklos metais. Dažniausiai pirmaisiais metais fondai veikė ne visą periodą, todėl rekomenduotina vėlesniuose tyrimuose neanalizuoti pirmųjų metų pensijų fondų veiklos rezultatų. Visi fondai pagal ekspertų nustatytus ankščiau nurodytus rodiklius buvo suranguoti ir rezultatai pateikti lentelėje. Geriausių rezultatų tarp obligacijų ir subalansuotų pensijų fondų tiek 2004–2012 m., tiek ir 2007–2012 m. pasiekė „SEB pensija 1 plus“, o „Finasta akcijų pensija plus“ per tą patį periodą – tarp akcijų pensijų fondų (7.12 lentelė).

7.12 lentelė. III pakopos pensijų fondų ekspertų vertinimo ir vertinimo kriterijų svertinių rezultatų duomenys (Jurevičienė, Volkova 2014)

Pensijų fondas	Galutinis rangas 2004–2012 m.	Galutinė vieta 2004–2012 m.	Galutinis rangas 2007–2012 m.	Galutinė vieta 2007–2012 m.
„SEB pensija 1 plus“	22	1	10	1
„SEB pensija 2 plus“	56	2	27	2
„DNB papildoma pensija“	64	3	26	4
„DNB papildoma pensija 100“	–	–	50	4
„Citadele papildomo savanoriško pensijų kaupimo fondas“	–	–	19	3
„Finasta“ akcijų pensija plus	55	1	26	1
„Finasta“ obligacijų pensija plus	45	2	18	2
MP EXTREMO III	–	–	44	3
MP MEDIO III	–	–	50	5

Tyrimu nustatyta, kad asmuo gali priimti klaidingą sprendimą, vertindamas tik keletą rodiklių, neatsižvelgdamas į sisteminę III pakopos pensijų fondų vertinimą. Pavyzdžiui, pagal investavimo strategiją anali-

zuotu laikotarpiu blogiausi rezultatai buvo „Citadele papildomo savanoriško pensijų kaupimo“ fonde, o kitų akcijų fondų vertės buvo labai panašios ir apytikriai lygios. Tuo tarpu „DNB papildomos pensijos“ fondas pasižymėjo didžiausiu dalyvių skaičiumi ir turto grynąja verte. „Citadele papildomo savanoriško pensijų kaupimo fonde“ taip pat buvo žemi standartinio nuokrypio svyravimai ir mažiausias bendras mokesčių rodiklis, o geriausias rezultatas, atsižvelgiant į riziką ir pelną, tarp obligacijų ir subalansuotų III pakopos pensijų fondų buvo „Finasta“ obligacijų pensija plius fonde. Taigi minėti rezultatai dar kartą patvirtina III pakopos pensijų fondų vertinimo metodologijos būtinumą, nes pensijų fondus daugelis asmenų laiko patraukliu alternatyvaus pensijų kaupimo būdu ir alternatyva valstybinio socialinio draudimo pensijų fondams.

Teisingas pensijų fondo pasirinkimas visų pirma grindžiamas išvardytais rodikliais, bet ne mažiau svarbūs yra individualūs gyventojų tikslai, rizikos tolerancija bei investicinis horizontas – kaip ir renkantis bet kokį kitą investicinį fondą. Vyrauja nuomonė, kad vyresniems žmonėms neverta investuoti į privačius pensijų fondus dėl per trumpo investicinio laikotarpio. Sprendimą, ar pasirinkti II pakopos pensijų fondą, ar likti socialinio draudimo sistemoje, turėtų kiekvienas priimti individualiai, tačiau III pakopos pensijų fondai yra tinkami visiems, galintiems investuoti bent jau dešimt metų (dėl galimo investicinių fondų vienetų vertės neigiamų pokyčių finansinio nestabilumo laikotarpiais). Dar vienas privačių pensijų fondų privalumas – iš jų negalima atsiimti pinigų, kai jų prireikia, ar tiesiog panorėjus. Investuojant šiuose fonduose būtina sąlyga – atsiimti sukauptas lėšas galima tik sulaukus pensinio amžiaus (ar pagal šiuo metu galiojantį įstatymą Lietuvoje – ne anksčiau nei likus penkeriems metams iki pensijos). Ši sąlyga dar labiau disciplinuoja investuotojus ir priverčia juos kaupti pinigus pensiniam amžiui, kadangi nėra galimybės išleisti jų anksčiau.

8. Alternatyvios investicijos – individualaus portfelio diversifikavimo priemonė

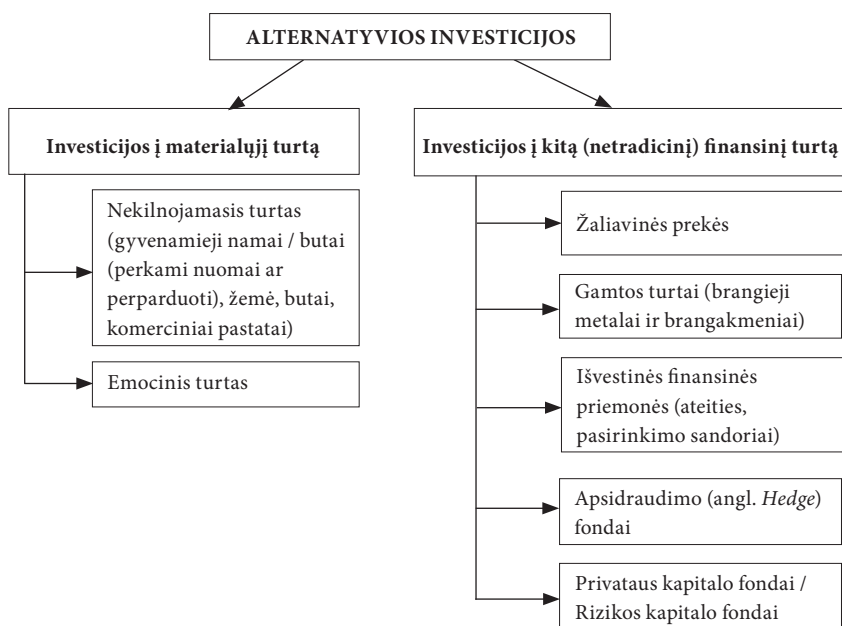
Nėra bendros nuomonės alternatyvių investicijų skirstymo požiūriu. Alternatyvių investicijų terminas vartojamas, kalbant apie netradicinius investavimo būdus. Nors literatūroje randama įvairių apibūdinimų, autoriai skirtingai apibrėžia alternatyvias investicijas, tačiau visi sutinka, kad alternatyvios investicijos yra tos, kurios neapima tradicinių investavimo būdų, tokių kaip akcijos ir obligacijos. Plačiausią klasifikaciją pateikia Skidmore (2010), kuris alternatyvioms investicijoms priskiria: rizikos draudimo fondus, nekilnojamąjį turtą, kolekcionuojamus daiktus (vyną, meno kūrinius, antikvarinius daiktus: monetas, senovinius automobilius ir t. t.), auksą ir kitus tauriuosius metalus bei brangakmenius, gamtinius išteklius (medieną, naftą, gamtines dujas), būsimus (išankstinius, ateities, apsigėitimo ir pasirinkimo) sandorius. Garner (2011) siūloma klasifikacija panaši: rizikos draudimo fondai, privataus kapitalo fondai, nekilnojamasis turtas, taurieji metalai ir kolekcionuojami daiktai. Bachman (2006) alternatyvias investicijas skirsto į: prekių išsigijimą, rizikos draudimo fondus ir tarptautines paprastąsias akcijas. Grande (2002) savo straipsnyje alternatyvias investicijas apskritai apibūdina kaip investicijas į kuro ir dujų rinką, prekių lizingą, nekilnojamąjį turtą, akcijų konvergavimo programas, o kaip svarbiausią alternatyvių investicijų rūšį įvardija rizikos draudimo fondus. Tačiau Kitcees (2006) savo straipsnyje „Alternative Investments“ (Alternatyvios investicijos) siūlo tokį alternatyvių investicijų grupavimą – tai visos investicijos, kurios nepatenka į tris tradicines investavimo priemonių klases: akcijų, obligacijų ir pinigų rinkos. Tokiomis investicijomis laikomos: investicijos į prekes, nekilnojamąjį turtą bei investicijos, kurios gali būti apibūdinamos pagal investicines strategijas, tai: investicijos į rizikos draudimo fondus, ateities sandoriai, pasirinkimo sandoriai ir t. t. Jurevičienė, Garanžienė (2013) alternatyvias investicijas apibūdina kaip privataus kapitalo fondus, ribotos rizikos kapitalo fondus, išvestines finansines priemones, nekilnojamąjį turtą, investicinę gyvybės draudimą, tarpusavio fondus, privačius pensijų fondus ir emocinį turtą.

Pagal Europos uždarojo tipo įmonių akcinio kapitalo ir rizikos kapitalo asociacijos tinklalapyje skelbiamus tyrimus (Private Equity... 2009) prie alternatyvių investicijų priskiriama: privataus kapitalo fondai; apsi-

draudimo (angl. *Hedge*) fondai; skolos fondai (angl. *Debt Funds*); nekilnojamasis turtas ir kt.

Visi sutinka, kad prie alternatyvių investicijų priskirtinos visos investicijos, išskyrus tradicines (akcijų, obligacijų ir grynųjų pinigų investicijas) (Private equity... 2009). Nesutarimų kyla tik dėl investicijų į nekilnojamąjį turtą priskyrimo – vieni tai traktuoja kaip tradicinę investicinę priemonę, kiti – kaip alternatyvią.

Taigi alternatyvias investicijas galima skirstyti į dvi stambias grupes (8.1 pav.): investicijos į materialųjį turtą (angl. *Tangible Assets*) ir investicijos į kitą (netradicinį) finansinį turtą.



8.1 pav. Alternatyvių investicijų skirstymas (parengta autorės)

Alternatyvios investicijos laikomos netradicinėmis ir apibūdinamos kaip investicijos, siūlančios alternatyvias investavimo galimybes ir pakeičiančios tradicines investavimo priemones, tokias kaip akcijas, obligacijas. Tačiau, kaip ir tradicinėmis investavimo priemonėmis, alternatyviosiomis investicijomis siekiama uždirbti pelno ir didinti asmens turtą (Hattingh 2004). Alternatyvios investicijos dažniausiai pasirenkamos dėl kelių priežasčių:

- diversifikuoti investicinį portfelį (siekiant sumažinti galimą riziką, paliekant galimybę užsidirbti pelną) (taikytina tiek materialiajam turtui, tiek kitam (netradiciniam) finansiniam turtui);
- patenkinti savo hobį / laisvalaikį (tai taikytina vadinamosioms investicijoms į materialųjį turtą – emocinį).

Jei pajamų gavimas iš tradicinių investavimo priemonių apibūdinamas kaip periodinės pajamos (palūkanos ar dividendai) ir pajamos pardavus turtą, tai, kalbant apie alternatyvias investicijas, dažniausiai minimas tik antrasis pajamų galimo būdas (išskyrus įvairius fondus ir nekilnojamąjį turtą, kai galimos pajamos iš nuomos). Kitos būdingos savybės (rizika, likvidumas, kaina, terminas, (ne) nusidėvėjimas) įvairioms alternatyvioms investicijoms yra skirtingos. Pavyzdžiui, emociniam turtui, būdingas mažas likvidumas ir mažos rizikos valdymo galimybė, o ribotos rizikos fondams būdingas tiek didelis likvidumas, tiek ir didelės rizikos valdymo galimybės.

Privataus kapitalo fondai – tai dalis platesnės alternatyvių turto klasių rūšies (t. y. priešingybė tradicinėms tiesioginėms investicijoms į viešai kotiruojamas akcijas ir obligacijas), kuri apima ir apsidraudimo (angl. *Hedge*) fondus, skolos fondus, prekes, nekilnojamąjį turtą ir pan. (Private Equity... 2009).

Alternatyvių investicijų pasirinkimas yra gana platus (8.1 pav.), bet svarbiausia yra suvokti pagrindinius tokių investicijų bruožus, dėl kurių jų įtraukimas į portfelį būtų naudingas investuotojui (8.1 lentelė).

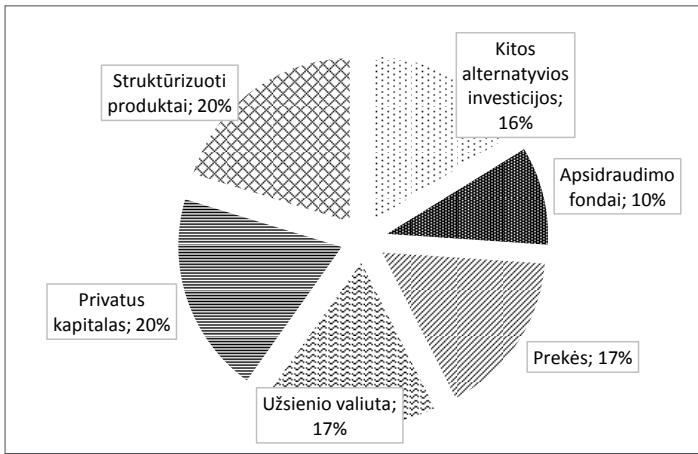
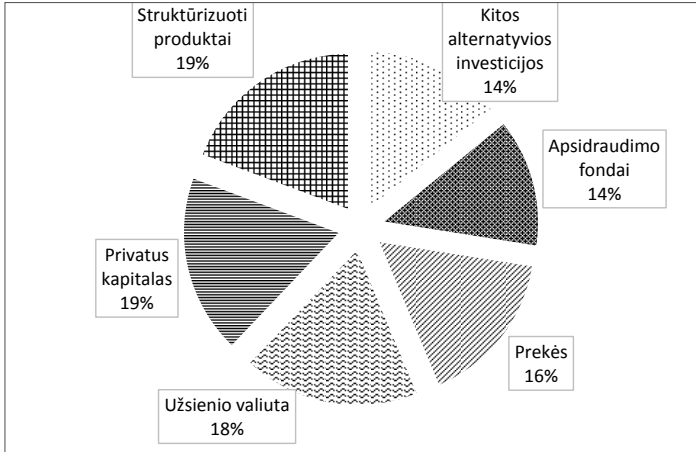
8.1. lentelė. Alternatyvių investicijų bruožai (Jurevičienė, Jakavonytė 2015)

Teigiami bruožai	Neigiami bruožai
Maža koreliacija su tradicinėmis investicinėmis priemonėmis.	Reikalauja nemažai lėšų ir žinių.
Didesnė grąža nei tradicinių investicinių priemonių.	Gali būti sunku nustatyti esamą jų rinkos vertę.
Platus investicijų pasirinkimas.	Gana nelikvidžios.
Gaunamas ne tik materialus, bet ir emocinis pasitenkinimas.	Alternatyvių investicijų rinkos mažiau informatyvios nei tradicinių.
	Neduooda periodinių pajamų.

Vienas iš svarbiausių alternatyvių investicijų bruožų yra maža koreliacija su tradicinėmis investicinėmis priemonėmis, todėl jos tinkamos portfeliui diversifikuoti (Baird's Advisory Services Research 2010). Taip pat daugelis investavimo specialistų pažymi, kad alternatyvios investicijos atneša didesnę grąžą negu tradicinės. Kadangi pelnas iš tokių investicijų yra gaunamas, parduodant turimą turtą kitam pirkėjui, todėl skirtumas tarp pirkimo ir pardavimo kainos turi būti nemažas, nes alternatyvios investicijos, priešingai nei tradicinės, negeneruoja periodinių pajamų (Jurevičienė, Garanžienė 2013). Tačiau šios investicijos pasižymi ir kitokiais bruožais, dėl kurių jos tampa labai rizikingos. Nors alternatyvios investicijos ir prieinamos plačiai visuomenei, tačiau lengviau pasiekiamos tik profesionaliems ir instituciniams investuotojams, kadangi reikalauja daug žinių ir pradinių lėšų. Taip pat tokios investicijos pasižymi reikalingos informacijos stoka, trūksta istorinių rizikos bei grąžos duomenų ir nelengva nustatyti jų vertę, priešingai, nei investuojant į tradicines investicines priemones, apie kurias lengviau surasti reikiamos informacijos ir duomenų (Guarasci 2010). Dar vienas neigiamas bruožas – (dažniausiai) žemas likvidumas, palyginti su tradicinėmis priemonėmis (Westminster Consulting 2012).

Apibendrinant alternatyvių investicijų bruožus pabrėžtina, kad, nepaisant didelio rizikingumo, pradinių finansinių lėšų ir žinių poreikio, didesnė jų grąža, palyginti su tradicinėmis investavimo priemonėmis, tai atlygina. Taigi alternatyvus investavimas kartu su tradiciniu investavimu gali padidinti arba stabilizuoti portfelio grąžą ir sumažinti jo riziką (Jurevičienė, Jakavonytė 2015).

„Word Wealth Report“ (2014) ataskaitoje apie turtingiausių pasaulio žmonių (HNWI – angl. *High Net Wealth Income*), kurių turimas investicinis turtas (išskyrus gyvenamąjį būstą, kolekcinės vertybes, vartojimo reikmenis ir ilgalaikes plataus vartojimo prekes) sudaro 1 mln. JAV dolerių arba daugiau, investicijų pasiskirstymą didžiausia dalis tenka struktūrizuotiems produktams ir apsidraudimo fondams (angl. *Hedge*) fondams tiek 2013 m., tiek ir 2014 m. I ketvirtį. Nors nereikšmingas pasikeitimas tarp investicijų skiriasi, bet struktūra abiem periodais išlieka ta pati – struktūrizuoti produktai, privatus kapitalas, užsienio valiuta, prekės, kitos alternatyvios investicijos ir apsidraudimo fondai (8.2 pav.).



8.2 pav. HNWI investicinio turto pasiskirstymas 2013 m. (viršuje) ir 2014 m. I ketvirtį (apačioje), proc. (World Wealth Report 2014)

8.1. Apsidraudimo fondų ypatumai

Apsidraudimo (angl. *Hedge*) fondai parduoda akcijas pasiturintiems individualiems ir instituciniams investuotojams. Istoriskai jų niekas nereguliuo, taip pat jų negalima reklamuoti. Dauguma apsidraudimo fondų yra sukurti kaip ribotos atsakomybės bendrovės. Dauguma apsi-

draudimo fondų aptarnauja investuotojus, kurių grynoji nuosavybė yra 1 mln. JAV dolerių arba daugiau. Kai kurie apsidraudimo fondai leidžia investuotojams atsiimti savo investicijas, bet reikalauja išankstinio įspėjimo prieš 30 dienų ar daugiau. Investicinės strategijos, kurias naudoja apsidraudimo fondai, apima išvestinius finansinius instrumentus, akcijų pardavimus ir skolintų pinigų naudojimą investicijoms į akcijas, kad padidintų investicijų grąžą. Taigi apsidraudimo fondai orientuojasi į didelę grąžą, bet yra susiję su labai didele rizika. Apsidraudimo fondų veikla nėra viešinama. Nors kai kurie apsidraudimo fondai veikia sėkmingai, nemažai jų yra bankrutavę. Pagrindinės savybės, skiriančios apsidraudimo fondus nuo įprastų, pateiktos 8.2 lentelėje.

8.2 lentelė. Skirtumai tarp apsidraudimo (angl. *Hedge*) ir įprastų tarpusavio fondų (parengta autorės)

Apsidraudimo	Įprasti
Absoliuti grąža	Santykinė grąža
Valdymas paremtas profesionalumu	Valdymas paremtas turto klasių savybėmis
Nuo strategijos priklauso likvidumas ir skaidrumas	Didelis investicijų likvidumas ir skaidrumas
Galima rinktis ilgas ir trumpas pozicijas, skolintis, investuoti į išvestines finansines priemones	Galima rinktis tik ilgas pozicijas
Aktyvus valdymas, sumažėjusi neigiamų vertės pokyčių tikimybė	Fondų vertės svyravimai priklauso nuo rinkos svyravimų

Svarbu paminėti leidžiamas taikyti apsidraudimo fondų investavimo strategijas. Skirtingai nuo įprastų tarpusavio fondų, kurie gautus pinigus investuoja į skirtingų klasių vertybinių popierių įsigijimą (ilga pozicija), apsidraudimo taiko tiek turto pardavimo strategijas, tiek ir skolintų pinigų investavimą, o tai gali sukelti ypač didelių neigiamų pasekmių dėl rinkų nestabilumo, tačiau sudaro galimybes gauti ir didesnę grąžą, priklausomai nuo teigiamų pasikeitimų rinkose.

8.2. Rizikos kapitalo fondų plėtra

Be ankščiau išvardytų fondų, būtina paminėti sparčiai besiplečiančius vadinamuosius privataus kapitalo ar rizikos kapitalo fondus (8.1 pav.). Rizikos kapitalo fondų atsiradimą finansų rinkoje lėmė susidariusi tarpė tarp kapitalo ir paskolų rinkų. Kapitalo rinka tapo tik stambių akcinių bendrovių finansavimo šaltiniu, o kredito įstaigos – stabiliai veikiančių, veiklos istoriją turinčių bendrovių finansavimo šaltiniu. Tačiau daug sparčiai augančių mažų ir vidutinių įmonių, siekdamos gauti finansavimą, susiduria su sunkumais. Dažnai tokios įmonės yra itin perspektyvios, turinčios aukštą investicinę grąžą, bet kartu ir labai rizikingos, todėl negalinčios gauti lėšų tradicinėse finansų bei kredito įstaigose. Pirmosios rizikos kapitalo operacijos buvo pradėtos vykdyti jau tuoj pat po Antrojo pasaulinio karo Jungtinėse Amerikos Valstijose. Tuo pačiu periodu Didžiojoje Britanijoje buvo įkurta Pramonės ir komercijos finansų korporacija, kuri 1983 m. buvo pervadinta į „3i Group Plc“. Rizikos kapitalas augo abipus Atlanto, nors didžioji dalis Europos rizikos kapitalo industrijos susiformavo per spartaus augimo laikotarpį, prasidėjusį 1980 m. (Christofidis, Debande 2001). Nepaisant ankstyvaisiais 1990 m. prasidėjusios recesijos, rizikos kapitalo augimas didele dalimi prisidėjo prie mikroprocesorių ir biotechnologijų industrijų plėtojimo per pastaruosius dvidešimt metų. Dėl to rizikos kapitalas tapo artimai siejamas su aukštųjų technologijų sektoriumi ir dažnai įvardijamas kaip inovacijų kertinis akmuo (Jurevičienė, Martinkutė 2013).

Rizikos kapitalas – tai lėšos, dažniausiai priskiriamos „alternatyvioms investicijoms“. Šias lėšas rizikos kapitalo fondai pritraukia iš įvairių institucinių ir privačių investuotojų, kurie siekia diversifikuoti savo investicijas ir yra pasiryžę prisiimti didesnę riziką, tikėdamiesi didesnės grąžos. Bendrame investuotojų portfelyje šios lėšos dažniausiai nesudaro daugiau kaip 10 proc., žinoma, priklausomai nuo rizikos tolerancijos. Iš čia ir pavadinimas – rizikos kapitalas – siekiama gauti kuo didesnę grąžą prisiimant santykinai labai didelę riziką. Kad ir kaip būtų, augant rizikos kapitalo veiklai, jie tapo labiau formalizuoti bei buvo sukurtos ribotos atsakomybės rizikos kapitalo įmonės, valdančios rizikos kapitalo fondus. Laikui bėgant, buvo įvestas labiau bendrinio pobūdžio terminas „privataus kapitalo investicijos“, kuris apima plataus pobūdžio operacijas, susijusias su investicijomis į kompanijas, teikiančias aukštą grąžą.

Rizikos kapitalo fondai yra aukštos rizikos verslo investicija, visų pirma priklausanti nuo kompanijos, į kurią investuojama, stipraus verslo plano ir inovatyvių produkto idėjų bei pajamų, kurias generuoja (Jurevičienė, Martinkutė 2013).

1983 m. pervadinus Europos privataus kapitalo ir rizikos kapitalo asociaciją buvo įkurta Europos rizikos kapitalo asociacija (EVCA, angl. *European Venture Capital Association*). Europos rizikos kapitalo asociacijos apibrėžimas nusako, kad fondai yra naudojami aprūpinti nuosavo kapitalo įmonėms, nekotiruojamoms akcijų biržoje. Taip pat jis paaiškina, kad privatus kapitalas gali būti naudojamas naujoms technologijoms ir produktams plėtoti, apyvartiniam kapitalui didinti, įsigijimams (angl. *Acquisitions*) ar siekiant sustiprinti kompanijos balansą. Privatus kapitalas taip pat gali padėti išspręsti nuosavybės ir valdymo klausimus – nustatyti eiliškumą šeimai priklausančiose įmonėse dėl akcijų išpirkimo arba dėl verslo supirkimo (kurį nupirktų patyrę vadybininkai). Europos rizikos kapitalo asociacija apibūdina rizikos kapitalą kaip „privataus kapitalo investicijas verslo įkūrimui, ankstyvam vystymui ar plėtrai“ (European Venture Capital Association 2012).

Lyginant privataus kapitalo fondus su apsidraudimo fondais, išskiriami šie skirtumai (8.3 lentelė).

8.3. lentelė. Apsidraudimo ir privataus kapitalo fondų skirtumai (parengta autorės)

Bruožas	Apsidraudimo fondas	Privataus kapitalo fondas
TRUKMĖ	Neribota	Paprastai 10–12 m.
LIKVIDUMAS	Gana likvidūs	Nelikvidūs
FORMA	Atviri ir uždari, galimas kapitalo išėmimas	Uždari fondai
KAPITALAS	100 proc. investuojama pasirašymo metu	Priklauso nuo įsipareigojimų investuoti
VALDYMO MOKESTIS	Priklauso nuo fondo turto	Priklauso nuo įsipareigoto investuoti kapitalo
SĖKMĖS MOKESTIS	Mokamas kartą per metus nuo realizuoto ir nerealizuoto pelno	Mokama tik pardavus investicijas ir realizavus turimą

Europos komisija Tarptautinių rinkų ir paslaugų padalinio parengtoje ataskaitoje (2006) apibūdina Europoje ir JAV vartojamos terminologijos skirtumus (8.4 lentelė). Priklausomai nuo konkrečios įmonės tikslų, skiriasi ir kapitalo pavadinimas. Europoje vadinamasis *rizikos kapitalas* dažniausiai siejamas su investavimu į pradedančias įmones (vadinamas „start-up“), finansuoja vertės kūrimą ir užima pagrindinę dalį visame privatus kapitalo finansavimo cikle. Investuotojai aktyviai dalyvauja nustatant įmonės strategiją, įdarbina įmonės vadovus, organizuoja tolesnių finansinių šaltinių paiešką ir derasi su didelėmis korporacijomis dėl paskesnės partnerystės (Jurevičienė, Martinkutė 2013).

8.4 lentelė. Terminologijos skirtumai Europoje ir Jungtinėse Amerikos Valstijose (European Commission 2006)

	Privatus kapitalo industrija		
Europa	Rizikos kapitalas	Plėtros kapitalas	Įsigijimo kapitalas
Jungtinės Amerikos Valstijos	Rizikos kapitalas		Privatus kapitalas

Plėtros kapitalas specializuojasi vėlesniuose įmonių gyvavimo etapuose (plėtros) ir finansuoja veikiančių pelningų įmonių kontrolinės kapitalo dalies įsigijimą bei pasirašo naują emisiją. Įsigijimo arba išpirkimo kapitalo (angl. *Buy-outs*) įmonės kartu su jų valdytojais ar su nauja valdymo komanda įsigyja ne mažesnę kaip kontrolinę akcijų paketą. Dažniausiai naudojami įmantrūs finansavimo būdai, apimantys ir banko finansavimą. Įsigijimo arba išpirkimo kapitalo fondai dažniausiai įsigyja buvusį šeimos verslą, nepagrindinį didelės korporacijos filialą, privatizuodami įmones, įtrauktas į biržos prekybos sąrašą, ir parduodami finansiniams akcininkams. Įsigijimo arba išpirkimo kapitalo fondai nesispecializuoja jokiaje šakoje. Taigi rizikos kapitalas investuoja į tokią veiklą, kuri jau turi sukūrusi savo produkto prototipą, arba yra paleista bandomoji gamyba. Taip pat rizikos kapitalo fondas gali būti naudojamas kaip finansavimo priemonė, nepriklausomai nuo to, ar tai naujai steigiama įmonė, ar vykdoma jau egzistuojančios įmonės plėtra (Jurevičienė, Martinkutė 2013). Išskiriamos keturios įmonės veiklos stadijos, kai reikalingas finansavimas. Christofidis, Debande (2001) savo darbe jas aiškina taip:

Pirminė kapitalo stadija (angl. *Seed*). Šioje stadijoje kapitalas yra reikalingas verslo idėjai plėtoti, tyrimams ir tolesnei veiklai finansuoti, nuo jų rezultatų priklauso paskesnė įmonės veikla. Pirminio kapitalo stadija apibūdinama kaip pradinis kapitalas, kuris naudojamas produktui ir / arba paslaugai plėtoti, patentų paraiškoms pateikti, rinkos tyrimams ir verslo partnerių paieškai. Pagrindinis dėmesys yra skiriamas verslo idėjos pagrįstumo ir įmonės pasirengimo pradėti veiklą nagrinėjimui. Šioje stadijoje įmonės steigėjai kuria verslo modelį, nustato įmonės tikslus ir apgalvoja ilgo laikotarpio strategiją. Rizikos kapitalistai šioje stadijoje investuoja, kai dar kompanija neegzistuoja arba nėra sukurto produkto prototipo. Investuotojai šioje stadijoje veikia aktyviai, perteikia turimas žinias ir praktiką. Jų investavimas pagrįstas tikėjimu, kad naujos idėjos ir inovatyvūs produktai, naudojant tinkamą strategiją, gali atnešti didelį pelną ateityje.

Pradžios stadija (angl. *Start-up*). Jei produktas arba paslauga yra tinkama toliau plėtoti, tai investavimo procesas pereina į antrąją stadiją, vadinamą pradžios stadija. Verslo planas yra pristatomas rizikos kapitalo fondui. Taip pat šioje stadijoje jau yra suformuota įmonės valdyba, kurioje vietą užima ir atstovas iš rizikos kapitalo fondo. Taip jis prižiūri kompanijos pajėgumą vykdyti savo veiklą. Pradinėje stadijoje produktas jau įgauna formą – yra sukurtas ir visiškai išbandytas prototipas. Išskirtiniais atvejais jau būna pritraukti klientai, kad galėtų vykti pradiniai pardavimai. Vadybininkų komanda sukuria produkto gamybos liniją, tačiau savo veiklos įmonė dar nevykdo.

Ankstyvosios plėtros stadijos (angl. *Second / Third Stage*) skiriamasis bruožas yra tas, kad įmonė jau turi bent vieną paklausą turintį produktą. Finansavimas yra reikalingas produkto apimtims ir gamybos pajėgumams didinti, siekiant išsiskverbti į naujas rinkas ir pan. Šioje stadijoje labai svarbus yra įmonės vadybininkų darbas. Jei rizikos kapitalo fondas supranta, kad jai trūksta vadybinių įgūdžių, gali pasiūlyti restruktūrizuoti valdybos sudėtį ir pradėti šią stadiją iš naujo. Jei veikla plėtojasi itin blogai, rizikos kapitalo fondas gali nutraukti finansavimą. Šioje stadijoje įmonė dar negeneruoja pinigų srautų.

Ekspansijos stadija (vėlyvoji plėtra) (angl. *Bridge Stage*) – paskutinė, kai rizikos kapitalo fondas teikia finansavimą. Įmonė yra subrendusi ir veikia pelningai. Finansavimas įmonei yra reikalingas siekiant, kad jos akcijos būtų kotiruojamos biržoje. Šios stadijos struktūra yra tokia, kad

ji gali atsipirkti iš viešųjų pirkimų. Vėlyvosios stadijos finansavimas taip pat gali apimti pagrindinių akcininkų restruktūrizavimą.

Kiekvienas rizikos kapitalo fondas pagal savo investavimo strategiją pasirenka, į kurią įmonės veiklos stadiją investuoti. Kuo ankstyvesnė stadija, tuo didesnė yra ir prisiimama rizika, ir laukiamas pelnas (Jurevičienė, Martinkutė 2013). Mayer, *et al.* (2003) išskiria investuotojų tikslus ir su jų įgyvendinimu susijusią politiką (8.5 lentelė), priklausomai nuo rizikos kapitalo fondo investuotojo tipo.

8.5 lentelė. Rizikos kapitalo investuotojai ir jų investavimo politika (Mayer, *et al.* 2003)

Rizikos kapitalo fondų investuotojų tipai	Investuotojo interesas	Investavimo politika
Privatūs	Tik pelnas	Aukštųjų technologijų sektoriai, ankstyvos stadijos įmonės, augimą generuojančios įmonės
Bankų antrinės įmonės	Pelnas / paslaugų klientams išplėtimas	Tradiciniai sektoriai, vėlesnės vystymosi stadijos įmonės
Draudimo kompanijos antrinės įmonės	Tik pelnas	Tradiciniai sektoriai, ankstyvos vystymosi stadijos įmonės
Didelių įmonių antrinės įmonės	Pelnas / inovacijų diegimas susijęs su įmonės pagrindine veikla	Sektoriai, kuriuose vykdo veiklą pagrindinė kompanija, ankstyvos stadijos įmonės
Valstybinės įmonės	Plėtoti naujus sektorius ar atskiras įmonių grupes	Aukštųjų technologijų sektoriai, ankstyvos stadijos įmonės

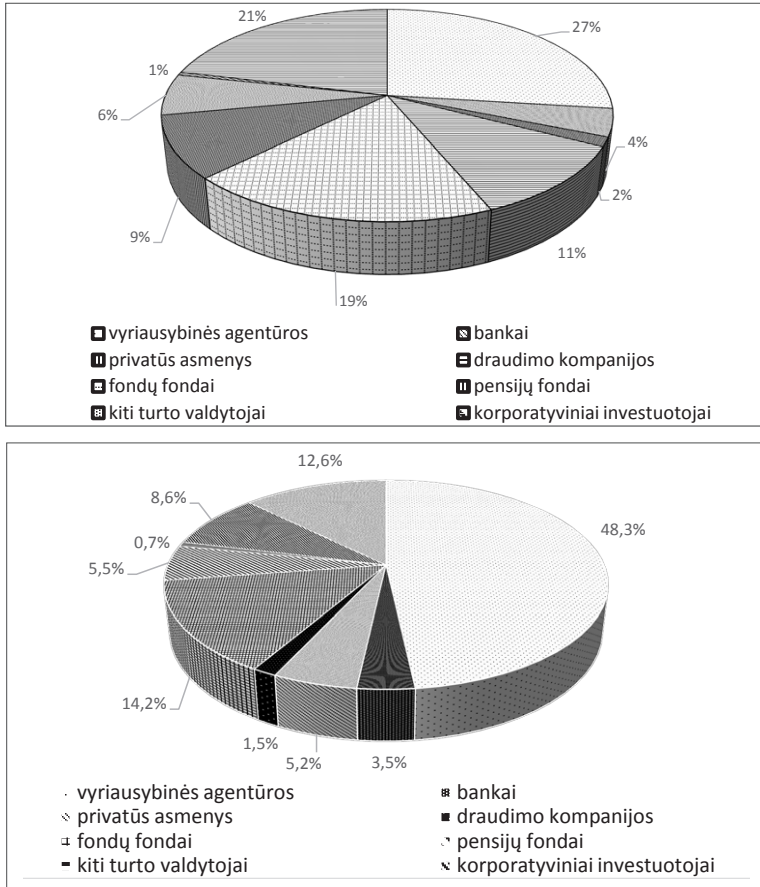
Kaip matyti, privatūs investuotojai iš šių investicijų tikisi gauti pelno, dažniausiai renkasi investuoti į aukštųjų technologijų sektorius, ankstyvosios stadijos įmones, augimo potencialą turinčias įmones. Rizikos kapitalo fondai įsigyja dalį įmonės akcijų, išvysto įmonę ir vėliau savo

dalį parduoda, siekdamas uždirbti pelno. Rizikos kapitalo finansavimo trukmė siekia apie 3–5 metus, o privataus kapitalo – 10–12 metų. Dažniausiai rizikos kapitalo fondai nesiekia dalyvauti įmonės valdyme, o finansuoja ir prižiūri investicijas.

Rizikos kapitalo fondai ar rizikos kapitalo organizacijos didina savo kapitalą periodinėmis, o ne nuolat gaunamomis lėšomis. Šios įmonės pagrindinius ryšius palaiko su investuotojais, kurie jiems teikia kapitalą. Rizikos kapitalo fondai gali būti „nepriklausomi“, juos gali valdyti privatus asmenys arba jie gali būti privačios finansinių institucijų, tokių kaip bankai ar draudimo kompanijos antrinės įmonės, arba kitoms įmonėms investuojant pagrindinių kompanijų vardu bei esant išoriniams investuotojams. Rizikos kapitalo fondų įmonėse gali svyruoti nuo vieno investuotojo iki komandų, sudarytų iš įvairaus, dažniausiai riboto, skaičiaus investicijų valdytojų, retai kada siekiančių dešimt asmenų, paprastai apsiribojančių penkiais ar mažiau. Akivaizdu, kad investicijų valdytojams padeda analitikai ir pagalbiniai darbuotojai, kurie gali padvigubinti ar net patrigubinti bendrą įmonės patikimumą (Jurevičienė, Martinkutė 2013).

Rizikos kapitalo fondo investuotojai gali būti tiek fiziniai, tiek juridiniai asmenys. Kadangi investuojama į didelį potencialą turinčias įmones, tai investuotojais dažnai tampa ir finansinės institucijos (draudimo kompanijos, bankai, pensijų fondai), net valstybė.

Remiantis anksčiau minėtos Europos rizikos kapitalo asociacijos (EVCA) duomenimis, privataus kapitalo fondų pagrindiniai finansavimo šaltiniai Centrinėje ir Rytų Europoje buvo (8.3 pav.): vyriausybės agentūros – 27 proc. 2012 m. ir 48 proc. 2013 m., fondų fondai – 19 proc. 2012 m. ir 14,2 proc. 2013 m., pensijų fondai – 9,4 proc. 2012 m., tačiau 2013 m. trečias pagal dydį šaltinis buvo korporatyviniai investuotojai – 8,6 proc. Privačių asmenų investicijos sudarė 4 proc. 2012 m. ir 5,2 proc. 2013 m.



8.3 pav. Centrinės ir Rytų Europos šalių privataus kapitalo fondų pagrindiniai šaltiniai (viršuje – 2012 m., apačioje – 2013 m., proc.) (Central and Eastern... 2013)

Lietuvos rizikos ir privataus kapitalo asociacijos duomenimis, Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo fondai vien 2014 m. investavo į startuolius ir jaunas įmones beveik 13 mln. eurų. Per pastaruosius ketverius metus tokios milžiniškos sumos jau pasiekė 72 verslo subjektus. Kone 50 jų – jauni, pirmuosius žingsnius žengiantys verslai. Juos eiti entuziastams padeda penki pagal JEREMIE iniciatyvą įkurti rizikos kapitalo fondai (vienas jų yra Verslo angelų fondas), kuriuos valdo keturių rizikos kapitalo fondų valdytojai. Lietuvoje iš viso veikia apie aštuonios privataus

ir rizikos kapitalo fondų valdytojų komandos (Lietuvos rizikos ir privataus... 2014). Šios asociacijos duomenimis, Baltijos šalių rizikos kapitalo (toliau – RK) rinka yra gana jauna, tačiau sparčiai besivystanti, palyginti su kitomis valstybėmis. Privataus akcinio kapitalo investicijų nuo BVP rodiklis Lietuvoje didžiausias buvo 2011 m. ir siekė (0,087 proc.), 2013 m. – apie 0,053 proc., tačiau nepaisant teigiamų rezultatų šioje rinkoje, Lietuvos vidurkis yra daugiau nei 4 kartus mažesnis už bendrą Europos vidurkį.

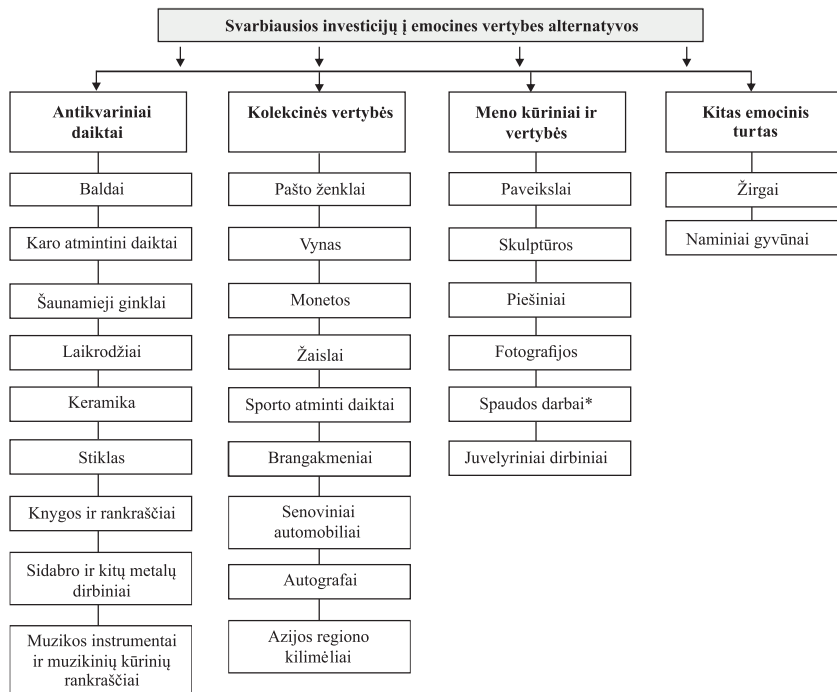
Visgi Lietuvoje išlieka sunkumų, analizuojant rizikos kapitalo fondų veiklą dėl viešai prieinamos informacijos trūkumo bei menko pačios rizikos kapitalo rinkos išsivystymo. Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo fondai iš esmės neinvestuoja į tik pradėjusias kurtis įmones, vadinamas „start-up“. Dažniausiai šių fondų investicijos nukreiptos į jau egzistuojančių įmonių plėtros finansavimą.

Nors Centrinės ir Rytų Europos šalyse rizikos kapitalo fondų struktūroje privačios investicijos sudaro tik 5,2 proc. (8.3 pav.), per metus jos padidėjo daugiau nei dvigubai, o tai reiškia, kad ši investavimo priemonė populiarėja ir mūsų kraštuose. Ši priemonė populiarėja tarp verslininkų, gal net dažniau tarp buvusių verslininkų, kurie turėdami sukaukę gana didelius finansinius rezervus investuoja į kitų jaunų verslininkų idėjas, sėkmės atveju tikėdamiesi atitinkamos grąžos.

Neturintieji patirties versle, bet norintieji diversifikuoti savo investicijas renkasi ir kitas alternatyvias investavimo priemones – daiktines, kurios kartu gali būti siejamos ir su hobiu, ar tiesiog noru pajavairinti savo portfelį, tikintis ir tam tikros grąžos.

8.3 Investavimo į emocinį turtą galimybės

Dažniausiai pasitaikančias alternatyvias investicijas, priskiriamas emocinio turto grupei, galima suskirstyti į keturias stambias grupes: antikvariniai daiktai, kolekcinės vertybės, meno kūriniai ir vertybės bei kitos investicijos, kurios negali būti priskirtos pirmoms trimis paminėtoms kategorijoms (Jurevičienė, Garanžienė 2013). Konkrečios investicinės priemonės, priskirtinos kiekvienai iš minėtų grupių, pateikiamos 8.4 pav.



8.4 pav. Svarbiausios investicijų į emocines vertybes alternatyvos
(Jurevičienė, Garanžienė 2013)

* *spaudos darbai, tai graviūra, ksilografija, litografija ir kitokio pobūdžio raizinių menas (raiziniai medienoje, metalo lakštuose, ant stiklo, smėlio ir kt.)*

Antikvarinių daiktų grupei priskiriami meno kūriniai, iliustracijos ir pan. kolekcijos, daiktai, sukurti iš bronzos, marmuro, terakotos, molio ar (ne) glazūruoto porceliano, taip pat daiktai, turintys dekoratyvinę (puošimo) ar švietimo (educacinę) paskirtį, kurių amžius ne mažesnis, nei 100 metų. Kaip nurodyta 1930 m. priimtame JAV emocines vertybes apibrėžiančiame įstatyme, daiktai, sukurti iki 1830 m., laikomi antikvariniais. Manoma, kad būtent dėl šios nuostatos ir tarptautinėje prekyboje tapo įprasta antikvariniais laikyti daiktus, kurių amžius ne mažesnis nei 100 metų (Jurevičienė, Garanžienė 2013). Tačiau Lietuvos Respublikos kilnojamų kultūros vertybių apsaugos įstatymas pateikia tokį antikvarinių daiktų apibrėžimą – tai „visi prieš 50 metų ir anksčiau sukurti kilno-

jamieji visuomenės ir žmogaus veiklos medžiaginiai kūriniai ir kiti daiktai ar jų dalys, nesvarbu, kokia jų išliekamoji kultūrinė vertė“ (Lietuvos Respublikos kilnojamųjų kultūros... 1996).

Kolekcinės vertybės apibrėžiamos kaip daiktai, kurių vertė tiesiogiai priklauso nuo jų retumo, t. y. šiuo atveju dėl santykinai mažo to paties daikto, pavyzdžiui, komiksų knygelių, vienetų skaičiaus. Ekonominė prasme kolekcinės vertybės savo vertę sukuria dėl ribotos pasiūlos ir palyginti didelės paklausos (Hattingh 2009). Šioje grupėje populiariausi pašto ženklai, vynas, monetos, automobiliai. Orientuotis pašto ženklų įvairovėje ir kainose kolekcininkams / investuotojams padeda SG 100 indeksas (angl. *SG 100 index*), kurį 2000 m. sukūrė stambus Jungtinės Karalystės pašto ženklų pardavimo tarpininkas – kompanija *Stanley Gibbons (SG)*. Lyginant su kitomis investicijų į emocinį turtą grupėmis, monetos laikomos viena patikimiausių ir vieną aukščiausių likvidumo rodiklių turinčių investicinių priemonių (Hattingh 2009; Wright 2005).

Apskritai monetos skirstomos į dvi stambias kategorijas: numizmatines ir investicines (dar vadinamos kolekcinėmis arba proginėmis monetomis). *Numizmatinės monetos* – tai monetos, kurios buvo naudojamos tam tikros šalies pinigų apyvartoje. Konkrečios monetos vertę kuriantys veiksniai yra: retumas, amžius, būklė bei istorinė ir meninė vertė. Faktinė metalo, iš kurio pagaminta moneta, vertė nėra vertę kuriantis veiksnys. *Investicines monetas* nukaldina šalies centrinis bankas. Šio tipo monetos niekada nepatenka į pinigų apyvartą (Hattingh 2009; Mikalajūnas 2008a). Šiuo metu bene vertingiausia moneta pasaulyje laikoma 20 JAV dolerių dvigubo erelio moneta, kuri 1933 m. buvo nukaldinta prezidento Ruzvelto įsakymu (Wright 2005).

Nors investicijos į žaislus dėl mados tendencijų ir santykinai nestabilišios paklausos yra rizikingos, pastaruoju metu reti ir kolekciniai žaislai parduodami už rekordines sumas ir visa tiek antikvarinių, tiek šiuolaikinių žaislų rinka išgyvena pakilimo laikotarpį. Kaip pavyzdį galima paminėti *Christie* aukcione už 91 750 svarų sterlingų parduotą vokiečių kompanijos *Steiff* pagamintą pliušinį meškiuką arba *A. Marque Bebe* lėlę, pagamintą 1913 m. ir parduotą už 56 500 svarų sterlingų (Investing in Toys... 2010). Esminis investavimo į šią grupę trūkumas yra santykinai didelis investicijų atsipirkimo laikotarpis (30 metų ar daugiau). Investuotojas / kolekcininkas taip pat turi žinoti, kad tikimybė nusipirkti klastotę žaislų rinkoje yra didelė (Hattingh 2009; Investing in Toys... 2010).

Brangakmeniai, kaip investavimo priemonė, yra pripažinti pasauliniu mastu, tad jų pirkimo ir pardavimo rinkos yra tarptautinės. Dėl palyginti mažo dydžio jie lengvai transportuojami, tačiau dėl didelės vertės jų saugojimas ir transportavimas gali pareikalauti papildomų išlaidų (draudimas, apsauga ir pan.). Visais atvejais investuotojams rekomenduojama orientuotis į vieną konkretų brangakmenį, pavyzdžiui, deimantus, naudotis ekspertų paslaugomis, vertinant brangakmenių faktinę vertę, ir nuolat gilinti savo žinias apie juos dominančią investicijų sritį (Hattingh 2009).

Senovinių automobilių rinkos situacija priklauso nuo bendros šalies ekonomikos būklės. Kai šalies ekonomika stipri ir auganti, žmonės turi atliekamų pinigų investuoti į senovinius automobilius. Ir atvirkščiai, ekonominei situacijai blogėjant senovinių automobilių rinka smunka (Hattingh 2009; Woliver 2009a). Kad senovinis automobilis būtų patrauklus investavimui, jo esama būklė turi būti kuo artimesnė originaliai būklei. Vertė sukuriama kruopščiai restauravus automobilį, surūdijusias ir susidėvėjusias detales pakeitus naujomis. Įsigijimo kaina sudaro tik apie 20–30 proc. lėšų, kurios išleidžiamos restauruojant. Rekomenduojama atkreipti dėmesį ir į įvairias smulkmenas, pavyzdžiui, kokiomis siūlėmis persiūtas salonas, kokios odos sėdynės ir t. t. Senovinio automobilio kainai įtakos turi jo retumas. Retesnių modelių kaina auga sparčiau nei mažiau retų modelių (Mikalajūnas 2008b; Woliver 2009b). 2009 m. Istorinė automobilių grupė (angl. *Historical Automobile Group International*) sukūrė HAGI Top indeksą, siekiant išmatuoti retų kolekcinė automobilių rinką nuo prieškarinio iki naujojo tūkstantmečio. Šis indeksas sudarytas iš subindeksų: HAGI F (Ferrari), HAGI P (Porsche), HAGI Top ex. P&F (išskyrus Ferrari ir Porsche), HAGI MBC (Mercedes-Benz) (*Historical automobile... 2013*).

Meno kūriniai ir vertybės. Meno rinka yra viena įdomiausių rinkų, turinti, palyginti su investavimu į akcijas, vieną esminį privalumą – sėkmingam meno pirkiniui iš esmės nebaisūs rinkos svyravimai ar bankrotai, jam nėra motais pasaulinė ekonominė ar politinė konjunkštūra (Jurevičienė, Garanžienė 2013). Investicijų į meno vertybes istorija siekia net XVII a. Turtingos ir garsios senosios Europos giminės nuo seno laikėsi paprastos kapitalo formavimo strategijos: trečdalį sudaro akcijos, obligacijos ir kiti vertybiniai popieriai, trečdalį – nekilnojamasis turtas ir trečdalį – investicijos į meną ir brangiuosius metalus bei brangakmenius

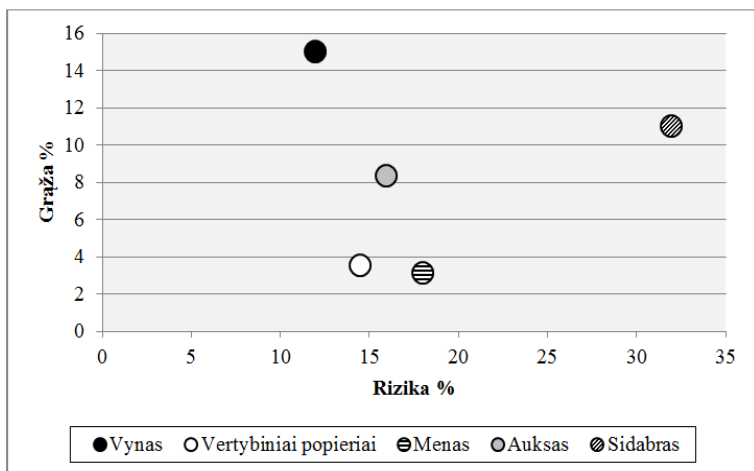
(Makselienė 2007). Pirmasis meno kūrinų bumas įvyko Nyderlanduose XVII amžiuje, kai ši valstybė buvo pasiekusi pasaulinę šlovę ne tik prekyboje, bet ir meno srityje. Net ir po šimto metų, Nyderlandų dailė buvo brangiausia pasaulyje. XVIII a. įsitvirtino vardo pirkimo principas, kuris galioja iki šių dienų. Tiek pirkėjui, tiek pardavėjui yra svarbu ne tik ir ne tiek, koks yra darbas, o kas yra jo autorius. XIX a. pabaigoje – XX a. pradžioje įsisteigė daugybė vėliau garsiais tapusių meno aukciono rūmų, kurių įtaka meno rinkai nuolat augo ir šiandien pasiekė neregėtus mastus. XX a. įvyko daug įvykių, turėjusių įtakos ir meno rinkai: tai du pasauliniai karai, 1929–1933 m. ekonomikos krizė, šaltasis karas ir kt. (Plečkaitis 2008).

Prie **kito emocinio turto** priskiriamos „gyvosios investicijos“, t. y. žirgai, naminiai gyvūnai. Pasaulyje seniai žinomas investavimas į žirgus. Kalbama, kad grynakraujų žirgų sportas prasidėjo nuo Čarlzo II įžengimo į Didžiosios Britanijos sostą. 1660 m. prisiekęs raitelis ir žirgų mylėtojas Čarlzas II buvo didelis lenktynių, rengiamų Niumarkete, šalininkas. Dažnai ir sėkmingai lenktynėse jis dalyvavo su nuosavais žirgais, nustatinėjo taisykles, buvo arbitras ir apeliacinis teisėjas. Neilgai trukus, 1665 m., žirgų lenktynės buvo pradėtos organizuoti ir JAV. Jas į šią šalį atvežė vienas iš karaliaus Čarlzo II dvariškių – seras Ričardas Nikolsas. Paskirtas pirmuoju Niujorko gubernatoriumi, Nikolsas atsinešė su savimi ir meilę savo karaliaus sportui bei netrukus pradėjo pirmojo hipodromo statybą Long Ailende. Grynakraujis žirgas, pats greičiausias ir kilmingiausias iš visų veislių, iš tikrųjų tėra hibridas, kildinamas iš Didžiosios Britanijos XVII–XVIII a. vietinių „bėgančiųjų žirgų“ kryžminimo su rytų veislių eržilais rezultatas. Patys populiariausi bėgantieji žirgai buvo (dabar jau išnykę) škotų Galloway. Stiprūs, greiti, energingi, išsvermingi poniai retai kada būdavo aukštesni nei keturiolika „rankų“. Rytų veislių eržilai, arba tiesiog arabų veislės žirgai, tapę šios pusės pradininkais, buvo Byerly Turk (1689), Darley Arabian (1704) ir Godolphin Arabian (1728). Iš šio tarpusavio kryžminimo kilo keturios pagrindinės vyriškosios grynakraujės veislės linijos – Eclipse, Matchem, Herod ir Herodo sūnus Highflyer (Sereikienė 2008). Uždirbti pelną investuotojai gali tikėtis iš dviejų veislių: žirgų laimėtų prizų ir / ar veislininkystės.

Lietuvoje labiau paplitusios investicijos į naminių gyvūnų veisimą. Panašiai, kaip ir lenktyninių žirgų atveju, investuotojas pelno gali tikėtis iš šuniukų vados ir veisimo teisių (kai kuriais atvejais patino savininkui

sumokama iki pusės tikėtinos šuniukų vados kainos). Šunų, kačių paklausai itin didelę įtaką turi veislių mados. Kaina labai priklauso nuo to, kas yra gyvūno (šuns, ar katės) tėvai. Kaina didėja, jei gyvūno tėvas yra aukštos kokybės šuo, dalyvavęs daugybėje parodų ir apdovanotas daugeliu titulu.

Lyginant keturių alternatyvių investicijų – investicinio vyno, meno, aukso, sidabro ir vertybinių popierių (FTSE 100⁴⁶) – grąžą ir riziką 20-ies metų laikotarpiu (iki 2011 m. rugsėjo mėn.) matyti, kad vynas pelningumu lenkia vertybinius popierius, meną, auksą ir taip pat sidabrą, kuris yra antroje vietoje pagal pelningumą (8.5 pav.).

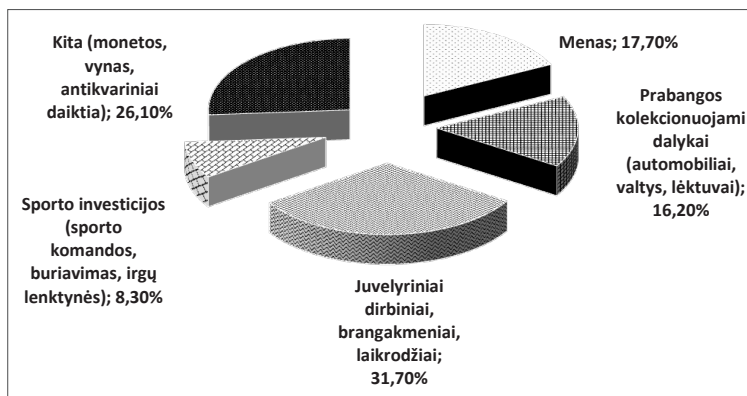


8.5 pav. Alternatyvių investicijų ir vertybinių popierių grąžos ir rizikos palyginimas (Jurevičienė, Jakavonytė 2015; Westminster Consulting 2012)

Be to, lyginant su išvardytais investicinėmis priemonėmis, investavimo į vyną rizika yra pati mažiausia.

Remiantis Pasaulio gerovės ataskaita (angl. *World Wealth Report*), 17,7 proc. visų alternatyvių investicijų 2013 m. sudarė menas (8.6 pav.).

46 FTSE 100 didžiausios kapitalizacijos 100 įmonių, 2013 m. įtrauktų į Londono VP biržos prekybos sąrašą, indeksas



8.6 pav. Alternatyvių investicijų pasiskirstymas 2013 m. (proc.)
(World Wealth Report 2013)

Vynas, monetos, antikiniai daiktai ir kt. (kartu) 2013 m. per I ketvirtį pasaulyje sudarė vidutiniškai 26,1 proc. investicijų į emocinį turtą ir buvo antroje vietoje po papuošalų, brangakmenių ir laikrodžių grupės, į kurią investuota 31,7 proc.

Analizuojant vadinamąjį Knight Frank prabangos investicinio indekso (KFLII) dinamiką (8.6 lentelė), labiausiai išskiriamas investuotojų susidomėjimas automobiliais, kuris per dešimtmetį padidėjo 456 proc., o per 2012–2013 m. – 28 proc.

8.6 lentelė. *Knight Frank* prabangos investicinio indekso (KFLII) dinamika 2003–2013 m. ir 2012–2013 m. (The Wealth Report 2014)

Pokytis	Menas	Baldai	Kinų keramika	Juvelyriniai papuošalai	Laikrodžiai	Vynas	Automobiliai	Pašto ženklai	Monetos	KFLII
1 m. pokytis (2012 III ketv. –2013 III ketv.)	–3 %	–2 %	3 %	3 %	4 %	3 %	28 %	5 %	10 %	8 %
10 m. pokytis (2003 III ketv. –2013 III ketv.)	193 %	–19 %	77 %	156 %	82 %	176 %	456 %	250 %	227 %	179 %

Labiausiai sumažėjo investicijos į baldus – per dešimtmetį – 19 proc., per metus – 2 proc. Taip pat tarp investuotojų per pastaruosius metus didelio susidomėjimo susilaukė monetos – investicijos pakilo 10 proc., o pašto ženklų per dešimtmetį – 250 proc.

8.3.1. Vyno rinkos ypatybės

Vyno paklausa ir kaina didėja dėl riboto jo gamybos kiekio. Didėjant pasaulinio vyno paklausai, jo pasiūla nedidėja arba didėja gerokai lėčiau nei paklausa (Investicijos į skystąją valiutą 2009). Todėl akivaizdu, kad senų derliaus metų vyno kiekvienais metais lieka vis mažiau. O kadangi gerai išlaikyto rinkoje vyno vis mažėja, jo kainos auga. Ne mažiau svarbus veiksnys – oro sąlygos, kadangi nuo temperatūros pokyčių ir kritulių kiekio priklauso derliaus kokybė. Kai kokių nors metų derlius būna labai gerai vertinamas ekspertų, tuomet gerokai padidėja vyno kainos (Masset, Henderson 2009).

Investuoti į vyną galima trimis būdais (Jurevičienė, Jakavonytė 2015):

- Vienas – investuoti į „En Primeur“. „En primeur“ yra dar statinėse esantis vinas, kuris į butelius išpilstomas gerokai vėliau (po 18–42 mėnesių) po pirmosios jo degustacijos (Fur, *et al.* 2012).
- Ne profesionalui šioje srityje patariama investuoti į investicinius vyno fondus (Scanlon 2013). Tačiau svarbu žinoti, kad minimali investicija yra gana didelė. Be to, fondai pasižymi dideliais valdymo mokesčiais (Emery 2012).
- Kai investuojama į vyną, esantį butelyje, susiduriama su didžiausia užduotimi – tinkamų vyno saugojimo sąlygų užtikrinimu. Investuotojas turi nuspręsti, ar įsirengti privatų saugojimo rūšį, ar naudotis vyno saugojimo bendrovės paslaugomis. Šiuo atveju susiduriama ne tik su rizika nusipirkti sugedusį vyną ar jo klastotę, tačiau vinas gali prarasti investicinę vertę ir dėl netinkamų saugojimo sąlygų bei paties vyno butelio sugadinimo ar praradimo (Sanning, *et al.* 2006). Siekiant sumažinti klastotės išsigijimo riziką, rekomenduojama vyną įsigyti tik iš patikimų šaltinių, tinkamai pasirinkti partnerius, skirti didelį dėmesį vyno saugojimui ir pan. – stengtis išsaugoti investicinį vyną, kad jis nesugestų ar nebūtų kitaip sugadintas (Jurevičienė, Jakavonytė 2015).

Pavyzdžiui, 1983 m. įsigytą 1982 m. derliaus „Chateau Petrus“ vyno dėžę, kuri tais laikais kainavo apie 300 svarų sterlingų, 2010 m. ją buvo galima parduoti už 32 000 svarų (Investicijos į vyną 2010). Todėl nenuos-

tabu, kad pastaruoju metu į vyną vis dažniau žiūrima kaip į investicinę priemonę (Jiang 2011). Vynas iš kitų alternatyvių investicijų skiriasi tuo, kad tai yra maisto produktas, kuris gali gesti ir jo skonis yra subjektyvus, todėl vienas iš svarbiausių reikalavimų investiciniam vynui – ilgaamžiškumas (tik iš gero derliaus pagamintą vyną galima saugoti 50 ir daugiau metų). Kaip ir kiekviena investicija, taip ir vynas turi tam tikrų privalumų ir trūkumų, palyginti su kitomis investicijomis (8.7 lentelė).

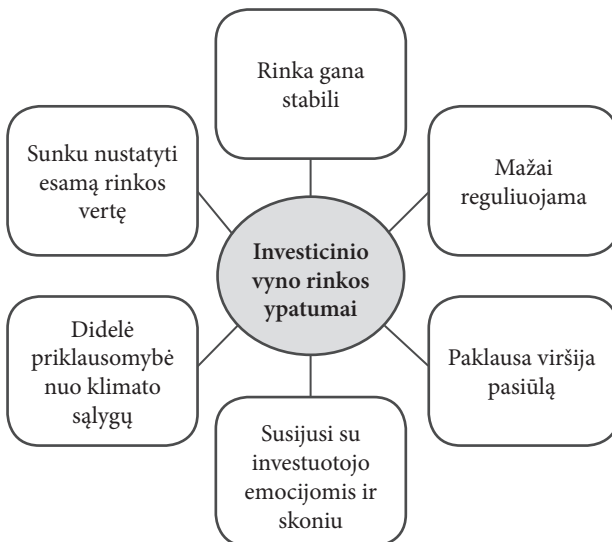
8.7 lentelė. Investavimo į vyną privalumai ir trūkumai (Jurevičienė, Jakavonytė 2015)

Privalumai	Trūkumai
Retos vertybės turėjimas	Rizika nusipirkti klastotę
Vynas gali būti suvartojamas	Nelikvidi investicija
Minimaliai koreliuoja su kitomis investicijomis	Patiriama saugojimo išlaidų
Galima diversifikavimo nauda	Nesukuria jokių periodinių pajamų, tik pardavimo
Kainos nesvyruoja taip dažnai, kaip akcijų	Investicijų grąža priklauso nuo mados tendencijų

Vienas svarbiausių privalumų, kaip ir kitų alternatyvių investicijų, yra vyno nekoreliavimas su kitomis investicijomis, todėl tinkamas portfeliiui diversifikuoti, be to, jo kainos nesvyruoja taip dažnai, kaip akcijų. Pasaulyje yra tik 100–150 vyno rūšių, kurios nuolat domina investuotojus ir, nors investuoti galima į bet kurį vyną, tačiau dažniausiai būna taip, kad investuotojus sudomina tik tam tikrų metų derlius (Malinauskas 2013). Didžiausia investicinio vyno dalis yra įsigyjama aukcionuose, kur parduodamas vertingas tiek išpilstytas į butelius, tiek dar statinėse esantis vynas, kuris į aukcionus patenka po trijų D: *Death, Divorce, Debt* (mirties, skyrybų ir dėl skolų) (Ghotbi 2013). Tačiau dažnai ir patys kolekcininkai, norėdami pakeisti savo kolekcijų sudėtį, nusprendžia išparduoti dalį kolekcijos (Wickman 2013). Pagrindinis aukcionų trūkumas yra tas, kad jie vyksta tik tam tikru laiku ir tam tikroje vietoje. Be to, perkant vyną aukcione reikia sumokėti komisinius, vyno draudimą ir už atvežimą, todėl, nors jie ir yra atviri plačiajai visuomenei, didžiausio dėmesio susilaukia tik tarp turtingų investuotojų ir kolekcionierių (Fur, *et at.* 2012).

Vyno birža (angl. *the London International Vintners Exchange*, toliau – *Live-ex*) taip pat užsiima investicinio vyno prekyba. Šios rinkos prekybos platforma suteikia galimybę prekiauti tik vyno fondams, vyno didmenininkams ir pirkliams, o tai reiškia, kad biržoje teisę prekiauti turi tik juridiniai asmenys, o privatūs asmenys (kolekcionieriai) inicijuoti sandorį gali tik per pirklių. Birža teikia dar ir vyno saugojimo ir transportavimo paslaugas. Šias paslaugas atlieka „Liv-ex“ įkurta kompanija „Vine“, kuriomis gali naudotis taip pat tik juridiniai asmenys. Be to, ši birža sukūrė didžiausią pasaulyje duomenų bazę apie investicinio vyno kainas ir yra pirmaujantis duomenų šaltinis apie vyno rinką (Liv-ex 2013).

Be aptartų investicinio vyno įsigijimo būdų, reikėtų paminėti, kad privatūs investuotojai bei kolekcionieriai prekiauja ir tarpusavyje, įsigyja investuoti skirtą vyną specializuotose parduotuvėse ar naudojami vyno parduotuvių paslaugomis internete. Kai kuriose svetainėse nėra leidžiama investuotojams prekiauti tarpusavyje kaip biržoje, tačiau yra ir tokių, kurios savo funkcijomis labiau panašėja į biržą, nes jų paskirtis padėti susisiekti pirkėjui ir pardavėjui, kurie vėliau dėl sandorio sudarymo derasi tarpusavyje (Jurevičienė, Jakavonytė 2015). Investicinio vyno rinkai būdingi bruožai nurodyti 8.7 pav.



8.7 pav. Investicinio vyno rinkos ypatumai (Jurevičienė, Jakavonytė 2015)

Lyginant vyno ir vertybinių popierių rinkas, paminėtina, kad akcijomis ir obligacijomis dažniausiai prekiaujama biržoje, o investicinio vyno sandoriai gali būti sudaromi ir už biržos ribų. Kadangi vertybiniais popieriais prekiaujama biržoje, kur kainą lemia paklausa ir pasiūla, yra maža tikimybė permokėti ar per pigiai parduoti. Tačiau investuojant į vyną ir nesant gana geru šios srities specialistu, galima stipriai apsigauti (The Wealth Report 2013). Kadangi daugelis sandorių dėl kolekcionuojamų daiktų įvyksta privačiose rinkose, o ne biržose ar aukcionuose, jie nėra fiksuojami, todėl yra sunkiau sekti sandorių kainų pokyčius (Walgreen 2010). Dėl nereguliuojamos prekybos vynu atsiranda vyno klastotojų (Khanna 2013). Siekiant išvengti apgavysčių ir užtikrinti sandorių patikimumą jie turi būti vykdomi per vyno aukcionus ir biržas.

Kita ypatybė – rinkos stabilumas. Investicinio vyno rinkos neveikia recesija, palūkanų normų pokyčiai ir vertybinių popierių svyravimai (Fine Wine Investment 2011). Ji turi akivaizdų pranašumą prieš vertybinių popierių rinką, kurioje pasitaiko dažnų kainų svyravimų ir yra stipriai susijusi su ekonominių rodiklių pokyčiais. Paminėtina ir tai, kad gero vyno paklausa visada viršija pasiūlą (Scanlon 2013). Dėl gero derliaus vyno butelių skaičiaus ribotumo kiekvienas suvartotas butelis kelia likusiųjų vertę. Patrauklumą šioms investicijoms suteikia tai, kad jos neturi stiprių sąsajų su vertybinių popierių rinka (University of Wollongong Research 2009). Būtina paminėti dar vieną rinkos specifiką – investicijos į vyną būna pelningos dažniausiai tik ilgalaikėje perspektyvoje (Masset, Henderson 2009), todėl vyną patariama išlaikyti bent penkerius metus (Scanlon 2013). Kita vertus, tokia savybė vyno rinką daro stabilesne. Be to, nuo tradicinių finansinių rinkų ši rinka skiriasi tuo, kad yra glaudžiai susijusi su investuotojo emocijomis, skoniu ir išsilavinimu. O neigiamos vyno rinkos ypatybės yra tos, jog ji nepasižymi geru likvidumu ir rinkos duomenų prieinamumu, palyginti su vertybinių popierių rinka. Nelikvidumas gali padidėti ir per ekonominę nuosmukį (Walgreen 2010). Ir, be abejo, ne tik iš tradicinių, bet ir iš kitų alternatyvių investicijų vyno rinka labiausiai išsiskiria priklausomybe nuo klimato sąlygų, o kitoms alternatyvioms investicijoms klimato sąlygos didelės reikšmės neturi (Storchmann 2012).

Investicinio vyno kaina priklauso ir nuo jo gamintojo reputacijos (Bombrun, Sumner 2003). Gamintojų, turinčių ilgesnę patirtį vyno gamyboje, vynas paprastai yra brangesnis, kadangi senos gamybos tradici-

jos ir didesnė patirtis leidžia pagaminti geresnės kokybės vyną. Nors, kita vertus, ta kaina labiau priklauso nuo gamintojo prestižo. Britų „Vintage Wine Fund“ fondo valdytojas teigia, kad nė vienas vinas tiek brangiai nekainuoja kaip Bordo vinas, kuris laikomas prestižiniu ne tik Prancūzijoje, bet ir visame pasaulyje (Investicijos į skystąją valiutą 2009). Vis dėl to derėtų pabrėžti, kad brangiausių vynų skonis nebūtinai yra geriausias ir kaina šiuo atveju jau yra labiau statuso ir malonumo reikalas turėti konkretų vyną. Todėl didėjant labai brangaus vyno kainai, kartais jo kokybė gerėja tik procento dalimis (Svaigi malonumo galimybė 2012).

Taip pat pripažįstama, kad labai svarbią įtaką kainoms turi ir vyno analitikai. Visuomet aukščiausiais balais įvertintų vynų kainos gerokai pakyla. Nors vyno analitikų nuomonė yra subjektyvi ir jų to paties vyno įvertinimai šiek tiek skiriasi, jie yra labai svarbūs, kadangi investuotojai ir kolekcionieriai vadovaujasi jų nuomone, o gamintojai skelbia vyno įvertinimą (Gryva 2012).

Pastaruoju metu vyno kainas augina ir kylančios rinkos, kuriose pagerėjusios ekonominės sąlygos sparčiai kelia kolekcinį vynų kainas. Įdomu ir tai, kad vinas „Chateau Beychevelle“ Kinijoje turėjo didžiulę paklausą vien dėl to, jog ant jo butelio etiketės buvo nupieštas laivas, kuris kinų kultūroje reiškia laimę. Kartais vyno paklausą ir kartu kainą gali lemti gandai. Garsiam kinų dailininkui sukūrus 2008 m. derliaus „Mouton Rothschild“ vyno etiketę ir kilus gandams apie jam suteiktą garbę jo kaina pakilo iki 4 000 svarų sterlingų, o žiniasklaidai tas kalbas patvirtinus, per naktį kaina šoktelėjo iki 9 000 svarų sterlingų, tačiau išleidus į rinką vyną, jo kaina buvo 1 950 svarų sterlingų (Laurinavičienė 2011).

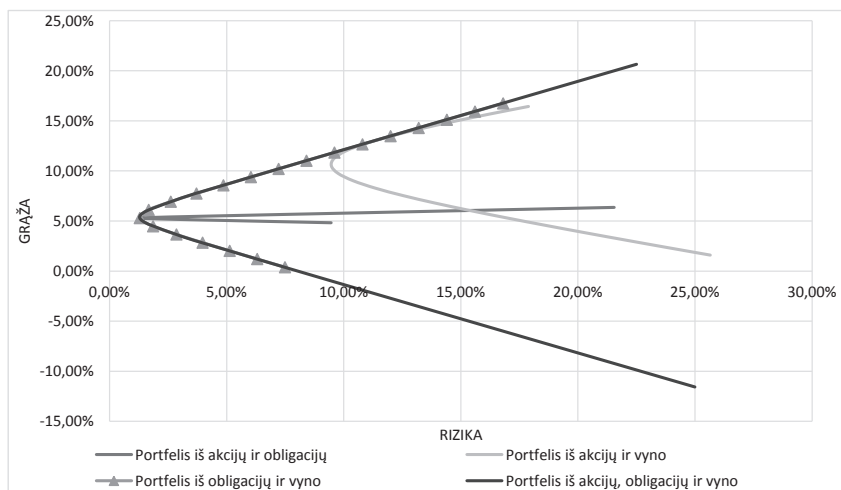
8.3.2. Vynas, kaip portfelio diversifikavimo priemonė

Atliekant tyrimą (Jurevičienė, Jakavonytė 2015) apie vyno tinkamumą investiciniam portfeliui diversifikuoti buvo sudaromi investiciniai portfeliai iš tradicinių investicijų (akcijų ir obligacijų), į kuriuos papildomai buvo įtraukiamas vinas, ir stebima jo nauda investicinio portfelio gražos ir rizikos atžvilgiu. Kaip minėta 6 skyriuje, moderniosios portfelio teorijos pradininkas H. Markowitzius nagrinėjo portfelio sudarymo problemą remdamasis dviem pagrindiniais bruožais – laukiamu pelniniu ir rizika (Rutkauskas, Žilinskij 2012). Investuotojas, priimdamas portfelio sudarymo sprendimą, siekia maksimizuoti portfelio pelnin-

gumą ir kartu minimizuoti jo riziką. Tačiau, kaip pažymėta 6 skyriuje, H. Markowitziaus modelis nenustato optimalaus investuotojo portfelio, o tik apibrėžia efektyvią ribą, kurioje visi portfeliai yra optimalūs, o esantys ne ant efektyvumo kreivės – neefektyvūs (Rutkauskas, Žilinskij 2010).

Norint apskaičiuoti optimalius portfelius ir nubrėžti efektyviąją tam tikro portfelio ribą tyrime naudota Craig W. Holden (Indianos Universitetas, JAV) medžiaga (Holden 2008). Modeliuojant portfelius iš investicinių priemonių buvo naudojami nustatyti akcijų, obligacijų ir vyno pelningumo bei rizikos dydžiai 1992–2012 m. laikotarpiu. Siekiant vizualiai parodyti vyno įtaką investicinių portfelių diversifikavimui braižomos efektyviosios optimalių portfelių ribos (tyrime efektyviųjų portfelių ribų pradinis taškas žymimas B, o galutinis – A raidėmis). Visi taškai, esantys ant efektyvios portfelio ribos, laikomi optimaliais, t. y. jų investicijų deriniai duoda didesnę tikėtiną grąžą ir yra tiek pat ar mažiau rizikingi už neoptimalius portfelius.

Pirmąjį portfelį sudarė dvi investicinės priemonės, t. y. akcijos ir obligacijos. Antrąjį – akcijos, obligacijos ir vynos. Galiausiai buvo sudarytas portfelis iš akcijų ir vyno bei obligacijų ir vyno. Visų šių keturių investicinių vienetų kombinacijų efektyviosios kreivės pavaizduotos 8.8 pav.



8.8 pav. Visų sudarytų portfelių efektyvių kreivių palyginimas (Jurevičienė, Jakavonytė 2015)

Palyginus visų sudarytų keturių investicinių portfelių efektyviasias kreives matyti, kad mažiausią pelningumą duoda portfelis, sudarytas tik iš akcijų ir obligacijų. Portfelis, sudarytas iš akcijų ir vyno arba obligacijų ir vyno, yra daug pelningesnis. Taip pat matyti, kad didžiausią grąžą investuotojui galėtų uždirbti portfelis, sudarytas iš trijų investicinių priemonių: akcijų, obligacijų ir vyno.

8.3.3. Pagrindiniai investavimo į meno vertybes aspektai

Nagrinėjant pirmuosius investavimo į meną tyrimus, galima pastebėti, kad mokslininkai priešaringai vertino šią investicinę priemonę. Baumol (1986) teigė, kad meno kūrinų kainos yra atsitiktinės: investuojant į meną trumpuoju laikotarpiu galimas tiek didelis pelnas, tiek dideli nuostoliai, o ilguoju laikotarpiu pelnas gali būti artimas nuliui. Frey, Pommerehne (1989), tęsdami Baumol tyrinėjimus nustatė, kad prancūzų impresionizmo ir senųjų meistrų paveikslai nagrinėtu laikotarpiu nuo 1635 iki 1987 metų pasižymėjo labai aukšta investicine grąža. Mokslininkai apskaičiavo, kad metinė investavimo į paveikslus grąža tuo metu sudarė apie 1,5 proc., o ilgalaikio investavimo grąža per metus siekė 3 proc. Frey, Cueni (2013) atkreipė dėmesį į tai, kad investavimas į meno kūrinius suteikia ne tik finansinės, bet ir „dvasinės“ grąžos. Mei, Moses (2002, 2005) savo straipsniuose pasisako už investavimą į meną. Pasak jų, investavimas į meną yra gerokai pelningesnis, negu investavimas į vertybinius popierius. Kaip teigia Jakutis (2013), investicijų į meną grąžą sudėtinga tiksliai prognozuoti, kadangi jai didelę įtaką daro mados tendencijos, tačiau statistiškai tokios investicijos pasiteisina devyniais atvejais iš dešimties (Jurevičienė, Kostecka 2014).

Pasak Ralevski 2008, meno rinka pasižymi dideliu nelikvidumu, asimetrine informacija, didelėmis sandorių išlaidomis, didele sandorių trukme ir apsidraudimo mechanizmo nebuvimu. Palyginti su akcijų ar nekilnojamojo turto rinkomis, meno rinka yra labai neefektyvi, neskaidri, o produktai joje yra diferencijuoti (Pesando, Shum 2007). Todėl galima teigti, kad meno rinka iš esmės skiriasi nuo finansų rinkų. Worthington, Higgs (2004) teigia, kad investavimas į meną reikalauja daug žinių apie meną, meno pasaulį, taip pat didelio kapitalo, kad būtų galima įsigyti žinomų menininkų darbų. Taigi investicija į meną turi būti pagrįsta abipusiu ryšiu tarp menininko ir „logistinio palaikymo“, t. y. paremta

ekonominiais, žmogiškaisiais ir materialiaisiais ištekliais (Isakovič 2011). Pagrindinės investicijų į meną ypatybės apibendrintos 8.9 pav.



8.9 pav. Investicijų į meno vertybes ypatybės (Jurevičienė, et al. 2012)

Tikslinga išskirti tokias meno savybes, kaip ilgalaikiškumas, rizika, grąža, vertė ir estetinis suvokimas. Investicijų ilgalaikiškumas – viena svarbiausių savybių. Tarptautiniai meno rinkos konsultantai teigia, kad optimalus investavimo į meno vertybes laikotarpis turėtų būti nuo 5 iki 10 metų. Meno rinkos agentūros direktorės Simonos Makselienės teigimu, investuoti į meną reikėtų bent dešimčiai metų, be to, įsigytus meno kūrinius išlaikyti 3–5 metus, nėra garantijos parduoti kūrinių pelningai. Taigi investavimas į meno vertybes yra ilgalaikis procesas (Jurevičienė, et al. 2012).

Investicijų į meną rizikos klausimu nėra bendros nuomonės. S. Makselienė teigia, kad investicijos į meną yra stabilios ir nesunkiai įveikiančios infliaciją ar akcijų krizes, tačiau išskiria tris investavimo kryptis, kurios priklauso nuo rizikos: konservatyvią, subalansuotą ir rizikingą. Pasak Skirkevičiaus (2008), konservatyvūs investuotojai linkę rinktis laiko patikrintus antikvarinius kūrinius, o, įsigijus jauno nežinomo menininko kūrinių, tikėtis, kad jo darbai ateityje kainuos didžiulius pinigus – jau rizikinga investicija. Mažiausia rizika gresia kaupiantiesiems senųjų

meistrų ir klasikinio modernizmo darbus. Todėl, perkant meno kūrinį investiciniais tikslais, prieš investuojant reikia iširti menininką ir jo darbą. Kitaip tariant, reikia įvertinti riziką (Resnick 2010).

Tiek meno rinkos žinovai, tiek finansininkai investicijas į meno vertybes laiko pelningomis. Mandel (2009) savo straipsnyje teigia, kad ilgalaikis vidutinis pelnas iš investicijų į meną kai kuriais atvejais yra mažesnis nei nerizikingų vyriausybės obligacijų vidutinė realioji grąža. Kijevo „Bottega“ galerijos direktorė M. Ščerbenko teigia, kad investicijų į meną pelnas per metus gali siekti nuo 20 iki 300 %. Pelno dydis gali priklausyti nuo įvairių priežasčių. Viena jų – tai autoriaus mirtis (pasaulinėje meno rinkoje mirusių autorių kūriniai yra labiau vertinami nei dar gyvų), kita priežastis galėtų būti žiniasklaidos susidomėjimas tam tikro autoriaus darbais (Vasilevskaja 2008). Taigi, apibendrinant galima teigti, kad investicijos į meno vertybes būna pelningos, bet dažniausiai ilgalaikėje perspektyvoje, tad spekuliantai šioje rinkoje nėra pageidaujami (Jurevičienė, *et al.* 2012).

Daugelis meno ekspertų teigia, kad meno kūrinų kainą ir vertę nustatyti yra labai sunku. Tai reikalauja specialių žinių. Sakoma, kad nė vienoje rinkoje nėra tiek netikrumo dėl prekės vertės kaip meno rinkoje, nes už tokios pat meninės vertės kūrinį gali būti sumokėta milijonas ir galima negauti nieko bei likti nepastebėtam. Teigiama, kad meno kūrinio vertė kapitalistinėje visuomenėje pripažįstama tik tuomet, kai sukurtas darbas tampa konvertabilus, t. y. kai jį galima iškeisti į pinigus (Plečkaitis 2008). Taip pat meno kūrinio vertei ir paties menininko iškilimui nemažą įtaką daro garsūs kolekcininkai ir muziejai. Meno kūrinio vertei didelę įtaką daro asmeniškumai – kritikų, visuomenės požiūris, estetikos suvokimas. Nors aukciono namų nustatytos meno kūrinų kainos iš dalies nusako bendrą nuomonę apie kūrinų kainas, tačiau labiausiai jos priklauso nuo mados tendencijų, investuotojų skonio, atitinkamų meno kūrinų praeities, dabartinės ir ateities kainų (Worthington, Higgs 2004). Bet kadangi visur tiek daug meno apraiškų, meninis vaizdas yra pagrindinis vertės elementas (Prickett 2004).

Kalbėdamas apie meno vertybių bruožą – investicijų estinį suvokimą, analitikas Petras Kudaras (2009) pažymi, kad „pirkti meno kūrinius reikia, tik jeigu jie teikia nemažą estetinį malonumą“. Visus šiuos argumentus galima apibendrinti taip, kad investuojant į meną reikia atkreipti dėmesį ne tik į investicijos grąžą, kainą, riziką, bet ir į estetinę bei dvasinę kūrinio vertę (Jurevičienė, *et al.* 2012).

Fibak (2011) viename iš interviu pataria pradedantiems kolekcionieriams pirkti darbus tik tose vietose, kurios užsiima meno kūrinių pardavimu, t. y. galerijose, meno kūrinių aukcionuose ar meno mugėse. Tai turi du teigiamus aspektus: sumažina beveik darbų įsigijimo riziką bei padeda išvengti permokėjimo, kuris dažnai pasitaiko perkant meno kūrinių tiesiai iš jo autoriaus rankų – menininkai sunkiai išsiskiria su savo kūriniais ir gali nustatyti per aukštą kainą (Jurevičienė, Kostecka 2014). Šiuo metu brangiausiomis meno vertybėmis laikomos tos, kurios aukcionuose parduodamos aukštesne negu 80 mln. JAV dolerių kaina. Vienu brangiausių kūrinių laikomas Edvardo Muncho „Šauksmas“, 2012 m. už 119 mln. JAV dolerių parduotas Niujorko Sotheby's aukcione. Antras pagal brangumą tapybos kūrinys, parduotas 2010 m. Christie's aukcione, yra Pablo Picasso „Nuoga, žali lapai ir biustas“, už jį sumokėta 106 mln. JAV dolerių. Brangiausiu ne aukcione parduotu kūriniu laikomas Paulio Cezanne „Kortų lošėjai“. 2011 metais jį įsigijo karališkoji Kataro šeima už 259 mln. JAV dolerių. Iš viso yra sukurti penki „Kortų lošėjų“ paveiksai, jie saugomi žinomiausiuose pasaulio muziejuose (aipt.lt 2012).

Nusprendus investuoti į meną, svarbu atkreipti dėmesį, kokios meno kūrinių tematikos buvo populiariausios pastaruosiu metu. Jungtinėje Karalystėje įsikūrusi meno prekybos galerija „Fine Art Trade Guild“ atliko tyrimą siekdama nustatyti populiariausią meno kūrinių tematiką (8.8 lentelė).

8.8 lentelė. Jungtinėje Karalystėje geriausiai parduodami ir nerekomenduojami meno kūriniai (Jurevičienė, Kostecka 2014)

Populiariausi meno kūriniai	Vengtini meno kūriniai
Klasikiniai peizažai	Portretai (išskyrus garsių menininkų darbus)
Impresionistiniai peizažai	Menas, vaizduojantis gašlų nuogumą ir smurtą
Šiuolaikiniai ar abstraktūs peizažai	Menas, atvirai vaizduojantis politinius, religinius ar kultūrinius požiūrius
Jūros, uosto, paplūdimio vaizdai	Meno kūriniai, kurių tematika yra miglota ir neaiški
Gyvūnai ir augalai	
Aktai	

Šaltinis: *Artofprofits* (2007)

Apibendrinant galima teigti, kad išsirinkti vertingą meno kūrinį yra labai sudėtinga. Norint sėkmingai investuoti į meno kūrinius, reikia atsižvelgti į daugelį veiksnių. Nors pasaulyje yra daug talentingų menininkų, tačiau daugelio iš jų kūriniai dar nesulaukė pripažinimo, todėl nėra labai vertingi. Darbų, už kuriuos mokamos rekordinės sumos, vos jiems atsiradus meno rinkoje, ir kurių vertė kyla vien dėl menininko pripažinto vardo, paklausa yra labai didelė, o pasiūla – ribota. Tačiau meno rinkos analitikai mano, kad, gerai perpratus meno rinkos specifiką ir įvaldžius investavimo į meną mechanizmą, galima sėkmingai investuoti ir gauti gana aukštą grąžą (Jurevičienė, Kostecka 2014).

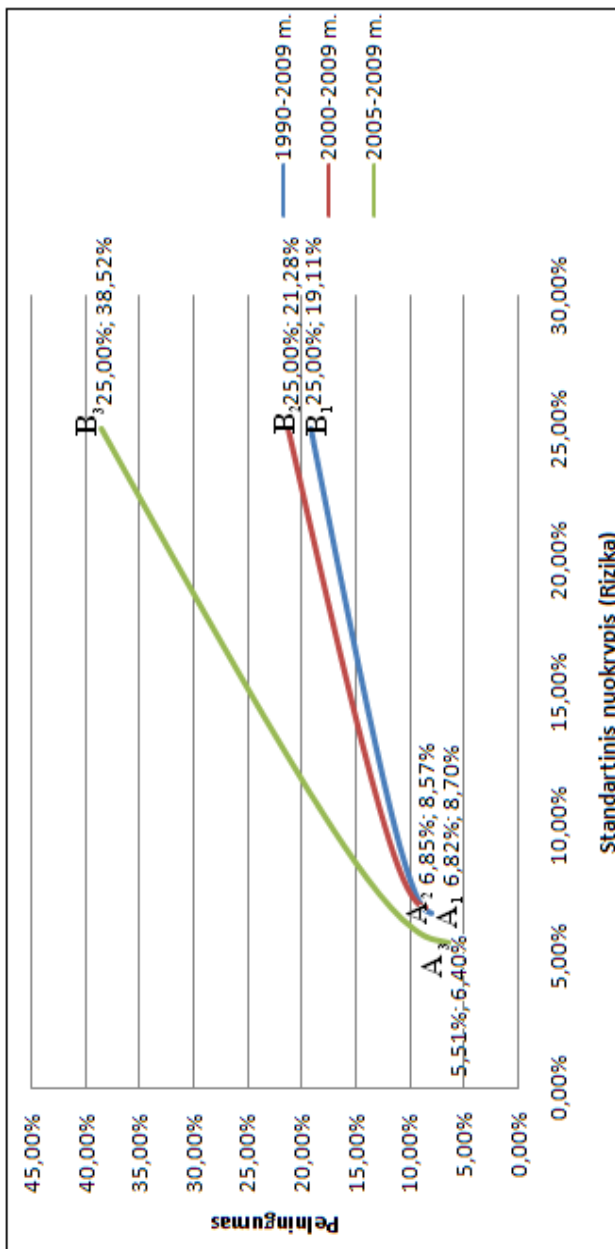
8.3.4. Menas kaip portfelio diversifikavimo priemonė

Siekiant išsiaiškinti, ar investicijos į meno vertybes gali būti naudojamos investicijų portfeliui diversifikuoti, buvo atlikta koreliacinė regresinė analizė (Jurevičienė, *et al.* 2012). Buvo naudojamas *Artprice Global* indeksas (Artprice... 2011), kaip priklausomas kintamasis, ir S&P 500 indeksas (Econstats... 2011), kaip nepriklausomas kintamasis. Koreliacinė regresinė analizė parodė, kad *Artprice Global* indeksas silpnai koreliuoja su JAV akcijų indeksu S&P 500 ir analizė yra statistiškai reikšminga. Tai reiškia, kad pasikeitimai akcijų rinkoje neturi poveikio meno rinkos pokyčiams. Todėl mokslininkų teiginys, kad menas yra tinkama portfelio diversifikavimo priemonė, priimtinas.

Siekiant apskaičiuoti optimalų portfelį ir nubrėžti tam tikrą efektyviają portfelio ribą, buvo taip pat, kaip ir analizuojant investicijas į vyną, naudojama C. W. Holdeno iš Indianos universiteto medžiaga (Holden 2008). Buvo sudaryti du optimalaus investicijų portfelio skaičiavimo modeliai: portfelio iš dviejų investicinių priemonių optimizavimo modelis ir portfelio iš penkių investicinių priemonių optimizavimo modelis. Iš viso buvo parengti aštuoni skirtingi portfeliai (trys portfeliai, apimančys penkias investicines priemones, ir penki portfeliai, kurių kiekvienas sudarytas ir dviejų priemonių). Koreliacija tarp skirtingų investicinių priemonių, pelningumas (grąža) ir rizika (standartinis nuokrypis) buvo įvertinti remiantis ankščiau minėtais modeliais ir S&P, *Bloomberg*, *NA-REIT*, *NCREIF*, *Per Track*, *The Federal Reserve*, *Mei&Moses* tyrimais bei *Art price* metine ataskaita (Asset Class Data 2009).

Pradžioje buvo sudaryti trys skirtingų laikotarpių investicijų portfeliai po penkias investicines priemones ir į meno vertybes investuojama

nebuvo. Pagal 2005–2009 metų laikotarpio sudarytą portfelį buvo sudaryti dar penki investicijų portfeliai, siekiant palyginti sudarytų portfelių pelningumą ir riziką, pakeičiant po vieną investicinę priemonę meno vertybėmis. 8.10 pav. pavaizduota, kaip skiriasi trijų skirtingų laikotarpių investicijų portfelių efektyviosios ribos, kai į meną nebuvo investuojama. Paveiksle nurodyti pradinių (A_n) ir galinių (B_n) ribų taškų reikšmės.

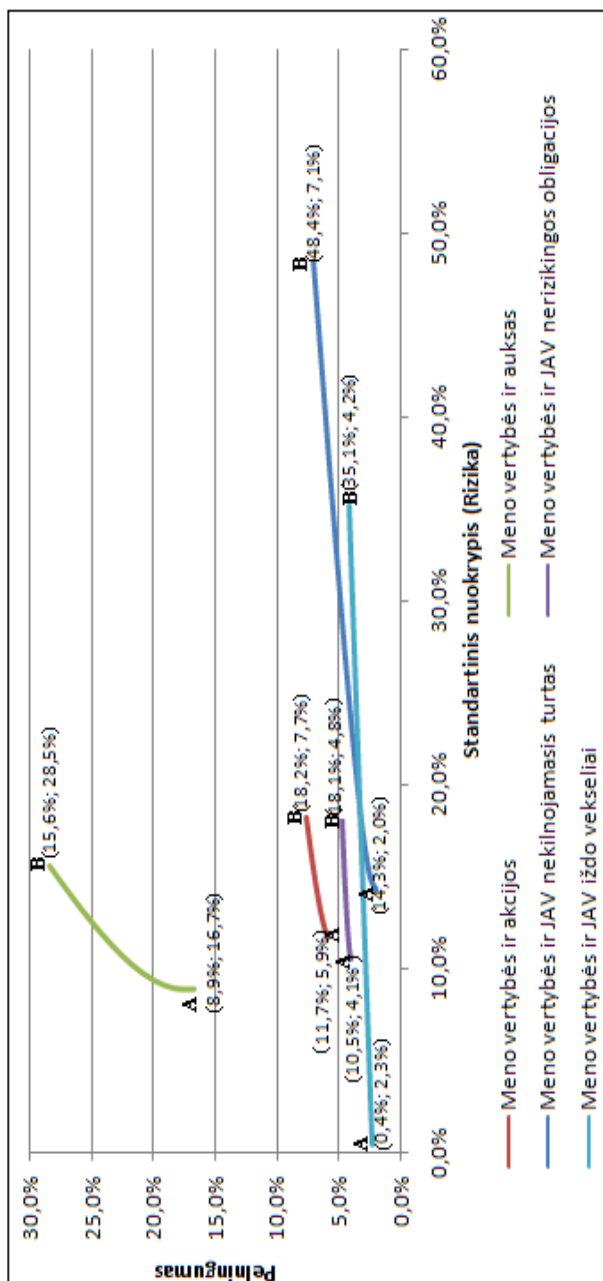


8.10 pav. 1990–2009, 2000–2009, 2005–2009 metų laikotarpių investicinių portfelių efektyviosios ribos, kai į meno vertybes neinvestuojama (Jurevičienė, et al. 2012)

Investuotojui palankiausias investicijų portfelis, investuojant į akcijas, auksą, JAV nekilnojamoji turtą, JAV nerizikingas obligacijas ir JAV išdo vekselius pagal 2005–2009 m. duomenis. Kai investicijų portfelio rizika siekia 25 %, šio laikotarpio portfelio pelningumas, palyginti su kitų dviejų, yra didžiausias. 1990–2009, 2000–2009 metų laikotarpių portfelių efektyviosios ribos skiriasi nedaug ir susikerta taške A_2 (6,85 %; 8,57 %), kuris yra 2000–2009 m. laikotarpio portfelio efektyviosios ribos pradinis taškas.

Taigi, atsižvelgiant į skirtingo laikotarpio investicijų portfelių pelningumą ir riziką, tolesniems skaičiavimams buvo pasirinktas investicijų portfelis, sudarytas pagal 2005–2009 metų laikotarpio duomenis, nes jis yra pelningiausias ir mažiausiai rizikingas.

8.11 pav. matyti, kaip skiriasi investicijų portfeliai, sudaryti iš dviejų investicinių priemonių, kurių viena yra meno vertybės. Visų portfelių pelningumas ir rizika skiriasi, ko nematyti portfeliuose, sudarytuose iš penkių investicinių priemonių. Portfelio, sudaryto iš meno vertybių ir aukso, efektyvioji riba yra aukščiau nei visos kitos, vadinasi, užtikrina investuotojui didžiausią grąžą (28,5 %). Mažiausias pelningumas, esant 14,3 % rizikai, yra portfelio, sudaryto iš meno vertybių ir JAV nekilnojamojo turto (2 %). Šis portfelis yra pats rizikingiausias, nes portfelio efektyviosios ribos galinis taškas yra labiausiai nutolęs į dešinę pusę, palyginti su kitų investicijų portfelių efektyviosiomis ribomis. Kai investicijų portfelį sudaro meno vertybės ir JAV išdo vekseliai, gaunama mažiausia rizika (0,4 %) ir vienas mažiausių pelningumų (2,3 %), nors portfelio, sudaryto iš penkių investicinių priemonių, kur meno vertybės pakeičia JAV išdo vekselius, pelningumas yra vienas didžiausių (38,25 %). Taigi galima daryti išvadą, kad modeliuojant portfelį iš dviejų investicinių priemonių, kur viena iš priemonių yra meno vertybės, būtina labai atsakingai pasirinkti antrą investicinę priemonę, nes skaičiavimai parodė, kad, esant tokiai pačiai portfelio rizikai, pelningumas gali labai skirtis (Jurevičienė, *et al.* 2012). Nagrinėjamoju atveju pagal pasirinktą finansinį modelį sudarant portfelius iš penkių skirtingų investicinių priemonių, pokytis tyrimo metu buvo labai nedidelis. Todėl, siekiant nustatyti tokių portfelių optimizavimo kreivės pokytį, reikalingas sudėtingesnis investicinis modelis ar kompiuterinė programa.



8.11 pav. Optimalių investicinių portfelių iš dviejų investicinių priemonių, kurių viena yra meno vertybės, efektyviosios ribos (Jurevičienė, *et al.* 2012)

8.3.5. Meninės galios vertė

2013 m. pasirodė meno rinkos rodiklis, vadinamoji meninės galios vertė (angl. *Artistic Power Value*, APV), kuris remiasi ploto vieneto kaina (JAV dolerių už kvadratinį centimetrą) ir yra taikomas dvimačiams meno kūriniais, tokiems kaip paveikslai. Be intuityvaus naudojimo ir nesudėtingo skaičiavimo, šis rodiklis investuotojui turi daugiau privalumų. Jis leidžia lengvai įvertinti skirtingų menininkų kainų diapazonus, palyginti, stebėti menininkų kūrybinio ciklo evoliuciją laike ir palengvina gražos įvertinimo procesą (Charlin, Cifuentes 2013). Kai kurių ekspertų nuomone, toks vertės rodiklis neatsižvelgia į kiekvieno meno kūrinio individualumą ir sumenkina meninį procesą. Tačiau autoriai teigia, kad šio rodiklio privalumas yra rinkos analizės palengvinimas – AVP leidžia sugretinti skirtingų meno objektų ekonomines vertes ir atlieka „vienodos kainos“ vaidmenį (Jurevičienė, Kostecka 2014).

Buvo atliktas tyrimas (Jurevičienė, Kostecka 2014), siekiant nustatyti keturių skirtingų meno sričių atstovų kūrinių vertes. Analizei pasirinkti: senovės meistrų meno atstovas amerikietis Benjamin West (1738–1820) – 431 pardavimas, impresionizmo ir postimpresionizmo atstovas prancūzas Gustave Caillebotte (1848–1894) – 238 pardavimai, modernaus meno atstovė kanadietė Emily Carr (1871–1945) – 426 pardavimai ir šiuolaikinio meno atstovas meksikietis Javier Arevalo (nuo 1937 m. iki dabar) – 45 pardavimai. Analizei naudoti meno kūrinių duomenys – paveikslo plotas (ilgis ir plotis) bei kaina. Pradiniai duomenys tyrimui buvo paimti iš tinklapio: artsalesindex.artinfo.com.

APV rodikliai palyginti tokiais aspektais: pagal paveikslo padėtį – status ar gulsčias; pagal paveikslo tematiką – peizažas arba ne peizažas; pagal paveikslo tematiką – paveiksle pavaizduotas žmogus (keli žmonės) arba nepavaizduota žmonių.

Atlikti skaičiavimai ir apibendrinti rezultatai pateikti 8.9, 8.10, 8.11 lentelėse. Tai patogus būdas reitinguoti menininkus prieš priimant investicinius sprendimus, taip pat jis gali būti naudingas meno kūrinių įkainojimo tikslais. Duomenys buvo surūšiuoti pagal tam tikrus požymius. Pirmajai tyrimo daliai atlikti buvo sudaryti du atskiri duomenų rinkiniai pagal kiekvieną menininką: pirmą duomenų rinkinį sudarė duomenys apie stačios padėties paveikslius, antrą – duomenys apie gulsčios padėties paveikslius. 8.9 lentelėje pateikiami atliktų APV medianų palyginimų pagal paveiks-

lo padėtį rezultatai. Matyti įdomi tendencija – visi nagrinėti menininkai teikė pirmenybę gulsčiai paveikslu padėčiai. Taip pat visų nagrinėtų menininkų atveju gulsčios padėties paveikslai turi aukštesnį APV rodiklį ir kartu didesnę kainą. Tikėtina, kad investuojant į šių menininkų kūrinius ir pasirinkus gulsčios padėties paveikslą, būtų gauta didesnė grąža.

8.9 lentelė. APV medianų palyginimai: gulsčios ir stačios padėties paveikslų palyginimas pagal menininką (Jurevičienė, Kostecka 2014)

Menininkų pavardės	Stati paveikslu padėtis		Gulsčia paveikslu padėtis		Gulsčios ir stačios padėties paveikslų APV medianų skirtumas (JAV dolerių/cm ²)
	Pardavimų skaičius	APV mediana (JAV dolerių/cm ²)	Pardavimų skaičius	APV mediana (JAV dolerių/cm ²)	
Benjamin West	185	29,11	225	36,98	-7,87
Gustave Caillebotte	81	213,43	149	264,95	-51,52
Emily Carr	153	122,14	215	135,40	-13,26
Javier Arevalo	18	1,05	27	1,23	-0,18

Pastaba: paveikslų, kurių ilgis lygus pločiui, šioje tyrimo dalyje nenagrinėjama

Norint palyginti APV pagal meno kūrinių tematiką, buvo sudaryti du atskiri duomenų rinkiniai pagal kiekvieną menininką: pirmąjį duomenų rinkinį sudarė duomenys apie peizažus, antrąjį – duomenys apie visus kitus paveikslius. 8.10 lentelėje pateikiami atliktų APV medianų palyginimų pagal paveikslu tematiką rezultatai. Skaičiavimai parodė, kad Emily Carr kūryboje vyravo peizažai, o Benjamino Westo, Gustave'o Caillebotte'o ir Javier Arevalo kūryboje – kita tematika, jų peizažų APV rodiklis buvo žemesnis negu kitų kūrinių APV. Emily Carr peizažų kiekis ir APV rodiklis gerokai viršija kitų kūrinių kiekį ir APV rodiklį. Galima daryti išvadą, kad menininkei geriau sekėsi tapyti šio žanro paveikslius, nes jie parduodami brangiau, todėl tikėtina, kad investuotojui atneštų didesnę pelną negu tos pačios menininkės kitos tematikos darbai.

8.10 lentelė. APV medianų palyginimai: paveikslų palyginimas pagal tematiką – peizažas ir ne peizažas (Jurevičienė, Kostecka 2014)

Menininkų pavardės	Paveikslų tematika: peizažas		Paveikslų tematika: kita		Peizažų ir ne peizažų APV medianų skirtumas (JAV dolerių/cm ²)
	Pardavimų skaičius	APV mediana (JAV dolerių/cm ²)	Pardavimų skaičius	APV mediana (JAV dolerių/cm ²)	
Benjamin West	134	31,62	297	34,77	-3,15
Gustave Caillebotte	112	198,97	126	241,15	-42,18
Emily Carr	278	132,23	122	98,16	34,07
Javier Arevalo	5	0,96	40	1,38	-0,42

Analogiškai, kaip ir anksčiau aprašytais atvejais, norint APV palyginti pagal meno kūrinių tematiką, buvo sudaryti du atskiri duomenų rinkiniai pagal kiekvieną menininką: pirmąjį duomenų rinkinį sudarė duomenys apie paveikslus, kuriuose pavaizduotas žmogus arba keli žmonės, antrąjį – duomenys apie visus kitus paveikslus. 8.11 lentelėje pateikiami atliktų APV medianų palyginimų pagal paveikslų tematiką rezultatai. Remiantis gautais rezultatais matyti, kad Benjamino Westo ir Gustave'o Caillebotte'o kūryboje vyraavo paveikslai, vaizduojantys žmones, o Emily Carr ir Javier Arevalo kūryboje – kita tematika (Emily Carr tapė daugiau peizažų, Javier Arevalo kūryboje buvo daugiausia abstrakčių meno kūrinių), jų paveikslų, vaizduojančių žmones, APV rodiklis buvo žemesnis negu kitų kūrinių APV. Remiantis faktu, kad Benjamino Westo ir Gustave'o Caillebotte'o paveikslų su pavaizduotais žmonėmis APV viršija kitų paveikslų APV, galima teigti, kad verta investuoti į šių dviejų menininkų nutapytus portretus, nes tikėtina, kad jie atneštų didesnę grąžą negu kitų pačių menininkų paveikslai.

8.11 lentelė. APV medianų palyginimai: paveikslų palyginimas pagal tematiką – kai paveiksle pavaizduotas žmogus (ar keli žmonės) ir kai paveiksle žmonių nepavaizduota (Jurevičienė, Kostecka 2014)

Menininkų pavardės	Paveikslo tematika: pavaizduotas žmogus arba keli žmonės		Paveikslo tematika: žmonių nepavaizduota		APV medianų skirtumas (JAV dolerių/cm ²)
	Pardavimų skaičius	APV mediana (JAV dolerių/cm ²)	Pardavimų skaičius	APV mediana (JAV dolerių/cm ²)	
Benjamin West	265	39,11	166	31,93	7,18
Gustave Caillebotte	138	238,97	100	198,51	40,46
Emily Carr	98	97,45	302	130,87	-33,42
Javier Arevalo	8	0,91	37	1,28	-0,37

Tyrimo rezultatai patvirtino APV rodiklio tinkamumą analizuoti duomenis įvairiais aspektais ir suteikia investuotojui patogią ir paprastą pagalbinę priemonę priimant investicinius sprendimus. Skirtingai nuo kitų kainų indeksų, kurie leidžia tik numatyti bendrą meno sektoriaus tendenciją, šis rodiklis gali pateikti atsakymą į investuotojo klausimą, ar verta investuoti į konkretų meno kūrinį (Jurevičienė, Kostecka 2014).

Apibendrinant galima teigti, kad skirtingų emocijų investicinių priemonių vertei įtakos turi įvairūs veiksniai, iš kurių išskirtini – to daikto retumas, kilmė arba šaltinis, atlikimo technika arba meistriškumas, reikšmė arba svarbumas, žinomumas arba populiarumas, autentiškumas ir daikto būklė. Todėl investuotojas, prieš išgydamas konkretų emocijų turtą, turėtų įvertinti tiek emocinės gražos / estetinio pasitenkinimo motyvus, tiek galimą finansinę naudą ateityje. Galimybė užsidirbti, investuojant į emocijų turtą, yra atidėta, todėl investuotojas turi apsispręsti, ar jis pasirengęs laukti nuo kelių iki keliolikos metų (o kartais ir keliasdešimt), tikėdamasis, kad objekto vertė pakils ir jį bus galima parduoti ateityje (Jurevičienė, Garanžienė 2013).

Literatūra

- AIPT.LT. 2012. Investavimas į meną. Brangiausi dailės kūriniai. [interaktyvus], [žiūrėta 2013-09-05]. Prieiga per internetą: <<http://aipt.lt/index.php/alternatyva/item/304-investavimas-%C4%AF-men%C4%85-brangiausi-dail%C4%97s-k%C5%ABriniai>>.
- Akintoye, I. R. 2008. Efficient Market Hypothesis and Behavioral Finance: A Review of Literature, *European Journal of Social Sciences*, 7(2): 7–17.
- Allais, M. 1953. Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école Américaine [Rational Man's Behavior in the Presence of Risk: Critique of the Postulates and Axioms of the American School]. *Econometrica*, 21(4): 503–546.
- Alpert, M.; Raiffa, H. 1982. A Progress Report on the Training of Probability Assessors. In: D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky (eds.): *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge and New York: Cambridge University Press, 294–305.
- Altfest, L. 2004. Personal Financial Planning: Origins, Developments and a Plan for Future Direction. *The American Economist*, 48(2): 53–60.
- Analysts and Earnings Estimates. [interaktyvus] [žiūrėta 2008-10-10]. Prieiga per internetą: <<http://www.investorguide.com/igustockanalyst.html>>.
- Anderson, B. 2001. *Portfolio Allocation over the Life Cycle: Evidence from Swedish Household Data*. Uppsala University Working Paper Series.
- Arkes, H. R.; Blumer, C. 1985. The Psychology of Sunk Cost. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35: 124–140.
- Arrow, K. J. 1965. *The Theory of Risk Aversion*. In Aspects of the Theory of Risk Bearing, by Yrjo Jahnssonin Saatio, Helsinki. Reprinted in: *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markham Publ. Co., Chicago, 90–109.
- Artikis, G. P. 2003. Performance Evaluation: A Case study of the Greek Balanced Mutual Funds. *Managerial Finance*, 29(9): 1–8.
- Artprice. *Art price Global Indices*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-10-18]. Prieiga per internetą: <<http://imgpublic.artprice.com/pdf/agi.xls>>.
- Asset Class Data, 1990–2009*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-10-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.scribd.com/doc/30965250/Asset-Class-Data-1900-2009>>.

- Aukščiūnas, V. 2002. Lietuvos būsto rinkos plėtros ypatumai. *Journal of Civil Engineering and Management*, 8(2): 103–107.
- Auštrevičius, P.; Pupkevičius, D.; Treigienė, D. 1991. Šiuolaikinių ekonomikos terminų enciklopedinis žodynas. Lietuvos laisvosios rinkos institutas, Lietuvos komersantas, Vilnius.
- Avery, R. B. 2004. Credit Report Accuracy and Access to Credit. *Federal Reserve Bulletin*. – Washington, 90(3): 297–322.
- Bailard, T.; Biehl, D.; Kaiser, R. 1986. *Personal Money Management*. Science Research Associates, 36.
- Baird's Advisory Services Research. 2010. *Demystifying the Role of Alternative Investments in a Diversified Investment Portfolio*. [interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-09]. Prieiga per internetą: <<http://www.rwbaird.com/bolimages/Media/PDF/Whitepapers/Demystifying-the-Role.pdf>>.
- Baker, K. H. 2010. *Behavioural Finance: Investors, Corporations, and Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Balčienė, N. 2006. *Lietuvos privačių pensijų fondų vertinimo reikšmingumas*. Kaunas: Lietuvos žemės ūkio universitetas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-04-28 d]. Prieiga per internetą: <http://www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2007/finansai/Balciene_Nijole.pdf>.
- Barber, B.; Lehavy, R.; McNichols, M.; Truman, B. 2001. Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, LVI: 531–564.
- Barber, B. M.; Odean, T. 1999. The Courage of Misguided Convictions. *Financial Analysts Journal*, 11/12: 14–55.
- Barberis, N. 2006. [Барберис, Н.] Инвесторы должны научиться думать. Секреты инвестиционного дела. Под ред. Дж. Пикфора. ЗАО Олимп-Бизнес, Москва.
- Barefoot, A. S. 1996. Credit Scoring at a Crossroads: Privacy, Access, and Fairness Concerns Can Be Successfully Addressed. *ABA Banking Journal*, 88(6): 26–31.
- Barnewall, M. 1987. *Asset Allocation for the Individual Investor*. Institute of Chartered Financial Analysts, 62–69.
- Barras, L.; Scaillet, O.; Wermers, R. 2010. False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas. *The Journal of Finance*, 65(1): 179–216.

- Basu, D.; Chawla, D. 2012. An Empirical Test of the Arbitrage Pricing Theory - The Case of Indian Stock Market. *Global Business Review*, 13(3): 421–432.
- Baumol, W. J. 1986. Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game. *The American Economic Review*, 76(2): 10–14.
- Beck, J. S. 2008. *Kognityvinės terapijos pagrindai*. Kaunas: Lietuvos kognityviosios ir elgesio terapijos draugija.
- Bentham, J. 1781. *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation* [interaktyvus] [žiūrėta 2009-12-12]. Prieiga per internetą: <<http://www.utilitarianism.com/jeremy-bentham/index.html>>.
- Berg, N. 2005. Finance, Psychology, Economics and the Design of Successful Institutions. In *Economic Globalization & the Choice of Asia: Shanghai Forum*, 502–510.
- Bernatzi, A.; Thaler, R. 1995. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110(2): 73–92.
- Bernoulli, D. 1954. Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica*, 22(1): 23–36.
- Bikas, E.; Jurevičienė, D. 2004. Personal Finances and Accession of Them into Lithuanian Market. In *Integration of Financial Sectors of Baltic States into the European Union: Challenge and Experience. Collection of papers*. Talin University of Technology and University of Tartu, 191–208.
- Bikas, E.; Rakauskienė, O. G. 2007. Lietuvos gyventojų santaupos: Moterų ir vyrų taupymo elgsenos modeliai, *Ekonomika*, 73: 124–141.
- Bodie Z.; Merton, R. C.; Samuelson, W. 1992. Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Lifecycle Model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16: 427–449.
- Bodie, Z. 2002 a. *Life-Cycle Finance in Theory and in Practice*. Boston University School of Management Working Paper.
- Bodie, Z. 2002 b. *Life-Cycle Investing in Theory and Practice*. Boston University School of Management Working Paper.
- Bodie, Z.; Kane, A.; Marcus, A. J. 2003. *Essential of investments*. International Edition. Singapore: The McGraw Hill Companies.
- Bodie, Z.; Kane, A.; Marcus, A. J. 2005. *Investments*. Boston: McGraw Hill, 940–980.

- Brain, M. 1997. *Understanding and Controlling Your Finances*. BYG Publishing, Inc.
- Brennan, C.; Gallagher, K. 2007. Consumer over Indebtedness: a Review of the Quality of Money Advice Services in Scotland. *International Journal of Consumer Studies*, 31(6): 623–629.
- Brinkley, R. 2005. *Creating Your Investment Plan: Here are Some Simple Steps for Those Developing a Financial Strategy*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-10-20]. Prieiga per internetą: <[http://www.thefreelibrary.com/Creating+your+investment+plan %3a+here+are+some+simple+steps+for+those...-a0133910706](http://www.thefreelibrary.com/Creating+your+investment+plan+%3a+here+are+some+simple+steps+for+those...-a0133910706)>.
- Brown, S.; Geotzmann, W. 1995. Performance Persistence. *Journal of Finance*, 50: 679–698.
- Butkus, K.; Jazbutis, R.; Kelpšas, T.; Laužikas, E.; Velička, R.; Višinskis, V. 2005. *Fizinių asmenų nemokumo problemų sprendimo būdų analizė: taikomasis mokslinio tyrimo darbas*. Vilnius: Įmonių bankroto valdymo departamentas.
- Central and Eastern Europe Statistics 2013*. 2014. An EVCA Special Paper. Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force. [interaktyvus] [žiūrėta 2014-09-28]. Prieiga per internetą: <http://www.evca.eu/media/259990/_evca_bro_sp_cee2013.pdf>.
- Charlin, V.; Cifuentes, A. A. 2013. *New Financial Metric for the Art Market*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1309/1309.6929.pdf>>.
- Chen, P.; Ibbotson, G.; Milevsky, M. A.; Zhu, K. X. 2006. Human. Capital, Asset Allocation, and Life Insurance. *Financial Analyst Journal*, 1/2: 97–109.
- Cheung, Y.-W.; Ng, L. K. 1992. Stock Price Dynamics and Firm Size: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, XLVII(5): 1985–1997.
- Chong, D.; James, N. D. 2007. Framing Theory. *Annual Review Political Sciences*, 10: 103–26.
- Christofildis, C.; Debande, O. 2001. *Financing Innovative Firms through Venture Capital*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-02-19]. Prieiga per internetą: <<http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>>.
- Chwee, P. G. 2004. Credit Scoring using Data Mining Techniques. *Singapore Management Review*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-02-08]. Prieiga per internetą: <<http://www.allbusiness.com/personal-finance/credit-cards/178130-1.htm>>.

- Coase, R. 1937. The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16): 386–405.
- Coase, R. 1960. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3: 1–44.
- Conover, M. C.; Friday, H. S. 2000. An Analyses of Cross Section of Returns for EREIT is Using a Varying - Risk Beta Model. *Real Estate Economics*, 28(1): 141–163.
- Cristopher, P. 1997. *Ekonominių terminų žodynas*. Vilnius: Baltijos bisnis.
- Cuthberston, K.; Nitzsche, D.; ir O'Sullivan, N. 2006. *Mutual Fund Performance*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-05-15]. Prieiga per internetą: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=955807>.
- Čiegis, R. 2006. *Ekonominių teorijų istorija*. Vilnius: Vilniaus universitetas.
- Daunienė, V.; Slavickienė, A. 2000. Pensijų fondų vieta pensijų sistemoje. *Kaunas: Lietuvos žemės ūkio universiteto mokslo darbai*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-04-28]. Prieiga per internetą: <http://www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2004/Finansai/Dauniene_Vaida.htm>.
- Davis, E. P.; Carr R. A. 1992. Budgeting Practices Over the Life Cycle. *Financial Counseling and Planning*, 3.
- De Bondt, W. R.; Thaler, R. 1985. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, XL(3): 793–805.
- Debreu, G. 1959. *Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*. Yale University Press, New Haven.
- Dictionary of Financial and Investment Terms*. 2006. Ed. By Downes J. Goodman. J. E. Barrons Educational Series, Inc., NY.
- Domian, D. L.; Louton, D. A.; Racine, M. D. 2003. Portfolio Diversification for Long Holding Periods: How Many Stocks do Investors Need? *Study of Economimcs and Finance*, 21: 40–64.
- Domian, D. L.; Louton, D. A.; Racine, M .D. 2007. Diversification in Portfolios of Individual Stocks: 100 Stocks are Not Enough. *Finance Review*, 42: 557–570.
- Durand, D. 1941. Risk Elements in Consumer Instalment Financing. *National Bureau of Economic Research*, 8: 1–128.
- Dzikevičius, A. 2004. Vertinimo koreguoto pagal riziką, metodikų palyginamoji analizė. *Socialiniai mokslai LŽŪU: mokslo darbai*, 64(17): 97–103.
- Econstats. S&P 500 Index. [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-10-17]. Prieiga per internetą: <http://www.econstats.com/eqty/eqeq_mi_1.htm>.

- Elton, E. J.; Gruber, M. J.; Das, S.; Hlavka, M. 1993. Efficiency with costly informatikon: a reinterpretation of widence from managed portfolios. *The review of financial studies*, 6(1): 1–22.
- European Venture Capital Asociacion. 2012. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-05-08]. Prieiga per internetą: <<http://www.evca.eu/>>.
- Eurostat. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-31]. Prieiga per internetą: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=teicp270>>.
- Fama, E. 1970. Efficient capital markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2). [Interaktyvus], [žiūrėta 2009-02-10]. Prieiga per internetą: <<http://cns.bu.edu/~ccwong/Literature/s9.pdf>>.
- Fama, E. 1991. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5): 1575–1617.
- Farrell, Ch. J. 2006. Personal Finance Ratios: An Elegant Road Map to Financial Health and Retirement. *Journal of Financial Planning*, 1: 56–63.
- Fibak, W. 2011. *Jak i co kolekcjonować - ekskluzywny wywiad*. [interaktyvus], [žiūrėta 2013-05-20]. Prieiga per internetą: <http://luxclub.pl/kat,1016267,wid,10521906,wiadomosc.html?_ticians=3&ticaid=6c6d6>.
- Financing of Social Security*. 2005. British Encyclopedia. [Interaktyvus], [žiūrėta 2005-10-28] Prieiga per internetą: <<http://search.eb.com/eb/article-9059110>>.
- Finansų rinkos dalyvių veikla. II pakopos pensijų fondų rezultatų įvertinimas IRR rodikliu nuo fondų veiklos pradžios*. 2014. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-12-18]. Prieiga per internetą: <http://lb.lt/finansu_istaigu_finansines_ataskaitos>.
- Finansinio stabilumo rodikliai. Būsto įperkamumo indeksai*. 2014. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-12-16]. Prieiga per internetą: <http://lb.lt/finansinio_stabilumo_rodikliai_ir_kita_statistika>.
- Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos draudimo rinkos apžvalga, 2014 m. I pusmetis*. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-09]. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/lietuvos_draudimo_rinkos_2014_m_ii_ketv_apzvalga>.
- Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II ir II pakopos pensijų fondų bei KIS rinkos apžvalga, 2014 m. I pusmetis*. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-08]. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/ii_ir_iii>.

pakopos_pensiju_fondu_bei_kolektyvinio_investavimo_subjektu_rinkos_apzvalgos_2014_m_i_pusm>.

Finansų rinkos dalyvių veikla. Lietuvos II ir III pakopos pensijų fondų bei KIS rinkos apžvalga, 2012 m. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-10-08]. Prieiga per internetą: <http://www.lb.lt/ii_ir_iii_pakopos_pensiju_fondu_bei_kolektyvinio_investavimo_subjektu_rinkos_apzvalga_2012_m_iv_ketv_ir_2012_m>.

Fischer, I. 1930. *The Theory of Interest*. New York: Macmillan Company.

Fischer, R.; Gerhardt, R. 2007. Investment Mistakes of Individual Investors and the Impact of Financial Advice. *European Business School Working Paper*, 2–33.

Four Approaches to the Consumption Function. [Interaktyvus], [žiūrėta 2009-12-29]. Prieiga per internetą: <<http://www.theshortrun.com/classroom/doctrines/consumption.html>>.

Frey, B. S.; Cueni, R. 2013. Why Invest in Art? *The Economists' Voice*, 10(1): 1–6.

Frey, B. S.; Pommerehne, W. W. 1989. Art Investment: An Empirical Inquiry. *Southern Economic Journal*, 56(2): 396–409.

French, K. R. 1980. Stock Returns and the Weekend Effect. *Journal of Financial Economics*, 8: 55–69.

Friedman, M. 1957. *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.

Fuller, J.; Dawson, E. 2007. *FICO Scores: Uses and Misuses. Convenient or Invasive: The Information Age*. Editors: K. R. Larsen, Z. A. Voronovich. Boulder, Colorado: Ethica Publishing, 21–30.

Fur, E.; Faye, B.; Cardebat, J. M. 2012. *What Do You Know about Wine as an Alternative Financial Asset?* [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-18]. Prieiga per internetą: <http://www.embassyconferences.co.za/media/aawe_abstracts/Lefur_Faye_Cardebat.pdf>.

Garner, D. 2011. *An Introduction to Alternative Investments*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-18]. Prieiga per internetą: <<http://www.dgcas-setmanagement.com/investing/alternatives/introduction>>.

Gavrilova, I. 2011. Lietuvos investicinių fondų veiklos vertinimas, atsižvelgiant į riziką ir savalaikiškumą. *Lietuvos ateitis: mokslo darbai*, 3(4): 5–12.

Getter, D. 2006. Consumer Credit Risk and Pricing. *The Journal of Consumer Affairs*, 40(1): 41–63.

- Ghotbi, A. 2013. *Aurel Bacs of Christie's Talks Auction Market and Vacheron Constantin*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-03-12]. Prieiga per internetą: <http://www.thehourlounge.com/thread/view/aurel-bacs-of-christie-s-talks-auction-market-and-vacheron-constantin_80832_80832.html>.
- Ginevičius, R.; Podvezko, V. 2008. Daugiakriterinio vertinimo būdų suderinamumas. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 9(1): 73–80.
- Girdzijauskas, S.; Štreimikienė, D. 2009. Application of Logistic Models for Stock Market Bubbles Analysis. *Journal of Business Economics and Management*, 10(1): 45–51.
- Gitman, L. J.; Joehnk, M. D. 2005. *Fundamentals of Investment*. San Diego State University.
- Gordon, M. G. 2001. *The Life Cycle of Financial Planning*. University of Wyoming Cooperative Extension Service.
- Grande, J. J. 2002. Alternative Investment Strategies Can Offer Significant ROI. *Ophthalmology Times*, 27: 59–67.
- Grinblatt, M.; Titman, S. 1994. A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques. *Journal of financial and quantitative analysis*, 29(3): 419–444.
- Grossman, S. J.; Stiglitz, J. E. 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3): 393–407.
- Guarasci, D. 2010. *Traditional Long-Only vs. Alternative Investments*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-04]. Prieiga per internetą: <<http://www.sherpaam.com/wp-content/uploads/2011/01/IFEBP-TradvsLong.pdf>>.
- Hall, A. 2003. *Your Money or Your Life*. London: Hodder & Stoughton.
- Hallman, G. V.; Rosenbloom, J. S. 2003. *Personal Financial Planning*. Seventh Edition. New York: McGraw-Hill.
- Hattingh, J. J. 2004. *Portfolio Management: The Use of Alternative Investments for the Purpose of diversification*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2009-12-23]. Prieiga per internetą: <<http://ujdigispace.uj.ac.za:8080/dspace/bitstream/10210/259/1/JJHattinghMasters.pdf>>.
- Herbert, S. 2007. A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1): 99–118.
- Historical Automobile Group International. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-05-15]. Prieiga per internetą: <<http://www.historicautogroup.com>>.

- Holden, W. C. 2008. *Excel Modeling and Estimation in Investments*. [interaktyvus] [žiūrėta 2013-05-10]. Prieiga per internetą: <<http://basehitinvesting.com/warren-buffett-ben-graham-on-diversification-investment-philosophy-differences/>>.
- Hu, J. L.; Chang, T. P.; Chou, R. Y. 2014. Market Conditions and the Effect of Diversification on Mutual Fund Performance: Should Funds be More Concentrative under Crisis? *Journal of Productivity Analysis February*, 41(1): 141–151.
- Huckle, P. 2003. What is Behavioural Finance? *Banking Today*, 5–7.
- Investicijos į skystąją valiutą – vyną 2009*. 2009. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-08]. Prieiga per internetą: <http://www.alfa.lt/straipsnis/10273751/Investicijos.i.skystaja.valiuta.vyna=2009-05-20_16-44/>.
- Investicijos į vyną*. 2010. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-08]. Prieiga per internetą: <http://www.alfa.lt/straipsnis/10416303/Investicijos.i.vyna=2010-10-15_17-41/?pn=1>.
- Investing in Toys a Risky Business*. 2010. [Interaktyvus], [žiūrėta 2010-01-25]. Prieiga per internetą: <<http://www.accept.co.uk/Lifestyle/collectables.htm>>.
- Investment Company Fact Book*. 2014. Investment Company Institute and Federal Reserve Board. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-04]. Prieiga per internetą: <http://www.ici.org/research/industry_research/fact_book>.
- Investment Company Fact Book*. 2014. Investment Company Institute and Strategic Insight Simfund. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-04]. Prieiga per internetą: <http://www.ici.org/research/industry_research/fact_book>.
- Ionescu, G. H.; Vilag, R.; Vasile, I. 2009. *Investor`s Types of Behaviour During Crisis*. *Romanian Economic and Business Review*, 4(3): 137–147.
- Isakovič, S. L. 2011. Sponsorship in Music Arts – Social Responsibility or a Profitable Investment? *Megatrend Review*, 8 (1): 1–20.
- Jakutis, R. 2013. *Apie kolekcijas*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013 09]. Prieiga per internetą: <<http://www.snaujienos.lt/naujienos/mes-tokie/30866-apie-kolekcijas>>.
- Jappelli, T. 2005. The Life-Cycle Hypothesis, Fiscal Policy, and Social Security. In the international *Conference on Franco Modigliani: economista tra teoria e impegno sociale*: Working paper.

- Jarrett, J. E.; Schilling, J. 2008. Daily Variation and Predicting Stock Market Returns for the Frankfurter börse (stock market). *Journal of Business Economics and Management*, 9(3): 189–198.
- Jensen, M. C. 1978. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2/3): 95–101.
- Jiang, M. 2011. *An optimal Global Fine Wine Portfolio*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-12]. Prieiga per internetą: <<http://mmss.wcas.northwestern.edu/thesis/articles/get/789/>>.
- Johnson, K. L.; Graff, F. J. 2009. Modernizing pension fund legal standards for the twenty-first century. *Rotterdam International Journal of Pension Management*, 2(1): 44–51.
- Jones, C. P. 1996. *Investments: Analysis and Management*. New York [etc.]: John Wiley & Sons.
- Jurevičienė, D. 2007. Financial Education as a Means for Personal Wealth. „Towards Knowledge-Based Economy“ & „Enterprise Management: Diagnostics, Strategy, Effectiveness“, April 12–13, 2007 Riga Latvia: scientific proceedings. Riga: RTU Publishing House, 1–7.
- Jurevičienė, D.; Albrichtaitė, L. 2010. Analysts' Information Influence on the Dynamics of Stock Prices. *The 6th International Scientific Conference Business and Management 2010: selected papers*. May 13–14 Vilnius, Lithuania, 1: 90–96.
- Jurevičienė, D.; Augustytė, U. 2011. Development Trends of General Liability Insurance in Lithuania. *Ekonomika. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla*, 90(3): 136–150.
- Jurevičienė, D.; Bapkauskaitė, G. 2014. Kompleksinis investicinių fondų veiklos vertinimas. *Verslo sistemos ir ekonomika = Business systems & economics*, 4(1): 64–77.
- Jurevičienė, D.; Garanžienė, G. 2013. *Investicijų į emocinį turtą tendencijos*. Finansų rinkų įžvalgos, 1 dalis. Red. I. Mačerinskienė. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 613–690.
- Jurevičienė, D.; Gausienė, E. 2010. Finansinės gyventojų elgsenos ypatumai. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 11(3): 222–237.
- Jurevičienė, D.; Ivanova, O. 2012. Behavioral Finances of Financially Savvy Households: the Types of Investors. *Contemporary Issues in Business, Management and Education'2012: selected papers: conference proceedings*. 15 November Vilnius, Lithuania, 220–231.

- Jurevičienė, D.; Ivanova, O. 2013. Behavioural Finance: Theory and Survey. *Mokslas – Lietuvos ateitis = Science – future of Lithuania: Verslas XXI amžiuje = Business in XXI Century*, 5(1): 53–58.
- Jurevičienė, D.; Ivanova, O. 2014. The Run of Lithuanian Households Financial Behavior. *The 8th International Scientific Conference „Business and Management 2014“: selected papers. May 15–16, 2014*, 1: 238–245.
- Jurevičienė, D.; Jakavonytė, A. 2015. Alternative Investments: Valuation of Wine as a Means for Portfolio Diversification. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 16(1): 84–93.
- Jurevičienė, D.; Jermakova, K. 2012. The Impact of Individuals' Financial Behaviour on Investment Decisions. *EIIC 2012: Proceedings in Electronic International Interdisciplinary Conference: 3–7 September 2012*. Žilina: EDIS - Publishing Institution of the University of Zilina, 242–250.
- Jurevičienė, D.; Klimavičienė A. 2008. Asmeninių finansų valdymo teoriniai aspektai gyvenimo ciklo požiūriu. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 9(1): 22–32.
- Jurevičienė, D.; Kostecka, B. 2014. Peculiarities of Selection of Investment Artworks. *Acta Oeconomica Pragensia*, 5: 71–88.
- Jurevičienė, D.; Martinkutė, A. 2013. Rizikos kapitalo fondai: teoriniai aspektai. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 14(2): 117–130.
- Jurevičienė, D.; Miečinskienė, A.; Savičenko, J. 2012. Art as a Diversification Tool of Investment Portfolios. *The 7th International Scientific Conference „Business and Management 2012“: selected papers*. Vilnius Gediminas Technical University. Vilnius: Technika, 84–91.
- Jurevičienė, D.; Novickytė, L.; Dubinskas, P.; Keliuotytė-Staniulienė, G. 2013. Personality Typers of Lithuanian Individual Investors. *European Scientific Journal*, June Special Edition 1: 31–40.
- Jurevičienė, D.; Okunevičiūtė-Neveauskienė, L. 2008. Būsto įsigijimo sąlygų įtaka jaunimui įsitvirtinti nacionalinėje darbo rinkoje. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 9(2): 116–124.
- Jurevičienė, D.; Samoškaitė, Š. 2012. II pakopos pensijų fondų investicijų grąžos, atsižvelgiant į riziką, vertinimas. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 13(4): 304–313.

- Jurevičienė, D.; Sukačevskytė, V. 2012. Default and Personal Credit Rating. *KSI Transactions of Knowledge Society: a publications of the Knowledge Society Institute. V international science conference „Knowledge society”. VI international Science Conference for Young Researchers “Technical Science and Industrial Management”*. Sofia: Knowledge Society Institute, 5(3): 31–34.
- Jurevičienė, D.; Sukačevskytė, V. 2013. Factors of Households’ Default. *Journal Acta Oeconomica*, 2(1): 131–143.
- Jurevičienė, D.; Volkova, M. 2014. Evaluation of the 3rd Pillar Pension Funds in Lithuania. *Journal of Business Economics and Management*, 15(4): 684–707.
- Kahneman, D.; Riepe, M. 1998. Aspects of Investor Psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24: 52–65.
- Kahneman, D.; Tversky, A. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk. *Econometrica*, 47(2): 263–292.
- Kalinauskas, V. 2003. Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas. *Pinigų studijos*, 3: 50–63.
- Karlan, D.; Zingman, J. 2009. Expanding Credit Access: Using Randomized Supply Decisions to Estimate the Impacts. *The Review of Financial Studies*, 23(1): 433–464.
- Kasperezyk, M.; Sialm, C.; Zheng, L. 2005. On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. *Journal of Finance*, 60: 1983–2011.
- Katayama, S.; Ursprung, H.W. 2003. Commercial Culture, Political Culture and Economic Policy Polarization: the Case of Japan. *Journal of Economic Behavior & Organisation*, 54: 351–375.
- Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Macmillan Company.
- Kiesilainen, N. J.; Henrikon, A. S. 2005. *Report on Legal Solution to Debt Problems in Credit Societies*. Strasbourg: Department of Law Umea University, 11: 1–11.
- Kilborn, J. 2005. Behavioural Economics, over Indebtedness & Comparative Consumer Bankruptcy: Searching for Causes and Evaluating Solutions. *Emory Bankruptcy Developments Journal*, 22(1): 13–45.
- Kishore, R. 2006. Theory of Behavioral Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm. *Australian Property Journal*, 38: 105–111.

- Kitcees, M. E. 2006. Alternative Investments. *Financial Planning*, 36: 1–2.
- Kite, C. W. 1994. The Road to Retirement and Life Insurance, Best's Review. *Life-Health Insurance Edition*, 95: 88–101.
- Klimaitė, I. 2006. Privačių pensijų fondų vertinimo kriterijai. *Kaunas: Lietuvos žemės ūkio universiteto mokslo darbai* [interaktyvus], [žiūrėta 2012 m. sausio 18 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2006/finansai/Klimaite %20Jurgita.pdf](http://www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2006/finansai/Klimaite%20Jurgita.pdf)>.
- Klimavičienė, A.; Jurevičienė, D. 2007. Asmeninių investicijų į finansines priemones plėtros galimybės Lietuvoje. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 8(1): 33–43.
- Kucharczyk, M. 2012. *Comments from AGE Platform Europe. The right to retirement pension information (Madrid, 02-03 July 2013)*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-12]. Prieiga per Internetą: <<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=lt&catId=1024&newsId=1900&furtherNews=yes>>.
- Kudaras, P. 2009. *Ar tinka menas investicijoms?* [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-09-12]. Prieiga per internetą: <<http://petras.kudaras.lt/archyvas/2009-10-14/ar-tinka-menas-investicijoms.html>>.
- Lander, D. 2004. It 'Is' the Best of Times, It 'Is' the Worst of Times: a Short Essay on Consumer Bankruptcy after the Revolution. *American Bankruptcy Law Journal*, 78(2): 201–219.
- Laumenskaitė, E. 2006. Milton Friedman – įtakingasis XX a. monetaristas. *Pinigų studijos*, 2: 93–99.
- Lavine, J. 2007. *Investing Through Different Life Stages*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2007-12-12]. Prieiga per internetą: <<http://www.wiseradvisor.com>>.
- Lazarevskij, A.; Suškevič, A. [Лазаревский, А.; Сушкевич, А.]. 2001. Наизнанку и вверх ногами. Пенсионная реформа в России на фоне зарубежного опыта. При описании зарубежного опыта использован материал «Pension Fund Reform and Implications for the Market», SSB City Asset Management Limited, 2001, Boston, 6 марта 2002 года. [interaktyvus] [žiūrėta 2012-12-12]. Prieiga per internetą: <<http://www.yabloko.ru/Themes/Social/pens-2002-1.html>>.
- Lazutka, R. 2008. Lietuvos socialinio draudimo pensijų dalinio privatizavimo tikslai ir rezultatai. *Ekonomika*, 82: 104–126.

- Le Bon, G. 1896. *The Crowd. A study of the Popular Mind*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-04-17]. Prieiga per internetą: <<https://archive.org/details/crowdstudypopu02bongooq>>.
- Leika, M.; Valentinaitė, M. 2007. Būsto kainų kitimo veiksniai ir bankų elgsena Vidurio ir Rytų Europos šalyse. *Pinigų studijos*, 11(2): 5–23.
- Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas*. 2003. Lietuvos Respublikos Seimas. 2003 m. rugsėjo 18 d. Nr. IX-1737. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-02-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.8447F63760E9>>.
- Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymas*. 2002. Lietuvos Respublikos Seimas. 2002 m. liepos 2 d. Nr. IX-1007. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-01]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.C677663D2202>>.
- Lietuvos Respublikos investicijų įstatymas*. 1999. Lietuvos Respublikos Seimas. 1999 m. liepos 7 d. Nr. VIII-1312. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.C7E57DF3CEC5>>.
- Lietuvos Respublikos kilnojamyjū kultūros vertybių apsaugos įstatymas*. 1996. Lietuvos Respublikos Seimas. 1996 m. sausio 23 d. Nr. I-1179. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.C5DA698A4015>>.
- Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas*. 2003. Lietuvos Respublikos Seimas. 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1709. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.ED28779BEADF>>.
- Lietuvos Respublikos kontroliuojančiųjų investicinių bendrovių įstatymas*. 2003. Lietuvos Respublikos Seimas. 2003 m. liepos 4 d. Nr. IX-1710. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.87E191E63EFD>>.
- Lietuvos Respublikos papildomo savanoriško pensijų kaupimo įstatymas*. 2003. Lietuvos Respublikos Seimas. 2003, Nr. 75-3473. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.EA934522AD36>>.
- Lietuvos Respublikos pensijų kaupimo įstatymas*. 2003. Lietuvos Respublikos Seimas. 2002 m. gruodžio 3 d. Nr. IX-1215. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.2D0A7B26E6A8>>.

- Lietuvos Respublikos pensijų sistemos reformos įstatymas*. 2002. Lietuvos Respublikos Seimas. 2002 m. gruodžio 3 d. Nr. IX-1215. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.2D0A7B26E6A8>>.
- Lietuvos Respublikos pensijų sistemos reformos įstatymo pakeitimo įstatymas*. 2003. Lietuvos Respublikos Seimas. 2006 m. liepos 4 d. Nr. X-745. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.103565D95E60>>.
- Lietuvos Respublikos profesinių pensijų kaupimo įstatymas*. 2006. Lietuvos Respublikos Seimas. 2006 m. liepos 4 d. Nr. X-745. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.103565D95E60>>.
- Lietuvos rizikos ir privataus kapitalo asociacija. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-08]. Prieiga per internetą: <<http://www.vca.lt/LT/menu/naujienos/13-mln-euru-verslui-per-ketverius-metus-tik-pradzia>>.
- Lileikienė, A.; Dauginytė, D. 2009. Investicinio portfelio valdymas: investicinės grąžos ir rizikos subalansavimas. *Vadyba: mokslo darbai*, 14(1): 15–27.
- Liv-ex 2013. *Liv-ex Fine Wine Indices*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-03-12]. Prieiga per internetą: <http://www.liv-ex.com/staticPageContent.do?pageKey=Fine_Wine_100>.
- Lusardi, A.; Mitchell, O. S. 2011. *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing*. NBER working paper. 17078: 2–37.
- Mayall, M. 2006. „Seeing the Market“: Technical Analysis in Trasing Styles. *Journal for the Theory of Social Behaviour*, 36: 19–140.
- Mayer, C.; Shoors, K.; Yafeh, Y. 2003. Sources of Funds and Investment Strategies of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK. *Journal of Corporate Finance*, 11: 587–608.
- Makselienė, S. 2007. *Investavimas į meną: ar jau laikas?* [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-09-05]. Prieiga per internetą: <<http://archyvas.vz.lt/news.php?strid=1052&id=736332>>.
- Malinauskas, S. 2013. Vyno ekspertas Artūras Sarkus: Vynas gali būti labai pelninga investicija. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-18] Prieiga per internetą: <<http://www.15min.lt/naujiena/ziniosgyvai/interviu/vyno-ekspertas-arturas-starkus-vynas-gali-buti-labai-pelninga-investicija-599-316257>>.

- Mandel, B. R. 2009. Art as an Investment and Conspicuous Consumption Good. *American Economic Review*, 99(4): 1653–1663.
- Markowitz, H. M. 1952. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1): 77–91.
- Markowitz, H. M. 1999. The early history of portfolio theory 1600-1960. *Financial Analysts Journal*, 55(4): 5–16.
- Masset, F.; Henderson, C.; Weisskopt, J. P. 2009. *Wine as an Alternative Asset Class*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-03-24]. Prieiga per internetą: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1123733>.
- Mei, J.; Moses, M. 2002. Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces. *The American Economic Review*, 92(5): 1656–1668.
- Mei, J.; Moses, M. 2005. *Beautiful Asset: Art as Investment*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-09-15]. Prieiga per internetą: <<http://www.wu.ac.at/cems/gc/whatwedo/bridging/symposia/2006/slides-papers/moses-mei.pdf>>.
- Mikalajūnas, V. 2008(a). Ar sulauksime senovinių automobilių kainų burbulų? *Investuok*, 1: 35–37.
- Mikalajūnas, V. 2008(b) 5000 monetų išperkama per keletą dienų. *Investuok*, 2: 42–45.
- Myers, J. H. 1963. The Development of Numerical Credit Evaluation Systems. *Journal of the American Statistical Association*, 58(303): 799–806.
- Modigliani, F.; Brumberg, R. 1954. Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. In *Post-Keynesian Economics*, edited by Kenneth K. Kurihara Rutgers University Press, New Brunswick, N. J., 388–436.
- Morgan Stanley Capital International Inc. Morgan Stanley - Official Site. [Interaktyvus], [žiūrėta 2006-10-06]. Prieiga per internetą: <<http://www.morganstanley.com/ideas/>>.
- Morkūnienė, A. 1997. *Pamatai ir prielaidos gyvybingiems pensijų fondams*: pranešimas. Vilnius.
- Neale, W. C. 1987. Institutions. *Journal of Economic Issues*, 21(3): 1177–1206.
- Neumann, J.; Morgenstern, O. 1944. *Theory of Games and Economic Behaviour*. Princeton: Princeton University Press.
- Nielsen, L. T.; Vassalou, M. 2004. Sharpe ratios and alphas in continuous time. *Journal of financial and quantitative analysis*, 39(1): 103–114.

- NPI ekspertų komentarai*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2006-12-04]. Prieiga per internetą: <<http://www.npi.lt>>.
- O'Curry, S. 2003. Self-Control and Personal Financial Management. *Advances in Consumer Research*, 30(1): 361–362.
- Paas, L. J.; Bijmolt, T. H. A.; Vermunt, J. K. 2007. Acquisition Patterns of Financial Products: A Longitudinal Investigation. *Journal of Economic Psychology*, 28: 229–241.
- Pasaulinė pensijų fondų praktika ir patirtis*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2006-12-02]. Prieiga per internetą: <<http://www.lrinka.lt>>.
- Paskolos namų ūkiams ir nefinansinėms korporacijoms*. 2014. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-11-12]. Prieiga per Internetą: <<http://www.lb.lt/statistika>>.
- Pensijų kaupimo reforma*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2005-09-12]. Prieiga per internetą: <<http://pensija.lt>>.
- Pension schemes*. British Encyclopedia. [Interaktyvus], [žiūrėta 2005-10-28]. Prieiga per internetą: <<http://search.eb.com/eb/article-9059110>>.
- Pesando, P. J.; Shum, P. M. 2007. Investing in Art: A Cautionary Tale. *The Journal of Wealth Management*, 9 (4): 80–87.
- Pieters, D. 1998. Įvadas į pagrindinius socialinės apsaugos principus. Vilnius: Eugrimas.
- Plakys, M. 2011. Tarptautiniai socialiai atsakingi investiciniai fondai. *Mokslas – Lietuvos ateitis = Science – future of Lithuania: Verslas XXI amžiuje = Business in XXI Century*, 1(3): 56–60.
- Plečkaitis, V. 2008. *Menas ir pinigai – kasdien tvirtėjanti sąjunga*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-08-11]. Prieiga per internetą: <<http://www.lrytas.lt/-12175649321216460282-menas-ir-pinigai-kasdien-tvirt-%C4%97janti-s-%C4%85junga.htm>>.
- Pompian, M. M. 2006. *Behavioural Finance and Wealth Management: Building Optimal Portfolios that Account for Investor Biases*. John Wiley & Sons.
- Pompian, M. M. 2008. Using Behavioural Investor Types to Build Better Relationships with Your Clients. *Journal of Financial Planning*, 64–76.
- Por, J.; Iannucci, T. 2006. Pension tensions. *CA Magazine*, 139: 34–42.
- Poterba, J. A.; Samwick, A. A. 1997. Household Portfolio Allocation over the Life Cycle. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge.

- Prast, H. 2004. Investor Psychology: a Behavioral Explanation of Six Finance Puzzles. *Research Series Supervision*, 64. [Interaktyvus], [žiūrėta 2010-02-27]. Prieiga per internetą: <http://www.dnb.nl/binaries/mebserie2004-03_tcm46-147352.pdf>.
- Prickett, R. 2004. The Color of Money. *Financial Management*, 3: 24–29.
- Privalomieji draudimai*. 2014. Lietuvos bankas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-27]. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/privalomieji_draudimai>.
- Private Equity and Venture Capital in the European Economy*. 2009. An Industry Response to the European Parliament and the European Commission, Brussels, 25 February. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-30]. Prieiga per internetą: <http://www.evca.eu/BTF/FULL_SUBMISSION_to_the_European_Parliament_and_the_European_Commission_february_2009.pdf>.
- Raiffa, H. 1968. *Decision Analysis: Introductory Lectures on Choices under Uncertainty*. MA: Addison-Wesley.
- Ralevski, O. 2008. *Hedging the Art Market: Creating Art Derivatives*. Dissertation Presented for the Degree of Master of Business Administration. University of Edinburgh Management School.
- Ramsey, F. P. 1928. A Mathematical Theory of Saving. *Economic Journal*, 38: 543–559.
- Reifner, U.; Kiesilainen, J.; Huls, N.; Springeneer, H. 2003. *Consumer over Indebtedness and Consumer Law in the European Union*. Erasmus University Rotterdam, School of Law University of Helsinki.
- Reilly, F. K.; Brown, K. C. 2007. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Mason [Oh.]: Thomson/South-Western.
- Resnick, R. 2010. Fine Art of Investment. *Entrepreneur*, 38(5): 66–67.
- Ricciardi, V.; Simon, H. K. 2000. What is Behavioural Finance? *Business, Education and Technology Journal*, 2(2): 1–9.
- Ritter, J. R. 2003. Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4): 429–437.
- Rozeff, M. S.; Kinney, W. R. 1976. Capital Market Seasonality: The Case of Stock Market Return. *Journal Financial Economics*, 3: 376–402.
- Rutkauskas, A. V. 1999. Asmeniniai finansai kaip finansų posistemis. *Inžinerinė ekonomika*, 4(15): 50–55.
- Rutkauskas, A. V.; Martinkutė, E. 2007. *Investicijų portfelio anatomija ir valdymas: monografija*. Vilnius: Technika.

- Rutkauskas, A. V.; Žilinskij, A. 2010. Finansinio svarto naudojimas aktyviai valdant investicijų portfelį. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 11(3): 194–203.
- Rutkauskas, A. V.; Žilinskij, A. 2012. Akcijų investiciniu patrauklumu paremtas investicinio portfelio sudarymo modelis. *Verslas: teorija ir praktika = Business: theory and practice*, 13(3): 242–252.
- Rutkauskas, V.; Belinskaja, L. 2007. Būsto kainų burbulų sprogdimas – problemos vertinimas. *Ekonomika. Mokslo darbai*, 79: 7–25.
- S&P 500, Wilshire 5000 and Other Indexes. [interaktyvus] [žiūrėta 2009-11-16]. Prieiga per internetą: <<http://www.investorguide.com/igu-article-424-investing-basics-sandp-500-wilshire-5000-and-other-indexes.html>>.
- Sakalauskas, V. 2003. Investicijų rinkos vertinimas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje. *Informacijos mokslai: mokslo darbai*, 27(1): 121–130.
- Samuelson, P. A. 1965. Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 6(2): 41–49.
- Samuelson, W.; Bazerman, M. 2007. Compensating for the Winner's Curse: Experimental Evidence. *Games and Economic Behavior*, 60(2): 339–356.
- Sanning, L. W.; Shaffer, S.; Sharratt, J. M. 2006. *Alternative Investments: The Case of Wine*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-15]. Prieiga per internetą: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=834944>.
- Saunders, A., Allen, L. 2002. *Credit Risk Measurement - New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*. 2nd edition. New York: John Wiley and Sons.
- Sereikienė, A. V. 2008 „Žirgininkystė – rizikingas verslas“. Ūkininko patarėjas. [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-12-21]. Prieiga per internetą: <http://www.up.lt/straipsniai/skaitykite/?article_id=2054>.
- Sharma, M.; Sharma, P. 2009. Prediction of Stock Returns for Growth Firms—A Fundamental Analysis. *The Journal of Business Perspective*, 13(3): 31–40.
- Sharpe, F. W. 1994. The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*. Stanford: Stanford University. [Interaktyvus], [žiūrėta 2012-04-28]. Prieiga per internetą: <<http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/sr.htm>>.

- Sharpe, W. F.; Alexander, G. J.; Bailey, J. V. 1999. *Investments*. Sixth Edition. Prentice Hall International Inc.
- Shawky, H. A.; Smith, D. M. 2005. Optimal Number of Stock Holdings in Mutual Fund Portfolios Based on Market Performance. *Finance Review*, 40: 481–495.
- Shefrin, H. 2000. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychology of Investing*. Harvard Business School Press.
- Shefrin, H. M.; Statman, M. 1985. The Disposition to Sell the Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 252–282.
- Shefrin, H. M.; Thaler, R. H. 1988. The Behavioral Life-Cycle Hypothesis. *Economic Inquiry*, 26: 609–643.
- Sherraden, M. 1992. *Assets and the Poor: A new American Welfare Policy*. Armonk, NY: M. E. Sharpe, Inc.
- Shiller, R. J. 1998. Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. In: *Taylor, J. B., Woodford, M. (ed.), Handbook of Macroeconomics*, First Edition: 1305–1340.
- Shiller, R. J. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Shleifer, A. 1986. Do Demand Curves for Stocks Slope Down? *The Journal of Finance*, 41(3): 579–590.
- Shleifer, A. 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Shleifer, A.; Vishny, R. W. 1997. The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1): 35–55.
- Skidmore, G. H. 2010. *Alternative Asset Classes: An Introduction*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-10]. Prieiga per internetą: <<http://belrayasset.files.wordpress.com/2010/01/alternative-investments.pdf>>.
- Skirkevičius, D. 2008. *Investicija į meną periferijoje nepopuliari*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-10-19]. Prieiga per internetą: <<http://www.sekunde.lt/content.php?p=read&tid=47071>>
- Smith, V. L. 1998. The Two Faces of Adam Smith. *Southern Economic Journal*, 65(1): 1–19.
- Social Insurance*. British Encyclopedia. [Interaktyvus], [žiūrėta 2005-10-28]. Prieiga per internetą: <<http://search.eb.com/eb/article-9068448>>.
- Socialinis draudimas. Pensijų kaupimo sistema*. 2014. Lietuvos Respublikos

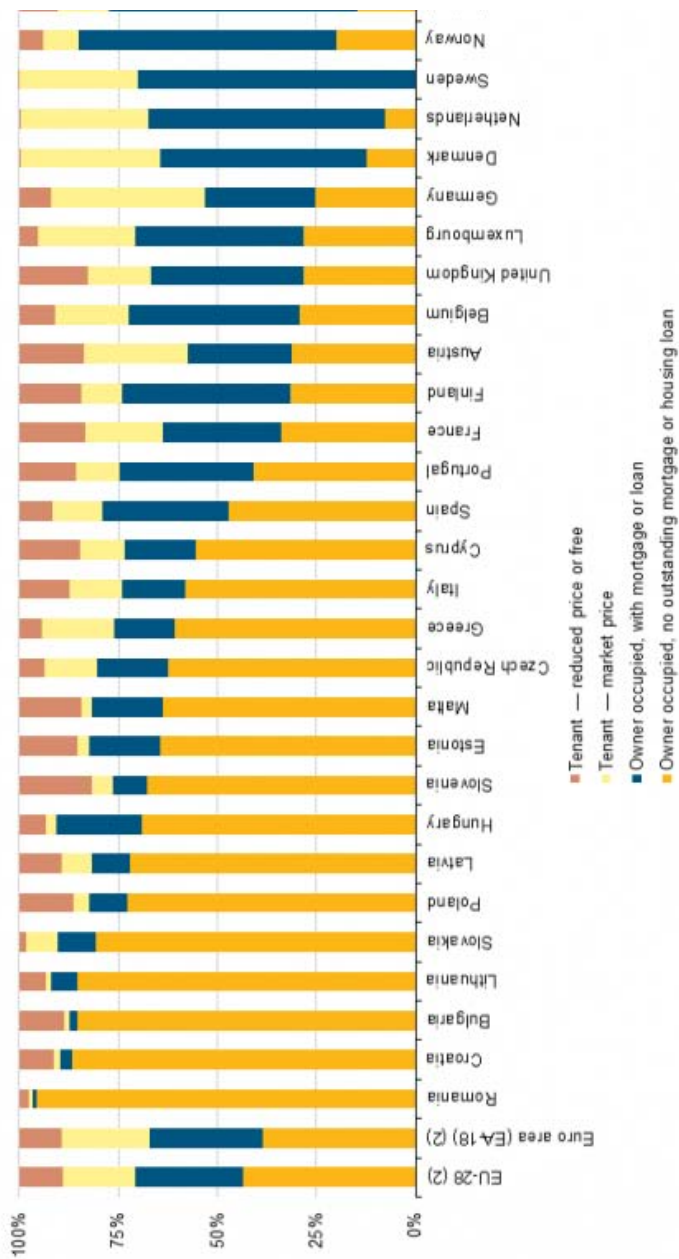
- socialinės apsaugos ir darbo ministerija. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-02]. Prieiga per internetą: <<http://www.socmin.lt/lt/socialinis-draudimas/pensiju-kaupimo-sistema.html>>.
- Stankevičienė, J.; Ernatavičienė, A. 2012. Daugiakriterinis Lietuvos investicinių fondų veiklos efektyvumo vertinimas. *Verslo ir teisės aktualijos: mokslo darbai*, 7(2): 404–422.
- Stankevičienė, J.; Gavrilova, I. 2012. Lietuvos investicinių fondų vertinimas taikant kompleksinio vertinimo modelį. *Verslas: teorija ir praktika= Business: theory and practice*, 13(1): 94–106.
- Statista. 2014. *Number of Mutual Funds Worldwide from 2001 to 2013*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.statista.com/statistics/278303/number-of-mutual-funds-worldwide/>>.
- Statman, M. 1987. How many stocks make a diversified portfolio? *Journal Finance Quantitative Analysis*, 22: 353–364.
- Statman, M. 1999. Behavioural Finance: Past Battles and Future Engagements. *Financial Analyst Journal*, 55(6): 18–27.
- Statman, M. 2004. The diversification puzzle. *Finance Analysis Journal*, 60: 44–53.
- Stracca, L. 2004. Behavioral Finance and Aggregate Market Behavior: Where do We Stand? *Journal of Economic Psychology*, 25(3): 373–405.
- Šilėnas, Ž. 2013. Čilėje – senjorai, Lietuvoje – pensininkai, 2013-10-15. LLRI. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.llri.lt/naujienos/ekonomine-politika/pensijos/z-silenas-cileje-senjorai-lietuvoje-pensininkai/zilvinas-silenas>>.
- Šostakas, V.; Račkauskienė, D.; Majauskienė, V. 2006. *Pensijų fondų vertinimo ypatumai*. Vilnius: Finansų analitikų asociacijos II pakopos pensijų fondų vertinimo principų apžvalga.
- Tackabury, R. L. 2007. *The Financial Stages of Life*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2007-09-10]. Prieiga per internetą: <<http://www.wiseradvisor.com>>.
- Taylor, N. 2000. *Making Actuaries Less Human Lessons from Behavioral Finance*. Paper presented to the Staple Inn Actuarial Society. [Interaktyvus], [žiūrėta 2010-02-27]. Prieiga per internetą: <www.sias.org.uk/data/papers/BehaviouralFinance/DownloadPDF>.
- Tamošiūnienė, R.; Kucko, I. 2003. Investicinio fondo integralinio turto ir įsipareigojimų portfelio sudarymas. *Business: Theory and Practice*, 4(1): 52–60.

- Tartilas, J. 2005. *Socialinės saugos pagrindai*. Vilnius: Mykolo Romerio universiteto leidybos centras.
- Taujanskaitė, K.; Jurevičienė, D. 2010. Asmeninių finansų valdymo ypatumai ekonominio nestabilumo sąlygomis. *Mokslas – Lietuvos ateitis = Science – future of Lithuania: Verslas XXI amžiuje = Business in XXI Century*, 2(2): 104–111.
- Thaler, M. 1985. Mental accounting and consumer choice. *The Marketing Journal of TIMS/ ORSA*, 4: 199–214.
- Thaler, R. 1980. Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1): 39–60.
- Thaler, R. H. 1999. Mental Accounting Matters. *Journal of Behaviour Making*, 12: 183–206.
- Thaler, R. H.; Shefrin, H. M. 1981. An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, 89(2): 392–401.
- Thanou, E. 2008. Mutual Fund Evaluation During up and down Market Conditions: the Case of Greek Equity Mutual Funds. *International Research Journal of Finance and Marketing*, 13: 84–93.
- The Statistics Portal. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-11-04]. Prieiga per internetą: <<http://www.statista.com/topics/1441/mutual-funds/>>.
- The Wealth Report. 2014. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-11-02]. Prieiga per internetą: <http://www.thewealthreport.net/resources/thewealthreport2014.pdf>
- Thomas, L. C. 2000. A Survey of Credit and Behavioural Scoring: Forecasting Financial Risk of Lending to Consumers. *International Journal of Forecasting*, 16(2): 149–172.
- Tversky, A.; Kahneman, D. 1971. Belief in the Law of Small Numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2): 105–110.
- Tversky, A.; Kahneman, D. 1974. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157): 1124–1131.
- Valentinavičius, S. 2010. *Investicijų valdymas, teoriniai ir praktiniai aspektai*. Vilniaus: VU leidykla.
- Van, R. K. 2000. *Europos Sąjungos plėtra ir Europos Sąjungos šalių patirtis valdant pensijų fondus*. Vilnius. ES PHARE projektas LT 97030201-001: techninė pagalba finansų sektoriui Lietuvoje, seminaro „Pensijų fondų steigimo, veiklos ir priežiūros patirtis Lietuvoje ir Europoje“ medžiaga.

- Vasilevskaja, I. 2008. [Василевская, И.] Могут ли инвестиции в искусство принести до 300 % годовых? [Interaktyvus], [žiūrėta 2011-09-20]. Prieiga per internetą: <http://dengi.ua/clauses/40547_Mogut_li_investicii_v_iskusstvo_prinesti_do_300_godovyh.html>.
- Westminster Consulting. 2012. *Primer to Alternative Investments*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-02-04]. Prieiga per internetą: <<http://www.westminster-consulting.com/Article/2012-May-05-10-50/Primer%20to%20Alternative%20Investments/1072ca2f-7a92-4ea9-a74c-76fead25d056>>.
- Wickman, M. 2013. *Top 25 Selling Auction Wines in 2012*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2013-03-18]. Prieiga per internetą: <<http://www.wickman.net.au/wineauction/wines/top-auction-wines.aspx#.UaBj7NKmjUw>>.
- Williams, A. 2009. On the Release of Information by Governments: Causes and Consequences. *Journal of Development Economics*, 89: 124-138.
- Wilmott, P. 2007. *Quantitative finance*. 2nd edition. Chichester: John Wiley & Sons.
- Wohlner, R. 2007. *Financial Strategies for Major Life Events*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2009-12-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.wiseradvisor.com>>.
- Woliver, R. 2009 (b) *8 Tips for Investing in Cars*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2009-12-23] Prieiga per internetą: <<http://www.bankrate.com/finance/auto/8-tips-for-investing-in-cars.aspx>>.
- Woliver, R. 2009 (a) *Investing in Cars*. [Interaktyvus], [žiūrėta 2009-12-23]. Prieiga per internetą: <<http://www.bankrate.com/finance/auto/investing-in-cars.aspx>>.
- Word Wealth Report. 2013. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-11]. Prieiga per internetą: <<https://www.worldwealthreport.com/download>>.
- Word Wealth Report. 2014. [Interaktyvus], [žiūrėta 2014-10-31]. Prieiga per internetą: <<https://www.worldwealthreport.com/download>>.
- Worthington, A. C.; Higgs, H. 2004. Art as an Investment: Risk, Return and Portfolio Diversification in Major Painting Markets. *Accounting and Finance*, 44(2): 257-271.
- Wright, P. 2005. *Zurich Investment & Savings Handbook*. Great Britain: Financial Times. Pearson Education Limited.
- Žvirblis, A.; ir Rimkevičiūtė, V. 2012. Lietuvos investicinių fondų rodiklių ir makroveiksnių vertinimas. *Socialinių mokslų studijos: mokslo darbai*, 4(1): 111-123.

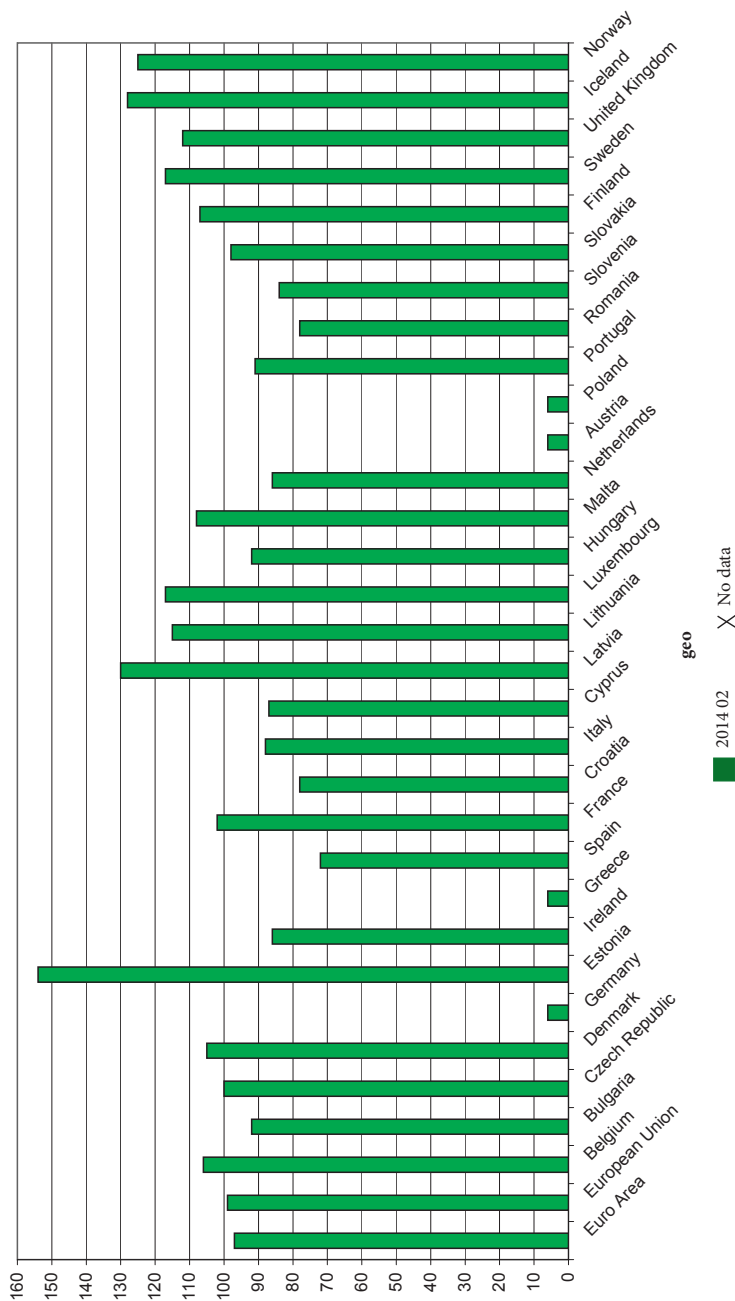
Priedai

1 priedas. Būsto rinkos pasiskirstymas pagal naudojimosi pobūdį ES šalyse, 2014 m.



Šaltinis: Eurostato duomenys

2 priedas. Būsto kainų indeksas ES šalyse, 2014 m. birželio 30 d.



Šaltinis: Eurostato duomenys

3 priedas. Privalomasis profesinis draudimas (Privalomieji draudimai 2014)

Nr.	Privalomojo draudimo pavadinimas	Teisinis pagrindas	Taisyklės
1	2	3	4
1.	Advokato ar advokatų profesinės bendrijos profesinės civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos advokatūros įstatymas	Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2004 m. rugpjūčio 26 d. nutarimas Nr. 1067 „Dėl Advokatų profesinės civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
2.	Antstolių profesinės civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos antstolių įstatymas	Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2004 m. rugpjūčio 12 d. nutarimas Nr. 957 „Dėl Antstolių profesinės civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
3.	Audito įmonių civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos audito įstatymas	Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos 2004 m. birželio 22 d. nutarimas Nr. N-91 „Dėl Audito įmonių civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
4.	Draudimo tarpininkų profesinės civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas	Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos 2004 m. rugsėjo 28 d. nutarimas Nr. N-113 „Dėl Draudimo tarpininkų civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
5.	Kelionės organizatoriaus prievolių įvykdymo laidavimo privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos turizmo įstatymas	Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. birželio 12 d. nutarimas Nr. 756 „Dėl Kelionės organizatoriaus prievolių įvykdymo užtikrinimo draudimo taisyklių patvirtinimo“
6.	Notarų profesinės civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos notariato įstatymas	Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2003 m. gegužės 8 d. nutarimas Nr. 580 „Dėl Notarų profesinės civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“

1	2	3	4
7.	Pagrindinių tyrėjų ir biomedicininų tyrimų užsakovų civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos biomedicininų tyrimų etikos įstatymas	Lietuvos Respublikos sveikatos apsaugos ministro 2000 m. gruodžio 20 d. įsakymas Nr. 745 „Dėl Pagrindinių tyrėjų ir biomedicininų tyrimų užsakovų civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
8.	Statinio projektuotojo civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos statybos įstatymas	Valstybinės draudimo priežiūros tarnybos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos valdybos 2002 m. balandžio 30 d. nutarimas Nr. 78 „Dėl Statinio projektuotojo civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
9.	Rangovo civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos statybos įstatymas	Valstybinės draudimo priežiūros tarnybos prie Lietuvos Respublikos Finansų ministerijos valdybos 2002 m. balandžio 30 d. nutarimas Nr. 79 „Dėl Rangovo civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
10.	Sveikatos priežiūros įstaigų civilinės atsakomybės už pacientams padarytą žalą privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos pacientų teisių ir žalos sveikatai atlyginimo įstatymas	Lietuvos Respublikos sveikatos apsaugos ministro 2005 m. sausio 6 d. įsakymas Nr. V-6 „Dėl Sveikatos priežiūros įstaigų civilinės atsakomybės už pacientams padarytą žalą privalomojo draudimo tvarkos aprašo patvirtinimo“
11.	Konsulinių pareigūnų, atliekančių notarinius veiksmus, privalomasis civilinės atsakomybės draudimas	Lietuvos Respublikos konsulinis statusas	Lietuvos Respublikos užsienio reikalų ministro 2007 m. liepos 18 d. įsakymas Nr. V-79 „Dėl Konsulinių pareigūnų, atliekančių notarinius veiksmus, privalomojo civilinės atsakomybės draudimo tvarkos aprašo patvirtinimo“
12.	Administratoriaus profesinės civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos įmonių bankroto įstatymas	Lietuvos Respublikos ūkio ministro 2008 m. gruodžio 9 d. įsakymas Nr. 4-637 „Dėl Administratoriaus profesinės civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“

1	2	3	4
13.	Restruktūrizavimo administratoriaus profesinės civilinės atsakomybės privalomasis draudimas	Lietuvos Respublikos įmonių restruktūrizavimo įstatymas	Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2011 m. sausio 17 d. nutarimas Nr. 41 „Dėl restruktūrizavimo administratoriaus profesinės civilinės atsakomybės privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“
14.	Dėl licencijuoto asmens civilinės atsakomybės už kitiems asmenims padarytą žalą nustatant nekilnojamojų daiktų kadastro duomenis privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo	Lietuvos Respublikos geodezijos ir kartografijos įstatymas	Nacionalinės žemės tarnybos prie Žemės ūkio ministerijos generalinio direktoriaus 2008 m. gegužės 16 d. įsakymas Nr. 1P-50 „Dėl Licencijuoto asmens civilinės atsakomybės už kitiems asmenims padarytą žalą nustatant nekilnojamojų daiktų kadastro duomenis privalomojo draudimo taisyklių patvirtinimo“, Žin., 2000 Nr. 59-2262.

4 priedas. Pagrindiniai II pakopos pensijų fondų veiklos rezultatai (Finansų rinkos dalyvių veikla. II pakopos... 2014)

Pensijų kaupimo bendrovė	Pensijų fondo pavadinimas	Fondo veiklos laikotarpis	Sukaupta vieno dalyvio lėšų nuo fondo veiklos pradžios	Po atskaitymo nuo įmokų į fondą pateko lėšų	Fondo grynas rezultatas	SODRA pervestų lėšų pokytis*	I PF patekusių lėšų po atskaitymo nuo įmokos pokytis	Vidutinis metinis vieneto vertės pokytis iki 2014-09-30	IRR**	
										3
		metais	litaais							procentais
KONSERVATYVAUS INVESTAVIMO PENSIJŲ FONDAI										
UAGDPB „AVIVA Lietuva“	„Aviva europensija“	10,3	10 204	7 628	2 295	29,0 %	33,8 %	4,61 %	4,80 %	
UAB „Danske Capital investicijų valdymas“	Konservatyvaus valdymo Danske pensija	10,3	9 042	7 681	1 132	14,3 %	17,7 %	2,68 %	2,53 %	
UAB „DNB investicijų valdymas“	„DNB pensija 1“	10,3	9 605	7 694	1 695	21,4 %	24,8 %	3,74 %	3,67 %	
ERGO Life Insurance SE	„ERGO“ konservatyvusis	10,3	9 299	7 655	1 389	17,6 %	21,5 %	3,18 %	3,06 %	
UAB „Finasta Asset Management“	„Finasta“ konservatyvaus investavimo	10,3	10 601	7 816	2 691	34,0 %	35,6 %	4,95 %	5,52 %	

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
UAB „SEB investicijų valdymas“	„SEB pensija 1“	10,3	9 106	7 756	1 196	15,1 %	17,4 %	2,72 %	2,67 %
UAB „Swedbank investicijų valdymas“	„Swedbank“ fondas „Pensija 1“	10,3	8 509	7 711	599	7,6 %	10,3 %	1,99 %	1,39 %
UAB „MP Pension Funds Baltic“	„MP Stabilo II“	3,6	2277,0	2196,0	48	2,2 %	3,7 %	2,49 %	1,44 %
MAŽOS AKCIJŲ DALIES PENSIJŲ FONDAI (IKI 30 PROC.)									
UAGDPB „AVIVA Lietuva“	„Aviva Europensija plius“	10,3	10 074	7 628	2 164	27,4 %	32,1 %	5,25 %	4,56 %
UAB „DNB investicijų valdymas“	„DNB pensija 2“	10,3	10 077	7 694	2 167	27,4 %	31,0 %	4,59 %	4,57 %
UAB „Finasta Asset Management“	„Finasta“ augančio pajamingumo	10,3	10 596	7 792	2 686	34,0 %	36,0 %	7,76 %	5,51 %
UAB „Swedbank investicijų valdymas“	„Swedbank“ fondas „Pensija 2“	10,3	9 656	7 690	1 746	22,1 %	25,6 %	3,78 %	3,77 %

VIDUTINĒS AKCIJŪ DALĪES PENSIJŪ FONDAI (30-70 PROC.)										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
UAB „Danske Capital investicijū valdymas“	„Danske pensija 50“	10,3	9 842	7 629	1 932	24,4 %	29,0 %	5,02 %	4,13 %	
UAB „DNB investicijū valdymas“	„DNB pensija 3“	10,3	10 492	7 694	2 582	32,6 %	36,4 %	5,20 %	5,32 %	
ERGO Life Insurance SE	„ERGO balans“	10,3	9 764	7 604	1 854	23,4 %	28,4 %	5,01 %	3,98 %	
UAB „Finasta Asset Management“	„Finasta“ aktyvaus investavimo	10,3	10 014	7 792	2 104	26,6 %	28,5 %	7,68 %	4,45 %	
UAB „SEB investicijū valdymas“	„SEB pensija 2“	10,3	9 717	7 690	1 807	22,8 %	26,3 %	4,70 %	3,89 %	
UAB „Swedbank investicijū valdymas“	„Swedbank“ fondas „Pensija 3“	10,3	9 720	7 690	1 810	22,9 %	26,4 %	4,42 %	3,89 %	
UAB „Swedbank investicijū valdymas“	„Swedbank“ fondas „Pensija 4“	8,8	8 701	7 066	1 435	19,7 %	23,1 %	2,32 %	3,68 %	
UAGDPB „AVIVA Lietuva“	„Aviva Europensija ekstra“	8,7	9 114	7 029	1 847	25,4 %	29,6 %	3,48 %	4,62 %	

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
UAB „MP Pension Funds Baltic“	„MP Medio II“	6,9	7 114	5 425	1 590	28,8 %	31,2 %	6,60 %	6,37 %
AKCIJŲ PENSIJŲ FONDAI (70-100 PROC.)									
UAB „Danske Capital investicijų valdymas“	„Danske pensija 100“	10,3	10 439	7 607	2 529	32,0 %	37,2 %	6,73 %	5,23 %
UAB „Finasta Asset Management“	„Finasta“ racionalios rizikos	10,3	8 544	7 792	634	8,0 %	9,7 %	5,82 %	1,46 %
UAB „SEB investicijų valdymas“	„SEB pensija 3“	8,5	8 668	6 926	1 546	21,7 %	25,2 %	1,99 %	4,08 %
UAB „MP Pension Funds Baltic“	„MP Extremo II“	6,9	7 251	5 425	1 726	31,2 %	33,7 %	6,71 %	6,85 %
UAB „Swedbank investicijų valdymas“	„Swedbank“ fondas „Pensija 5“	3,4	2 396	2 100	250	11,6 %	14,1 %	5,98 %	7,87 %

*sukauptos lėšos – iš SODRA pervesta suma

** IRR (internal rate of return – vidinė grąžos norma) parodo, kiek per metus vidutiniškai padidėja (procentais) kiekvienas iš atliktų SODRA perveidimų (investicijų) į pensijų fondus. IRR atsižvelgia į visus pensijų fondų atskaitymus ir į lėšų perveidimo laiką.

Jurevičienė, Daiva

Ju-181 ASMENINIŲ FINANSŲ DIMENSIJA. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, 2015. 270 p.

Bibliogr.: 237–259 p.

ISBN 978-9955-19-715-7 (spausdinta versija)

ISBN 978-9955-19-714-0 (elektroninė versija)

Monografijoje „Asmeninių finansų dimensija“ aptariami taupymo ir planavimo klausimai bei finansų elgsenos, lemiančios priimamų sprendimų pagrįstumą, tyrimai. Dalis knygos skirta būsto įsigijimo, išsipareigojimų valdymo problemoms ir su tuo susijusiam gyventojų nemokumui, taip pat draudimui, bet daugiausia dėmesio sutelkta į investicijas. Jos nagrinėjamos labai plačiai, akcentuojant investicinių fondų veiklą, pateikiant įvairių alternatyviųjų investicijų. Analizuojamos galimybės investuoti į pastaruoju metu ir Lietuvoje populiarėjančius rizikos kapitalo fondus bei į vadinamąsias emocines investicines priemones. Taip pat gana plačiai pristatoma pensijų sistema Lietuvoje, atskirai išskiriant privačių pensijų fondų veiklą – tiek II pakopos, tiek ir III pakopos (savanorišką) pensijų kaupimą.

Monografija skirta mokslininkams, tiriantiems gyventojų skolinimosi, investavimo problemas ir veiksnius, lemiančius jų finansinius sprendimus, ekonomikos ir finansų doktorantūros bei magistrantūros studentams, finansinių institucijų darbuotojams ir visiems, besidomintiems savo ir kitų finansine gerove.

UDK 330.56

Daiva Jurevičienė

ASMENINIŲ FINANSŲ DIMENSIJA

Redagavo Jūratė Balčiūnienė
Maketavo Aušrinė Ilekytė

SL 585. 2015 04 24. 12,6 leidyb. apsk. l.

Tiražas 200 egz. Užsakymas 25 011.

Mykolo Romerio universitetas,
Ateities g. 20, Vilnius

Puslapis internete www.mruni.eu

El. paštas leidyba@mruni.eu

Parengė spaudai UAB „Baltijos kopija“,

Kareivių g. 13b, Vilnius

Puslapis internete www.kopija.lt

El. paštas info@kopija.lt

Spausdino UAB „Vitaė Litera“,

Savanorių pr. 137, Kaunas, LT-44146

Puslapis internete www.bpg.lt

El. paštas info@bpg.lt