

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS  
EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS  
FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA**

**GIEDRIUS MATULEVIČIUS**

**VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS  
TENDENCIJOS LIETUVOJE: TEORIJA,  
PRAKTINĖS PROBLEMOS IR PERSPEKTYVOS**  
Magistro baigiamasis darbas

**Vadovė  
doc. dr. L. Birškytė**

**VILNIUS, 2013**

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS**  
**EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS**  
**FINANSŲ IR MOKESČIŲ KATEDRA**

**VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS  
TENDENCIJOS LIETUVOJE: TEORIJA,  
PRAKTINĖS PROBLEMOS IR PERSPEKTYVA**

**Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas**  
**Studijų programa 621L10009**

**Vadovė**

\_\_\_\_\_  
**2013 04** doc. dr. L. Birškytė

**Recenzentas**

\_\_\_\_\_  
**2013 04**

**Atliko**

**FRmis1-03 gr. stud.**

\_\_\_\_\_  
**2013 04** G. Matulevičius

**VILNIUS, 2013**

## TURINYS

<b>ĮVADAS.....</b>	<b>6</b>
<b>1. TEORINĖS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS PRIELAIDOS.....</b>	<b>9</b>
1.1. Finansų rinkų samprata, struktūra ir vertybinių popierių rinkos vieta joje .....	9
1.2. Vertybinių popierių rinkos koncepcija, tipai ir dalyviai .....	11
1.3. Vertybinių popierių rinkos plėtra: poreikis ir priemonės .....	19
1.4. Vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiantys veiksniai .....	21
1.5. Vertybinių popierių rinkos plėtros indikatoriai .....	25
<b>2. VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS TYRIMO METODINIS PAGRINDIMAS .....</b>	<b>32</b>
2.1. Tyrimo tikslas ir eiga.....	32
2.2. Tyrimo metodų ir rodiklių pagrindimas .....	33
<b>3. LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS ĮVERTINIMAS BEI PERSPEKTYVŲ NUMATYMAS .....</b>	<b>38</b>
3.1. Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorija ir bendrosios charakteristikos.....	38
3.2. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros analizė.....	41
3.3. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių analizė .....	46
3.4. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemų identifikavimas: investuotojų požiūris .....	49
3.5. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros perspektyvų numatymas .....	56
<b>IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS.....</b>	<b>59</b>
<b>LITERATŪROS SĄRAŠAS.....</b>	<b>61</b>
<b>ANOTACIJA .....</b>	<b>67</b>
<b>ANOTATION .....</b>	<b>68</b>
<b>SANTRAUKA.....</b>	<b>69</b>
<b>SUMMARY.....</b>	<b>70</b>

## PAVEIKSLAI

1 pav. Finansų rinkos struktūra .....	10
2 pav. Vertybinių popierių rinkos klasifikacija pagal apyvartą .....	17
3 pav. Vertybinių popierių rinkos dalyviai .....	18
4 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros tyrimo etapai .....	32
5 pav. OMX Vilnius indekso dinamika 2008m – 2012m. ....	41
6 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir kapitalizacijos vienai įmonei dinamika 2006m – 2012m. ....	42
7 pav. C. A. Frost vertybinių popierių rinkos plėtros indekso dinamika 2008m – 2012 m. ....	45
8 pav. R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtros indekso dinamika 2008 – 2012 m. ....	46
9 pav. Lietuvos bendrųjų nacionalinių pajamų bei grynujų santaupų dinamika 2008m – 2012 m..	47
10 pav. Palūkanų normos dinamika Lietuvoje 2008m – 2012 m. ....	47
11 pav. Lietuvos TUI dinamika 2008m – 2012 m., tūkst.lt.....	48
12 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros ir veiksnių tarpusavio ryšiai (2008m – 2012 m.) .....	48
13 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal lytį, proc. (n=42) .....	49
14 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal išsilavinimą, proc. (n=42) .....	50
15 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal investavimo į vertybinius popierius patirtį, proc. ....	51
16 pav. Respondentų pritarimo teiginiams apie savo investavimo įpročius vidutiniai įvertinimai, balais .....	52
17 pav. Investuotojų susidomėjimo atskiriomis vertybinių popierių rūšimis vidutiniai įvertinimai, balais .....	54
18 pav. Vidutiniai teiginių apie Lietuvos vertybinių popierių rinką įverčiai, balais .....	55
19 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklių bei indeksų prognozių vidurkiai 2013m ir 2014 m. ....	57

## LENTELĖS

1 lentelė. Vertybinių popierių rinkos apibrėžimai .....	13
2 lentelė. Bendrosios bei specifinės vertybinių popierių rinkos funkcijos .....	16
3 lentelė. Vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių apibūdinimai .....	21
4 lentelė. Galimai vertybinių popierių rinkai įtakos turinčių veiksnių rinkinys.....	22
5 lentelė. Vertybinių popierių rinkos plėtos veiksniai .....	23
6 lentelė. Finansų rinkų plėtos tyrimo rezultatai .....	27
7 lentelė. Vertybinių popierių rinkų plėtos rodiklių įverčiai 1997m, 1998 m. ....	28
8 lentelė. Apibendrinti tirtų vertybinių popierių rinkų plėtos įverčiai .....	28
9 lentelė. Indijos vertybinių popierių rinkos plėtos indekso statistinės charakteristikos 1990m – 2002 m. ....	30
10 lentelė. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtos vertinimo rodikliai .....	33
11 lentelė. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių rinkinys .....	34
12 lentelė. Koreliacijos koeficiento reikšmių skalė .....	35
13 lentelė. Likerto skalė .....	36
14 lentelė. Lietuvos vertybinių popierių rinkoje listinguojamų įmonių skaičiaus dinamika 2008m – 2012 m. ....	42
15 lentelė. C. A. Frost vertybinių popierių indeksui apskaičiuoti reikalingi duomenys .....	43
16 lentelė. C. A. Frost vertybinių popierių rinkos plėtos rodiklių dinamika 2008m – 2012 m., proc. ....	44
17 lentelė. R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtos rodiklių dinamika 2008m – 2012 m. ....	45
18 lentelė. Tyrimo dalyvių pasiskirstymas pagal amžių (n=42) .....	50
19 lentelė. Respondentų atsakymų pasiskirstymas pagal rinkas, kuriose investuoja .....	51
20 lentelė. Respondentų pasiskirstymas pagal investuojamų pajamų į vertybinius popierius dalį .....	52
21 lentelė. Žinių iš skirtingų šaltinių gavimo vidutiniai įvertinimai, balais .....	53
22 lentelė. Vidutiniai atliekamų veiksmų priimant sprendimą investuoti įverčiai .....	54
23 lentelė. Vidutiniai vertybinių popierių rūšių perspektyvumo įverčiai, balais .....	55
24 lentelė. Vertybinių popierių rinkos plėtos rodiklių bei indeksų prognozės 2013m ir 2014m.	56

## IVADAS

**Temos aktualumas.** Vertybinių popierių rinka yra neatsiejama rinkos ekonomikos dalis, atliekanti ypatingą vaidmenį ekonominėje sistemoje, kuri nėra centralizuotai valdoma ir, kurioje vyriausybės vaidmuo ekonomikoje paskirstant finansinius bei materialinius išteklius yra ribotas (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010, p. 177). Šiuolaikinėje ekonomikoje vertybinių popierių rinka kartu su bankų sektoriumi, yra pagrindinė finansų sistemos dalis. O šios rinkos plėtra, anot G. M. Caporale ir kolegų (2005), yra vienas svarbiausių tinkamos finansinės sistemos komponentų. Vertybinių popierių rinkos plėtra yra svarbi pasaulinei ekonomikai bei finansams. Juk vertybinių popierių rinkos, būdamos likvidžios, įgalina įmones greitai įgyti reikiamo kapitalo, taip palengvindamos kapitalo paskirstymą. Pažymėtina, jog vertybinių popierių rinkos plėtra daro teigiamą poveikį investicijoms – listinguojamų įmonių skaičiui padidėjus 1 proc., po penkerių metų galima tikėtis 1,37 proc. investicijų padidėjimo (Carpole et al., 2005). Kaip nurodo V. F. Garcia ir L. Liu (1999), M. M. Rahman, M. Salahuddin (2010) vertybinių popierių rinkos plėtra yra svarbi šalies ekonomikos plėtrai. O G. M. Carpole su kolegomis (2005) patikslina, jog vertybinių popierių rinkos plėtra glaudžiai koreliuoja su realiuoju BVP vienam gyventojui. Stiprią teigiamą šios rinkos plėtros koreliaciją su ekonominiu augimu pabrėžia ir S. Capasso (2008). M. H. Ibrahim (2011) nurodo, kad vertybinių popierių rinkos plėtra yra naudinga ekonomikai, kadangi ji didina likvidumą, suteikia galimybę pasidalinti riziką bei diversifikuoti išteklius, leidžia efektyviai juos paskirstyti į produktyvius investavimo objektus, sumažina informacijos ir sandorių kaštus bei leidžia įmonėms pelningai investuoti.

Pastaraisiais dešimtmečiais vertybinių popierių rinkos stipriai plėtėsi (Forti et al., 2011) ir tapo dinamiška jėga, darančia reikšmingą įtaką strategijų formuotojams, investuotojams, verslo sektoriui, finansų institucijoms bei kitoms suinteresuotoms šalims. Taigi sėkmingai vystoma vertybinių popierių rinka prisideda prie bendros šalies gerovės. Siekiant užtikrinti šios rinkos sėkmingą plėtrą, svarbu analizuoti jos problemas bei perspektyvas.

**Temos naujumas.** Vertybiniai popieriai bei jų rinka kaip tyrimo objektas gana plačiai analizuotas Lietuvos bei užsienio šalių mokslininkų darbuose (Laurinavičius, 2002; Laskienė, Pekarskienė, 2007; Sinevičienė, Vasiliauskaitė, 2008; Boreika, Pilinkus, 2009; Danilenko, 2009; Darškuvienė, Šakalytė, 2009; Pilinkus, 2009; Teresienė, 2009; Aktan et al., 2010; Pekarskienė, Pridotkienė, 2010; Pilinkus, 2010; Loc et al., 2010; Ali et al., 2011; Hsing, 2011; Koutroumanidis et al., 2011; Liu, 2011; Zia, 2011 et al.). Užsienio šalių vertybinių popierių rinkų plėtra, plėtros problemos bei perspektyvos sulaukė gana gausaus būrio tyrėjų (Bonser-Neal, Dewenter, 1999; Hargis, 2000; Kangmao, 2000; Kassimatis, Spyrou, 2001; Fagan, 2003; Peterson ir kt., 2003;

Caporale et al., 2005; Frost et al., 2006; Agrawalla, Tuteja, 2007; Adam, Tweneboah, 2009; Hearn, Piesse, 2010; Rahman, Salahuddin, 2010; Ibrahim, 2011; Forti et al., 2011; Hussain, 2012; Kirankabes, Basarir, 2012; Ovat, 2012; Raza et al., 2012) dėmesio. Tačiau Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtra liko beveik nepaliesta. Šios rinkos plėtos problemos bei perspektyvos iki šiol taip pat nebuvo analizuotos. Tačiau darbo naujumas atsiskleidžia ne tik tuo, jog jame analizuojama Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtra. Lietuvoje naujas ir pats analizės būdas – plėtos įvertinimui taikomi užsienio mokslininkų patikrinti vertybinių popierių rinkos plėtos indeksai.

**Problema.** Temos naujumas suponuoja praktiniu požiūriu svarbią problemą – neaišku, kokia yra Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtra, su kokiomis problemomis susiduriama ir kokios šios rinkos plėtos perspektyvos ateityje.

**Darbo objektas** – Lietuvos vertybinių popierių rinka ir jos plėtra.

**Darbo tikslas** – išanalizavus teorinius vertybinių popierių rinkos plėtos aspektus, įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą ir numatyti jos plėtos perspektyvas.

#### **Uždaviniai:**

- atskleisti vertybinių popierių rinkos koncepciją;
- identifikuoti vertybinių popierių rinkos plėtos veiksnius;
- išanalizuoti metodinį rinkos plėtos vertinimo potencialą;
- atlikti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtos retrospektyvinę analizę;
- nustatyti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančius veiksnius bei problemas;
- numatyti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtos perspektyvas.

#### **Hipotezės:**

- H1: Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m – 2012 m. intensyviai plėtėsi.
- H2: Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemia ekonominė situacija šalyje, pajamų lygis, santaupų lygis, vertybinių popierių rinkos likvidumas, palūkanų norma bei tiesioginės užsienio investicijos (toliau – TUI).

**Metodai.** Suformuluotam darbo tikslui bei uždaviniams įgyvendinti panaudoti kiekybiniai bei kokybiniai tyrimo metodai. Teorinė vertybinių popierių rinkos plėtos prielaidų analizė grindžiama mokslinės literatūros analizės, lyginamosios analizės metodais. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtos įvertinimas grindžiamas kiekybiniais metodais. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtra vertinama atliekant plėtos rodiklių bei indikatorių statistinę analizę. Rinkos plėtos problemų identifikavimui taikytas anketinės apklausos metodas, kurio respondentai – 42 individualūs investuotojai. Anketinės apklausos rezultatai apdorojami ir analizuojami statistinės analizės metodo pagalba. Lietuvos vertybinių popierių rinkos perspektyvų numatymui pasitelkiami kiekybiniai (trendo, slenkančio vidurkio bei eksponentinio išlyginimo prognozavimo) metodai. Darbo išvadoms parengti taikomas apibendrinimo metodas.

**Darbo rezultatai ir jų taikymo sritys.** Darbo rezultatai yra naudingi tiek teoriniu, tiek praktiniu požiūriu. Teoriniu aspektu darbo rezultatų naudingumas pasireiškia tuo, jog darbe susisteminta Lietuvos bei užsienio autorių mokslinė literatūra vertybinių popierių rinkos plėtros klausimais, kas leido parengti kompleksinę ir pagrįstą vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo metodiką, apimančią retrospektyvinę plėtros analizę (kuri atliekama analizuojant rinkos plėtros rodiklius bei indikatorius), veiksnių analizę, problemų nustatymą bei perspektyvų numatymą. Ši metodika buvo pritaikyta Lietuvos vertybinių popierių rinkos atveju, tačiau ji neabejotinai gali būti taikoma ir kitų šalių vertybinių popierių rinkų plėtros vertinimui. Anketinės apklausos rezultatai leido identifikuoti pagrindines Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemas, kurių eliminavimui suformuluotos rekomendacijos. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros perspektyvų numatymas statistiniais metodais naudingas tuo, kad investuotojai žinos, ko galima tikėtis 2013 m ir 2014 m.



# 1. TEORINĖS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS PRIELAIDOS

## 1.1. Finansų rinkų samprata, struktūra ir vertybinių popierių rinkos vieta joje

Šiame darbo poskyryje analizuojama finansų rinkų samprata, struktūra bei vertybinių popierių rinkos vieta joje.

F. S. Mishkin (2000) finansų rinką apibrėžia kaip rinką, kurioje keičiamasi finansiniais aktyvais. Toks glaustas apibrėžimas atskleidžia finansų rinkos esmę ir parodo, kad rinkos klasifikavimas priklauso nuo jos objekto (šiuo atveju finansinių aktyvų) skirstymo. Tačiau neaišku, koku būdu reikėtų išskaidyti finansinius aktyvus. I. Pekarskienė ir J. Pridotkienė (2010) nurodo, jog finansų rinka yra finansų sistemos dalis, kurioje paskirstomi finansiniai ištekliai. Išteklių paskirstymą šiose rinkose pabrėžia ir M. H. Ibrahim (2011). Šioje rinkoje nusistovi finansinių išteklių pasiūlos ir paklausos pusiausvyra, nustatoma finansinių išteklių kaina. Finansų rinką plačiąja prasme galima būtų apibrėžti kaip teisinių, institucinių ir organizacinių - techninių priemonių, kuriomis suderinama laisvo kapitalo pasiūla ir paklausa, visumą. Būtent šiuo finansų rinkų apibrėžimu ir vadovaujamosi šiame baigiamajame magistro darbe.

Mokslinėje literatūroje finansų rinka labai dažnai aiškinama kaip pinigų ir kapitalo rinkų kombinacija (Juozaitienė, 2007; Jasienė, Paškevičius, 2010; Pekarskienė, Pridotkienė, 2010 et al.). Taigi pagrindiniai finansų rinkos elementai yra pinigų bei kapitalo rinkos.

Anot I. Pekarskienės ir J. Pridotkienės (2010), pinigų rinka - tai finansų rinkos dalis, kurioje cirkuliuoja trumpalaikiai finansiniai resursai (paprastai iki vienerių metų). Pinigų rinkose prekiaujama trumpalaikiais finansiniais instrumentais (iki vienerių metų trukmės). Finansinių instrumentų kainos pinigų rinkose yra santykiškai nedidelės ir dėl to jos mažai rizikingos. Pinigų rinkose prekiaujama: išdo vekseliais – tai Vyriausybės vertybiniai popieriai, kur išpirkimo terminas trumpesnis negu vieneri metai, depozitais, komerciniais popieriais (Juozaitienė, 2007, p. 47). Finansų rinkų teorija pinigų rinkai priskiria tokias finansines priemones, kaip skolos, kurių trukmė mažesnė nei vieneri metai, tarp jų (Jasienė, Paškevičius, 2010, p. 109):

- vyriausybės išdo vekseliai;
- perleidžiamieji indėlių sertifikatai;
- atvirosios rinkos vekseliai.

Kadangi tai nėra baigtinis priemonių sąrašas, šioje klasifikacijoje pasigendama kategorijos „kitos priemonės“.

Kapitalo rinkoje cirkuliuoja ilgalaikiai finansiniai resursai (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010, p. 179). Kapitalo rinkose prekiaujama ilgalaikiais finansiniais instrumentais, formuojamas ilgalaikis

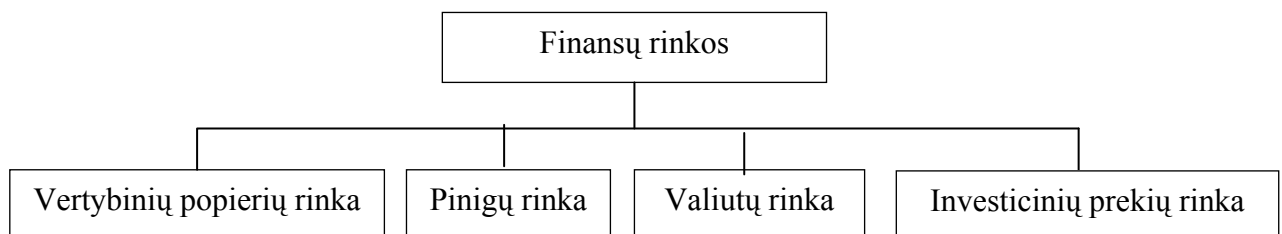
kapitalas bei ilgalaikiai skoliniai įsipareigojimai. Teisę į turtą kapitalo rinkose rodo ilgalaikiai vertybiniai popieriai. Įvairių šalių kapitalo rinkose prekiaujama: vyriausybės obligacijomis, akcinių bendrovės obligacijomis, savivaldybės obligacijomis, privilegijuotosiomis ir paprastosiomis akcijomis, išvestiniais vertybiniais popieriais (Juozaitienė, 2007, p. 47). Kapitalo rinkos vertybiniai popieriai apima paprastas akcijas ir visus fiksuotų palūkanų vertybinius popierius, kurie neturi termino arba jis yra daugiau nei vieneri metai. Tarp šios rinkos vertybinių popierių aptinkamos privilegijuotosios akcijos bei visų rūšių obligacijos, kurių terminas viršija vienerius metus. Taigi termino atžvilgiu vienos nakties paskola yra trumpiausias finansinio reikalavimo terminas, o akcijos įsipareigojimo terminas neribotas (Jasienė, Paškevičius, 2010, p. 109). L. Sinevičienė ir A. Vasiliauskaitė (2008), kapitalo rinką įvardina vertybinių popierių rinkos terminu.

R. Leipus ir R. Norvaiša (2003) finansų rinką apibūdina teigdami, kad tai rinka, kurioje operuojama (prekiaujama, mainoma ir pan.) vertybiniais popieriais, pavyzdžiui:

- bendrovių akcijos ir valstybės vertybiniai popieriai sudaro vertybinių popierių rinką;
- trumpalaikiai vertybiniai popieriai (indėliai, paskolos ir pan.) sudaro pinigų rinką;
- užsienio valiutos sudaro valiutų rinką.

R. Leipus ir R. Norvaiša (2003) nurodo, jog prie finansinių rinkų taip pat priskiriamos ir investicinių prekių rinkos (brangiųjų metalų ir pan.). Lyginant paviršutiniškai, finansų rinkos skiriasi nuo vartojimo prekių rinkų savo dinamiškumu ir dideliu neapibrėžtumo laipsniu. Dėl šių savybių ir informacinių technologijų pažangos finansų rinkos sukuria didžiulę duomenų bazę, kurioje paprastai saugomos ne tik specifinės akcijos ar obligacijos kaina, bet ir apimtis, data, prekiautojų tipai. Pažymėtina, kad tokius, dažniausiai per dieną gautus duomenis, leidžia tirti šiuo metu sparčiai besiplėtojanti aukšto dažnio duomenų analizė (Leipus, Norvaiša, 2003, p. 5).

Tad R. Leipus ir R. Norvaiša (2003) finansų rinkas klasifikuoja į keturias subrinkas (žr. 1 paveiksle.).



**1 pav. Finansų rinkos struktūra**

**Šaltinis:** sudaryta pagal Leipus, Norvaiša, 2003.

V. Kalinauskas (2003) analizuodamas finansų rinkos struktūrą neįvardina vertybinių popierių rinkos, tačiau dalyvių rinkinį papildo pensijų fondais. Tačiau šio darbo autoriaus nuomone,

finansų rinka turėtų apimti tiek R. Leipaus ir R. Norvaišos (2003), tiek V. Kalinausko (2003) įvardintus dalyvius.

Bendrovės, finansų rinkose platindamos savo akcijas, įgyja kapitalą gamybai plėsti, o vartotojai investuoja savo lėšas į bendrovių akcijas siekdami pelno. Taip visi rinkos dalyviai, t. y. vartotojai ir gamintojai, sprendžia svarbiausią rinkos ekonomikos uždavinį – optimaliai paskirstyti turimus išteklius. Kartu paplitusi nuomonė, jog apie šalies ekonomikos būklę galima spręsti pagal finansų rinkos elgseną (Leipus, Norvaiša, 2003, p. 6).

M. Jasienė ir A. Paškevičius (2010) pabrėžia, jog finansų rinkų struktūra nuolat kinta, kadangi nuolat keičiasi jos sudėtinių dalių lyginamieji svoriai iš bendros finansų rinkos apimties. Šiuos pokyčius lemia daugelis veiksnių, taip pat ir šių rinkų tarpusavio sąveika.

M. C. Kirankabes ir C., Basarir (2012) teigimu, svarbiausias finansų rinkos elementas – vertybinių popierių rinka. Vertybinių popierių rinka, būdama finansų rinkos dalimi, atlieka koordinacinę funkciją tarp santaupų tiekėjų ir santaupų vartotojų, sudaro sąlygas efektyviam finansinių išteklių paskirstymui ir perskirstymui tarp atskirų ekonominių subjektų ir yra neatskiriama rinkos ekonomikos dalis (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010, p. 177).

Anot I. Pekarskienės ir J. Pridotkienės (2010), daugelyje pereinamosios ekonomikos šalių, finansiniame sektoriuje vyrauja bankai. Bankų veiklos principus visuomenė nesunkiai suvokia, o jų teikiamos paslaugos tampa kasdieninio gyvenimo dalimi. Tuo tarpu, vertybinių popierių rinkai finansinių resursų perskirstyme tarp ūkio subjektų tenka antraplanis vaidmuo. Vertybinių popierių rinka yra viena iš finansų rinkos subrinkų.

Atlikta finansų rinkų sampratos, struktūros analizė rodo, kad vertybinių popierių rinka yra finansų rinkos subrinka, kuriai finansų sistemoje tenka svarbus vaidmuo.

## **1.2. Vertybinių popierių rinkos koncepcija, tipai ir dalyviai**

Prieš atskleidžiant vertybinių popierių rinkos sampratą, visų pirma svarbu atskleisti vertybinių popierių koncepciją. Vertybiniai popieriai aiškinami kaip serijomis leidžiamos finansavimo priemonės, patvirtinančios dalyvavimą akciniame kapitale arba (ir) teises, kylančias iš kreditinių santykių, ir suteikiančios teisę gauti dividendus, palūkanas ar kitas pajamas. Finansiniai instrumentai, patvirtinantys teisę ar pareigą pirkti (parduoti) nurodytas finansavimo priemones, taip pat yra vertybiniai popieriai. Pažymėtina, kad vertybiniai popieriai dažnai vadinami finansiniais instrumentais arba finansiniu turtu. Tačiau pastaroji sąvoka yra platesnė. Finansinio instrumento sąvoka apima ir visą kitą finansinį turtą, kaip antai pinigines lėšas, indėlius bankuose ir pan. (Urniežius, 2009, p. 6). Remiantis V. Aleknevičiene (2005, p.186), vertybiniai popieriai yra

nuosavybės (akcijos), skolos, keitimo ir dvišalių sutarčių dokumentai, naudojami atliekant finansines operacijas privačiame ir valstybės sektoriuose. Vertybinių popierių cirkuliacija lemia rinkos dalyvių sudėtį, jos vietas padėtį, funkcionavimo tvarką, reguliavimo taisykles ir t.t.

Vertybiniai popieriai ne tik žymi suteikto kapitalo dalį, nes uždirba pelną, bet ir pats vertybinis popierius yra pajamas gaunantis objektas. Šių pajamų kapitalizacija lemia tai, jog pajamas uždirbančio aktyvo (šiuo atveju vertybinio popieriaus) dėka gaunamos pajamos įgauna piniginių įvertinimą ar rinkos kainą. Taigi vertybinis popierius ne tik žymi suteikto kapitalo dalį, bet ir pats tampa viena iš kapitalo funkcionavimo formų. Šiuo atveju tai jau ne kapitalas, sukuriantis pridėtinę vertę, bet fiktyvus kapitalas, kitaip tariant, kapitalo pritraukimo savikaina (Lekavičienė, Stašys, 2005).

D. Lekavičienė ir R. Stašys (2005) išskiria tokias vertybinių popierių funkcijas:

- investicinė funkcija, t. y. investicinių fondų, būtinų technologinei pažangai bei ūkinės veiklos plėtrai, kūrimas ir paskirstymas;
- nuosavybės perskirstymas naudojant vertybinių popierių (visų pirma akcijų) paketus;
- ūkinės veiklos rizikos paskirstymas rinkos subjektams, perkant ir parduodant vertybinių popierių paketus;
- kapitalo pritraukimo funkcija, suteikianti galimybę rinkos subjektams rizikuoti nuosavu kapitalu siekiant didesnio pelno;
- išleidžiant vertybinius popierius, užtikrinamas aukštesnis paskolos likvidumo laipsnis. Jei bendrovės veikla nesėkminga, įmonės vertybinių popierių rinkos vertė greičiausiai ženkliai kris, todėl investuotojų išlaidos, įsigyjant bendrovę, bus kur kas mažesnės nei dengiant finansinius įsiskolinimus kreditinėms institucijoms.

Vertybiniai popieriai, anot R. Urniežiaus (2009), yra:

- akcijos;
- obligacijos;
- opcionai;
- hipotekos lakštai;
- vekseliai;
- čekiai;
- ateities sutartys;
- indėliai su vertybinių popierių savybėmis (indėlių sertifikatai ir atpirkimo sandoriai).

Anot D. Laskienės ir I. Pekarskienės (2007), vertybiniai popieriai yra neatsiejama rinkos ekonomikos dalis, nes jie sudaro sąlygas efektyviai perskirstyti finansinius išteklius tarp atskirų ekonomikos subjektų. Vertybinių popierių pagalba vyriausybės ir įmonės gali apsirūpinti

reikalingomis finansinėmis lėšomis, o namų ūkiai bei kiti ekonominiai subjektai turi galimybę investuoti savo santaupas į ūkinės veiklos sritis, kurios jiems atrodo patikimos, ir tikėtis pajamų iš šių investicijų.

Atskleidus vertybinių popierių termino sampratą, toliau šiame darbe pereinama prie vertybinių popierių rinkos termino analizės. Skirtingi autoriai įvairiai apibrėžia vertybinių popierių rinkos sąvoką: kaip potencialių mainų sferą, kaip instituciją arba tam tikrą mechanizmą, kuris suveda atskirų prekių ir paslaugų pirkėjus ir pardavėjus (Pečiulis, Šiaudinis, 1997, p. 125). Keletas ryškiausių vertybinių popierių rinkos apibrėžimų (Rutkauskas, Sūdžius, Mackevičius, 2008, p. 31):

- vertybinių popierių rinka – tai visuma ekonominių santykių, susijusių su vertybinių popierių išleidimu ir apyvarta;
- vertybinių popierių rinka – tai rinka, apimanti santykius, kurie atsiranda išleidžiant ir platinant specialius dokumentus (vertybinius popierius), turinčius vertę. Šie dokumentai gali būti parduodami, perkami ir išperkami;
- vertybinių popierių rinka – neatsiejama šalies ekonominės sistemos dalis, taigi ji gali būti veikama ar pati daryti įtaką bendrai šalies ekonominei padėčiai;
- vertybinių popierių rinka, dar vadinama fondų rinka, – valstybės finansų sistemos dalis. Vertybinių popierių rinka fiksuoja šalies ekonomikos lygį, pakilimus, nuosmukius. Vertybinių popierių rinkos tikslas yra užtikrinti piniginių sankaupų perskirstymą į efektyvesnes sritis.
- vertybinių popierių rinka - finansinių priemonių, suteikiančių savininko teises į produkciją, išteklius ir prekes, kurias teikia kitos prekių, paslaugų ir darbo rinkos, pasiūlos ir paklausos vieta ir santykiai. (Rutkauskas, Sūdžius, Mackevičius, 2008, p. 31).

Kiti darbo autoriaus rasti vertybinių popierių rinkos apibrėžimai pateikiami 1 lentelėje.

**1 lentelė. Vertybinių popierių rinkos apibrėžimai**

<b>Autorius (-iai)</b>	<b>Apibrėžimas</b>
D. Lekavičienė, R. Stašys (2005)	Vertybinių popierių rinka – tai erdvė, kurioje įteisinami subjektų – rinkos dalyvių susitarimai.
LR Vertybinių popierių įstatymas (2007)	Vertybinių popierių rinka – tai vieta, kurioje vyksta organizuota prekyba vertybiniais popieriais.
P. Boreika, D. Pilinkus (2009, p. 693)	Vertybinių popierių rinka – tai valstybės finansų rinkos sudedamoji dalis, užimanti svarbų vaidmenį valstybės ekonomikoje.

1 lentelės tęsinys kitame puslapyje

1 lentelės tęsinys

Autorius(-iai)	Apibrėžimas
S. Hossain, M. Kamal (2010, p. 87)	Vertybinių popierių rinka – tai mechanizmas, kuriame vyksta finansinio turto, kurio trukmė – ilgesnė nei vieneri metai, sandoriai.
I. Pekarskienė, J. Pridotkienė (2010)	Vertybinių popierių rinka – tai finansų rinkos subrinka, apimanti kapitalo ir pinigų rinkos dalis ir sudaranti sąlygas perduoti nuosavybės teisę į vertybinius popierius.
D. Pilinkus (2010, p. 293)	Vertybinių popierių rinka – tai rinka, kurioje organizuojama ir vykdoma prekyba vertybiniais popieriais.
S. M. A. Ali et al. (2011, p. 439)	Vertybinių popierių rinka – tai rinka, išduodanti vertybinius popierius ir jais prekiaujanti.

**Šaltinis:** sudaryta pagal Lekavičienė, Stašys, 2005; LR vertybinių popierių įstatymas, 2007; Boreika, Pilinkus, 2009; Hossain, Kamal, 2010; Pekarskienė, Pridotkienė, 2010; Pilinkus, 2010; Ali et al., 2011.

Lentelėje pateikti apibūdinimai vertybinių popierių rinką aiškina kaip erdvę (Lekavičienė, Stašys, 2005), vietą (LR vertybinių popierių įstatymas, 2007), finansų rinkos sudedamąją dalį, subrinką (Boreika, Pilinkus, 2009; Pekarskienė, Pridotkienė, 2010), mechanizmą (Hossain, Kamal), rinką (Pilinkus, 2010; Ali et al., 2011). Šio darbo autoriaus nuomone, tiksliausiai ir tinkamiausiai vertybinių popierių rinką apibrėžia D. Pilinkus (2010), teigdamas, kad vertybinių popierių rinka – tai rinka, kurioje organizuojama ir vykdoma prekyba vertybiniais popieriais.

Vertybinių popierių rinka yra panaši į bet kurią kitą egzistuojančią rinką tuo, kad vertybinių popierių kainos taip pat nustatomos atsižvelgiant į paklausos ir pasiūlos santykį; šioje rinkoje taip pat yra pardavėjai, tarpininkai ir pirkėjai. Ypač glaudžiai vertybinių popierių rinka yra susijusi su kapitalo rinka ir pinigų rinka, kuriose prasideda išteklių judėjimas. Vertybinių popierių rinka yra šių rinkų sudedamoji dalis, kuri atsakinga už piniginių santaupų paskirstymą ekonomikoje.

Anot I. Pekarskienės ir J. Pridotkienės (2010), vienas pagrindinių vertybinių popierių rinkos tikslų yra sudaryti palankias sąlygas investicijų pritraukimui. Vertybinių popierių rinkos vaidmuo yra atskleisti informaciją, skirtą vertinimui, finansavimui bei monitoringui, kuria disponuodami bankai gali veikti vienodai efektyviai, efektyviai paskirstydami išteklius (Caporale et al., 2005, p. 169). O vertybinių popierių rinkos indeksų pagrindinis tikslas, anot D. Pilinkaus (2010), yra investuotojams užtikrinti galimybę įvertinti ne tik atskirų vertybinių popierių, bet ir visos rinkos, sektoriaus ar regiono būklę.

Vertybinių popierių rinka yra neatsiejama rinkos ekonomikos dalis, atliekanti ypatingą vaidmenį ekonominėje sistemoje, kuri nėra centralizuotai valdoma ir, kurioje vyriausybės vaidmuo ekonomikoje paskirstant finansinius bei materialinius išteklius yra ribotas. Santaupos savaime

netampa investicijomis, tam reikalinga finansinė sistema (vertybinių popierių rinka yra dalis šios sistemos), sudaranti sąlygas finansinių resursų persiskirstymui tarp ekonominių veiklų (Pekarskienė, Pridotkienė, 2010, p. 177).

Vertybinių popierių rinkos sąveika su valstybės biudžetu ir kreditų rinka yra taip pat aktuali. Šie trys elementai papildo vienas kitą, priklauso vienas nuo kito, bet ir tam tikra prasme konkuruoja tarpusavyje. Pavyzdžiui, biudžeto padidinimas, augantys mokesčiai lemia piniginių išteklių sumažėjimą visuomenei ir ūkiui, taip pat susiaurėja vertybinių popierių rinka.

Vertybinių popierių rinka iš kitų rinkų išsiskiria, visų pirma, savo preke, kuria prekiaujama rinkoje – tai vertybiniai popieriai. D. Lekavičienė ir R. Stašys (2005) teigia, jog „finansų valdymo aspektu vertybinis popierius jį išleidusiai korporacijai reiškia šios korporacijos finansinį įsipareigojimą, o vertybinio popieriaus savininkui tai yra finansinis turtas. Kitaip sakant, vertybinis popierius – tai finansinė priemonė, kur kas vertingesnė už popierių, kuriame yra išspausdinta, ir išreiškianti tam tikrą vertę, nes tai yra piniginiai pasižadėjimai.“ Vertybinių popierių forma išreikšti rinkos subjektų įsipareigojimai daro įtaką ekonominės sistemos stabilumui.

Būtent vertybinių popierių cirkuliacija apsprendžia rinkos dalyvių sudėtį, funkcionavimo tvarką, reguliavimo taisykles ir kt. Vertybinių popierių rinkos pagrindas – investavimas į vertybinius popierius, sudarantis galimybes paskirstyti bei perskirstyti valstybės institucijų, ūkio šakų ir atskirų subjektų išteklius.

D. Lekavičienė ir R. Stašys (2005) nurodo, kad vertybinių popierių rinkos funkcijos yra tokios: komercinė, kainodaros, informacinė bei reguliuojamoji. Anot I. Pekarskienės ir J. Pridotkienės (2010), vertybinių popierių rinkos funkcijas galima išskirti į dvi grupes: bendrąsias, būdingas visoms rinkoms, ir specifines, kurios būtent vertybinių popierių rinką išskiria iš kitų rinkų. Bendrosios bei specifinės funkcijos išvardintos 2 lentelėje.

Vertybinių popierių rinką galima suskaidyti į akcijų ir skolos vertybinių popierių rinkas. Skolos vertybinių popierių rinkos atlieka svarbiausią vaidmenį finansų rinkose, nes jos generuoja rinkos palūkanų normas, kurios nusako fondų galimybių kaštus investuotojams skirtingais laiko momentais, o tai yra pagrindas bet kurios kapitalo rinkos vystymuisi. Vyriausybės skolos vertybinių popierių rinkos atlieka svarbų vaidmenį valstybių valdyme. Visų pirma, jos padeda finansuoti biudžeto deficitus, nesukeliant infliacijos, ir išlaikant monetarinės politikos nepriklausomumą bei efektyvumą (Sinevičienė, Vasiliauskaitė, 2008).

**2 lentelė. Bendrosios bei specifinės vertybinių popierių rinkos funkcijos**

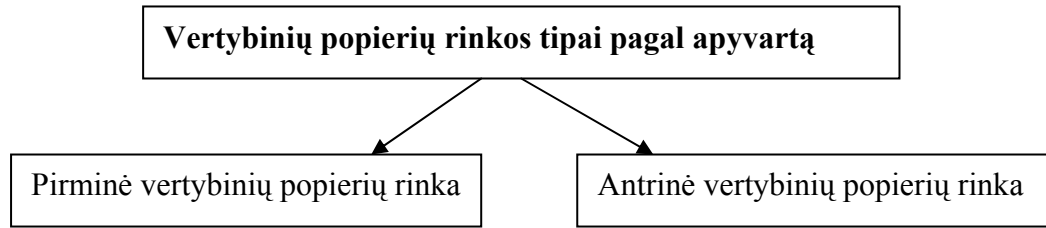
<b>Bendrosios funkcijos</b>	<b>Specifinės funkcijos</b>
1) komercinė (pelno siekimas, vykdančios operacijas rinkoje); 2) kainodaros (rinka užtikrina vertybinių popierių kainų susidarymo procesą, jų kitimą, prognozavimą); 3) informacijos (informuojami tiek rinkos dalyviai, tiek likusi visuomenė); 4) kontrolės (sukuriamos prekybos, dalyvavimo rinkoje, kontrolės taisyklės).	1) perskirstymo (piniginių lėšų tarp ūkinės veiklos sričių, santaupų pavertimas investicijomis, nuosavybės perskirstymas; biudžeto deficito finansavimas, nedidinant pinigų masės); 2) reguliavimo vertybinių popierių rinka, būdama finansų rinkos dalimi, veikia kaip terpė, kurioje vyriausybė vykdo reguliavimo politiką stabilizuodama ekonomiką, mažindama infliaciją; 3) rizikos mažinimo (ūkinės veiklos rizikos paskirstymas rinkos subjektams, finansinės rizikos draudimas, naudojant išvestinius vertybinius popierius).

Šaltinis: sudaryta pagal Pekarskienė, Pridotkienė, 2010.

Skolos vertybinių popierių rinkos taip pat labai svarbios ir įmonių sektoriui. Skolos vertybinių popierių rinka teikia didesnes finansavimo diversifikacijos galimybes, o globalizacijos procesai suteikia įmonėms lankstumo pritraukiant finansavimą. Įmonės išleisdamos skolas vertybinius popierius padidina savo rinkos galią dėl atsirandančių alternatyvių finansavimo šaltinių, skolos vertybinių popierių išleidimas informuoja apie įmonės aukštesnį reitingą. Taip pat, jei bankas gauna signalą apie tai, kad įmonės gali finansuoti savo veiklą leisdamos skolas vertybinius popierius, tai reiškia, kad įmonių kreditingumo priežiūra deleguojama finansų rinkai, kas gali sąlygoti mažesnius finansavimo banko paskolomis kaštus įmonei, nes mažėja įmonės priežiūros kaštai bankui. Skolos vertybinių popierių rinkose ypač svarbų vaidmenį atlieka kredito reitingų agentūros, kurios vertina įmonių, bankų bei vyriausybių kredito kokybę. Pagrindinės kredito reitingų agentūros: „Standard & Poor's“, „Moody's“ ir „FitchRatings“. Jos suteikia kredito reitingus, remdamosi numanomomis įmonės ar vyriausybės galimybėmis per tam tikrą laiką apmokėti skolas (Sinevičienė, Vasiliauskaitė, 2008, p. 181).

Pagal apyvartą vertybinių popierių rinka gali būti pirminė (pasiūlymas įsigyti vertybinius popierius jų išleidimo metu bei jų perleidimas investuotojų nuosavybėn) ir antrinė (pasiūlymas įsigyti jau išleistų į apyvartą vertybinių popierių, taip pat jų perleidimas kitiems investuotojams) ([http://www.csd.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csd.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php)). Šis vertybinių popierių rinkos skaidymas pateikiamas 2 paveiksle.





## 2 pav. Vertybinių popierių rinkos klasifikacija pagal apyvartą

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas, 2012.

Pirminei ir antrinei vertybinių popierių rinkoms įtaką daro vertybinių popierių gyvavimo ciklas, susidedantis iš trijų pakopų:

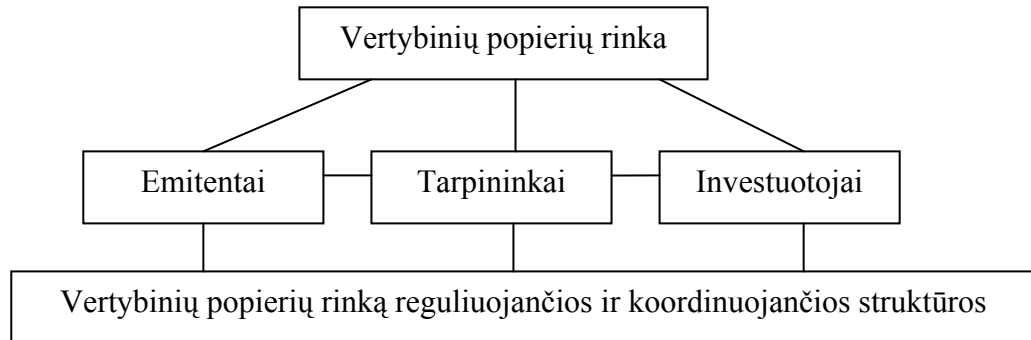
- 1) naujo vertybinio popieriaus išleidimas;
- 2) pirminis vertybinio popieriaus paskirstymas;
- 3) vertybinių popierių apyvarta (pirkimas-pardavimas).

Pirmoji ir antroji pakopos sudaro pirminę vertybinių popierių rinką, o trečioji pakopa – antrinę. Anot P. Moščinsko ir V. Butkutės (1998), tradiciškai antrinė vertybinių popierių rinka skirstoma į fondų biržą, antrinės rinkos branduolį, ir užbiržinę vertybinių popierių rinką, emitentams keliančią mažesnius reikalavimus. Egzistuoja dvi vertybinių popierių rinkos organizavimo formos: biržos (centralizuota) ir užbiržinė (decentralizuota) prekyba. Biržų rinkoje prekyba vyksta fondų biržose – specialiuose finansiniuose prekybos centruose. Prekyba jose vyksta pagal griežtai nustatytas taisykles, prekiauti leidžiama tik atranką praėjusiais vertybiniais popieriais. Užbiržinė rinka neturi nustatytos lokacijos, jos dalyviai yra sujungti komunikacijos ryšiais, kurių dėka yra gaunama reikalinga informacija, vykdomi ir reguliuojami sudaryti sandoriai (Rutkauskas, Sūdžius, Mackevičius, 2008, p.51). Šioje rinkoje dažniausiai prekiaujama naujų ir mažų bendrovių vertybiniais popieriais. Atsisakyti biržos paslaugų tokias bendroves skatina per mažas jų akcijų kursas, mokestis už biržos paslaugas ir kitos priežastys. Išsivysčiusios ekonomikos šalyse biržinėje rinkoje vertybinių popierių apyvarta nepalyginamai didesnė negu užbiržinėje rinkoje.

O S. Hossain ir M. Kamal (2010) dar kitaip apibūdina pirminę ir antrinę vertybinių popierių rinkas. Anot autorių, pirminėje vertybinių popierių rinkoje įmonė savo vertybinius popierius parduoda investuotojui. O antrinėje vertybinių popierių rinkoje investuotojams parduodami jau išleisti vertybiniai popieriai.

Vertybinių popierių rinkos dalyviai, anot S. Pečiulio ir S. Šiaudinio (1997), – tai fiziniai ar juridiniai asmenys, parduodantys ar perkantys vertybinius popierius, tarpininkaujantys bei aptarnaujantys jų apyvartą. P. Boreika ir D. Pilinkus (2009) vertybinių popierių rinkos dalyviais įvardina šalies ir privataus sektoriaus atstovus, kurių įmonių akcijos pateikiamos investuotojams.

Vertybinių popierių rinkos dalyvius galima suskirstyti į tris grupes: emitentus, tarpininkus ir investuotojus (Pečiulis, Šiaudinis, 1997, p. 75) 3 paveiksle galima pamatyti, jog ketvirtoji vertybinių popierių rinkos dalyvių grupė, ne mažiau svarbi už kitas tris, yra vertybinių popierių rinką reguliuojančios ir koordinuojančios institucijos.



**3 pav. Vertybinių popierių rinkos dalyviai**

**Šaltinis:** Pečiulis, Šiaudinis, 1997, p. 75.

Emitentas yra pagrindinis vertybinių popierių rinkos dalyvis. Juo vadinamas toks rinkos subjektas, kuris siekia pritraukti laisvas investuotojų lėšas ir nustatyta tvarka savo vardu išleisti vertybinius popierius. Emitentu gali būti akcinė bendrovė, investicinė akcinė bendrovė, bankas, valstybė (Norvaišienė, 2004, p. 18).

Emitentai gali būti užsienio arba vidaus. Užsienio emitentai gali priklausyti šioms grupėms:

- vyriausybės ir savivaldybių emitentai. Tai itin stambi emitentų grupė. Valstybės vertybinių popierių išleidimas yra būdas gauti paskolą valstybės reikmėms, o tokie vertybiniai popieriai turi didelę paklausą nes laikomi itin patikimais;
- finansų ir kredito institucijų emitentai (komerciniai bankai, finansinės brokerių įmonės, investicinės bendrovės, draudimo, pensijų, investiciniai ir kiti fondai);
- gamybos ir kitų šakų įmonės.

Vidaus emitentais negali būti savivaldybės, kadangi jos Lietuvoje neleidžia vertybinių popierių.

Apibendrinant galima teigti, jog vertybiniai popieriai – tai serijomis leidžiamos finansavimo priemonės, patvirtinančios dalyvavimą akciniame kapitale arba (ir) teises, kylančias iš kreditinių santykių, ir suteikiančios teisę gauti dividendus, palūkanas ar kitas pajamas. Šios finansavimo priemonės gali įgyti įvairias formas – akcijos, obligacijos, opciono, vekselio ir kt. O vertybinių popierių rinka – tai rinka, kurioje organizuojama ir vykdoma prekyba vertybiniais popieriais. Šios rinkos pagrindiniais dalyviais laikomi emitentai, tarpininkai bei investuotojai.

### 1.3. Vertybinių popierių rinkos plėtra: poreikis ir priemonės

Finansų sektoriaus plėtra ypač svarbi ekonomikos plėtros laikotarpiu (Hargis, 2000). To neįvertinus, ekonomikos plėtra sulėtėja – visų pirma dėl finansinių išteklių stokos. Siekdama aktyvinti finansinio sektoriaus plėtrą, valstybė, turinti teisę skolinti, gali tuo pasinaudoti ne tik sprendama einamąsias finansines problemas, bet ir kreipdama procesą į šalies vertybinių popierių rinkos aktyvinimą, taip pat skatindama bendrą ekonomikos augimą. Padidėja ir įmonių galimybės pritraukti papildomų lėšų. Skolinimosi tikslingumui įvertinti būtina patikima valstybės skolos vertinimo metodika, kuri padėtų nustatyti valstybės skolos priimtimumo lygį. Be to, skolintos lėšos gali būti ir yra veiksmingos valstybės finansų sistelai, kurios sudedamoji dalis – vertybinių popierių rinka – prisideda prie investicinės aplinkos, kartu ir prie bendros vertybinių popierių rinkos plėtros (Lekavičienė, Stašys, 2005).

Per paskutinius keletą dešimtmečių vertybinių popierių rinkos pasaulyje pasikeitė itin smarkiai. Vertybinių popierių išleidimo ir prekybos apimtys išsaugo iki didžiulių mastų. Pavyzdžiui, 1960 m. vidutinė Niujorko vertybinių popierių biržos (NewYorkStock Exchange) prekybos apimtis buvo 3 mln. akcijų per dieną, 1968 m. šis skaičius pasiekė beveik 13 mln. akcijų per dieną, o 1999 m. - daugiau kaip 809 mln. akcijų per dieną. Eurais denominuotų skolos vertybinių popierių 1999 m. pradžioje (prasidedant trečiajam Ekonominės ir pinigų sąjungos etapui, t. y. įvedus negrynuosius eurus) buvo išleista už 5,715 mlrd. Eur., o 2000 m. pabaigoje - jau už 6,623 mlrd. Eur. Didžiausia dalis tarp išleidėjų tenka vyriausybėms, nors pastebima jų išleidimo apimčių mažėjimo tendencija. Vyriausybės dalis tarp paminėtų skolos vertybinių popierių sumažėjo nuo 54 proc. 1999 m. pradžioje iki 50 proc. 2000 m. pabaigoje, tuo tarpu šiuo laikotarpiu padidėjo nefinansinių įmonių dalis (nuo 9 proc. iki 12 proc.) (Laurinavičius, 2002, p. 61). Taigi akivaizdu, jog ilguoju laikotarpiu vertybinių popierių rinkos plečiasi.

Vertybinių popierių plėtra yra multidimensinė koncepcija (Garcia, Liu, 1999, p. 30). Pagrindinis vertybinių popierių rinkos plėtros tikslas, anot B. Hearn ir J. Piesse (2010), yra nuosavybės diversifikavimas bei ekonomiškai aktyvios gyventojų dalies dalyvavimo šioje rinkoje skatinimas. Besiplečianti vertybinių popierių rinka visuomenei suteikia investavimo galimybes, leidžia mobilizuoti taupymą bei tarptautinį kapitalą (Fagan, 2003, p. 305). V. F. Garcia ir L. Liu (1999) teigimu, šalys, kurių vertybinių popierių rinkos yra išsivysčiusios, turi išvystytą finansinių tarpininkų sektorių.

Vertybinių popierių rinkos plėtra neabejotinai daro poveikį taupymui. Šis poveikis priklauso nuo trijų veiksnių (Bonser-Neal, Dewenter, 1999, p. 371):

- 1) kaip ji veikia taupymo grąžą?
- 2) kaip ji veikia taupymo rizikingumą?
- 3) kaip į grąžos ir rizikos pokyčius reaguoja gyventojai?

Anot C. Bonser-Neal, K. L. Dewenter (1999), vertybinių popierių rinkos plėtra turėtų padidinti taupymo grąžą dėl dviejų priežasčių. Pirma, kaip traktuoja standartinė portfelio teorija, galimybė portfelį papildyti nerizikingu turtu padidins laukiamą portfelio grąžą. Antra, vertybinių popierių rinkos plėtra bei liberalizavimas leidžia asmenims nukreipti savo išteklius į didžiausią naudą teikiančius vertybinius popierius. Toks išteklių paskirstymas į didesnę naudą teikiančius vertybinius popierius garantuoja aukštesnę santaupų grąžą.

K. Laurinavičiaus (2002) nuomone, vienas iš svarbiausių šiuolaikinės vertybinių popierių rinkos reikalavimų – patikima investuotojų apsauga, kad jie neprarastų pasitikėjimo šia rinka. Šis tikslas yra pasiekiamas, kai užtikrinama, kad investuotojų turtas (taip pat ir vertybiniai popieriai, kuriuos į sąskaitas įtraukia investuotojus aptarnaujantys finansų tarpininkai) bus išsaugotas net ir tarpininko nemokumo (bankroto) atveju. Šiam klausimui nemažai dėmesio yra skyrusi Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija, nurodžiusi, kad nacionalinės institucijos galėtų imtis tokių priemonių minėtam tikslui pasiekti:

- 1) įstatymu numatyti, kad finansų tarpininkų įsipareigojimai investuotojams traktuojami kitaip nei kiti šių tarpininkų įsipareigojimai, t. y. investuotojai traktuojami kaip privilegijuoti kreditoriai arba investuotojų vertybiniai popieriai nepripažįstami finansų tarpininko turtu. Tam gali būti naudojamas ir patikėjimo teisės institutas, ypač bendrosios teisės sistemos valstybėse, – finansų tarpininkas laiko investuotojų vertybinius popierius patikėjimo pagrindais. Tačiau tai nepašalina rizikos, kad tarpininkas be investuotojų sutikimo parduos jų vertybinius popierius. Kur nėra patikėjimo teisės tradicijų, gali būti tiesiog nustatoma, kad investuotojų vertybiniai popieriai negali būti naudojami tarpininko kreditorių reikalavimams tenkinti. Šį reikalavimą turi numatyti ir bankroto procedūras reguliuojantys įstatymai;
- 2) numatyti kompensavimo sistemas nuostolių dėl finansų tarpininkų nemokumo patyrusiems investuotojams arba įpareigoti finansų tarpininkus draustis draudimo bendrovėse (didžiausi šių priemonių trūkumai – kompensuojama dažniausiai tik iki tam tikros sumos, didelės draudimo išlaidos);
- 3) priemonės, kurių imasi patys investuotojai (pavyzdžiui, jie gali atidaryti savo sąskaitą banke ar kitoje institucijoje ir suteikti finansų tarpininkui teisę kontroliuoti šią sąskaitą, tačiau paprastai pavieniai investuotojai nėra pajėgūs išsireikalauti palankių aptarnavimo sąlygų).

Pažymėtina, jog vertybinių popierių rinkos plėtra yra labai svarbi, kadangi plečiantis vertybinių popierių rinkai, didėja ir tokios vertybinių popierių rinkos teikiamos galimybės.

## 1.4. Vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiantys veiksniai

Vertybinių popierių rinkos plėtrą lemia daugybė veiksnių. Mokslininkai pateikia skirtingus šių veiksnių rinkinius.

K. Hargis (1998) teigimu, vertybinių popierių rinkos plėtrą lemia:

- tarptautinių investuotojų dalis;
- ekonominis augimas;
- kapitalo rinkos integracija.

V. F. Garcia ir L. Liu (1999) teigimu, vertybinių popierių rinkos plėtrai įtakos turi realiosios pajamos, santaupų lygis, finansinio tarpininkavimo plėtra, vertybinių popierių rinkos likvidumas bei makroekonominis stabilumas. Gerai žinoma, jog vertybinių popierių rinkos plėtra yra svarbi ekonomikos plėtrai. Tačiau ryšys gali būti ir atvirkščias. Kaip nurodo V. F. Garcia ir L. Liu (1999), ekonominis augimas gali skatinti vertybinių popierių rinkos plėtrą. Nuolatinė ekonominė plėtra iškelia didesnio skaičiaus finansinių paslaugų bei naujų instrumentų poreikį. Finansų rinka prisitaiko prie tokio poreikio ir tokiu būdu plečiasi visa finansų rinka, o tame tarpe ir vertybinių popierių rinka. Ekonominio augimo, kaip vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančio veiksnio, svarbą pažymi ir K. Kassimatis, S. I. Spyrou (2001).

D. Peterson su kolegomis (2003) kaip vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančius veiksnius įvardija makroekonominius rodiklius – tai palūkanų norma ir vartotojų kainų indeksas. Šių rodiklių apibūdinimai pateikti 3 lentelėje.

**3 lentelė. Vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių apibūdinimai**

Rodiklis	Apibūdinimas
Palūkanų norma	Tai norma, už kurią vartotojai ir verslas skolinasi pinigus. Palūkanų norma neigiamos įtakos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijai turi tik ekonominio nuosmukio periodu.
Vartotojų kainų indeksas	Tai infliacijos rodiklis, parodantis santykinę investicinės aplinkos būklę. Šis rodiklis turi neigiamos įtakos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijai.

**Šaltinis:** sudaryta pagal Peterson et al., 2003, p. 311.

C. A. Yartey (2010) nurodo, kad vertybinių popierių rinkos plėtrą lemia instituciniai ir makroekonominiai veiksniai. M. Cherif ir G. Kaouther (2008) tyrė makroekonominius bei institucinius vertybinių popierių rinkos plėtros veiksnius Artimųjų Rytų ir Šiaurės Afrikos

valstybėse 1990 – 2007 m. Autorių atlikto tyrimo rezultatai parodė, kad vertybinių popierių rinkos plėtrą skatina tokie veiksniai:

- pajamų lygis. Realiosios pajamos stipriai koreliuoja su vertybinių popierių rinkos dydžiu;
- santaupų lygis. Šis rodiklis apskaičiuojamas kaip grynujų santaupų ir bendrojo vidaus produkto (BVP) santykis;
- vertybinių popierių rinkos likvidumas;
- palūkanų norma.

A. M. Adam ir G. Tweneboah (2009) nustatė, kad vertybinių popierių rinkos plėtrą lemia TUI. Autoriai Ganos pavyzdžiu nustatė, kad ilguoju laikotarpiu egzistuoja ryšys tarp TUI ir vertybinių popierių rinkos plėtros. A. Raza su kolegomis (2012) taip pat nustatė, kad TUI daro įtakos vertybinių popierių rinkos plėtrai.

C. A. B. Forti su kolegomis (2011) pateikė labai platų galimai vertybinių popierių rinkai įtakos turinčių veiksnių rinkinį. Šiame rinkinyje veiksniai suklasifikuoti į tokias grupes: institucinė struktūra, atvirumas, konkurencija ir reguliavimas, darbo reguliavimas, socialinė struktūra, bankų efektyvumas, vertybinių popierių rinkos efektyvumas, finansų valdymas, valdymo praktika, požiūriai ir vertybės. Kiekvienai grupei priklausančių veiksnių sąrašas pateikiamas 4 lentelėje.

**4 lentelė. Galimai vertybinių popierių rinkai įtakos turinčių veiksnių rinkinys**

<b>Veiksnių grupė</b>	<b>Veiksniai</b>
Institucinė struktūra	Valdžios politikos kryptis, teisinio reguliavimo sistema, valdžios politikos pritaikomumas, valdžios sprendimai, skaidrumas, biurokratija, kyšininkavimas ir korupcija.
Atvirumas	Muitinė, protekcionizmas, viešojo sektoriaus sutartys, užsienio investuotojai, prieiga prie kapitalo rinkų, investavimo iniciatyvos.
Konkurencija ir reguliavimas	Subsidijos, konkurencijos reguliavimas, kainos kontrolė, analogijų ekonomika, reguliavimo intensyvumas, verslo pradėjimo paprastumas, įmonių kūrimasis.
Darbo reguliavimas	Darbo reguliavimas, nedarbo reguliavimas, imigracijos teisė.
Socialinė struktūra	Teisingumas, asmeninis saugumas ir asmeninė nuosavybė, politinio nestabilumo rizika, socialinė sanglauda, moterys parlamente, lyčių pajamų lygis, priekabiavimas.
Bankų efektyvumas	Kreditai, investavimo rizika, rizikos kapitalas, bankų ir finansinės paslaugos, bankų reguliavimas.

4 lentelės tęsinys kitame puslapyje

4 lentelės tęsinys

<b>Veiksnių grupė</b>	<b>Veiksniai</b>
Vertybinių popierių rinkos efektyvumas	Vertybinių popierių rinka, akcininkų teisės, finansinių institucijų skaidrumas.
Finansų valdymas	Grynųjų pinigų srautai, įmonių skolos.
Valdymo praktika	Įmonių galimybės, etikos praktika, vadovų kreditingumas, įmonių vadovybė, auditas ir apskaitos praktika, akcininkų vertė, vartotojų pasitenkinimas, antreprenerystė, marketingas, socialinė atsakomybė.
Požiūriai ir vertybės	Sveikata, saugumas ir aplinkosauga, požiūris į globalizaciją, įvaizdis užsienyje, nacionalinė kultūra, lankstumas ir prisitaikomumas, ekonominės ir socialinės reformų poreikis, visuomenės vertybės, organizacinės vertybės.

Šaltinis: Forti et al., 2011, p. 372–374.

C. A. B. Forti su bendraautoriais (2011) atliko faktorinę analizę ir nustatė, kad ne visi veiksniai daro įtakos vertybinių popierių rinkos plėtrai. Nustatyta, jog vertybinių popierių rinkos plėtrai yra svarbūs atvirumo (šalies bei jos vertybinių popierių rinkos atvirumas), vertybinių popierių rinkos efektyvumo (investuotojų apsauga ir finansinė struktūra) bei valdymo praktikos (įmonių prisitaikymas prie rinkos pokyčių, sveikatos, saugumo bei aplinkosaugos aspektai bei antreprenerystės) veiksniai.

Vertybinių popierių rinkos plėtros veiksnių apibendrinimui sudaroma 5 lentelėje.

5 lentelė. Vertybinių popierių rinkos plėtros veiksniai

<b>Veiksniai</b>	<b>Autoriai</b>								<b>Iš viso</b>
	K. Hargis (1998)	V. F. Garcia, L. Liu (1999)	K. Kassimatis, S. I. Spyrou (2001)	D. Peterson et al. (2003)	M. Cherif ir G. Kaouther (2008)	A. M. Adam, G. Tweneboah (2009)	C. A. B. Forti et al. (2011)	A. Raza et al. (2012)	
Tarptautinių investuotojų dalis	+								1
Ekonominė situacija	+	+	+						3
Kapitalo rinkos integracija	+								1

5 lentelės tęsinys kitame puslapyje

## 5 lentelės tęsinys

Veiksniai	K. Hargis (1998)	V. F. Garcia, L. Liu (1999)	K. Kassimatis, S. I. Spyrou (2001)	D. Peterson et al. (2003)	M. Cherif ir G. Kaouther (2008)	A. M. Adam, G. Tweneboah (2009)	C. A. B. Forti et al. (2011)	A. Raza et al. (2012)	Iš viso
Pajamų lygis		+			+				2
Suntaupų lygis		+			+				2
Finansinio tarpininkavimo plėtra		+							1
Vertybinių popierių rinkos likvidumas		+			+				2
Palūkanų norma				+	+				2
Vartotojų kainų indeksas				+					1
TUI						+		+	2
Šalies atvirumas							+		1
Vertybinių popierių rinkos atvirumas							+		1
Investuotojų apsauga							+		1
Finansinė struktūra							+		1
Įmonių prisitaikymas prie rinkos pokyčių							+		1
Sveikata							+		1
Saugumas ir aplinkosauga							+		1
Antreprenerystė							+		1
Iš viso	3	5	1	2	4	1	8	1	

**Šaltinis:** sudaryta pagal K. Hargis (1998), V. F. Garcia, L. Liu (1999), K. Kassimatis, S. I. Spyrou (2001), D. Peterson et al. (2003), M. Cherif, G. Kaouther (2008), A. M. Adam, G. Tweneboah (2009), C. A. B. Forti et al. (2011), A. Raza et al. (2012).

Apibendrinant atliktą vertybinių popierių rinkos plėtros analizę, galima teigti, kad dažniausiai mokslinėje literatūroje įvardijami vertybinių popierių rinkos plėtros veiksniai yra ekonominė situacija šalyje, pajamų lygis, santaupų lygis, vertybinių popierių rinkos likvidumas, palūkanų norma bei TUI.



## 1.5. Vertybinių popierių rinkos plėtros indikatoriai

M. M. Hussain ir bendraautorių (2012) teigimu, vertybinių popierių rinkos plėtra gali būti vertinama pasitelkiant kiekybinius ar kokybinius metodus, o jei išskyla poreikis, ir abiejų tipų metodų kombinaciją. H. Dellas ir M. K. Hess (2002) teigimu, sudėtinga išskirti vieną tinkamiausią vertybinių popierių rinkos plėtros matą. Greičiausiai dėl šios priežasties mokslinėje literatūroje pastebima vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo būdų ir metodų įvairovė.

M. M. Rahman, M. Salahuddin (2010) teigimu, vertybinių popierių rinkos plėtra turėtų būti vertinama analizuojant listinguojamų įmonių skaičių bei rinkos kapitalizaciją. Rinkos kapitalizaciją, kaip pagrindinį vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo rodiklį, įvardija ir C. Bonser-Neal, K. L. Dewenter (1999), D. J. Peterson su kolegomis (2003), M. H. Ibrahim (2011) bei M. Hussain su bendraautoriais (2012). Anot D. J. Peterson ir bendraautorių (2003), šis rodiklis geriausiai atskleidžia turto vertę ekonomikoje ir atskleidžia investicijų aplinkos patrauklumą.

K. Hargis (1998) kaip pagrindinius vertybinių popierių rinkos plėtros indikatorius įvardija rinkos apimtį, rinkos kainas bei naujų įmonių prisijungimą prie vertybinių popierių rinkos. K. Hargis (1998) vertybinių popierių rinkos plėtrą siūlo išreikšti vertybinių popierių rinkos likvidumu.

W. Kangmao (2000) tyrė Singapūro vertybinių popierių rinkos plėtros priežastis bei strategiją. Autorius minėtos rinkos plėtros įvertinimui pasitelkė tokius rodiklius:

- ST indeksas;
- listinguojamų įmonių skaičius;
- apyvarta;
- kapitalizacija;
- kapitalizacija vienai įmonei.

C. A. Yartey (2010) vertybinių popierių rinkos plėtrą siūlo vertinti tokiais rodikliais:

- listinguojamų įmonių skaičius;
- rinkos kapitalizacija (proc. nuo BVP);
- sandorių vertė (proc. nuo BVP);
- apyvartos rodiklis;
- BVP vienam gyventojui.

V. F. Garcia ir L. Liu (1999) teigimu, vertybinių popierių rinkos plėtra dažniausiai vertinama skaičiuojant vertybinių popierių rinkos dydį, likvidumą, kaitą, koncentraciją, integraciją į pasaulines kapitalo rinkas, reglamentavimą bei priežiūrą. V. F. Garcia ir L. Liu (1999) siūlo vertybinių popierių rinkos plėtrą vertinti skaičiuojant tik rinkos kapitalizaciją. Anot autorių, nėra poreikio kurti vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo indeksą, kadangi rinkos kapitalizacija yra

tinkamas bendrąją rinkos plėtrą atskleidžiantis rodiklis. V. F. Garcia ir L. Liu (1999) teigimu, rinkos kapitalizacija gali būti vertinama, žvelgiant į šį rodiklį iš institucinės arba makroekonominės perspektyvos. Institucinis požiūris akcentuoja institucinius veiksnius, tokius kaip nuosavybės teisės, dokumentų tvarkymas, įsteigimo aspektai, skaidrumas, mokestinė aplinka bei apskaitos standartai. Makroekonominis požiūris grindžiamas pajamų augimu, taupymu ir investicijomis, finansine plėtra bei infliacija. V. F. Garcia ir L. Liu (1999) siūlo vadovautis makroekonominiu požiūriu dėl tokių priežasčių:

- 1) prieiga prie informacijos apie institucinius veiksnius kai kuriose valstybėse yra ribota;
- 2) makroekonominiai vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos rodikliai analizuoti rečiau negu instituciniai, tad tokiu atveju tyrimas pasižymėtų naujumu;
- 3) instituciniai veiksniai tiesiogiai atsispindi makroekonominiuose. Pavyzdžiui, teisinis reglamentavimas stipriai koreliuoja su vertybinių popierių rinkos likvidumu, o likvidumas yra vienas iš makroekonominių veiksnių.

Kadangi vertybinių popierių rinka yra finansų rinkos dalis, jos plėtrai vertinti gali būti taikomi ir finansų rinkų plėtros vertinimo modeliai. H. Dellas ir M. K. Hess (2002) siūlo finansų rinkos plėtrą vertinti per finansinių tarpininkų sektoriaus konkurencinę struktūrą bei dydį. Konkurencinė struktūra skaičiuojama pagal formulę:

$$\text{Konkurencinė struktūra} = \frac{\text{Komerčių bankų turtas}}{\text{Visų bankų (komerčių ir centrinių) turtas}} \quad (1)$$

Šis rodiklis įprasmina idėją, kad komerciniai bankai yra ženkliai efektyvesni gyventojų santaupų valdymo srityje. Rinkos dydis apskaičiuojamas kaip likvidžių įsipareigojimų (valiuta plus indėliai iki pareikalavimo ir finansinių bei nefinansinių tarpininkų palūkanomis apmokestinami įsipareigojimai) ir bendro vidaus produkto (toliau – BVP) santykis:

$$\text{Rinkos dydis} = \frac{\text{Likvidūs įsipareigojimai}}{\text{BVP}} \quad (2)$$

Be to, autoriai siūlo skaičiuoti ir vertybinių popierių rinkos finansinės plėtros rodiklį, kuris apskaičiuojamas taip:

$$\text{Vertybinių popierių rinkos finansinės plėtros rodiklis} = \frac{\text{Vertybinių popierių vertė}}{\text{BVP}} \quad (3)$$

Pastarąjį rodiklį siūlo skaičiuoti ir S. Hossain bei M. Kamal (2010).

Vertybinių popierių vertė šiuo atveju – tai visų vertybinių popierių, kuriais prekiaujama, vertė.

H. Dellas ir M. K. Hess (2002) atliko finansinių rinkų plėtros tyrimą, į kurį buvo įtrauktos tokios valstybės: Argentina, Australija, Austrija, Bangladešas, Belgija, Brazilija, Kanada, Čilė, Kolumbija, Danija, Suomija, Prancūzija, Vokietija, Graikija, Honkongas, Indija, Izraelis, Italija, Japonija, Jordanija, Korėja, Malaizija, Meksika, Olandija, Naujoji Zelandija, Nigerija, Norvegija, Pakistanas, Filipinai, Portugalija, Singapūras, Pietų Afrika, Ispanija, Šri Lanka, Švedija, Šveicarija, Taivanas, Tailandas, Turkija, Jungtinė Karalystė, Jungtinės Valstijos, Venesuela. Kitos pasaulio valstybės nebuvo įtrauktos į tyrimą dėl duomenų trūkumo. Autorių apskaičiuotų finansų rinkų plėtros rodiklių reikšmės pateikiamos 6 lentelėje.

**6 lentelė. Finansų rinkų plėtros tyrimo rezultatai**

<b>Rodiklis</b>	<b>Konkurencinė struktūra</b>	<b>Rinkos dydis</b>	<b>Vertybinių popierių rinkos finansinė plėtra</b>
Vidurkis	88,62	60,17	2314,96
Mediana	92,29	56,63	1282,52
Maksimali reikšmė	99,75	169,64	11101,38
Minimali reikšmė	63,34	14,03	11,37
Standartinis nuokrypis	10,86	32,28	2626,66

Šaltinis: Dellas, Hess, 2002, p. 530.

C. A. Frost su bendraautoriais (2006) siūlo vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimą grįsti tokiais rodikliais:

- 1) vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis;
- 2) listinguojamų įmonių ir gyventojų skaičiaus santykis;
- 3) naujai į listinguojamų įmonių sąrašą įtrauktų įmonių skaičiaus ir gyventojų skaičiaus santykis;
- 4) metinis vertybinių popierių sandorių skaičius padalintas iš kapitalizacijos metų pabaigoje;
- 5) metinė vertybinių popierių apyvarta padalinta iš kapitalizacijos metų pabaigoje.

Pirmieji trys rodikliai yra vadinami tradiciniais vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo rodikliais. Bendrasis vertybinių popierių rinkos plėtros įvertis būtų minėtų rodiklių vidurkis. Kai kurių vertybinių popierių rinkų rodiklių reikšmės bei bendrasis rinkos plėtros rodiklis pateikti 7 lentelėje.

7 lentelė. Vertybinių popierių rinkų plėtros rodiklių įverčiai 1997 m., 1998 m.

Vertybinių popierių rinkos	Rodikliai					
	Bendras vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklis	Vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis	Listinguojamų įmonių ir gyventojų skaičiaus santykis	Naujai listinguojamų įmonių skaičiaus ir gyventojų skaičiaus santykis	Vertybinių popierių sandorių skaičiaus ir kapitalizacijos santykis	Vertybinių popierių apyvartos ir kapitalizacijos santykis
Amerikos	-0,20	0,01	2,41	0,33	4,28	171
Amsterdamo	-0,01	1,06	13,06	1,18	0,91	17
Australijos	0,41	0,63	62,64	3,59	2,04	53
Barselonos	-0,43	0,31	9,19	1,37	1,13	10
Londono	0,52	1,54	34,05	3,26	0,53	12
Nasdaq	-0,14	0,25	17,86	1,85	6,53	62
Niujorko	0,08	1,11	8,45	0,68	1,24	62
Vienos	-0,52	0,08	12,17	0,37	-	42
Varšuvos	-0,13	0,11	4,41	1,54	23,19	55

Šaltinis: Frost et al., 2006, p. 454–455.

Apibendrinti visų tirtų vertybinių popierių rinkų plėtros įverčiai pateikti 8 lentelėje.

8 lentelė. Apibendrinti tirtų vertybinių popierių rinkų plėtros įverčiai

Rodiklis	N	Vidurkis	Standartinis nuokrypis	Mediana	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė
Bendras vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklis	50	0,02	0,56	-0,14	-0,67	1,88
Vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis	45	0,38	0,39	0,26	0,01	1,57
Listinguojamų įmonių ir gyventojų skaičiaus santykis	49	2,45	2,93	1,43	0,96	1,29

8 lentelės tęsinys kitame puslapyje

## 8 lentelės tęsinys

Rodiklis	N	Vidur- kis	Standartinis nuokrypis	Media- na	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė
Naujai listinguojamų įmonių skaičiaus ir gyventojų skaičiaus santykis	49	1,97	2,53	1,40	0,03	12,50
Vertybinių popierių sandorių skaičiaus ir kapitalizacijos santykis	46	8,46	14,97	2,16	0,03	67,62
Vertybinių popierių apyvartos ir kapitalizacijos santykis	50	58,81	69,82	41,76	2,35	395,50

Šaltinis: Frost et al., 2006, p. 454–455.

R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja (2007) teigimu, vertybinių popierių rinkos indeksas turėtų atspindėti likvidumą, sandorių apimtį, informacinę efektyvumą, koncentracijos laipsnį, kaitą, gylį, teisinius, institucinius bei kitus veiksnius, turinčius įtakos vertybinių popierių rinkos rezultatams. Tačiau autoriai dėl informacijos prieigos ribotumų apsiriboja dydžio bei likvidumo rodiklių įtraukimu į vertybinių popierių rinkos plėtros indeksą, argumentuodami tuo, kad tiek dydis, tiek likvidumas stipriai teigiamai koreliuoja su kitais vertybinių popierių rinkos indikatoriais. Rinkos dydžiu bei likvidumu vertybinių popierių rinkos plėtrą siūlo vertinti ir A. M. Tachiwou (2010).

Vertybinių popierių rinkos dydis apskaičiuojamas taip (Agrawalla, Tuteja, 2007, p. 160; Tachiwou, 2010):

$$\text{Rinkos dydis} = \frac{\text{Rinkos kapitalizacija}}{\text{BVP}} \quad (4)$$

Rinkos kapitalizacija – tai vertybinių popierių rinkoje listinguojamų vertybinių popierių vertė. Ši vertė naudojama kaip rinkos dydžio nustatymo pagrindas ir dėl savo ekonominės reikšmės rinkos kapitalizacija yra teigiamai susijusi su kapitalo mobilizavimo bei rizikos diversifikavimo galimybėmis.

Rinkos likvidumui nustatyti naudotini prekybinės vertės bei apyvartos rodikliai (Agrawalla, Tuteja, 2007, p. 160):

$$\text{Prekybinė vertė} = \frac{\text{Bendra sandorių vertė}}{\text{BVP}} \quad (5)$$

$$\text{Apyvartos rodiklis} = \frac{\text{Bendra sandorių vertė}}{\text{Rinkos kapitalizacija}} \quad (6)$$

Prekybinė vertė atskleidžia vertybinių popierių prekybos dalį nacionaliniame produkte, parodo, kokią dalį vertybinių popierių rinkos sandoriai užima ekonomikoje. Kitaip tariant šis rodiklis atskleidžia likvidumą ekonominiu pagrindu. Be to, prekybinė vertė papildo rinkos dydžio rodiklį ir vertinant juos abu galima gauti vertingos informacijos apie vertybinių popierių rinką.

Kitas likvidumo indikatorius – apyvartos rodiklis parodo, kokią dalim vertybinių popierių rinkos sandoriai sudaro nuo visos vertybinių popierių rinkos. Tačiau vien, šis rodiklis neatskleidžia vertybinių popierių rinkos likvidumo, jis turi būti analizuojamas drauge su prekybinės vertės rodikliu.

R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja (2007) siūlo vertybinių popierių rinkos plėtros indeksą apskaičiuoti taip:

$$\text{Vertybinių popierių rinkos plėtros indeksas} = \frac{\text{Rinkos dydis} + \text{Prekybinė vertė} + \text{Apyvartos rodiklis}}{3} \quad (7)$$

Taigi vertybinių popierių rinkos plėtros indeksas – tai rinkos dydžio, prekybinės vertės bei apyvartos rodiklio aritmetinis vidurkis.

Šio indekso įverčiai pateikiami 9 lentelėje. Tyrimą autoriai atliko Indijos vertybinių popierių rinkos pavyzdžiu.

**9 lentelė. Indijos vertybinių popierių rinkos plėtros indekso statistinės charakteristikos  
1990 m. – 2002 m.**

Rodiklis	Vidurkis	Mediana	Maksimali reikšmė	Minimali reikšmė	Standartinis nuokrypis	Stebėjimų skaičius
Vertybinių popierių rinkos plėtros indeksas	2,566	2,974	3,301	0,404	0,766	153

Šaltinis: Agrawalla, Tuteja, 2007, p. 162.

Akivaizdu, kad vieno vertybinių popierių rinkos plėtros indikatoriaus nėra, tad praktiniam įvertinimui tikslinga būtų taikyti kompleksinį indikatorių rinkinį. Tokio rinkinio sudarymas priklauso nuo vertybinių popierių rinkos charakteristikų, statistinių duomenų prieigos. Apibendrinant atliktą metodinio vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo potencialo analizę,

galima teigti, kad vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimui mokslininkai dažniausiai rekomenduoja taikyti rinkos indekso, listinguojamų įmonių skaičiaus, kapitalizacijos rodiklius ar savo sukurtus indeksus.

## **2. VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS TYRIMO METODINIS PAGRINDIMAS**

### **2.1. Tyrimo tikslas ir eiga**

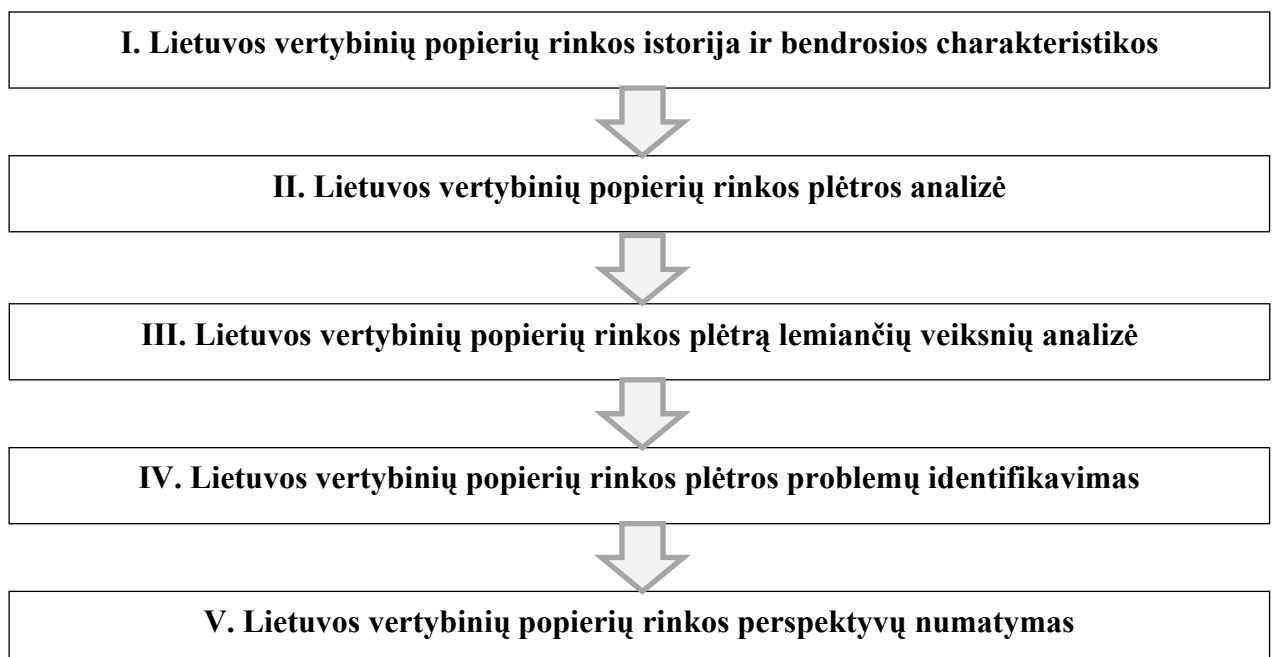
Kad būtų pagrįsta teorinė šio darbo objekto analizė, iškyla būtinybė atlikti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros tyrimą. Tyrimo objektas – Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtra. Pagrindinis šio tyrimo tikslas – įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą.

Tyrimo hipotezės:

- H1: Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m. – 2012 m. plėtėsi.
- H2: Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemia ekonominė situacija šalyje, pajamų lygis, santaupų lygis, vertybinių popierių rinkos likvidumas, palūkanų norma bei TUI.

Pirmoji hipotezė buvo suformuluota būtent taip, kadangi Lietuvos vertybinių popierių rinka jau turi ilgą veiklos istoriją, nuolat tobulinama jos veikla, tad tikėtina, kad Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m. – 2012 m. plėtėsi. Antrosios hipotezės iškėlimą suponavo teorinėje šio darbo dalyje pateiktas vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių sąrašas. Tikėtina, kad Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrai įtakos turi visi mokslinėje literatūroje įvardinti veiksniai.

Empirinis tyrimas atliekamas penkiais etapais (žr. 4 paveiksle.).



**4 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros tyrimo etapai**



Pirmajame tyrimo etape pristatoma Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorija bei pristatomos pagrindinės šios rinkos charakteristikos. Antrasis etapas skirtas Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros analizei. Ši analizė grindžiama teorinėje darbo dalyje išanalizuotais vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo metodais. Trečiajame tyrimo etape siekiama identifikuoti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančius veiksnius. Ketvirtajame tyrimo etape, identifikuojamos Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemos. Galiausiai, penktajame tyrimo etape numatomos Lietuvos vertybinių popierių rinkos perspektyvos.

Tyrimo laikotarpis – penkeri metai – nuo 2008 m. iki 2012 m., o perspektyvos numatomos 2013 m. ir 2014 m.

## 2.2. Tyrimo metodų ir rodiklių pagrindimas

Teorinėje šio darbo dalyje buvo minėta, kad vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimui gali būti pasitelkiami kiekybiniai ar kokybiniai metodai. Šiame baigiamajame magistro darbe dominuoja kiekybiniai metodai, kadangi jie yra patikimesni, o ir pati vertybinių popierių rinka, šio darbo autoriaus nuomone, reikalauja būti tiriama kiekybiškai.

Kadangi vieno tinkamo vertybinių popierių rinkos plėtros mato nėra, iškyla poreikis pasirinkti tinkamiausius vertybinių popierių rinkos plėtros indikatorius. Lietuvos vertybinių popierių rinka vertinama analizuojant tris, mokslininkų dažniausiai įvardijamas, vertybinių popierių rinkos plėtros charakteristikas (žr. 10 lent.).

**10 lentelė. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo rodikliai**

<b>Rodiklis</b>	<b>Teorinis pagrindimas</b>
Rinkos indeksas	K. Hargis (1998), W. Kangmao (2000)
Listinguojamų įmonių skaičius	W. Kangmao (2000), M. Rahman, M. Salahuddin (2010), C. A. Yartey (2010)
Rinkos kapitalizacija	C. Bonser-Neal, K. L. Dewenter (1999), V. F. Garcia, L. Liu (1999), W. Kangmao, 2000; D. J. Peterson et al. (2003), M. Rahman, M. Salahudin (2010), M. H. Ibrahim (2011), M. M. Hussain et al., (2012)

Kompleksiškam Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimui nepakanka apskaičiuoti atskirus rodiklius, būtina analizuoti ir indeksus. Lietuvos vertybinių popierių rinkai

įvertinti naudojami du teorinėje baigiamojo darbo dalyje analizuoti indeksai: 1) C. A. Frost indeksas ir 2) R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja indeksas.

C. A. Frost indeksas vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimą grindžia vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykiu, listinguojamų įmonių ir gyventojų skaičiaus santykiu, naujai į listinguojamų įmonių sąrašą įtrauktų įmonių skaičiaus ir gyventojų skaičiaus santykiu, metiniu vertybinių popierių sandorių skaičiumi padalintu iš kapitalizacijos metų pabaigoje bei metine vertybinių popierių apyvarta padalinta iš kapitalizacijos metų pabaigoje. R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtros indeksas apskaičiuojamas kaip aritmetinis rinkos dydžio, prekybinės vertės bei apyvartos rodiklio vidurkis.

Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių nustatymui atliekama koreliacinė analizė. Skaičiuojama koreliacija tarp Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros indikatorių (C. A. Frost indeksas ir R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja indeksas) bei teorinėje darbo dalyje identifikuotų vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių. Šių veiksnių rinkinys ir veiksnių vertinimo rodikliai pateikiami 11 lentelėje.

**11 lentelė. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių rinkinys**

<b>Veiksny</b>	<b>Rodiklis</b>
Ekonominė situacija šalyje	BVP
Pajamų lygis	Bendrosios nacionalinės pajamos
Suntaupų lygis	Grynosios santaupos
Vertybinių popierių rinkos likvidumas	Prekybinės vertės rodiklis
Palūkanų norma	Palūkanų norma
TUI	TUI

Kadangi nėra tikslo skaičiuoti veiksnių koreliaciją ir su C. A. Frost indeksu, ir su R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja indeksu, koreliacija skaičiuojama su šių indeksų vidurkiu.

Rodiklių tarpusavio ryšiai nustatomi taikant Pearsono koreliacijos koeficientą ( $r$ ) (Valkauskas, 2004):

$$r_{yx} = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x - \bar{x})^2 \sum (y - \bar{y})^2}} \quad (7)$$

Kuo koreliacijos koeficientas arčiau 1 ar  $-1$ , tuo ryšys stipresnis. Jeigu  $r > 0$ , didėjant  $x$ , didėja ir  $y$ ; jeigu  $r < 0$ , didėjant  $x$ ,  $y$  mažėja. Jei reikšmė 0, tai rodo, kad sąveikos tarp kintamųjų

nėra (Grybaitė, 2007, p. 31). Dviejų požymių ryšys gali būti tiesioginis arba atvirkštinis. Ryšio stiprumui naudojama koeficiento reikšmių lentelė (žr. 12 lent.).

**12 lentelė. Koreliacijos koeficiento reikšmių skalė**

<b>Ryšio glaudumo rodikliai</b>	0,1-0,3	0,31-0,5	0,51-0,7	0,71-0,9	0,91-0,99
<b>Ryšio stiprumo charakteristika</b>	silpnas	vidutinis	pastebimas	stiprus	labai stiprus

Šaltinis: sudaryta pagal Bartosevičienė, 2006.

Apklausa, kaip tyrimo metodas, buvo pasirinkta siekiant identifikuoti pagrindines Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemas. Ši metodą įvairiems vertybinių popierių rinkos aspektams tirti naudojo ir R. Wood, J. L. Zaichkowsky (2004), M. Glaser su kolegomis (2007), K. K. Ray (2009), M. Al-Majali (2012), H. I. Almujaed su kolegomis (2012).

Anketinėje apklausoje dalyvavo pagrindiniai Lietuvos vertybinių popierių rinkos dalyviai – investuotojai. Siekiant asmeninio investuotojų požiūrio, tyrime dalyvavo tik individualūs investuotojai. Tyrimo respondentams pateikta anketa pateikta priede. Anketa, parengta specialiai tyrimo tikslui įgyvendinti, buvo naudojama kaip Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemų įvertinimo instrumentas.

Apklauskos anketa sudaryta iš dviejų pagrindinių dalių: socialinio-demografinio klausimų bloko bei diagnostinio bloko (1 – 3 – demografiniai klausimai; 4 – 12 – diagnostinio bloko klausimai).

Rengiant tyrimo anketą buvo vadovaujama šiais reikalavimais (Tidikis, 2003, p. 477):

- 1) klausimai ir atsakymai turi būti gerai visiems suprantami, parašyti taisyklinga kalba;
- 2) klausimai neturi būti per daug abstraktūs ir per daug tiesmukiški, primityvūs;
- 3) klausimai ir atsakymai neturi įžeisti respondento;
- 4) atsakymai turi atspindėti realią tikrovę, tiriamos problemos turinį;
- 5) atsakymai turi būti išsamūs, aprėpti visus galimus variantus; kiekvienas respondentas turi rasti tarp jų priimtina jam atsakymą;
- 6) neturi būti vienašalių klausimų, kurie galėtų sukelti nereikalingą išankstinį nusistatymą;
- 7) klausiamojo neturi varginti anketos klausimų skaičius, klausimai neturi būti monotoniški;
- 8) reikia numatyti respondento kompetenciją atsakyti į klausimus, rinktis iš pateiktų atsakymų;
- 9) neteikti klausimų, kurie skatintų respondentą „pataikauti“ anketuotojui, arba atsakyti pagal susidariusius viešosios nuomonės standartus;

10) anketa turi turėti pažintinę reikšmę, turi dominti respondentą, žadinti jo norą atsakyti į visus klausimus, skatinti analizuoti ir objektyviai vertinti save ir aplinkinius, reiškinius ir įvykius.

Tyrimo anketą sudaro 12 klausimų. 7 – 12 anketos klausimai pateikiami Likerto skalėje (žr. 13 lent.).

**13 lentelė. Likerto skalė**

<b>Teiginiai</b>	<b>5 (visiškai sutinku)</b>	<b>4 (sutinku)</b>	<b>3 (nei sutinku, nei nesutinku)</b>	<b>2 (nesutinku)</b>	<b>1 (visiškai nesutinku)</b>
Lietuvos VP rinkoje yra sudarytos palankios sąlygos investicijų pritraukimui					
Lietuvos VP rinkoje nepakanka investicinių priemonių					
Pastebima stipri investicijų valdytojų konkurencija					
Nuolat kintanti teisinė aplinka man trukdo siekti investicinių tikslų					
Lietuvos VP rinka yra perspektyvi					

Atliekant anketinį tyrimą, labai svarbu atlikti respondentų atranką, iš viso žmonių masyvo reikia atrinkti tuos asmenis, kurie turėtų atsakyti į tyrimo klausimus, išrenkamas tam tikras, iš anksto nustatytas skaičius (Kardelis 2005, p. 311). Anot V. Pranulio (1998), imtis – tai tyrimui atrinkta visumos dalis, kuri gali tinkamai ir pakankamai atstovauti visumai ir teikti reikalingą informaciją. Sociologijos teorija skelbia, kad minimalus tiriamų atvejų skaičius, norint gauti statistiškai patikimus rezultatus, neturėtų būti mažesnis kaip 30 (Kardelis 2002). Tad šiame darbe laikomasi K. Kardelio principo. Iš viso anketos buvo išdalintos 46 individualiems investuotojams, iš kurių tyrėjui sugrižo 42 (91,30 proc.).

Tyrimas buvo atliekamas 2013 m. kovo 25 – 30 d. Anketa buvo platinama asmeninių kontaktų pagalba. Respondentams garantuota teisė būti nepažeistiems, nepateikiant asmeniškų klausimų, kurie galėtų respondentams kenkti (konfidencialumo užtikrinimas).

Skaičiavimai atlikti Microsoft Office Excel 2010 bei SPSS 17.0 programomis. Atsakymams į 7 – 12 klausimus taikyta tokia atsakymų interpretacija: vertinimo tendencija (aritmetinis vidurkis), artėjanti prie skaičiaus 5, rodo tiriamųjų polinkį sutikti su siūlomu teiginiu ar teigiamai vertinti jį, jo svarbą, o artėjant prie skaičiaus 1 – priešingai.

Lietuvos vertybinių popierių rinkos perspektyvų numatymui pasitelkiami kiekybiniai (trendo, slenkančio vidurkio bei eksponentinio išlyginimo prognozavimo) metodai. Prognozės rengiamos, remiantis praėjusių laikotarpių (2008 m. – 2012 m.) duomenimis. Prognozės rengiamos 2013 m. - 2014 m. laikotarpiui.

Parinkus bei pagrindus Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo metodus, kitoje šio darbo dalyje analizuojami empirinio tyrimo rezultatai.

### **3. LIETUVOS VERTYBINIŲ POPIERIŲ RINKOS PLĖTROS ĮVERTINIMAS BEI PERSPEKTYVŲ NUMATYMAS**

#### **3.1. Lietuvos vertybinių popierių rinkos istorija ir bendrosios charakteristikos**

Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimasis vyko keliais etapais. Tam pradžią davė prasidėjęs valstybinio turto privatizavimas, kurio metu daugelis Lietuvos piliečių tapo bendrovių akcininkais, formavosi santykiai tarp naujai įsteigtų įmonių ir akcininkų, santykiai tarp pačių investuotojų, tai suteikė pagrindą pirminės ir antrinės vertybinių popierių rinkos atsiradimui. Tačiau Lietuvos vertybinių popierių rinka pradinėje stadijoje veikė nekontroliuojama ir nereguluojama įstatymais ar už tai atsakingų institucijų, todėl atsirado poreikis šią rinką pakeisti į teisiškai reguliuojamą. Pirmasis etapas tęsėsi maždaug nuo 1993 m. iki 1994 m. Antrasis vertybinių popierių rinkos Lietuvoje formavimosi etapas prasidėjo 1994 m. pabaigoje, kai pasireiškė vertybinių popierių rinkos aktyvumo augimas, emitentų ir emisijų kiekis padidėjo 2 kartus, o sandorių skaičius išaugo 2 kartus bei pakilo jų vertė. Nacionalinės vertybinių popierių biržos kapitalizacija padidėjo nuo 1,5 % BVP iki 2,8 % BVP ([http://www.csdl.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csdl.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php)). Šio etapo svarbus bruožas – Lietuvos vertybinių popierių rinka iš esmės buvo Vyriausybės vertybinių popierių rinka. Trečiasis etapas prasidėjo 1996 m., kai pagyvėjo prekyba centrinėje rinkoje. Po sunkios bankų krizės kapitalo koncentravimasis sulėtėjo, prasidėjo spekuliaciniai procesai, sumažėjo tiesioginių sandorių apyvarta, todėl nukrito sandorio vidutinė vertė. Šiam etapui būdinga dar labiau suaktyvėjusi prekyba Vyriausybės vertybinių popierių centrinėje rinkoje. Kai prasidėjo antrasis valstybės turto privatizavimo proceso etapas 1996 m., jis buvo atliekamas dviem būdais: viešuose aukcionuose ir viešu akcijų pasirašymu. Tais pačiais metais Lietuvos Vyriausybės vertybiniai popieriai sulaukė tarptautinio pripažinimo ([http://www.csdl.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csdl.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php)).

Analizuojant Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimąsi reikėtų atkreipti dėmesį, kad Lietuva buvo pirmoji Baltijos valstybė, įkūrusi vertybinių popierių biržą ir kitas būtinas vertybinių popierių rinkos efektyviam funkcionavimui institucijas. Latvijos Rygos vertybinių popierių birža pradėjo veikti 1996 m. liepos mėn., o Estijos - 1996 m. gegužės mėn. Lietuvos finansų rinkos infrastruktūros formavimuisi didelę įtaką darė Vertybinių popierių komisijos (VPK) ir Nacionalinės vertybinių popierių biržos (NVPB) įsteigimas bei Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo (LCVPD) įkūrimas. Įkūrus šiuos rinkos infrastruktūros organus Lietuvos vertybinių popierių rinka tapo griežtai organizuota ir centralizuota. VPK yra Seimo įsteigta vertybinių

popierių rinkos priežiūros institucija. Savo veiklą pradėjo 1992 m. gruodžio mėnesį ([http://www.csdl.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csdl.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php)).

Vertybinių popierių komisija registravo vertybinius popierius prieš juos išleidžiant į apyvartą (vėliau nematerialius vertybinius popierius galima buvo perkelti į savo, finansų maklerio įmone (FMI) ar Lietuvos centrinį vertybinių popierių depozitoriumą ir jais viešai prekiauti) (Pečiulis, Šiaudinis, 1997, p. 84 – 85). Vertybinių popierių komisija, kaip valstybės įgaliota institucija, vykdo vertybinių popierių rinkos priežiūrą tam, kad sustiprintų viso finansų sektoriaus stabilumą ir patikimumą.

NVPB 1993 m. gegužės 11 d. buvo įregistruota Vertybinių popierių komisija. 2004 m. buvo privatizuota ir tapo Vilniaus vertybinių popierių birža. Jos paskirtis (Pečiulis, Šiaudinis, 1997, p. 86):

- koncentruoti vertybinių popierių paklausą bei pasiūlą;
- organizuoti pirminę viešąją apyvartą bei prekybą vertybiniais popieriais, juos įtraukti į prekybos sąrašus, kotiruoti, saugiai sudaryti efektyvius sandorius bei užtikrinti atsiskaitymus;
- skatinti sąžiningą prekybą vertybiniais popieriais ir užkirsti kelią manipuliavimui kaina bei kitiems nesąžiningiems veiksams;
- skleisti unifikuotą informaciją, leidžiančią įvertinti biržoje kotiruojamus vertybinius popierius, bei leisti oficialų biuletinį, kuriame kartu su biržos kainomis pateikiama informacija apie emitentus, kurių vertybiniai popieriai yra prekybos sąrašuose;
- vykdyti apibendrintus vertybinių popierių rinkos tyrimus ir skelbti jų rezultatus.

Vykdydamos vertybinių popierių rinkos priežiūros funkcijas, VPK ir Vilniaus vertybinių popierių birža bendradarbiavo tarpusavyje.

LCVPD buvo įkurtas lygiagrečiai su NVPB - kaip savarankiška organizacija. Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas įsteigtas 1994 m. vasario 25 d. ([http://www.csdl.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csdl.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php)).

Vilniaus vertybinių popierių biržos paskirtis (Pečiulis, Šiaudinis, 1997, p. 86):

- koncentruoti vertybinių popierių paklausą bei pasiūlą;
- organizuoti pirminę viešąją apyvartą bei prekybą vertybiniais popieriais, juos įtraukti į prekybos sąrašus, kotiruoti, saugiai sudaryti efektyvius sandorius bei užtikrinti atsiskaitymus;
- skatinti sąžiningą prekybą vertybiniais popieriais ir užkirsti kelią manipuliavimui kaina bei kitiems nesąžiningiems veiksams;

- skleisti unifikuotą informaciją, leidžiančią įvertinti biržoje kotiruojamus vertybinius popierius bei leisti oficialų biuletenį, kuriame kartu su biržos kainomis pateikiama informacija apie emitentus, kurių vertybiniai popieriai yra prekybos sąrašuose;
- vykdyti apibendrintus vertybinių popierių rinkos tyrimus ir skelbti jų rezultatus.

Trumpai aptarus Lietuvos vertybinių popierių rinkos formavimąsi, tikslinga apžvelgti, kaip atrodo Lietuvos vertybinių popierių rinkos infrastruktūra. Remiantis Lietuvos centrinio vertybinių popierių depozitoriumo internetiniame puslapyje pateikta informacija Lietuvos vertybinių popierių rinkos infrastruktūrą sudaro ([http://www.csdl.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csdl.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php)):

- NASDAQ OMX Vilnius. Tai akcinė bendrovė, kuri buvo įsteigta vertybinių popierių pasiūlos ir paklausos koncentravimui, sudaranti galimybę visiems rinkos subjektams per viešosios apyvartos tarpininkus operatyviai sudaryti sandorius pagal kursą, realiai atspindintį susiklosčiusios vertybinių popierių rinkos konjunktūrą.
- Viešosios apyvartos tarpininkai – Finansų maklerio įmonės arba banko specializuoti finansų maklerio padaliniai, investicijų valdymo ir konsultavimo įmonės.
- Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas ir Kliringo bankas užtikrina vertybinių popierių ir lėšų pervedimo vienašališkumo principą.
- Emitentai - tai fiziniai arba juridiniai asmenys savo vardu siūlantys leisti ar leidžiantys vertybinius popierius, siekiant pritraukti laisvas investuotojų lėšas.
- Investuotojai - tai fiziniai arba juridiniai asmenys, savo vardu nuosavybės teise turintys bent vieną kurios nors bendrovės vertybinių popierių.
- Klientai - tai fiziniai arba juridiniai asmenys, besinaudojantys FMĮ ar banko specializuotų finansų maklerio padalinių teikiamomis paslaugomis perkant ir parduodant vertybinių popierių biržoje ar už biržos ribų, gali konsultotis investavimo klausimais, įgalioja maklerius tvarkyti ar valdyti jų vertybinių popierių portfelį, turi finansų maklerio įmonėse banko specializuotose finansų maklerio padaliniuose apyvartos rodiklis parodo atsidarę vertybinių popierių sąskaitas.
- Lietuvos bankas – valstybinė institucija, prižiūrinti ir reguliuojanti vertybinių popierių rinką. Iki 2012 m. sausio 1 d. vertybinių popierių rinkos priežiūrą vykdė Vertybinių popierių komisija.

Lietuvos vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius yra vienintelė reguliuojamos rinkos operatorė, kuri teikia šias paslaugas (Bareikienė et al. 2011: 237):

- vertybinių popierių prekybos;
- vertybinių popierių įtraukimo į biržos prekybos sąrašus;
- informacines.



Vilniaus vertybinių popierių birža padeda plėtoti veiksmingą kapitalo rinką ir paskirstyti laikinai laisvas lėšas tarp investuotojų ir subjektų, kurie išleidžia vertybinius popierius. Be to, vertybinių popierių rinkos pritraukia kapitalo investicijom ir taip yra efektyviau naudojamos laikinai laisvos lėšos (Bareikienė et al. 2011: 237).

Anot D. Cibulskienės ir Ž. Grigaliūnienės (2006), Lietuvoje vertybinių popierių rinka darosi vis aktyvesnė, nes tie, kurie taupo, nėra patenkinti komercinių bankų už indėlius siūlomomis palūkanomis, kurios net nepadengia oficialiosios infliacijos lygio, todėl vis aktyviau dalyvaujama prekyboje vertybiniais popieriais.

Apibendrinant Lietuvos vertybinių popierių rinkos susiformavimo bei plėtros analizę, galima teigti, kad biržos veiklos pradžioje buvo naudojama keletas indeksų, o pastaruoju metu skaičiuojamas tik vienas – akcijų indeksas (OMXV).

### 3.2. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros analizė

Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros analizė pradedama rinkos indekso, listinguojamų įmonių skaičiaus bei rinkos kapitalizacijos įvertinimu.

Lietuvos vertybinių popierių rinkos indekso OMX Vilnius dinamika 2008 m. – 2012 m. pateikiama 5 paveiksle.



5 pav. OMX Vilnius indekso dinamika 2008 m. – 2012 m.

Šaltinis: Nasdaq OMX, 2013.

Kaip matyti iš paveiksle pateiktų duomenų, OMX Vilnius indekso dinamika neleidžia išvelgti vertybinių popierių rinkos plėtros 2008 m.– 2012 m. laikotarpiu. Šis indeksas labai stipriai

sumažėjęs 2009 m., pradėjo kilti tik 2010 m. O bendrai per visą analizuojamą laikotarpį indekso reikšmė sumažėjo nuo 514,23 iki 355,08, kas sudarė 30,95 proc. Tokių ženklų sumažėjimą lėmė ekonominė situacija šalyje, kuri ženkliai pablogėjo 2009 m. ir tik po truputį ėmė gerėti 2012 m.

Analizuojamo laikotarpio pradžioje Lietuvos vertybinių popierių rinkoje listinguojamų įmonių skaičius siekė 41 (žr. 14 lent.).

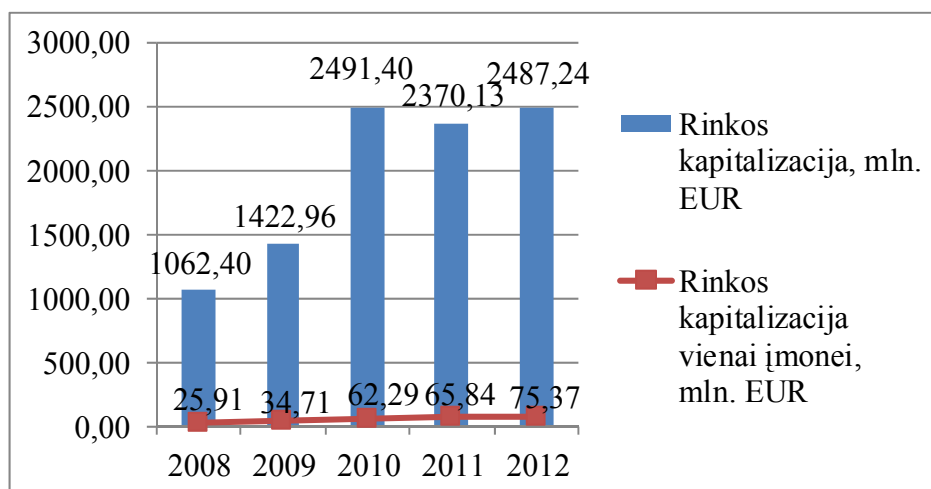
**14 felė. Lietuvos vertybinių popierių rinkoje listinguojamų įmonių skaičiaus dinamika  
2008 m.– 2012 m.**

Rodiklis	Metai				
	2008	2009	2010	2011	2012
Listinguojamų įmonių skaičius	41	41	40	36	33

Šaltinis: sudaryta pagal Nasdaq OMX, 2013.

Listinguojamų įmonių skaičiaus dinamikos požiūriu Lietuvos vertybinių popierių rinka per analizuojamą laikotarpį ne plėtėsi, o traukėsi. Absoliutine reikšme emitentų skaičius sumažėjo 8 įmonėmis, o tai tokiai nedidelei vertybinių popierių rinkai yra labai daug. Emitentų skaičius mažėjo, nepaisant to, kad 2008 m. ir 2010 m. į listinguojamų įmonių sąrašą buvo įtraukta po 1 naują įmonę, o 2011 m. – 2. Tokia listinguojamų įmonių skaičiaus dinamika 2008 m.– 2012 m. akivaizdžiai atskleidžia įmonių skatinimo listinguotis vertybinių popierių biržoje poreikį. Juk jei įmonių skaičius ir ateityje mažės tokia pat tendencija, po penkerių metų jų gali likti tik 25.

Rinkos kapitalizacija, kaip minėta teorinėje darbo dalyje, geriausiai atskleidžia turto vertę ekonomikoje ir atskleidžia investicijų aplinkos patrauklumą. Šio rodiklio dinamika Lietuvos vertybinių popierių rinkoje pateikiama 6 paveiksle. Įdomumo dėlei apskaičiuota ir tai, kokia kapitalizacija vidutiniškai teko vienai vertybinių popierių biržoje listinguojamai įmonei.



**6 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir kapitalizacijos vienai įmonei  
dinamika 2006 m.– 2012 m.**

Šaltinis: sudaryta pagal Nasdaq OMX, 2013.

Rinkos kapitalizacija 2008 m. siekusi 1062,40 mln. Eur, 2009 m. ir 2010 m. gerokai padidėjo. Šis padidėjimas siekė atitinkamai 33,94 ir 75,09 proc. 2011 m. rinkos kapitalizacija sumažėjo iki 2370,13 mln. Eur, o 2012 m. vėl stebimas padidėjimas (iki 2487,24 mln. Eur). Kadangi rinkos kapitalizacija per 2008 m. – 2012 m. padidėjo 134,11 proc., galima teigti, kad turto vertė šalies ekonomikoje didėjo ir investicijų aplinka tapo patrauklesnė. Rinkos kapitalizacija, tenkanti vienai įmonei, visą analizuojamą laikotarpį didėjo ir, lyginant 2008 m. ir 2012 m. duomenis, pastebima, jog šio rodiklio reikšmė padidėjo 2,91 karto. Taigi rinkos kapitalizacijos aspektu galima teigti, kad Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m. – 2012 m. laikotarpiu plėtėsi.

Pavienių rodiklių nepakanka rinkos plėtrai įvertinti, todėl skaičiuojamas C. A. Frost ir bendraautorių (2006) pasiūlytas vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo indeksas. Indeksui nustatyti būtina apskaičiuoti vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykį, listinguojamų įmonių ir gyventojų skaičiaus santykį, naujai listinguojamų įmonių skaičiaus ir gyventojų skaičiaus santykį, vertybinių popierių sandorių skaičiaus ir kapitalizacijos santykį, vertybinių popierių apyvartos ir kapitalizacijos santykį. Šiems rodikliams apskaičiuoti reikalingi duomenys pateikiami 15 lentelėje.

**15 lentelė. C. A. Frost vertybinių popierių indeksui apskaičiuoti reikalingi duomenys**

Rodiklis	Metai				
	2008	2009	2010	2011	2012
BVP, mln. Eur	32414,314	26654,427	27607,515	30806,864	32781,751
Gyventojų skaičius, mln.	3,18	3,14	3,05	3,01	2,98
Naujai listinguojamų įmonių sk.	1	0	1	2	0
Vertybinių popierių sandorių skaičius	242563	232270	246642	213333	114278
Vertybinių popierių apyvarta, EUR	893216357,8	437767011,2	430633899,7	374085107,4	268828378,3

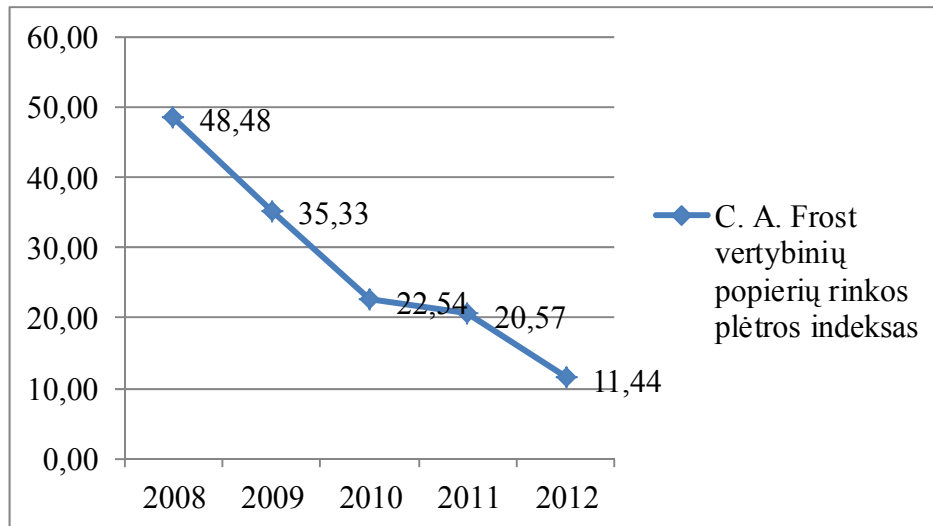
Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamentas, 2013; Nasdaq OMX, 2013.

Remiantis lentelėje pateiktais duomenimis, apskaičiuojami indeksui reikalingi rodikliai. Jų reikšmės 2008 m. – 2012 m. pateikiamos 16 lentelėje.

**16 lentelė. C. A. Frost vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklių dinamika 2008 m. – 2012 m., proc.**

Rodiklis	Metai				
	2008	2009	2010	2011	2012
Vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis	0,03	0,05	0,09	0,08	0,08
Listinguojamų įmonių ir gyventojų skaičiaus santykis	12,89	13,06	13,11	11,96	11,07
Naujai listinguojamų įmonių skaičiaus ir gyventojų skaičiaus santykis	0,31	0,00	0,33	0,66	0,00
Vertybinių popierių sandorių skaičiaus ir kapitalizacijos santykis	228,32	163,23	99,00	90,01	45,95
Vertybinių popierių apyvartos ir kapitalizacijos santykis	0,84	0,31	0,17	0,16	0,11

Lietuvos vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis 2008 m. – 2010 m. laikotarpiu didėjo, tačiau 2011 m. sumažėjo nuo 0,09 iki 0,08 ir toks išliko 2012 m. Palyginimui, 1997 m. – 1998 m. analogišką rodiklio reikšmę turėjo Vienos vertybinių popierių birža. Amerikos vertybinių popierių biržos įvertis buvo tik 0,01, o Amsterdamo, Australijos, Barselonos, Londono, Nasdaq, Niujorko bei Varšuvos vertybinių popierių rinkos pagal vertybinių popierių rinkos kapitalizacijos ir BVP santykį buvo labiau išsivysčiusios. Listinguojamų įmonių ir, gyventojų skaičiaus santykis iki 2010 m. didėjo, o nuo 2011 m. stebimas mažėjimas ir 2012 m. milijonui šalies gyventojų teko 11,07 listinguojamos įmonės. Naujai listinguojamų įmonių atveju šio rodiklio reikšmė ypatingai maža: 2008 m. milijonui šalies gyventojų teko 0,31 naujai listinguojamos įmonės, 2010 m. – 0,33, o 2011 m. – 0,66. Vertybinių popierių skaičiaus ir kapitalizacijos santykis analizuojamu laikotarpiu labai stipriai mažėjo – 2008 m. rodiklio reikšmė siekė 228,32, o 2012 m. – 45,95. Vertybinių popierių apyvartos ir kapitalizacijos santykis per 2008 m. – 2012 m. sumažėjo 87,14 proc. Apskaičiavus visus minėtus rodiklius, galima nustatyti C. A. Frost vertybinių popierių plėtros indeksą. Šis indeksas apskaičiuojamas kaip visų 13 lentelėje įvardintų rodiklių vidurkis. Šio indekso reikšmės Lietuvos atveju pateikiamos 7 paveiksle.



**7 pav. C. A. Frost vertybinių popierių rinkos plėtros indekso dinamika 2008 m. – 2012 m.**

Paveiksle pateikti duomenys rodo, kad Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m. – 2012 m. laikotarpiu plėtėsi, tačiau plėtros indeksas kasmet buvo vis mažesnis. 2008 m. C. A. Frost vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklis siekė 48,48 ir kasmet vis mažėjo. 2012 m. rodiklio reikšmė pasiekė minimalią ribą analizuojamu laikotarpiu (11,44). Ir nors Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros mastai pagal C. A. Frost vertybinių popierių rinkos plėtros indeksą kasmet vis mažėjo, teigiamai vertinama tai, kad lyginant su pasaulio vertybinių popierių rinkų indekso reikšme 2007 m. – 2008 m., jis yra gerokai didesnis. C. A. Frost ir bendra autorių (2006) duomenimis, pasaulio vertybinių popierių rinkų indekso reikšmė vidutiniškai siekė 0,02.

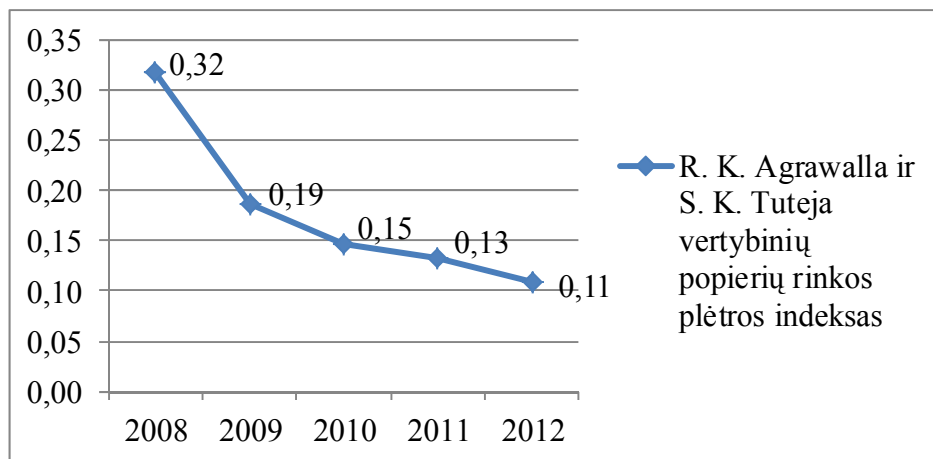
Siekiant objektyvumo, skaičiuojamas ir R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja (2007) vertybinių popierių rinkos indeksas. Šiam indeksui apskaičiuoti būtina įvertinti rinkos dydžio, prekybinės vertės bei apyvartos rodiklius. Rodiklių dinamika 2008 m. – 2012 m. pateikiama 17 lentelėje.

**17 lentelė. R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklių dinamika 2008 m. – 2012 m.**

Rodiklis	Metai				
	2008	2009	2010	2011	2012
Rinkos dydis, proc.	3,28	5,34	9,02	7,69	7,59
Prekybinė vertė, proc.	2,76	1,64	1,56	1,21	0,82
Apyvartos rodiklis, proc.	84,07	30,76	17,28	15,78	10,81

Atlikti skaičiavimai rodo, jog vertybinių popierių rinkos dydis analizuojamu laikotarpiu padidėjo. 2008 m. rodiklio reikšmė siekė 3,28 proc., tačiau iki 2010 m. rodiklis padidėjo iki 9,02

proc. ir tai buvo maksimali reikšmė per visą analizuojamą laikotarpį. 2011 m. stebimas rinkos dydžio sumažėjimas iki 7,69 proc., o 2012 m. iki 7,59 proc. Prekybinė vertė analizuojamu laikotarpiu sumažėjo ypač stipriai – nuo 2,76 iki 0,82. O apyvartos rodiklis per analizuojamą laikotarpį sumažėjo kone 8 kartus. Remiantis lentelėje pateiktais duomenimis, apskaičiuojamas R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtros indeksas (žr. 8 paveiksle.). R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtros indekso dinamika rodo, jog Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m.– 2012 m. laikotarpiu traukėsi. Plėtros indekso reikšmė per analizuojamą laikotarpį sumažėjo 65,95 proc.



**8 pav. R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių rinkos plėtros indekso dinamika 2008 m. – 2012 m.**

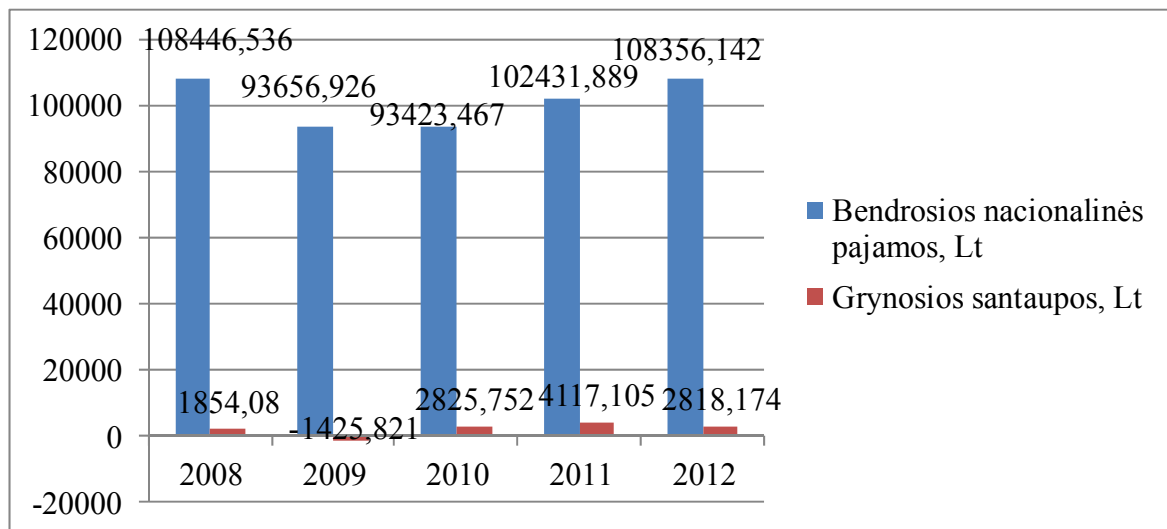
Apibendrinant atliktą Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros analizę, galima teigti, jog kai kurie rodikliai (OMX Vilnius indeksas, rinkos kapitalizacija) leistų teigti apie Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą, tačiau apibendrintų indeksų analizė rodo, jog 2008 – 2012 m. laikotarpiu rinka itin stipriai traukėsi.

### **3.3. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių analizė**

Teorinėje šio darbo dalyje buvo nustatyta, kad dažniausiai mokslinėje literatūroje įvardijami vertybinių popierių rinkos plėtros veiksniai yra ekonominė situacija šalyje, pajamų lygis, santaupų lygis, vertybinių popierių rinkos likvidumas, palūkanų norma bei TUI. Taigi šiame darbo poskyryje analizuojama šių veiksnių įtaka Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrai.

Lietuvos BVP bei prekybinės vertės (kuria vertinamas vertybinių popierių rinkos likvidumas) dinamika šiame darbe jau buvo pateikta, todėl šiame skyriuje pakartotinai

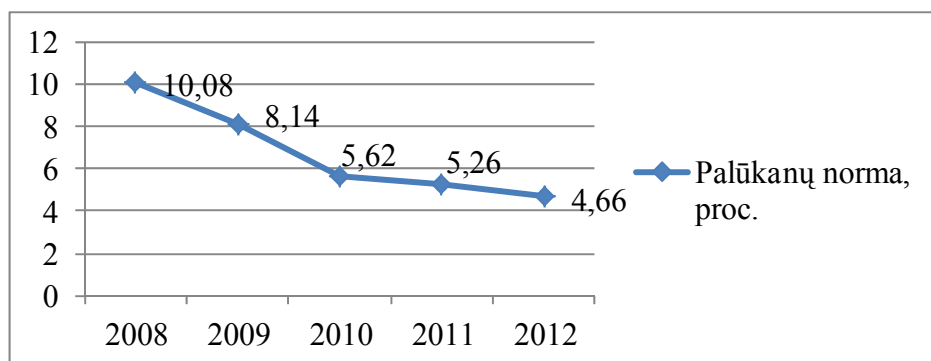
nebeaptariama. Bendrųjų nacionalinių pajamų bei grynujų santaupų dinamika 2008 m. – 2012 m. pateikiama 9 paveiksle. Kaip matyti iš paveiksle pateiktų duomenų, grynujų santaupų dydis yra kiek priklausomas nuo bendrųjų nacionalinių pajamų dydžio. 2009 m. mažėjant bendrosioms nacionalinėms pajamoms, mažėjo ir grynosios santaupos. 2010 m. bendrosioms nacionalinėms pajamoms sumažėjus, pastebėtas grynujų santaupų padidėjimas iki 2825,752 Lt. 2011 m. – 2012 m. laikotarpiu, didėjant bendrosioms nacionalinėms pajamoms, didėjo ir grynosios santaupos.



**9 pav. Lietuvos bendrųjų nacionalinių pajamų bei grynujų santaupų dinamika 2008 m. – 2012 m.**

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamentas, 2013.

Palūkanų normos dinamika Lietuvoje pateikiama 10 paveiksle.

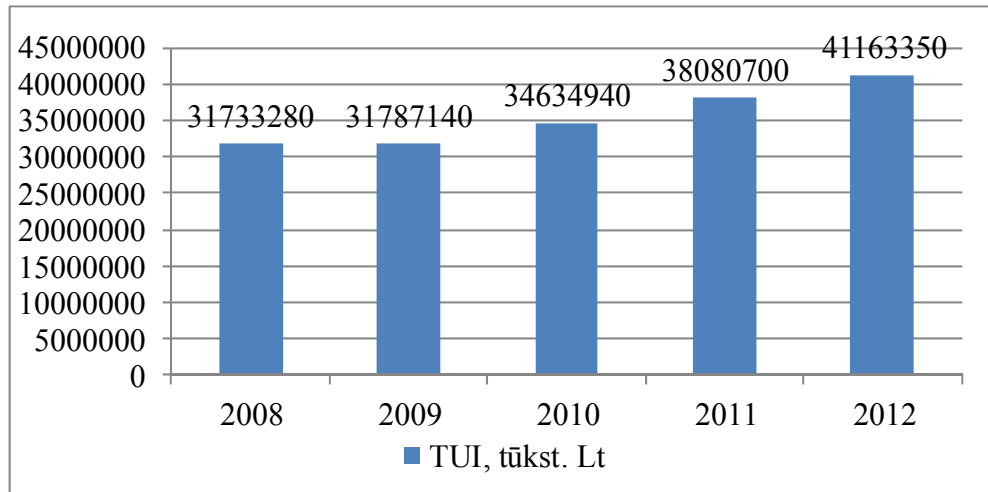


**10 pav. Palūkanų normos dinamika Lietuvoje 2008 m. – 2012 m.**

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos bankas, 2013.

Visą analizuojamą laikotarpį palūkanų norma Lietuvoje mažėjo, o per 2008 m. – 2012 m. palūkanų norma absoliutine verte sumažėjo 5,42 proc. Iš dalies palūkanų normos sumažėjimą lėmė ECB sumažinta palūkanų norma.

Lietuvos TUI dinamika 2008 m.– 2012 m. pateikiama 11 paveiksle.

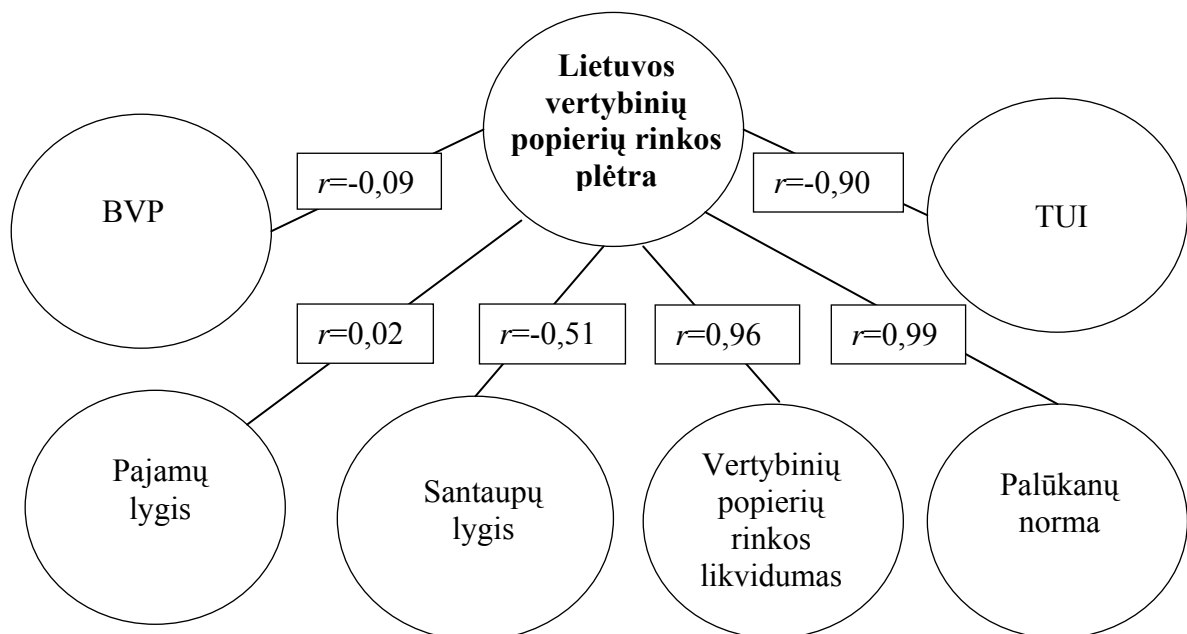


**11 pav. Lietuvos TUI dinamika 2008 m. – 2012 m., tūkst. Lt**

Šaltinis: sudaryta pagal Lietuvos statistikos departamentas, 2013.

Kaip rodo paveiksle pateikti duomenys, Lietuvos TUI analizuojamu laikotarpiu kasmet didėjo. Lyginant 2008 m. ir 2012 m. duomenis, pastebima, kad padidėjimas siekė 29,72 proc. Vidutiniškai kasmet Lietuva gavo 35479882 tūkst. Lt. TUI.

Įvertinus Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtos veiksnių dinamiką, skaičiuojama koreliacija tarp šių veiksnių ir plėtos. Nustatyti ryšiai atsispindi 12 paveiksle.



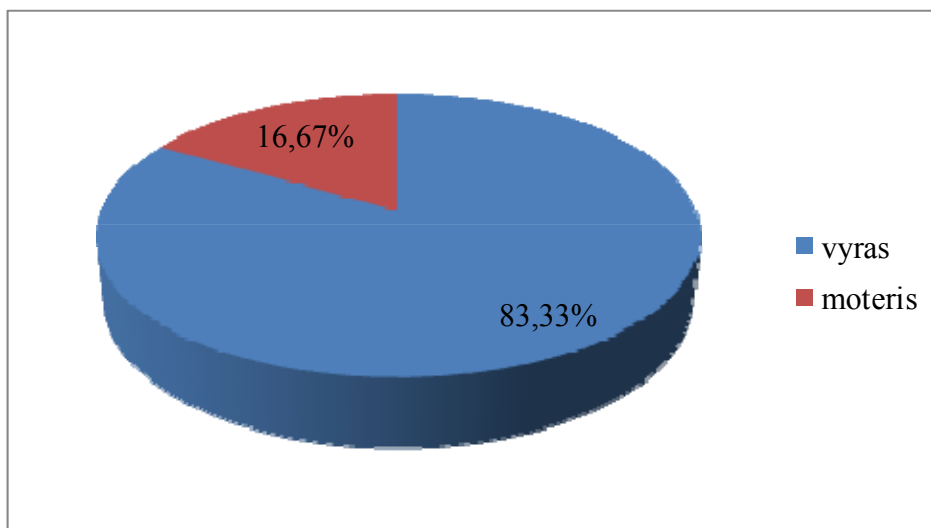


## 12 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros ir veiksmų tarpusavio ryšiai (2008 m. – 2012 m.)

Atlikta Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros veiksmų analizė parodė, kad labai stipri teigiama koreliacija egzistuoja tarp plėtros ir palūkanų normos bei plėtros ir vertybinių popierių rinkos likvidumo. Stipri neigiama koreliacija nustatyta tarp Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros ir TUI, tai reiškia, kad plečiantis Lietuvos vertybinių popierių rinkai, TUI mažėja ir atvirkščiai.

### 3.4. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemų identifikavimas: investuotojų požiūris

Demografinis klausimų blokas pradedamas respondentų lyties nustatymu. Atsakymų į šį anketos klausimą pasiskirstymas pateikiamas 13 paveiksle. Tyrimo rezultatai rodo, jog tyrimo imtyje dominuoja vyrai (83,33 proc.). Moterų dalis siekia tik 16,67 proc. Iš esmės toks lyties pasiskirstymas nestebina ir tai patvirtina visuomenėje susiformavusį stereotipą, kad įprastai investuotojais yra vyrai.



13 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal lytį, proc. (n=42)

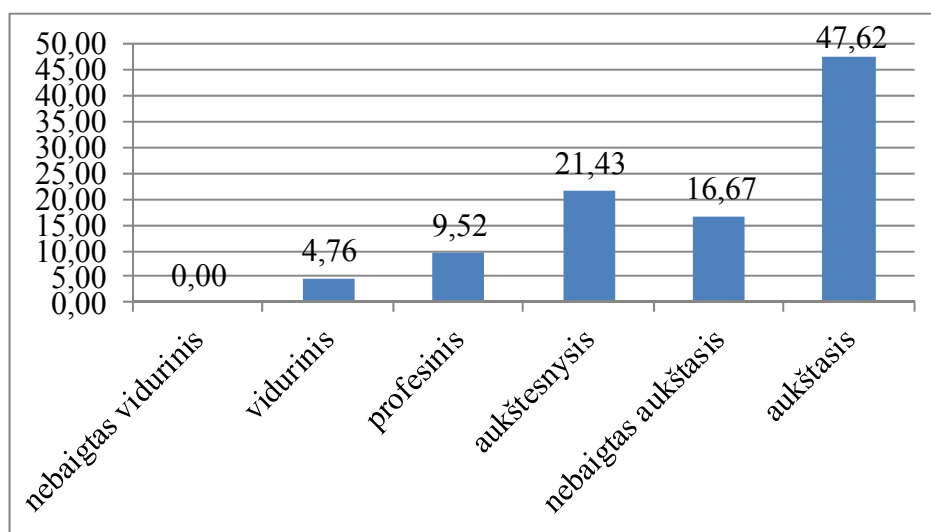
Tyrimo dalyviai yra labai įvairaus amžiaus. Jų pasiskirstymas pagal minėtą kriterijų pateikiamas 18 lentelėje. Tyrimo dalyvių pasiskirstymas pagal amžių rodo, jog daugiau negu pusė respondentų (54,76 proc.) yra nuo 21 iki 40 m. amžiaus. Nuo 41 iki 60 m. amžiaus respondentų

dalis sudarė 35,71 proc. Gerokai mažiau tiriamųjų (7,14 proc.) yra jaunesni negu 20 m. amžiaus. Likusieji 2,38 proc. tyrimo dalyvių yra vyresni negu 60 m. amžiaus.

**18 lentelė. Tyrimo dalyvių pasiskirstymas pagal amžių (n=42)**

Amžiaus grupės	Respondentų sk.	Respondentų proc.
Iki 20 m.	3	7,14
21 – 40 m.	23	54,76
41 – 60 m.	15	35,71
Daugiau nei 60 m.	1	2,38
Iš viso	42	100,00

Siekiant nustatyti tyrimo respondentų išsilavinimą, į anketą buvo įtrauktas trečiasis klausimas. Atsakymų į šį klausimą pasiskirstymas pateiktas 14 paveiksle



**14 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal išsilavinimą, proc. (n=42)**

Empirinio tyrimo rezultatai rodo, jog net 47,62 proc. tyrimo dalyvių yra įgiję aukštąjį išsilavinimą. 21,43 proc. tiriamųjų nurodė, jog jų išsilavinimas yra aukštesnysis, 16,67 proc. – nebaigtas aukštasis. 9,52 proc. atsakydami į šį anketos klausimą pasirinko profesinį išsilavinimą, o likusieji 4,76 proc. pažymėjo, jog yra baigę vidurinę mokyklą. Tyrime visiškai nedalyvavo nebaigtą vidurinį išsilavinimą įgijusių asmenų.

Respondentų teirautasi, kur respondentai investuoja – Vilniaus vertybinių popierių biržoje, Baltijos šalių vertybinių popierių biržoje ar kitų pasaulio šalių vertybinių popierių biržose. Respondentų atsakymų į šį anketos klausimą pasiskirstymas pateikiamas 19 lentelėje. Kadangi

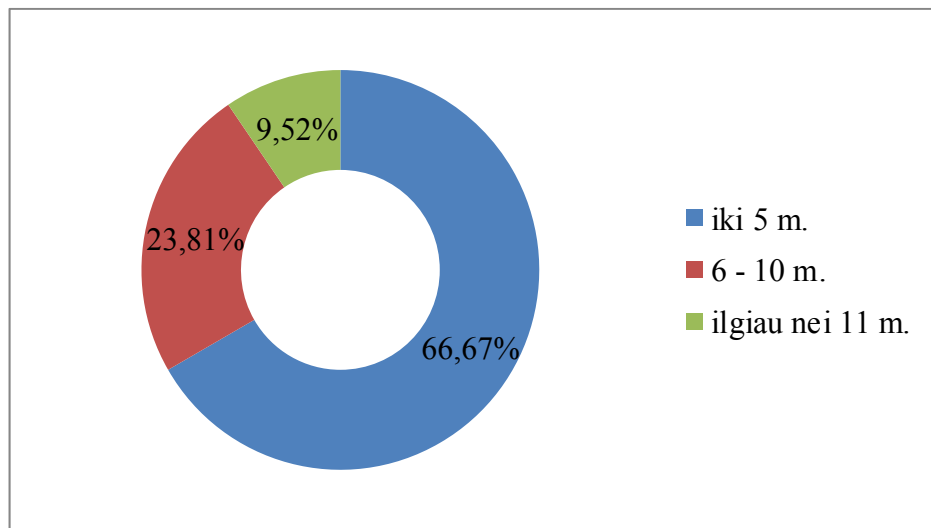
atsakydami į šį anketos klausimą respondentai galėjo pasirinkti daugiau negu vieną atsakymo variantą, taigi atsakymų į ketvirtąjį anketos klausimą skaičius nesutampa su respondentų skaičiumi.

**19 lentelė. Respondentų atsakymų pasiskirstymas pagal rinkas, kuriose investuoja**

Vertybinių popierių biržos	Atsakymų sk.	Atsakymų proc.
Vilniaus vertybinių popierių biržoje	31	56,36
Baltijos šalių vertybinių popierių biržoje	15	27,27
Kitų pasaulio šalių vertybinių popierių biržose	9	16,36
Iš viso	55	100,00

Lentelėje pateikti duomenys rodo, kad dažniausiai investuojama Vilniaus vertybinių popierių biržoje (56,36 proc.), o Baltijos šalių vertybinių popierių bei kitų pasaulio šalių vertybinių popierių biržose investuojama 27,27 ir 16,36 proc.

Penktuoju tyrimo anketos klausimu tyrimo dalyvių teirautasi, kokia yra jų investavimo į vertybinius popierius patirtis. Respondentų pasiskirstymas pagal investavimo patirties intervalus pateikiamas 15 paveiksle.



**15 pav. Respondentų pasiskirstymas pagal investavimo į vertybinius popierius patirtį, proc.**

Atlikto tyrimo rezultatai rodo, kad tyrimo imtyje dominuoja respondentai, kurių investavimo patirtis yra ne ilgesnė nei 5 metai (66,67 proc.). 23,81 proc. tyrimo dalyvių investavimo patirtis – nuo 6 iki 10 metų, o likusieji 9,52 proc. tyrimo dalyvių nurodė, kad jų investavimo patirtis yra ilgesnė nei 11 metų.

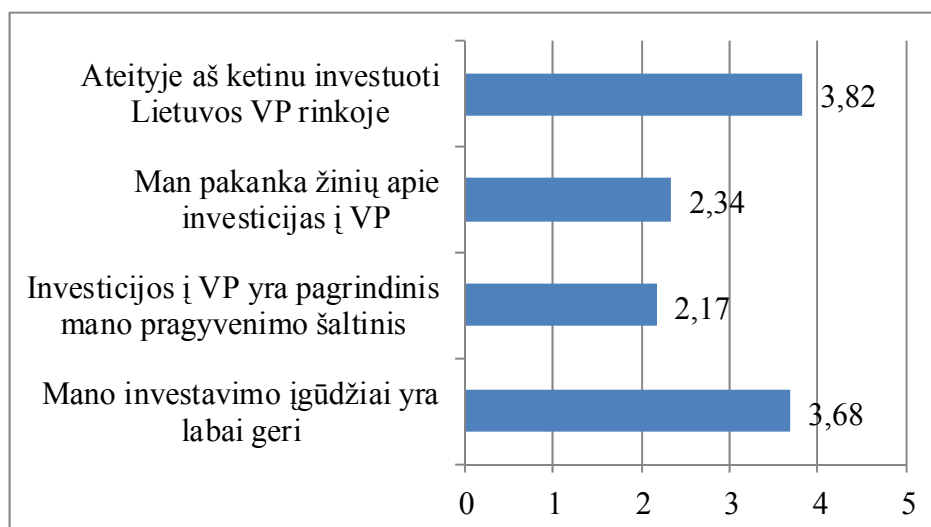
Respondentai į vertybinius popierius investuoja įvairią savo pajamų dalį. Tą atspindi 20 lentelėje pateikti duomenys.

**20 lentelė. Respondentų pasiskirstymas pagal investuojamų pajamų į vertybinius popierius dalį**

Į vertybinius popierius investuojamų pajamų dalis	Respondentų sk.	Respondentų proc.
Iki 20 proc.	19	45,24
21 - 40 proc.	12	28,57
Daugiau negu 41 proc.	4	9,52
Nenoriu atskleisti	7	16,67
Iš viso	42	100,00

Nustatyta, jog dauguma tyrimo dalyvių (45,24 proc.) į vertybinius popierius investuoja iki 20 proc. savo pajamų. 28,57 proc. tyrimo dalyvių nurodė, jog jų investuojamų pajamų į vertybinius popierius dalis yra nuo 21 iki 40 proc. Daugiau nei 41 proc. savo pajamų į vertybinius popierius investuoja 9,52 proc. respondentų. Likusieji 16,67 proc. respondentų, atsakydami į šeštąjį anketos klausimą, pasirinko atsakymo variantą „nenoriu atskleisti“.

Septintajame tyrimo instrumento klausime respondentų įvertinimui buvo pateikti teiginiai apie jų, kaip investuotojų įgūdžius, žinių apie investicijas pakankamumą, ketinimus investuoti į vertybinius popierius ateityje ir kt. Vidutiniai pritarimo šiems teiginiams įvertinimai pateikiami 16 paveiksle.



**16 pav. Respondentų pritarimo teiginiams apie savo investavimo įpročius vidutiniai įvertinimai, balais**

Paveiksle pateikti duomenys rodo, kad investuotojai savo įgūdžius vertina gana aukštu vidutiniu balu (3,68 balo), tačiau lieka nemažai erdvės ir šių įgūdžių tobulinimui. Kai kurių investuotojų įgūdžių nepakankamumą galima lemti žinių apie investicijas į vertybinius popierius nepakankamumas. Pastarasis teiginys buvo įvertintas tik 2,34 vidutiniu balu. Respondentai investavimo į vertybinius popierius nelaiko pagrindiniu savo pragyvenimo šaltiniu (2,17 balo), tačiau gana tvirtai išreiškė ketinimą investuoti į vertybinius popierius ateityje (3,82 balo).

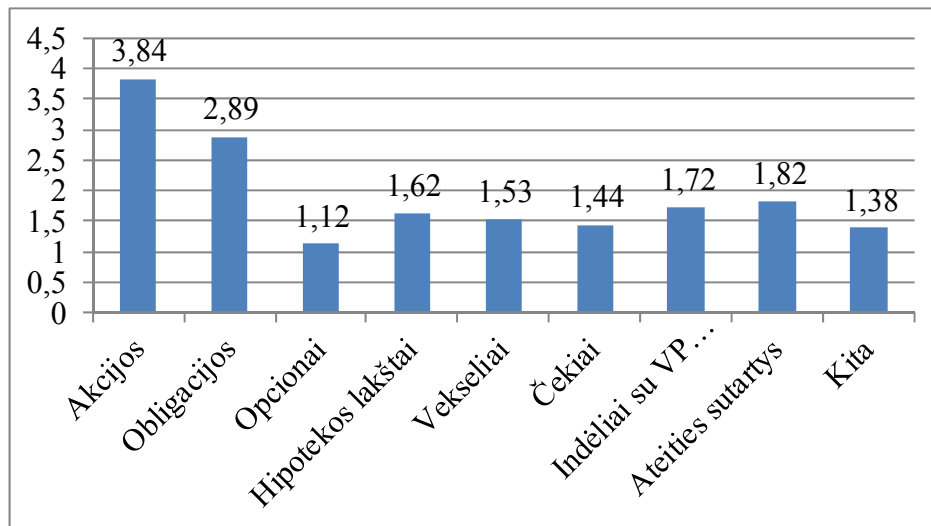
Nustatyta, kad žinių apie investavimą į vertybinius popierius pakankamumas įvertintas kiek žemesniu nei vidurkis balu. Žinių (ne)pakankamumas labai priklauso ir nuo žinių apie vertybinius popierius šaltinių. Tad respondentų teirautasi, iš kokių šaltinių jie gauna žinių apie vertybinius popierius. Žinių iš žiniasklaidos, seminarų, mokymų, mokslinės literatūros, draugų, kolegų praktinės patirties bei kitų šaltinių gavimo vidutiniai įvertinimai pateikti 21 lentelėje.

**21 lentelė. Žinių iš skirtingų šaltinių gavimo vidutiniai įvertinimai, balais**

<b>Žinių apie vertybinius popierius šaltiniai</b>	<b>Vidutinis įvertis</b>
Žiniasklaida	3,19
Seminarai, mokymai	1,83
Mokslinė literatūra	1,04
Draugų / kolegų praktinė patirtis	1,18
Kita	1,73

Empirinio tyrimo rezultatai parodė, kad populiariausias žinių apie vertybinius popierius šaltinis yra žiniasklaida. Investuotojai labai retai naudojami mokslinė literatūra, draugų, kolegų praktine patirtimi ar lanko seminarus, mokymus.

Devintajame anketos klausime respondentų teirautasi, ar juos domina investicijos į akcijas, obligacijas, opcionus, hipotekos lakštus, vekselius, čekius, indėlius su vertybinių popierių savybėmis, ateities sutartis. Investuotojų susidomėjimas atskiromis vertybinių popierių rūšimis atsispindi vidutiniuose respondentų įvertinimuose (žr. 17 paveiksle.). Akcijos – daugiausiai investuotojų susidomėjimo sulaukiantis vertybinių popierių tipas (3,84 balo). Investuotojai gana aktyviai domisi ir obligacijomis (2,89 proc.). Susidomėjimas kitomis vertybinių popierių rūšimis investuotojų tarpe nėra toks stiprus.



**17 pav. Investuotojų susidomėjimo atskiromis vertybinių popierių rūšimis vidutiniai įvertinimai, balais**

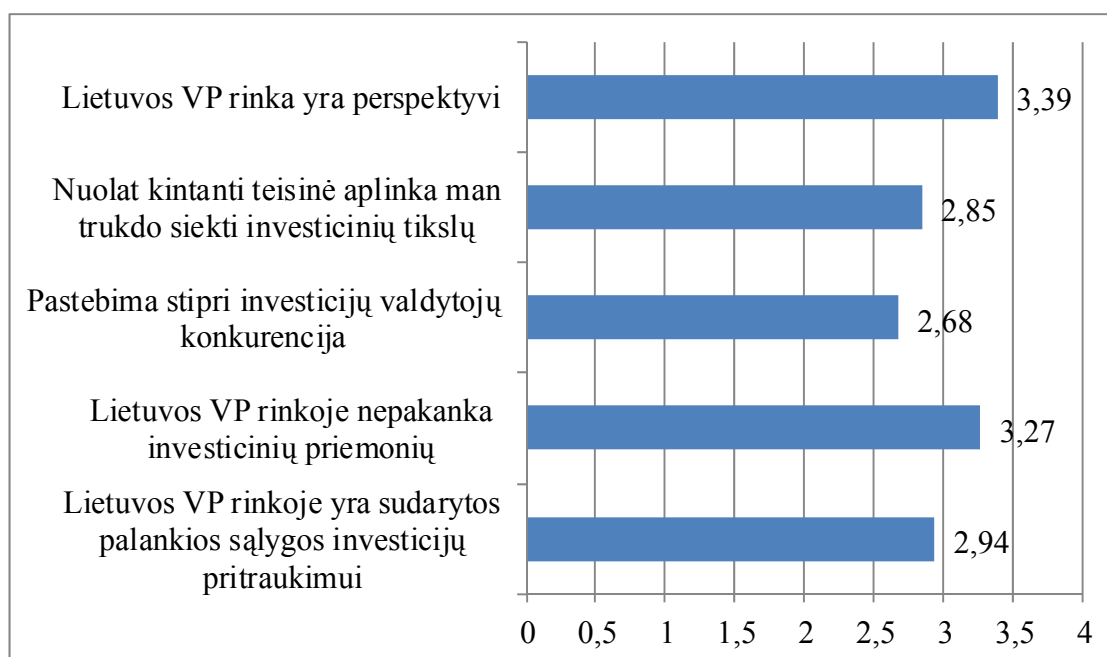
Investuotojų klausta, ar sprendimus investuoti jie priima atlikę nuodugnią analizę, atsižvelgdami į specialistų patarimus, remdamiesi intuicija, draugų patarimais. Vidutiniai šių veiksmų įverčiai pateikiami 22 lentelėje.

**22 lentelė. Vidutiniai atliekamų veiksmų priimant sprendimą investuoti įverčiai**

Veiksmai	Vidutinis įvertis
Atliekate nuodugnią analizę	4,37
Klausote specialistų patarimų	3,59
Remiatės intuicija	3,06
Remiatės draugų patarimais	2,18
Kita	2,02

Taigi dažniausiai investuotojai prieš priimdami sprendimą investuoti atlieka nuodugnią analizę (4,37 balo). Gana dažnai klausomasi specialistų patarimų (3,59 balo) ar remiamasi intuicija (3,06 balo). Draugų patarimais investuotojai remiasi gerokai rečiau (2,18 balo).

Vienuoliktuoju tyrimo anketos klausimu respondentų teirautasi, ar jie sutinka su teiginiais apie Lietuvos vertybinių popierių rinką. Respondentų pritarimo teiginiais vidutiniai įvertinimai pateikiami 18 paveiksle.



**18 pav. Vidutiniai teiginių apie Lietuvos vertybinių popierių rinką įverčiai, balais**

Tyrimo rezultatai rodo, jog stipriausio respondentų pritarimo sulaukė teiginys apie Lietuvos vertybinių popierių rinkos perspektyvumą (3,39 proc.). Ryškaus respondentų pritarimo sulaukė ir teiginys apie investicinių priemonių Lietuvos vertybinių popierių rinkoje nepakankamumą (3,27 balo).

Paskutiniu tyrimo anketos klausimu respondentų teirautasi, kaip jie vertina investicijų į akcijas, obligacijas, opcionus, hipotekos lakštus, vekselius, čekius, ateities sutartis bei indėlius su vertybinių popierių savybėmis perspektyvumą. Šių vertybinių popierių rūšių perspektyvumo vidutiniai įverčiai pateikiami 23 lentelėje.

**23 lentelė. Vidutiniai vertybinių popierių rūšių perspektyvumo įverčiai, balais**

Vertybinių popierių tipai	Vidutinis įvertis
Akcijos	3,86
Obligacijos	3,92
Opcionai	4,01
Hipotekos lakštai	2,58
Vekseliai	3,17
Čekiai	1,94
Ateities sutartys	3,57
Indėliai su VP savybėmis	2,2

Nustatyta, jog investuotojai geriausiai vertina opcionių (4,01 balo), obligacijų (3,92 balo) bei akcijų (3,86 balo) perspektyvumą. Neperspektyviaisiais laikomi čekiai (1,94 balo), indėliai su vertybinių popierių savybėmis (2,20 balo) bei hipotekos lakštai (2,58 balo).

Apibendrinant galima teigti, kad nepaisant to, jog investuotojai išvelgia opių Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemų (kintanti teisinė aplinka, investicijų valdytojų konkurenciją, nepalankios sąlygos ir kt.), Lietuvos vertybinių popierių rinka yra vertinama kaip perspektyvi.

### 3.5. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros perspektyvų numatymas

Atliktos anketinės apklausos rezultatai parodė, kad investuotojai Lietuvos vertybinių popierių rinką vertina kaip perspektyvią. Tačiau neaišku, kokias tendencijas rodo prognozės kiekybiniais metodais. Todėl šiame darbo poskyryje kiekybinių metodų pagalba numatomos Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros perspektyvos. Perspektyvų numatymui pasitelkiami kiekybiniai prognozavimo metodai – trendo, slenkančio vidurkio bei eksponentinio išlyginimo.

Vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklių bei indeksų prognozės statistiniais metodais 2013 m. ir 2014 m. pateikiamos 24 lentelėje. Rengiant prognozes 2014 m. slenkančio vidurkio, eksponentinio išlyginimo metodais, daroma prielaida, kad 2013 m. prognozės išsipildys.

**24 lentelė. Vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklių bei indeksų prognozės 2013 m. ir 2014 m.**

Rodiklis	Metai	Trendo			Slenkančio vidurkio		Eksponentinio išlyginimo
		Lygtis	Prognozė	R <sup>2</sup>	n=3	n=4	
Rinkos indeksas	2013	$y=38,867x+184,31$	378,65	0,49	354,50	331,32	214,62
	2014		417,51		336,12	354,50	224,99
Listinguojamų įmonių skaičius	2013	$y=-2,1x+44,5$	32	0,87	36	38	43
	2014		30		35	36	42
Kapitalizacija, mln. EUR	2013	$y=379,68x+827,78$	3105,86	0,80	2449,59	2192,93	1194,53
	2014		3485,54		2435,65	2449,59	1286,05

24 lentelės tęsinys kitame puslapyje

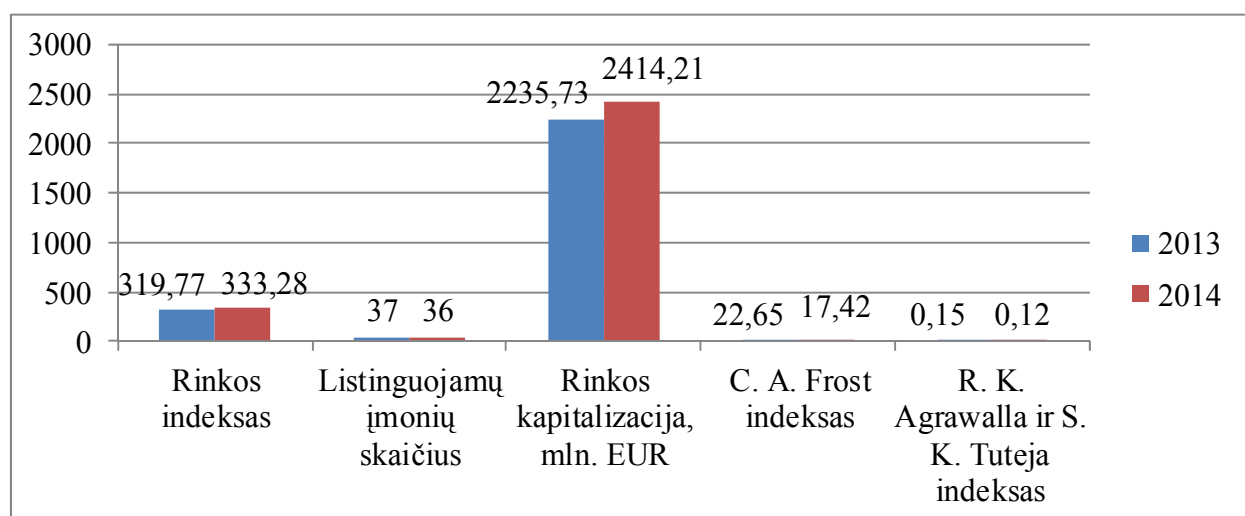


24 lentelės tęsinys

Rodiklis	Metai	Trendo			Slenkančio vidurkio		EkspONENTINIO išlyginimo
		Lygtis	Progozė	R <sup>2</sup>	n=3	n=4	
C. A. Frost indeksas	2013	y=-	1,02	0,94	18,18	22,47	48,92
	2014	8,8833x+54,323	-7,86		16,73	18,18	42,62
R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja indeksas	2013	y=-0,0472x+0,32	0,04	0,81	0,13	0,14	0,27
	2014		-0,01		0,12	0,13	0,25

Kaip matyti iš lentelės, prognozė trendo metodu leidžia tikėtis rinkos indekso didėjimo 2013 m. ir 2014 m. Prognozės slenkančio vidurkio bei eksponentinio išlyginimo metodais rodo rinkos indekso mažėjimą 2013 m. ir 2014 m. Listinguojamų įmonių skaičiaus mažėjimas prognozuojamas tik trendo metodu. Prognozės slenkančio vidurkio bei eksponentinio išlyginimo metodais rodo, kad listinguojamų įmonių skaičius didės 2013 m. ir 2014 m. EkspONENTINIO išlyginimo prognozė rodo, kad 2013 m. galima tikėtis 43 listinguojamų įmonių, o 2014 m. – 42. Didėjanti rinkos kapitalizacija prognozuojama tik tiesinio trendo metodu. Prognozės trendo bei slankiųjų vidurkių metodais leidžia teigti apie vertybinių popierių rinkos plėtros indeksų reikšmių mažėjimą, tačiau prognozės eksponentinio išlyginimo metodu suteikia indeksų didėjimo viltį.

Siekiant nustatyti labiausiai tikėtinas Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros prognozes, skaičiuojami rodiklių bei indeksų prognozių skirtingais metodais vidurkiai (žr. 19 paveiksle.).



**19 pav. Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros rodiklių bei indeksų prognozių vidurkiai  
2013 m. ir 2014 m.**

Remiantis apskaičiuotais prognozių vidurkiais, galima teigti, jog rinkos indeksui bei rinkos kapitalizacijai prognozuojamas sumažėjimas 2013 m. ir 2014 m., tačiau minėtu laikotarpiu galima tikėtis listinguojamų įmonių skaičiaus, C. A. Frost bei R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių plėtros indeksų reikšmių padidėjimo. Taigi Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros perspektyvos vertinamos gana teigiamai.

## IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

**Išanalizavus teorinius vertybinių popierių rinkos plėtros aspektus, įvertinus Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą ir numčius jos perspektyvas, galima daryti tokias išvadas:**

- 1) Vertybinių popierių rinka yra finansų rinkos subrinka, kuriai finansų sistemoje tenka svarbus vaidmuo. Šis vaidmuo atsiskleidžia prekybos vertybiniais popieriais organizavimu bei vykdymu. Pagrindiniais vertybinių popierių rinkos dalyviais yra laikomi emitentai, tarpininkai bei investuotojai.
- 2) Vertybinių popierių plėtra yra svarbi finansų sektoriui, o taip pat ir visuomenei, kadangi tai suteikia investavimo galimybes, leidžia mobilizuoti taupymą bei tarptautinį kapitalą. Rinkos plėtrą lemia daugybė veiksnių; mokslininkai pateikia skirtingus šių veiksnių rinkinius. Išanalizavus aštuonias užsienio šalių mokslinėje literatūroje rastas vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančių veiksnių klasifikacijas, nustatyta, kad šios rinkos plėtros veiksniai yra ekonominė situacija šalyje, pajamų lygis, santaupų lygis, vertybinių popierių rinkos likvidumas, palūkanų norma bei TUI.
- 3) Atlikta metodinio vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimo potencialo analizė parodė, kad vertybinių popierių rinkos plėtros vertinimui dažniausiai siūloma taikyti rinkos indekso, listinguojamų įmonių skaičiaus, kapitalizacijos rodiklius. Kadangi pavienių rodiklių įvertinimas nėra toks patikimas, vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimui taikytini įvairūs vertybinių popierių rinkos plėtros indeksai (C. A. Frost ir bendraautorių indeksas, R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja indeksas).
- 4) Kompleksinis Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimas leido paneigti pirmąją hipotezę: Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m. – 2012 m. laikotarpiu stipriai traukėsi. Nepaisant to, kad OMX Vilnius indekso bei rinkos kapitalizacijos dinamika rodo rinkos plėtros ženklus, C. A. Frost ir bendraautorių bei R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja indeksų reikšmės rodo priešingą situaciją – nuo 2008 m. iki 2012 m. rinkos plėtros indeksų reikšmės kasmet mažėjo.
- 5) Koreliacinė analizė tarp Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros ir pajamų lygio, santaupų lygio, vertybinių popierių rinkos likvidumo, palūkanų normos bei TUI, parodė, kad labai stipri teigiama koreliacija egzistuoja tarp plėtros ir palūkanų normos bei plėtros ir vertybinių popierių rinkos likvidumo. Stipri neigiama koreliacija nustatyta tarp Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros ir TUI, tai reiškia, kad plečiantis Lietuvos vertybinių popierių rinkai, TUI mažėja ir atvirkščiai. Taigi antroji hipotezė buvo patvirtinta tik iš dalies.

6) Lietuvos vertybinių popierių rinkos problemoms identifikuoti buvo atlikta individualių investuotojų apklausa, kurios rezultatai leidžia teigti, jog rinkoje egzistuoja tokios problemos: investicijos į vertybinius popierius dažniausiai tėra tik papildoma veikla, hobis; stipraus investuotojų susidomėjimo sulaukia tik akcijos bei obligacijos, kitos vertybinių popierių rūšys beveik nedomina investuotojų; Lietuvos vertybinių popierių rinkos teisinė aplinka nuolat kinta; tarp investicijų valdytojų egzistuoja stipri konkurencija ir kt. Nepaisant to, jog investuotojai išvelgia opių Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros problemų, rinka yra vertinama kaip perspektyvi. Teigiamas rinkos perspektyvas rodo ir prognozės kiekybiniais metodais. Nustatyta, jog 2013 m. ir 2014 m. galima tikėtis listinguojamų įmonių skaičiaus, C. A. Frost bei R. K. Agrawalla ir S. K. Tuteja vertybinių popierių plėtros indeksų reikšmių padidėjimo.

**Rekomendacijos:**

- Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros prognozės parodė, kad 2013 m. ir 2014 m. galima tikėtis listinguojamų įmonių skaičiaus padidėjimo. Tą būtina užtikrinti, kadangi emitentų skaičius 2008 m. – 2012 m. mažėjo. Listinguojamų įmonių skaičiui didinti rekomenduojama aktyviau pritraukti daugiau užsienio fondų bei regioninių įmonių listinguotis vertybinių popierių biržoje.
- Lietuvoje dar nėra susiformavusi nuostata, jog visuomenei reikalingi asmeniniai finansų patarėjai. Todėl rekomenduojama Lietuvos vertybinių popierių biržai žiniasklaidoje paskatinti potencialius investuotojus kreiptis į asmeninius finansų patarėjus. Tikėtina, jog asmeniniai finansų patarėjai paskatins potencialius investuotojus tapti Lietuvos vertybinių popierių rinkos dalyviais.

## LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. **Adam A.M., Tweneboah G.** Foreign direct investment and stock market development: Ghana's evidence // *International research journal of finance and economics*. – 2009, no. 26, p. 178–185. - ISSN: 14502887.
2. **Agrawalla R.K., Tuteja S. K.** Causality between stock market development and economic growth. A case study of India // *Journal of management research*. – 2007, no. 7(3), p. 158–168. - ISSN 2229-3795.
3. **Aktan B., Korsakienė R., Smaliukienė R.** Time-varying volatility modeling of Baltic stock markets // *Journal of business economics and management*. – 2010, no. 11(3), p. 511 – 532. – ISSN 1611-1699.
4. **Aleknavičienė V.** Finansai ir kreditas. - Vilnius: Enciklopedija, 2005. - ISBN 1611-1699.
5. **Ali S. M. A., Hammad A. A. A., Samhoury M. S., Al-Ghandoor A. A.** Modeling stock market exchange prices using artificial neural network: a study of Amman stock exchange // *Jordan journal of mechanical and industrial engineering*. – 2011, vol. 5, no. 5, p. 439 – 446. - ISSN: 1995-6665.
6. **Al-Majali M.** No more traditional stock market exchange: a study of internet trading service (ITS) in Jordan // *Journal of internet banking and commerce*. – 2012, no. 17(1), p. 1–19. - ISSN 1204-5357.
7. **Almujamed H. I., Fifield S. G. M., Power D. M.** Share valuation methods and data source-based accounting in an emerging stock market // *International business & economics research journal*. – 2012, no. 11(7), p. 713–730. - ISSN 1535-0754.
8. **Bareikienė D., Sūdžius V.** Finansų krizės poveikis Lietuvos vertybinių popierių rinkai // *Verslas: teorija ir praktika*. – 2011, nr. 12(3), p. 236–245. - ISSN 1648-0627.
9. **Bartosevičienė V.** Ekonominė statistika. - Kaunas: Technologija, 2006. - ISBN 9986-13-918-X.
10. **Bonser-Neal C., Dewenter K. L.** Does financial development stimulate savings? Evidence from emerging stock markets // *Contemporary economic policy*. – 1999, no. 17(3), p. 370–380. - ISSN. 1074-3529.
11. **Boreika P., Pilinkus D.** Makroekonominių rodiklių ir akcijų kainų tarpusavio ryšys Baltijos šalyse // *Ekonomika ir vadyba*. – 2009, nr. 14, p. 692 – 699. – ISSN 1822-6515.
12. **Butkutė V., Moščinskas P.** Baltijos šalių vertybinių popierių rinkų aprašomoji analizė // *Pinigų studijos*. - 1998, nr. 4, p. 17 – 31. - ISSN 1392-2637.

13. **Capasso S.** Endogenous information frictions, stock market development and economic growth // *The manchester school*. – 2008, no. 76(2), p. 204–222. – ISSN 1463-6786.
14. **Caporale G. M.** Endogenous growth models and stock market development: evidence from four countries // *Review of development economics*. – 2005, no. 9(2), p. 166–176. - ISSN 1363-6669.
15. **Cherif M., Kaouther G.** Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region // *The international journal of finance*. – 2008, vol. 20, no. 4, p. 4987–5005. - ISSN 1041-2743.
16. **Danilenko S.** Makroekonominių procesų poveikio akcijų rinkai tyrimas // *Ekonomika ir vadyba*. – 2009, nr. 14, p. 731 – 736. – ISSN 1822-6515.
17. **Darškuvienė V., Šakalytė J.** Efficiency of stock exchange network formation as a change in market concentration // *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*. – 2009, nr. 3(1), p. 63 – 77. - ISSN 1822-7996.
18. **Dellas H., Hess M. K.** Financial development and the sensitivity of stock markets to external influences // *Review of international economics*. – 2002, no. 10(3), p. 525–538. - ISSN. 1467-9396.
19. **Fagan J.** The role of securities regulation in the development of the Thai stock market // *Columbia journal of Asia law*. – 2003, no. 16(2), p. 303–352. - ISSN: 1041-7060.
20. **Forti C. A. B., Yen-Tsang C., Peixoto F. M.** Stock market development: an analysis from a multilevel and multi-country perspective // *Brazilian administration review*. – 2011, no. 8(4), p. 351–375. - ISSN 1807-7692.
21. **Frost C. A., Gordon E. A., Hayes A. F.** Stock Exchange disclosure and market development: an analysis of 50 international exchanges // *Journal of accounting research*. – 2006, no. 44(3), p. 437–483. - ISSN 0021-8456.
22. **Garcia V. F., Liu L.** Macroeconomic determinants of stock market development // *Journal of applied economics*. – 1999, no. 2(1), p. 29–59. - ISSN 1514-0326.
23. **Glaser M., Langer T., Reynders J., Weber M.** Framing effects in stock market forecasts: the difference between asking for prices and asking for returns // *Review of finance*. – 2007, no. 11, p. 325–357. - ISSN 1572-3097.
24. **Grybaitė V.** Baltijos šalių bendrojo vidaus produkto kitimas: priklausomybės nuo tam tikrų žmogiškųjų resursų charakteristikų tyrimas // *Verslas: teorija ir praktika*. – 2007, t. 8, nr. 1, 29–32. - ISSN 1648-0627.
25. **Hargis K.** Do foreign investors stimulate or inhibit stock market development in Latin America? // *The quarterly review of economics and finance*. – 1998, no. 38(3), p. 303–318. - ISSN: 1062-9769.

26. **Hargis K.** International cross-listing and stock market development in emerging economies // *International review of economics and finance*. – 2000, no. 9, p. 101–122. - ISSN: 1059 - 0560.
27. **Hearn B., Piesse J.** Barriers to the development of small stock markets: a case study of Swaziland and Mozambique // *Journal of international development*. – 2010, no. 22, p. 1018–1037. - ISSN: 09541748.
28. **Hsing Y.** Macroeconomic variables and the stock market: the case of Lithuania // *The review of finance and banking*. – 2011, vol. 3, issue 1, p. 31 – 37. - ISSN: 2067-2713.
29. **Hussain M.M., Zia-ur-Rehman M., Rza I.** Relationship between stock market development and economic growth; a case study on Pakistani stock exchange // *International journal of management and innovation*. – 2012, no. 4(2), p. 54–61. - ISSN: 2070-8521.
30. **Ibrahim M. H.** Stock market development and macroeconomic performance in Thailand // *Engineering economics*. – 2011, no. 22(3), p. 230–240. - ISSN 1392 – 2785.
31. **Yartey C.A.** The institutional and macroeconomic determinants of stock market development in emerging countries // *Applied financial economics*. – 2010, no. 20, p. 1615–1625. - ISSN 0960-3107.
32. **Jasienė M., Paškevičius A.** Lietuvos pinigų ir kapitalo rinkų tarpusavio sąveiką lemiančių veiksnių analizė // *Verslas: teorija ir praktika*. - 2010, nr. 11(2), p. 107 – 115. - ISSN 1648-0627.
33. **Juozaitienė L.** Įmonės finansai: analizė ir valdymas. Vadovėlis. - Šiauliai: VšĮ Šiaulių universiteto leidykla, 2007. 415 p. - ISBN 978-9986-38-792-3.
34. **Kalinauskas V.** Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas // *P pinigų studijos*. - 2003, nr. 3, p. 50 – 63. - ISSN 1392-2637.
35. **Kangmao W.** Rationale and strategy for expansion of Singapore stock market // *Review of pacific basin financial markets and policies*. – 2000, no. 3(1), p. 45–58. - ISSN: 0219-0915.
36. **Kardelis K.** Mokslinių tyrimų metodologija ir metodai. - Šiauliai: Liucijus, 2005. - ISBN 9955-655-35-6.
37. **Kardelis K.** Mokslinių tyrimų metodologija. - Kaunas: Judex, 2002. - ISBN 9986-948-65-7.
38. **Kassimatis K., Spyrou S. I.** Stock and credit market expansion and economic development in emerging markets: further evidence utilizing cointegration analysis // *Applied economics*. – 2001, no. 33, p. 1057–1064. - ISSN 0003-6846.
39. **Kirankabes M. C., Basarir C.** Stock market development and economic growth in developing countries: an empirical analysis for Turkey // *International research journal of finance and economics*. – 2012, no. 87, p. 134–146. - ISSN: 1555-6336.

40. **Koutroumanidis T., Ioannou K., Zafeiriou E.** Forecasting bank stock market prices with a hybrid method: the case of Alpha bank // Journal of business economics and management. – 2011, no. 12(1), p. 144 – 163. - ISSN 1611-1699.
41. **Laskienė D., Pekarskienė I.** Ryšys tarp Lietuvos įmonių akcijų kainos ir makroekonominių veiksnių // Ekonomika ir vadyba. – 2007, nr. 12, p. 791 – 797. – ISSN 1822-6515.
42. **Laurinavičius K.** Vertybinių popierių vieta civilinių teisių objektų sistemoje // Jurisprudencija. – 2002, t. 28(20), p. 53 – 68. - ISSN 1392-6195.
43. **Leipus R., Norbaitis R.** Finansų rinkos teorijų pagrindai // Pinigų studijos. - 2003, nr. 4, 5 – 28. - ISSN 1392-2637.
44. **Lekavičienė D., Stašys R.** Vertybinių popierių rinkos funkcionavimo prielaidų vertinimas // Tiltai. - 2005, nr. 3 (32), p. 1 – 9. - ISSN:1392-3137.
45. **Lietuvos bankas.** Suteiktos naujos paskolos nefinansinėms korporacijoms ir namų ūkiams ir jų palūkanų normos. – 2013. [http://www.lb.lt/stat\\_pub/statbrowser.aspx?group=7279&lang=lt](http://www.lb.lt/stat_pub/statbrowser.aspx?group=7279&lang=lt) [žiūrėta 2013 03 18].
46. **Lietuvos centrinis vertybinių popierių depozitoriumas.** Lietuvos vertybinių popierių rinka ir depozitoriumo vaidmuo joje. – 2012. [http://www.csd.lt/lt/apie\\_cd/sistema/vaidmuo.php](http://www.csd.lt/lt/apie_cd/sistema/vaidmuo.php) [žiūrėta 2012 12 14].
47. **Lietuvos statistikos departamentas.** Bendrasis vidaus produktas. Požymiai: statistiniai rodikliai ir metai. – 2013. <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280> [žiūrėta 2013 03 14].
48. **Lietuvos statistikos departamentas.** M2010209: Nacionalinės pajamos, santaupos, grynasis skolinimas / skolinimasis, to meto kainomis. Požymiai: metai. – 2013. <http://db1.stat.gov.lt/statbank/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=M2010209&PLanguage=0> [žiūrėta 2013 03 17].
49. **Lietuvos statistikos departamentas.** M2030202: Tiesioginės užsienio investicijos metų pabaigoje. Požymiai: šalis investuotoja, metai. – 2013. <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280> [žiūrėta 2013 03 17].
50. **Lietuvos statistikos departamentas.** M3010101: Gyventojų, gimusiųjų, mirusiųjų skaičius. Požymiai: mėnuo. – 2013. <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280> [žiūrėta 2013 03 14].
51. **Liu T.** Market efficiency in China stock market and Hong Kong stock market // International research journal of finance and economics. – 2011, issue 76, p. 128 – 137. - ISSN: 1555-6336.



52. **Loc T. D., Lanjouw G., Lensink R.** Stock-market efficiency in thin-trading markets: the case of the Vietnamese stock market // *Applied economics*. – 2010, no. 42, p. 3519 – 3532. - ISSN 0003-6846.
53. **LR Seimas.** Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas // *Valstybės žinios*. - 2007, nr. 17-626. - ISSN 1648-6544.
54. **Mishkin F. S.** Financial markets and institution. - Addison Wesley, 2000. 752 p. - ISBN 9780132136839.
55. **Nasdaq OMX.** Baltijos rinkos indeksai. – 2013. [http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt&idx\\_main%5B%5D=OMXV&add\\_index=OMXBBPI&add\\_equity=LT0000128266&period=other&start\\_d=1&start\\_m=1&start\\_y=2008&end\\_d=31&end\\_m=12&end\\_y=2012](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt&idx_main%5B%5D=OMXV&add_index=OMXBBPI&add_equity=LT0000128266&period=other&start_d=1&start_m=1&start_y=2008&end_d=31&end_m=12&end_y=2012) [žiūrėta 2013 03 12].
56. **Nasdaq OMX.** Emitentų sąrašas. – 2013. <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=lt> [žiūrėta 2013 03 12].
57. **Norvaišienė R.** Įmonės investicijų valdymas. Kaunas: Technologija, 2004. - ISBN 9955-09-587-3.
58. **Ovat O.O.** Stock market development and economic growth in Nigeria: market size versus liquidity // *Canadian social science*. – 2012, no. 8(5), p. 65–70. - ISSN 1712-8056.
59. **Pečiulis S., Šiaudinis S.** Įvadas į vertybinių popierių rinką. - Vilnius: Lietuvos bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, 1997, 125 p.
60. **Pekarskienė I.** Nacionalinė vertybinių popierių birža ir ją veikiantys makroekonominiai veiksniai // *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*. - 2001, nr. 17, p. 127 – 136. - ISSN 1392-1142.
61. **Pekarskienė I., Pridotkienė J.** Vertybinių popierių rinkos vaidmuo ekonomikoje // *Ekonomika ir vadyba*. – 2010, nr. 15, p. 177 – 184. – ISSN 1822-6515.
62. **Peterson D. J., Pardee S., Wunnava P. N.** Relative development in stock markets: empirical evidence from mainland China // *Applied financial economics*. – 2003, no. 13, p. 309–316. - ISSN: 14664305.
63. **Pilinkus D.** Macroeconomic indicators and their impact on stock market performance in the short and long run: the case of the Baltic states // *Technological and economic development of economy*. – 2010, no. 16(2), p. 291 – 304. - ISSN 2029-4913.
64. **Pilinkus D.** Stock market and macroeconomic variables: evidences from Lithuania // *Ekonomika ir vadyba*. – 2009, nr. 14, p. 884 – 891. – ISSN 1822-6515.
65. **Pranulis V.** Marketingo Tyrimai. - Vilnius: “Kronta”, 1998. - ISBN 9986 – 879 – 10 – 8.

66. **Rahman M. M., Salahuddin M.** The determinants of economic growth in Pakistan: does stock market development play a major role? // *Economic issues*. – 2010, no. 15(2), p. 69–86. - ISSN: 1058-0476.
67. **Ray K. K.** Investment behavior and the Indian stock market crash 2008: an empirical study of student investors // *IUP journal of behavioral finance*. – 2009, no. 6(3/4), p. 41–66. - ISSN: 0972-9089.
68. **Raza A., Iqbal N., Ahmed Z., Ahmed M., Ahmed T.** The role of FDI on stock market development: the case of Pakistan // *Journal of economics and behavioral studies*. – 2012, no. 4(1), p. 26–33. - ISSN 2220-6140.
69. **Rutkauskas A. V., Sūdžius V., Mackevičius V.** Verslo finansai: sistema, struktūra ir elementai. - Vilnius: Technika, 2008. - ISBN : 978-9955-164-1.
70. **Sinevičienė L., Vasiliauskaitė A.** Pasaulinės skolos vertybinių popierių rinkos vystymosi aspektai // *Ekonomika ir vadyba*. – 2008, nr. 13, p. 180 – 186. – ISSN 1822-6515.
71. **Tachiwou M.** Stock market development and economic growth: the case of west African monetary unijon // *International journal of economics and finance*. – 2010, no. 2(3), p. 97–103. - ISSN 1916-971X.
72. **Teresienė D.** Lithuanian stock market analysis using a set of Garch models // *Journal of business economics and management*. – 2009, nr. 10(4), p. 349 – 360. - ISSN 1611-1699.
73. **Tidikis R.** Socialinių mokslų tyrimų metodologija. - Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, 2003. - ISBN 9955-563-26-5.
74. **Urnėžius R.** Finansinių investicijų valdymas. - 2009  
[http://aniri.flatrate.ru/Universitetas/7%20semestras/Finansiniu\\_investiciju\\_valdymas.pdf](http://aniri.flatrate.ru/Universitetas/7%20semestras/Finansiniu_investiciju_valdymas.pdf)  
 [žiūrėta 2013 01 04].
75. **Valkauskas R.** Statistika. - Vilnius: VVK I-kla, 2004. - ISBN 9955 – 528 – 05 – 2.
76. **Wood R., Zaichkowsky J. L.** Attitudes and trading behavior of stock market investors: a segmentation approach // *The journal of behavioral finance*. – 2004, no. 5(3), p. 170–179. - ISSN. 1542-7579.
77. **Zia Q.Z.** The causality between stock market and foreign exchange market in Pakistan // *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*. – 2011, no. 3(5), p. 907 – 920. - ISSN : 2073-7122.

**Matulevičius G.** Vertybinių popierių rinkos plėtros tendencijos Lietuvoje: teorija, praktinės problemos ir perspektyvos. Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovė doc. dr. L. Birškytė. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. – 70 p.

## ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuotos vertybinių popierių rinkos plėtros tendencijos Lietuvoje. Pirmoje darbo dalyje teoriniu aspektu analizuojamos teorinės vertybinių popierių rinkos plėtros prielaidos – atskleidžiama vertybinių popierių rinkos koncepcija, šios rinkos plėtros poreikis, priemonės, veiksniai bei vertinimo indikatoriai. Antroje dalyje formuojama ir pagrindžiama vertybinių popierių rinkos plėtros tyrimo metodika. Trečioji darbo dalis skirta Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimui bei perspektyvų numatymui.

Pagrindiniai žodžiai: vertybiniai popieriai, vertybinių popierių rinka, plėtra, plėtros veiksniai, plėtros perspektyvos.

**Matulevičius G.** Development trends of Lithuanian stock market: theory, practical problems and perspectives / Master's paper in studies of financial markets. Supervisor Ph.D. L. Birškytė – Vilnius: Mykolas Romeris university. Faculty of economics and finance management, 2013. – 70p.

### **ANOTATION**

Trends of stock market development are analysed in this master paper. In the first part theoretical assumptions of stock market development are analysed: the concept of stock market, its development demand, measures, factors and evaluation indicators are revealed. Methodology for the survey of stock market development is formed and grounded in the second part. The third part is up for evaluating development of Lithuanian stock market and its forecasting.

Key words: stock, stock market, development, factors of development, development perspectives.

**Matulevičius G.** Vertybinių popierių rinkos plėtros tendencijos Lietuvoje: teorija, praktinės problemos ir perspektyvos. Finansų rinkų magistro baigiamasis darbas. Vadovė doc. dr. L. Birškytė. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2013. – 70 p.

## SANTRAUKA

Pastaraisiais dešimtmečiais vertybinių popierių rinkos stipriai plėtėsi ir tapo dinamiška jėga, darančia reikšmingos įtakos strategijų formuotojams, investuotojams, verslo sektoriui, finansų institucijoms bei kitoms suinteresuotoms šalims. Taigi sėkmingai vystoma vertybinių popierių rinka prisideda prie bendros šalies gerovės. Siekiant užtikrinti šios rinkos sėkmingą plėtrą, svarbu analizuoti jos problemas bei perspektyvas.

Tyrimo objektas – Lietuvos vertybinių popierių rinka ir jos plėtra. Pagrindinis šio darbo tikslas – išanalizavus teorinius vertybinių popierių rinkos plėtros aspektus, įvertinti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą ir numatyti jos plėtros perspektyvas. Uždaviniai: 1) atskleisti vertybinių popierių rinkos koncepciją; 2) identifikuoti vertybinių popierių rinkos plėtros veiksnius; 3) išanalizuoti metodinį rinkos plėtros vertinimo potencialą; 4) atlikti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros retrospektyvinę analizę; 5) nustatyti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtrą lemiančius veiksnius bei problemas; 6) numatyti Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros perspektyvas.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros analizė, lyginamoji analizė, statistinė analizė, anketinė apklausa, apibendrinimas.

Kompleksinis Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros įvertinimas leido paneigti pirmąją hipotezę: Lietuvos vertybinių popierių rinka 2008 m. – 2012 m. laikotarpiu stipriai traukėsi. Antroji tyrimo hipotezė buvo patvirtinta tik iš dalies, kadangi koreliacinė analizė tarp Lietuvos vertybinių popierių rinkos plėtros ir pajamų lygio, santaupų lygio, vertybinių popierių rinkos likvidumo, palūkanų normos bei TUI, parodė, kad labai stipri teigiama koreliacija egzistuoja tarp plėtros ir palūkanų normos bei plėtros ir vertybinių popierių rinkos likvidumo.

Darbą sudaro trys pagrindinės dalys, sudarytos iš skyrių bei poskyrių. Darbas iliustruotas 19 paveikslais ir 24 lentelėmis. Darbo apimtis – 70 p.

**Matulevičius G.** Development trends of Lithuanian stock market: theory, practical problems and perspectives / Master's paper in studies of financial markets. Supervisor Ph.D. L. Birškytė – Vilnius: Mykolas Romeris university. Faculty of economics and finance management, 2013. – 70p.

## SUMMARY

Stock markets had been significantly developing during the last decades. They became dynamic power that has important impact upon the formers of strategies, investors, business sector, financial institutions and other parties of interest. As a result, successfully developed stock market contributes to the commonwealth of country. Seeking to assure successful development of this market, it is essential to analyse its problems and perspectives.

The object of this survey is Lithuanian stock market and its development. The primary purpose of this work is to analyse theoretical aspects of stock market development, to evaluate development possibilities of Lithuanian stock market and to forecast its development possibilities. Tasks: 1) to reveal the concept of stock market; 2) to identify factors of stock market development; 3) to analyse methodological potential for stock market evaluation; 4) to accomplish retrospective analysis of Lithuanian stock market development; 5) to assess factors and problems of Lithuanian stock market development; 6) to forecast perspectives of Lithuanian stock market development.

Survey methods: scientific literature analysis, comparative analysis, statistical analysis, questionnaire survey, generalization.

Complex evaluation of Lithuanian stock market development let to negate the first hypothesis: Lithuanian stock market significantly tightened during 2008 – 2012. The second hypothesis was confirmed only partially, because correlational analysis between Lithuanian stock market development and income level, saving level, liquidity of stock market, interest rate and direct foreign investments has presented that significant positive correlation exists between development and interest rate, also between development and liquidity of stock market.

This work involves three primary parts that consist of chapters and sections. Work is illustrated with 19 figures and 24 tables. Volume of this work is 70 p.

## PRIEDAS

## TYRIMO ANKETA

## ANKETA

## Gerbiama(-s) investuotoja(-au),

atliekamas tyrimas, kuriuo siekiama įvertinti Lietuvos vertybinių popierių (toliau – VP) rinkos plėtros problemas ir perspektyvas. Jūsų nuomonė yra labai svarbi, kadangi apklausos rezultatai padės tobulinti šią rinką. Maloniai kviečiame Jus tapti šio tyrimo dalyve(-iu)!

## APKLAUSA YRA ANONIMINĖ,

tad nei vardo, nei pavardės rašyti nereikia. Atsakymus žymėkite taip: ✕

- 1. Jūs esate:**  moteris;  vyras.
- 2. Jūsų amžius:**  16 – 25 m.;  26 – 35 m.;  36 – 45 m.;  
 46 – 55 m.;  56 – 65 m.;  daugiau nei 66 m.
- 3. Jūsų išsilavinimas:**  nebaigtas vidurinis;  vidurinis;  profesinis;  
 aukštesnysis;  nebaigtas aukštasis;  aukštasis.
- 4. Jūs investuojate (galite žymėti daugiau negu vieną atsakymo variantą):**  
 Vilniaus VP biržoje;  Baltijos šalių VP biržoje;  kitų pasaulio šalių VP biržose.
- 5. Kiek laiko Jūs investuojate į VP?**  
 iki 5 m.;  6 – 10 m.;  ilgiau nei 11 m.
- 8. Kokią savo pajamų dalį Jūs investuojate į VP?**  
 iki 20 proc.;  21 – 40 proc.;  daugiau negu 41 proc.;  nenoriu atskleisti.

## Ar sutinkate su šiais teiginiais apie Jūsų investicijas į VP?

Teiginiai	5 (visiškai sutinku)	4 (sutinku)	3 (nei sutinku, nei nesutinku)	2 (nesu- tinku)	1 (visiškai nesutinku)
Mano investavimo įgūdžiai yra labai geri					
Investicijos į VP yra pagrindinis mano pragyvenimo šaltinis					
Man pakanka žinių apie investicijas į VP					
Ateityje aš ketinu investuoti Lietuvos VP rinkoje					

## Žinių apie VP Jūs gaunate iš:

Informacijos šaltiniai	5 (tikrai taip)	4 (taip)	3 (nei taip, nei ne)	2 (ne)	1 (tikrai ne)
Žiniasklaida					
Seminarai, mokymai					
Mokslinė literatūra					
Draugų / kolegų praktinė patirtis					
Kita (įrašykite) .....					
.....					
.....					

## Ar Jus domina investicijos į:

Investavimo objektai	5 (tikrai taip)	4 (taip)	3 (nei taip, nei ne)	2 (ne)	1 (tikrai ne)

Akcijas?					
Obligacijas?					
Opcionus?					
Hipotekos lakštus?					
Vekselius?					
Čekius?					
Indėlius su VP savybėmis?					
Ateities sutartis?					
Kita (įrašykite) .....					
.....					
.....					

**Priimdamas sprendimą investuoti į VP Jūs:**

Teiginiai	5 (visiškai sutinku)	4 (sutinku)	3 (nei sutinku, nei nesutinku)	2 (nesu- tinku)	1 (visiškai nesutinku)
Atliekate nuodugnią analizę					
Klausote specialistų patarimų					
Remiatės intuicija					
Remiatės draugų patarimais					
Kita (įrašykite) .....					
.....					
.....					

**14. Ar sutinkate su šiais teiginiais apie Lietuvos vertybinių popierių rinką?**

Teiginiai	5 (visiškai sutinku)	4 (sutinku)	3 (nei sutinku, nei nesutinku)	2 (nesu- tinku)	1 (visiškai nesutinku)
Lietuvos VP rinkoje yra sudarytos palankios sąlygos investicijų pritraukimui					
Lietuvos VP rinkoje nepakanka investicinių priemonių					
Pastebima stipri investicijų valdytojų konkurencija					
Nuolat kintanti teisinė aplinka man trukdo siekti investicinių tikslų					
Lietuvos VP rinka yra perspektyvi					

**15. Įvertinkite investicijų į šiuos VP perspektyvumą:**

VP	5 (labai pers- pektyvu)	4 (perspektyvu)	3 (vidutiniškai perspektyvu)	2 (nepers- pektyvu)	1 (visiškai neperspektyvu)
Akcijos					
Obligacijos					
Opcionai					
Hipotekos lakštai					
Vekseliai					
Čekiai					
Ateities sutartys					
Indėliai su VP savybėmis					

***DĖKOJU!***