

Daiva Jurevičienė

# FINANSINIAI SPRENDIMAI

finansinių sprendimų formos



**FINANSINIAI SPRENDIMAI**

**FINANSINIŲ SPRENDIMŲ FORMOS**



**Daiva Jurevičienė**

**FINANSINIAI SPRENDIMAI**  
**FINANSINIŲ SPRENDIMŲ FORMOS**

Vadovėlis



Vilnius, 2015

UDK 336.7(075.8)

Ju-181

**Recenzavo:**

Doc. dr. **Marius Lanskoronskis**,

Mykolo Romerio universitetas

Doc. dr. Raimonda Martinkutė-Kaulienė,

Vilniaus Gedimino technikos universitetas

**Rekomendavo spausdinti:**

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto  
Bankininkystės ir investicijų katedra

2014 m. spalio 31 d. (posėdžio protokolo Nr. 1BIK-2),

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto  
Ekonomikos ir verslo institutas 2014 m. gruodžio 8 d.

(posėdžio protokolo Nr. 1EVI-6),

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto  
Finansų ekonomikos pirmos pakopos studijų programos komitetas

2014 m. gruodžio 9 d. (posėdžio protokolo Nr. 10-171),

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto  
Finansų apskaitos pirmosios pakopos ir finansų valdymo

antrosios pakopos studijų programos komitetas

2014 m. gruodžio 10 d. (posėdžio protokolo Nr. 10-170),

Mykolo Romerio universiteto Ekonomikos ir finansų valdymo fakulteto  
taryba 2014 m. gruodžio 18 d. (posėdžio protokolo Nr. 1EFV-5),

Mykolo Romerio universiteto mokslinių–mokomųjų leidinių

aprobavimo leidybai komisija

2014 m. gruodžio 19 d. (posėdžio protokolo Nr. 2L-2).

© Daiva Jurevičienė, 2015

© Mykolo Romerio universitetas, 2015

© Jūratė Juozėnienė, viršelio dailininkė, 2015

© VĮ Registrų centras, 2015

ISBN 978-9955-30-198-1

*Agai*



## TURINYS

<b>Įvadas</b> .....	9
<b>1. Kreditiniai pinigai</b> .....	11
<b>2. Kreditai (paskolos)</b> .....	27
2.1. Kreditavimas .....	50
2.1.1. Verslo klientų finansinės būklės vertinimo rodikliai.....	53
2.1.2. Gyventojų finansinės būklės vertinimo rodikliai .....	57
2.1.3. Bendrieji reikalavimai paskolų gavėjams.....	60
2.2. Paskolų grąžinimo užtikrinimo priemonės .....	62
2.3. Banko kredito rizika.....	67
2.3.1. Kredito monitoringas .....	71
2.3.2. Bankų veiklos riziką ribojantys normatyvai .....	76
<b>3. Draudimas</b> .....	95
3.1. Ne gyvybės draudimas .....	102
3.2. Gyvybės draudimas.....	104
<b>4. Finansinis turtas arba vertybiniai popieriai</b> .....	107
4.1. Skolos instrumentai.....	110
4.1.1. Pinigų rinkos skolos instrumentai .....	110
4.1.2. Kapitalo rinkos skolos instrumentai.....	112
4.2. Nuosavybės vertybiniai popieriai.....	118
4.2.1. Makroekonominė analizė .....	130
4.2.2. Šakos analizė.....	142
4.2.3. Įmonės rinkos rodikliai .....	148
4.3. Išvestinės finansinės priemonės .....	151
4.3.1. Išankstiniai ir ateities sandoriai .....	154
4.3.2. Apsikeitimo sandoriai .....	157
4.3.3. Pasirinkimo sandoriai .....	161
4.3.4. Priemonės, susijusios su pasirinkimo sandoriais .....	164



---

4.3.5. <i>Pinigių rinkoje naudojamų išvestinių finansinių priemonių apibendrinimas</i> .....	165
<b>5. Investicinis portfelis</b> .....	173
5.1. Esminiai portfelio formavimo principai .....	181
5.2. Moderni ir postmoderni portfelio teorijos .....	185
<b>6. Priedai</b> .....	191
1 priedas. Akcinių bendrovių rodiklių skaičiavimas .....	192
2 priedas. Apyvartinių pinigų poreikio įmonėms skaičiavimas .....	201

## Įvadas

Vadovėliu „Finansiniai sprendimai“ pradedamas naujas ciklas „Finansai“, skiriamas įvairioms šios srities temoms. Pats vadovėlis leidžiamas atskiromis knygomis, iš jų pirmoji dalis – „Finansinių sprendimų formos“:

Pirmojoje dalyje „Finansinių sprendimų formos“ plačiai aprašomos įvairios finansinės priemonės, skolinimosi ir finansavimo galimybės. Pirmiausia skaitytojas supažindinamas su pinigų sąvoka ir jų evoliucija, aptariamos pagrindinės kreditinių pinigų formos ir esminės jų savybės.

Antrajame knygos skyriuje išsamiai aprašoma paskolų teikimo bankuose tvarka, aptariami baziniai paskolos gavėjų vertinimo principai, aprašomos paskolų ir kitų su kredito rizika susijusių banko produktų rūšys. Analizuojama kredito suteikimo eiga, paskolos grąžinimo užtikrinimo priemonės, banke atliekama paskolų portfelio ir individualių paskolų stebėseną ir kiti paskolų išdavimo ypatumai bei naujais bankams taikomi reikalavimai, susiję su rizikos požymių turinčių produktų aptarnavimu.

Trečiasis knygos skyrius skiriamas draudimui, kuris neatsiejamas nuo finansinių sprendimų, – tai viena svarbiausių finansinės rizikos valdymo formų. Analizuojama pagrindinė draudimo funkcija ir jos veiklos prielaidos, aprašomos svarbiausios ne gyvybės ir gyvybės draudimo produktų ypatybės.

Didelė pirmosios knygos dalis skiriama vertybinių popierių – skolos ir nuosavybės – analizei, pateikiami esminiai šių produktų skirtumai ir jų naudojimo ypatumai. Aptariamos pinigų ir kapitalo rinkų finansinės priemonės, naudojamos tiek Lietuvoje, tiek už jos ribų. Aprašoma esminės analizės eiga renkantis konkrečią investicinę priemonę – makro, šakos ir įmonės vertinimo ypatumai. Pateikiama bazinių išvestinių finansinių priemonių apžvalga, jų palyginimas, nurodomos kiekvienos iš jų taikymo galimybės.

Paskutiniame skyriuje aprašoma investicinio portfelio sudarymo esmė, analizuojami svarbiausi investicijų, įtraukiamų į portfelį, ver-

tinimo rodikliai. Pristatomos modernioji ir postmodernioji portfelio teorijos bei jų palyginimas.

Kiekvieno skyriaus pabaigoje studentai ras klausimų, skirtų įgytoms žinioms patikrinti. Vadovėlyje pateikiama medžiaga apie finansinių sprendimų formas ir jų taikymo ypatumus atliekant įvairias finansines operacijas, priimant investavimo ir skolinimosi sprendimus, be to, ji gali būti naudojama studijuojant finansinių investicijų ir asmeninių finansų valdymo, finansų rinkų, finansų sistemų, kreditavimo ir kitus su įvairiais finansiniais sprendimais susijusius dalykus.

**1.**

---

**Kreditiniai pinigai**

Sakoma, kad pinigai – vienas svarbiausių žmonijos išradimų. Pinigai – tai finansinio turto rūšis, naudojama už ką nors atsiskaitant, paprastai priimami mokant už prekes ar paslaugas, gražinant skolas. Jiems būdingas ypatingas bruožas – didelis likvidumas. Pinigai gali būti traktuojami kaip istorinė (civilizacijos produktas) ir ekonominė kategorija. Vieni išskiria penkias pagrindines pinigų funkcijas:

- mainų;
- kaupimo;
- mokėjimo;
- vertės mato;
- tarptautinių pinigų.

JAV literatūroje nurodomos trys pagrindinės pinigų funkcijos:

- mokėjimo;
- mainų;
- vertės mato.

Tačiau tikslinga būtų apibrėžti tokias pagrindines pinigų funkcijas:

- mainų;
- atsiskaitymo ir (ar) mokėjimo;
- vertės mato;
- kaupimo.

Pinigų pasiūla – tai bendra ekonominė jų masė. Pinigai apibūdinami kaip vyriausybės apibrėžta teisėta mokėjimo priemonė, sudaryta iš popierinių banknotų ir monetų. Bendresne prasme pinigai – „grynųjų“ sinonimas, apimantis apyvartinius instrumentus, pvz., čekius, kurie pagrįsti banko sąskaitomis.

Per savo evoliuciją pinigai perėjo daugybę formų – nuo kriauklelių, kailių ir pan. iki elektroninių (neapčiuopiamų) atsiskaitymo priemonių. Pradinė pinigų atsiradimo priežastis buvo mainai, t. y. jie atliko mainų, tarpininko vaidmenį, keičiantis prekėmis ir paslaugomis. Nuo mainų neatskiriama vertės funkcija – keičiantis daiktais reikėjo išreikšti, pamatuoti jų vertę. Ilgainiui pinigai patys įgijo tam tikrą vertę, iš pradžių jie buvo kaldinami iš metalo, vėliau – iš sidabro ar aukso. Pirmosios monetos atsirado VII a. pr. Kr. Lidijoje (dabartinėje

Turkijos Anatolijos teritorijoje). Jos greitai paplito po visą Viduržemio jūros regioną. I a. pr. Kr. denarai buvo kaldinami monetų kalykloje, buvusioje deivės Junonos Monetos šventykloje ant Kapitolijaus kalvos. Iš šios deivės vardo ir kilo žodis „moneta“. Graikijos imperijoje monetos dažniausiai buvo kaldinamos iš grynųjų metalų, todėl jų svoris atitikdavo nominalą. Ilgamečiai pilietiniai karai dėl valdžios nuolat ištuštindavo Romos imperijos iždą, todėl imperatoriai „sugalvojo“ net du būdus, kaip pagerinti valstybės finansinę būklę, – sumažinti monetų svorį arba pabloginti tauriųjų metalų prabą, įmaišant ligatūros. Pirmasis valdovas, ėmęs tyčia prastinti Romos imperijos monetų kokybę, buvo tironas Neronas. Juo sekė ir kiti imperatoriai. Dėl tokio valdovų elgesio krito pinigų vertė, o kokybiškos auksinės monetos buvo slepiamos, išnykdavo iš apyvartos, buvo sulydomos. Nepadėjo nei žiaurios bausmės už aukso slėpimą, nei įstatymais įtvirtintas lygus sidabrinių ir varinių monetų kursas. Pinigų falsifikavimas įgijo tokį mastą, kad nebegelbėjo nė mirties bausmė – nusikaltėlio atidavimas sudraskyti žvėrimis cirke (Sulos įstatymas).

Ypatingi įvykiai, turėję įtakos monetų istorijai, – Amerikos atradimas (1492 m.) ir vėlesnis actekų, inkų, majų nukariavimas. Iš Naujojo Pasaulio į Ispaniją plūstelėjo milžiniškas kiekis sidabro, iš pradžių įgyto grobimo būdu, vėliau – iš Meksikoje, Peru, Bolivijoje, Čilėje atrastų nepaprastai gausių sidabro telkinių. Vien iš Potosi sidabro kasyklos, veikusios Peru teritorijoje (dabar – Bolivija), nuo XVI a. vidurio iki XVIII a. vidurio buvo išgaunama pusė viso pasaulio sidabro, iš viso iškasta apie 30 000 tonų šio metalo. Meksikos ir Pietų Amerikos sidabras čia pat buvo perdirbamas į stambias, daugiausia 8 realų, nominalo monetas, kurios burlaivių flotilėmis buvo gabenamos į Europą.

XVI–XVII a. aukso ir sidabro antplūdis iš Amerikos visiškai pakeitė tuo metu galiojusią atsargų kaupimo sistemą. Tikrieji, visaverčiai pinigai, kurių nominalioji vertė atitinka jų realiąją, t. y. metalo, iš kurio jie pagaminti, vertę, išlieka vertingi ir nėra linkę į nuvertėjimą. Tačiau nesugebėjimas auksiniais pinigais užtikrinti apyvartos poreikio ribojo bankus. Dėl sparčios ekonomikos plėtros pinigų trūko – rinkoje ėmė stigti auksinių monetų. Aukso apyvarta įsitvirtino XIX a.

ir egzistavo iki Pirmojo pasaulinio karo. Taigi kartu su XX a. pasauliniais karais baigėsi tauriųjų metalų, pirmiausia aukso, naudojimas apyvartinėms monetoms: juos išstūmė popieriniai pinigai – banknotai. Šiandien auksas saugomas bankų saugyklose luitų pavidalu ir naudojamas tik stambiais tarptautiniams atsiskaitymams, valiutų kursui palaikyti arba proginėms monetoms kaldinti.

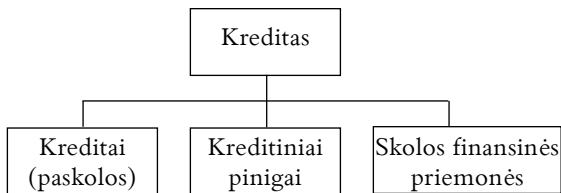
Nors istoriškai sudėtinga sudėlioti pinigų evoliuciją, teigiama, kad pirmieji popieriniai banknotai atsirado XI a. Kinijoje, valdant Songų dinastijai. Šioje šalyje vystėsi kultūra, švietimas, buvo steigiamos mokslo akademijos, pagyvėjo prekyba su Indija ir arabų kraštais. Kadangi trūko metalo variniams pinigams, vietoj jų buvo išrasti popieriniai. Jų pirmtakai buvo skolų rašteliai, paliekami parduotuvėje už skolon gautas prekes. Siekiant apsisaugoti nuo minėtųjų raštelių padirbinėjimo, jiems medinėmis klišėmis buvo gaminami specialūs blankai. Manoma, kad valstybiniai popieriniai – vadinamieji skraidantieji – pinigai Kinijoje buvo pradėti spausdinti 1024 m. varinėmis klišėmis ant popieriaus, pagaminto iš šilkmedžio. Popierinių banknotų atsiradimą skatino ir maždaug tuo pačiu metu šioje šalyje išrastas spaudos surenkamais hieroglifų ženklais būdas.

Europoje popieriniai pinigai atsirado ir paplito tik po kelių šimtmečių. Bene seniausius banknotus išleido Švedijos karaliaus Karolio X Gustavo įsteigtas Stokholmo bankas. Šis bankas 1661 m. išleido pirmuosius skolinamuosius raštus (kredito notas) (1664 m. Stokholmo bankas buvo pradėtas likviduoti). Popieriniai pinigai pradėti naudoti kaip paskolos dokumentai. Tokie banknotai įsigalėjo per du šimtmečius. XIX a. juos leido dauguma Europos bankų. Atrodo, popieriniai pinigai visiems laikams išstūmė tauriuosius metalus, tapo nepamainomu jų pakaitu, tinkamu svarbiausiai pinigų paskirčiai, – tarpininkauti prekybos srityje. Tam, kad popieriniai pinigai pakeistų tauriųjų metalų monetas, būtinos atitinkamos sąlygos. Pirmiausia popierinių pinigų emitentas ne tik savo autoritetu, bet ir turtu, turėjo garantuoti, kad jo popieriniai banknotai būtų keičiami į ekvivalentinį įprastinių metalinių pinigų kiekį. Taigi popieriniai pinigai turi būti padengti valstybės turtu, dažniausiai tam tikru nurodomu aukso kiekiu. Jeigu valdovas (valstybė) sąžiningai laikydavosi šių taisyklių, jo

popieriniai pinigai buvo patikimas ne tik varinių, bet ir sidabrinųjų ar auksinių monetų pakaitas.

Šiuolaikiniai pinigai skirstomi į tokias rūšis: monetas, popierinius banknotus, kreditinius pinigus.

Nors ir buvo skolinamasi nuo neatmenamų laikų, kreditiniai pinigai atsirado gerokai vėliau. Taigi tikslinga išskirti kelias kreditų rūšis: kreditavimo paslaugos (plačiau: 2. „Kreditai (paskolos)“, kreditiniai pinigai ir skolos finansinės priemonės (plačiau: 4.1. „Skolos instrumentai“) (žr. 1.1 pav.).



### 1.1 pav. Kredito pasireiškimas finansinėse priemonėse

Kaip ir kiekviena prekė, pinigai turi savo kainą. Jų kaina išreiškiama palūkanomis, t. y., kiek reikės mokėti už galimybę naudotis konkrečia pinigų suma tam tikrą sutartą laikotarpį. Taigi palūkanos – pinigų kaina, išreikšta procentais už laiko periodą, dažniausiai vienus metus, ir tokiu atveju ji vadinama metine palūkanų norma.

Kadangi egzistuoja įvairios kredito formos ir rūšys, tiems kreditiniams produktams taikomos ir skirtingos kainos – palūkanos. Jos taip pat skirstomos įvairiai:

- realiosios/nominaliosios;
- fiksuotos (pastovios)/kintamosios;
- diskontuotos/paprastosios.

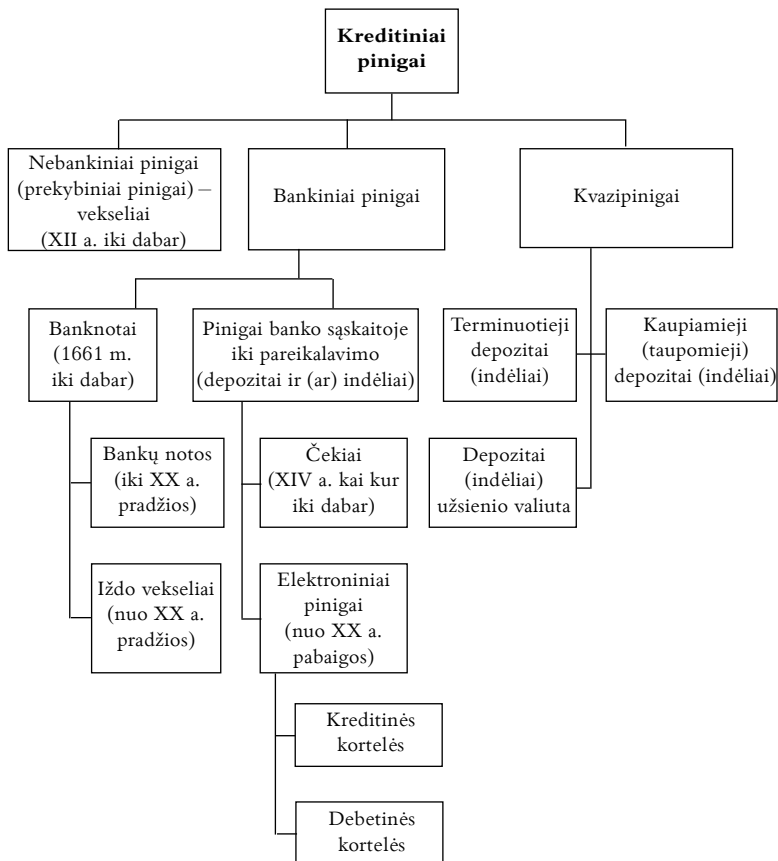
Be to, visi kreditai (žr. 1.1 pav.) gali būti ilgalaikiai, trumpalaikiai ir neterminuoti. Kol kas neterminuotaisiais laikomi tik popieriniai pinigai – išdo bilietai ir kai kurios JAV išdo išleistos obligacijos.

Palūkanų skaičiavimo būdas priklauso nuo produkto. Kalbant apie banko paskolas, joms dažniausiai taikomas paprastas palūkanų, kurios mokamos kas mėnesį arba kartu su paskolos įmoka (anuitetu),



skaičiavimo būdas. Nustatant vertybinių popierių palūkanų normas, dažniausiai skiriasi trumpalaikių ir ilgalaikių palūkanų skaičiavimo būdai (trumpalaikiai vertybiniai popieriai paprastai išleidžiami kartu su diskontu). Sudėtinės palūkanos taikomos skaičiuojant palūkanas už indėlius (apie palūkanų skaičiavimą plačiau: 2 knygoje „Finansinių sprendimų skaičiuoklės ir jų taikymas“).

Kreditiniai pinigai skirstomi į nebankinius ir bankinius. Ne bankiniai yra prekybiniai pinigai – vekseliai. Galima išskirti tokias kreditinių pinigų rūšis (žr. 1.2 pav.).



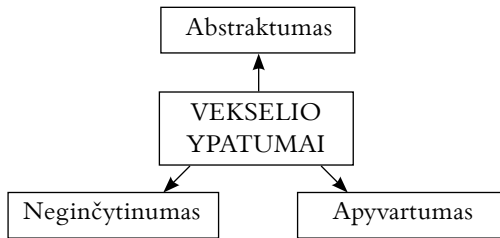
1.2 pav. Kreditinių pinigų formos

Paprastčiausia ne bankinių kreditinių pinigų forma – **vekselis**. Jis atsirado XII a. ir galioja iki šiol. Duodamas prekę į kreditą, pardavėjas tampa skolintoju (kreditoriumi), o pirkėjas – skolininku. Mokėjimo terminas šiuo atveju atidedamas, grynusius pinigus pakeičiant skolos pažymėjimu – vekseliu. Šis yra įstatymu nustatytos formos skolos dokumentas, suteikiantis teisę vekselio turėtojui iš kito asmens reikalauti sumokėti vekselyje nurodytą pinigų sumą. Asmuo, pardavęs prekes į kreditą, gali laikyti minėtąjį dokumentą savo žinioje, kol su eis skolos grąžinimo terminas, arba jį naudoti prekėms įsigyti. Tokiu atveju vekselyje pažymimas pardavimo įrašas (indosamentas) ir pats dokumentas atitenka prekės pardavėjui. Vekselį galima perduoti daug kartų. Jį naudojant galima apiforminti įvairius kredito įsipareigojimus (Bikas *et al.*, 2007):

- apmokėti už pirtą prekę;
- suteikti kreditą;
- įkeisti suteiktą kreditą.

Tokiu būdu vekselis tampa cirkuliacijos priemone. Tačiau šių dokumentų cirkuliacija ribota, nes jie turi tik privataus asmens garantiją. Visuotine atsiskaitymo priemone vekseliai tampa tik tada, kai juos priima bankai, apskaito ir pakeičia banknotais.

Vekselis – dokumentas, kuriuo jį išrašantis asmuo be išlygų įsipareigoja tiesiogiai ar netiesiogiai sumokėti tam tikrą pinigų sumą vekselyje nurodytam asmeniui arba kuriuo tai padaryti pavedama kitam asmeniui. Vekselis gali būti įsakomasis (trata) arba paprastasis (solo). Įsakomuoju vekseliu (trata) jo davėjas paveda kitam asmeniui, kad šis vekselio sumą sumokėtų jame nurodytam asmeniui. Paprastuoju vekseliu (solo) jo davėjas pats įsipareigoja sumokėti jame nurodytą sumą. Vekselis, kurio suma didesnė kaip trys tūkstančiai eurų, turi būti notarinės formos, jeigu vekselio davėjas yra fizinis asmuo arba ūkio subjektas, tvarkantis apskaitą pagal supaprastintos apskaitos taisykles (LR civilinis kodeksas). Vekselis turi tik jam būdingų ypatumų (žr. 1.3 pav.).



### 1.3 pav. Vekselio ypatumai

Abstraktumas reiškia, kad vekselyje nenurodoma konkreti sandorio rūšis, taip pat ir skolos atsiradimo pobūdis. Neginčytinumas užtikrina besąlygišką skolos grąžinimą, apimančią ir priverstines priemones užprotestavus vekselį. Apyvartumas išreiškiamas vekselio naudojimu kaip mokėjimo priemone vietoj grynųjų pinigų jį perduodant kitiems asmenims (plačiau apie vekselius ir jų diskontavimą: 2. „Kreditai (paskolos)“).

Vekseliui būdingas apyvartos terminas, juo negalima mokėti darbo užmokesčio ar kitų nuolatinių išmokų, šis dokumentas dažniausiai naudojamas tik didmeninei prekybai, o tarpusavio reikalavimų neišsprendimas likutis turi būti padengiamas grynaisiais pinigais.

Banko vekselis yra **banknotas** (žr. 1.2 pav.). Kaip jau minėta, 1661 m. Stokholmo bankas išleido pirmuosius skolinamuosius raštus (kredito notas). 1694 m. įsteigtas Anglijos bankas pradėjo leisti notas mainais už depozitus. Svarbiausias dalykas, Anglijos bankų (kaip ir auksakalių) notas pavertęs mainų priemone, – pažadas sumokėti jos pateikėjui pagal pareikalavimą notoje nurodytą sumą. Tai reiškė, kad bet kuris asmuo, pateikęs bankui šią mokėjimo priemonę, už ją gali gauti aukso arba auksinių monetų. Jeigu minėtoji nota buvo nevisiškai išperkama, ji buvo pasirašoma (indosuojama) ta suma, kuri buvo atsiimta. Iš pradžių notes buvo rašomos ant banko popieriaus ir pasirašomos vieno iš kasininkų. Jos buvo sudaromos nurodant tiksliai apibrėžtą sumą, padėtą į banko sąskaitą, – svarais, šilingais, pensais. Tačiau vėliau buvo nuspręsta neišleisti notų už mažesnę nei 50 svarų sterlingų sumą. Kadangi tuo metu vidutinės pajamos buvo mažesnės nei 20 svarų sterlingų, dauguma žmonių per visą gyvenimą net neturėjo banknotų.

Įvedus banknotus atsirado galimybė perimti iš kliento kelis vekselius ir iškeisti juos į vieną banknotą, neatsižvelgiant į vekselio nacionalinį pobūdį. Svarbu buvo tik banko mokumas. Bet kuriuo metu buvo galima pateikti banknotą kuriam nors kitos valstybės bankui ir iškeisti jį į nacionalinę valiutą, tai buvo patogus būdas. Bankai, emituodami banknotus, siekė sau naudos (banko pelno), o ne gynė kreditinių sandorių dalyvių interesus. Iki banknotų atsiradimo banko apsirūpinimas auksu buvo susietas su emisijos funkcija, o jų padengimas prekėmis buvo banko kokybės charakteristika. Dabar naujų banknotų išleidimas priklausė tik nuo banko kreditinės apyvartos ir emisijos politikos. Dengiant kreditus banknotų apyvarta mažėja, o trumpėjant kredito laikui banko stabilumas didėja.

Banknotų skirtumas nuo popierinių pinigų (ne forma, o esmė) – bankų pasižadėjimas bet kuriuo metu juos iškeisti į auksą. Banknotai buvo lyg bankuose gulinčio aukso kvitai. Juos žmonės naudojo todėl, kad buvo tikri, jog galės bet kada gauti atitinkamą aukso kiekį.

Pirmosios banko notos turėjo dvigubą užtikrinimą – komercinę garantiją, kadangi buvo leidžiamos komercinių vekselių, susijusių su prekių apyvarta, pagrindu, ir aukso garantiją, kuri užtikrino jų keitimą į auksą. Tokie banknotai buvo vadinami klasikiniiais, jie buvo stabilūs ir patikimi. Centrinis bankas turėjo aukso atsargų šiems banknotams keisti, todėl jie negalėjo nuvertėti. Skirtingai nei komerciniai vekseliai, banknotai yra neterminuoti skoliniai įsipareigojimai ir yra užtikrinti centrinio banko garantija.

Šiuolaikiniai banknotai iš esmės yra praradę abi minėtasias garantijas. Ne visi centriniame banke apskaitomi banknotai yra padengti prekėmis ir jie nėra keičiami į auksą. Šiuolaikiniai banknotai yra kreditinių ir tradicinių popierinių pinigų (iždo bilietų) hibridas. Iždo bilietams būdinga tai, kad jie nekeičiami į auksą ir jų emisija vykdoma ne tik apskaitant komercinius vekselius, bet ir apmokant vyriausybės vertybinius popierius, kurie išleidžiami biudžeto deficitui finansuoti. Banknoto ir vekselio skirtumai (Bikas *et al.*, 2007):

- banknotus leidžia emisijos bankai, o ne privatūs subjektai;
- vekseliai yra terminuoti, o banknotai – neterminuoti skoliniai įsipareigojimai;

– banknotai yra visuotinė mokėjimo priemonė, nes juos į apyvartą leidžia emisijos bankas arba keli stambūs bankai.

Klasikinis banknotas skiriasi ir nuo popierinių pinigų (žr. 1.1 lentelę).

### 1.1 lentelė. Klasikinių banknotų ir popierinių pinigų skirtumai

	<b>Klasikiniai banknotai</b>	<b>Popieriniai pinigai</b>
pagal prigimtį	atsirado iš pinigų kaip mokėjimo priemonės funkcijos	atsirado iš pinigų kaip mainų priemonės funkcijos
pagal emisijos metodą	į apyvartą leidžia centrinis bankas	į apyvartą leidžia išdas
pagal grąžintinumą	pasibaigus vekselių, kurių pagrindu jie išleisti, galiojimo laikui, banknotai grąžinami į centrinį banką	nėra išimami iš apyvartos
pagal keitimo galimybę	grąžinti į banką banknotai buvo keičiami į auksą arba sidabrą	niekada nekeičiami į auksą arba sidabrą

Taigi banknotai yra kreditiniai pinigai, o jų atsiradimo pagrindas – komercinių vekselių cirkuliacija. Šiuolaikinių banknotų emisija vykdoma bankams kredituojant ūkį ir valstybę bei didėjant oficialioms valiutos atsargoms.

Kreditiniais pinigais vadinami tokie pinigai, kurie patys neturi savo nominalo vertę atitinkančios vertės, ir jų negalima iškeisti į visaverčius, auksinius ar sidabrinius, pinigus (šiandieniai eurai ir doleriai). Minėtieji pinigai taip pat gaminami iš popieriaus, bet juos į apyvartą leidžia bankai, vykdydami kreditines operacijas, susijusias su įvairiais ūkio procesais. Suteikdamas paskolą bankas skolininkui gali išduoti tam tikrą banknotų kiekį, o pasibaigus paskolos terminui suteiktos lėšos turi būti grąžintos į banką, ir įsiskolinimas bus padengtas.

Kur kas aukštesnio lygio kreditinių pinigų forma yra **pinigai sąskaitoje** (žr. 1.2 pav.), vadinamieji neterminuotieji depozitai (indėliai) arba depozitai (indėliai) iki pareikalavimo. Jų, kaip ir depozitų (terminuotųjų indėlių), atsiradimas yra susijęs su bankine sistema. Tai –

įrašai banko klientų sąskaitose. Dėl priskaičiuojamų palūkanų šie pinigai gali atlikti kaupimo funkciją. Neterminuotieji depozitai (indėliai) leidžia atsiskaityti įvairiomis mokėjimo priemonėmis: čekiais, mokėjimo kortelėmis ir kt. Pinigais jie yra laikomi todėl, kad suteikia galimybę atsiskaityti už prekes ir paslaugas, t. y. atlieka mokėjimo funkciją, be to, juos bet kuriuo metu galima iškeisti į grynuosius pinigus.

Pirmasis banko neterminuotųjų indėlių kaip atsiskaitymo priemonės panaudojimo būdas buvo **čekis**, jis reiškia einamosios sąskaitos savininko rašytinį įsakymą bankui dėl nurodytosios sumos išmokėjimo čekio davėjui arba jos pervedimo į kitą sąskaitą. Čekiams būdingi tam tikri ypatumai (Bikas *et al.*, 2007):

- priemonė gauti grynųjų pinigų iš savo atsiskaitomosios banko sąskaitos;
- apyvartos ir mokėjimo priemonė įsigyjant prekių, padengiant įsiskolinimus;
- atsiskaitymo instrumentas negrynaisiais pinigais, gerokai sumažinantis grynųjų pinigų apyvartos apimtį.

Išskiriamos kelios čekių formos:

- vardiniai – išrašyti tam tikram asmeniui neturint teisės perduoti jų kam nors kitam;
- įsakomieji – sudaryti tam tikram asmeniui, paliekant teisę perduoti juos kitam asmeniui pagal indosamentą;
- atsiskaitomieji – naudojami atsiskaitant negrynaisiais pinigais;
- pateikiamieji – juose pateikta suma išmokama nenurodant gavėjo;
- akceptuojamieji – nurodytoji suma išmokama tik po to, kai bankas jį akceptuoja (patvirtina).

Lietuvoje čekiai neprigijo, tačiau priimami išleisti užsienio bankuose. Čekiai, kaip ir kiti piniginiai dokumentai, turi daugybę trūkumų, vienas iš jų – sudėtingas jų administravimas ir apskaita. Kadangi šių atsiskaitymo priemonių cirkuliacija sukėlė nemažai problemų, susijusių su gana sudėtingu jų įforminimu ir apmokėjimo tvarka, atsirado nauja tendencija – čekius keičia kitos einamųjų sąskaitų priemonės. Todėl bankai ėmė ieškoti naujų, ekonomiškesnių atsiskaitymo

formų. Atsirado nauja piniginių prekių rūšis – elektroniniai pinigai (žr. 1.2 pav.).

**Elektroniniai pinigai** – tai sistema, kuri elektroniniais signalais, nesant popierinių nešėjų, vykdo kreditines ir popierines operacijas. Ši nauja pinigų rūšis turi daugybę pranašumų:

- didesnis mokėjimo dokumentų perdavimo greitis;
- paprastesnis bankinės korespondencijos tvarkymas;
- sumažėjusi mokėjimo dokumentų administravimo kaina.

Platus skaičiavimo technikos pritaikymas bankinei veiklai leido sukurti mokėjimo korteles (žr. 1.2 pav.). Mokėjimo kortelė finansų literatūroje dažniausiai vadinama tam tikra plastikinių ar elektroninių pinigų forma. Šios kortelės atlieka keletą klasikinių pinigų funkcijų (mainų, kaupimo, mokėjimo, tarptautinių pinigų), bet nėra vertės matas (kaip ir šiuolaikiniai popieriniai pinigai dar vadinami išdo vekseliais). Mokėjimo kortelė suteikia teisę jos savininkui nurašyti lėšas neviršijant savo sąskaitos kredito įstaigoje disponuojamo likučio arba suteikto kredito limito. Pastarasis iš esmės panašus į bankinį skolinimo produktą *overdraftą* – sąskaitos perviršį (plačiau: 2. „Kreditai (paskolos)“), tik jis dažniausiai būna ilgalaikis, nes suteikiamas iki mokėjimo kortelės galiojimo pabaigos, maždaug trejiems penkeriems metams, tai priklauso nuo banko. Mokėjimo kortelės išduodamos klientui, turinčiam savo vardu atidarytą banko sąskaitą. Tokia kortelė leidžia asmeniui įvairiose prekybos ir aptarnavimo vietose naudotis pinigais, esančiais jo banko sąskaitoje. Bankai, atsižvelgdami į kliento finansines galimybes, išduoda dviejų rūšių korteles (Jurevičienė, 2009):

- **Debetinę** – jos savininkas gali naudotis pinigų likučiu, esančiu jo banko sąskaitoje.
- **Kreditinę** – jos savininkas dažniausiai turi galimybę naudotis pinigais, viršijančiais jo banko sąskaitos likutį. Kreditinė kortelė gali ir neturėti kredito limito, tačiau minėtąsias korteles bankai išduoda tik patikimesniems klientams, todėl jų turėtojais labiau pasitikima ir kortelių aptarnavimo vietose. Be to, kreditinių kortelių turėtojai dažniausiai yra apdrausti tam tikru draudimu: sveikatos ar nelaimingų atsitikimų kelionėje, bagažo praradimo ir t. t., atsižvelgiant į kortelę išdavusio banko sąlygas.

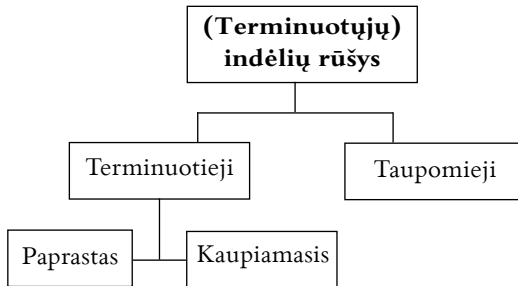
Kreditinės ir debetinės kortelės vizualiai taip pat skiriasi. Debetinė – tai plastikinė kortelė, kurioje turi būti nurodytas jos savininko vardas ir pavardė, kortelės numeris, pavadinimas ir jos galiojimo terminas, taip pat banko, išdavusio kortelę, pavadinimas, o kitoje jos pusėje būtina turi būti kortelės turėtojo parašas. Kreditinė – tai plastikinė kortelė, kurioje turi būti nurodyti visi minėtieji rekvizitai, tačiau jos savininko vardas ir pavardė, taip pat kortelės numeris yra ne įbrėžti kortelėje (kaip debetinėje), o iškilūs. Be to, kitoje kortelės pusėje yra ne tik kliento parašas, bet ir septyni skaičiai, trys paskutiniai iš jų dažnai naudojami vietoj parašo kaip kortelės turėtojo identifikavimo kodas atsiskaitymo kortele internetu atvejais. Tačiau pastaraisiais metais kai kurie bankai išduoda ir debetines korteles, turinčias tokius pat septynis skaičius, iš jų trys paskutiniai naudojami vietoj parašo kaip kortelės turėtojo identifikavimo kodas, kai kortele mokama internetu. Kai kurie bankai ir debetinių kortelių turėtojams suteikia kredito limitus (Jurevičienė, 2009).

Kalbant ekonomikos terminais, pinigai – ne tik mokėjimo priemonė, jie yra ir finansinis turtas. Kitaip tariant, finansinis turtas, turintis tam tikrų pinigų požymių. Todėl pinigų apibrėžimas turi apimti ir tokį turtą, kuris būtų greitai ir lengvai parduodamas, t. y. labai likvidus. Taigi likvidumas skiria pinigus nuo kitų turto formų.

Pusiau pinigai ir pinigų pakaitalai – tam tikros turto rūšys, kurios gerai atlieka turto kaupimo funkciją, bet pačios tiesiogiai negali būti naudojamos kaip mainų tarpininkai (gali būti nesunkiai paverčiami ir tada naudojami mainams). Todėl toks turtas, kuris neįtraukiamas į pinigų apibrėžimą, bet yra labai panašus, vadinamas kvazipinigais arba pusiau pinigais. Nors **kvazipinigai** yra labai likvidūs, vis dėlto jie negali atlikti tokių pat funkcijų kaip pinigai. Lietuvoje kvazipinigai apibrėžiami kaip komerciniuose bankuose esančių terminuotųjų ir taupomųjų indėlių, taip pat ir indėlių užsienio valiuta, suma.

Lietuvoje veikiantys bankai ir kitos depozitinės institucijos siūlo įvairių taupymo produktų, tačiau Lietuvos (centrinis) bankas visus juos skirsto į terminuotuosius ir taupomuosius (žr. 1.4 pav.). Didžiausias skirtumas – pastaruosius indėlininkas gali bet kada papildyti, bendrumas – ir vieni, ir kiti padedami iš anksto sutartam terminui.





### 1.4 pav. Indėlių rūšys

Pats **paprasciausias terminuotasis indėlis** – su banku sudaryta sutartis, kai klientas tam tikram laikotarpiui padeda konkrečią sumą, o termino pabaigoje jam gražinama visa indėlio suma ir sukauptos palūkanos. **Kaupiamasis indėlis** – terminuotojo indėlio rūšis, kai klientui periodiškai mokamos palūkanos. Galimas atvejis, kai kas mėnesį sukauptos palūkanos pridedamos prie indėlio ir kito mėnesio palūkanos kaupiamos jau nuo didesnės pinigų sumos. Kai kurie bankai, anksčiau laiko nutraukus terminuotojo indėlio sutartį, nemoka sukauptų palūkanų, tačiau kiti siūlo tam tikras sutartis, kurias nutraukus, dalis sukauptų palūkanų gali būti išmokėta indėlio sutarties laikotarpiu. Skatindami taupyti bankai siūlo **taupomuosius indėlius**, juos galima nuolat papildyti, nekeičiant sutarties sąlygų (termino ar palūkanų dydžio).

#### Klausimai:

1. Kokios yra kreditinių pinigų rūšys?
2. Kas būdinga kreditiniams pinigams:
  - a) neturi savo vertės;
  - b) turi savo vertę;
  - c) laikinai išleidžiami į apyvartą;
  - d) atlieka mokėjimo funkciją;
  - e) atlieka kaupimo funkciją.
3. Kaip apibūdinami kvazipiniginiai?

4. Kas Lietuvoje priskiriama kvazipinigams?
  - a) mokėjimo kortelės;
  - b) terminuotieji indėliai;
  - c) taupomieji indėliai;
  - d) indėliai užsienio valiuta;
  - e) čekiai.
5. Kokios išskiriamos pinigų savybės?
6. Kuo klasikinės bankų notos skiriasi nuo popierinių pinigų?
7. Kokie išskiriami vekselių ypatumai?
8. Kokios savybės būdingos išdo bilietams?
9. Kokios yra elektroninių pinigų rūšys?
10. Kuo skiriasi kreditinės ir debetinės mokėjimo kortelės?
11. Kokios yra išskiriamos pagrindinės indėlių (depozitų) rūšys ir kokie jų ypatumai?
12. Kokių formų gali būti čekiai:
  - a) vardiniai;
  - b) įsakomieji;
  - c) pateikiamieji;
  - d) abstraktieji;
  - e) akceptuojamieji.
13. Kurie teiginiai apie banknotus yra teisingi:
  - a) tai banko vekselis;
  - b) leidžia privatūs ūkio subjektai;
  - c) neterminuotieji skolos pasižadėjimai;
  - d) terminuotieji skolos pasižadėjimai;
  - e) visuotinė mokėjimo priemonė.



**2.**

---

**Kreditai (paskolos)**

Bankai ir kitos finansų įstaigos savo teikiamas skolinimo paslaugas dar vadina kredito rizikos požymių turinčiomis paslaugomis. Paskola (kreditas) – komercinis pasitikėjimas, sutartis, kurios pagrindu perduodama vertybė (prekė, paslauga ar pinigai) mainais už pažadą sumokėti vėliau. Pinigai gali būti skolinami tiesiogiai arba per finansų institucijas, kredito įstaigas, bankus, t. y. finansinį tarpininką. Tokiu būdu pinigų davėjas (indėlininkas) patiki savo lėšas tarpininkui (bankui), o šis turi užtikrinti, kad pinigų (paskolos) gavėjas paskolintus pinigus grąžintų laiku (Jurevičienė, 2009). Išskiriamos įvairios paskolų rūšys: kredito linija, sąskaitos perviršis (overdraftas), faktoringas (su ar be regreso teisės) ir kitos paslaugos, tokios kaip banko suteiktos garantijos ar išleistas akredityvas (kai klientas nerezervuoja pinigų banko sąskaitoje) ir kt. Nesvarbu, ar kreditorius yra finansinė institucija, juridinis ar fizinis asmuo, paskolos išdavimo procedūros yra panašios.

Paskolos sutartimi viena šalis (paskolos davėjas) perduoda kitos šalies (paskolos gavėjo) nuosavybėn pinigus arba rūšies požymiais apibūdintus suvartojamuosius daiktus, o paskolos gavėjas įsipareigoja grąžinti paskolos davėjui tokią pat pinigų (paskolos) sumą arba tokį pat kiekį tokios pat rūšies ir kokybės kitų daiktų bei mokėti palūkanas, jeigu sutartis nenustato ko kita. Paskolos sutartis laikoma sudaryta nuo pinigų arba daiktų perdavimo momento. Paskolos gavėjas tampa jam perduotų daiktų (pinigų) savininku. Nuo šio momento paskolos gavėjas prisiima daiktų atsitiktinio dingimo ar sugedimo riziką.

Išskiriami du paskolos grąžinimo būdai – linijinis ir anuitetinis.

**Linijinis** – kreditas pradedamas grąžinti ne vėliau kaip praėjus tam tikram sutartam laikotarpiui nuo sutarties sudarymo dienos ir jis suskirstomas lygiomis dalimis. Palūkanos mokamos kas mėnesį nuo paskolos išdavimo ir skaičiuojamos nuo negrąžintos paskolos sumos.

**Anuitetinis** – paėmus paskolą, kreditas pradedamas grąžinti jau kitą mėnesį. Kreditas ir palūkanos mokamos vienodomis įmokomis kiekvieną mėnesį. Iš apskaičiuotos įmokos pirmiausia dengiamos palūkanos už faktiškai panaudotą paskolos dalį, likusi suma nukreipiama paskolos daliai grąžinti. Tokiu būdu didžioji įmokos dalis iš pradžių tenka priskaičiuotoms palūkanoms, o paskolos likutis mažėja nedidele dalimi. Anuitetinį grąžinimo būdą bankai taiko tiems klientams,

kurių mėnesinės pajamos yra per mažos pasirinktai paskolai gauti. Tačiau, pasirinkęs anuitetinį kredito grąžinimo būdą, klientas faktiškai sumoka daugiau palūkanų, negu būtų mokėjęs pagal linijinį grąžinimo metodą (Jurevičienė, 2009). Įmonės paskolas dažniausiai grąžina linijiniu būdu.

Už išduodamas paskolas bankai nustato kintamąją arba pastoviąją palūkanų normą. **Kintamoji palūkanų norma** – trijų, šešių, dvylikos mėnesių bazinė palūkanų norma plius banko marža. **Bazinė palūkanų norma** – tai vidutinė tarpbankinė palūkanų norma, už kurią bankai pasirengę skolinti vieni kitiems. Dažniausiai kredituojant naudojamos tokios tarpbankinės palūkanų normos:

- LIBOR EUR (angl. *London Inter Bank Offer Rate*) – skaičiuoja Britų bankų asociacija (angl. *British Bankers Association*). Fiksuojamos kiekvieną darbo dieną pagal Jungtinės Karalystės darbo kalendorių 11 val. ryto Londono laiku. Skaičiuojamos ir skelbiamos vienos nakties; savaitės; vieno, dviejų, trijų, šešių mėnesių; vienu metų LIBOR (AB SEB).
- EURIBOR EUR (angl. *Euro Inter Bank Offer Rate*) – skaičiuoja Europos bankų asociacija (angl. *European Banking Federation*). Fiksuojamos kiekvieną darbo dieną pagal ES darbo kalendorių 11 val. ryto Centrinės Europos laiku. Skaičiuojamos ir skelbiamos vienos, dviejų savaitių; vieno, dviejų, trijų, keturių, penkių, šešių, septynių, aštuonių, devynių, dešimties, vienuolikos mėnesių; vienu metų EURIBOR (AB SEB).

Šios dvi palūkanų normos eurais skiriasi labai nedaug.

- LIBOR USD taikoma JAV doleriams. Skaičiuojamos kaip ir LIBOR EUR.

Kredituojant dažniausiai taikomos trijų arba šešių mėnesių palūkanų normos.

Banko **marža** turi kompensuoti banko veiklos išlaidas, kredito rizikos sąnaudas ir užtikrinti pelną (užduoties maržą). Nustačius kintamąją palūkanų normą, kinta tik tarpbankinių palūkanų (LIBOR ar EURIBOR) dalis, tai priklauso nuo padėties rinkoje, o marža išlieka nepakitusi per visą paskolos laikotarpį. Kartais bankai sutinka mažinti nustatytą maržą, jei paskola buvo paimta tuo metu, kai rinkoje vyravo

didelės maržos, o vėliau jos gerokai sumažėjo. Tokiu atveju klientas turi pateikti bankui prašymą, o bankas iš naujo įvertina kliento finansinę būklę ir paskolą (kaip ir paskolos suteikimo metu) ir, atsižvelgdamas į rezultatą, priima atitinkamą sprendimą.

Kai rinkoje palūkanų normos yra žemos, klientui rekomenduojama rinktis pastovią, vadinamąją fiksuotą, palūkanų normą, tačiau reikia nepamiršti, kad paskolos išdavimo metu konkrečiai pastovioji palūkanų norma visada bus didesnė už tuo metu taikomą kintamąją palūkanų normą – taip bankai siekia apsaugoti nuo galimos palūkanų normos kilimo rizikos.

Be to, imantys paskolas klientai bankui turi sumokėti komisinius mokesčius (Jurevičienė, 2009):

- sutarties parengimo (taikomas beveik visada);
- turto vertinimo (kai vertina banko darbuotojai, jeigu turtą vertina nepriklausomi turto vertintojai, mokestis mokamas ne bankui, o turto vertintojų agentūrai);
- išpareigojimo (ilgalaikėms paskoloms taikomas mokestis, jeigu klientas iki nustatyto laiko nepaima jam suteikto kredito sumos, o bankas išpareigoja laikyti rezervavęs pinigus ir neišduoti jų kitam klientui, todėl bankas po nurodytosios datos skaičiuoja išpareigojimo mokestį).

Kreditų sutartyse visada būna numatomos netesybos už laiku nesumokėtas palūkanas, paskolą ar kitokių išpareigojimų nevykdymą (Jurevičienė, 2009):

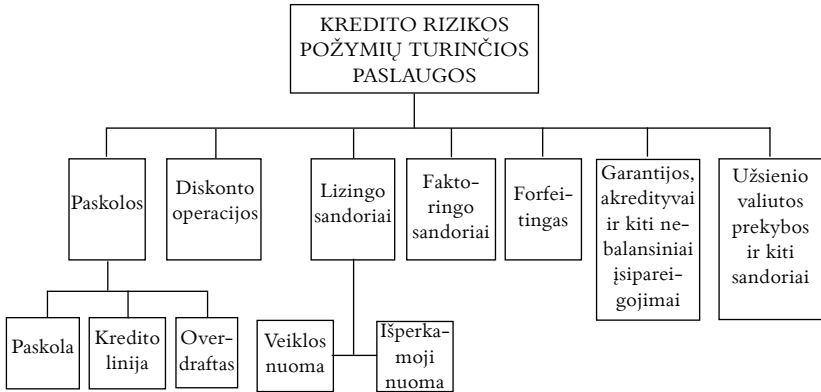
- bauda – vienkartinė įmoka, išreiškiama procentais arba absoliučiu skaičiumi;
- delspinigiai – pinigai, skaičiuojami už kiekvieną termino praleidimo dieną, savaitę, mėnesį ir t. t., jie išreiškiami procentais nuo neįvykdyto išpareigojimo arba absoliučiu skaičiumi.

Banko klientas (įmonė ar gyventojas), prašantis paskolos, privalo turėti savo vardu atidarytą sąskaitą, į kurią kas mėnesį būtų perdedama lėšų, būtinų paskolos grąžinimo įmokoms ir palūkanoms mokėti.

**Paskolos** plačiąja prasme – banko suteiktos paskolos ir gautinos sumos, investicijos, laikomos iki termino pabaigos, bei kitas finansinis turtas, kuris vertinamas amortizuota savikaina ir yra susijęs su kredito

rizika (taip pat ir kreditai, sąskaitos kreditai, diskontuotieji vekseliai, skolos vertybiniai popieriai, gautinos išperkamosios nuomos sumos, indėliai, lėšos kitų bankų sąskaitose, atvirkštiniai atpirkimo sandoriai, faktoringas, išsimokėtinai (skolon) parduotas turtas, išankstiniai mokėjimai).

Paskolas siaurąja prasme, vadinamąsias paslaugas, turinčias kredito rizikos požymių, galima sugrupuoti į tokias grupes (žr. 2.1 pav.).



2.1 pav. Paskolų formos

**Paskola.** Bankai įmonėms suteikia trumpalaikes (iki metų) ir ilgalaikes (iki penkerių ar daugiau metų) paskolas. Trumpalaikėmis vadinamos tokios paskolos, kurios kartu su palūkanomis turi būti grąžinamos ne vėliau kaip po vieno metų. Todėl labai svarbu, kad paskolos grąžinimo terminas atitiktų už paskolą perkamo turto uždirbamų pinigų srauto laikotarpį. Tokios paskolos dažniausiai grąžinamos vienu mokėjimu, o kas mėnesį mokamos tik palūkanos. Pasitaiko atvejų, kai klientai prašo pratęsti paskolos grąžinimo laikotarpį. Tačiau bankai nelabai noriai atideda paskolos grąžinimo terminus, kadangi tokia operacija vadinama paskolos pertvarkymu arba refinansavimu ir pagal galiojančias Lietuvos banko taisykles joms formuojami specialūs atidėjiniai, o tai reiškia, kad bankas mažina savo pelną.

**Paskolos pertvarkymas** – paskolos sąlygų keitimas:

- paskolos (ar jos dalies) grąžinimo termino pratęsimas (paskolos restruktūrizavimas);



- palūkanų mokėjimo terminų pratęsimas ar pakeitimas (palūkanų restruktūrizavimas). Restruktūrizavimas neturi užtrukti ilgiau kaip mėnesį. Tačiau gali būti taikomos išimtyt tuo atveju, jeigu įrodoma, kad yra reali galimybė grąžinti uždelstą skolą per du mėnesius. Paskolos restruktūrizavimas negali būti taikomas vien dėl to, kad skolininkas negali sumokėti;
- palūkanų normos sumažinimas;
- sukauptų palūkanų kapitalizacija, kai sukauptų palūkanų dydžiu didinama paskolos suma.

**Paskolos refinansavimas** – vienos ar kelių anksčiau suteiktų paskolų ir joms sukauptų palūkanų padengimas naujai išduota paskola arba naujos paskolos sutarties (sutarčių) sudarymas, nutraukus anksčiau galiojusias sutartis tame pačiame arba kitame banke.

Todėl labai svarbu, kad ir bankas, ir klientas tiksliai žinotų paskolos paskirtį, nes trumpalaikės paskolos teikiamos apyvartiniam kapitalui finansuoti (debitoriniams įsiskolinimams, atsargoms, medžiagoms, žemės ūkio žaliavoms ir įvairioms prekėms, turtui, skirtam komercinei veiklai, pirkti, įrengimams įsigyti, eksportui ar importui finansuoti).

Jeigu įmonė nori investuoti į pagrindinį kapitalą, t. y. įsigyti gamybos priemonių, rekonstruoti įmonę ar modernizuoti gamybą, būtina iš karto tartis dėl ilgalaikės paskolos (kaip finansų, taip ir paskolų, rinkoje, paskolos, išduotos ilgesniam kaip metų laikotarpiui, vadinamos ilgalaikėmis). Svarbiausia, kad įmonė neprašytų trumpalaikio kredito tuo atveju, kai savo trumpalaikės lėšas investavo ilgalaikiam turtui įsigyti. Tokios investicijos refinansavimas tik atitolintų problemos sprendimą, bet jos neišspręstų. Labai svarbu, kad trumpalaikės paskolos nepablogintų einamojo įmonės mokumo. Teikiant kreditus ilgalaikiam turtui finansuoti, atsižvelgiama į tai, kad paskolos grąžinimo laikotarpis nebūtų ilgesnis už šią paskolą perkamo ilgalaikio turto formavimo laiką.

Gyventojams teikiamos paskolos taip pat gali būti trumpalaikės, tačiau dauguma jų yra ilgalaikės. Šios paskolos pagal savo paskirtį skirstomos į tokias rūšis:

- būsto paskolas;
- vartojimo paskolas;

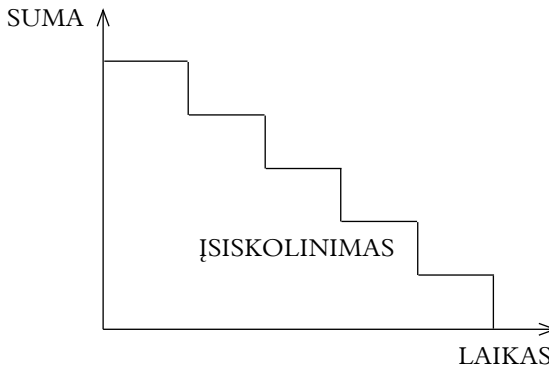
– verslo paskolas (individualiai dirbantiems asmenims).

Būsto paskolų skiriamasis bruožas – paskolos gražinimui užtikrinti reikalaujama įkeisti perkamą būstą. Jei klientas įkeičia kitą būstą, neretai bankai vis tiek prašo užstatyti būtent perkamąjį, nors ir vėliau, tokiu atveju ankstesnė būsto įkeitimo sutartis panaikinama.

Vartojimo paskolos išduodamos įvairioms reikmėms. Paprastai vartojimo kreditai suteikiami ne ilgesniam kaip penkerių metų terminui.

Paskolas verslui plėtoti bankai gyventojams išduoda įkeitus turimą būstą, taip siekdami sumažinti savo kredito riziką.

Pagal paskolos gražinimo pobūdį vartojimo kreditus bankininkai stengiasi teikti taikydami anuitetinį gražinimo būdą, o išduodami būsto paskolą dauguma bankų leidžia rinktis – anuitetinį arba linijinį jos gražinimo būdą. Paskolas galima pavaizduoti grafiškai (žr. 2.2 pav.).



## 2.2 pav. Paskolos pavyzdys (Jurevičienė, 2009)

Išduota paskolos suma tuo pačiu metu lygiomis dalimis mokama iki galutinio paskolos gražinimo termino. Palūkanos skaičiuojamos kas mėnesį už skolos likučio dalį ir mokamos kartu su paskolos įmokomis.

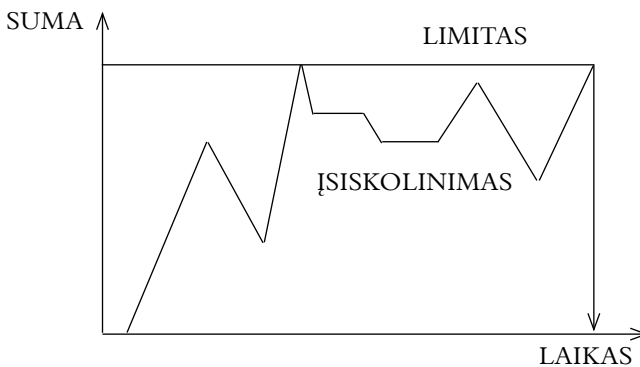
Įmonės dažnai susiduria su apyvartinių lėšų stygiumi, todėl bankai joms siūlo palankesnes kreditavimo formas, viena iš jų – kredito linija.

**Kredito linija** arba **limitas** (angl. *credit line*) suteikiama įmonių apyvartiniam kapitalui finansuoti. Skiriasi ir skolinimo laikotarpis – šia linija įmonės gali naudotis iki vienerių metų (vėliau šis terminas gali būti pratęsimas). Kredito liniją bankai suteikia tik patikimiems

klientams, kurių finansinė būklė yra stabili, jie laiku grąžina paskolas ir moka palūkanas. Kredito linija, kaip ir paskola, yra įforminama sutartimi, kuria bankas įsipareigoja kredito gavėjui duoti tam tikros sumos neviršijančias paskolas bet kuriuo sutarties galiojimo metu. Kredito linija yra suteikiama įvertinus kliento finansinę būklę ir dažniausiai įkeitus bankui turtą ar pateikus laidavimo sutartį.

Tokiu atveju klientas gali naudotis tik ta pinigų suma, kuri jam reikalinga tam tikru metu. Jei su klientu atsiskaito debitoriai, o prekes ar medžiagas jis pirkė tik po kelių savaičių, šiuo metu laisvas lėšas klientas gali grąžinti bankui, jam nereikės už jas mokėti palūkanų. Klientas palūkanas bankui moka tik už faktiškai panaudotas lėšas ir už faktišką naudojimosi jomis laikotarpį.

Visą naudojimosi kredito linija laikotarpį bankas įsipareigoja pagal pirmą pareikalavimą duoti klientui lėšų. Bankas šių pinigų neinvestuoja į kitą projektą ir negauna pajamų. Už neuždirbtas pajamas klientas bankui moka komisinį (įsipareigojimo) mokestį (pvz., 1–2 proc. nuo nepanaudotos kredito linijos sumos). Kredito liniją galima pavaizduoti grafiškai (žr. 2.3 pav.).



### 2.3 pav. Kredito linijos pavyzdys (Jurevičienė, 2009)

Ši kreditavimo forma naudinga klientui, nes:

- klientas sutarties galiojimo metu, neturėdamas papildomų sutarimų su banku, gali bet kada gauti pinigų, jeigu iš karto nesunaudota visa kredito linijos suma;

- grąžinti bankui panaudotą sumą (už ją nemokamos palūkanos). Kredito linijos atveju bankas įsipareigoja:
- teikti įmonei lėšas tada, kai jai to reikia;
- pagal kredito linijos sutartį turėti išteklių numatytai maksimaliai šios linijos pinigų sumai finansuoti.

Bankas turi teisę kredito linijos sutartyje numatyti, kad kredito gavėjas:

- laikytų savo sąskaitoje kompensacinį likutį (savo lėšas). Tai gali būti tam tikras procentas (20 proc.) nuo kredito linijos sumos;
- iki pareikalavimo laikytų indėlį kaip kompensacinį arba paramos likutį, tai gali būti tam tikras procentas (10–15 proc. kredito linijos sumos).

Kompensacinis likutis gali būti panaudotas tuo atveju, kai kliento finansinė padėtis laikinai pablogėja. Kompensacinio likučio panaudojimo tikslai yra sutarties sąlyga ir tai iš anksto (sudarant kredito linijos sutartį) turi būti numatyta tarp banko ir kliento. Jeigu skolininkas nevykdo kompensacinio likučio laikymo sąlygos, bankas gali atsisakyti ateityje teikti tokius kreditus arba imti didesnes palūkanas už bet kurias kitas paskolas.

Jeigu klientas neturi tinkamo įkeisti turto, tačiau yra mokus, gerai žinomas bankui ir jam tik retkarčiais trumpam pristinga lėšų, tokiu atveju bankai siūlo kitą paslaugą – overdraftą.

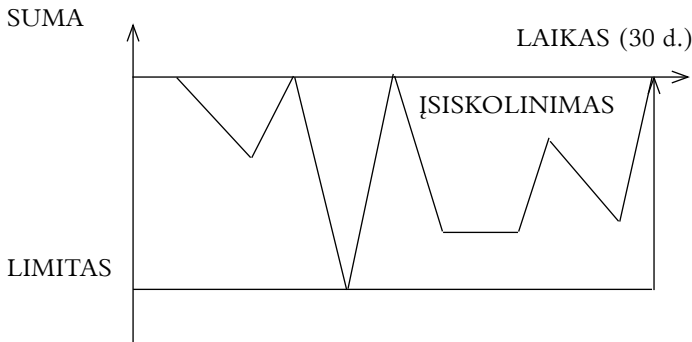
**Overdraftas** arba **sąskaitos kreditas, sąskaitos perviršis** (angl. *overdraft*) – pinigų suma, viršijanti atsiskaitomųjų sąskaitų likutį (vadinamąjį debetinį saldo). Didžiausias skirtumas tarp aukščiau minėtųjų paslaugų ir overdrafto tai, kad paskolos ir kreditinės linijos atveju klientui banke atidaroma paskolinė sąskaita, iš kurios atliekami kliento pavedimai. Taikant overdraftą, pavedimus sumoka klientas iš savo (atsiskaitomosios) sąskaitos, net jeigu joje ir trūksta lėšų. Overdraftą bankai suteikia tik patikimiems klientams, išanalizavę ir jų mokumą, ir (atsiskaitomųjų) sąskaitų apyvartas.

Antras skirtumas. Overdrafto atveju tarp banko ir kliento taip pat pasirašoma sutartis, tačiau bankas šią paslaugą suteikia ir nereikalaudamas papildomos paskolos grąžinimo užtikrinimo priemonės (įkeitimo ar laidavimo). Paprastai overdrafto sutartyje nurodoma sąlyga,

kad klientui tapus nemokiam bankas savo reikalavimus (palūkanas ir netesybas) patenkina iš jo (atsiskaitomosios) sąskaitos (Lietuvoje reikalaujama įkeisti turtą už overdraftą AB „Swedbank“; tačiau jis išduoda overdraftą iki vienu metų laikotarpiui).

Trečias skirtumas – trukmė. Jeigu kreditinė linija suteikiama iki metų laikotarpiui ir gali būti pratęsiama, overdraftas negali viršyti 30 dienų (nors pagal klasikinį apibrėžimą tai – trys penkios dienos). Klientas gali pasinaudoti maksimalia jam suteikta pinigų suma, bet privalo ją visiškai grąžinti ne vėliau kaip po mėnesio. Tačiau pasitaiko išimčių.

Ketvirtas skirtumas – palūkanų dydis. Jeigu kredito linijos palūkanos yra analogiškos trumpalaikių paskolų palūkanų dydžiui, palūkanos už overdraftą visada keliais punktais yra didesnės (kadangi išduodama be turto įkeitimo). Todėl nei klientui yra priimtina, nei bankui rekomenduojama dažnai pasitelkti šią finansinę priemonę. Jeigu klientui nuolat stinga lėšų, jam tikslingiau naudotis kredito linija. Overdraftui taip pat iš anksto nustatomas tam tikro laikotarpio limitas – pinigai gali būti grąžinami iš karto arba dalimis. Grafiškai overdraftas atrodytų kaip veidrodinis kredito linijos atspindys (žr. 2.4 pav.).



## 2.4 pav. Overdrafto pavyzdys (Jurevičienė, 2009)

Klientui suteikiamas limitas, kuris viršija jo sąskaitoje esančias lėšas (minusinis likutis). Kai į sąskaitą įplaukia pinigų, skolos dalis (arba ji visa) grąžinama. Esant reikalui, vėl sumokami kliento pavedimai. Sutarties galiojimo baigimosi dieną visa panaudota lėšų dalis grąžinama

bankui. Palūkanos mokamos tik už faktiškai panaudotas lėšas. Už nepanaudotus pinigus bankas skaičiuoja išipareigojimo mokesį, kaip ir taikydamas kredito liniją.

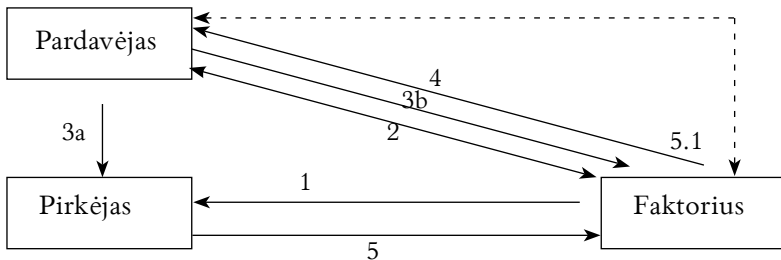
Jeigu kredito linijos atveju bankai išipareigoja pagal pirmą kliento pareikalavimą suteikti jam reikiamą lėšų kiekį neviršydami jo kredito limitu, sudarius overdrafto sutartį bankai turėtų atsisakyti apmokėti kliento sąskaitas, viršijančias lėšų likutį tada, kai kliento mokumas jiems kelia abejonių.

Tiek debetinių, tiek kreditinių kortelių savininkams bankai, atsižvelgdami į kliento finansines galimybes, gali suteikti atitinkamą kredito limitą (kuris veikia overdrafto principu), t. y. klientas gali naudotis didesniu pinigų kiekiu, nei yra jo sąskaitoje. Jis moka palūkanas tik už faktiškai panaudotą limitą ir dienų skaičių. Vadinamasis išipareigojimo mokeskis šiuo atveju būna įskaičiuotas į kortelės metinį administravimo mokesį.

**Faktoringas** (angl. *factoring*) – finansinė paslauga, kuria naudodamasi įmonė parduoda ar perleidžia savo gautinų sumų teisę faktoringo bendrovei, o ši tuo metu veikia kaip vykdytojas. Tai prekybos finansavimo forma, savo prigimtimi panaši į perkeliąmąjį kreditą, t. y. keičiasi kreditorius. Bankas superka debitorines sąskaitas iš klientų ir išsieško jas savo naudai. Dažniausiai prie bankų kuriamos faktoringo bendrovės (analogiškos lizingo įmonėms). Tokios finansų institucijos vertina kiekvieno kliento (debitoriaus) mokumą ir pagal tai suteikia kredito limitą įmonei–pardavėjai. Faktoringo bendrovės administruoja gautinas sumas, prisiima visą pirkėjo (debitoriaus) nemokumo riziką, išmoka savo klientams pinigus iš karto, o pirkėjai (debitoriai) sumoka ateityje tiesiogiai faktoringo bendrovei. Minėtosios bendrovės perka iš klientų debitorines sąskaitas už šių vertę, atskaičius diskontą (komisinį mokesį ir palūkanas). Komisinio mokesčio dydis priklauso nuo debitorių mokumo, rizikos ir administravimo sudėtingumo (dažniausiai sudaro 0,5–0,3 proc. perkamos sumos). Palūkanų dydis skaičiuojamas nuo sąskaitų pirkimo dienos iki debitorinių sąskaitų apmokėjimo dienos (dažniausiai palūkanų norma būna dviem trimis punktais aukštesnė už analogiškų trumpalaikių paskolų palūkanų dydį). Tokiu būdu prekių pardavėjas už pristatytas prekes pinigus gauna anksčiau, negu už jas sumoka pirkėjas.

Faktoringo eiga (žr. 2.5 pav.):

- 1) faktoringo bendrovė, prieš pasirašydama sutartį su įmonė–pardavėja, išanalizuoja debitorių mokumą;
- 2) įmonė–pardavėja pasirašo sutartį su faktoringo bendrove;
- 3) pardavėjas siunčia prekes pirkėjui (3a) ir pateikia dokumentus faktoringo bendrovei atsiskaityti (3b). Apmokėti priimamos tik naujai išrašytos sąskaitos (pasirašius sutartį su faktoringo bendrove);
- 4) faktoringo bendrovė įmonei–pardavėjai avansu sumoka 70–90 proc. sąskaitų vertės, o 10–30 proc. padengia gavusi pinigus iš debitorių ir atskaičiusi administravimo mokestį (apie 0,5–3 proc. sąskaitų vertės) bei palūkanas už avansu sumokėtas lėšas;
- 5) pirkėjas su faktoringo bendrove atsiskaito pagal pirkimo–pardavimo sutartį suėjus mokėjimo terminui.



### 2.5 pav. Faktoringo schema

Sutartyse gali būti nurodoma sąlyga, kad faktoringo bendrovė perka sąskaitas be regreso teisės. Tokie atvejai, kai gautinos sumos paroduodamos be regreso, reiškia, kad faktoringo bendrovė negali pateikti ieškinio pardavėjui, jei pirkėjas nemokės įmokų. Taikant faktoringą, kliento (prekių pardavėjo) pirkėjai gali pervesti pinigus tiesiogiai faktoringo bendrovei arba pardavėjas valdo (surenka) gaunamas sumas ir perveda jas šiai bendrovei. Su regreso teise reiškia, kad jei kliento debitoriai neatsiskaitys suėjus banko nustatytam terminui, bankas turės teisę nusirašyti (išsieškoti) šiuos pinigus nuo savo kliento (prekių pardavėjo) sąskaitos (5.1) (žr. 2.5 pav.). Priešingu atveju bankas taiko

išieškojimo procedūras debitoriams. Pirmuoju atveju bankas gali net nevertinti debitorių mokumo, tik įmonę–pardavėją.

Skiriamos tokios faktoringo rūšys (Dictionary of Finance..., 2006):

- Diskontuotas faktoringas – susitarimas, kai pardavėjas iš faktoringo bendrovės gauna įmokas iki vidutinio termino pabaigos datos, remiantis sąskaitoje–faktūroje nurodyta gautina suma (atėmus diskontą, išmoką už įvertintus reikalavimus ir kt.). Šiuo atveju faktoringo bendrovei mokama palūkanų norma priklauso nuo dienos likučių, dažniausiai 2–3 proc. daugiau nei banko įprastinė palūkanų norma.
- Faktoringas suėjus terminui – susitarimas, kai faktoringo bendrovė, atliekanti visas kreditavimo ir mokėjimų surinkimo (administravimo) funkcijas, kiekvieną mėnesį perveda pardavėjui pinigus už parduotas gautinas sumas (skaičiuojant gautinų sumų vidutinį terminą). Šiuo atveju faktoringo bendrovės komisiniai svyruoja apie 0,75–2 proc., tai priklauso nuo blogų skolų rizikos ir mokėtinų sumų surinkimo sąnaudų.

Faktoringo bendrovės numatomiems pardavimo atvejams dar teikia klientams prieš avansą išduodamas paskolas, kurios leidžia sukaupti atsargų prieš prasidedant pardavimo pikui. Tradiciškai faktoringo paslauga labiausiai siejama su drabužių prekyba, tačiau taikoma ir kitoms sritims.

**Diskontas** (ang. *discount*) – banko nupirkti vekseliai prieš jų apmokėjimą, kai šis sumoka klientui pinigus iš karto. Ta pinigų suma lygi perkamų vekselių sumai, atėmus komisinį mokestį ir palūkanas. Bankas atgauna savo lėšas tik suėjus vekselio apmokėjimo terminui. Todėl laikotarpiu tarp vekselio nupirkimo ir jo apmokėjimo termino bankas suteikia savo klientui tam tikrą kreditą ir už tai gauna palūkanas.

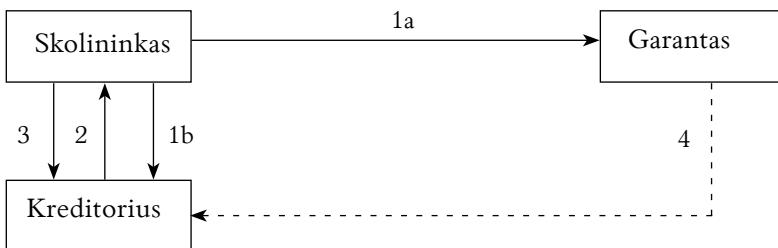
Vekselis (plačiau: 1. „Kreditiniai pinigai“) pagal apibrėžimą – vertybinis popierius–dokumentas, kuriuo jį išrašantysis asmuo sąlygiškai įsipareigoja tiesiogiai ar netiesiogiai sumokėti tam tikrą sumą vekselyje nurodytam asmeniui pats (solo vekselis) arba tai paveda padaryti kam nors kitam (trata vekselis). Tiek juridiniai, tiek fiziniai asmenys už prekes ar paslaugas gali atsiskaityti (sumokėti) mi-



nėtaisiais dokumentais. Tiekėjai, atsiskaitydami vekseliais, paprastai atideda mokėjimo terminą, t. y. suteikia pirkėjams komercinį kreditą. Tokie vekseliai vadinami komerciniais (prekybiniais) ir tik tokius diskontuoja (perka) bankai, neatsižvelgdami į jų rūšis, ar tai solo, ar trata vekselis. Priimami diskontuoti dokumentai turi atitikti visus reikalavimus (pagal toje šalyje egzistuojantį vekselių įstatymą). Bankas, pirkdamas vekselį, įvertina jo pateikėjo (komitento), laiduotojo (avalisto) ir indosantų (asmenų, pasirašančių vekselio (gali būti čekio ar kito vertybinio popieriaus) teisių perdavimą (indosamentą) kitam asmeniui). Kiekvienas indosantas atsako už šio dokumento akceptą (sutikimas apmokėti vekselio sumą) ir už jo apmokėjimą, taip pat finansinę būklę (mokumą). Bankas, atsisakydamas pirkti vekselį, neprivalo komentuoti savo atsisakymo motyvų. Diskonto suma apskaičiuojama atsižvelgiant į laiką, likusį iki sumokėjimo termino, ir diskonto (palūkanų) normą, kuri galioja tą dieną. Ši suma lieka bankui, o vekselio likutis išmokamas jo pateikėjui.

Minėtosios operacijos naudotinos apyvartinėms lėšoms, debitoriniams išskolinimams ir prekėms finansuoti. Diskonto, kaip ir faktoringo, atveju klientas pinigų gauna nedelsiant, o palūkanų norma gali būti žemesnė nei mokama už paskolą ar overdraftą, ir ji susijusi su banko taikoma bazine bei tarpbankine palūkanų normomis.

**Garantija** (angl. *guarantee*) – vienašalis garanto įsipareigojimas garantijoje nurodyta suma atsiskaityti kreditoriui, jeigu skolininkas neįvykdys savo prievolės. Garantijos eiga pavaizduota 2.6 paveiksle.



2.6 pav. Garantijos procesas

- 1) skolininkas kreipiasi į garantą dėl garantijos suteikimo (1a) ir ją pateikia kreditoriui (1b);
- 2) kreditorius išduoda paskolą;
- 3) skolininkas grąžina paskolą kreditoriui pagal sudarytą sutartį;
- 4) jei skolininkas laiku negrąžina kreditoriui paskolos, garantas pastarajam už skolininką sumoka garantijoje nurodytą sumą.

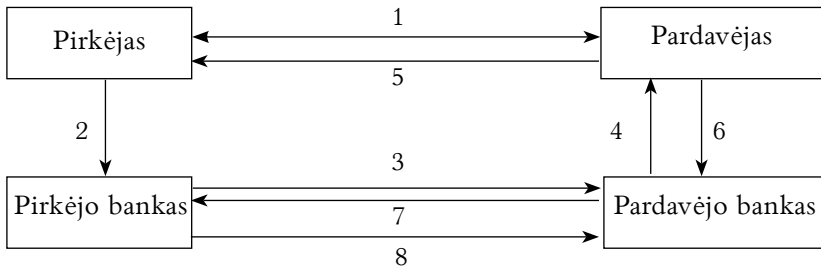
Įvykdęs prievolę už skolininką, garantas įgyja atgręžtinio reikalavimo teisę skolininkui. Bankas (garantas) raštu įsipareigoja skolininko kreditoriui sumokėti nurodytą pinigų sumą pagal skolininko kreditoriaus reikalavimą. Už garantijos suteikimą skolininkas moka garantui sutartimi nustatytą atlyginimą. Kol bankas (garantas) įvykdo savo įsipareigojimą pagal garantijos sutartį (sumoka skolininko kreditoriui), visą tą laikotarpį garantija banke yra apskaitoma nebalansinėje sąskaitoje. Palūkanos pradedamos skaičiuoti tik tada, jeigu toks įsipareigojimas įvykdomas (t. y. atsiranda balanse). Tokiu būdu bankas, suteikdamas garantiją, turi išanalizuoti skolininko finansines galimybes sumokėti savo kreditoriui (kaip ir bet kokios paskolos išdavimo atveju).

**Akredityvas** (angl. *letter of credit*) – pirmiausia tai yra atsiskaitymo forma. Taikydamas akredityvą bankas, veikiantis mokėtojo prašymu arba savo paties vardu, įsipareigoja sumokėti pinigus lėšų gavėjui, arba patvirtinti apmokėjimą, arba pavesti kitam bankui sumokėti pinigus, arba įgalioja kitą banką pirkti dokumentus, jeigu šie atitinka akredityvo sąlygas.

Tačiau bankas gali atidaryti akredityvą rezervavęs kliento pinigus – tokiu būdu kreditavimo paslauga nėra teikiama. Dažniausiai bankai siūlo išleisti akredityvą be lėšų rezervavimo – tokiu atveju taikomos tokios pat procedūros, kaip ir išduodant paskolas (kliento kredito rizikos vertinimas). Akredityvo eiga yra tokia (žr. 2.6 pav.):

- 1) pasirašoma sutartis tarp pardavėjo ir pirkėjo;
- 2) pirkėjas kreipiasi į savo banką ir prašo išleisti dokumentinį akredityvą;
- 3) pirkėjo bankas siunčia akredityvą į pardavėjo banką (SWIFT‘u);
- 4) pardavėjo bankas apie akredityvą praneša pardavėjui;
- 5) pardavėjas siunčia prekes pirkėjui;

- 6) pardavėjas pateikia savo bankui akredityvo sąlygose nurodytus dokumentus;
- 7) pardavėjo bankas siunčia dokumentus pirkėjo bankui;
- 8) pirkėjo bankas sumoka pardavėjo bankui.



### 2.6 pav. Akredityvo procesas

Akredityvo teikiami pranašumai pardavėjui (eksportuotojui):

- pardavėjas turi pirkėjo banko įsipareigojimą sumokėti už išsiųstas prekes/suteiktas paslaugas;
- pirkėjo bankas negali atsisakyti mokėti, jeigu jam pateikiami akredityvo sąlygas atitinkantys dokumentai;
- pardavėjas gali numatyti išsiųstų prekių apmokėjimo datą.

Akredityvo teikiami pranašumai pirkėjui (importuotojui):

- bankas sumokės pardavėjui už išsiųstas prekes, kai pastarasis bankui pateiks akredityvo sąlygas atitinkančius dokumentus;
- pirkėjui suteikiama galimybė kontroliuoti prekių išsiuntimo terminus;
- išleistas akredityvas įrodo pirkėjo mokumą (tai labai svarbu sudarant naujus prekybos sandorius) ir leidžia tikėtis pardavėjo lengvatų ateityje;
- išleidžiant akredityvą su atidėtu mokėjimu, pirkėjui suteikiama galimybė parduoti gautas prekes ir tik vėliau už jas atsiskaiyti su pardavėju, t. y. bankas kredituoja pirkėją.

Apmokėjimas vykdomas ne pagal prekes, o pagal akredityvo sąlygas atitinkančius bankui pateiktus dokumentus, todėl (i) privaloma būti labai atidiems formuluojant jiems taikomus reikalavimus,

kadangi visada (ii) išlieka rizika, kad pardavėjas gali išsiųsti, pvz., ne tą ar ne tos rūšies prekę. Akredityvas yra nuo atitinkamos prekių perleidimo sutarties atsietas banko įsipareigojimas – nors ir padaroma kokių nors šios sutarties pakeitimų, jie nėra automatiškai taikomi akredityvui, todėl norint, kad šie pakeitimai galiotų ir akredityvui, turi būti keičiamos ir jo sąlygos.

Akredityvu rekomenduojama atsiskaityti tuo atveju, kai:

- prekybos partneriai nepažįsta vienas kito;
- abejojama partnerio mokumu;
- sudaromos sutartys su partneriais politiškai nestabiliuose, ekonomiškai silpnose šalyse;
- to reikalauja šalies įstatymai.

**Iždo produktai** – susitarimas, pagal kurį viena šalis perka, o kita parduoda pagrindinę valiutą už kitą valiutą nustatytu kursu ir atsiskaito:

- ne vėliau kaip antrą darbo dieną po sandorio sudarymo dienos (angl. *spot*);
- vėliau negu antrą darbo dieną po sandorio sudarymo dienos (angl. *forward*).

Taip pat gali būti sudaromi valiutų kurso apsikeitimo (angl. *swap*) ir pasirinkimo (angl. *options*) sandoriai. Valiutų apsikeitimo sandoris yra dviejų sandorių – neatidėliotino valiutos keitimo ir išankstinio valiutos keitimo – derinys. Jį sudarydamas klientas susitaria su banku tam tikram laikotarpiui apsikeisti valiutomis. Pagal šį sandorį šalys neatidėliotinai perka arba parduoda sutartą vienos valiutos sumą už kitą valiutą ir sutaria parduoti arba pirkti tą pačią valiutos sumą už kitą valiutą sutartą datą ateityje pagal sandorio metu nustatytą kainą. Pasirinkimo sandoris – tai sandoris, pagal kurį jo pirkėjas, sumokėjęs pardavėjui tam tikro dydžio premiją, apskaičiuojamą nuo pageidaujamos sumos, įgyja teisę ateityje keisti valiutą pagal sandorio sudarymo metu nustatytą kainą, tačiau to daryti neįsipareigoja.

Palūkanos už šias išvestines finansines priemones įskaičiuojamos į pardavimo kainą, todėl skaičiavimai taikomi iš principo kitokie, bet kliento kredito rizika yra vertinama, kaip ir teikiant bet kurią kitą paskolą.

**Forfeitingas** (angl. *forfeiting*) – eksporto finansavimo forma, kai bankas perka vekselius. Būtina sąlyga – importuotojo šalies bankas turi suteikti tokiam sandoriui garantiją.

Manoma, kad forfeitingo operacijos atsirado 1950 metų pabaigoje. Tuo metu daugelis Rytų Europos ir trečiojo pasaulio šalių pradėjo iš Vakarų importuoti įrenginius ir kitus daiktus. Už įsigytas prekes importuotojas norėjo sumokėti per trejus penkerius metus, o eksportuotojas, atsižvelgdamas į šių šalių specifiką, neketino prisiimti rizikos. Tada ir buvo sukurtas forfeitingas – netradicinis užsienio prekybos finansavimo būdas.

Gamybos priemonių pirkėjas sumoka dalį sumos iš karto, o likusią – nuolatinais įnašais (dažniausiai per penkerius metus). Tai likusiai daliai pirkėjas išrašo paprastus vekselius arba keletą pervedamųjų vekselių (mokėjimo pavedimų), kurių galutinio apmokėjimo diena, pvz., po 5 metų, bet visą tą laikotarpį numatomi nuolatiniai mokėjimai. Pirkėjo bankas turi garantuoti (avalizuoti) šiuos vekselius arba sąskaitas.

Gamybos priemonių pardavėjas savo šalyje turi rasti banką, kuris sutiks finansuoti forfeitingą. Pardavėjas užsienio partneriui pristato prekes ir mainais gauna paprastus arba akcepto vekselius, kuriuos vėliau parduoda forfeitingo bankui.

Forfeitingo kaina:

- pirkėjas moka už garantiją;
- pardavėjas moka diskonto arba palūkanų normą, mokestį už įsipareigojimą ir opciono (valiutos pardavimo) komisinius.

Ši operacija paplitusi užsienio prekyboje, nors forfeitingo paslaugas galima taikyti ir šalies vidaus prekybai. Minėtoji priemonė dažniausiai taikoma toms šalims, kurių eksportas neužtektinai kredituojamas. Forfeitingas padeda pagreitinti eksportuotojo turto apyvartumą, dėl to sumažėja balanso debitorinių įsiskolinimų suma. Užsienio prekyboje forfeitingas dažniausiai taikomas parduodant didelį objektą, pvz., įmonę, laivą, įrenginių kompleksą, stambią prekių partiją ir t. t. Kai eksportuotojas negali atidėti mokėjimo, o importuotojui

reikalinga prekė, bet sumokėti už ją jis negali nei savais pinigais, nei banko kreditu, šią problemą padeda išspręsti forfeitingas.

Tiek faktoringas, tiek ir forfeitingas iš esmės yra netiesioginis komercinis kreditavimas, superkant mokestinius reikalavimus. Šios kredito rūšys ar rizikos perkėlimo priemonės gali funkcionuoti sudarant ir vidaus, ir tarptautinius prekybos sandorius. Svarbiausi faktoringo ir forfeitingo skirtumai:

- faktoringas gali būti ir be regreso teisės, ir su regreso teise, o forfeitingas – tik be regreso teisės;
- politinę ir pinigų pervedimo riziką faktoringo atveju prisiima eksportuotojas, o forfeitingo – forfeitorius;
- skirtinga kreditavimo procedūra: forfeitingo metu pirkėjas iš anksto turi sumokėti tiekėjui dalį sumos, o faktoringo atveju avansą tiekėjui suteikia faktorius.

**Lizingas** (angl. *leasing*) – specifinė finansavimo sistema, susiejanti ilgalaikės nuomos ir kreditavimo elementus. Lizingu už tam tikrą mokestį suteikiama teisė kurį laiką valdyti ir naudoti turtą. Lizingo gavėjas (nuomininkas, naudosiantis tą turtą, – fizinis ar juridinis asmuo) išsirenka objektą, kurį lizingo davėjas (nuomotojas ar finansinė institucija) įsigyja savo vardu pasirašydama lizingo sutartį. Gavėjas minėtąjį turtą atkuriamąja verte apdraudžia davėjui priimtinoje draudimo bendrovėje. Davėjas su gavėju pasirašo turto perdavimo aktą. Bendra lizingo įmokų suma susideda iš:

- amortizacinių atskaitymų (finansinio lizingo atveju jie lygūs turto balansinei vertei);
- palūkanų už kredito išteklius, kuriuos lizingo davėjas išleido turtui įsigyti;
- komiso mokesčio už turto perdavimą;
- turto draudimo įmokų (jei draudžia davėjas) ir sutartyje numatytų kitų išlaidų.

Kitos konkrečios sąlygos (minimali ir maksimali suma, pradinis įnašas, terminas ir kt.) priklauso tiek nuo lizingo gavėjo finansinės padėties ir pageidavimų, tiek ir nuo davėjo taikomų taisyklių. Kadangi įmokos už lizingą visada skaičiuojamos taikant anuitetinį paskolos grąžinimo būdą, faktiškai sumokėta palūkanų suma yra didesnė (nei

tą patį daiktą įsigijus už vartojamosios paskolos lėšas ir pasirinkus lizinginį jos grąžinimo būdą).

Lizingo davėjas prisiima gavėjo nemokumo riziką ir dažniausiai nereikalauja įkeisti kokio nors kito turto. Vykdamas lizingo operacijas, gali dalyvauti ir tarpininko funkcijas atliekanti tarpininkavimo (brokerinė) įmonė. Lizingo arba bendra sutartis, apimanti tęstinius sandorius (neatsižvelgiant į valdomą ir naudojamą turtą), gali būti sudaroma kiekvienam konkrečiam objektui. Įsigyjant turtą lizingu nereikia išorinio finansavimo šaltinio ir šį turtą galima naudoti nepadengus visos jo vertės. Lizingo sandoriui nereikia užstato. Lizingas klientui yra naudingas tuo, kad įsigyjamus įrengimus galima pradėti eksploatuoti iš karto. Šiems sandoriams visada taikomas anuitetinis paskolos grąžinimo būdas, ir nesvarbu, ar sutartis sudaroma renkantis fiksuotą ar kintamą palūkanų normą. Tačiau egzistuoja grėsmė klientui – jeigu jis keletą metų tvarkingai moka įmokas, o vėliau, pasikeitus finansinei padėčiai, nebegali jų mokėti, daiktą lizingo įmonė atsiima, o sumokėti pinigai klientui negrąžinami. Žinoma, sudaromos sąlygos rasti kitą klientą, perlizinguoti daiktą, bet tai – sėkmės dalykas.

Finansavimo požiūriu skiriamos tokios nuomos rūšys: išperkamoji (finansinis lizingas), veiklos (operacinis lizingas) ir pardavimas bei atpirkimas. Finansinio lizingo (vadinamojo kapitalo lizingo) atveju nustatytas terminas yra artimas arba lygus naudingam turto ekonominio eksploatavimo laikotarpiui, tokia sutartis negali būti atšaukta. Išperkamasis turtas įtraukiamas į lizingo gavėjo balansą ir skaičiuojamas jo nusidėvėjimas, tačiau tikroju savininku lieka lizingo davėjas, kuris tik finansuoja turto įsigijimą. Lizingo gavėjas padengia visas kitas išlaidas (įskaitant eksploatacijos išlaidas ir mokesčius anuitetiniu mokėjimo būdu) ir, pasibaigus nustatytam terminui, įgyja teisę išsipirkti turtą už numatytą kainą arba, jei sumokėta visa turto vertės suma (vadinamasis visiškai sumokėtasis lizingas), įgyti nuosavybės teisę į minėtąjį turtą. Nuo turto perėmimo datos (pagal turto perdavimo aktą ar kitą dokumentą) lizingo gavėjas perima visą su turto praradimu ir jo gedimu susijusią riziką, taip pat prisiima visas turto eksploatavimo, techninės priežiūros ir kitas išlaidas. Už kapitalinį remontą sumoka lizingo davėjas.

Veiklos nuomos lizingo (teisiškai tapatinamo su nuoma) sutartis sudaroma trumpesniais terminais nei išperkamojo turto ekonominis naudojimo laikotarpis. Sutarties galiojimo metu įmokos būna mažesnės nei išperkamosios nuomos atveju. Turtas apskaitomas lizingo davėjo (jam tenka su turto nuosavybe susijusi rizika ir nauda) balanse. Veiklos nuoma gali būti nutraukta bet kuriuo metu, jeigu turtas (pvz., įranga) susidėvi arba tampa nereikalingas. Pasibaigus sutarties terminui, šis turtas lieka lizingo davėjo nuosavybė, o lizingo gavėjas tą daiktą gražina davėjui, nuomoja naują turtą, pratęsia lizingo sutartį arba išperka turtą už likutinę vertę. Šios rūšies lizingas patrauklus įmonėms, kurių veikla yra sezoninio pobūdžio, ir toms, kurios nenori apsikrauti ilgalaikiu turtu, nes nuomojami objektai nepatenka į balansą. Lizingo gavėjas išvengia turto rinkos vertės sumažėjimo rizikos. Visos įmokos įtraukiamos į lizingo gavėjo sąnaudas ir sumažina apmokestinamąjį pelną arba pajamas. Be to, nuomojančiai įmonei nereikia rūpintis daikto pardavimu, tai – lizingo bendrovės rūpestis. Ši paslauga labai populiari įsigyjant greitai morališkai senstančių gamybos priemonių – kompiuterių, automobilių ir t. t. Tačiau tokia paslauga galima tik perkant naują daiktą (iš gamintojo ar tarpininko), nes šiuo atveju lizingo davėjas, įsigydamas tą daiktą savo vardu, iš karto sudaro vadinamąją *lease back* sutartį, kuria turto pardavėjas (gamintojas) išipareigoja termino pabaigoje jį atpirkti.

Parduodamas ir atpirkdamas turtą lizingo gavėjas perduoda turimą turtą (dažniausiai nekilnojamąjį) lizingo davėjui ir iš jo išperka per ilgesnį laikotarpį. Toks susitarimas naudingas pardavėjui, nes ilgalaikis turtas parduodamas, paverčiamas pinigais ar gautinomis sumomis, tai padeda pagerinti įmonės rodiklius, bet gali būti nuostolingas dėl nusidėvėjimo ir mokesčių lengvatų.

Pagal sandorio subjektus skiriamas vidinis (visi sandorio subjektai yra tos pat šalies rezidentai) ir tarptautinis lizingas. Pastarasis būna tiesioginis (visas operacijas atlieka skirtingų šalių įmonės ir organizacijos) ir netiesioginis (lizingo davėjas ir gavėjas yra vienos šalies rezidentai, o davėjo kapitalas iš dalies priklauso užsienio įmonėms ar finansinėms institucijoms). Tarptautinis lizingas nedidina šalies užsienio skolos ir skatina eksportą.

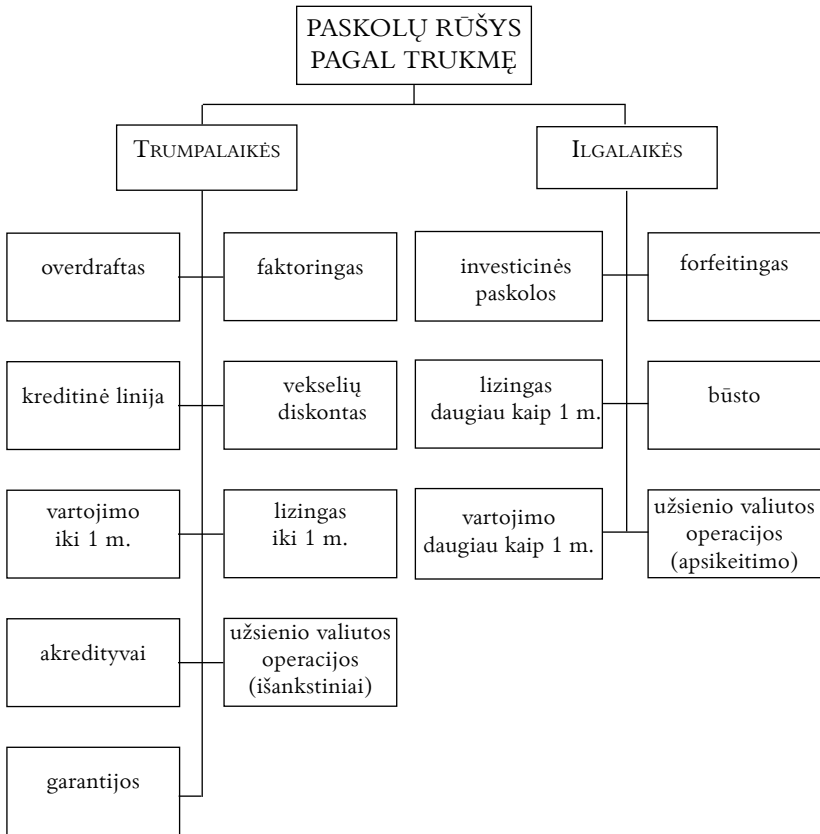


Lietuvoje lizingo verslas pradėtas plėtoti 1993 metais, pirmoji lizingo bendrovė įkurta 1995 metais – Vilniaus banko lizingas (nuo 2005 metų – SEB VB lizingas). 1998 metais įkurta Lietuvos lizingo asociacija, tačiau vėliau jos veiklą perėmė Lietuvos bankų asociacija.

Lizingo išdavimo eiga:

- lizingo gavėjas (nuomininkas, naudosiantis tą turtą) išsirenka daiktą, kurį lizingo davėjas (nuomotojas) įsigyja savo vardu prieš pasirašydamas lizingo sutartį;
- gavėjas turtą apdraudžia atkuriamąja verte davėjui priimtinoje draudimo bendrovėje;
- pasirašo sutartį;
- davėjas su gavėju pasirašo turto perdavimo aktą.

Apibendrinant išvardytas skolinimo formas, jas tikslinga būtų sugrupuoti pagal trukmę (žr. 2.7 pav.). Atsižvelgiant į paskolos naudojimo tikslą, galima pasirinkti tinkamą finansavimo formą. Dažniausiai paskolų išdavimas siejamas su už jas įsigyjamais produktais ar paslaugomis. Bendra taisyklė – už paskolą įsigyjamas turtas turi būti naudojamas ne trumpiau nei paskolos trukmė. Todėl trumpalaikės paskolos suteikiamos apyvartinėms lėšoms finansuoti ar pinigų srautų netolygumams išlyginti, o ilgalaikės paskolos išduodamos investiciniam turtui įsigyti (įrengimams, pastatams).



### 2.7 pav. Paskolų skirstymas pagal terminą

Gyventojams išduodamos paskolos dar skirstomos į vadinamąsias geras ir blogas, tai priklauso nuo finansavimo tikslo. Paskolos, už kurias įsigyjamas investicinis turtas, taip pat ir studijų paskolos, priskiriamos geroms paskoloms, o tos, kurios naudojamos pramogoms, – blogoms. Pvz., jeigu automobilis įsigyjamas už skolintus pinigus, tačiau jis naudojamas verslo tikslams ir dėl to gali padidėti asmens pajamos, paskola priskiriama gerųjų grupei. Priešingu atveju, kadangi automobilis iš esmės yra vartojimo prekė (jo vertė laikui bėgant ne didėja, o mažėja), ši paskola, kaip ir kitos vartojimo paskolos, priskiriamos blogųjų grupei.

Bendra taisyklė – paprasta: jei už paskolą įsigyjamas turtas leidžia padidinti gaunamas pajamas arba už paskolą įsigyto turto vertė kyla, tokiu atveju paskola laikoma gera.

Kalbant apie geras ir blogas paskolas galima apskaičiuoti, kokią bendrųjų pajamų dalį jos sudaro:

Blogos skolos / metinių pajamų = **blogų skolų grėsmės rodiklis**.

Sakykime, metinis atlyginimas – 57 000 EUR, o vartojimo paskolos, kreditinės kortelės ir lizingas sudaro 25 000 EUR. Blogų paskolų grėsmės rodiklis –  $25\,000 / 57\,000 = 0,44$ .

Žinoma, geriausia, kai šis rodiklis lygus 0. Viena stambiausių JAV kredito kortelių bendrovių savo darbuotojams per mokymus pasakė, kad jei vartojimo paskolos sudaro apie 10 ar 20 proc. metinių pajamų, rezultatas gana geras. Jeigu šis rodiklis siekia 25 proc., jau šioks toks signalas, kad kyla grėsmė, nes jis kaip sniego kamuolys gali imti didėti.

---

## 2.1.

---

### Kreditavimas

Kreditas pirmiausia apibūdinamas kaip pasitikėjimas. Bankai išduoda paskolas iš indėlininkų priimtų pinigų. Tačiau dažniausiai jie priima indėlius trumpesniai laikotarpiui, nei išduoda kreditus. Tai reiškia, kad bankai trumpesnio periodo indėliais finansuoja ilgesnio laikotarpio paskolas. Todėl jie susiduria su rizika, kad jeigu indėlininkas norės anksčiau sutarto laiko atsiimti savo indėlį, bankas gali neturėti pinigų jam išmokėti.

Kreditavimo veiklai būdingos kelios taisyklės:

- Tam, kad banko veikla būtų sėkminga, būtina užtikrinti indėlių ir paskolų terminų atitikimą. Ši taisyklė dar vadinama **auksine bankininkystės taisykle**. Paskolos turi būti išduodamos ne ilgesniam laikotarpiui nei priimamos indėlininkų lėšos. Skolindamas trumpalaikius indėlius ilgam laikui, bankas

rizikuoja prarasti savo likvidumą, t. y. jis gali neišgalėti sumokėti klientams jų įdėtų pinigų tada, kai šie to pareikalauja.

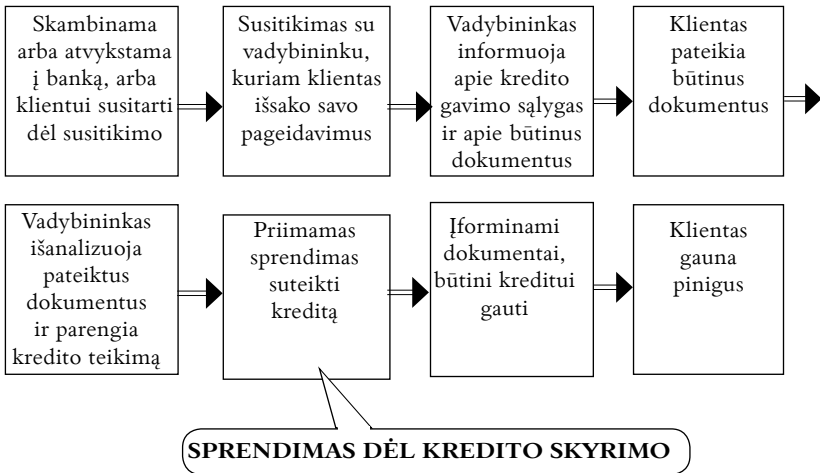
- Interesų prieštaravimas, sudarant paskolų portfelį, (žr. 2.8 pav.) dar vadinamas **magiškuoju trikampiu**.



**2.8 pav. Magiškasis trikampis**

Vykdydamas kreditavimo veiklą, bankas turi siekti trijų tikslų: likvidumo, pelno ir saugumo. Norėdamas palaikyti tinkamą likvidumą, jis turi mažinti ilgalaikių ir didinti trumpalaikių paskolų apimtį. Norėdamas gauti didelį pelną, bankas turi maksimaliai padidinti ilgalaikių paskolų teikimą (dėl didesnių pajamų, gaunamų iš palūkanų). Didesnio saugumo sumetimais bankininkai, duodami paskolas, turi būti išrankūs ir atsargūs.

Skolinimo proceso eiga parodyta 2.9 pav.



**2.9 pav. Skolinimo procesas**

Bankai, išduodami paskolas, turi įvertinti savo klientų (paskolų gavėjų) galimybes jas gražinti. Literatūroje esama daug apibrėžimų, apibūdinančių kreditavimo principus, tačiau lengviausiai įsimenamas ir tiksliausiai svarbiausius žingsnius apibūdinantis yra vadinamasis CAMPARI metodas. Kiekviena raidė reiškia tam tikrą principą, kurio būtina laikytis vykdant kreditavimo veiklą. Šiuos principus būtina taikyti teikiant paskolas tiek įmonėms, tiek ir gyventojams (Jurevičienė, 2009).

*Character* – kredito gavėjo patikimumas, t. y. kaip skolintojas vertina moralines kliento (įmonės vadovo) savybes, taip apibūdinamas pasitikėjimas klientu, kurį gali lemti ankstesnė kreditavimo istorija, informacija apie kliento veiklą ir t. t.

*Ability* – galimybė (produktyvumas), t. y. finansinės kliento galimybės gražinti paskolą. Vertinamos gaunamos kliento pajamos, skaičiuojama, kiek jam lieka pinigų paskolai gražinti, patenkinus kitus poreikius ir sumokėjus privalomas išlaidas.

*Margin* – marža, t. y. kreditoriaus taikomas vadinamasis antkainis – skirtumas tarp pinigų pirkimo iš indėlininkų (praktiškai taikoma tarpbankinė palūkanų norma) ir pinigų pardavimo paskolos gavėjui. Marža apima kelis kriterijus, tačiau visada turi atitikti banko prisiimamą riziką už galimą kliento nemokumą ar mokėjimų sutrikimą.

*Purpose* – tikslas, t. y. vykdant kreditavimo veiklą labai svarbu, kad paskola būtų panaudota būtent tam tikslui, kuriam ją suteikė kreditorius. Tai užtikrina ir pinigų naudojimo naudą klientui, ir suteikia tikrumo kreditoriui, nes jis gali iš anksto įvertinti ir galimą investavimo (pinigų panaudojimo) riziką.

*Amount* – paskolos suma. Pabrėžiama, kad kredito suma turi atitikti pinigų poreikį konkrečiam tikslui (projektui) įgyvendinti. Jei ši suma bus didesnė, klientas gali panaudoti pinigus kitiems tikslams (netikslingai). Jei suma bus per maža, klientas gali skolintis papildomai iš kito kreditoriaus, o tai reiškia, kad klientui reikės vienu metu atiduoti kelias paskolas, iš jų ir tas, kurių pradinis kreditorius neįvertino, suteikdamas kreditą. Abiem atvejais gali kilti mokumo problemų.

*Repayment* – paskolos gražinimo periodiškumas turi atitikti kliento gaunamus pinigų srautus, priešingu atveju, atėjus mokėjimo lai-

kui, klientui gali pritrūkti reikiamos sumos, o anksčiau gautas pajamas jis jau gali būti panaudojęs kitiems tikslams.

*Insurance* – verčiamas kaip „draudimas“, tačiau šiuo atveju suprantamas kaip kredito grąžinimo užtikrinimo priemonė. Paskolos dažniausiai užtikrinamos įkeičiant turtą (ne vartojimo kredito atveju – nekilnojamąjį turtą) arba laidavimu (dažniausiai fizinio asmens, turinčio nuolatines pajamas), tačiau neretai ir mokių institucijų, tarp jų ir valstybinių, garantija ar paskolos draudimu, kurį suteikia draudimo įmonės. Paskolos grąžinimo užtikrinimas – bankui suteikiama galimybė, jei klientas nevykdys ar negalės vykdyti savo finansinių įsipareigojimų, išsietiškoti skolą iš įkeisto turto vertės ar laiduotojo, garanto pajamų ar draudimo išmokos.

Taigi kredituojant svarbu nepamiršti, kad paskolos grąžinamos pinigais, todėl bankai, prieš teikdami paskolas, privalo nuodugniai išanalizuoti kliento mokumą: jo gaunamas pajamas, apskaičiuoti, ar, atėmus gražintiną paskolos sumą ir palūkanų įmokas, klientui užteks pinigų ne tik visoms turimoms skoloms sumokėti, bet ir pragyventi – atsiskaityti už komunalines paslaugas, pirkti maistą ir kt., o įmonėms nepritrūks lėšų einamosioms išlaidoms padengti. Tačiau, nepaisant kliento mokumo įvertinimo, bankai, būdami indėlininkų „įgaliotiniai“, neturi teisės išduoti paskolų, dėl kurių grąžinimo patys abejoja. Visais atvejais rizikingesni kreditai yra kompensuojami didesnėmis palūkanų normomis (maržos sąskaita). Tokiomis laikomos paskolos, už kurias nėra įkeičiamas turtas (geriausias įkeitimas kreditoriui – gryniesi pinigai, bet tai retai pasitaiko, dažniausiai įkeičiamas nekilnojamas turtas) ar pateikiama kitų paskolos užtikrinimo priemonių.

### *2.1.1. Verslo klientų finansinės būklės vertinimo rodikliai*

Skaičiuodami verslo klientų finansinius rodiklius, bankai remiasi finansinėmis ataskaitomis: įmonės balansu, pinigų srautu, pelno ir nuostolių ataskaitų analize. Siekiant įvertinti įmonės finansinę būklę, analizuojama apskaičiuotų finansų koeficientų dinamika ir struktūra. Ypač būtina atkreipti dėmesį į įmonės atsargų apyvartos ir debitorių įsiskolinimų analizę (apie įmonių pagrindinių finansinių rodiklių skaičiavimą plačiau: 1 priede).

Būtina nepamiršti tam tikrų ypatumų, vertinant finansines ataskaitas, t. y.:

- Balansas parodo, kur „yra“ įmonė, – tai jos vizitinės kortelė, tačiau sudaromas tik tam tikros datos balansas. Padėtis gali kardinaliai pasikeisti jau kitą dieną.
- Pelno ir nuostolių ataskaita parodo, kur įmonė „buvo“, ar ji gali valdyti savo riziką? Tačiau tai – tik teorinis matas, ir jis ne visada parodo tikrąją padėtį.
- Pinigų srautų analizė parodo, kur link „eina“ įmonė:
  - Likvidumas – tai deguonis.
  - Produktyvumas ir (ar) pelnas – tai maistas.

Svarbu nepamiršti, kad paskolos ar skolos mokamos pinigais, **ne pelnu!** Todėl kreditoriui būtina įsitikinti, ar įmonė iš tikrųjų generuoja pinigų srautus ir gali grąžinti savo skolas. Jam ypač svarbi yra pinigų srautų ataskaitos analizė.

Vertinant apskaičiuotus rodiklius, reikia nepamiršti, kad šie dar nėra atsakymai, o tik jų gavimo būdai. Analizuojant rodiklius, reikia atsižvelgti į jų santykį su šakos, kurioje veikia įmonė, standartais – įvertinti rodiklių tendencijas ir nusistovėjusį, tradicinį požiūrį į tam tikrų rodiklių reikšmes.

Likvidumo rodikliai padeda suprasti, ar įmonė turi galimybių gauti pinigų. Šie rodikliai atskleidžia mažesnę nei 12 mėnesių riziką. Tačiau svarbu nepamiršti, kad jais lengva manipuliuoti. Tai tik tam tikros dienos fotografija, nes minėtieji rodikliai imami iš balanso ataskaitų. Skaičiuojami einamojo, greitojo, grynojo apyvartinio kapitalo rodikliai.

Finansinio sverto rodikliai padeda suprasti, kaip įmonė pajėgia finansuoti savo verslą. Padeda suvokti potencialią riziką, susijusią su per dideliu ar neteisingai pasirinktu finansavimu. Kodėl reikėtų atsargiai žiūrėti į finansinio sverto rodiklius? Turto vertė paprastai yra pavaizduojama balansine verte, ir tai gali neatskleisti tikrosios padėties.

Svarbiausi finansinio sverto rodikliai:

- skolos ir viso turto santykis rodo, kokią turto dalį (procentais) finansuoja kreditorius. Dauguma bankų pageidauja, kad įmonės turėtų bent 30 proc. savo lėšų. Tokiu atveju visų įsipareigojimų santykio su visu turtu rodiklis būtų apie 70 procentų;

- ilgalaikės skolos ir viso turto santykis atskleidžia, kokia turto dalis (procentais) yra finansuojama ilgalaikė paskola. Tai svarbu žinoti, nes padeda įsitikinti, ar įmonė tinkamai finansuoja savo veiklos plėtrą;
- skolos ir akcininkų nuosavybės santykis padeda nustatyti, kokią verslo dalį (procentais) finansuoja kreditoriai akcininkų investicijų atžvilgiu. Maksimalus rodiklis turėtų būti 2.33 (70/30).

Skolos padengimo rodikliai rodo, ar įmonė gali sumokėti skolas iš savo uždirbto pelno. Jie padeda suvokti riziką, kylančią dėl įmonės pinigų srautų valdymo. Tačiau į šiuos rodiklius reikia žiūrėti atsargiai, nes jie labai priklauso nuo prognozuojamo pardavimo apimčių ir pelno. Be to, nėra jokių garantijų, kad įmonė nesiskolins kur nors kitur.

Turto efektyvumo rodikliai padeda kreditoriui įvertinti, kaip įmonė valdo savo turtą. Jais naudojantis galima numatyti problemas, kurių gali kilti tam tikru veiklos etapu. Būtina atsargiai interpretuoti efektyvumo rodiklius. Jie būna efektyviausi, kai lyginami su ūkio šakos standartais. Įvairios šakos turi labai skirtingus vidurkius.

Jeigu apskaičiavus tam tikrus rodiklius gaunamos neigiamos reikšmės, tai suteikia tam tikros informacijos apie įmonės finansinę būklę. Neigiami finansinių ataskaitų ir rodiklių skaičiai gali atskleisti:

- finansinės padėties pablogėjimą;
- ilgesnius gaunamų sumų surinkimo laikotarpius;
- kreditavimo ir pardavimo filosofijos pasikeitimą;
- staigų gautinų sumų didėjimą;
- gerokai susikaupusias atsargas;
- sulėtėjusį atsargų apyvartumą;
- sumažėjusį apyvartinį kapitalą (ir rodiklį);
- smarkiai padidėjusią trumpalaikę skolą;
- pagal skolos ir akcininkų nuosavybės santykį padidėjusią skolos dalį;
- didesnę pardavimo metu realizuotų prekių savikainos procentinę dalį;
- pablogėjusį skolos padengimo rodiklį.



Prieš išduodant paskolą, analizuojami ir kiti duomenys, apibūdinantys įmonę, vadinamieji verslo kliento patikimumo kriterijai (dalis iš jų taikoma ir gyventojams), tai:

- įmonės apyvarta, bendrosios pajamos, veiklos pelningumas;
- skolos valstybei, ar įmonė neskolinga VMI ir „Sodrai“. Ar ji registruota Turto arešto aktų registre (antstolių kontoroje). Įmonės nesumokėtos skolos įtraukiamos į skolų registrą (jį administruoja UAB „Creditinfo“);
- turtinė padėtis (turimas kilnojamasis ir nekilnojamasis turtas, ne tik siūlomas įkeisti);
- antrinės įmonės – ar jos neturi skolų, ar nėra veikiamas naujos įmonės vardu, o senoji praskolinta;
- įsipareigojimai kredito institucijoms (duomenų bazės valdytojas yra Lietuvos bankas);
- įmonės darbuotojų skaičius;
- kiek laiko veikia įmonė (mažiau nei dvejus metus veikiančios įmonės yra rizikingesnės);
- rinka, kurioje veikia įmonė.

Analizuojant finansines ataskaitas, būtina atsižvelgti į tokias ypatybes:

- „pelnas – tai nuomonė, pinigai – faktas“;
- pinigai užsienio valiuta;
- paslėpti įsipareigojimai;
- apskaitos politikos detalės;
- investicijų traktavimas.

Analizuojant audituotas ataskaitas, svarbu nepamiršti, kad auditoriaus veikla apima šias funkcijas:

- auditorius pirmiausia atsiskaito akcininkams;
- nedalyvauja rengiant finansines ataskaitas;
- finansines ataskaitas rengia įmonių vadovai ir direktoriai, ne auditoriai;
- pareiškia savo **nuomonę** apie finansines ataskaitas;
- pateikti požiūrį, t. y. išsamią informaciją apie įmonės veiklą ir finansinę būklę, **nėra** tas pat, kaip teisingai ją įvertinti.

Iš audituotų ataskaitų nepavyks nustatyti tikrosios įmonės vertės, jos turto kokybės, valdymo, veiklos efektyvumo, rinkos, ateities.

### 2.1.2. Gyventojų finansinės būklės vertinimo rodikliai

Bankai, priimdami sprendimą dėl paskolos išdavimo gyventojams, taip pat remiasi finansiniais kliento duomenimis, t. y. analizuoja jo ir sutuoktinio bendras pajamas, pirmiausia nuolatinės, taip pat ir papildomas (gali būti ir nenuolatinės). Dažniausiai skaičiuojamos per mėnesį gaunamos pajamos, nes paskolų grąžinimas (dažniausiai) ir palūkanų mokėjimas (visada) gyventojams nustatomas kas mėnesį (vieni bankai nurodo mokėti pinigus tik paskutinę mėnesio dieną, kiti leidžia klientui pačiam pasirinkti tinkamą mėnesio dieną). Paskolų įmokas rekomenduojama mokėti pajamų (atlyginimo) gavimo arba kitą dieną.

Iš nurodytų kliento gaunamų pajamų bankai atima visas kas mėnesį mokėtinas sumas už jau turimus finansinius įsipareigojimus (paimtas paskolas, lizingo sutartis, gyvybės draudimo įmokas ir kt.). Bankas, vertindamas kliento finansines galimybes, skaičiuoja vadinamąjį **paskolos aptarnavimo rodiklį** – procentais nuo grynųjų šeimos pajamų išreikštą maksimalią pinigų sumą (atėmus turimus finansinius įsipareigojimus), kuri išleidžiama paskolai ir palūkanoms kas mėnesį mokėti. Šį rodiklį bankai kartais nustato skirtingai, atsižvelgdami į gaunamų pajamų dydį, nes kuo daugiau žmonės uždirba, tuo daugiau išleidžia.

Pvz., jeigu kliento ir jo šeimos narių grynosios mėnesio pajamos, atėmus turimus finansinius įsipareigojimus, yra 600–2000 EUR, tokiu atveju rekomenduojamas standartinis paskolos rodiklis – 35 proc., jei šios pajamos sudaro 2000–4000 EUR – 40 procentų. Bankai, nepaisydami šių rodiklių, dar skaičiuoja, kiek lieka šeimai ir kiekvienam jos nariui iš grynųjų pajamų atėmus kas mėnesį mokėtiną paskolos ir palūkanų dalį bei nustato minimalius reikalavimus.

Kai kurie ekonomistai paskolos (skolos) aptarnavimo rodiklį skaičiuoja kiek kitaip – būtinieji mokėjimai (pragyvenimo išlaidos), padalyti iš paskolos įmokos (kartu su priskaičiuotomis palūkanomis). Šis skaičius parodo, kiek uždirbama vienam eurui, mokėtinam už paskolą

ir priskaičiuotas palūkanas. Kuo šis rodiklis aukštesnis, tuo lengviau grąžinti paskolą. Jeigu minėtasis rodiklis lygus vienetui, visos pajamos, sumokėjus komunalinius mokesčius ir kt., turi būti pervedamos už prisiimtus įsipareigojimus; jeigu jis mažesnis už vienetą, reiškia, kad uždirbamų pinigų neužtenka paskoloms grąžinti (į pajamas įskaičiuojami visi gaunami pinigai, ne tik susiję su darbo santykiais, be to, būtina atimti priklausančius mokėti pajamų mokesčius). Atskirai paimtas šis skaičius tiksliai nerodo tikrosios šeimos finansinės padėties, tačiau tradiciškai manoma, kad tuo atveju, kai šis rodiklis lygus trims ar daugiau, padėtis gana gera. Tai reiškia, kad didesnė gaunamų pajamų dalis nebus naudojama tik skoloms dengti.

Lietuvos bankas 2011 metų rugsėjį patvirtino Atsakingo skolinimo nuostatas. Tačiau, atsižvelgdama į rekordiškai mažų palūkanų poveikį galimiems gyventojų lūkesčiams ir sprendimams, Lietuvos banko valdyba patvirtino atnaujintus Atsakingojo skolinimo nuostatus, kuriais mažinama gyventojų perteklinio išsiskolinimo rizika. Šie nuostatai buvo derinami su kredito rinkos dalyviais. Naujoji jų redakcija įsigaliojo nuo 2015 metų lapkričio 1 dienos. Juose numatomi tam tikri reikalavimai, taikomi klientui ir kreditui, iš jų paminėtini:

- maksimalus kredito, skirto nekilnojamajam turtui įsigyti arba statyti, santykis negali būti didesnis kaip 85 procentai;
- kredito gavėjo vidutinės kredito dalinio grąžinimo ir palūkanų įmokos, apskaičiuojamos padalijus visų kredito grąžinimo ir palūkanų įmokų sumą iš kredito trukmės, pagal visus įsipareigojimus, dydis turi sudaryti ne daugiau kaip 40 proc. asmens (namų ūkio) pajamų, kurias kredito įstaiga pripažįsta tvariomis. Papildomai kredito įstaiga turi užtikrinti, kad šis dydis sudarytų ne daugiau kaip 50 proc., palūkanų įmokai apskaičiuoti naudojant 5 proc. palūkanų normą, asmens (namų ūkio) pajamų, kurias kredito įstaiga pripažįsta tvariomis, kai taikoma kintama palūkanų norma. Paskolų, kurių nenumatyta grąžinti dalimis (pvz., kredito limitai mokėjimo kortelėse), vidutinės santykinės jų grąžinimo ir palūkanų įmokos apskaičiuojamos padalijus visą kredito ir palūkanų įmokų sumą iš kredito trukmės;
- maksimali paskolos trukmė neturi viršyti 30 metų.

Vertinant gyventojų finansinę padėtį, naudojami ir kiti finansiniai rodikliai (Jurevičienė, 2009):

**Likvidaus turto ir namų išlaikymo einamųjų išlaidų santykis** parodo laiką (mėnesiais ar metais), per kurį asmuo (šeima) galės padengti savo einamąsias mėnesines namų išlaikymo išlaidas, t. y. kiek pinigų (likvidaus turto) reikia būti sukaupusiam.

**Likvidumo rodiklis** – likvidaus turto ir įsipareigojimų santykis. Jis parodo, kiek yra likvidaus turto prisiimtam vieno euro įsipareigojimui. Jeigu šis rodiklis didesnis už vienetą, vadinasi, trumpalaikiai įsipareigojimai bus įvykdyti. Kuo jis didesnis, tuo geresnis likvidumas. Bendruoju atveju, kai įsipareigojimai viršija visą turtą, asmuo tampa nemokus. Būti nemokiam dar nereikia nelikvidumo, kurį laiką dar gali užtekti pinigų einamosioms išlaidoms padengti. Tačiau, jeigu niekas nesikeis, ateityje neužteks pinigų visiems prisiimtiems įsipareigojimams įvykdyti.

**Skolos rodiklis** – visų įsipareigojimų ir viso turto santykis. Tam tikra prasme – ankstyvasis perspėjimo signalas. Minėtasis rodiklis parodo, kokia skola tenka vienam eurui turto. Kuo šis rodiklis mažesnis, tuo klientas finansiškai saugesnis, tačiau nėra tikslaus skaičiaus, nurodančio, kokia turėtų būti šio rodiklio reikšmė. Kuo mažesnis turto kainų svyravimas rinkoje, tuo gali būti didesnė skolos rodiklio reikšmė, esant vienodoms visoms kitoms sąlygoms. Bendruoju atveju, norint išlikti gana saugiam, šis rodiklis turėtų būti mažesnis nei 0,5.

Sugebėjimas grąžinti skolas priklauso ne tik nuo turimo turto rinkos vertės, bet ir nuo santykio tarp būtinųjų mokėjimų (pragyvenimo išlaidų) ir paskolų grąžinimo įmokų. Paskolų grąžinimas – paskolos dalies ir priskaičiuotų palūkanų metinė (arba mėnesinė) paskolų, kurioms nustatytas periodinis grąžinimo grafikas) įmoka.

Vertinant gyventojų kredito riziką, atsižvelgiama ir į kitą informaciją:

- kliento amžių (kuo jis senesnis arba jaunesnis, tuo rizika didesnė), profesiją (rizikingesniais laikomi asmenys, kurių pajamos nėra griežtai fiksuotos, taip pat profesijų, kurios dėl įvairių priežasčių gali tapti nebereikalingos, atstovai);

- darbovietėje dirbtą laiką (jei klientas visą gyvenimą dirbo vienoje darbovietėje, yra rizika, kad, praradęs darbą, jis sunkiai ras kitą ir adaptuosis; klientas, labai dažnai keičiantis darbus, irgi vertinamas kaip rizikingas).

### *2.1.3. Bendrieji reikalavimai paskolų gavėjams*

Be finansinių duomenų, bankai, rengdamiesi suteikti paskolą tiek įmonėms, tiek ir gyventojams, patikrina:

- ar klientas nėra registruotas skolų registre (dabar šias duomenų bazes kreditoriams siūlo privačios skolų išieškojimo bendrovės, kartais dar vadinamos inkaso bendrovėmis). Jeigu klientas turėjo skolų, visada analizuojama, už kokias prekes ar paslaugas buvo įsiskolinata (skolos už būtinąją prekę ar paslaugą faktai laikomi svarbesniais negu už nebūtinąsias prekes ar paslaugas). Šiuo atveju analizuojama informacija ir apie grąžintas, ir apie negrąžintas skolas (Lietuvoje veikianti bendrovė UAB „Creditinfo“ suteikia gyventojams galimybę kartą per metus nemokamai pasitikrinti savo asmeninės kredito istorijos ataskaitą. Ši bendrovė įmonėms ir gyventojams suteikia įvairių mokamų paslaugų); taip pat tikrinama, ar (ir kiek) klientas turi paskolų, įregistruotų Lietuvos banko Paskolų rizikos duomenų bazėje, kurią valdo Lietuvos bankas (kaip priežiūros institucija). Apie paskolų gavėjus ir jiems išduotas paskolas į ją privalo teikti duomenis šios institucijos: Lietuvos bankas, Lietuvos Respublikoje įregistruoti komerciniai bankai, specializuotieji bankai, užsienio bankų filialai, kredito unijos ir Centrinė kredito unija. Teikiama informacija apie šias paskolas: kredito liniją, vartojimo, hipotekos, sąskaitos kreditus, tarpbankines paskolas, taip pat atpirkimo sandorius, išsimokėtinai (kreditant) parduotą turtą, kreditinius įsiskolinimus, susidariusius dėl faktoringo arba vekselių operacijų, finansinę nuomą (lizingą). Įvedami duomenys apie paskolas arba kreditavimo išpareigojimus, kurių kiekvieno suma lygi 289 EUR (nuo 2015 m.) arba didesnė (Paskolų rizikos duomenų bazės tvarkymo taisyklės);

- bankai tikrina, ar pats klientas nėra registruotas Turto arešto aktų registre. Įvertinama bendra jo turtinė padėtis (paskolos paraiškoje visą turimą turtą turi nurodyti tiek klientas, tiek jo sutuoktinis (gyventojų kreditavimo atveju);
- kliento reputaciją;
- kreditavimo istoriją tame pačiame banke (ar laiku vykdo įsipareigojimus, ar ne).

Paprastai sprendimas suteikti kreditą galioja 90 dienų. Jeigu nuo šio sprendimo parengimo iki sutarties sudarymo dienos praėjo daugiau kaip trys mėnesiai, už klientą atsakingas vadybininkas turėtų įvertinti, ar kliento būklė nepablogėjo, ir parengti naują kredito teikimą. Priimant sprendimą dėl kredito išdavimo būtina laikytis keturių akių principo, t. y. darbuotojas, turintis sprendimo teisę, negali pats patvirtinti savo parengto kredito teikimo. Minėto darbuotojo parengtus teikimus gali tvirtinti tik jo tiesioginis ar aukštesnio lygio vadovas.

**Neigiami sprendimai.** Prieš pradėdant nagrinėti kliento prašymą, būtina patikrinti, ar anksčiau nebuvo priimtas neigiamas sprendimas. Jeigu klientas pats atsiima savo prašymą, šis nepriskiriamas prie atmestųjų.

**Paskolos išmokėjimas.** Įregistravus Hipotekos lakštą (ar pateikus bankui kitas paskolos užtikrinimo priemones (plačiau: 2.2. „Paskolų gražinimo užtikrinimo priemonės“) ir pateikus bankui mokėjimo nurodymą bei sumokėjus dokumentų parengimo ir administravimo mokesį, bankas išmoka paskolą ir nurodytą sumą perveda į:

- pirkimo–pardavimo sutartyje nurodytą pardavėjo sąskaitą, jeigu paskola skirta tik turtui pirkti;
- statybos, remonto ar rekonstrukcijos darbus atlikusios įmonės arba kliento sąskaitą, jeigu statybą, remontą ar rekonstrukciją atliks klientas ūkio būdu. Paskolą klientas gali naudoti (gauti) etapais, tai ypač svarbu, kai perkamas nebaigtas statyti būstas ar atliekama jo rekonstrukcija;
- į kliento sąskaitą banke, jei išduodamas overdraftas ar kredito limitas mokėjimo kortelės sąskaitoje.

**Tačiau, jeigu klientas nevykdo įsipareigojimų,** bankas, prieš parduodamas jam įkeistą turtą, mėgina susitarti su skolininku:

- pataria atidėti paskolos grąžinimo terminą;
- siūlo pačiam turto savininkui parduoti įkeistą turtą ir grąžinti skolą;
- jeigu klientas nenori bendradarbiauti su banku, šis gali kreiptis į hipotekos teisėją dėl turto pardavimo iš varžytinių;
- turto pardavimą iš varžytinių vykdo teismo antstolis pagal hipotekos teisėjo priimtą nutartį;
- bankas už parduotą turtą atgaus tik kliento skolą;
- likusieji pinigai bus grąžinti turto savininkui;
- jeigu įkeisto turto nepakanka paskolai grąžinti, vykdoma bankroto procedūra.

Pažymėtina, kad prievolių įvykdymo užtikrinimas:

- nėra paskolos grąžinimo pakaitalas;
- turi būti nesusijęs su paskolos mokėjimo šaltiniu;
- būtina numatyti galimą įkeisto turto vertės pasikeitimą;
- įkeisto turto gyvavimo trukmė turi būti ne ilgesnė už išduodamos paskolos trukmę;
- užtikrinimo priemonė turi būti vertinama kaip antrinis veiksnys.

---

## 2.2.

---

### **Paskolų grąžinimo užtikrinimo priemonės**

**Užtikrinimo priemonė** – nekilnojamojo daikto hipoteka, kilnojamojo daikto ar turtinių teisių įkeitimas, laidavimas, garantija ir kiti prievolių įvykdymo užtikrinimo būdai. Bankas turi būti tikras, kad galės atgauti savo (indėlininkų) pinigus net ir tada, jeigu klientas nevykdys įsipareigojimų ir nebus pajėgus mokėti paskolą. Kredito grąžinimo užtikrinimo priemonės lemia ir palūkanų normos dydį, kurį nustato kreditorius. Jeigu paskolos išduodamos neįkeitus turto ar netaikant kitų užtikrinimo priemonių, tokiu atveju palūkanų normos yra didesnės. Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse išskiriamos šios paskolos grąžinimo užtikrinimo priemonės: hipoteka (įkeitimas), laidavimas, garantija, rankpinigiai, netesybos.

**Hipoteka** – esamo ar būsimo skolinio įsipareigojimo įvykdymą užtikrinantis nekilnojamojo daikto įkeitimas, kai šis neperduodamas kreditoriui. Susitarimas perduoti įkeičiamą daiktą kreditoriui negalioja. Hipoteka iš jo savininko neatima teisės šio daikto valdyti, naudoti ar juo disponuoti, atsižvelgiant į hipotekos kreditoriaus teises. Paskesnis minėtojo daikto įkeitimas leidžiamas, jeigu hipotekos sutartyje (lakšte) nenumatyta kitaip (Jurevičienė, 2008).

**Įkeitimas** – esamo ar būsimo skolinio įsipareigojimo įvykdymą užtikrinantis kilnojamojo daikto ar turtinių teisių įkeitimas, kai įkeitimo objektas perduodamas kreditoriui, trečiajam asmeniui ar paliekamas įkaito davėjui. Pagal įkeitimą ir hipoteką kreditorius (įkaito turėtojas), skolininkui neįvykdžius įkeitimu užtikrintos prievolės, turi teisę pirmiau už kitus kreditorius patenkinti savo reikalavimą iš įkeisto daikto vertės. Įkeitimo objektas gali būti kilnojamieji daiktai (pinigai, prekių atsargos, transporto priemonės, įrengimai) ir turtinės teisės. Jeigu turtas neperduodamas saugoti kreditoriui, jis visada turi būti įkeistas, ir šis įkeitimas registruojamas Hipotekos registre (Jurevičienė, 2008).

Įkeitimas nuo hipotekos skiriasi tuo, kad pirmuoju atveju daiktas perduodamas įkaito gavėjui, o antruoju – registruojamas hipotekoje.

**Įkeičiamo turto ir suteikiamos paskolos santykis.** Likvidacinė vertė turi būti ne mažesnė nei bendra klientui suteiktų kokių nors kreditų ir kitiems klientams išduotų paskolų suma, užtikrinta to paties turto įkeitimu. Jeigu kreditas viršija įkeisto turto likvidacinę vertę, dalies paskolos grąžinimas vertinamas kaip neužtikrintas.

**Įkeičiamo būsto draudimas.** Visas įkeičiamas turtas turi būti apdraustas (išskyrus įkeičiamą sąskaitą banke ir žemę). Šis turtas turi būti visiškai apdraustas draudimo įmonėje pagal banko nurodytus draudimo įvykius (nuo gaisro, sprogimo, žaibo, vandens poveikio, trečiųjų asmenų neteisėtos veikos, stichinių nelaimių) visam paskolos laikotarpiui, draudimo išmokos gavėju nurodant banką. Įkeičiamas nekilnojamas ir kilnojamas turtas turi būti draudžiamas atkuriamąja verte. Kai kurie bankai savo klientams patys siūlo šią paslaugą (t. y. turto draudimu pasirūpina banko vadybininkas). Kai klientas pats draudžia įkeistą turtą, rekomenduotina kreiptis į nepriklausomą



draudimo tarpininką), nes jis pagal įstatymą atstovauja draudėjo (kliento) interesams ir turi pateikti bent trijų draudimo bendrovių siūlymus, iš jų klientas pats išsirenka tinkamiausią. Pasitaiko atvejų, kai nepriklausomas draudimo tarpininkas gali pasiūlyti net geresnes sąlygas nei draudimo bendrovės atsakingas darbuotojas (tai gali priklausyti nuo tam tikrų sąlygų, dėl kurių susitaria draudikai ir nepriklausomi draudimo tarpininkai) (Jurevičienė, 2009).

**Hipotekos lakšto sudarymas, patvirtinimas ir registravimas.** Turtas (nupirktas ir įregistruotas) turi būti įkeičiamas bankui. Norėdamas užsakyti pažymą (apie įkeičiamą turtą), kurios reikia sudarant įkeitimo sandorį, klientas turi užpildyti nustatytos formos prašymą. Jį būtina pateikti Hipotekos lakštą tvirtinšančiam notarui ir sumokėti mokesį, priklausantį nuo pasirinkto termino. Informaciją apie kitus su pažyma sandoriui sudaryti susijusius taikytinus mokesčius suteikia Hipotekos lakštą tvirtinantis notaras. Jis užsako ir turto įkeitimo sandoriui sudaryti reikiamas pažymas (Jurevičienė, 2009).

**Įkeitimo proceso eiga** (Jurevičienė, 2009):

- sutartis įforminama surašant hipotekos lakštą (ši dažniausiai parengia notaras);
- lakštą pasirašo paskolos gavėjas, bankas (jo įgaliotas asmuo) ir turto savininkas (jeigu paskolos gavėjas nesutampa su turto savininku). Tvirtinant hipotekos lakštą pas notarą, būtinai turi dalyvauti klientas (perkant būstą, ir jo sutuoktinis ar asmuo, su kuriuo kartu ketinama jį pirkti);
- lakštą tvirtina notaras (jis atsako už dokumentą pasirašančių asmenų tapatumą ir veiksnumą). Mokesčiai mokami notarui;
- notaro patvirtintas lakštas registruojamas Hipotekos registre hipotekos teisėjo sprendimu. Už lakšto registravimą minėtajame registre reikia sumokėti mokesį į Lietuvos Respublikos teisingumo ministerijos sąskaitą. Šis mokeskis priklauso nuo kredito sumos. Kai tai pačiai būsto paskolai gauti registruojamas dar vienas turto įkeitimo atvejis, už kiekvieną paskesnę įkeitimo sandorio sudarymą imamas papildomas mokeskis.

Įkeitimas įsigalioja nuo jo įregistravimo hipotekos registre momento.

**Atsiskaitymo už įsigytą nekilnojamąjį turtą patvirtinimas.** Perkant nekilnojamąjį turtą, kai klientas visiškai atsiskaito su pardavėju, per pirkimo–pardavimo sutartyje nurodytą terminą (2–3 dienas) pardavėjas privalo pateikti pirkėjui notaro patvirtintą pažymą apie visišką atsiskaitymą pagal būsto pirkimo–pardavimo sutartį (pas notarą būtina turi nuvykti pardavėjas, gali ir kartu su pirkėju). Pažymos originalą pirkėjas turi pateikti VĮ Registrų centrui, o kopiją – aptarnaujančiam banko vadybininkui. VĮ Registrų centrui nepateikęs šios pažymos, pirkėjas negalės disponuoti įsigytu turtu (Jurevičienė, 2009).

Svarbu žinoti, kad turto įkeitimas nesusijęs su turto nuosavybės teisės pasikeitimu. Įkeistas turtas ir toliau tebėra kliento nuosavybė. Hipotekos esmė yra tai, kad bankas, skolininkui neįvykdžius įsipareigojimo, įgyja teisę pirmiau už kitus kreditorius patenkinti savo reikalavimą iš įkeisto turto vertės (Jurevičienė, 2009).

**Laidavimas** – sutartimi laiduotojas už atlyginimą ar neatlygintinai įsipareigoja atsakyti kito asmens kreditoriui, jeigu asmuo, už kurį laiduojama, neįvykdys visos arba dalies savo prievolės. Laidavimas yra papildoma (šalutinė) prievolė. Kai įvykdoma pagrindinė prievolė arba ji pripažįstama negaliojančia, pasibaigia ir laidavimas. Kai prievolė neįvykdyta, skolininkas ir laiduotojas atsako kreditoriui kaip solidariai<sup>1</sup> prievolę turintys bendraskoliai, jeigu kitaip nenumatoma laidavimo sutartimi. Laiduotojas atsako taip pat kaip ir skolininkas (už palūkanų, netesybų sumokėjimą, nuostolių atlyginimą), jeigu kitaip nenustato laidavimo sutartis. Laidavimas baigiasi tuo pačiu metu kaip ir juo užtikrinama prievolė arba kai laiduotojas miršta (Jurevičienė, 2009). Laiduotojas gali būti ir privatus (fizinis), ir juridinis asmuo. Jis atsako visu savo turtu, jeigu skolininkas negrąžina paskolos. Įvykdžius prievolę, laiduotojui pereina visos kreditoriaus teisės pagal šią prievolę. Laiduotojas, grąžinęs bankui skolą, iš skolininko gali reikalauti pinigų arba turto.

**Garantija** – vienašalis garanto įsipareigojimas garantijoje nurodyta suma visiškai arba iš dalies atsakyti kitam asmeniui – kreditoriui,

---

<sup>1</sup> Solidari atsakomybė reiškia, kad kreditorius iš pagrindinio skolininko arba laiduotojo gali reikalauti padengti skolą ar jos dalį tiek kartu, tiek atskirai.

jeigu asmuo – skolininkas – prievolės neįvykdys arba ją įvykdys netinkamai, ir atlyginti kreditoriui nuostolius tam tikromis sąlygomis (skolininkui tapus nemokiam ir kitais atvejais). Įvykdęs prievolę, jis įgyja atgręžtinio reikalavimo teisę skolininkui. Garanto prievolę riboja garantijos nustatyta suma. Gavęs kreditoriaus reikalavimą įvykdyti prievolę, garantas privalo nedelsdamas apie tai pranešti skolininkui ir perduoti jam kreditoriaus reikalavimo kopiją. Garantas turi teisę atsisakyti tenkinti kreditoriaus reikalavimą, jeigu reikalavimai ar pateikti dokumentai neatitinka garantijos sąlygų arba pateikti pasibaigus garantijos terminui (Jurevičienė, 2009). Garanto atsakomybė yra subsidiarinė. Kreditorius, iki pareikšdamas reikalavimus garantui, turi pateikti reikalavimą pagrindiniam skolininkui. Jeigu pagrindinis skolininkas atsisakė patenkinti kreditoriaus reikalavimą, pastarasis gali pareikšti reikalavimą subsidiariai atsakingam asmeniui. Garantuoti gali tik juridinis asmuo.

**Rankpinigiais** laikoma pinigų suma, kurią viena sutarties šalis pagal sudarytą sutartį jai priklausančių mokėti sumų sąskaita duoda antrajai šaliai, kad įrodytų sutarties egzistavimą ir užtikrintų jos vykdymą. Rankpinigiais negali būti užtikrinama sutartis, kuriai pagal įstatymus privaloma notarinė forma (turto pirkimo–pardavimo, hipotekos ar kt.). Jeigu už sutarties neįvykdymą atsako rankpinigius davusi šalis, šie lieka antrajai šaliai. Jeigu už sutarties neįvykdymą atsakinga rankpinigius gavusi šalis, ji privalo antrajai šaliai sumokėti dvigubą jų sumą (Jurevičienė, 2009).

**Netesybos** – įstatymų, sutarties ar teismo nustatyta suma, kurią skolininkas privalo sumokėti kreditoriui, jeigu prievolė neįvykdyta arba įvykdyta netinkamai (bauda, delspinigiai). Netesybos gali būti nurodytos konkrečia suma arba užtikrinamos prievolės sumos procentu. Bauda – tai vienkartinė įmoka už prievolės nevykdymą, o delspinigiai skaičiuojami už kiekvieną termino praleidimo dieną. Jeigu jos nustatytos, kreditorius negali iš skolininko reikalauti ir netesybų, ir realiai įvykdyti prievolę, išskyrus atvejus, kai skolininkas praleidžia prievolės įvykdymo terminą.

---

### 2.3.

---

#### **Banko kredito rizika**

Kinų hieroglifas labai tiksliai apibūdina rizikos esmę – 风险 = PAVOJUS & GALIMYBĖ. Finansinės institucijos kur kas dažniau nei kitos įmonės susiduria su įvairia finansine rizika. Šios poveikis veiklos rezultatams yra labai reikšmingas, nes finansinės institucijos perka ir parduoda kitų pinigų. Jų balansą sudaro finansiniai instrumentai, kurie ypač priklausomi nuo rinkos pokyčių. Kreditų teikimas sukuria rizikinius ateities pinigų srautus.

Rizikos rūšys klasifikuojamos įvairiai: išorinės ir vidinės; kontroliuojamos ir nekontroliuojamos. Prie išorinių rizikos rūšių priskiriamos: politinė – pajamos ir turtas užsienio šalyje gali būti įšaldytas arba nusavintas; priežiūros rizika – šalies atsakingos institucijos gali pakeisti apskaitos procedūras ar apmokestinimo principus; ekonominė rizika – ilgalaikės sutartis su užsienio tiekėjais gali paveikti infliacijos lygis; rinkos rizika apima palūkanų normos, valiutos keitimo, vertybinių popierių kainų svyravimus; kredito rizika – tai kitos sandorio šalies įsipareigojimų nevykdymo tikimybė. Vidinės rizikos rūšims priklauso likvidumo ir veiklos rizika.

Nors rinkos ir kredito rizikos rūšys priskiriamos prie išorinių, jos gali būti kontroliuojamos kaip ir vidinės – likvidumo ir veiklos (išskyrus apgaulę – ji yra viena iš veiklos rizikos sudėtinių dalių) rizika. Toliau bus analizuojama kredito rizika.

**Kredito rizika** susijusi su neapibrėžtumu dėl kitos sandorio šalies galimybės įvykdyti savo įsipareigojimus. Kita sandorio šalis gali būti bet kas: tiek individualūs asmenys, tiek ir vyriausybės. Įsipareigojimai taip pat būna labai įvairūs ir apima platų spektrą – nuo paskolų automobiliui iki išvestinių finansinių priemonių. Kalbant apie kredito riziką, būtina atsižvelgti į tris svarbiausius aspektus:

- finansinių įsipareigojimų **nevykdymo tikimybė** (laukiamas finansinių įsipareigojimų nevykdymo dažnumas). Įsipareigojimų nevykdymo tikimybė yra teorinis, nestebimas dydis, todėl

galima apskaičiuoti tik jos įvertį, kuris vadinamas įsipareigojimų neįvykdymo dažniu (angl. *default rate*);

- **kredito dydis** (negražinta kredito dalis, t. y. kredito likutis);
- **gražinimo norma**. Kiek kreditorius gali išsieškoti iš skolininko įkeisto ar kito turto, garanto, laiduotojo ar bankroto procedūrų.

Nustatant įsipareigojimų neįvykdymą (angl. *default*), vadovaujasi dvejopais kriterijais:

- *atsižvelgiama į praeitį* – skolininkas už bet kurią įsipareigojimą nors vienai grupės įmonei vėluoja atsiskaityti daugiau kaip 90 dienų;
- *atsižvelgiama į ateitį* – kreditorius mano, kad skolininkas pagal kredito įsipareigojimą nesumokės kuriai nors grupės įmonei.

Sudarant tarpvalstybinius sandorius, kitos sandorio šalies kredito rizika didinama vadinamąja šalies rizika. Šiai rizikai vertinti taikomi kredito reitingų agentūrų nustatyti kredito reitingai.

**Kredito rizikos valdymas.** Šis procesas remiasi trimis pagrindiniais dokumentais:

- kredito politika – ką bankas daro ir ko – ne;
- kredito procesu – kaip bankas organizuoja savo veiklą;
- kredito procedūra – kaip bankas įgyvendina tai, ką nusprendė padaryti.

Kredito rizikos strategija apibrėžia esminius skolinimo principus ir apima visus produktus, susijusius su kredito rizika, kurią prisiima Bankas ir jo antrinės bendrovės. Kredito rizikos strategiją tvirtina Banko taryba. Ši atsakomybė negali būti deleguojama.

Rizikos valdymas apima:

- rizikos identifikavimą (kur ji gali atsirasti);
- rizikos (nuostolio) išmatavimą (koks jis, matuojamas pinigais); rizikos valdymo instrumentų parinkimą (jeigu, įvertinus rizikos mastą, nusprendžiama ją valdyti).

Pagrindiniai kredito **rizikos valdymo instrumentai**:

- rizikos išvengimas ir limitų nustatymas;
- rizikos kompensavimas;
- rizikos perkėlimas.

**Rizikos išvengimas ir limitų nustatymas:**

- limitai atskiroms įmonėms, pramonės šakoms, valstybėms;
- rizikos išskaidymas (diversifikavimas) veiklos segmentais, pagal trukmę ir pan.;
- patikimumo apžvalgos (angl. *credit-worthiness reviews*);
- rizikos absorbavimo galimybė (angl. *risk capacity*), išreiškiamą turimais rezervais ar sukauptu kapitalu.

**Rizikos kompensavimas:**

- apsisaugojimas nuo galimų nuostolių (angl. *hedging*):
  - o vidiniai instrumentai: **užskaitos** (angl. *netting*) ir **bendras junginys (veikimas bendrai)** (angl. *pooling*). Užskaitos – rašytinė sutartis atsiskaityti pagal abipusius įsipareigojimus sutarčių grynąja verte, o ne pradinių sutarčių nustatytais sumomis.

Pvz., dvi įmonės, viena kitai skolingos atitinkamai 10 tūkst. EUR ir 12 tūkst. EUR, gali sutarti pervesti 2 tūkst. EUR ir taip atlikti likusios 10 tūkst. eurų sumos tarpusavio užskaitą.

Egzistuoja keletas užskaitos formų: dvišalės, savitarpio, užskaitos pagal priimto įsipareigojimo pakeitimą nauju ir kt. Bendras junginys – bet kokia paskolų grupė panašios kokybės, galiojimo terminais, palūkanų normomis ir kt., kurias siūloma parduoti investuotojui. Taisyklės, pabrėžiančias tokį bendrą junginį, nustato emitentas ir jas nurodo savo pasiūlymo prospekte.

- o išoriniai: ateities (angl. *futures*) sandoriai; apsikaitimo (angl. *swaps*) sandoriai; pasirinkimo (angl. *options*) sandoriai;
- palūkanų normos marža.

**Rizikos perkėlimas:**

- draudimas;
- garantijos, įkeitimai (angl. *guarantees, collaterals*);
- sindikatai;
- faktoringas;
- forfeitingas;
- apsidraudimas (angl. *securitization*).

Apie **draudimą** plačiau: 3. „Draudimas“. Apie **garantijas** ir **įkeitimą** plačiau: 2.2. „Paskolų gražinimo užtikrinimo priemonės“.

**Sindikatai** – kelių bankų ar finansinių institucijų junginiai, sukurti atlikti tam tikras operacijas, pvz., kredituoti projektą ar išleisti skolos vertybinius popierius. Į sindikatus finansų institucijos jungiasi dėl kelių priežasčių: per didelės projekto rizikos (bet nenori praleisti galimybės užsidirbti pelno); nepakankamo nuosavo kapitalo, dėl to ribojamos skolinimo galimybės. Dažniausiai finansavimą organizuoja viena finansinė institucija, taikydama palūkanų normą, labai artimą išteklių kainai. Sindikatorius veikia kaip investicijų valdytojas, kuris renka skolos aptarnavimo mokesčius ir organizuoja euroobligacijų pardavimą kitiems šios grupės bankams. Paprastai sindikatorius finansuoja mažiau kaip 10 proc. paskolos vertės.

**Faktoringo** atveju kredito riziką faktoriui (finansų institucijai) perkelia įmonė pardavėja (plačiau: 2. „Kreditai (paskolos)“).

**Forfeitingo** atveju kredito riziką forfeitoriui (finansų institucijai) perkelia įmonė pardavėja (plačiau: 2. „Kreditai (paskolos)“).

**Apsidraudimas** – turtas vertybinių popierių pavidalu. Bankų paskolų ir kito turto pavertimas parduotinais konkurenciniais vertybiniais popieriais, t. y. turto pardavimas, pvz., būsto obligacijos. Šiuo atveju kredito riziką perkelia bankas (finansų institucija).

Šis procesas prasidėjo JAV septintojo dešimtmečio viduryje, nuo tada jis buvo apskaitytas daugiau kaip trilijono USD verte, iš jų 150 mlrd. USD teko turtui, kuris nebuvo užtikrintas nekilnojamoju turtu.

Paskolų ir kitų skolinimo formų pavertimo kotiruojamais vertybiniais popieriais finansų institucijai duodama nauda:

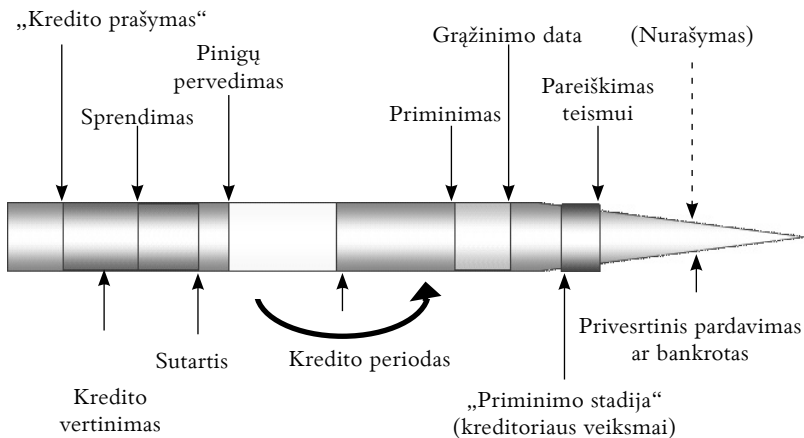
- galimybė išlaisvinti normatyvinį kapitalą;
- vidutinio ar ilgojo laikotarpio palūkanų pajamos transformuojamos į mokesčio ar turto pardavimo pajamas, kurios gaunamos iš karto;
- rizikos valdymo instrumentas, nes turtas transformuojamas į grynuosius pinigus, taip pakinta finansų institucijos palūkanų normų, likvidumo ir kredito rizikos pozicijos;

- finansų institucijai atsiranda galimybė gauti aukščiausius reitingus skolinantis. Parduotas turtas, kai jį apdraudžia ar jam garantiją suteikia trečioji institucija, gali būti vertinamas kaip patikimesnis už patį klientą.

Suteikti turtui vertybinių popierių pavidalą kainuoja gerokai brangiau, nei naudotis tradiciniais finansavimo šaltiniais. Pvz., bankas, turintis daug likvidumo problemų, nelabai jaudinsis dėl didelių sąnaudų. Akcininkai neabejotinai gaus naudos, jei tik pavyks išvengti bankroto.

### 2.3.1. Kredito monitoringas

Kredito monitoringas – tai kredito stebėseną. Paskolų monitoringas bankuose – rizikos valdymo ir administravimo proceso dalis. Kredito laikotarpį galima pavaizduoti grafiškai (žr. 2.10 pav.).



2.10 pav. Kredito laikotarpis

Monitoringas susideda iš paskolų portfelio ir individualaus kredito monitoringo. Paskolų **portfelio** monitoringas apima: kreditavimo atitiktą kredito rizikos politikai; paskolų portfelio dydžio stebėseną; kreditų limitų laikymąsi; tam tikros šakos paskolų koncentracijos banke valdymą; kreditų produktų įvairovę; paskolų priežiūrą pagal rizikos grupes; jų terminus; išduotus kreditus pagal valiutą; jų užtikrinimo priemonės; paskolų kokybės monitoringą.



**Individualių kreditų** monitoringas – nuolatinis kredito gavėjo ir kredituojamo objekto būklės stebėjimas ir analizė nuo kredito sutarties pasirašymo iki visiško jo gražinimo bankui. Paskolos priežiūrai keliamai tie patys kokybės reikalavimai, kaip ir vertinant suteikiamą kreditą. Nuolatinės kreditų peržiūros turi būti atliekamos ne rečiau kaip kartą per metus, jeigu per tą laiką nebuvo kokių nors pasikeitimų. Sprendimą dėl individualių kreditų būklės įvertinimo priima to paties kompetencijos lygio darbuotojai, kurie atsakingi už bendrą įsiskolinimų sumą. Kreditų monitoringas turėtų būti atliekamas:

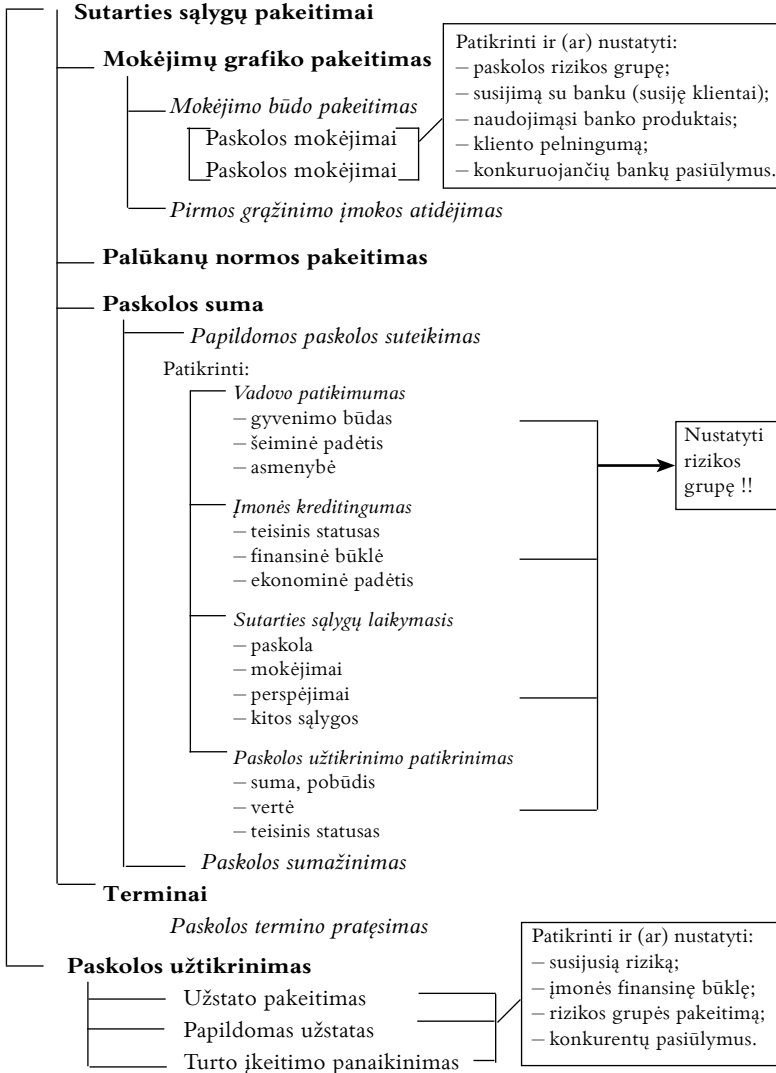
- mėnesinis – jo metu vertinama, ar klientas laiku atsiskaito;
- ketvirtinis – dažniausiai taikomas tik verslo klientams, kai šie pristato ketvirtines finansines ataskaitas (ketvirtinių finansinių duomenų monitoringas; prekių atsargų ir gautinų sumų monitoringas; rizikos grupės nustatymas; apyvartų per banko sąskaitas monitoringas);
- metinis (verslo klientų metinių finansinių dokumentų gavimas; kasmetinio susitikimo su klientu ataskaita; visas kredito teikimas verslo klientams; bankui įkeisto turto monitoringas; gyventojų kreditų monitoringas);
- sąlyginis (angl. *by default*) – taikomas visiems kredito gavėjams (žr. 2.12 pav.) (sutarties nutraukimo ir (ar) nenugalimos jėgos (*force majeure*) įvykiai; gyventojai neatsiskaito 60 kalendorinių dienų; verslo klientai – 30 kalendorinių dienų; bankui įkeisto turto monitoringas, vėluojant įmokoms).

Sąlyginis paskolos monitoringo procesas

Klientas

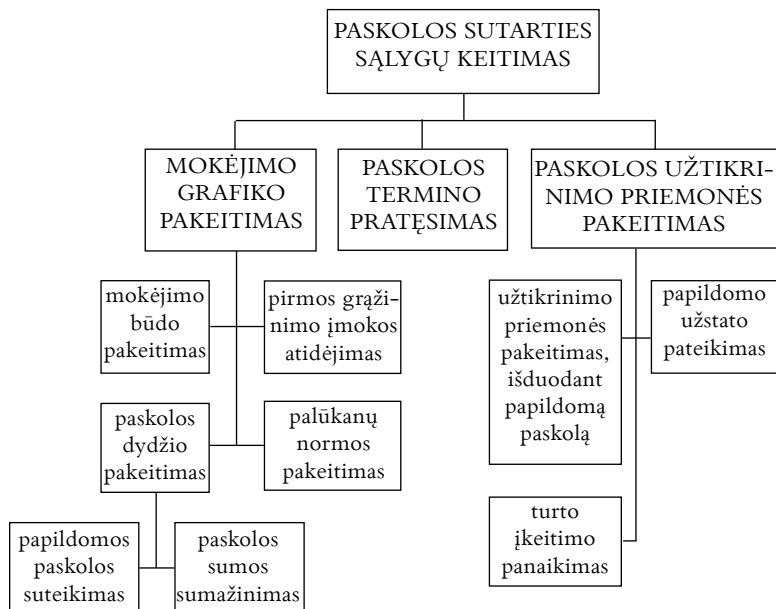
bankas

Sąlyginis monitoringas



2.11 pav. Sąlyginio paskolos monitoringo procesas

Jeigu kreditorius mano, kad klientas, grąžindamas paskolą, tikrai susiduria su finansiniais sunkumais, abipusiu susitarimu galima pakeisti sutarties sąlygas (žr. 2.12 pav.). Paskolos sutarties sąlygų keičimas apima: kitokio mokėjimo grafiko nustatymą (mokėjimo būdo pakeitimas; pirmos grąžinimo įmokos atidėjimas; palūkanų normos koregavimas; paskolos dydžio pakeitimas (papildomos paskolos suteikimas; kredito sumos sumažinimas); paskolos termino pratęsimą; paskolos užtikrinimo priemonės pakeitimą (užtikrinimo priemonės pakeitimas, išduodant dar vieną paskolą; papildomo užstato paėmimas; turto įkeitimo panaikinimas).



### 2.12 pav. Paskolos sutarties sąlygų keitimo būdai

Keičiant paskolos sutarties sąlygas, siekiama ne išspręsti trumpalaikes problemas, o garantuoti netrukdomą paskolos grąžinimą ir užkirsti jai kelią ateityje tapti problemine.

Kreditų analizė rodo, kad dauguma kreditorių daugiausia nuostolių patiria dėl senų „gerų“ klientų. Monitoringas suteikia galimybę

gauti apie klientą informacijos, vos tik ši užfiksuojama šį procesą vykdančių agentūrų duomenų bazės registruose. Tai padeda sumažinti riziką. Analizuojamos klientų ataskaitos: sumuojant, grupuojant, derinant (pardavimo kanalai ir t. t.) informaciją. Nagrinėjami mėnesio statistikos duomenys: kiek kredito prašytojų gauna teigiamą arba neigiamą atsakymą. Atkreipiamas dėmesys ir į ataskaitas apie atsisakymus suteikti kreditą: kodėl atsisakyta duoti paskolą, kreditingumo įvertinimas, kredito politikos taisyklės, procentinė išraiška ir t. t.

**Ankstyvojo perspėjimo ženklai** (angl. *early warnings signals*, EWS). Tam tikros priemonės, kurios iš anksto padeda nustatyti galimos kliento finansinės padėties blogėjimo požymius; keletas priemonių, padedančių užkirsti kelią priežastims, dėl kurių blogėja kliento finansinė padėtis. Jie apima finansinius, valdymo, aplinkos ankstyvojo perspėjimo ženklus. Greičiausias ir lengviausias finansinių problemų aptikimo būdas – kliento apyvartų mažėjimas banko sąskaitose.

Prie finansinių (ekonominių) veiksnių priskiriama informacija, gaunama iš įmonės pelno ir (ar) nuostolio bei balansinių ataskaitų, tai: pelno maržos mažėjimas, kreditas ir palūkanos iš pinigų srautų mokamos pavėluotai; pernelyg didelė pardavimo koncentracija; pardavimo nuosmukis arba pernelyg greitas jo kilimas; bendras pardavimo ir išlaidų, susijusių su personalu, didėjimas mažėjant pelno maržai ir įplaukoms; esminis palūkanų normos pasikeitimas; neproporcingas pridėtinų išlaidų, viso turto ir (ar) pardavimų bei viso turto ir (ar) pelno santykio didėjimas mažėjant pelno maržai ir įplaukoms; nukrypimai nuo sezono tendencijų; grynąjų pinigų ir (ar) likvidumo santykio mažėjimas; overdrafto arba atnaujintos kredito linijos sąskaita visiškai ištuštinama nesant jokių naudojimosi šiais pinigais svyravimų; perteklinis, sugadintas ar pasenęs inventorių; gautinų sumų, inventorius ir turto „koeficientų, išreikštų dienomis“ mažėjimas; pailgėjęs vidutinis gautinų sumų laikotarpis; pradelstų gautinų sumų daugėjimas; pernelyg didelės sumos, gaunamos iš antrinių įmonių ir filialų; didelis finansinis svertas; mokėtinų sumų vėlavimai; apyvartinių lėšų mažėjimas; aukštas nematerialiojo turto ir prestižo lygis; neproporcingas trumpalaikių įsipareigojimų ir likvidumo didėjimas.

Valdymo veiksniai išskirtini šie: savininkų, vadovaujančiųjų darbuotojų kaita, liga ar mirtis; auditorių pasikeitimas; nuosavybės pokytis (bet koks esminis įsigijimas ir (ar) pardavimas); neigiama viešoji informacija; problemos dėl darbuotojų; sunkumai, atsiradę dėl sunkaus ar ilgo bylinėjimosi; vengimas atsakyti į klausimus, susijusius su dabartinių ir būsimų pareigų vykdymu; didelis prekių (atsargų) kainų pokytis; reikšminga technologijų pažanga; valdymo apskaitos nebuvimas ar trūkumas; apskaitos metodų pasikeitimas.

Prie išorės (aplinkos veiksnių) priskirtini šie: bet kokia nepalanki ekonominė ar verslo šakos informacija; esminės politinės ar ekonominės rinkos permainos, apimančios kliento veiklos zoną; kitų susitarimų pažeidimas; kokybės sertifikato, patentų, verslo plėtros leidimo praradimas; kredito reitingų pasikeitimas; nepalanki nacionalinė ar tarptautinė veiklos plėtojimo tendencija; tiesiogiai veikiančios *force majeure*; nepaprastai padidėjęs prekybos partnerių pasiūlymų skaičius; pasikeitimai, dėl kurių atsirado banko ir prekybos finansavimo kontrolė.

ANKSTYVOJO PERSPĖJIMO SIGNALAI gyventojams yra šie: įmonė, kurioje dirba kredito gavėjas, patiria finansinių sunkumų; neigiami žiniasklaidos gandai apie įmonę, kurioje dirba kredito gavėjas, ar jos vadovus; apie patį kredito gavėją pasirodė neigiamos informacijos (pvz., pasirašius kredito sutartį paaiškėjo, kad kredito gavėjas įsitraukęs į teisinius procesus); kredito gavėjas prarado darbą arba nuolatinį pajamų šaltinį.

### 2.3.2. Bankų veiklos riziką ribojantys normatyvai

Bankų ir kredito unijų priežiūrą atlieka Lietuvos bankas, siekdamas laiku nustatyti, išmatuoti, įvertinti, stebėti, pranešti ir kontroliuoti arba sumažinti visą reikšmingą riziką bei įvertinti bankų kapitalo pakankumą ir likvidumą pagal jų rizikos pobūdį ir rinkos bei makroekonominės sąlygas. Priežiūros institucija bankams nustato veiklos riziką ribojančius reikalavimus, kurie rodo banko prisiimamą ir jo keliamą riziką, atsižvelgiant į rinkas ir makroekonominės sąlygas, kuriomis jis veikia. Bankų veiklos riziką ribojantys normatyvai ir reikalavimai, galiojantys nuo 2015 metų pradžios, nurodyti Lietuvos banko tinklalapyje, yra šie:

- Nuosavų lėšų reikalavimai – bankai turi tenkinti šiuos nuosavų lėšų reikalavimus:
  - 4,5 proc. 1 lygio<sup>2</sup> nuosavo kapitalo rodiklį;
  - 6 proc. 1 lygio kapitalo pakankamumo koeficientą;
  - 8 proc. bendro kapitalo pakankamumo koeficientą.
- Likvidumo reikalavimai – padengimo likvidžiuoju turtu rodiklio (angl. *liquidity coverage ratio* – LCR) reikšmė neturi būti mažesnė nei 100 procentų.
- Maksimalios paskolos sumos vienam skolininkui normatyvas – paskolų suma vienam skolininkui, atsižvelgiant į kredito riziką mažinančių priemonių poveikį, neturi būti didesnė kaip 25 proc. banko reikalavimus atitinkančio kapitalo. Kai klientas yra įstaiga (bankas arba investicinė įmonė) arba kai susijusių klientų grupei priklauso viena ar kelios įstaigos, ta vertė negali viršyti 25 proc. įstaigos reikalavimus atitinkančio kapitalo arba 150 mln. EUR (atsižvelgiant į tai, kuris dydis yra didesnis). Paskolų suma, banko suteikta jį patronuojančiajai įmonei ir kitoms šios įmonės patronuojamosioms įmonėms yra neribojama, jeigu konsoliduota visos finansinės grupės priežiūra vykdoma vadovaujantis Kapitalo reikalavimų direktyva ir Reglamentu (CRDIV ir (ar) CRR) arba analogiškais trečiojoje valstybėje galiojančiais standartais.

Lietuvos bankas teisės aktais gali nustatyti kitus normatyvus, neprieštaraujančius Bazelio bankų priežiūros komiteto rekomendacijoms ir Europos Sąjungos direktyvoms.

2008 metų pabaigoje Lietuvos bankas priėmė nutarimą „Dėl vidaus kontrolės ir rizikos vertinimo (valdymo) organizavimo nuostatų“, kuriame apibrėžtomis nuostatomis turi vadovautis kiekvienas ko-

---

<sup>2</sup> Kaip nurodyta Europos vadovų tarybos tinklalapyje, 1 lygio kapitalas laikomas pagrindiniu kapitalu. Pagrindinis kapitalas leidžia bankui tęsti veiklą ir užtikrina jo mokumą. Aukščiausios kokybės 1 lygio kapitalas vadinamas bendru 1 lygio nuosavu kapitalu. 2 lygio kapitalas laikomas papildomu kapitalu. Papildomas kapitalas nemo-kumo atveju leidžia bankui grąžinti lėšas indėlininkams ir privilegijuotiesiems kreditoriams. Bendra kapitalo suma, kurią bankai ir investicinės įmonės privalo turėti, turėtų sudaryti ne mažiau kaip 8 proc. pagal riziką įvertinto turto.

mercinis bankas, valdydamas įvairias bankinės rizikos rūšis (kredito, palūkanų normos, atsiskaitymų, likvidumo, koncentracijos, veiklos). Kiekvienas bankas rengia konkrečią tvarką, kurią tvirtina Lietuvos banko priežiūros tarnyba.

**Kredito rizika.** Priežiūros institucija nustato, kad bankai taikytų veiksmingą kredito rizikos valdymo procesą, kurio metu atsižvelgiama į jų prisiimamos rizikos apimtį, jos pobūdį ir rinkos bei makroekonominės sąlygas. Tai apima veiklos riziką ribojančią politiką ir procesus, siekiant laiku nustatyti, išmatuoti, įvertinti, stebėti, pranešti ir kontroliuoti arba sumažinti kredito riziką (įskaitant sandorio šalies kredito riziką). Visas kredito gyvavimo ciklas apima jo grąžinimo užtikrinimo priemones, vertinimą ir nuolatinį banko paskolų ir investicinių portfelių valdymą.

**Probleminiai aktyvai (turtas), atidėjiniai ir rezervai.** Priežiūros institucija nustato, kad bankai taikytų tinkamą politiką ir procesus, kurie padeda iš anksto nustatyti probleminius aktyvus ir juos valdyti, taip pat palaikyti pakankamus atidėjinius ir rezervus. Pačią atidėjinių sudarymo tvarką nustato pats bankas, priežiūros institucija ją tik turi patvirtinti. Banko paskolų vertinimo taisyklės – banko valdybos arba užsienio banko filialo vadovo patvirtintas dokumentas, nustatantis paskolų (panašių paskolų grupių – pagal tam tikrus kriterijus (pvz., panašius kredito rizikos požymius) sugrupuotos paskolos, norint įvertinti bendrą paskolų vertės sumažėjimą) vertės sumažėjimo įvertinimo principus: nuostolio įvykių (įvykis, objektyviai įrodantis, kad paskolos vertė nuo jos pirminio pripažinimo galėjo sumažėti arba sumažėjo) pripažinimo tvarką, paskolų priskyrimo panašių paskolų grupėms kriterijus, būsimiems pinigų srautams įvertinti naudojamas prielaidas ir metodologiją (toliau – banko taisyklės).

Priežiūros institucija (Lietuvos bankas) yra nustačiusi tam tikrus bendruosius principus, kurių turi laikytis bankai, taikydami paskolų vertinimo taisykles:

- pirmą kartą pripažįstamą (išduodamą) paskolą būtina įvertinti sumokėto atlygio tikrąja verte (sandorio savikaina ar amortizuota savikaina – suma, kuria paskola buvo įvertinta pradinio pripažinimo metu (savikaina), atėmus pagrindinės sumos

grąžinimo mokėjimus, pripažinus sukauptą skirtumo tarp savikainos ir išpirkimo sumos amortizaciją bei įvertinus paskolos vertės sumažėjimą (sudarytus specialiuosius atidėjinius). Amortizacija – skirtumo tarp paskolos savikainos ir jos išpirkimo sumos paskirstymas per visą paskolos sutarties galiojimo laikotarpį, koreguojant pajamas. Į savikainą įtraukiamos ir tiesioginės sandorių sudarymo išlaidos;

- ne rečiau kaip kartą per ketvirtį bankas turi įvertinti, ar nebuvo nuostolio įvykių. Jeigu gaunama informacijos, kad tokių įvykių galėjo būti, juos būtina įvertinti nedelsiant;
- esant bent vienam objektyviam įrodymui, kad paskolos (panašių paskolų grupės) vertė sumažėjo, bankas šį sumažėjimą privalo įvertinti nedelsdamas;
- kreditų vertės sumažėjimas įvertinimas individualiai (jeigu po pirminio paskolos pripažinimo nustatomas nuostolio įvykis, tokios paskolos ir visos kitos reikšmingos paskolos turi būti **vertinamos individualiai**) arba sudarius panašių kreditų grupę. Bankas turi pagrįsti, kad minėtąją išskirtą grupę sudaro paskolos, kurių kredito rizikos požymiai panašūs. Panašių paskolų grupės sudaromos, atsižvelgiant į jų (paskolos rūšis, dydis, užtikrinimo priemonės, mokėjimo terminų pradelsimas, praeityje patirtas panašių paskolų nuostolis (istoriniai duomenys ir pan.) ir skolininko (skolininko tipas) požymius, turinčius įtakos nustatant paskolos vertės sumažėjimą;
- paskolų vertės sumažėjimas gali būti apskaičiuojamas kaip viena suma arba kaip keletas sumų (t. y. verčių sumažėjimo intervalas, kai turime panašių paskolų grupę). Pastaruoju atveju vertės sumažėjimo nuostoliu laikomas realiausias įvertinimas apskaičiuotame intervale, atsižvelgiant į visą iki ataskaitinės datos buvusią aktualią informaciją;
- paskolos (panašių paskolų grupės) vertės sumažėjimas (padidėjimas) turi būti įtraukiamas į specialiųjų atidėjinių sąskaitą;
- sukauptos paskolų palūkanų pajamos turi būti klasifikuojamos kaip paskolos apskaitinės vertės dalis ir įtraukiamos skaičiuo-



- jant paskolos vertės sumažėjimą. Nustačius paskolos vertės sumažėjimą, palūkanų pajamos pripažįstamos naudojant tą pačią palūkanų normą, kuria buvo diskontuoti būsimieji pinigų srautai tada, kai buvo vertinamas vertės sumažėjimo nuostolis;
- jeigu vėlesniu ataskaitiniu laikotarpiu paskolos vertės sumažėjimo nuostolis mažėja, ir tai gali būti objektyviai siejama su jau po vertės sumažėjimo pripažinimo įvykusiu įvykiu (pvz., padidėjo skolininko pajėgumas vykdyti finansinius išsipareigojimus), anksčiau pripažintas vertės sumažėjimas turi būti panaikinamas (sumažinamas), koreguojant specialiųjų atidėjinių sąskaitą.

#### **Nuostolio įvykiai** (pagal Lietuvos banko nuostatas):

- paskolos (panašių paskolų grupės) vertė sumažėja ir jos sumažėjimo nuostolis patiriamas tik po paskolos pirminio pripažinimo įvykusio(-ių) vieno ar keleto nuostolio įvykių ir toks nuostolio įvykis (arba įvykiai) turi įtakos paskolos (panašių paskolų grupės) būsimiesiems pinigų srautams;
  - įvykiai, dėl kurių nuostolis būtų patirtas tik ateityje, kad ir kaip greitai, tačiau ne paskolų vertinimo dieną, negali būti laikomi nuostolio įvykiais. Nuostoliai, kurių tikimasi dėl būsimų įvykių, nėra pripažįstami, net jeigu tokie įvykiai labai tikėtini;
  - prie objektyvių įrodymų, kad paskolos vertė sumažėjo, yra priskiriama stebėjimais (arba istoriniais duomenimis) pagrįsta informacija apie tokius nuostolio įvykius:
    - nemenki skolininko arba emitento finansiniai sunkumai.
- Reikšminga paskola** – banko nuomone, dėl savo dydžio, projekto ar skolininko svarbumo reikšminga paskola;
- paskolos sutarties pažeidimas (periodinių paskolos įmokų (paskolos dalies ar palūkanų) nemokėjimas);
  - dėl ekonominių arba teisinių priežasčių, susijusių su skolininko finansiniais sunkumais, jam suteikiama nuolaida, kurios bankas paprastai nebūtų taikęs;
  - pradėtas skolininko ar emitento bankroto arba reorganizavimo procesas;

- skolos vertybinių popierių aktyviosios rinkos išnykimas dėl finansinių sunkumų;
- skolininkui suteiktos lėšos naudojamos ne pagal tą paskirtį, kuri numatyta paskolos sutartimi;
- pažeidžiamos investicinio projekto įgyvendinimo sąlygos;
- su skolininku susiję asmenys nevykdo įsipareigojimų, ir tai turi įtakos skolininko finansinių įsipareigojimų vykdymo galimybėms;
- sumažėja užtikrinimo priemonės objekto vertė, jei vertinama paskolos, kurių grąžinimo sąlygos tiesiogiai priklauso nuo užtikrinimo priemonės objekto vertės;
- skolininko arba emitento, užsiimančio licencijuota veikla (alkoholinių gėrimų gamyba ir prekyba jais, prekyba naftos produktais, vertimasis medicinine, švietimo ir mokymo praktika, elektros energijos pardavimas laisviesiems vartotojams ir pan.), licencijos galiojimo sustabdymas ar panaikinimas;
- kiti banko taisyklėse numatyti nuostolio įvykiai;
- nors paskolos sutarties sąlygos nepažeistos, turi būti nustatyta, ar nebuvo nuostolio įvykio. Jeigu skolininkų finansinė būklė pablogėja, paskolų, kurių dauguma įmokų bus mokama artėjant ar suėjus jų terminui, vertė gali sumažėti ir paskolų termino pradžioje;
- jei tam pačiam skolininkui suteiktos kelios paskolos ir vienu kreditų sutarčių sąlygos vykdomos, o kitų ne, bankas turi įvertinti, ar nėra sumažėjusi visų to paties skolininko paskolų vertė, ir nustatyti bendrą išskolinimo vertę;
- juostolio įvykiai, susiję su panašių paskolų grupe (informacija, rodanti, kad, palyginti su pirminiu paskolų, priskirtų panašių paskolų grupei, pripažinimu, įvertinti būsimieji panašių paskolų grupės pinigų srautai yra sumažėję, tačiau kol kas negalima iš grupės išskirti, kurios konkrečios paskolos pinigų srautai sumažėję):
  - panašių paskolų grupės skolininkų mokumo pablogėjimas (pvz., padaugėję uždelstų mokėjimų arba padidėjęs kredito

- korteles turinčių skolininkų, sunaudojusių kredito limitą ir kas mėnesį mokančių minimalias įmokas, skaičius);
- ekonominių sąlygų, susijusių su panašių paskolų grupės išpareigojimų neįvykdymu, pablogėjimas (pvz., atitinkamos teritorijos nekilnojamojo turto kainų kritimas, nepalankūs tam tikros ekonomikos srities pokyčiai, turintys neigiamos įtakos panašių paskolų grupės skolininkams, nedarbo lygio pakilimas skolininkų geografinėje teritorijoje);
  - kiti banko taisyklėse numatyti nuostolio įvykiai.

**Individualiai vertinamos paskolos** (pagal Lietuvos banko nuostatas):

- Individualiai vertinamų paskolų vertės sumažėjimo nuostolio suma yra paskolos apskaitinės vertės ir įvertintų būsimųjų pinigų srautų, diskontuotų taikant pradinę faktinę šios paskolos palūkanų normą, dabartinės vertės skirtumas.
- Jeigu persvarstomos fiksuotos palūkanų normos paskolos sąlygos, skaičiuojant vertės sumažėjimą, ir toliau taikoma paskolos pirminio pripažinimo metu buvusi faktinė palūkanų norma.
- Paskolos sąlygų pakeitimas nebūtinai reiškia, kad sumažėjo persvarstytos paskolos vertė. Pratęsus paskolos grąžinimo terminą, jos vertė nesumažėja, jeigu atitinkamai padidinama paskolos palūkanų norma, t. y. naujų pinigų srautų dabartinė vertė, diskontuota taikant pradinę faktinę palūkanų normą, išlieka nepakitusi.
- Skaičiuojant paskolos, kurios grąžinimas garantuotas užtikrinimo priemone, vertės sumažėjimą, į šios paskolos pinigų srautus įtraukiami jos užtikrinimo priemonės pinigų srautai (atėmus su užtikrinimo priemonės objekto pardavimu susijusias išlaidas).
- Nustatant užtikrinimo priemonės pinigų srautus, turi būti atsižvelgiama į:
  - teisine procedūras, jų trukmę, galimus kitus sunkumus ir išlaidas parduodant užtikrinimo priemonės objektą;

- užtikrinimo priemonės objekto likvidumą;
  - užtikrinimo priemonės objekto vertės pastovumą;
  - užtikrinimo priemonės objekto nusidėvėjimo terminą, palyginti su paskolos terminu;
  - užtikrinimo priemonės objekto vertės sąsają su skolininko finansine būkle;
  - pirmumo teisę, parduodant užtikrinimo priemonės objektą;
  - užtikrinimo priemonės objekto draudimą;
  - garanto, laiduotojo ar draudimo įmonės finansinę būklę;
  - kitus veiksnius, numatytus banko taisyklėse ir galinčius turėti įtakos, parduodant užtikrinimo priemonės objektą.
- Bankas turi pagrįsti, kad paskolos užtikrinimo priemonės pinigų srautai apskaičiuoti teisingai, atsižvelgus į istorinius duomenis, faktus apie galimybę parduoti užtikrinimo priemonės objektą ir jo pardavimo išlaidas.

**Bendrai vertinamos paskolos** (pagal Lietuvos banko nuostatas):

- Paskolos, po kurių pirminio pripažinimo nenustatyta nuostolio įvykių, ir tos paskolos, kurių vertės sumažėjimo nuostolis vėlesniu ataskaitiniu laikotarpiu buvo panaikintas, įtraukiamos į panašių kreditų grupę ir toliau vertinamos bendrai. Panašių paskolų grupės išskiriamos norint įvertinti bendrą jų vertės sumažėjimą.
- Jeigu nustatoma panašių paskolų grupės nuostolio įvykių, turi būti įvertinamas bendras šių paskolų grupės vertės sumažėjimas. Minėtosios grupės vertės sumažėjimo nuostolio suma yra panašių paskolų grupės apskaitinės vertės ir įvertintų būsimųjų pinigų srautų, apskaičiuotų atsižvelgiant į praeityje patirtą panašių paskolų nuostolį (istorinius duomenis), skirtumas. Diskontuojant įvertintus būsimus pinigų srautus, gali būti naudojamas svertinis pradinių faktinių palūkanų normų vidurkis.
- Jeigu bankas neturi istorinių duomenų arba jų turi nepakankamai, galima naudoti trečiųjų asmenų (tai pačiai finansinei grupei

priklausančių įmonių) sukauptus duomenis apie panašias paskolas (konkrečios rinkos, kurioje veikia skolininkas). Kad ir kokius duomenis bankas naudotų, jie turi būti koreguojami, atsižvelgiant į susiklosčiusią padėtį, kad juose atsispindėtų dabarties sąlygos, kurių nebuvo istorinių duomenų rinkimo laikotarpiu, ir kad būtų eliminuotos šiuo metu neegzistuojančios istorinio laikotarpio sąlygos.

- Panašių paskolų grupės būsimiems pinigų srautams įvertinti naudojamas prielaidas ir taikomą metodologiją bankas turi periodiškai peržiūrėti, kad sumažintų visus skirtumus tarp apskaičiuotų (buvusio įvertinimo) ir realiai patirtų nuostolių.
- Jeigu iš panašių paskolų grupės galima išskirti konkrečią paskolą, kurios vertė sumažėjusi, tokia paskola turi būti atskiriama nuo panašių paskolų grupės ir vertinama individualiai.

Banko taisyklėse turi būti išsamiai aprašyta:

- nuostolio įvykių pripažinimas;
- nuostolio įvykių baigtinis sąrašas ir, jeigu reikia, papildomos sąlygos, kurioms esant laikoma, kad įvyko nuostolio įvykis (-iai);
- nuostolio įvykių nustatymo tvarka;
- paskolų vertės sumažėjimo vertinimo būdo (individualiai ar bendrai) parinkimo ir keitimo tvarka;
- metodika, pagal kurią iš panašių paskolų grupės išskiriamos sumažėjusios vertės paskolos;
- paskolų vertės sumažėjimo įvertinimas;
- būsimų pinigų srautų nustatymo metodika;
- panašių paskolų grupės vertės sumažėjimo nustatymo metodika;
- realiausio įvertinimo iš apskaičiuoto verčių sumažėjimo intervalo panašių paskolų grupei nustatymo tvarka;
- paskolų vertės sumažėjimo panaikinimo metodika (sąlygos, kriterijai, kuriems esant padidinama paskolos vertė (sumažinami sudaryti specialieji atidėjiniai);
- paskolų pripažinimo nutraukimo (perleidimo ar nurašymo) kriterijai;
- kita informacija.

Su banko taisyklėmis susijusiuose dokumentuose arba banko taisyklėse turi būti išsamiai aprašyta:

- paskolų vertinimo organizavimas ir vidaus kontrolė, t. y. banko organų ir struktūrinių padalinių pareigos ir atsakomybė, susijusios su šio dokumento, banko taisyklių ir su jomis susietų dokumentų reikalavimų įgyvendinimu;
- reikalavimai vertinant paskolų užtikrinimo priemonės objektą.

Apie kiekvieną individualiai svarstomą paskolą ir bendrai vertinamą panašių paskolų grupę bankas privalo turėti dokumentus, kuriuose būtų nurodyta:

- pagrindimas, kodėl išskirtos būtent tokios panašių paskolų grupės, ir duomenys, pagrindžiantys paskolų, priskirtų tai pačiai panašių paskolų grupei, kredito rizikos panašumą;
- paskolos (panašių paskolų grupės) nuostolio įvykių pagrindimas;
- vertės sumažėjimo apskaičiavimas.

Banko taisyklės ir su jomis susiję dokumentai turi būti taikomi nuosekliai, keičiami tik esant pagrįstam pagrindui ne dažniau kaip kartą per finansinius metus arba vykdant inspektavimo ataskaitoje pateiktus trūkumų šalinimo nurodymus. Į banko taisykles turi būti įtrauktas su šiomis taisyklėmis susijusių dokumentų sąrašas.

Kiekvieną ketvirtį bankai Lietuvos banko Kredito įstaigų priežiūros departamentui pateikia Paskolų vertės pokyčių ataskaitą.

**Koncentracijos rizika ir didelių pozicijų limitai.** Priežiūros institucija nustato veiklos riziką ribojančius normatyvus, taikomus siekiant apriboti bankų turimas sandorių šalių arba susijusių sandorių šalių grupių pozicijas. Susijusių asmenų grupė apibrėžiama kaip du ar daugiau klientų, kurie turi tarpusavio ryšių dėl to, kad:

- vienas iš klientų tiesiogiai ir (arba) netiesiogiai gali kontroliuoti kitus klientus (valdo daugiau kaip 50 proc. įmonės įstatinio kapitalo ir (arba) balsavimo teisių arba gali išrinkti ir atšaukti daugiau kaip 50 proc. įmonės valdymo organų narių);
- klientai yra susiję tokiais tarpusavio ryšiais, kad jeigu vienas iš jų negalėtų įvykdyti savo įsipareigojimų, kiltų sunkumų ir kitam arba kitiems klientams vykdyti savo įsipareigojimus, tai

vieno asmens išduoti: laidavimai, garantijos, kitos prievolių įvykdymo už kitą asmenį užtikrinimo priemonės, bendri įsipareigojimai, kylantys iš sudarytų sandorių, tiesioginė tarpusavio verslo priklausomybė, kai tarpusavio verslo ryšiai negali būti nutraukti ar pakeisti kitais verslo ryšiais, klientai yra susiję artimos giminystės, taip pat svainystės ryšiais (nustatant kompetencijos lygį – tik tie, kurie bendrai tvarko ūkį).

Konsoliduota grupės rizika – visų kliento kreditinių įsipareigojimų pagal visas kreditų rūšis suma: leistinas limitas (kredito linijos limitas) – kai kredito faktinis panaudojimas gali kisti; naujo kredito prašoma suma arba patvirtinto kredito negražintas likutis ir dar nepanaudota suma – visais kitais atvejais; suteikiant sindikuotas paskolas – banko dalis, kuria dalyvaujama sindikate.

Iš to skaičiaus išskiriami visiškai užtikrinti kreditai, t. y. neįskaičiuojamos paskolos, už kurias garantuoja šios garantinės institucijos: Žemės ūkio paskolų garantijų fondas (ŽŪPGF) ir Investicijų ir verslo garantijos (INVEGA). Vertinant užtikrinimo priemones, šių institucijų suteiktos garantijos priskiriamos prie visiškai užtikrinančių kreditų, t. y. prilyginamos valstybės garantijai.

Prie vadinamųjų blankinių, neužtikrintų, įsipareigojimų priskiriami: overdraftai, vartojimo paskolos, mokėjimo kortelių kredito limitai, kredito limitai išdo produktams ir faktoringas.

**Sandoriai su susijusiais su banku asmenimis.** Siekiant išvengti piktnaudžiavimo sudarant sandorius su susijusiais su banku asmenimis ir sumažinti interesų konfliktų riziką, priežiūros institucija reikalauja, kad bankai visus sandorius su susijusiais su banku asmenimis sudarytų pagal įprastines rinkos sąlygas; vykdytų šių sandorių stebėseną; imtųsi atitinkamų rizikos kontrolės arba mažinimo priemonių; ir nurašytų susijusių asmenų pozicijas pagal standartinę politiką ir procesus. Susiję su banku asmenys – tai įmonės bei jų vadovai ir vadovų artimi giminaičiai, kai jas valdo bei kontroliuoja bankas, arba jos valdo ir (ar) kontroliuoja banką.

**Vidinis skolinimas apima:** a) Banko vadovus: banko stebėtojų tarybos narius; banko valdybos narius; banko administracijos vadovus (Banko prezidentą); banko vidaus audito tarnybos vadovą; ban-

ko darbuotojus, kuriems yra suteikti įgaliojimai savarankiškai priimti sprendimus dėl finansinių paslaugų teikimo ir banko vardu sudaryti priežiūros institucijos teisės aktų nustatytus kriterijus atitinkančius sandorius, turinčius rizikos požymių. b) Su banko vadovais artimos giminystės, taip pat svainystės ryšiais susijusius asmenis: asmuo ir jo sutuoktinis, jų vaikai, tėvai, seneliai, vaikaičiai, taip pat šio asmens ir jo sutuoktinio broliai, seserys ir šių brolių bei seserų sutuoktiniai, taip pat asmenys, įregistravę partnerystę įstatymų nustatyta tvarka.

**Šalies ir tarptautinių atsiskaitymų rizika.** Priežiūros institucija nustato, kad bankai taikytų tinkamą politiką ir procesus, padedančius laiku nustatyti, išmatuoti, įvertinti, stebėti, pranešti ir kontroliuoti arba sumažinti pačios šalies ir jos atsiskaitymų riziką vykdanant tarptautinio skolinimo ir investavimo veiklos procesą.

**Palūkanų normų rizika bankinėje knygoje.** Priežiūros institucija nustato, kad bankai turėtų tinkamas sistemas, padedančias laiku nustatyti, išmatuoti, įvertinti, stebėti, pranešti ir kontroliuoti arba sumažinti palūkanų normos riziką bankinėje knygoje. Šiose sistemose turi būti atsižvelgiama į banko prisiimamos rizikos dydį, jos pobūdį ir rinkos bei makroekonominės sąlygas.

**Likvidumo rizika.** Priežiūros institucija kelia bankams veiklos riziką ribojančius ir tinkamus likvidumo reikalavimus (šie gali būti kiekybiniai arba kokybiniai, arba abu), kurie atitinka banko likvidumo poreikius. Priežiūros institucija nustato, kad bankai taikytų strategiją, užtikrinančią likvidumo riziką ribojantį jos valdymą ir likvidumo reikalavimų laikymąsi. Nustatant šią strategiją, turi būti atsižvelgiama į banko prisiimamos rizikos dydį, rinkos ir makroekonominės sąlygas ir numatyta veiklos riziką ribojanti politika ir procesai, atitinkantys banko prisiimamos rizikos dydį, padedantys laiku nustatyti, išmatuoti, įvertinti, stebėti, pranešti ir kontroliuoti arba sumažinti likvidumo riziką per atitinkamus laikotarpius.

**Veiklos rizika.** Priežiūros institucija bankams nustato tinkamą veiklos rizikos valdymo sistemą, kurią taikant būtų atsižvelgiama į jų prisiimamos rizikos dydį, jos pobūdį, rinkos ir makroekonominės sąlygas. Tai apima riziką ribojančią politiką ir procesus, padedančius laiku nustatyti, išmatuoti, įvertinti, stebėti, pranešti ir kontroliuoti arba sumažinti veiklos riziką.



Kreditą išduodantis asmuo privalo:

- nepamiršti surinkti **visą informaciją**, prieš apsisprendamas suteikti kreditą;
- **suprasti** atliekamą operaciją: įvertinti paskolos poreikį, numatyti būsimus kliento poreikius, paskolos grąžinimo šaltinius, jos užtikrinimo priemonę;
- atsižvelgti į palūkanų **maržą**;
- nepamiršti, kad **gaunamos pajamos** svarbesnės už paskolos grąžinimo užtikrinimą;
- nepamiršti, kad kitas veiklos ciklas yra **neišvengiamas**;
- nepamiršti, kad rizikinga išduoti paskolą, kuria klientas dengia **kitus įsiskolinimus**;
- nepamiršti, kad suteiktų paskolų **kokybė** svarbesnė už kiekybę;
- nepamiršti, kad, jeigu kliento veikla nesuprantama – **neskolinti**;
- nepamiršti, kad, jeigu klientas nori skubaus atsakymo, atsakyti **neigiamai**;
- pagalvoti, ar pats skolintų **savo pinigus**.

### Klausimai:

1. Kaip apibūdinama kredito esmė?
2. Kaip apibrėžiama rizika?
3. Kaip klasifikuojama rizika?
4. Kaip apibrėžiama kredito rizika?
5. Kokie pagrindiniai rizikos valdymo proceso uždaviniai?
6. Ką reiškia magiškas trikampis, taikomas bankinei veiklai?
7. Ką apibūdina auksinė bankininkystės taisyklė:
  - a) išduoti daugiau paskolų, nei priimama indėlių;
  - b) išduoti mažiau paskolų, nei priimama indėlių;
  - c) išduoti paskolas ilgesniam laikotarpiui nei priimamų indėlių terminas;
  - d) išduoti paskolas trumpesniam laikotarpiui nei priimamų indėlių terminas;

- 
- e) išduoti paskolas tam pačiam laikotarpiui kaip priimamų indėlių terminas.
  8. Kokios priemonės padeda vengti rizikos ir ją riboti?
  9. Pažymėkite išorines rizikos kompensavimo priemones:
    - a) pooling'as;
    - b) netting'as;
    - c) pasirinkimo sandoriai;
    - d) ateities sandoriai;
    - e) apsiikeitimo sandoriai.
  10. Pažymėkite rizikos perkėlimo priemones:
    - a) netting'as;
    - b) pooling'as;
    - c) kaina;
    - d) forfeitingas;
    - e) sekjuritizacija.
  11. Kaip apibūdinami kreditavimo principai?
  12. Kokios išskiriamos paskolų rūšys ir kaip apibūdinamos joms būdingos ypatybės (kredito rizikos požymių turintys produktai)?
  13. Kas priskiriama prie kredito formų:
    - a) atviros rinkos operacijos;
    - b) overdraftas (sąskaitos perviršis);
    - c) finansinis lizingas;
    - d) kreditinės kortelės;
    - e) faktoringas.
  14. Kokiais atvejais bankai nevertina klientų kreditinio pajėgumo?
    - a) parduodami valiutą išankstiniu sandoriu;
    - b) suteikdami finansinį lizingą;
    - c) atidarydami akredityvą, rezervavus pinigus;
    - d) suteikdami faktoringą su regresu;
    - e) išduodami debetinę mokėjimo kortelę.
  15. Kurie teiginiai yra teisingi:

- a) kredito linija gali būti išduodama su regreso teise;
  - b) kredito linija gali būti išduodama be regreso teisės;
  - c) faktoringas gali būti išduodamas su regreso teise;
  - d) faktoringas gali būti išduodamas be regreso teisės;
  - e) overdraftas gali būti išduodamas ir su regreso teise, ir be regreso teisės.
16. Kuris teiginys apie sindikatą teisingas:
- a) tai – turtas vertybinių popierių pavidalu;
  - b) tai – eksporto finansavimo forma;
  - c) tai – prekybos finansavimo forma, panaši į perkeliamą kreditą;
  - d) tai – kelių bankų ar finansinių institucijų junginiai atlikti tam tikras operacijas;
  - e) tai – rizikos perkėlimo mechanizmas, kuriuo naudodamasi įmonė gali perkelti savo neapibrėžtumą į apibrėžtumą.
17. Kurie produktai priskiriami ilgalaikiams?
- a) akredityvai;
  - b) faktoringas;
  - c) forfeitingas;
  - d) finansinis lizingas;
  - e) overdraftas.
18. Kas sudaro paskolų palūkanų normas (jų struktūrą)?
19. Kas įeina į mokamų bankui palūkanų normos maržą:
- a) administravimo mokestis;
  - b) pelnas;
  - c) rizikos premija;
  - d) išteklių kaina;
  - e) infliacijos norma.
20. Kokios išskiriamos kredito grąžinimą užtikrinančios priemonės (apibūdinkite visų užtikrinimo būdų ypatybes)?
21. Kas gali suteikti garantiją ir (ar) laidavimą?
- a) gyventojai;
  - b) uždarnosios akcinės bendrovės;

- c) vyriausybės;
  - d) akcinės bendrovės;
  - e) bankai.
22. Kuo skiriasi delspinigiai ir baudos?
23. Koks maksimalus skolos ir viso turto santykis priimtinas kreditoriui?
- a) 30 proc.
  - b) 40 proc.
  - c) 50 proc.
  - d) 60 proc.
  - e) 70 proc.
24. Koks maksimalus skolos ir akcininkų nuosavybės santykis priimtinas kreditoriui?
- a) 1.33
  - b) 2.33
  - c) 3.33
  - d) 4.33
  - e) 5.33
25. Kokie reikalavimai taikomi įkeisto turto draudimui?
26. Kokia verte turi būti apdraudžiamas įkeičiamas turtas:
- a) buhalterine;
  - b) likutine;
  - c) rinkos;
  - d) atkuriamąja;
  - e) likvidacine.
27. Tarpusavyje susijusių asmenų grupė apima klientus, kurie:
- a) vienas iš klientų tiesiogiai ir (arba) netiesiogiai gali (valdo daugiau kaip 25 proc. įmonės įstatinio kapitalo);
  - b) vienas iš klientų tiesiogiai ir (arba) netiesiogiai gali (valdo daugiau kaip 50 proc. įmonės įstatinio kapitalo);
  - c) susiję su bendrais įsipareigojimais, kylančiais iš sudarytų sandorių;
  - d) tiesioginė tarpusavio verslo priklausomybė;

- e) klientai yra susiję artimos giminystės, taip pat svainystės ryšiais.
28. Kas yra su banku susiję asmenys:
- a) tarybos nariai;
  - b) vidaus audito tarnybos vadovas;
  - c) vidaus audito tarnybos darbuotojai;
  - d) artimos giminystės ryšiais su banko darbuotojais susiję asmenys;
  - e) banko antrinių įmonių vadovai.
29. Vidinis skolinimas apima:
- a) vidaus audito tarnybos darbuotojus;
  - b) artimos giminystės ryšiais su banko darbuotojais susijusius asmenis;
  - c) banko antrinių įmonių vadovus;
  - d) artimos giminystės ryšiais su banko antrinių įmonių darbuotojais susijusius asmenis;
  - e) valdybos narius.
30. Kuri suma išreiškia konsoliduotą riziką SEB banko grupėje? Įmonė turi 200 000 kredito liniją SEB banke, bet panaudojo tik 150 000. Įmonės direktorius turi 30 000 lizingo sutartį SEB lizinge, bet 16 000 jau sumokėjo. UAB „Swedbank“ ta pati įmonė prašo 400 000 paskolos naujam projektui vykdyti:
- a) 230 000;
  - b) 630 000;
  - c) 214 000;
  - d) 616 000;
  - e) 400 000.
31. Kokie kreditai vadinami visiškai užtikrintais? Už kuriuos:
- a) įkeičiamas nekilnojamasis turtas;
  - b) įkeičiami VVP;
  - c) išduoda ŽŪPGF garantija;
  - d) išduota INVEGA garantija;
  - e) rezervuojamos piniginės lėšos.

32. Kurie kreditai vadinami visiškai neužtikrinti?
  - a) overdraftai, už kuriuos garantuoja INVEGA;
  - b) overdraftai, už kuriuos garantuoja Vyriausybė;
  - c) kreditai, už kuriuos garantuoja Vyriausybė;
  - d) kreditai, už kuriuos įkeičiamas būstas;
  - e) kredito kortelės.
33. Kurie teiginiai neteisingi apie nemokumą (default):
  - a) kreditorius mano, kad skolininkas negalės įvykdyti savo sutartinių įsipareigojimų;
  - b) skolininkas vėluoja sumokėti daugiau nei 30 dienų;
  - c) skolininkas vėluoja sumokėti daugiau nei 60 dienų;
  - d) skolininkas vėluoja sumokėti daugiau nei 90 dienų;
  - e) jei skolininkas vėluoja sumokėti daugiau nei 120 dienų.
34. Kaip apibrėžiama įsipareigojimų nevykdymo tikimybė, negrąžinto kredito dydis, gražinimo norma?
35. Ką apima auditoriaus funkcija:
  - a) įmonės ataskaitų rengimą;
  - b) nuomonės pareiškimą apie įmonės ataskaitas;
  - c) klaidų taisymą įmonės ataskaitose;
  - d) informacijos apie įmonės veiklą pateikimą;
  - e) informacijos apie įmonės finansinę būklę pateikimą.
36. Kokią reikšmę kredito suteikimo sprendimo priėmimo procesui turi finansiniai rodikliai ir kokios rekomenduojamos jų skaitinės išraiškos?
37. Į kokius finansinius rodiklius atsižvelgia kreditoriai vertindami įmonių finansinę būklę išduodant paskolas:
  - a) likvidumo;
  - b) efektyvumo;
  - c) finansinio sverto;
  - d) skolos padengimo;
  - e) rinkos vertės.
38. Ką apima kredito portfelio monitoringas:

- a) pramonės šakas;
  - b) rizikos koncentraciją;
  - c) rizikos grupes;
  - d) terminų struktūrą;
  - e) kliento kreditingumą.
39. Kas būdinga individualių kreditų monitoringui:
- a) paskolų grupavimas pagal rizikos grupes;
  - b) terminų struktūrą;
  - c) kliento kreditingumas;
  - d) pramonės šakos;
  - e) rizikos koncentracija.
40. Ką apima paskolos sutarties sąlygų pakeitimas:
- a) paskolos termino pratęsimą;
  - b) paskolos dydžio pakeitimą;
  - c) turto įkeitimo nuėmimą;
  - d) mokėjimo grafiko pakeitimą;
  - e) palūkanų normos pakeitimą.
41. Kas yra „ankstyvojo perspėjimo sistema“ ir ką ji apima?
42. Kokie Atsakingo skolinimo nuostatuose numatyti reikalavimai paskolos ir įkeisto turto santykiui, paskolos įmokų ir gaunamų pajamų santykiui?
43. Kokie galimi išoriniai informacijos šaltiniai apie paskolų gavėjus?
44. Kokie reikalavimai taikomi bankams, suteikiant informaciją apie paskolų gavėjus LB skolininkų duomenų bazei?
45. Kokie nustatyti bankams Nuosavų lėšų reikalavimai? Bankai turi tenkinti šiuos nuosavų lėšų reikalavimus:
- a) 4,5 proc. 1 lygio nuosavo kapitalo rodiklį;
  - b) 5,5 proc. 1 lygio nuosavo kapitalo rodiklį;
  - c) 6 proc. 1 lygio kapitalo pakankamumo koeficientą;
  - d) 7 proc. 1 lygio kapitalo pakankamumo koeficientą
  - e) 8 proc. bendro kapitalo pakankamumo koeficientą
46. Kokios išskiriamos individualiai ir bendrai vertinamų paskolų ypatybės?

**3.**

---

**Draudimas**



Bendruoju atveju draudimas apibūdinamas kaip draudimo įmonių pažadas (draudimo poliso pardavimas) atlyginti dėl nelaimingo įvykio patirtą žalą mainais už sumokėtą premiją. Draudimo įmonė už gautus pinigus (premijas) rinkoje išsigyja vertybinių popierių. Bendra šios įmonės veikla priklauso nuo to, kaip svyruoja akcijos ir obligacijos, į kurias ji investavo.

**Draudimas** – toks galimo nuostolio perkėlimo mechanizmas, kurį pasitelkus savo neapibrėžtumą galima iškeisti į apibrėžtumą (sumokėtą draudimo premiją). Neapibrėžtumas apima:

- ar bus nuostolis;
- kada jis atsiras;
- kiek svarbus bus tas nuostolis;
- kiek jų gali būti per metus.

#### **Pagrindinė draudimo terminologija:**

Draudėjas – asmuo, sudaręs sutartį, privalantis mokėti įmokas, turintis teisę gauti išmokas.

Draudikas – draudimo įmonė.

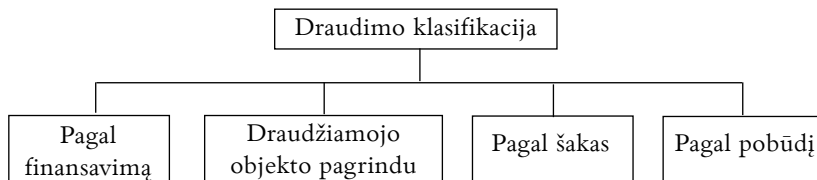
Draudimo suma – sutartimi arba įstatymu nustatyta suma, kuria draudžiami turtiniai interesai.

Įmoka – sutartimi arba įstatymu nustatyti privalomi mokėjimai už draudimo apsaugą.

Išmoka – suma, kurią draudimo įmonė privalo sumokėti įvykus draudžiamajam įvykiui.

Draudžiamasis įvykis – sutartimi arba įstatymu nustatytas atsitikimas, kuriam įvykus įgyjama teisė gauti išmoką.

Draudimo veikla skirstoma pagal keletą požymių (žr. 3.1 pav.)



**3.1 pav. Draudimo klasifikacija**

Taigi pirminė draudimo funkcija – nuostolio perkėlimas. Draudimas gali prisiimti tokį nuostolį, dėl:

- pulo (bendro fondo) sudarymo;
- teisingo premijos apskaičiavimo.

Viena vertus, galima teigti, kad pulai ir skaičiuotinos premijos apibrėžia pagrindinę nuostolio perkėlimo funkcijos sąlygą. Tačiau nuostolio perkėlimas gali atsipirkti ir nesant nei paprasto pulo, nei skaičiuotinių premijų. Nuostolio perkėlimas ir skaičiuotinos premijos taip pat yra tam tikra draudimo funkcija. Draudimo bendrovė apsiima valdyti tokį sudarytą pulą. Ji renka dalininkų įnašus kaip draudimo įmokas ir (ar) premijas iš daugelio žmonių, o išmoka tik keliems.

Tų dalių (dalininkų įnašų ir (ar) skaičiuotinių premijų) turi užtekti šiems dalykams:

- visiems bet kurių metų nuostoliams padengti;
- kitoms tokio pulo valdymo išlaidoms kompensuoti;
- bendrovės pelnui užtikrinti.

Net ir įvertinus visas šias sąnaudas, draudimas yra labai patrauklus verslas.

**Valdydama pulą**, draudimo bendrovė išlošia iš „didžiųjų skaičių dėsnio“. Šis dėsnis teigia, kad tikras įvykių, kurie gali atsitikti, skaičius turi tendenciją artėti prie tikėtino skaičiaus, apimančio labai didelį analogiškų situacijų kiekį.

Tai galime pavaizduoti paprastu monetų pavyzdžiu. Pvz., moneta gali iškristi skaičiumi arba herbu. Metant monetą dvidešimt kartų, gali pasitaikyti bet kokia skaičiaus ir herbo kombinacija:

- dvylika kartų iškristi herbas ir aštuonis – skaičius;
- devynis kartus iškirsti herbas ir vienuolika – skaičius ir t. t.

Remdamiesi elementaria matematika, galime tikėtis, kad tiek pat kartų iškris moneta ir tiek pat – skaičius, nes tikimybė, kad iškris vienas ar kitas lygi 50 procentų. Tačiau, metant monetą tik dvidešimt kartų, tokio rezultato galima ir nesulaukti. Jeigu moneta būtų metama 10 000 kartų, rezultatas veikiausiai būtų artimas 5 000 iškristusių skaičių ir tiek pat herbų.

Didžiųjų skaičių dėsnis būtent taip ir veikia – užtikrina vidutinės tikimybės gautiną rezultatą. Draudikas gali fiksuoti premiją ir draudėjas žinos, nuo ko apsidraudė, ir kad jis daugiau nieko iki metų pabaigos neturės papildomai mokėti.

**Teisinga premija.** Suprantama, tokie pulai gali būti kelių rūšių, po vieną kiekvienam atskiram draudimo tipui. Žmonės, draudžiantys namus, nesidalys ta pačia pinigų suma su tais, kurie draudžia automobilius. Taip dirbdamas draudikas gali nustatyti, kurios draudimo rūšys yra pelningos, o kurios – ne. Gyvenime gali būti tam tikras pinigų perskirstymas tarp pulų, bet kol kas tikslinga nagrinėti individualius pulus, kuriems būdingos skirtingos rizikos rūšys. Net tada, kai panašios rizikos rūšys įtraukiamos į vieną pulą, jos neatspindi vienodo to pulo rizikos laipsnio, t. y. nuostolio galimybė, kurią padengs pulas, nėra lygi jų visų, priklausančių šiam pului, sumai.

Pvz., mediniam namui gresia kitokia rizika nei plytiniam; aštuoniolikmetis, vairuojantis sportinį automobilį, rizikuoja kitaip nei keturiasdešimtmetis, vairuojantis šeimos automobilį ir vežantis vaikus; darbininkai, dirbantys su medžio apdirbimo įranga, priklauso rizikingesnei grupei nei tarnautojai, kurie išstis valandas praleidžia kontoroje.

Visais konkrečiais atvejais draudikai susiduria su skirtingos svarbos ir skirtingų pavojų rizikos rūšimis. Kiekvienos iš išvardytųjų situacijų įvykio atsitikimo galimybė yra visiškai skirtinga. Tai turi atspindėti ir visos tos įmokos, kurias kiekvienas draudėjas turės sumokėti. Nebūtų teisinga, jei šeimos automobilio vairuotojas subsidijuotų greitųjų sportinių automobilių gerbėjus. Kiekvienas žmogus ar kompanija, norinti prisidėti prie pulo, turi būti pasirengusi įdėti „teisingą“ dalį į bendrą sumą.

Grėsmė nėra vienintelis svarbus veiksnys. Gali būti rizikos rūšys, kurios atspindės labai panašias grėsmes, bet vis tiek reikės sumokėti skirtingus įnašus į pulą. Tai galėtų atsitikti, jeigu rizikos vertė (angl. *value-at-risk*) būtų skirtinga.

Pvz., žmogus, turintis 250 000 EUR vertės namą, turėtų sumokėti į pulą daugiau nei tas, kuris turi 35 000 EUR vertės butą. Tai gali būti visiškai suprantama, tačiau tokius dalykus būtina pabrėžti. Vertė greta pavojaus vaidina papildomą vaidmenį nustatant, kokį įnašą kiekviena rizika turi įnešti į pulą. Akivaizdu, kad grėsmės ir vertės idėjos yra labai artimos dažnumo ir svarbumo idėjai. Kiekviena rizika turi tikimybę, dėl kurios ji atsitinka, taip pat – savo dažnumą ir grėsmę. Dar ji turi savo atsitikimo sąnaudas, svarbumą ar vertę.

Todėl rizikos įvertinimas ypač svarbus draudimo verslui. Draudikas turi užtikrinti, kad bus paimta teisinga įmoka ir ji atspindės grėsmę ir vertę, kurią žmogus ar bendrovė įneša į pulą. Tai yra gana kompleksiškas procesas, bet kartu įmoka turi būti ir konkurencinga. Rinkoje veikia ne vienintelis draudikas, todėl skaičiavimams įtaką daro ir draudimo tarpininkų konkurencija. Jeigu draudikas nustatys įmoką, kuri gerokai viršys kitų šios paslaugos teikėjų imamas įmokas, jis greičiausiai tiesiog praras savo verslą. Per mažos įmokos nustatymas taip pat stumia į kitokį pavojų – įmokos į pulą bus mažesnės nei reikia, o nuostolis vis tiek atsiras. Šis nuostolis turės būti padengtas padidinus kurias nors kitas įmokas, tačiau jos veikiausiai tuo metu jau bus nekonkurencingos.

Sudėtinga išvardyti visus įvykius, kuriuos apsiima drausti draudimo bendrovės. Visų pirma toks sąrašas būtų begalinis, be to, jis niekada nebus tikslus. Rizika yra kintanti, todėl bet kuris įvykių sąrašas, tinkamas kaip rizikos perkėlimo forma, taip pat turi būti nuolat keičiamas. Iš esmės sunku nustatyti griežtas nuolat kintančio rizikos ir draudimo pasaulio taisykles, kurios rizikos rūšys gali būti draudžiamos, o kurios – ne. Sudarius tokį sąrašą, galima tik sudėlioti akcentus ir išskirti svarbiausias draudimo filosofijos idėjas, o ne nurodyti konkrečias rizikos rūšis. Draudimas – tai paslauga, kuria siekiama patenkinti vartotojų poreikius, o jų poreikiai nuolat kinta. Kaip jau minėta, šios paslaugos esmė – nuostolio dėl galimos rizikos perkėlimo mechanizmo suteikimas, bet rizikos rūšių, kurios gali būti draudžiamos, prigimtis laikui bėgant kinta. Nauji produktai, procesai ir gamybos sistemos įneša naujų rizikos rūšių, nuo kurių klientai (privatūs ar įmonės) turės draustis.

Pirmosios draudimo sutartys buvo sudarytos kelis tūkstančius metų prieš Kristų. Kinų pirkliai sukūrė sistemą, kaip apdrausti nuostolius, susijusius su prekių gabanimu laivais, dėl audrų, piratų antpuolių ar kitokios grėsmės, kylančios jūroje. Jie padalydavo savo krovinį ir gabendavo jį įvairiais laivais, tikėdamiesi, kad, vieną dieną paskendus ar sugedus vienam laivui, ne tuo pačiu metu išplauksiantiems kitiems laivams greičiausiai nieko blogo nenutiks.

Kalbant apie draudimo veiklą, būtina paminėti dar kelis draudimo veiklos dalyvius, tai – nepriklausomi draudimo tarpininkai ir draudimo aktuarai.

Nepriklausomi draudimo tarpininkai privalo atstovauti draudėjo, apdraustojo, naudos gavėjo ar nukentėjusio trečiojo asmens interesams. Draudimo tarpininkų įmonė privalo atlyginti draudėjo, apdraustojo, naudos gavėjo ar nukentėjusio trečiojo asmens nuostolius, patirtus dėl šios pareigos nevykdymo. Minėtoji įmonė, vykdydama su draudimo sutarčių sudarymu susijusią draudimo tarpininkavimo veiklą draudiko pavedimu, atsižvelgdama į draudėjo poreikius, privalo suteikti draudėjui galimybę rinktis ir kitų, ne mažiau kaip dviejų, draudikų teikiamas tokias pat ar pagal draudimo apsaugos pobūdį panašias draudimo paslaugas (LR draudimo įstatymas).

Aktuaras – draudimo matematikas. Jo paskyrimas yra toks pat svarbus, kaip ir vadovo ar vyriausiojo buhalterio. Aktuaro funkcijos (numatytos Draudimo įstatyme) draudimo bendrovėje yra šios:

- užtikrinti, kad būtų teisingai skaičiuojamos draudimo įmokos;
- garantuoti, kad būtų tinkamai sudaromi draudimo techniniai atidėjimai;
- tikrinti, ar draudimo įmonė yra pajėgi vykdyti sutarties įsipareigojimus;
- kontroliuoti, ar įmonė vykdo mokumo atsargos reikalavimus;
- siekti, kad techninių atidėjimų padengimas turtu atitiktų veiklos pobūdį ir kt.

Draudimo įmokų tarifas turi būti gana žemas, kad konkuruotų su kitų įmonių atitinkamų produktų įmokų tarifais, bet kartu ir toks aukštas, kad užtikrintų minimalų vykdomos veiklos pelną. Tarifams keliami tam tikri reikalavimai:

- stabilumas;
- greita reakcija į draudžiamų rizikos rūšių pokyčius;
- prisidėjimas prie nuostolių mažinimo;
- reagavimas į įvairius galimus netikėtumus;
- aiškumas ir lengvas pritaikymas.

Tarifai turi būti gana stabilūs, nes dažnai perskaičiuodama tarifas įmonė patiria daug išlaidų. Dažni keitimai kelia klientų nepasitenkinimą arba atkreipia priežiūros tarnybos dėmesį.

Draudimo įmokų tarifų apskaičiavimas nekintančioje aplinkoje. Pvz., nekintanti aplinka reiškia, kad veiksniai, lemiantys rizikos, taip pat ir draudimo rizikos dydį, laikui bėgant nekinta. Prielaidos: visos draudžiamos rizikos ir draudimo sumos yra identiškos; draudimo kompensacijos yra išmokamos tuoj pat po to, kai įvyksta draudžiamasis įvykis. Tai teorinis modelis. Išskiriami trys draudimo įmokų tarifų nekintančioje aplinkoje apskaičiavimo žingsniai:

- vertinamos nuostolių, kurie atsiras draudimo periodo metu, apimtys;
- apskaičiuojamos draudimo įmonės veiklos sąnaudos;
- paskaičiuojamos draudimo įmokos pagal nuostolius ir sąnaudas.

Tarkime, kad draudimo įmonė KITA yra apdraudusi 100 tūkst. lengvųjų automobilių. Kiekvienais metais draudimo įmonė nuostoliams kompensuoti išmokėdavo 20 mln. EUR. Kadangi aplinka nekinta, tai nei apdraustų automobilių skaičius, nei vienam automobiliui tenkančios – EUR dydžio – nuostolių apimtys ateinančiais metais išliks nepakitusios.

Draudimo įmonės finansininkai yra apskaičiavę, kad draudimo įmonės sąnaudos susideda iš:

nuostolių sureguliuojimo išlaidų	2.5 mln. EUR
įsigijimų ir susiliejamų išlaidų	3.0 mln. EUR
bendrijų valdymo išlaidų	1.5 mln. EUR
mokesčių	0.3 mln. EUR
Iš viso išlaidų:	7.3 mln. EUR

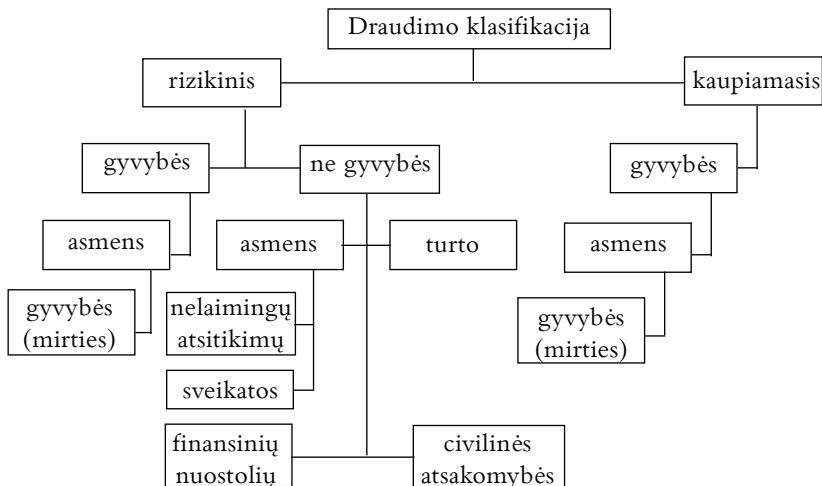
Šaltinis: (Čepinskis *et al.*, 1999).

Kalbant apie draudimo klasifikaciją pagal finansavimo pobūdį, būtina pabrėžti, kad **visas draudimas visų pirma yra rizikinis**. Tiek ne gyvybės, tiek ir gyvybės draudimu visada draudžiama nuo galimo nuostolio, atsitikus nepageidaujamam įvykiui. Gyvybės draudimas papildomai, tačiau nebūtinai, dar gali būti ir kaupiamasis (plačiau: 3.2. „Gyvybės draudimas“).

### 3.1.

#### Ne gyvybės draudimas

Ne gyvybės draudimas apima bet kokias rizikos rūšis, išskyrus žmogaus gyvybę. Draudimo paslaugų klasifikaciją (žr. 3.1 pav.) galima pateikti ir šiek tiek kitaip (žr. 3.2 pav.).



#### 3.2 pav. Draudimo klasifikacija pagal finansavimo būdą

Asmens draudimas apima bet kokią įvykį, susijusį su asmeniu, t. y. nuo nelaimingų atsitikimų, nuo nelaimingų atsitikimų kelionės metu, ligos atveju (sveikatos), transporto priemonės vairuotojo ir keleivių draudimas nuo nelaimingų atsitikimų ir kt.

Turto draudimu galima apdrausti bet koki turtą, kurį įmonė ar asmuo apskaito savo balanso turto dalyje, pvz., namų, pastatų, buto; gyvulių, naminių gyvulių; ūkininkų namų turto; namų turto draudimas; transporto priemonių kasko draudimas; bagažo; įmonių turto draudimas; verslo nutrūkimo draudimas; krovinių draudimas; statybos darbų draudimas, įrengimų ir kt. Šis sąrašas nėra baigtinis.

Finansinių nuostolių draudimas padengia išlaidas, su kuriomis susiduria draudėjas, atsitikus įvykiui. Pvz., kompensuojamos išlaidos bilietams, jeigu apdraustasis negali išvykti į kelionę; medicininių išlaidų kelionės metu draudimas. Prie finansinių nuostolių draudimo priskiriamas ir kreditų draudimas. Paskolų gavėjai gali apsidrausti nuo rizikos, jeigu negalės įvykdyti savo finansinių įsipareigojimų kredito institucijai. Lietuvoje tokį draudimą siūlo COFACE (draudžia įmonių neapmokėtas sąskaitas, įmonių pardavimą, gautinas sumas) ir „Kreditų draudimo brokeris“. Pastarasis skelbiasi esąs vienintelis specializuotas kreditų draudimo ir kreditų rizikos valdymo konsultacijas teikiantis brokeris Baltijos šalyse ir Rytų Europoje. Bendrovės veiklos sritys yra šios: kreditų draudimas, pirkėjų kreditavimo rizikos įvertinimas.

Civilinės atsakomybės draudimas iš principo skiriasi nuo kitų draudimo rūšių tuo, kad šiuo atveju draudėjas ir išmokos gavėjas visada yra skirtingi asmenys. T. y. išmokos gavėjas yra trečiasis asmuo, nukentėjęs nuo draudėjo padarytos žalos. Civilinės atsakomybės draudimas skirstomas į privalomąjį ir savanoriškąjį. Privalomasis draudimas – visiems žinomas transporto priemonių savininkų ir valdytojų privalomasis civilinės atsakomybės ir privalomasis profesinis draudimas, apimantis tokias paslaugas teikiančias profesijas, dėl kurių veiksmų padaryta žala gali būti labai didelė. Prie jų priskiriamos šios profesijos: advokatai, antstoliai, auditoriai, draudimo tarpininkai, kelionių organizatoriai, notarai, pagrindinių tyrėjų ir biomedicininė tyrimų užsakovai, statinio projektuotojai, rangovai, sveikatos priežiūros darbuotojai, konsuliniai pareigūnai, bankroto, restruktūrizavimo administratoriai, licencijuoti asmenys, nustatantys nekilnojamųjų daiktų kadastro duomenis.

Savanoriškasis civilinės atsakomybės draudimas – tai privataus asmens, bendrosios civilinės atsakomybės draudimas, sveikatos prie-



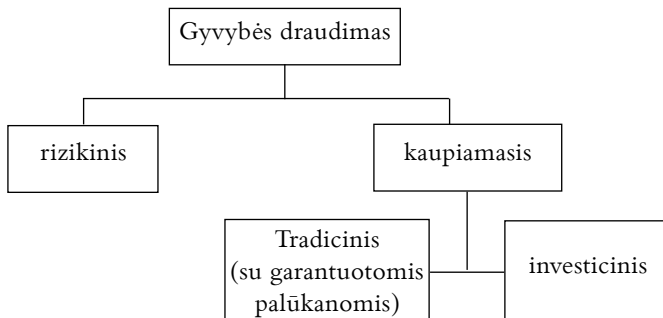
žiūros įstaigų civilinės atsakomybės už žalą paciento sveikatai, vežėjo atsakomybės (CMR) ir kt.

Ne gyvybės draudimo įmonių išteklių šaltiniai yra premijos ir pajamos iš premijų investavimo. Ne gyvybės draudimo įmonės išteklius panaudoja finansų rinkose įsigydamos vertybinių popierių: išdo obligacijų; savivaldybių obligacijų; kitų obligacijų; paprastųjų akcijų ir kt.

## 3.2.

### Gyvybės draudimas

Svarbu pabrėžti, kad kaupiamasis gyvybės draudimas gali būti taikomas tik tada, kai yra sudaroma ir rizikinė gyvybės draudimo sutartis. Taigi gyvybės draudimą taip pat galima būtų suskirstyti į kelias grupes (žr. 3.3 pav.).



### 3.3 pav. Gyvybės draudimo skirstymas

**Rizikinis gyvybės draudimas** padengia bet kokią mirties ar invalidumo atvejį, išskyrus savižudybės, įvykdytos per trejus metus nuo draudimo rizikos įsigaliojimo pradžios ir bet kokios formos karo, karinių veiksmų, riaušių; sąmoningo ir savanoriško dalyvavimo prievartos akte; radioaktyviojo spinduliavimo poveikio. Rizikinio gyvybės draudimo įmoka priklauso nuo apdraustojo lyties ir amžiaus. Įmoka mokama tik mirties atveju; suma nekaupiama; pasibaigus sumokėtos įmokos negrąžinamos.

Kaupiamasis draudimas skirstomas į tradicinį kaupiamąjį (su garantuotomis palūkanomis) ir kaupiamąjį investicinį, kai palūkanų norma yra prognozuojama ir investavimo riziką prisiima pats draudėjas.

**Tradicinis kaupiamasis** draudimas skirtas gyvybės netekimo rizikai padengti ir (arba) yra būdas draudėjui taupyti. Visa draudimo suma išmokama:

- pasibaigus draudimo terminui (visas sukauptas kapitalas ir draudėjui tenkanti draudiko pelno dalis);
- apdraustajam mirus draudimo sutarties galiojimo metu.

Draudėjas pasirenka draudimo sumą ir terminą. Pagal tai yra apskaičiuojama periodinė įmoka. Taupymo atveju yra numatytos tam tikros fiksuotos metinės palūkanos. Gyvybės draudimo bendrovės paprastai siūlo 2,5–3 proc. metinių palūkanų (tai priklauso nuo finansų rinkų padėties). Draudimas apima ir draudėjo įmokų įtraukimą paskirstant draudimo bendrovės pelną. Investavimas reglamentuotas įstatymu. Įmokas galima investuoti į vyriausybės vertybinius popierius, bankų depozitus, 20 proc. – į nekilnojamąjį turtą, oficialaus sąrašo akcijas.

**Investicinis draudimas** – kai investavimo riziką prisiima draudėjas. Jis pasirenka mėnesinę draudimo įmoką, pageidaujamą draudimo sumą ir įmokų investavimo kryptį (vyriausybės vertybinius popierius ar dalį į tarptautinius investicinius fondus, kuriems duotas leidimas). Draudėjui tenka visas investicinis pelnas. Apdraustojo žūties atveju išmokama draudimo suma. Jeigu ši yra mažesnė, išmokama visa sukaupta suma. Investicinis draudimas leidžia naudotis per visą draudimo laikotarpį kaupiamais pinigais, nenutraukiant sutarties.

Būtina pabrėžti, kad kaupiamojo (tiek paprastojo, tiek investicinio) gyvybės draudimo atveju draudikas apmokestina abi paslaugas – ir rizikos prisiėmimą, ir kaupti skirtą dalį.

Sudarydami gyvybės draudimo sutartis, draudikai siūlo ir ne gyvybės draudimo produktus (asmens sveikatos ir nelaimingų atsitikimų draudimą).

Gyvybės draudimo įmonės išteklių šaltiniai: premijos; anuitetų planai pensijų fondams; pajamos iš premijų investavimo. Gyvybės draudimo įmonės savo išteklius naudoja įsigydamos įvairų turtą: vyriausybės obligacijas; įmonių obligacijas; įmonių akcijas; būsto paskolas (įsigytas antrinėje rinkoje); nekilnojamąjį turtą ir kt.

**Klausimai:**

1. Kokia pagrindinė draudimo funkcija?
  - a) įvertinti galimą grėsmę;
  - b) išvengti nelaimingo atsitikimo;
  - c) perkelti galimą nuostolį;
  - d) numatyti nelaimingo atsitikimo priežastis;
  - e) panaikinti nelaimingo atsitikimo priežastis.
2. Kaip apibūdinamas draudėjas, draudikas, premija, išmoka, draudimo suma, draudžiamasis įvykis?
3. Kaip klasifikuojamas ne gyvybės draudimas?
4. Kaip klasifikuojamas gyvybės draudimas?
5. Kokie pagrindiniai gyvybės draudimo įmonių išteklių šaltiniai?
6. Kaip apibūdinamas kaupiamasis gyvybės draudimas?
7. Kaip apibūdinamas rizikinis gyvybės draudimas?
8. Kokios funkcijos priskiriamos tarpininkams:
  - a) apskaičiuoti draudimo įmokas;
  - b) apskaičiuoti draudimo išmokas;
  - c) apskaičiuoti techninius atidėjimus;
  - d) atstovauti draudiko interesams;
  - e) atstovauti draudėjo interesams.
9. Kokios funkcijos priskiriamos aktuarams:
  - a) apskaičiuoti draudimo įmokas;
  - b) analizuoti draudimo įmonės finansus;
  - c) apskaičiuoti techninius atidėjimus;
  - d) kontroliuoti mokumo atsargos reikalavimų vykdymą;
  - e) parduoti draudimo produktus.
10. Kokie pagrindiniai reikalavimai keliami draudimo įmokų tarifams?

# 4.

---

## **Finansinis turtas arba vertybiniai popieriai**

Vertybiniai popieriai (VP) – serijomis išleidžiamos finansavimo priemonės, patvirtinančios dalyvavimą akciniame kapitale arba (ir) teises, kylančias iš kreditinių santykių, bei suteikiančios teisę gauti dividendus, palūkanas ar kitas pajamas. VP rūšys – akcijos, obligacijos, Vyriausybės vertybiniai popieriai, taupymo lakštai, teisės ir kt. Literatūroje galima aptikti įvairių požiūrių į finansinio turto skirstymą. Populiariausia ir paprasčiausia vertybinių popierių klasifikacija – tai skolos ir nuosavybės vertybiniai popieriai. Akcijos – įmonės nuosavybės atspindys, o obligacijos reiškia įmonės įsipareigojimus ilgalaiškiams kreditoriams. Trumpalaikiai įmonių skolos vertybiniai popieriai – tai komerciniai popieriai, komerciniai vekseliai. Tačiau ne tik įmonės leidžia trumpalaikius VP, juos taip pat leidžia vyriausybės ir bankai. Skolos VP moka „privalomas“ palūkanas, vadinamas kuponais, kurie atspindi įmonei paskolintų pinigų rentą. Nuosavybės VP gali generuoti „galimus“ dividendus.

Nagrinėdami VP, vieni išskiria tik pagrindinius finansinius instrumentus (pinigai, akcijos ir obligacijos), kiti siūlo priskirti ir išvestines finansines priemones, o įvairiuose straipsniuose ar knygoose, minint namų ūkių finansinį turtą, įtraukiamas ir investavimas į įvairius fondus: gyvybės draudimą, pensijų, savitarpio ir kt. (dar vadinamas pasyvus investavimas). Taigi, kalbant apie finansinį turtą, būtina apibrėžti šias priemones:

- **pinigus ir pinigų ekvivalentus**. Tai finansinis turtas, kuris gali būti naudojamas mokant už prekes ir paslaugas, arba kuris, nededant daug pastangų ir už nedidelę kainą, gali būti paverstas grynaisiais pinigais (pinigai bankuose, depozitinės (indėlių) sąskaitos ir pan.). Pinigai – tai, kas paprastai priimama atsiskaitant už prekes ar paslaugas, gražinant skolas. Pinigų pasiūla – bendra jų masė ekonomikoje (plačiau apie pinigus: 1. „Kreditiniai pinigai“);
- **skolos finansines priemones** – obligacijos, vekseliai ir kt. (joms priskiriamos ir visos pinigų rinkos priemonės, išskyrus pinigų rinkos fondus). Šią finansinio turto rūšį paprastai galima suskirstyti į dvi kategorijas: pervedamuosius VP, kurie gali būti pervesti kitam savininkui (pvz., obligacijos, vekseliai); neperve-

damuosius, kurie paprastai negali būti perleisti kitam asmeniui (paskolos). Skolos finansinės priemonės dar vadinamos fiksuotų pajamų vertybiniais popieriais, kurie žada arba nustatytą pajamų srautą, arba pajamų srautą, kuris apskaičiuojamas pagal tam tikrą nustatytą formulę (taip atitinkamai vadinamos fiksuotų palūkanų obligacijos ar kintančių palūkanų obligacijos). Kol skolininkas nebus paskelbtas bankrutuojančiu, už šiuos vertybinius popierius bus vykdomi arba fiksuoti mokėjimai, arba apskaičiuoti pagal iš anksto nustatytą formulę. Todėl mokėjimai už fiksuotus vertybinius popierius tiesiogiai priklauso nuo emitento finansinės būklės. Tai finansinis VP, kurį išleidžia įmonė arba Vyriausybė ir duoda pažadą sumokėti fiksuotą pinigų sumą. Paprastai už šiuos VP mokama palūkanų norma – skolintų lėšų kaina, išreiškiamą procentais nuo pasiskolintos sumos;

- **nuosavybės finansines priemones** – akcijos ir kiti vertybiniai popieriai, kurie suteikia teisę į įmonės nuosavybės dalį. Akcijų savininkams nežadama jokių konkrečių mokėjimų, bet jie gali gauti dividendus, jeigu įmonė juos moka, ir turi proporcingą jos materialiojo turto dalį. Tai finansiniai VP, kurie parodo dalinę įmonės nuosavybę. Dividendai – tai mokėjimai, kuriuos korporacija išmoka savo akcininkams. Jeigu įmonės veikla sėkminga, akcijų vertė kyla, jei ne – krinta, t. y. akcijų vertė tiesiogiai priklauso nuo įmonės ir jos materialiojo turto panaudojimo sėkmės. Todėl akcijos yra rizikingesnės nei skolos vertybiniai popieriai;
- **išvestines finansines priemones** – tai tokios priemonės, kurių vertė priklauso nuo kitos finansinės priemonės ar turto vertės.

Visos minėtosios finansinio turto formos finansų rinkose dar skirstomos į:

- **pinigų rinkos priemones** (angl. *money market securities*) – trumpalaikius, dažniausiai iki vieno metų skolos (arba fiksuotų pajamų) vertybinius popierius, kurie dažniausiai pasižymi dideliu perkamumu (likvidumu) rinkoje ir labai maža rizika (pvz., vekseliai, tarpbankiniai depozitai);
- **kapitalo rinkos priemones** (angl. *capital market securities*), kurios naudojamos įmonių kapitalui formuoti.

Vertybiniai popieriai – rizikingi finansiniai instrumentai. Kai įmonė plečia savo veiklą, ji gali gauti pinigų iš tokių šaltinių:

- skolintis:
  - banke (gauti paskolą);
  - finansų rinkose (išleisti obligacijas);
- pritraukti daugiau savininkų lėšų – gali išleisti naują akcijų emisiją.

Kurį iš šių būdų pasirinkti, priklauso nuo įmonės balanso struktūros ir nuo šių finansavimo būdų pranašumų bei trūkumų tam tikru momentu. Pvz., per mažas balanso kapitalas pastūmės įmonę geriau išleisti akcijas, o ne obligacijas.

---

## 4.1.

---

### Skolos instrumentai

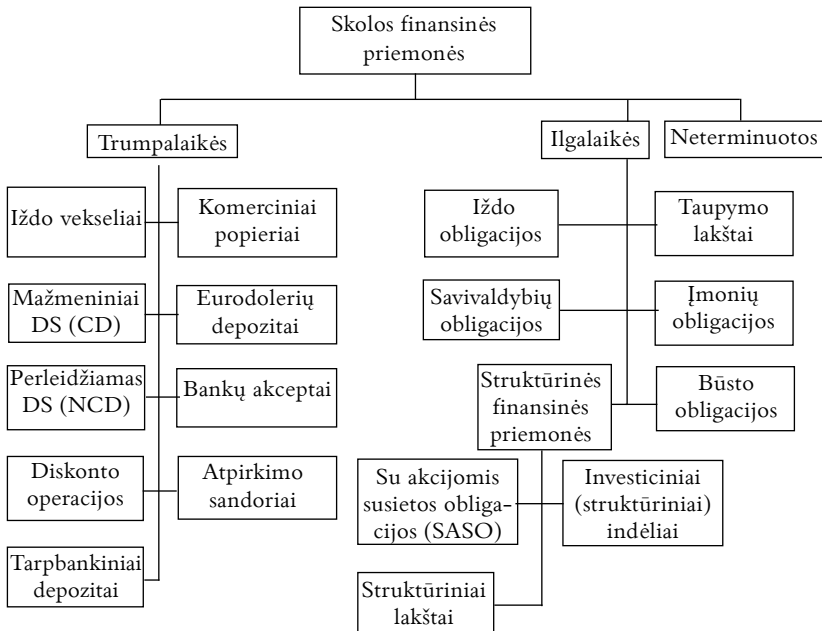
Skolos finansinėms priemonėms priskiriami visi pinigų rinkos instrumentai ir dalis kapitalo rinkos priemonių (išskyrus nuosavybės vertybinius popierius, kurių pagrindinę dalį sudaro akcijos) (žr. 4.1 pav.).

Šiuo metu neterminuotieji skolos vertybiniai popieriai – tik kai kurios JAV išdo leidžiamos obligacijos.

#### 4.1.1. Pinigų rinkos skolos instrumentai

**Iždo vekseliai** (angl. *treasury bills*). Valstybės biudžetui finansuoti vyriausybės leidžia įvairių rūšių vertybinius popierius, kurie yra parduodami vietos ir užsienio rinkose. Šių vertybinių popierių gali įsigyti tiek fiziniai, tiek juridiniai vietos ar užsienio asmenys. Iždo vekselius leidžia vyriausybė valstybės trumpalaikėms išlaidoms finansuoti. Taigi išdo vekseliai yra trumpalaikiai vertybiniai popieriai, kurių terminas – iki vieno metų ar trumpesnis.

**Depozitų sertifikatai.** Depozitų, arba indėlių sertifikatai (angl. *certificates of deposit, CD*) – tai skolos instrumentai, kuriuos leidžia bankai savo veiklai finansuoti ir už juos moka palūkanas. Jų kredito rizika atitinka išleidžiančiojo banko kredito riziką.



#### 4.1 pav. Skolos finansinių priemonių skirstymas pagal trukmę

**Eurodolerių depozito sertifikatai** (angl. *Eurodollar certificates of deposit*). Eurodolerių depozito sertifikatai – pervedami fiksuoto termino indėliai. Eurodolerių depozito (indėlių) sertifikatus leidžia ne JAV bankai JAV doleriais nuo vienos nakties iki penkerių metų terminui.

**Perleidžiamieji depozitų sertifikatai** (angl. *negotiable certificates of deposit, NCD*). Juos išleidžia dideli komerciniai bankai ir kitos depozitinės institucijos kaip trumpalaikių lėšų šaltinį. Minimali denominacija – 100 000 UD, tačiau dažnai pasitaiko 1 mln. USD perleidžiamieji depozitų sertifikatai. Lietuvoje šių sertifikatų rinkos nėra.

**Komerciniai popieriai** (angl. *commercial papers*). Trumpalaikis skolos instrumentas, kurį išleidžia gerai žinomos patikimos įmonės ir paprastai yra niekuo neužtikrintas. Lietuvoje komercinių popierių rinkos nėra.



**Atpirkimo sandoriai.** Atpirkimo sandorius (angl. *repo (repurchase) transactions*) paprastai trumpam laikui naudoja vertybinių popierių prekybininkai (angl. *traders*) ir portfelijų valdytojai pozicijoms finansuoti arba skolinti. Repo susitarimu viena sandorio šalis parduoda VP kitai su sąlyga atpirkti juos tam tikrą nustatytą dieną už sutartą kainą.

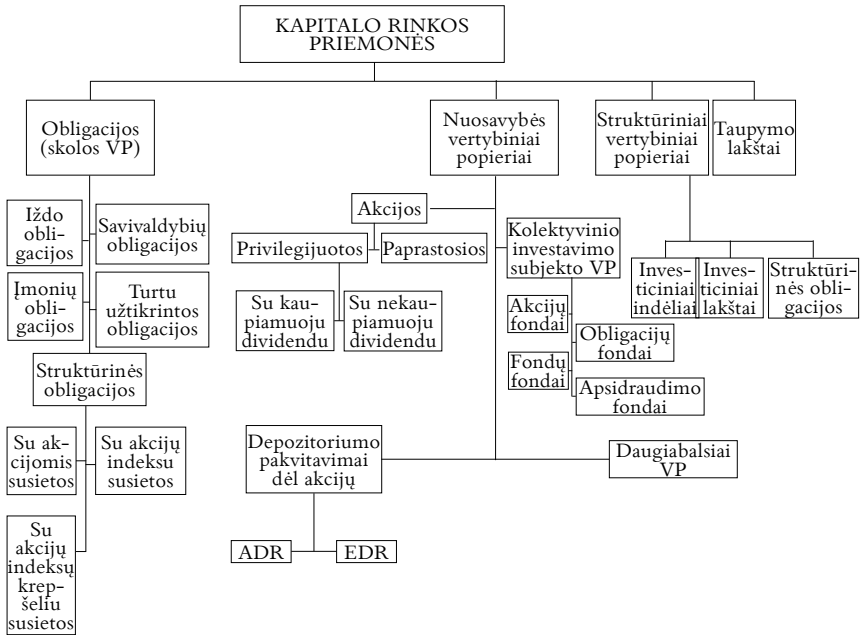
**Diskonto operacijos** (angl. *discount*). Pinigų politikos priemonė, palūkanų norma, už kurią centrinis bankas skolina pinigus komerciniam bankui, kaip užstatą naudodamas vyriausybės vertybinius popierius ar kitus tinkamus instrumentus.

**Bankų akceptai** (angl. *bank's acceptance*). Juo bankas patvirtina įsipareigojimą sumokėti vėliau. Bankų akceptai dažniausiai naudojami vykdant tarptautinės prekybos operacijas, taigi emitentai yra bankai. Eksportuotojas, parduodamas prekes importuotojui, kurio kredito reitingas nežinomas, dažniausiai nori, kad bankas dalyvautų šioje operacijoje kaip garantas. Todėl bankas gelbsti tokius sandorius dėdamas antspaudą (angl. *accepted* (patvirtinimas)) ant akreditivo (dokumento) (plačiau: 2. „Kreditai (paskolos“), kuris įpareigoja atsiskaityti tam tikru nustatytu laiku. Importuotojas sumokės bankui, garantuojančiam mokėjimą, kartu su mokesčiu už tokią paslaugą. Eksportuojančios įmonės bankų akceptus iki jų termino pabaigos parduoda rinkoje ir už tai užsidirba iš investuotojų. Lietuvoje bankų akceptų rinka dar neegzistuoja.

**Tarpbankiniai depozitai.** Tarpbankiniai depozitai (angl. *interbank deposits*) – trumpalaikiai terminuoti indėliai, kuriuos bankai, turintys perteklinių lėšų, deda į kitus bankus. Šiais instrumentais gali naudotis ir investuotojai, turintys dideles pinigų sumas.

#### 4.1.2. Kapitalo rinkos skolos instrumentai

Kapitalo rinką sudaro ilgalaikiai (daugiau kaip vienu metų skolos vertybiniai popieriai) ir visi nuosavybės popieriai, išskyrus pinigų rinkos fondus, kurie dėl savo trumpalaikiškumo priskiriami pinigų rinkos instrumentams. Kapitalo rinkos VP struktūra pateikta 4.2 paveiksle.



4.2 pav. Kapitalo rinkos priemonės

**Obligacija** – ilgalaikė paskola, kurią investuotojas (obligacijos pirkėjas) suteikia emitentui (obligacijos pardavėjui). Kaip už bet kurią kitą skolos instrumentą, taip ir už obligaciją, mokamos palūkanos.

**Iżdo obligacijos** leidžia Vyriausybei. Į iżdo obligacijas gali investuoti visi rinkos dalyviai: namų ūkiai, įmonės ir finansų institucijos. Dažniausiai iżdo obligacijos išleidžiamos nuo trejų iki trisdešimties metų.

**Savivaldos obligacijos.** Savivaldos (vietinės valdžios ar municipalinės) obligacijos skirtos vietinės valdžios bendrosioms reikmėms ir įvairiems projektams (tiltams, mokyklų statyboms) finansuoti. Investuotojai dažniausiai būna namų ūkiai ir įmonės. Lietuvoje savivaldos obligacijos dar neegzistuoja.

**Imonių obligacijos.** Į imonių obligacijas taip pat dažniausiai investuoja namų ūkiai ar kitos įmonės. Imonių, kaip ir savivaldybių, obligacijos gali būti išleidžiamos iki trisdešimties metų, ir rinka yra vidutiniškai aktyvi, tai priklauso nuo įmonės patikimumo.

**Turtu užtikrintos obligacijos.** Šiuo atveju iš įvairių tipų paskolų (nekilnojamojo turto, automobilių išperkamosios nuomos, kreditinių kortelių mokėjimų ir kt.) pinigų srautų sukonstruojami ir investuotojams parduodami skolos vertybiniai popieriai. Šios obligacijos turi tik joms būdingų charakteristikų, todėl, norint jas įvertinti ir efektyviai į jas investuoti, reikia gana specifinių paskolų rinkos žinių, todėl šias obligacijas patartina rinkti tik profesionaliems investuotojams.

**Taupymo lakštai** – Lietuvoje leidžiami vyriausybės vertybiniai popieriai, skirti mažmeniniams investuotojams, pirmiausia gyventojams, siekiant suteikti jiems saugią investavimo alternatyvą ir paskatinti mažmeniniams investuotojams skirtų finansinių priemonių rinkos plėtrą. Investuotojai, įsigiję taupymo lakštų, nemoka su jų įsigijimu susijusių vertybinių popierių sandorio sudarymo, taupymo lakštų saugojimo, vertybinių popierių sąskaitos atidarymo mokesčių – visa tai padengia Finansų ministerija. Jeigu investuotojas pagedauja išpirkti taupymo lakštus anksčiau laiko, jam grąžinama ne tik investuota suma, bet ir sumokama dalis sukauptų palūkanų. Šiuo metu platinami vienerių, dvejų ir trejų metų trukmės taupymo lakštai (LR finansų ministerija).

**Struktūriniai vertybiniai popieriai** – investavimo priemonė, kurios pajamos priklauso nuo su šia priemone susieto investicinio turto grąžos. Lietuvoje platinamos šios finansinės priemonės priskirtinos struktūriniais vertybiniais popieriams:

- investiciniai struktūriniai indėliai;
- struktūriniai ir investiciniai lakštai;
- su finansine priemone susietos obligacijos (anksčiau vadintos „su akcijomis susietos obligacijos“ – SASO).

**Investiciniai indėliai, struktūriniai indėliai** – ne pinigų rinkos priemonė. Investicinis indėlis suteikia galimybę uždirbti didesnes nei terminuotojo indėlio palūkanas. Indėlio palūkanos priklauso nuo atitinkamo finansinio turto (akcijų kainos, akcijų indekso, akcijų fondo), su kuriuo indėlis yra susietas, vertės svyravimo rinkoje. Bankas garantuoja, kad termino pabaigoje grąžins 100 proc. investuotos į indėlį sumos, net jeigu finansinio turto, su kuriuo susietas indėlis, vertė termino pabaigoje bus nukritusi žemiau pradinės vertės. Jei su-

tartis nutraukiama prieš termino pabaigą, gali būti taikomas sutarties nutraukimo mokestis (AB „Swedbank“). Indėlių galima įsigyti tik tada, kai bankai juos platina.

**Struktūriniai ir investiciniai lakštai** – tai banko leidžiami skolos vertybiniai popieriai, kurių pelningumas priklauso nuo kitos finansinės priemonės (pvz., akcijų ar žaliavų) vertės pokyčių ir trečiosios šalies (Lietuvos Respublikos) išpareigojimų, susijusių su jos išleistas vertybiniais popieriais, vykdymo. Įsigydamas struktūrinių lakštų, investuotojas prisiima banko, kaip šių vertybinių popierių leidėjo, ir trečiosios šalies (Lietuvos Respublikos) kredito riziką. Struktūrinius lakštus galima parduoti nelaukiant nustatytos jų išpirkimo dienos (tokiais atvejais kaina priklauso nuo rinkos sąlygų). Tenka priimti papildomą trečiosios šalies kredito riziką (AB SEB bankas).

**Su finansine priemone susietos obligacijos** – tai įmonių leidžiamos obligacijos, kurių palūkanos priklauso nuo tam tikros finansinės priemonės, su kuria susietos obligacijos, vertės pokyčio. Esant nepalankiam finansinės priemonės, su kuria susietos obligacijos, vertės pokyčiui, investuotojas gali visiškai negauti palūkanų. Jos yra siejamos su akcijomis, jų indeksais, indeksų krepšeliu, žaliavomis, arba žaliavų krepšeliu, mišriu (akcijų, obligacijų ir pinigų rinkos priemonių) fondu.

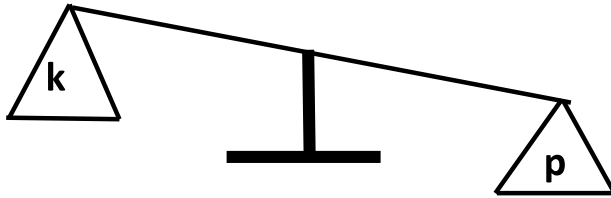
Būtina tik paminėti svarbiausias obligacijų charakteristikas:

- nominalioji vertė;
- išpirkimo data (viena svarbiausių charakteristikų);
- kuponas (palūkanų norma);
- išankstinio išpirkimo teisė (angl. *with embedded options*) (nustatoma tiek investuotojui, tiek emitentui);
- konvertavimo teisė (angl. *convertible bonds*).

Obligacijų kaina nustatoma antrinėje rinkoje. Šioje rinkoje prekiaujama obligacijomis rinkos kaina, kuri priklauso nuo padėties rinkoje. Obligacijų vertę lemia šios charakteristikos:

- rinkos kaina (angl. *price*) – antrinėje rinkoje;
- pelningumas (angl. *yield*) – vidutinė metinė grąža.

Būtina nepamiršti, kad kai palūkanų norma rinkoje kyla, anksčiau išleistų obligacijų kainos antrinėje rinkoje krinta, nes investuotojas gali rinktis ir pirkti naujai leidžiamas obligacijas, kurių palūkanų normos yra aukštesnės. Ir atvirkščiai, tad palūkanų norma rinkoje ir obligacijų kaina antrinėje rinkoje yra priešingos krypties (žr. 4.3 pav.).



**4.3 pav. Obligacijos kainos ir pelningumo sąsaja**

Pvz., tarkime, turime 100 eurų nominalo obligaciją su 5 eurų palūkanomis per metus. Palūkanų normai rinkoje didėjant, bendrovė, išleidusi naują emisiją, siūlys 6 eurus už 100 eurų obligaciją. Taigi pirmosios obligacijos turėtų būti parduodamos pigiau.

Trumpuoju laikotarpiu didėjantis bendras rinkos palūkanų lygis mažina ankstesnių investuotojų pajamas. Ilguoju laikotarpiu kylantis bendras rinkos palūkanų lygis (reinvestavus išpirktas anksčiau turėtas obligacijas) didins obligacijų portfelio ilgalaikį vidutinį pelningumą. Investuotojas visada turi teisę parduoti obligaciją kitam asmeniui.

Investavimo į obligacijas strategijos. Išskiriamos trys pagrindinės obligacijų investavimo strategijos (Investicijų valdymas, 2007):

- aktyvi – taikomos įvairios investavimo strategijos ir naudojamos galimybės, siekiant maksimizuoti obligacijų portfelio grąžą ir viršyti rinkos grąžą, kuri matuojama pasirinktu palyginamuoju indeksu;
- pasyvi – siekiant atkartoti (o ne viršyti) rinkos pokyčius;
- laiptuota strategija – už išpirktas obligacijas gauti pinigai vėl pasyviai reinvestuojami, nesiekiant maksimizuoti grąžos.

Nėra vienareikšmio atsakymo, kuri investavimo strategija pranašesnė. Negarantuojama, kad ir aktyvus valdymas padidins vertę.

Dažnai aktyvūs obligacijų portfelio valdytojai reguliuoja obligacijų portfelio vidutinę finansinę trukmę, atsižvelgdami į ekonomines prognozes.

Pvz., tikėdamasis palūkanų kritimo, aktyvus portfelio valdytojas gali pailginti portfelio vidutinę finansinę trukmę, nes ilgesnės finansinės trukmės obligacijų kaina keičiasi daugiau, keičiantis palūkanų lygiui. Ir priešingai, jei aktyvus portfelio valdytojas tikisi, kad palūkanų lygis rinkoje kils, jis mažins vidutinę portfelio finansinę trukmę, pirs daugiau trumpesnio termino obligacijų ir parduos ilgesnio termino obligacijas. Kylant rinkos palūkanų lygiui, trumpesnės finansinės trukmės portfelio vertė kris mažiau nei ilgesnės finansinės trukmės.

Kita aktyvi portfelio valdymo strategija – keisti jo kredito kokybę. Kartais aktyvūs portfelio valdytojai išsamiai analizuoja kredito riziką ir stengiasi identifikuoti ekonomikos sektorius, kurių kokybė gerės, ir taip padidinti portfelio grąžą.

Pvz., spartėjant ekonomikos plėtros tempams, aktyvus valdytojas gali daugiau investuoti į prastesnės kokybės obligacijas, tikėdamasis, kad palankios ekonominės sąlygos padės emitentui pagerinti kredito rizikos lygį ir jo obligacijų vertę kils.

Trečia, aktyvaus obligacijų valdymo strategija – portfelio struktūros pakeitimas pagal obligacijų terminus iki išpirkimo, tikintis obligacijų, kurių gyvavimo terminai skirtingi, sąsajos, vadinamosios pelningumo kreivės (angl. *yield curve*). Paprastai, ilgėjant terminui, kyla obligacijų palūkanų lygis, tačiau šis ryšys gali keistis, o aktyvus turto valdytojas galės sukonstruoti portfelį, kurio pelningumo kreivė bus didžiausia, keičiantis ekonominei aplinkai (Investicijų valdymas, 2007).

Portfelio pelningumo skaičiavimas nėra tam tikrų obligacijų pelningumo svertinis vidurkis. Jis apskaičiuojamas ieškant palūkanų normos, kuri visų portfelio pinigų srautų dabartinių verčių sumą prilygintų dabartinei portfelio rinkos vertei.

**Obligacijų turėtojų teisės.** Investuotojas yra bendrovės kreditorius. Jo teisės privalo ginti viešosios apyvartos tarpininkas:

- finansų maklerio įmonė;
- bankas, teikiantis investicines paslaugas.

Tarpininkas – bendrovė, kuri yra pasirašiusi sutartį. Jis prižiūri, kaip laikomasi susitarimo tarp emitento ir investuotojo, kokių teisių apribojimų taikoma emitentui. Investuotojas gali reikalauti, jei tai numato emisijos sąlygos, kad jo obligacija būtų išpirkta prieš laiką. Sąlygose gali būti numatyta emitento teisė prieš laiką išpirkti obligacijas. Investuotojas turi visas bendrąsias kreditorių teises.

Manoma, kad obligacijų rinkos mažiausiai patrauklios individualiam investuotojui, nes obligacijų rinkos yra ne tokios pelningos kaip akcijų, todėl agresyvūs investuotojai renkasi investavimą į akcijas ar į investicinius fondus, o fiziniai asmenys, kurie vengia rizikos, galiausiai pasirenka mažesnės rizikos investicijas – pensijų arba gyvybės draudimo fondus. Šiuo atveju rizikos vengimas siejamas su informacijos trūkumu, nes investavimas į obligacijų rinkas reikalauja daug žinių, reikia būti gana profesionaliu investuotoju, o tokie investuotojai retai kada vengia rizikos.

Apibendrinami galime teigti, kad obligacija yra apdairi investicija, jei prieš ją perkant žinomas reitingas, terminas ir teorinė grąža (tikroji grąža kinta kasdien dėl palūkanų normos svyravimų ir sandorių, kurie daro įtaką kainai). Būtina nepamiršti, kad obligacijų kaina kinta priešingai palūkanų normos pokyčiams. Ilgesniam obligacijų terminui būdingas didesnis jautrumas. Didelę subalansuoto portfelio investicijų dalį sudaro obligacijos.

---

## 4.2.

---

### **Nuosavybės vertybiniai popieriai**

**Nuosavybės vertybiniai popieriai** – tai turimi vertybiniai popieriai, kurie išreiškia nuosavybės teises į įmonės dalį, t. y. prekiaujamos akcijų biržose akcijos (kotiruojamosios), nekotiruojamosios akcijos ir kita nuosavybė. Jų turėtojai paprastai gauna pajamų dividendų pavidalu. Išskiriami šie nuosavybės vertybiniai popieriai:

- bendrovių akcijos;
- kiti perleidžiamieji VP, lygiaverčiai AB akcijoms (GDR, daugiabalsiai VP);
- bet kokie perleidžiamieji VP, kurie suteikia teisę juos konvertavus įgyti 1 ir 2 punktuose nurodytas teises;
- kolektyvinio investavimo subjekto VP (investicinių fondų vienetai).

**Kiti nuosavybės vertybiniai popieriai.** Depozitoriumo pakvitavimai dėl akcijų (angl. *Global Depository Receipt, GDR*) – VP patvirtinantis jo turėtojo teisę iš emitento gauti pajamų, kurių dydis priklauso nuo emitento pajamų iš kito emitento akcijų, ir teisę pakeisti pakvitavimą į akcijas. Depozitoriumo pakvitavimai dėl akcijų – užsienio įmonės akcijų turėjimą patvirtinanti finansinė priemonė, kuri suteikia jų turėtojui tokias pačias teises, kokios jam būtų suteiktos, jeigu jis iš tikrųjų turėtų tokių pat akcijų. Depozitoriumo pakvitavimais gali būti prekiaujama taip pat, kaip ir akcijomis. Šių pakvitavimų kaina dažniausiai priklauso nuo akcijų, į kurių vertę atsižvelgus yra išleisti pakvitavimai, kainos kitimą atitinkamoje užsienio rinkoje.

JAV depozitoriumas leidžia antrinę rinką turinčius VP, kurie patvirtina nuosavybę į akcijas:

- ADR (angl. *American DR*) – USD denominuotas, perleidžiamasis VP, išleistas JAV depozitoriumo ir patvirtinantis nuosavybę į ne JAV įmonių akcijas. Jis skirtas JAV investuotojams;
- EDR (angl. *European DR*) – bet kokia valiuta denominuotas VP, išleistas Europoje ir skirtas Europos investuotojams.

Depozitoriumo pakvitavimu, kaip legalia priemone, gali būti ETF (biržoje prekiaujami fondai), atspindintys indeksus ar kitokius portfelius, kuriais prekiaujama kaip akcijomis.

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

**Kolektyvinio investavimo subjekto VP** – investicinio fondo investiciniai vienetai ir investicinės bendrovės akcijos, patvirtinantys jų turėtojo teisę į kolektyvinio investavimo subjekto turto dalį ir teisę bet kada pareikalauti juos išpirkti.



**Akcijos.** Tai nuosavybės vertybinis popierius, kurį išleidžia tik įmonės ir kuris neturi termino. Aktyvumas rinkoje priklauso nuo įmonės patikimumo. Į akcijas dažniausiai investuoja namų ūkiai ir įmonės. Akcijų turėtojai yra bendrovės savininkai ir akcijos atspindi savininko teises:

- dalyvauti valdyme, t. y. balsuoti visuotiniuose akcininkų susirinkimuose;
- gauti dividendus;
- į bendrovės turto dalį, likusią po bendrovės likvidavimo, ir kt. Investuotojas gali uždirbti dviem būdais:
- gaudamas dividendus (tačiau įmonės akcininkai gali nuspręsti jų nemokėti);
- gaudamas pajamas iš kapitalo prieaugio (negarantuotos, tačiau per ilgą laikotarpį akcijos yra pelningesnės nei obligacijos).

Pvz., JAV VP rinkoje nuo 1800 metų vidutinis JAV akcijų rinkos pajamingumas buvo 8–9 proc., o obligacijų – 5–6 proc. (Investicijų valdymas, 2007).

**Kodėl įmonės leidžia akcijas?** Pirmas kartas, kai įmonės viešai parduoda savo akcijas, vadinamasis pradinis viešas pardavimas (angl. *Initial Public Offering, IPO*), kartais dar pavadinamas ėjimu į viešumą. Žinomiausių įmonių naujos akcijos dažniausiai yra skelbiamos finansiniuose leidiniuose. Akcijas leidžia dviejų tipų įmonės:

- veikianti privati įmonė – šiuo metu ji vykdo veiklą kaip privati, tačiau nori plėstis;
- pradedančioji įmonė – ji dar tik pradėjo savo veiklą, tačiau nusprendė iš karto viešai platinti akcijas, kad sukauptų reikiamą pradinį kapitalą.

Iš minėtųjų dviejų tipų įmonių saugiau yra investuoti į pirmąją.

Kodėl įmonės tampa viešomis (nepainiokite su viešąja įstaiga)? Ji įeina į rinką, nes turi sukaupti reikiamą kapitalą ir siekia finansinės sėkmės. Gautas kapitalas iš akcijų pardavimo gali būti naudojamas šiems tikslams:

- padidinti kapitalą plėtrai. Jei įmonė nori padidinti savo gamybinius pajėgumus, jai būtina įsigyti naujų gamybos įrengimų. Tam, kad padidintų kapitalą, būtiną gamybos plėtrai, įmonė gali išleisti akcijas viešai;
- finansuoti produkto (ar paslaugos) plėtojimą. Tuo atveju, jeigu įmonei reikia pinigų naujoms inovacijoms tirti ar įdiegti;
- sumokėti skolas. Įmonė akcijų pardavimą gali panaudoti skoloms grąžinti;
- įvairios kitos priežastys. Įmonė gali panaudoti pinigus kitiems tikslams, kurie svarbūs jos plėtrai ir stabilumui užtikrinti, pvz., mažmeninėms operacijoms.

**Tapimas viešomis.** Kai privačios įmonės nori pasiūlyti savo akcijas viešai, jos dažniausiai kreipiasi pagalbos į akcijų leidimo specialistus. Tai tokios finansinės įmonės, kurios veikia kaip tarpininkai tarp investuotojų į akcijas ir viešųjų įmonių. Dažniausiai tai būna investicinė banko įmonė ar investicinės bankininkystės departamentas, ar tarpininkavimo bendrovė. Emitentas gali kreiptis į keletą investicinių bankinių įmonių ir tarpininkavimo bendrovių. Tokia grupė dar vadinama sindikatu. Svarbiausias emitentas vadinamas pradinio emitentu, o kiti grupėje esantys emitentai – papildomais emitentais. Prieš tai, kai įmonės gali parduoti savo akcijas viešai, jos turi atlikti keletą ypatybių:

- emitentas (leidėjas) arba sindikatas sutinka sumokėti įmonei iš anksto sutartą kainą už minimalų akcijų skaičių, o vėliau turi perparduoti tas akcijas savo klientams, pvz., individualiems, savitarpio fondams ar kitoms komercinėms tarpininkavimo bendrovėms. Kiekvienas sindikato dalyvis įsipareigoja parduoti tam tikrą išleistų akcijų skaičių. Leidėjas už emisijos operacijas gauna mokestį;
- leidėjas sudaro grafiką, kada pradės pardavinėti išleistas akcijas (pradinėje rinkoje sudaromas ir laiko lagas). Leidėjas taip pat padeda įmonei sudaryti preliminarinius prospektus, kuriuose detalčiai aprašoma privaloma finansinė įmonės padėtis ir verslo informacija investuotojams, pvz., pinigų suma, kurią reikia gauti per pradinį akcijų pardavimą, ir kokiems tikslams tie pinigai reikalingi.

Pradinis prospektas dar vadinamas raudonuoju, nes jį dažniausiai atsiunčia užantspauduotą su išpėjamaisiais raudonais užrašais, pagal kuriuos sprendžiama, kad tai yra tam tikra prasme išankstinis pranešimas, ir VP kaina gali kisti arba nekisti nuo pradinės jo išleidimo kainos.

Pradinis akcijų pasiūlymas dažniausiai nėra tiesiogiai viešai prieinamas. Suinteresuoti investuotojai turi nusipirkti pradines akcijas per tam tikrus leidėjus, įgaliotus parduoti jas pirminėje rinkoje. Pasibaigus pirminės rinkos periodui ir prasidėjus antrinės rinkos etapui, galima paprašyti savo tarpininko, kad šis nupirktų tam tikrą akcijų dalį. Antrinė rinka labiau panaši į viešąją ir apima įkurtas viešas rinkas, tokias kaip Niujorko vertybinių popierių rinka, Amerikos vertybinių popierių rinka, NASDAQ ir kt.

Reikia atsargiai pasirinkti pirminį akcijų pardavimą. Daugelis investuotojų įsivaizduoja, kad įsigyti akcijų per pirminį pardavimą – „ateiti nuo pat pradžių“. Tačiau įrašai rodo, kad per pirmuosius dvylika tos akcijos gyvavimo mėnesių akcijos kaina dažniausiai krinta. Dėl rinkos ir ekonominių sąlygų pradinių akcijų kainos krinta per pirmuosius mėnesius akcijai patekus į antrinę rinką. Investuotojai neturi jokios priežasties panikuoti, kai akcijos pirma kartą tampa visiems prieinamos. Geriausias būdas investuotojams, ypač pradedantiems, pasirinkti jau gyvuojančias, gerus rodiklius turinčias įmones, kurių akcijas galima nusipirkti už prieinamą kainą ir laikyti ilgesnį periodą.

Kartais negalima surasti pirminio akcijų pardavimo, kartais jis suranda investuotoją. Jeigu skambina tarpininkai ir siūlo galimybę įsigyti akcijų pirminėje rinkoje, geriausia būtų vengti tokio investavimo. Daugelį investuotojų „sudegino“ tarpininkai, pasiūlę sunkiai parduodamą akcijų.

Pagal turimas teises Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatyme akcijos yra skirstomos į dvi pagrindines klases – paprastąsias ir privilegijuotąsias. Visos Lietuvoje leidžiamos AB akcijos yra **nematerialiosios**, tiesiog atidaroma asmens vertybinių popierių sąskaita FMĮ (finansų maklerio įmonėje). Uždarųjų akcinių bendrovių akcijos gali būti ir nematerialiosios ir materialiosios – tai priklauso nuo bendrovės savininkų. Visos Lietuvoje leidžiamos akcijos yra **vardinės** (anksčiau buvo leidžiamos ir pareikštinės akcijos; šiuo metu visos yra

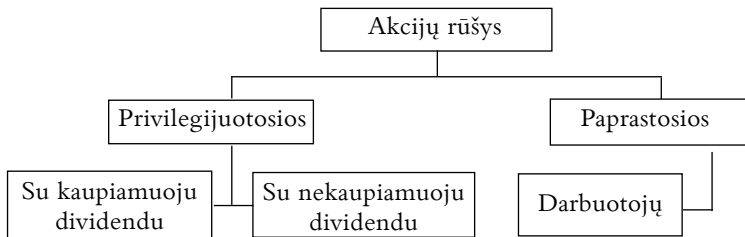
vardinės, nes apskaitomos akcijų savininko vertybinių popierių sąskaitoje). Tad pagal turimas teises Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatyme akcijos yra skirstomos į dvi pagrindines klases:

- **paprastosios akcijos** užtikrina akcininkui nuolatinę teisę dalyvauti bendrovės valdyme ir teisę į bendrovės turto dalį. Tačiau teisė į bendrovės pelno dalį priklauso nuo bendrovės veiklos rezultatų. T. y. dividendai gali būti nemokami, jeigu bendrovės gautas pelnas yra per mažas arba jei pelną nuspręsta panaudoti kitiems tikslams. Smulkieji investuotojai neturi užtektinai įmonės akcijų, kad galėtų turėti reikšmingos įtakos bendrovei. Tokius sprendimus gali priimti tik instituciniai investuotojai ir pagrindiniai akcininkai. Paprastųjų akcijų savininkai turi „galutinę“ teisę į įmonės pajamas ir turtą (žinoma, turi būti išmokėti dividendai privilegijuotųjų akcijų savininkams, sumokėtos palūkanos ir įvykdyti kiti išipareigojimai), todėl jų akcijų vertė gali padidėti ir gerokai viršyti kitų savininkų, pvz., privilegijuotųjų akcijų turėtojų, akcijų vertę;
- **privilegijuotųjų akcijų** turėtojai turi pirmumo teisę (palyginti su paprastųjų akcijų turėtojais) į įmonės turtą ir pajamas. Daugeliu atvejų privilegijuotosios akcijos nesuteikia jos turėtojui balsavimo teisės, t. y. teisės dalyvauti valdant įmonę. Tokių akcijų savininkams užtikrinami nustatyto dydžio dividendai (kurie turi būti nurodomi bendrovės įstatuose; įstatuose nurodoma ir tokių akcijų išleidimo galimybė).

Privilegijuotosios akcijos gali būti su kaupiamuoju dividendu ir su nekaupiamuoju dividendu. **Su kaupiamuoju dividendu** reiškia, kad, jei kuriais nors metais įmonė nesugeba išmokėti dividendų, šie dividendai kaupiami ir perkeliama į kitus metus. Jei skirtos pelno dalies neužtenka, išmokama proporcingai mažesnė suma, o neišmokėta – perkeliama į kitus finansinius metus. Jeigu per dvejus metus įmonė neskiria viso dividendo, akcijos įgyja balsavimo teisę iki visiško atsiskaitymo. Žinoma, nėra garantijos, kad tie dividendai išvis kada nors bus sumokėti. **Su nekaupiamuoju dividendu** – neišmokėta šių akcijų suma į kitus metus neperkeliama. Vienas iš privilegijuotųjų akcijų porūšių yra konvertuojamosios privilegijuotosios akcijos. Šios

po nustatyto laikotarpio konvertuojamos į paprastasias. Akcininkams nusprendus, privilegijuotosios akcijos gali būti konvertuotos (pakeistos) į paprastasias. Konvertuojant akcijas su kaupiamuoju dividendu į paprastasias, būtina visiškai atsiskaityti su investuotoju.

Jeigu nustatyta įstatais, įmonės gali leisti ir darbuotojų akcijas. Jos yra paprastosios vardinės akcijos, turinčios darbuotojų akcijų statusą. Šių akcijų įsigyti gali tik jas išleidusios bendrovės darbuotojai. Galiojimo terminas yra ne ilgesnis kaip treji metai, o pasibaigus terminui jos tampa paprastosiomis vardinėmis akcijomis. Lietuvoje leidžiamų akcijų rūšys pavaizduotos 4.4 paveiksle.



#### 4.4 pav. Akcijų rūšys pagal investuotojams suteikiamas teises

Didžioji dalis išleidžiamų akcijų yra paprastosios. Ilguoju laikotarpiu paprastoji akcija, jei kapitalas didėja, duoda gerokai didesnę grąžą nei bet kuri kita investicija. Tai susiję su didesne rizika. Privilegijuotosios akcijos taip pat gali būti išperkamos, t. y. įmonė turi teisę nupirkti akcijas iš akcininkų bet kuriuo metu dėl bet kokios priežasties (dažniausiai už papildomą priemoną). Akcijų turėtojai prisiima ir įmonės nesėkmės riziką. Bankroto ir likvidacijos atveju akcininkai negauna pinigų, kol neatsiskaitoma su bankais ir obligacijų savininkais. Tai vadinama absoliučia pirmenybe. Nesėkmės atveju akcininkai rizikuoja prarasti visą savo investiciją.

Akcijos yra ribotos atsakomybės, t. y. jos savininkai asmeniškai neatsako už įmonės skolas, o individualiosios įmonės atveju – atsako. Didžiausias galimas investuotojo praradimas – investuoti pinigai akcijoms įsigyti.

**Dividendai.** Įmonės dividendus moka įvairiai – kas ketvirtį, kas pusmetį, t. y. pagal periodiškai pasikartojančią schemą. Reguliarūs

dividendai, dar daugiau, didėjantys reguliarūs dividendai investuotojams parodo, kad įmonė plečia savo veiklą ir gaunama nauda nori dalytis su akcininkais. Skelbdami dividendus, įmonių vadovai gali „sukurti“ rinkos dalyvių pasitikėjimą bendrove. Reguliarių dividendų padidėjimas (ypač netikėtas) gali kur kas labiau pakelti akcijos kainą nei padidėjusi piniginė dividendų vertė.

Tačiau egzistuoja ir tokia nuomonė, kad didėjantys dividendai arba bet koks jų mokėjimas rodo bendrovės plėtros galimybių trūkumą, įmonė nepajėgi reinvestuoti savo pelno. Tačiau nesugebėjimas ilguoju laikotarpiu padidinti reguliarių dividendų arba, dar blogiau, jų nemokėjimas dažnai yra laikomas požymiu, kad įmonei ne viskas gerai. Nereguliarūs dividendai susiję su bendrovės dividendų mokėjimo politikos stoka. Dažniausiai tokia politika naudojasi cikliškose pramonės šakose veikiančios bendrovės, nepalankiais įmonei metais, sumažėjus pelnui. Gerai įmonei laikotarpiais mokami nereguliarūs dividendai. Kartais šie dividendai dar vadinami papildomais arba specialiaisiais (Investicijų valdymas, 2007).

Emitentui tapus nemokiam, numatytas ir pretenzijų tenkinimo eiliškumas. Lietuvoje įstatymais numatyta išpareigojimus dengti tokiu seka:

- valstybei;
- kreditoriams (tai gali būti paslaugų ir (arba) prekių teikėjai, su kuriais nebuvo atsiskaityta, bankai, kitos kreditinės institucijos; pirmumą turi tie kreditoriai, kuriems įkeistas bendrovės turtas, bet tik to įkeisto turto vertės dydžiu);
- obligacijų savininkams;
- privilegijuotųjų akcijų savininkams;
- likęs turtas proporcingai padalijamas paprastųjų akcijų savininkams.

**Įmonės akcijų supirkimas** – kai įmonė superka savo pačios išleistas akcijas, naudodama grynuosius pinigus, tai kartais suprantama kaip dividendų išmokėjimo alternatyva. Superkamos anksčiau išleistos akcijos vadinamos savomis akcijomis ir nesuteikia balsavimo teisės, teisės į dividendus ir neįtraukiamos, skaičiuojant pelno vienai akcijai (angl. *earnings per share*) rodiklį. Tokie supirkimo sandoriai vykdomi

gana seniai, bet tik per pastaruosius trisdešimt metų jie imti vykdyti intensyviau. XX a. 9 dešimtmečio pradžioje dividendų mokėjimai buvo apytikriai penkis kartus didesni nei akcijų supirkimo sandorių rinkos vertė. Nuo 1990 metų pabaigos JAV akcijų supirkimo sandorių vertė pranoko dividendų mokėjimo vertę (Investicijų valdymas, 2007).

**Skolintų akcijų pardavimas** (angl. *short-selling*). Šių akcijų pardavimas reiškia pardavimą pasiskolinus jas iš atitinkamos priemonės savininko. Kadangi skolinta finansinė priemonė tam tikrą dieną turi būti grąžinta skolintojui, skolininkas patiria riziką, kad pasiskolintų finansinių priemonių vertė jas perkant rinkoje bus didesnė negu jas skolinantis ar parduodant. Tokio sandorio grąža yra teigiama, jeigu rinkos kaina yra didesnė tuo metu, kai priemonė už rinkos kainą parduodama tą dieną, kai baigiasi paskolos terminas; ir, priešingai, jei parduodant vertybinio popieriaus kaina buvo mažesnė negu atperkant, tokio sandorio grąža yra neigiama. Be to, skolininkas patiria riziką, kad finansinę priemonę grąžinant skolintojui tokių finansinių priemonių rinkoje nebus. Jeigu investuotojas parduoda rinkoje finansines priemones, kurių pardavimo metu neturi, bet tikisi pasiskolinti (neuztikrintas turtu pardavimas, angl. *naked short-sell*), reikia įvertinti riziką, kad dėl nenuspėjamos pasiūlos investuotojui gali nepavykti jų įsigyti rinkoje ar pasiskolinti iš kitų rinkos dalyvių net už didesnę kainą, negu jos buvo parduotos, dėl to gali nepavykti įvykdyti įsipareigojimus atsisikaityti, todėl jis gali patirti dar didesnių finansinių nuostolių. Be to, reikėtų atsižvelgti į galimus apribojimus ar netgi tam tikrų rinkų draudimus sudaryti finansinių priemonių pardavimo sandorius, kai parduodančioji šalis neturi atitinkamų finansinių priemonių arba nėra sudariusi kitų sutarčių, kad jas gaus vėliau, esant poreikiui (Investicijų valdymas, 2007).

Egzistuoja nuomonė, kad Lietuvoje dėl finansinių instrumentų stokos akcijos dažnai būna pervertintos, o investuotojai uždirba tik dėl to, kad kyla jų kainos. Manoma, kad skolintų akcijų pardavimas šiek tiek nuramintų rinkos aistruolius, vadinamuosius bulius, arba bent sumažintų nepagrįstai kylančių akcijų skaičių (Investicijų valdymas, 2007).

Skolintų akcijų pardavimas yra priešingas įprastai investavimo logikai – uždirbama tada, kai akcijos kaina rinkoje krinta. Jeigu investuotojas mato, kad kuri nors akcija yra labai pervertinta, jis gali parduoti akcijas, kurias vėliau atpirks mažesne kaina ir taip gaus pelno. Tokiu būdu galima mėginti užsidirbti ne tik kylančiose, bet ir vadinamosiose meškų rinkose.

Plačiausiai žinomas pavyzdys, kai 1992 metais George'as Sorosas privertė kapituluoti Anglijos centrinį banką. Jis rizikavo 10 mlrd. JAV dolerių, tikėdamasis, kad svaras sterlingų kris, ir per dieną uždirbo milijardą JAV dolerių. Galų gale jo pelnas iš šio sandorio siekė du milijardus JAV dolerių. (Investicijų valdymas, 2007).

Šis procesas yra kiek sudėtingesnis nei akcijų pirkimas, t. y. jeigu reikės parduoti akcijas, prieš tai jas privalu pasiskolinti. Jas skolinti gali tarpininkas, jei jų turi nuosavybėje, perskolinti klientų akcijas, kurias šie užstatė repo sandoriu, arba mėginti skolintis iš kito rinkos tarpininko. Investuotojas dėl tokio sandorio susiduria su mokesčiais ir apribojimais. Tarpininkas reikalaus mokėti palūkanas už skirtas akcijas, kol šios bus grąžintos. Be to, jis gali reikalauti papildomo mokesčio vien už galimybę įvykdyti *short-sell* sandorį, kadangi finansų maklerio įmonė susiduria su papildoma rizika, nei vykdydama akcijų pirkimo sandorį. Taip pat tarpininkas gali pareikalauti, kad investuotojo sąskaitoje būtų bent dalis sumos (pvz., 10–30 proc.), už kurią akcijos skolinos. Jeigu akcijos kaina pakyla daugiau nei sąskaitos suma, tarpininkas gali savavališkai atpirkti akcijas rinkos kaina arba paprašyti investuotojo papildyti sąskaitą (angl. *margin-call*) (Investicijų valdymas, 2007).

Išskiriama ir kitų tokio sandorio trūkumų (Investicijų valdymas, 2007):

- parduodant akcijas, maksimalus uždarbis yra lygus parduotų akcijų vertei (jeigu įmonė bankrutuoja), tačiau galimi nuostoliai yra neriboti;
- sandoris yra sudaromas prieš rinką – ilguoju laikotarpiu akcijų biržų tendencijos yra teigiamos, tad parduodant akcijas siekiama uždirbti prieš rinkos tendenciją;



- kai yra daug akcijų pardavėjų, staigus kainos šuolis gali paskatinti *short-sell* sandorių priverstinį nutraukimą ir dar labiau padidinti rinkos kainą, dėl to pardavėjai patirtų dar daugiau nuostolių;
- sunku nustatyti galimą rinkos kritimą – net esant akivaizdžių ženklų, kad rinka pervertinta, gali užtrukti nemažai laiko (mėnesiai, metai), kol rinkos tendencijos pasisuks žemyn. O kiti nuostoliai nepaliaujamai didės.

**Akcijų likvidumas.** Dažniausiai akcijų rinkos likvidumas priklauso nuo akcijų prekybos vietos ir investuotojų susidomėjimo bendrove. Pagrindinėse biržose prekiaujamų įmonių akcijos dažniausiai yra laikomos likvidžiomis. Paprastai apie 1 proc. kasdienė akcijų apyvarta rodo didelį investuotojų susidomėjimą bendrovės akcijomis (Investicijų valdymas, 2007). Dažniausiai akcijos, kuriomis neprekiuojama biržoje, yra nelikvidžios.

Akcijų likvidumas dar matuojamas akcijų pirkimo ir (arba) pardavimo kainų skirtumu. Pirkimo kaina – tai aukščiausia kaina, kurią nori mokėti investuotojai, pirkdami tam tikrą akciją. Pardavimo kaina – tai žemiausia investuotojams priimtina akcijos pardavimo kaina. Sandoris įvyksta, kai šios dvi kainos sutampa, todėl didelis akcijų pirkimo/pardavimo kainų skirtumas lemia mažą akcijų apyvartumą, o nedidelis skirtumas lems didelę akcijų apyvartą (Investicijų valdymas, 2007).

Investuotojus į akcijų rinkas D. Chorafas skirsto į tris grupes: spekuliantai, instituciniai investuotojai, kitos įmonės. Jis teigia, kad individualūs investuotojai investuoja į akcijų rinkas per finansinius tarpininkus, t. y. patiki savo investicijas makleriams, kurie valdo klientų investicinius portfelius. Klientai gali lemti investavimo strategiją ir politiką, taip pat, naudojantis maklerių paslaugomis, sutaupoma laiko, makleris už tam tikrą atlygį tampa patarėju. Šiuo atveju fizinių asmenų investicijas valdo instituciniai investuotojai. Pagal D. Chorafą, tai ir yra individualaus investuotojo kelias į akcijų rinką. Tačiau egzistuoja ir kitas investuotojų tipas – spekuliantai. Šie investuotojai patys atsako už savo priimtus sprendimus ir įvykdytus veiksmus. Jie spekuliuoja savo piniginiiais ištekliais. Labiausiai šie investuotojai iš-

siskiria tuo, kad investuoja trumpam laikotarpiui, siekdami gauti kuo didesnę pelną. Dažnai tokie investuotojai vadinami vienadieniais, nes gali nupirkti ir parduoti tas pačias akcijas dar tą pačią dieną, kai akcijų kaina pakyla keliomis šimtosiomis procento. Taip jie gauna mažą pelną, tačiau per trumpą laikotarpį ir, jei dauguma sandorių būna sėkmingi, spekuliantai gali sukaupti nemažą kapitalą. Tokiam investavimo būdai reikalingas didelis žinių bagažas, laikas ir pasirengimas rizikuoti, todėl pagal D. Chorafą spekuliantai nėra tikrieji investuotojai, tai prekybininkai, kurių dažnai vienintelis pragyvenimo šaltinis ir yra pajamos iš prekybos akcijų biržoje.

**Akcijų vertinimas.** Investuojant į akcijas, rekomenduoja atlikti įmonės finansinę analizę. Išskiriama techninė ir fundamentinė analizė. **Techninė analizė** siejama su biržose esančių akcijų kainų ir kiekio dinamika. Lietuvoje šis būdas naudojamas rečiau dėl sąlygiškai mažos rinkos kapitalizacijos (kapitalizacija – bendra įmonės vertė atitinkama valiuta. Ji apskaičiuojama padauginus bendrą akcijų skaičių iš vienos akcijos kainos) ir likvidumo.

**Fundamentalią analizę** nagrinėja atskirus veiksnius, darančius įtaką bendrovės verslui ir jos ateities perspektyvoms. Ši analizė apima šalies, šakos ir įmonės finansinę analizę. Analizuojami veiksniai, susiję su nagrinėjamojo objekto ekonomine gerove. Akivaizdu, kad bendrovės vertę lemia jos pajamos ir pelnas, bet fundamentalieji veiksniai apima ir įmonės rinkos dalį, vadovų kompetenciją, prekių ar paslaugų žinomumą ir pan. Taigi galima išskirti kiekybinius ir kokybinius fundamentaliosios analizės veiksnius. Kiekybiniai išmatuojami matematiniais dydžiais, o kokybiniai dažniausiai lyginamieji, remiantis objekto dydžiu, kiekiu arba neišmatuojami dydžiai. Kiekybinei analizei naudojama bendrovės finansinė atskaitomybė – pajamos, turtas, nuosavo kapitalo dydis, pelningumo rodikliai, kuriuos galima apskaičiuoti labai tiksliai. Įvertinti kokybinius veiksnius yra kur kas sunkiau. Tačiau nederėtų naudoti kiekybinių metodų be kokybinių.

Fundamentaliosios analizės principas – remiantis kiekybiniais ir kokybiniais veiksniais nustatyti bendrovės realią vertę ir ją palyginti su rinkoje esančia bendrovės kaina, arba kapitalizacija. Jeigu reali vertė viršija kapitalizaciją, bendrovės akcijas reikia pirkti, ir priešingai.

Analitikai savo rekomendacijas vadina „pirkti“, „laikyti“, „parduoti“. Rekomenduojama „laikyti“, kai reali vertė ir rinkos vertė nesiskiria viena nuo kitos daugiau nei 10 procentų. Jei ši riba viršijama, akciją gali būti patrauklu įsigyti arba jau laikas parduoti.

#### *4.2.1. Makroekonominė analizė*

**Makroekonomika** – ekonomikos teorijos dalis, nagrinėjanti ekonominę sistemą kaip visumą. Ji leidžia suprasti ir paaiškinti bendrųjų ekonomikos dėsnių ir dėsningumų veikimą. Makroekonomikos tyrimo objektai: nacionalinis produktas ir visuminės išlaidos; nedarbas; infliacija; ekonomikos efektyvumas; pinigų politika; ekonomikos plėtra. Makroekonomika padeda suvokti, nuo ko priklauso ekonomikos augimas, stabilūs gyvenimo lygio kilimo tempai, kaip išvengti ekonomikos nuosmukio, kaip užtikrinti racionalų tarptautinį ekonominį bendradarbiavimą ir kt. Makroekonomika – tai aplinka, kurioje veikia įmonės. Todėl pirmas žingsnis, prognozuojant visos rinkos veiklą, yra įvertinti ekonomiką kaip visumą. Sugebėjimas numatyti ekonomikos tendencijas gali tapti investuotojo veikla. Tačiau neužtenka vien tik gerai prognozuoti makroekonomiką. Būtina ją prognozuoti geriau nei konkurentai, kad būtų galima gauti ypatingą pelną. Svarbiausi makroekonominiai rodikliai yra šie:

**Bendrasis vidaus produktas (BVP).** Tai šalies teritorijoje pagamintų baigtinių prekių ir paslaugų vertė įskaitant užsienio gamybos veiksmų sukurtą vertę šioje šalyje, bet neįskaitant investicinių pajamų, gautų šios šalies piliečių užsienyje. Skirtingai nei bendrasis nacionalinis produktas, jis apskaitomas ne rinkos kainomis, bet gamybos veiksmų sąnaudomis, kurių suma nustatoma, sudedant pridėtinę vertę kiekvienoje šalyje ar įmonėje. Tai – ekonomikos bendrai pagamintų prekių ir paslaugų matas. Greitai didėjantis BVP rodo ekonomikos plėtrą ir įmonėms atsiveriančias dideles galimybes padidinti pardavimą. Kitas populiarus matas ekonomikos rezultatui įvertinti – pramoninė gamyba. Šis rodiklis matuoja ekonominę veiklą siauriau, koncentruojantis į ekonomikos gamybinį aspektą.

**Nedarbo rodiklis** – nedarbančios darbo jėgos, tačiau galinčios ir siekiančios rasti darbą, santykis su bendra darbo jėga. Nedarbo ly-

gis matuoja, koku lygiu ekonomika veikia visu pajėgumu. Nedarbo rodiklis – dydis, susijęs tik su darbuotojais, bet vėliau parodo ekonomikos nedarbo rodiklio priklausomybę nuo kitų gamybos veiksmų. Analitikai taip pat vertina gamyklų utilizavimo normos rodiklį, tikrosios produkcijos gamybos su potencialia santykį.

**Infliacija** – norma, pagal kurią keičiasi bendras kainų lygis. Didelė infliacija dažnai asocijuojama su „perkaitusiomis“ ekonomikomis, t. y. ekonomikomis, kur prekių ir paslaugų paklausa viršija gamybos pajėgumą, tai veda prie kainų kilimo spaudimo. Dauguma vyriausybių vykdo atitinkamą ekonominės politikos liniją. Jos tikisi pakankamai stimuliuoti savo ekonomikas, kad pasiektų visišką įdarbinimą, bet ne tiek daug, kad privestų prie infliacijos procesų. Matomas prieštaravimas tarp infliacijos ir nedarbo yra daugelio makroekonominių diskusijų šerdis. Užtenka vietos nesutarimams tiek dėl santykinų šių politikų sąnaudų, tiek ir dėl santykinai pažeidžiamos ekonomikos.

**Palūkanų normos.** Aukštos palūkanų normos mažina būsimųjų pinigų dabartinę vertę, taip mažindamos investicinių galimybių patrauklumą. Todėl realios palūkanų normos yra svarbiausias veiksnys, sprendžiant apie verslo investicines išlaidas. Būsto ir ilgo vartojimo prekių, tokių kaip automobiliai, kurie yra dažniausiai perkami į kreditą, paklausa irgi yra labai jautri palūkanų normoms, nes palūkanų normos lemia palūkanų mokėjimą.

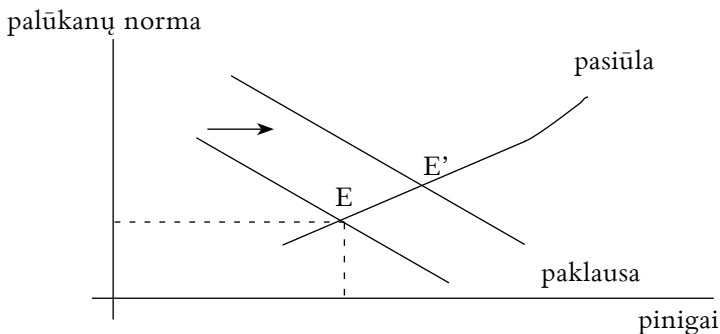
**Biudžeto deficitas.** Centrinės valdžios biudžeto deficitas – tai skirtumas tarp vyriausybės išlaidų ir pajamų. Bet kokį biudžeto trūkumą reikia dengti iš vyriausybės skolinimosi. Dideli vyriausybės paskolų dydžiai gali lemti palūkanų normų didėjimą, didindami bendrą paskolų paklausą ekonomikoje. Ekonomistai sutaria, kad besaikis vyriausybės skolinimasis išstumia privatų skolinimąsi ir investavimą, pakeldamas palūkanų normas, ir pašalina verslo investicijas.

**Lūkesčiai.** Vartotojų bei gamintojų optimizmas ir pesimizmas dėl ekonomikos ateities yra svarbūs ekonominės veiklos kintamieji. Jei vartotojai tikisi, kad jų pajamos ateityje didės, jie norės daugiau pinigų leisti brangiems daiktams. Taip pat verslas didins gamybą ir žaliavų lygį, jei jie tikės didesnės savo produktų paklausos. Taigi tikėjimas lemia, kiek daug vartojimas ir investicijos seks įkandin ir darys įtaką prekių ir paslaugų paklausai.

**Palūkanų normos.** Analizuojant investavimo pasirinkimą, vienas svarbiausių makroekonominių veiksnių yra palūkanų normos lygis. Palūkanų normų prognozės tiesiogiai lemia fiksuotų pajamų rinkų grąžas. Jeigu tikimasi, kad normos didės daugiau nei įprastai, investuotojas norės išvengti ilgalaikių fiksuotų pajamų vertybinių popierių. Atitinkamai palūkanų normų didėjimas pateikia blogų naujienų akcijų rinkoms. Netikėtas palūkanų normos kilimas iš esmės susijęs su akcijų rinkų mažėjimu (investuotojai laukia....). Todėl investuotojui svarbiausia – teisingai prognozuoti palūkanų normas, stengiantis geriausiai išdėstyti turtą portfelyje. Deja, palūkanų normų prognozavimas yra viena sunkiausių taikomosios makroekonomikos dalių. Tačiau yra žinomi svarbiausi veiksniai, lemiantys palūkanų normų lygį, tai:

- lėšų pasiūla (iš taupytojų, pirmiausia namų ūkių);
- verslo lėšų, kurios naudojamos materialiosioms investicijoms finansuoti (gamyklų, įrengimų ir atsargų), paklausa;
- vyriausybės bendroji lėšų paklausa ar pasiūla, kurią veikia centrinė valdžia;
- laukiamas infliacijos lygis.

Nors ekonomikoje vyrauja įvairios palūkanų normos (tai priklauso nuo vertybinio popieriaus rūšies), visos jos turi tendenciją judėti kartu, ir ekonomistai kalba apie vieną palūkanų normą (atstovaujančią visoms). Pinigų paklausa ir pasiūla rinkoje (žr. 4.5 pav.).



**4.5 pav. Palūkanų normos nustatymas rinkoje**

Minėtajame paveiksle pavaizduota žemyn besileidžiančios paklausos kreivės ir aukštyl kylanti pasiūlos kreivė. Horizontalioje ašyje pažymėtas pinigų kiekis, o vertikalioje – palūkanų norma. Pasiūlos kreivė pakrypusi iš kairės į dešinę, nes kuo didesnė reali palūkanų norma, tuo didesnė namų ūkių santaupų pasiūla. Apibendrintai galima teigti, kad prie aukštesnių realių palūkanų normų namų ūkiai rinksis apriboti dabartinį vartojimą ir atidėti pinigų taupyti arba investuoti daugiau turimų disponuojamų pajamų būsimam naudojimui.

Paklausos kreivė krinta žemyn iš kairės į dešinę, nes, esant žemesnėms realių palūkanų normoms, daugiau verslo įmonių norės investuoti į materialųjį kapitalą. Apibendrinant galima teigti, kad verslas vertina projektus pagal tikėtiną grąžą iš investicijų. Įmonės prisiims daugiau projektų, jei reali pinigų, kurių reikia finansuoti tų projektų įgyvendinimą, palūkanų norma yra žemesnė.

Pusiausvyra yra taške E, kur susikerta pasiūlos ir paklausos kreivės.

Vyriausybė ir centrinis bankas gali pakelti šias pasiūlos ir paklausos kreives arba į kairę, arba į dešinę, naudodama fiskalines ir monetarines priemones. Pavyzdžiui, tarkime padidėjo vyriausybės biudžeto deficitas. Tai didina vyriausybės skolinimosi paklausą ir pakelia paklausos kreivę į dešinę, dėl to pusiausvyra pasistumia ir reali palūkanų norma pakyla iki taško E'. Tai yra **prognozė**, kuri numato didesnę nei anksčiau tikėtiną vyriausybės skolinimąsi, padidina būsimųjų palūkanų normų lūkesčius. Centrinis bankas gali paremti tokį kilimą, padidindamas pinigų pasiūlą, tai padidins skolinamų lėšų dydį ir pakels kreivę į dešinę.

Todėl nors fundamentalus realių palūkanų normų lemiamas veiksnys yra namų ūkių polinkis taupyti ir tikėtinas įmonių investicijų į materialųjį kapitalą pelningumas, realią palūkanų normą taip pat lems ir vyriausybės fiskalinė bei monetarinė politikos.

Pasiūlos ir paklausos schema (žr. 4.5 pav.) yra pirmas rimtas apibendrinimas apie lemiamus realių palūkanų normų veiksnius. Norint gauti nominalią palūkanų normą, reikia tikėtiną infliacijos normą pridėti prie pusiausvyros realios palūkanų normos. Investuotojas privalo įvertinti infliacijos premiją, kad iš savo investicijų pasiektų nustatytą realią grąžą.

Monetarinė politika gali lemti nominaliąją palūkanų normą, tačiau yra daug kontroversiškų samprotavimų dėl jos galimybės daryti įtaką realioms palūkanų normoms. Sutariama, kad kainų didėjimas ilguoju laikotarpiu lemia pinigų pasiūlos didėjimą be jokio nuolatinio poveikio realiai ekonominei veiklai. Todėl didelis pinigų pasiūlos augimo greitis galiausiai baigsis su tuo susijusiu aukštu infliacijos lygiu ir aukštomis nominaliomis palūkanų normomis, bet neturės jokio reikšmingo poveikio realioms palūkanų normoms. Tačiau artimiausiu metu pinigų pasiūlos pasikeitimai gali turėti įtakos realioms palūkanų normoms.

**Pasiūlos ir paklausos šokai.** Analizuojant veiksnius, galinčius turėti įtakos makroekonomikai, bet kokį poveikį naudinga suklasifikuoti į pasiūlos ir paklausos šokus. Paklausos šokai – tai įvykiai, kurie lemia ekonomikos prekių ir paslaugų paklausą. Teigiami paklausos šokai yra šie:

- mokesčių normų mažinimas;
- pinigų pasiūlos didėjimas;
- vyriausybės išlaidų didėjimas;
- užsienio eksporto paklausos didėjimas.

Pasiūlos šokai – tai įvykiai, kurie lemia gamybos pajėgumus ir sąnaudas, pvz.:

- importuojamo kuro kainų pasikeitimai;
- šalnos, potvyniai ar kt., kas gali sunaikinti didelius žemės ūkio pasėlių plotus;
- darbo jėgos išsilavinimo lygio pasikeitimai;
- darbo užmokesčio, už kurį darbuotojai norėtų dirbti, pasikeitimai.

Paklausos šokai apibūdinami bendru dydžiu, kuris juda ta pačia linkme, kaip ir palūkanų norma ir infliacija. Pvz., didelis vyriausybės išlaidų didėjimas stimuliuos ekonomiką ir BVP. Tai gali padidinti ir palūkanų normas dėl vyriausybės skolinamų pinigų paklausos ir įmonėms reikiamų pinigų paklausos naujoms gamykloms finansuoti didėjimo. Galiausiai tai gali padidinti infliacijos lygį, jeigu prekių ir paslaugų paklausa padidės arba iki, arba žemesnio bendro ekonomikos pajėgumo gaminti lygio.

Pasiūlos šokai dažniausiai charakterizuojami bendru dydžiu, judančiu priešinga linkme nei infliacijos lygis ir palūkanų norma. Pvz., didelis importuojamo kuro kainos pakilimas bus infliaciją lemiantis veiksnys, nes gamybos sąnaudos padidės ir tai turės tiesioginės įtakos galutinės produkcijos kainai. Infliacijos lygio padidėjimas per artimiausią laiką lems aukštesnes nominaliųjų palūkanų normas. Priešingai tam, bendrasis našumas kris. Kuo brangesnės žaliavos, tuo mažesni ekonomikos gamybiniai pajėgumai, kaip ir žmonių galėjimas pirkti prekes jau didesnėmis kainomis. Dėl to BVP turi tendenciją kristi.

**Kaip tai galima susieti su investicine analize?** Norima nustatyti pramonės šakas, kurioms bus geriau ar blogiau prie tam tikrų makroekonominė scenarijų. Pvz., jei prognozuojamas pinigų pasiūlos stygius, reikėtų vengti pramonės šakų, tokių kaip automobilių gamyba, kurias gali paveikti galimas palūkanų normų didėjimas. Tačiau, kaip jau buvo minėta, tokias prognozes nėra lengva sudaryti. Makroekonominės prognozės pagarsėjusios kaip nepatikimos. Be to, reikia nepamiršti, kad prognozei visi naudoja tik viešai prieinamą informaciją. Bet kuris investicinis pranašumas gaunamas tik dėl geresnės analizės, o ne išsamesnės informacijos.

**Vyriausybės politika.** Vyriausybė turi dvi makroekonominio poveikio priemonių grupes, kurios gali daryti poveikį prekių ir paslaugų paklausai ir jų pasiūlai. Pokariu dauguma pirmenybę teikė **paklausai**. Tačiau nuo 1980 metų vis daugiau dėmesio skiriama **pasiūlos** veiksniams. Tiksliau, pasiūlos veiksniai yra susiję su gamybos pajėgumų plėtojimu, o ne prekių ir paslaugų, kurias galima pagaminti, paklausos didinimu.

Praktikoje pasiūlos ekonomistai koncentruojasi į kelis veiksnius:

- skatinimą dirbti;
- inovacijų skatinimą;
- rizikos prisiėmimą dėl mokesčių sistemos keitimo;
- nacionalines mokymo programas (komunikacijos, transporto srityje);
- mokslinius tyrimus ir jų plėtrą.

**Fiskalinė politika** – vyriausybės išlaidų ir mokesčių panaudojimas tam tikrose srityse ekonomikos stabilizavimo tikslais. Fiskalinė



politika susijusi su vyriausybės išlaidų ir mokesčių reguliavimu kaip paklausos pusės valdymu. Fiskalinė politika yra geriausias ekonomikos stimuliavimo ar stabdymo būdas. Vyriausybės išlaidų mažinimas tiesiogiai lemia prekių ir paslaugų paklausą. Taip pat ir mokesčių didinimas staigiai paima iš vartotojų pinigų ir labai greitai sumažina vartojimą.

Nors ir ironiška, tačiau fiskalinė politika daro patį greičiausią poveikį ekonomikai, nes tokios politikos formavimas ir įgyvendinimas dažniausiai yra skausmingai lėtas ir įsukantis. Tai yra todėl, kad fiskalinė politika reikalauja didžiulio kompromiso tarp vykdomosios ir įstatymų leidžiamosios valdžios. Mokesčiai ir išlaidos yra inicijuojamos aukščiausiuose valstybiniuose ir vyriausybinuose sluoksniuose, o tai reikalauja didžiulių diskusijų ir juos turi patvirtinti prezidentas ir (ar) parlamentas, kuris nori dar tvirtesnių susitarimų. Nors fiskalinės politikos poveikis yra santykiškai greitas, jos suderinimas yra toks sudėtingas, kad ja sunku greitai pasinaudoti siekiant sureguliuoti ekonomiką.

Dar daugiau – begalė vyriausybės išlaidų, tokių kaip sveikatos apsauga ir socialinis draudimas, yra neliečiamos, o tai reiškia, kad jos nustatomos daugiau pagal poreikį ir nėra politinių diskusijų objektas bei negali būti keičiamos dėl poreikio daryti poveikį ekonomikai. Tai ypač griežtai įtvirtinama formuojant fiskalinę politiką.

Paprasčiausias būdas nustatyti bendrą vyriausybės fiskalinės politikos poveikį – peržiūrėti vyriausybės biudžeto deficitą ar perteklių, tiesiog skirtumą tarp pajamų ir išlaidų. Didelis deficitas reiškia, kad vyriausybė išleidžia kur kas daugiau, nei surenka iš mokesčių. Grynasis poveikis – padidinti prekių paklausą (per vartojimą) daugiau, nei jis sumažina prekių pasiūlą (per mokesčius), tokiu būdu stimuliuojant ekonomiką.

**Monetarinė politika** – Centrinio banko (CB) vadovų vykdomi veiksmai, lemiantys pinigų pasiūlą ar palūkanų normas. Ši politika susijusi su pinigų pasiūlos ir paklausos reguliavimu, siekiant paveikti makroekonomiką, ir yra kitas svarbiausias paklausos politikos veiksnys. Monetarinė politika didžiausią įtaką daro per palūkanų normas. Pinigų pasiūlos didėjimas mažina trumpalaikių pinigų palūkanų normas ir taip padrąsina investicijų bei vartojimo paklausą. Tačiau ilguoju periodu,

kaip mano ekonomistai, didesnė pinigų pasiūla lemia aukštesnes kainas ir nedaro nuolatinio poveikio ekonomikos veiklai. Todėl institucijos, atsakingos už monetarinę politiką, susiduria su sunkiu balansavimu. Ekspansinė monetarinė politika greičiausiai sumažins palūkanų normas ir taip stimuliuos investicijas bei tam tikrą vartojimo didėjimą trumpuoju laikotarpiu, tačiau šios priemonės galiausiai paskatins kainų kilimą. Prieštaravimas tarp stimuliavimo ir infliacijos yra besąlygiškas visiems debatams apie „geresnę“ monetarinę politiką.

Fiskalinė politika yra nepatogi, sunkiai įgyvendinama priemonė, bet daranti aiškų, tiesioginį poveikį ekonomikai, o monetarinė politika yra lengviau formuluojama ir įgyvendinama, bet turi mažesnę poveikį. Monetarinę politiką vykdo CB valdyba. Valdybos narius skiria prezidentas ilgam periodui (septyneriems metams) ir jie yra atskirti nuo vyriausybės spaudimo. Valdyba yra nedidelė ir joje dažnai dominuoja valdybos pirmininkas, todėl vykdomą finansinę politiką galima gana lengvai formuoti ir keisti.

Monetarinės politikos įgyvendinimas irgi yra tiesioginis. Dažniausiai naudojamas įrankis – **atviros rinkos operacijos**, kuriomis centrinis bankas perka ir parduoda vyriausybės vertybinius popierius savo sąskaita. Kai CB perka vertybinius popierius jis tiesiog išrašo pasižadėjimą, tokiu būdu padidindamas pinigų pasiūlą (skirtingai nuo mūsų, CB gali sumokėti už popierius, nenusiimdamas pinigų nuo sąskaitos). Priešingai, kai CB parduoda vertybinius popierius, sumokėti už juos pinigai išimami iš pasiūlos.

Kitas CB įrankis – **diskonto norma**, t. y. palūkanų norma, kurią CB ima iš komercinių bankų už jiems suteikiamas trumpalaikes paskolas, ir **rezervo reikalavimus**, t. y. dalis depozito, kuri komerciniai bankai turi turėti arba grynaisiais saugyklose, arba kaip depozitą CB. Diskonto normos sumažinimas – labiau ekspansinės monetarinės politikos signalas. Rezervų normos sumažinimas leidžia bankams išduoti daugiau paskolų su kiekvienu depozito vienetu ir stimuliuoja ekonomiką, efektyviai didindamas pinigų pasiūlą.

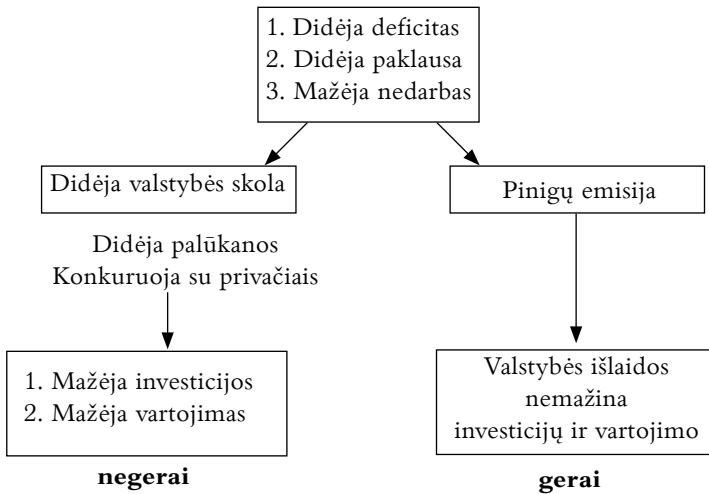
Monetarinė politika veikia ekonomiką labiau aplinkiniu keliu nei fiskalinė. Tuo metu, kai fiskalinė politika tiesiogiai stimuliuoja ar slopina ekonomiką, monetarinė politika labiau veikia per savo įtaką

palūkanų normoms. Pinigų pasiūlos didėjimas mažina palūkanų normą, o tai skatina investicijų paklausą. Kai pinigų kiekis ekonomikoje išauga, investuotojai pamato, kad jų investiciniuose portfeliuose yra per daug pinigų. Tada jie pertvarko savo portfelius, pirkdami tokius vertybinius popierius kaip obligacijos, ir taip nulemia obligacijų kainų kilimą bei palūkanų normų kritimą. Ilguoju periodu individai taip pat gali padidinti savo turimus akcijų portfelius ir galiausiai pirkti materialųjį turtą, kuris tiesiogiai stimuliuoja vartojimo poreikį. Tačiau galutinis monetarinės politikos poveikis investicijų ir vartojimo paklausai yra ne toks greitas kaip fiskalinės politikos priemonės.

**Pasiūlos politika.** Tiek fiskalinė, tiek ir monetarinė politika yra į paklausą orientuotos priemonės, kurios veikia ekonomiką, stimuliuodamos bendrą prekių ir paslaugų paklausą. Labai tikima, kad ekonomika pati nepasieks visiškos užimtumo pusiausvyros, todėl makroekonominė politika gali pastūmėti šio tikslo link. Priešingai, pasiūlos politika lemia ekonomikos produktyvumo galimybes. Tikslas – sukurti aplinką, kurioje darbininkai ir kapitalo savininkai turi daugiausia noro ir galimybių gaminti bei didinti prekių kieki.

Pasiūlos ekonomistai kreipia didžiulį dėmesį į mokesčių politiką. Tuo metu, kai paklausos politikos šalininkai žiūri į mokesčių daromą įtaką paklausai, pasiūlos politikos šalininkai koncentruoja savo dėmesį į skatinamąsias ir ribojančias mokesčių normas. Jie įrodinėja, kad mokesčių mažinimas paskatins daugiau investicijų bei padidins norą dirbti ir taip darys įtaką ekonomikos plėtrai. Kai kurie eina dar toliau ir teigia, kad mokesčių mažinimas gali lemti mokesčių surinkimo didinimą, nes mažesni mokesčiai labiau skatins ekonomiką ir mokesčių pajamų didėjimą, kai pajamų mokesčio tarifas bus sumažintas.

Esant ekonomikos nuosmukiui, fiskalinės politikos priemonės gali būti nukreiptos ekonomikai skatinti – didinti vyriausybės išlaidas, mažinti mokesčius arba derinti abu. O ekonomikos pakilimo metu vyriausybės vykdoma ekonomikos stabdymo politika susijusi su: vyriausybės išlaidų mažinimu, mokesčių didinimu arba abiejų priemonių derinimu. Kokios priemonės gali būti taikomos, norint išspręsti ekonomikos skatinimo ir stabdymo politikos padarinių problemas (žr. 4.6 ir 4.7 pav.).

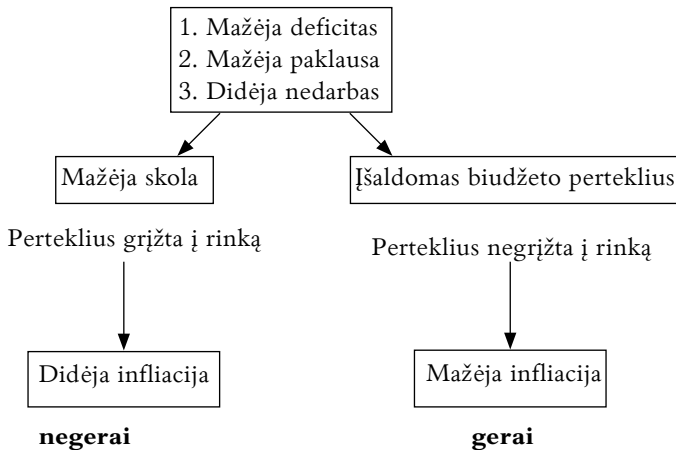


#### 4.6 pav. Ekonomikos skatinimo padariniai

Šiame paveiksle pavaizduota, kokie yra vyriausybės vykdomos skatinamosios politikos padariniai ekonomikai. Visų pirma didėja biudžeto deficitas, prekių ir paslaugų paklausa, o tai lemia nedarbo mažėjimą. Siekdama sumažinti biudžeto deficitą, vyriausybė gali didinti valstybės skolą – daugiau skolintis rinkoje arba leisti papildomą pinigų emisiją. Didinant valstybės skolą, didėja palūkanų normos ir tokiu būdu vyriausybė konkuruoja rinkoje su privačiais paskolų gavėjais (verslo įmonėmis). O tai lemia mažėjančias materialiąsias investicijas (apribotą gamybą) ir mažėjantį vartojimą. Jeigu biudžeto deficitas mažinamas dėl papildomos pinigų emisijos, tada valstybės išlaidos nemažina privačių įmonių investicijų į verslo plėtrą ir vartojimo masto – ši priemonė laikoma darančia teigiamą įtaką bendros ekonomikos plėtrai.

Dėl ekonomikos stabdymo mažėja biudžeto deficitas, taip pat prekių ir paslaugų paklausa, o tai lemia nedarbo didėjimą. Šioms problemoms spręsti vyriausybė gali imtis mažinti valstybės skolą arba įšaldyti biudžeto perteklių. Pirmuoju atveju, mažėjant biudžeto deficitui, pinigų perteklius grįžta į rinką ir taip kyla infliacijos lygis. Antruoju atveju, įšaldant biudžeto perteklių, jis nepatenka į rinką ir tai

sudaro sąlygas infliacijai mažėti – ši priemonė daro teigiamą poveikį ekonomikai.



#### 4.7 pav. Ekonomikos stabdymo padariniai

**Verslo ciklai.** Aukščiau buvo analizuojama, kokiomis vyriausybės priemonėmis galima daryti įtaką ekonomikai, stengiantis pasiekti mažesnę nedarbą ir žemą infliacijos lygį. Nežiūrint to, ekonomika visada susiduria su gerais ir blogais laikais. Analitikai, priimdami investicinius sprendimus, visada remiasi makroekonomikos prognozėmis. Tačiau jeigu prognozės skiriasi nuo rinkos padėties, tai gali turėti lemiamą įtaką investicijų strategijai.

Ekonomika išgyvena pakilimus ir nuosmukius, šių ciklų trukmė ir dydis būna skirtingi. Jie vadinami verslo ciklais. Ekonomikai per einant iš vienos ciklo fazės į kitą, santykinis įvairių šakų pelningumas gali skirtis. Pagal tai, kaip sekasi įmonėms skirtingomis verslo ciklo stadijomis, išskiriamos vadinamosios ciklinės ir gynybinės šakos.

Pvz., kai verslo ciklas pasiekia žemiausią tašką, tiesiog prieš pradedant atsigausti ekonomikai po recesijos, galima tikėtis, kad ciklinės šakos tos, kurios daugiau nei vidutiniškai priklausomos nuo šalies ekonomikos, stengsis veikti geriau nei kitos. Atsižvelgiant į ekonominių procesų svyravimus sukėlusias priežastis, išskiriama keletas eko-

nominių ciklų, kurie pirmiausia skiriasi savo trukme. Yra ciklų, kurių trukmė – tik keliasdešimt mėnesių, ir yra tokių, kurie trunka 40–50 metų. Bene ryškiausias ir reikšmingiausias yra verslo ciklas, susijęs su pagrindinių gamybos priemonių masiniu atnaujinimu. Paprastai jis trunka 8–10 metų. **Ciklinės šakos**, tai:

- ilgo vartojimo prekių gamintojai, tokie kaip automobilių ar skalbimo mašinų. Šių prekių išsigijimą galima atidėti recesijos metu, jų pardavimas ypač jautrus makroekonomikos sąlygoms;
- kapitalinių prekių gamintojai, t. y. prekių, kurias perka kitos įmonės savo prekių gamybai. Sumažėjus paklausai, tik nedaugelis įmonių pirks naujus įrengimus ir plės gamybą. Todėl kapitalinių prekių šakos susidurs su nuosmikiu, bet joms seks geriau, kai ekonomika kils.

Skirtingai nei ciklinės šakos, gynybinių šakų įmonės nelabai jautrios verslo ciklams. Tai šakos, gaminančios prekes, kurių pardavimas ir pelnas yra mažiausiai priklausomi nuo šalies ekonomikos. **Gynybinės šakos**, tai:

- maisto gamintojai ir tiekėjai;
- farmacijos įmonės;
- komunalinių paslaugų įmonės.

Šios šakos dirbs geriau nei kitos, ekonomikai pereinant į recesiją.

Ciklinis ir (ar) gynybinis klasifikavimas susijęs su rinkos ar sisteminė rizika. Kai lūkesčiai dėl ekonomikos būklės yra labiau optimistiniai, pvz., visų akcijų kainos kils, nes prognozuojamas pelno didėjimas. Kadangi ciklinės įmonės yra labiausiai jautrios tokiems pokyčiams, jų akcijų kainos kils daugiausia. Todėl ciklinių šakų įmonės stengsis turėti aukštos beta<sup>3</sup> akcijas. Ciklinių šakų įmonių akcijos geriausių rezultatų pasiekia tada, kai ekonomikos naujienos yra teigiamos, bet jos taip pat rodys blogiausius rezultatus, kai ekonomikos naujienos bus prastos. Priešingai, gynybinių šakų įmonės turės žemas beta, o jų veiklai įtakos santykinai nedaro bendra rinkos būklė.

Jeigu investuotojas labai tiksliai įvertina šalies verslo ciklą ir teisingiau nei kiti investuotojai, jam bus lengviau pasirinkti ciklinę ar

<sup>3</sup> Sisteminės rizikos matas.

gynybinę šaką. Ciklinę šaką reikia rinktis tada, kai ekonomikos prognozės yra santykinai optimistinės, o – gynybinę šaką, kai prognozės yra santykinai labiau pesimistinės. Kaip žinoma, retai galima tiksliai numatyti, kurios investicijos pasirinkimas yra patrauklesnis. Dažniausiai dar keletą mėnesių po fakto (recesijos ar piko) neaišku, ar recesija, ar augimas jau yra pasibaigęs. Perėjimas iš ekspansijos į recesiją ir atgal gali būti suprantamas tik iš tam tikrų užuominų, tad dažnai gana sunku pasakyti, ar ekonomika dar pasiekusi piką, ar jau pradėjusi smukti.

#### 4.2.2. Šakos analizė

Šakos analizė yra svarbi dėl tos pačios priežasties, kaip ir makroekonominė analizė. Tiesiog analizuojama, kaip tai šakai sekasi, kai makroekonomika „serga“; be to, ir įmonei, kurios šaka yra patekusi į sunkią padėtį, nebūdinga veikti gerai. Kaip ekonominė veikla gali kisti skirtingose šalyse, taip ir įvairios šakos gali veikti skirtingai.

**Šakos pasirinkimas.** Visada sudėtinga nuspręsti, į kurią šaką reikėtų investuoti. Šakų klasifikacijas teikia ir analitikai. Kreditų reitingo agentūra S&P teikia ataskaitas apie šimto šakų grupes. Kiekvienai grupei skaičiuojamas akcijų kainų indeksas.

**Jautrumas verslo ciklui.** Ne visos šakos yra vienodai jautrios verslo ciklams. Pvz., tabako verslas nepriklauso nuo verslo ciklo, o automobilių gamyba smarkiai svyruoja, tai priklauso nuo verslo ciklo. Recesijos metu vartotojai gali atidėti naujų automobilių pirkimą, kol jų pajamos padidės. Išskiriami trys veiksniai, lemiantys įmonės pelno jautrumą verslo ciklui:

- 1) **pardavimo jautrumas.** Būtiniausi dalykai yra nelabai jautrūs verslo ciklui, tai – maistas, vaistai, medicinos paslaugos. Kitos šakos, kurios ne tokios jautrios – tai šakos, kurioms vartotojų pajamos nėra lemiamas paklausos veiksnys, tai – tabakas (anksčiau buvo išskiriami vaizdo filmai, nes žmonės stengėsi juos rinktis vietoj kitų (brangesnių) laisvalaikio leidimo būdų, kai pajamos yra mažos). Ir, priešingai, tokių šakų kaip mašinų gamybos, plieno, automobilių, transporto įmonės yra labai priklausomos nuo ekonominės šalies padėties;

- 2) **veiklos svertas** – susijęs su nuolatinių išlaidų atskyrimu nuo kintamųjų (fiksuotos išlaidos – tai įmonės išlaidos, nepriklausančios nuo gamybos apimčių (administracinės ir kt.), kintamosios išlaidos – tiesiogiai susijusios su gamybos dydžiu). Įmonės, kurių išlaidų struktūroje dominuoja kintamosios išlaidos, priskiriamos prie mažiau jautrių verslo ciklui, nes, smunkant ekonomikai, šios įmonės gali sumažinti savo kintamąsias išlaidas dėl sumažėjusios gamybos, atitinkamai ir sumažėjus pardavimui. Įmonių, kurių išlaidų struktūroje dominuoja fiksuotos išlaidos, pelnas, kaip ir pardavimai, svyruos daugiau, nes fiksuotos išlaidos turės didžiulį poveikį pelno kaitai;
- 3) **finansinis svertas** – skolintų lėšų naudojimas. Palūkanos už paskolas ir jų gražinimas turi būti mokamos nuolat, tai nepriklauso nuo pardavimų dydžio. Jos priskiriamos prie įmonės fiksuotų išlaidų, kurios irgi didina pelno jautrumą verslo sąlygoms.

Investuotojai nebūtinai visuomet duoda pirmenybę šakoms, kurios ne tokios jautrios verslo ciklui. Įmonės, priklausančios jautrioms šakoms, turi didesnes beta ir yra labiau rizikingos. Tačiau, kaip greitai jos krinta žemyn nuosmukio metu, taip sparčiai kyla aukštyn per pakilimą. Svarbiausia užsitikrinti, ar grąža iš investicijų visiškai atitinka prisiimamą riziką.

**Sektorių rotacija (periodinis pakeitimas).** Vienas iš būdų, kurį taiko daugelis analitikų, yra šakos analizės ir verslo ciklo tarpusavio ryšys – tai požiūris į periodinę sektorių rotaciją. Mintis permesti portfelių į šakas ar sektorių grupes, kurios, kaip tikimasi, dirbs geriau, yra paremta asmeniniu analitiko verslo ciklo būklės įvertinimu.

Verslo ciklui beveik pasiekus piką, ekonomika gali būti perkaitusi dėl didelės infliacijos ir aukštų palūkanų normų bei vartojimo prekių kainų spaudimo. Tai gali būti geras laikas investuoti į įmones, užsimančias gamtinių išteklių gavybą arba mineralų ir naftos produktų perdirbimu. Pikui nuslūgus, kai ekonomika pereina į sąstingį ar recesiją, reikėtų didinti gynybinių šakų akcijų kiekį, kurios ne tokios jautrios ekonomikos sąlygoms, pvz., farmacijos, maisto pramonės ir kitų būtiniausių prekių, nes jos ir toliau dirbs gana stabiliai. Esant susitrau-



kimo stadijai, finansinės įmonės bus pažeidžiamos dėl paskolų dydžių sumažėjimo ir didesnio klientų nemokumo lygio. Tačiau, recesijai einant į pabaigą, susitraukimas siejamas su žemesniu infliacijos lygiu ir mažesnėmis palūkanų normomis, tai padeda finansinėms įmonėms. Pasiekusi recesijos dugną, ekonomika tikisi atsigauti ir pereiti į pakilimą. Tuo metu įmonės pradės leisti pinigų naujiems įrengimams pirkti, kad patenkintų didėjančią paklausą. Tai būtų geras laikas investuoti į kapitalo šakas, tokias kaip įrengimų gamyba, transportavimas ar statyba. Galų gale, esant pakilimui, ekonomika plėtojasi labai greitai. Ciklinės šakos, tokios kaip ilgo vartojimo prekės ir prabangos dalykai, bus pelningiausi būtent šioje stadijoje. Bankai pakilimo metu taip pat gerai gyvena, nes paskolų apimtys didėja ir klientų nemokumo lygis būna žemas ekonomikai greitai plėtojantis.

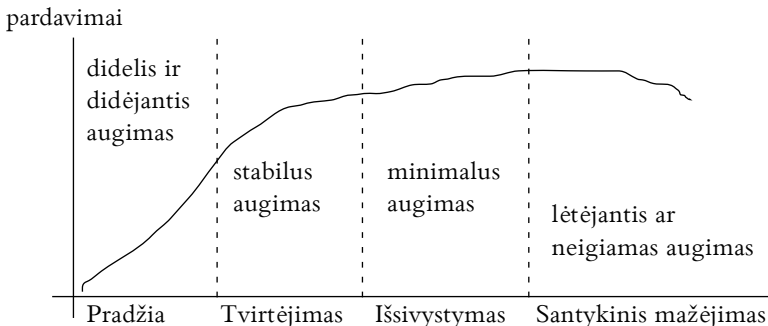
Būtina nepamiršti, kad šakų rotacija, kaip ir kitoks prisiderinimas prie rinkos padėties, bus sėkmingas tik tiems investuotojams, kurie geriau numatys būsimą verslo ciklo fazę, palyginti su kitais investuotojais. Realiame gyvenime niekada neaišku, kaip ilgai kiekviena verslo fazė gyvuos, nežinoma, ir kiek svarbi ji bus. Tai prognozės, iš kurių analitikai turi užsidirbti pragyvenimui.

**Šakos gyvavimo ciklas.** Paanalizavus biotechnologijos šaką, galima rasti daugybę įmonių, turinčių dideles investicijas, didelę investicijų grąžą ir labai mažus dividendus, kaip procentą nuo pelno. Paanalizavus elektros paslaugų įmones, vyrauja mažesnės grąžos iš investicijų, mažesnės investicijos ir didesni išmokėti dividendai. Kodėl taip atsitinka? Biotechnologija – vis dar nauja šaka. Neseniai turimos technologijos sukūrė galimybes labai pelningoms investicijoms. Nauji produktai yra apsaugomi patentais ir pelno maržos yra didelės. Turėdamos tokių investicinių galimybių, įmonės mano, kad visą gautą pelną naudinga investuoti atgal į įmonę. Vidutiniškai įmonės plėtojasi gana greitai. Tačiau, laikui bėgant, plėtra, deja, turi sulėtėti. Aukštos pelno normos skatina naujas įmones įeiti į šaką. Didėjanti konkurencija sumažina kainas ir pelno maržas. Naujos technologijos tampa geriau žinomos ir prognozuojamos, rizikos lygis krinta, įėjimas tampa dar lengvesnis. Kai vidinės investicijų galimybės nebe tokios patrauklios, mažiau pelno bus investuojama į įmonę. Piniginiai dividendai didėja.

Galų gale išsivysčiusiose šakose matomos „pinigų karvės“ – įmonės, turinčios stabilius dividendus ir pinigų srautus bei pasižyminčios maža rizika. Jų augimo norma gali būti panaši į bendrą ekonomikos plėtrą. Šakos, esant ankstyvosioms jų gyvavimo stadijoms, siūlo didelę investicijų riziką ir didelę potencialią grąžą. Išsivysčiusios šakos siūlo žemesnės rizikos ir mažesnės grąžos santykį.

Iš šios analizės akivaizdu, kad šakos gyvavimo ciklą galima suskirstyti į keturias stadijas (žr. 4.8 pav.):

- pradinė stadija – apibūdinama ypač dideliu augimu;
- tvirtėjimo stadija – apibūdinama mažesniu augimu, bet vis dar didesniu nei visa ekonomika;
- išsivystymo stadija – apibūdinama plėtra, ne didesne kaip visa ekonomika;
- santykinio mažėjimo stadija, kai šaka plėtojasi lėčiau nei likusi ekonomika, arba tiesiog smunka.



#### 4.8 pav. Šakos gyvavimo ciklo stadijos

**Pradinė stadija.** Pradinė šakos stadija dažnai apibūdinama nauja technologija ar produktu, pvz., personaliniai kompiuteriai (1980 m.), įkraunami telefonai (1990 m.) ar biotechnologijos. Šioje stadijoje dar sunku pasakyti, kuri įmonė liks šakos lyderė. Kai kurios bendrovės taps ypač sėkmingos, kitos žlugs drauge. Todėl sunku pasirinkti vieną ypatingą tam tikros šakos įmonę. Šakos lygiu pardavimas ir pelnai didės ypač greitai, kol naujas produktas prisotins savo rinką. Pvz.,

1990 metais labai nedaug namų ūkių turėjo įkraunamus telefonus. Todėl šiam produktui potenciali rinka buvo didžiulė. Priešingai, prisotinta atrodo tokia rinka kaip šaldytuvų. Beveik visuose namų ūkiuose yra šaldytuvai, todėl šią rinką pirmiausia sudaro namų ūkiai, kurie juos keičia. Akivaizdu, kad šios rinkos plėtra bus gerokai lėtesnė nei anuomet įkraunamų telefonų.

**Tvirtėjimo stadija.** Kai produktas jau sukurtas, šakos lyderiai pradeda vienytis. Įmonės, įveikusios pradinę stadiją, yra stabilesnės ir joms lengviau numatyti rinkos dalį. Todėl „išgyvenusių“ įmonių veikla bus artima visos šakos veiklai. Šaka kol kas plėtosis greičiau nei visa ekonomika, nes produktas skinasi kelią rinkoje ir tampa dažniau vartojamas.

**Išsivystymo stadija.** Šiame taške produktas pasiekia savo visišką vartotojų naudojimo potencialą. Tolesnė plėtra gali tikrai sekti visos ekonomikos augimą. Produktas tampa kur kas labiau standartizuotas, ir gamintojai stumiami konkuruoti daugiau dėl kainos. Tai veda prie pelnų maržų mažinimo ir tolesnio spaudimo pelnams. Įmonės, pasiekusios šią stadiją, dažnai vadinamos „pinigų karvėmis“, jos turi pateisinamai stabilius pinigų srautus, tačiau siūlo mažas pelno didinimo galimybes. Pinigų srautai yra geriausia „pieno forma“, geresnė nei reinvestavimas į įmonę. Kompaktai, kaip pradedančioji 1980 metų šaka, vėliau tapo išsivysčiusi, turinti didelę skvarbą rinkoje, aštrią kainų konkurenciją, žemas pelno maržas ir lėtėjanti, tiesiog mažinanti pardavimą. Pvz., 2001 metų rugsėjį DVD grotuvų pardavimas buvo pradedančioji šaka, greitai pakeitusi kompaktinius diskus ir tai padariusi pirmą kartą.

**Santykinis mažėjimas.** Esant šiai stadijai, šaka gali plėtotis lėčiau nei visa ekonomika arba tiesiog gali trauktis. Tai gali atsitikti dėl produkto senėjimo, naujų produktų arba kitų tiekėjų, siūlančių mažesnes kainas, konkurencijos.

**Kuriuo šakos gyvavimo ciklu investicijos yra pačios patraukliausios?** Blaivus protas sako, kad investuotojai turėtų siekti greitai augančių šakų įmonių. Tačiau šis sėkmės receptas yra paprasčiausias. Jeigu vertybinių popierių kainos jau atspindi didelės plėtros galimybes, tada jau per vėlu daryti pinigus iš tokių „žinių“. Dar

daugiau – didelė plėtra ir stambūs pelnai padrąšina konkurentus ateiti į rinką. Pelno galimybių panaudojimas duoda žinią apie naujus išteklius, tai tuojau pat sumažina kainas, pelną, investicijų grąžą, o galiausiai ir augimą. Tai dinamika, slypinti už vienos šakos verslo gyvavimo ciklo perėjimo į kitą.

Žinomas portfelio valdytojas Peteris Lynchas yra pasakęs „Daugumas žmonių teikia pirmenybę investicijoms į aukštai augančias šakas, kur yra „daug triukšmo ir šėlsmo“. Bet ne aš. Aš teikiu pirmenybę lėtai augančioms šakoms... lėtai augančios šakos, ypač tos, kurios nusibodusios ir nuliūdinusios žmones (tokios kaip laidojimo namai ar naftos cilindrių taisymas), nekelia jokių konkurencijos problemų. Jums nereikia apsaugoti jūsų verslo nuo potencialių varžovų... ir tai jums suteikia palankų vėją toliau augti...“ P. Lynchas naudoja šakų klasifikacijos sistemą, labai panašią į gyvenimo ciklą. Jis grupuoja įmones į tokias šešias grupes:

- **lėtosis plėtros** (angl. *slow growers*) didelės ir amžinos bendrovės, kurios plėtosis tik šiek tiek greičiau nei visa ekonomika. Šios įmonės išsivystė iš jų ankstesnio greito augimo fazių. Jos dažniausiai turi nekintamus pinigų srautus ir moka dosnius dividendus, parodančius, kad įmonė generuoja daugiau pinigų, nei gali pelningai reinvestuoti į įmonę;
- **tvirtos, ištikimos** (angl. *stalwarts*). Didelės, gerai žinomos įmonės, tokios kaip „Coca-Cola“ ar „Colagate-Palmolive“. Jos plečiasi greičiau nei lėtai augančios bendrovės, bet ne taip greitai, kaip pradedančios įmonės. Jos taip pat stengiasi nepriklausyti ciklinėms šakoms ir jų santykinai nepaliečia recesijos laikotarpis;
- **greitosios plėtros** (angl. *fast growers*). Mažos ir agresyvos naujos bendrovės, kurių metinė plėtra siekia nuo 20 iki 25 procentų. Įmonės plėtrą gali lemti spartus šakos plėtojimas arba išsivysčiusios šakos rinkos dalies padidėjimas;
- **ciklinės** (angl. *cyclicals*). Tai įmonės, kurių pardavimas ir pelnai nuolat didėja ir yra susiję su verslo ciklu. Pvz., automobilių bendrovės, plieno ar statybos įmonės;

- **atsigaunančios** (angl. *turnarounds*). Tai įmonės, kurios bankrutuoja arba yra prie bankroto ribos. Jei jos sugeba sustabdyti šį procesą, kas gali pasirodyti kaip neišvengiama nelaimė, jos gali pasiūlyti milžiniškas investicijų grąžas. Toks geras pavyzdys galėtų būti „Chrysler“ 1982 metais, kai bendrovė paprašė vyriausybės garantijos, kad nebankrutuotų. Akcijų kainos per ateinančius penkerius metus padidėjo penkiolika kartų;
- **žaidėjai turtu** (angl. *asset plays*). Tai įmonės, turinčios vertingo turto, kurio kol kas neatspindi akcijų kainos. Pvz., įmonė gali būti įsikūrusi nuomajamuose labai prabangiuose pastatuose, kurie verti tiek pat, ar net daugiau, nei pačios bendrovės verslas. Kartais toks paslėptas turtas gali būti susijęs su mokamų mokesčių perkėlimu. Kartais jis gali būti nematerialusis, pvz., kabelių gamintojai gali turėti daug užsakovų. Šis turtas tuoj pat negeneruoja pinigų srautų ir tai gali pražiūrėti koks nors analitikas, vertindamas įmonę.

Michaelis Porteris nustatė schemą, kurią pasitelkus galima vertinti „jėgas“, lemiančias konkurencingą grąžą. Penkios „jėgos“ apibrėžia šakos struktūrą, jos lemia ilgalaikės šakos grąžas:

- potencialūs dalyviai;
- tiekėjai;
- pirkėjai;
- pakaitalai;
- konkurencija tarp šakai priklausančių įmonių.

Kiekvienai iš minėtųjų „jėgų“ daro įtaką daugelis veiksnių.

#### 4.2.3. Įmonės rinkos rodikliai

Aukščiau aprašyta fundamentaliosios analizės makroekonominės aplinkos ir šakos analizė. Kadangi investuotojo tikslas – išsirinkti konkrečios įmonės akcijas, būtina atlikti ir pačios įmonės vertinimą. Dažniausiai analizuojami įmonės rinkos rodikliai (žr. 1 priedą) ir šie (Investicijų valdymas, 2007):

- kainos ir pelno rodiklis (angl. *price per earnings ratio, P/E*) – jis parodo, kiek investuotojas moka už vieną įmonės praėjusiu laikotarpiu uždirbto grynojo pelno eurą;

- akcijos kainos ir pardavimo pajamų rodiklis (angl. *price per sales ratio, P/S*) – rodo, kiek investuotojas moka už vieną įmonės uždirtbtų vienos akcijos pardavimo pajamų eurą;
- kainos ir buhalterinės vertės santykis (angl. *price to book value, P/BV*) – parodo, kiek investuotojas moka už vieną turto eurą, kurį teoriškai gautų įmonę likviduojant. Itin reikšmingas vertinant finansinio sektoriaus įmones, nes jos savo veiklą grindžia maksimaliai panaudodamos skolinimosi svertą;
- P/EBITDA – įmonės kainos ir jos EBITDA santykis. EBITDA (angl. *earnings before interest tax depreciation amortization*) – pelnas iki palūkanų mokėjimo, mokesčių, nusidėvėjimo ir amortizacijos, apskaičiuojamas prie veiklos pelno pridendant pinigų srautų ataskaitoje pateikiamą nusidėvėjimo sumą. Rodiklis svarbus tuo, kad į jį įtrauktas nusidėvėjimas – t. y. sąnaudos, kurios mažina grynąjį pelną, tačiau realiai pinigai iš įmonės neišeina. Kadangi bendrovės vertę sukuria ne finansiniai rodikliai, o realiai uždirtbami pinigai, EBITDA tiksliau parodo, kiek per ataskaitinį laikotarpį bendrovė sugeba uždirtbti iš savo veiklos;
- įmonės vertė (angl. *enterprise value, EV*) – apskaičiuojama prie bendrovės rinkos vertės (kapitalizacijos) pridendant bendrovės įsiskolinamus = kapitalizacija + finansiniai įsiskolinimai – grynieji pinigai ir indėliai = kapitalizacija + grynoji skola;
- EV/pardavimai (angl. *enterprise value per sales*) – tai įmonės kapitalizacijos ir grynosios skolos, gaunamos iš finansinės skolos atėmus grynuosius pinigus ir lėšas bankuose, santykis su jos pardavimo pajamomis. Jis parodo, kokia įmonės vertės dalis tenka vienam įmonės uždirtbtų pardavimo pajamų eurui;
- EV/EBITDA – įmonės kapitalizacijos ir grynosios skolos, gaunamos iš finansinės skolos atėmus grynuosius pinigus ir lėšas bankuose, santykis su EBITDA. Jis parodo, kiek mokama už įmonės gaunamą pinigų srautą, atsižvelgiant į jos turimas skolas.

Aktualizuota vertė:

$$P = D_1 / (1+r) + D_2 / (1+r)^2 + D_3 / (1+r)^3 + \dots \quad (4.1)$$

kur:  $D$  – metiniai dividendai;  $P$  – dabartinė akcijų kaina (tikroji vertė),  $r$  – diskonto norma, iš tiesų, minimalus laukiamas pelnas.

Akcijos laikomos nevisiškai įvertintos, jei  $P > K$  (akcijos kaina rinkoje); akcijos yra pervertintos, jei  $P < K$ .

NPV (grynoji dabartinė vertė, angl. *net present value, NPV*) = tikroji vertė ( $P$ ) – įsigijimo kaina ( $K$ ).

Paprasčiausias būdas paskaičiuoti akcijos grąžą:

$$\text{Grąža} = \text{dividendai už akciją} \times 100 / \text{akcijos kaina} \quad (4.2)$$

t. y. dividendai palyginami su akcijos kaina.

Akivaizdu, kad rodikliai yra labai svarbi fundamentalios analizės dalis. Būtina atsižvelgti ne į vieną, o į kelis rodiklius. Be to, skirtinguose sektoriuose veikiančios įmonės turės labai skirtingus rodiklius, ne visoms bendrovėms galima pritaikyti kai kuriuos rodiklius, pvz., vertinant bankus, nėra prasmės skaičiuoti EV/EBITDA rodiklio.

Prieš investuojant pinigus į akcijas, nereikėtų pamiršti, kad visada egzistuoja su šiuo investavimo būdu susijusi rizika. Jeigu bendrovė dirba sėkmingai ir gauna pelno, iš to naudos turi ir akcininkai. Akcininkai, balsuodami per visuotinį akcininkų susirinkimą, patys nusprendžia, kaip paskirstyti uždirbtą pelną – ar jį skirti veiklos plėtrai, ar išmokėti dividendus. Jeigu bendrovės akcininkams nuolat mokami dividendai, akcijų vertė gali kilti. Tačiau jeigu bendrovė dirba nuostolingai ar netgi bankrutuoja, jos akcijų vertė krinta, akcininkams dividendai nebemokami, investuotojas, investavęs į tokią bendrovę, tiesiog praranda savo pinigus. Nereikia pamiršti, kad dėl nenusisekusio bendrovės likimo ne visada reikėtų kaltinti vien tik vadovybę ar nesėkmingai susiklosčiusias tam tikras aplinkybes. Egzistuoja ir tokie rizikos veiksniai kaip bendra vertybinių popierių rinkos būklė ar šalies ekonominė padėtis, kuri gali labai stipriai paveikti akcijų kainą. Be to, yra ir tokių bendrovių akcijų, kurias sunku parduoti, nes visiškai nėra paklausos, t. y. tiesiog nėra kam jų parduoti. Dėl to be galo svarbu teisingai pasirinkti, į kurią bendrovę investuoti savo pinigus. Pasirenkant savo investicijų objektą, visada reikėtų atsižvelgti į tokius veiksnius kaip bendrovės vadovybė, finansinė būklė, pardavimų pajamos, dividendų mokėjimas, perspektyvos, konkurencingumas ir t. t.

Investicijoms į akcijas negalioja jokie minimalūs reikalavimai, taikomi investuojamai sumai, tik būtina atsižvelgti į makleriams mokamus komisinius ir apskaičiuoti, ar minimali komisinių suma nebus nuostolinga. Pabrėžtina ir tai, kad norėdamas įsigyti akcijų, investuotojas yra laisvas savo pasirinkime, tačiau norėdamas tokias akcijas parduoti, jam būtinas sutuoktinio sutikimas.

Analitikai išskiria dvi rizikos rūšis:

- sisteminę – būdingą visai akcijų rinkai arba tam tikram rinkos segmentui, ji dar vadinama nediversifikuojama arba rinkos rizika. Palūkanų normos, recesijos, karai yra tokio pobūdžio rizikos šaltiniai, nes jie turi įtakos visai akcijų rinkai, be to, šių veiksnių negalima eliminuoti diversifikuojant portfelį;
- nesisteminę rizika daro poveikį labai specifinei vertybinių popierių grupei. Pvz., bendrovės streikas, nepalankus teisinis ginčas ar bankrotas, kuris neigiamai paveiks tik šios bendrovės akcijų kainą. Todėl nesisteminę rizika vadinama specifine, nuo kurios galima apsaugoti naudojant turto diversifikavimą.

Investicijų rizika – tai neapibrėžtumas. Rizika atspindi galimybę, kad jos tikroji investicijos grąža gali skirtis nuo tikėtinos. Vienas iš būdų rizikai įvertinti yra apskaičiuoti galimų investicijos grąžų paskirstymo variaciją ir standartinį nuokrypį. Kuo variacija ir standartinis nuokrypis mažesnis, tuo mažesnė ir paskirstymo rizika, arba galimas nukrypimas nuo tikėtinos grąžos (Investicijų valdymas, 2007).

---

### 4.3.

---

## Išvestinės finansinės priemonės

Išvestinės finansinės priemonės yra dirbtinai sukurtos finansinės priemonės, kurių vertė yra susijusi su pagrindinėmis priemonėmis (turtu), tokiu kaip akcijos, obligacijos, valiuta, prekės ir indeksai, arba priklauso nuo šių priemonių kainos. Išvestinių finansinių priemonių turinys numato nustatyto turto pirkimo arba pardavimo **prievoles** arba **teises**, kurios paprastai turi būti įvykdomos **ateityje**, tomis sąlygomis, kurios apibrėžimos **iš anksto, sandorio sudarymo dieną**.



Išvestinių finansinių priemonių tikslas – sukurti tokius instrumentus, kurie paverstų pelno tikimybę ir riziką preke, kurią galima būtųarduoti rinkoje. Jos naudojamos:

- spekuliacijai – siekiant išlošti iš kainų svyravimo rinkoje, neįsipareigojant pirkti paties turto; investuotojai gali prisiimti didelę poziciją ir gauti didelį pelną;
- apsidraudimui (angl. *hedging*) – galima gauti pelno, jeigu pagrindinio turto vertė rinkoje krinta. Kitais žodžiais tariant, išvestiniai finansiniai instrumentai yra rizikos perkėlimo įrankiai.

Taigi rizikos perleidimas tampa neišvengiama rinkos ekonomikos dalimi, kuri ateityje greičiausiai bus labai svarbi. Palūkanų normų ir valiutų kursų pasikeitimų galima išvengti, naudojant tokius finansinius instrumentus kaip išankstiniai, ateities, pasirinkimo ir apsikietimo sandoriai. O portfelių valdytojai spekuliacijai dažnai naudoja ateities ir pasirinkimo sandorius.

Tai, kad visa tai yra tik apgaulingas žaidimas, kur didėjantis laimėjimų skaičius yra lygus didėjančiam pralaimėjimų skaičiui, be jokios naudos nacionalinei ekonomikai, yra tiesa. Daugelis šiuolaikinių išvestinių finansinių instrumentų populiarėjimo kritikų teigia, kad visa tai neturi ekonominės prasmės. Vienos sandorio šalies laimėjimas reiškia kitos pralaimėjimą. Kritika pagrįsta, bet, vis dėlto yra tik dalis tiesos. Teisinga sakyti, kad pelno gauna tik viena sandorio šalis, o kita – ne, kaip ir nuostolių, kurių išvengia viena šalis, o patiria kita. Vis dėlto visa tai turi prasmę ir tai būdinga ne tik bankams, kurie uždirba atitinkamus komisinius.

Išvestiniai finansiniai instrumentai pasitelkiami tam, kad perskirstytytų pelno galimybes ir riziką. Gali būti, kad šie instrumentai, laikui bėgant, praras savo populiarumą. Kita vertus, neturėtų net kilti abejojnių, kad išvestiniai finansiniai instrumentai yra trumpalaikiai reiškiniai. Jų naudojimas iš tikrųjų turi polinkį ateityje didėti. Priežastis – ne tik didėjanti investavimo politikos specializacija (kurios net pensijų fondai negali išvengti), bet ir rinkos rizikos didėjimas. Šie pavojai dažnai taip sustiprėja, kad įmonės nebesugeba saugiai jų valdyti.

Išvestiniai finansiniai instrumentai ypač išpopuliarėjo XX amžiuje. Tačiau jų pradžia laikomi jau antikos laikai. Alyvuogių augintojai antikinėje Graikijoje, nenorėdami, kad jų produkto kaina kristų derliaus nuėmimo laikotarpiu, iš anksto sudarydavo pardavimo sandorį ir tuo metu buvo sutariama, už kokią kainą bus parduodamas tas produktas. Toks sandoris sumažindavo abiejų šalių riziką – ir alyvuogių pirkėjo, ir pardavėjo. Viduramžiais **išankstiniais** sandoriais būdavo prekiaujama tam tikra prasme antrinėje rinkoje, ypač tai buvo populiariu Europoje.

**Ateities** sandorių rinka buvo įkurta Osakos ryžių biržoje, Japonijoje – XVII amžiuje. Tulpių svogūnėlių **pasirinkimo** sandoriais buvo prekiaujama XVII a. Amsterdame.

Prekių ateities sandoriai paplito XIX a. Čikagos prekybos valdyboje, kuri reguliavo grūdų prekybą ir kitokius ateities bei pasirinkimo sandorius, ir Londono metalo biržoje, kuri dominavo metalo prekyboje.

Taigi išvestiniai finansiniai instrumentai nėra nauji. Kas skiriasi šiandien – tai išvestinių sandorių rinkų dydis ir svarba. XX a. pabaigoje matomas didžiulis išvestinių sandorių prekybos apimčių augimas ir vartotojų bei jų naudojimo spektro plitimas. Per dvidešimt metų galiojančių išvestinių sandorių apimtis gerokai padidėjo ir 2003 metais sudarė apie 120 trln. USD. Tuo metu Didžiojoje Britanijoje bendra pagamintų produktų ir paslaugų apimtis tais pačiais metais siekė apie trilijoną svarų sterlingų.

Išskiriami keturi baziniai išvestiniai finansiniai instrumentai: išankstiniai, ateities, pasirinkimo ir apskaitimo sandoriai. Jie tinkami apsidrausti nuo nepageidaujamo pagrindinio turto vertės pokyčio ateityje. Spekuliacijos tikslais naudojami ateities ir pasirinkimo sandoriai.

#### 4.3.1. Išankstiniai ir ateities sandoriai

**Išankstiniai** sandoriai (angl. *forwards*) yra sudaromi tarp dviejų klientų – sandorio šalių, todėl yra aptariamoms visoms abiejų sandorio šalių priimtinos sandorio sudarymo metu galiojančios sąlygos: kontrakto įvykdymo terminas ir apimtis.

Pagrindinis neatidėliotinių (angl. *spot*) sandorių trūkumas yra ateities neapibrėžtumas. Jeigu atsakingas darbuotojas Ispanijoje žinotų, kad po mėnesio įmonė gaus 20 000 USD, jis galėtų tik įvertinti savo pajamas eurais, bet negalėtų tiksliai planuoti pajamų. Šiais dinamiškais laikais apibrėžtumas yra gana vertinga prekė. Išankstiniai sandoriai kaip tik ir leidžia išspręsti šią problemą. Išankstinis sandoris – tai sandoris, kuris įvykdomas kada nors ateityje pagal kainas, kurios sutiriamos šiandien. Tokiu būdu minėtasis ispanų prekeivis gali sutarti dabar 20 000 USD pardavimo sandorį į eurus, pvz., po mėnesio, pagal dabar nustatytą kursą.

**Ateities** sandoriai (angl. *futures*) yra standartizuoti kontraktai ir jais prekiaujama tam tikrose vietose, t. y. antra sandorio šalis yra tam tikri ateities sandorių kliringo (atsiskaitymų) namai. Bankas atlieka tarpininko vaidmenį. Sąlygos yra griežtai apibrėžtos (valiuta, kiekis, kaina ir įvykdymo data). Dažniausiai tokiais sandoriais prekiaujama keturis kartus per metus, pvz., kovo, birželio, rugsėjo ir gruodžio mėnesiais. Ateities sandoriai prie kitų lygių sąlygų yra pigesni, likvidesni nei išankstiniai sandoriai, bet ir ne tokie lankstūs, kalbant apie jų pritaikymą.

Tarp išankstinių sandorių ir ateities sandorių bendra tai, kad:

- tai susitarimas tarp dviejų šalių;
- viena sandorio šalis perduoda kitai turtą, kurio mokėjimo terminas numatomas ateityje;
- iš anksto (sutarties sudarymo dieną) sutiriamos sąlygos ir terminai (pinigų kiekis, sandorio įvykdymo data, vieta ir mokėtina kaina).

Dabar KONTRAKTAS		Ateityje ATSISKAITYMAS
kaina		
kiekis	→	prekės pristatymas
mokėjimo data		mokėjimas:
mokėjimo vieta	<b>laikas</b>	sutartoje vietoje
kitos sąlygos	→	sutartomis sąlygomis

Išankstinių ir ateities sandorių funkcijos:

- **kainos pasikeitimo rizikos perkėlimas.** Kaina, kurią reikia sumokėti ateityje sutartą dieną, yra fiksuota sutarties sudarymo metu. Tokiu būdu rinkos kainos kritimo rizika iš pirkėjo yra perkeliama pardavėjui. Tuo pačiu metu pardavėjas praranda galimybę išlošti dėl bet kokio rinkos kainos padidėjimo;
- **būsimos kainos fiksavimas.** Būsimos kainos nustatymas (fiksavimas) leidžia pardavėjui nukreipti visą savo dėmesį į kitas įmonės veiklos sritis (pvz., gamybą), atsižvelgiant į turimus duomenis apie būsimus pinigų srautus;
- **informacijos apie rinkos tendencijas suteikimas.** Rinkos ateities plėtrą gali pagreitinti išankstinių ir ateities sandorių kainos. Šios kainos gali paveikti vidutinius tikėtinus (laukiamus) kainų pasikeitimus neatidėliotinių sandorių rinkoje (angl. *spot*). Tikrovėje ne visi veiksniai, apibrėžiantys *spot* kainas, gali būti iš anksto žinomi, sudarant išankstinių sandorį.

Depozitų rinkoje išankstiniai sandoriai (angl. *forward-forward*), pagal kurį galima iš anksto pasiskolinti ar paskolinti pinigus, dabar sutarus dėl kurso, pvz., šešiams mėnesiams po šešių mėnesių. Šiuos *forward-forward* sandorius dabar pakeičia angl. *forward rate agreements* (FRA) (išankstinių palūkanų sandorių sutartys). Pagal šį sandorį abi jo šalys keičiasi pinigų srautais, siekdamos kompensuoti bet kokių palūkanų normų svyravimą tarp vienos datos ir kitos. FRA yra sukurti taip, kad duotų tą patį efektą kaip *forward-forward* paskolos.

Išankstiniai sandoriai tinkami, kai tiksliai žinomi būsimieji pinigų srautai ir kai finansininkas nori užtikrintai planuoti būsimus pinigų srautus. Išankstinių sandorių pranašumui ir trūkumai apibendrinti 4.2 lentelėje.

#### 4.2 lentelė. Išankstinių sandorių pranašumai ir trūkumai

Pranašumai	Trūkumai
garantuoja tikrumą laikotarpiu iki dvejų metų	turi būti tiksliai žinomi būsimieji pinigų srautai
nustatyta forma, todėl lengva naudotis	kredito rizika didėja, ilgėjant sandorio terminui

Ateities sandoriai, skirtingai nei išankstiniai, neturi kredito rizikos. Tai standartizuoti kontraktai, kuriais prekiaujama biržose LIFE (angl. *London International Financial Futures Exchange*), CME (angl. *Chicago Mercantile Exchange*), MATIF (angl. *Marche a Terme International de France*) Paryžiuje. Kita sandorio šalis – biržos atsiskaitymų centras – laikomas nerizikingu. Iš esmės ateities sandoriai – tai susitarimas nupirkti ar parduoti standartizuotą prekės kiekį fiksuotą datą ateityje už fiksuotą kainą sutarties sudarymo metu. Prekė gali būti valiuta ar palūkanų norma, taip pat kaip ir bet kokia prekė: kokakola arba benzinas. Norint prekiauti ateities sandoriais, atitinkamos biržos kliringo namuose turi būti padėtas „maržos depozitas“ (angl. *margin deposit*) – pinigų suma, kaip kliringo namų apsauga nuo netikėtų nuostolių. Dėl biržos prekybos mechanizmo ateities sandoriai yra labiau standartizuoti nei *forward* kontraktai, sudaromi tarp dviejų partnerių.

Kadangi kiekvienas sandoris nustatomas fiksuotam produkcijos kiekiui, dažniausiai atsiskaitoma kas tris mėnesius nustatytą atsiskaitymo dieną (kovą, birželį, rugsėjį, gruodį). Tai reiškia, kad ateities sandorių vertė – skirtumas tarp fiksuotos kainos ir kainos, dominuojančios neatidėliotinių (*spot*) sandorių rinkoje. Ateities sandorių rinkose paprastai prekiaujama tų priemonių (instrumentų, prekių) kainomis, o ne pačiomis prekėmis (t. y. prekės dažniausiai nėra gabenamos ar pristatomos). Norint užbaigti sandorį ar uždaryti poziciją, reikia tiesiog nusipirkti (ar parduoti) analogišką kontraktą ar daugelį kontraktų rinkoje. Pasikeitimai atitinkamo instrumento neatidėliotinių sandorių (*spot*) rinkose paveiks kainas, kuriomis klientas uždarys savo ateities sandorio poziciją.

Tarkime, klientas investavo savo eurodolerių perteklių, padėdamas depozitą už palūkanas, kurios keičiamos kiekvieną ketvirtį. Jei palūkanų norma ima kristi, kliento gaunama grąža ateityje bus mažesnė. Siekdamas apsaugoti savo poziciją, klientas pirks atitinkamą trijų mėnesių eurodolerių kiekį ateities sandoriu. Kai palūkanų norma krinta, ateities sandorių vertė kyla, o pelnas iš sudaryto ateities sandorių pardavimo kompensuos nuostolį iš negautų pajamų už depozitą. Iš tikrųjų tiesiog „užsidarys“ (angl. *lock in*) grąža.

Ateities sandoriai tinkami, kai didelės apimties ir kintančios vertės prekes reikia apsaugoti trumpam periodui. Ateities sandorių pranašumui ir trūkumai susisteminti 4.3 lentelėje.

#### 4.3 lentelė. Ateities sandorių pranašumai ir trūkumai

Pranašumai	Trūkumai
biržoje sudaromi sandoriai panaikina kredito riziką	tinkami tik atskiriems instrumentams
pigesni ir lengviau naudojami	nustatytos datos ir apimtys neatitinka visų poreikių
bet kuriuo metu gali būti sudarytas atvirkštinis sandoris	kainas gali paveikti spekuliacija

##### 4.3.2. Apsikeitimo sandoriai

**Apsikeitimo sandoris** (angl. *swap*) – tai sutartis tarp dviejų šalių apsikeisti pinigų srautais per tam tikrą laiką. Labiausiai paplitę – tos pačios valiutos apsikeitimai tarp fiksuotų ir kintančių palūkanų mokėjimų. Yra palūkanų normų bazių apsikeitimo sandoriai (angl. *floating-floating*), kai norima pakeisti LIBOR į kitą, pvz., USD ar tam tikros valiutos kursą. Tai grynai palūkanų normos sandoriai ir nėra keičiamasi (nepervedama) jokiais pinigais. Atsiskaitoma dažniausiai skirtumu tarp palūkanų normų. Valiutos apsikeitimo sandoriai – būdas pakeisti prievolę viena valiuta į prievolę kita valiuta.

Kryžminiai valiutų apsikeitimo sandoriai yra fiksuotų palūkanų normos prievolės viena valiuta pakeitimas į kintančių palūkanų

normos prievolę kita valiuta. Lengviausias būdas suprasti apsikeitimo sandorius – paanalizuoti keletą pavyzdžių.

Šio sandorio esmė – abi sandorio šalys (viena iš jų gali būti bankas) išlošia, nes šis sandoris paremtas santykinės naudos apsikeitimu. Paprasčiausias apsikeitimo pavyzdys – dvi skirtingos obligacijos. Įmonė A ir įmonė B gali pasiskolinti už tokias palūkanas (žr. 4.4 lentelę).

#### 4.4 lentelė. Apsikeitimo sandorio dalyviams taikytinos palūkanų normos (pavyzdys)

	Fiksuotos	Kintamos
Įmonė A	$R(a) = 10.0 \text{ proc.}$	$r(a) = \text{LIBOR} + 0,3 \text{ proc.}$
Įmonė B	$R(b) = 11.2 \text{ proc.}$	$r(b) = \text{LIBOR} + 1.0 \text{ proc.}$
Palūkanų skirtumas	$R(b) - R(a) = 1.2 \text{ proc.}$	$r(b) - r(a) = 0.7 \text{ proc.}$

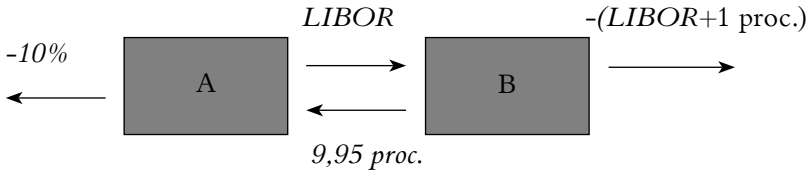
Bendruoju atveju, jei skirtumas tarp kredito palūkanų normų – didelis, esama potencialių galimybių įvykti apsikeitimo sandoriui. Tarkime, įmonė A nori paskolos už kintamas palūkanas, o įmonė B – fiksuotų palūkanų paskolos ir būtina atkreipti dėmesį, kad:

$$R(b) - R(a) > r(b) - r(a).$$

Jei šios dvi įmonės tarpusavyje apsikeičia pinigų srautais, kiekviena iš jų turi sumokėti ir gauti tokias palūkanų normas (žr. 4.5 lentelę).

#### 4.5 lentelė. Apsikeitimo sandoryje dalyvaujančių šalių mokamų palūkanų normų dydžiai (pavyzdys)

	Įmonė A	Įmonė B
A skolinasi už fiksuotas	-10 proc.	
B skolinasi už kintamas		$-(\text{LIBOR} + 1 \text{ proc.})$
A moka B kintamas	-LIBOR	LIBOR
B moka B fiksuotas	9,95 proc.	-9,95 proc.
Be apsikeitimo sandorio	$r(a) = \text{LIBOR} + 0,3 \text{ proc.}$	$R(b) = 11,2 \text{ proc.}$
Su apsikeitimo sandoriu	$\text{LIBOR} + 0,05 \text{ proc.}$	10,95 proc.
Sutaupytos palūkanos	0,25 proc.	0,25 proc.



#### 4.8 pav. Palūkanų normų tarp dviejų šalių apsiskeitimo sandoris

A:  $-10 \text{ proc.} - \text{LIBOR} + 9,95 \text{ proc.} = -(\text{LIBOR} + 0,05 \text{ proc.})$

B:  $-(\text{LIBOR} + 1 \text{ proc.}) + \text{LIBOR} - 9,95 \text{ proc.} = -10,95 \text{ proc.}$

A sandorio metu laimi:  $\text{LIBOR} + 0,3 \text{ proc.} - (\text{LIBOR} + 0,05)$   
 $= 0,25 \text{ proc.}$

B sandorio metu laimi:  $11,2 \text{ proc.} - 10,95 \text{ proc.} = 0,25 \text{ proc.}$

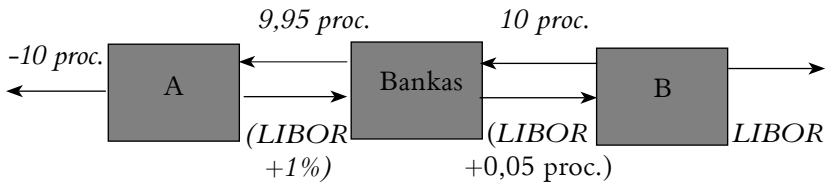
A ir B kartu laimi:  $0,5 \text{ proc.}$

Tarkime, šios dvi įmonės neranda viena kitos rinkoje, todėl apsiskeitimo operaciją atlieka per tarpininką (banką) (žr. 4.6 lentelę).

#### 4.6 lentelė. Apsikeitimo sandoriuje dalyvaujančių šalių mokamų palūkanų normų dydžiai (pavyzdys)

	Įmonė A	Bankas	Įmonė B
A skolinasi už fiksuotas	-10 proc.		
B skolinasi už kintamas			$-(\text{LIBOR} + 1 \text{ proc.})$
A moka bankui kintamas	$-(\text{LIBOR} + 0,05 \text{ proc.})$	$(\text{LIBOR} + 0,05 \text{ proc.})$	
Bankas moka B kintamas		-LIBOR	LIBOR
B moka bankui fiksuotas		10 proc.	-10 proc.
Bankas moka A fiksuotas	9,95 proc.	-9,95 proc.	
Be apsiskeitimo sandorio	$r(a) = \text{LIBOR} + 0,3 \text{ proc.}$		$R(b) = 11,2 \text{ proc.}$
Su apsiskeitimo sandoriu	$\text{LIBOR} + 0,1 \text{ proc.}$		11,0 proc.
Sutaupytos palūkanos	0,20 proc.	0,10 proc.	0,20 proc.





**4.9 pav. Palūkanu normu apsikeitimo sandoris, dalyvaujant bankui**

A:  $-10 \text{ proc.} - (\text{LIBOR} + 0,05 \text{ proc.}) + 9,95 \text{ proc.} = -(\text{LIBOR} + 0,1 \text{ proc.})$

B:  $-(\text{LIBOR} + 1 \text{ proc.}) + \text{LIBOR} - 10 \text{ proc.} = -11,0 \text{ proc.}$

A sandorio metu laimi:  $\text{LIBOR} + 0,3 \text{ proc.} - (\text{LIBOR} + 0,1 \text{ proc.}) = 0,2 \text{ proc.}$

B sandorio metu laimi:  $11,2 \text{ proc.} - 11,0 \text{ proc.} = 0,2 \text{ proc.}$

Bankas sandorio metu laimi:  $0,1 \text{ proc.}$

A, B ir Bankas kartu laimi:  $0,5 \text{ proc.}$

Bankas prisiima visą abiejų įmonių kredito riziką už papildomą kainą (priedą prie palūkanų normos). Aukštesnį reitingą turinti bendrovė A konvertuoja savo išsipareigojimų kainą į kintančias palūkanas tuo metu, kai įmonė B, turinti žemesnį reitingą, išlošia fiksuotų palūkanų rinkoje už žemesnę palūkanų normą, nei pati galėtų tiesiogiai pasiskolinti ir pasiskolina.

Vienos valiutos palūkanų normos apsikeitimo sandoriai galimi beveik visomis pagrindinėmis valiutomis ir dažniausiai iki 10 metų periodui, kartais ir ilgiau. Mokėjimai paprastai atliekami kas tris, šešis ir dvylika mėnesių. Palūkanų normų apsikeitimo sandoriai gali būti perparduoti (angl. *sold back*), apsikeičiant per analogišką sandorį su kitu partneriu. Apsikeitimo sandorio ypatybės pavaizduotos 4.7 lentelėje.

#### 4.7 lentelė. Apsikeitimo sandorių ypatybės

Dydis	daugiausiai būna tarp 24–100 mln. USD
Terminas	dažniausiai 2–5 m.
Objektas	tariama suma gali būti esama arba nauja paskola
Kredito reitingas	norint pasinaudoti šiuo sandoriu, tarp šalių turi būti didelis kredito reitingo skirtumas (skolinantis, apie 0,75 proc. ir daugiau)
Kintamos ir (ar) fiksuotos palūkanos	šalis, apskeitimo sandorio metu mokanti kintamas palūkanas, dažniausiai turi aukštesnę reitingą ir gauna fiksuotas palūkanas iš žemesnį reitingą turinčios šalies

Apsikeitimo sandorių pranašumui ir trūkumai susisteminti 4.8 lentelėje.

#### 4.8 lentelė. Apsikeitimo sandorių pranašumai ir trūkumai

Pranašumai	Trūkumai
gali būti sudaromi nestandartiniai kontraktai, tinkami įvairiems pinigų srautams atskirais atvejais sudaromi iki 10 metų	susiję su didele kitos sandorio šalies kredito rizika
	tinkami vienodiems pinigų srautams

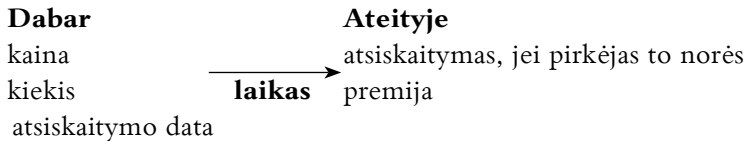
Sandorius tinka naudoti, norint apsaugoti pinigų srautus ilgam periodui, kai finansininkas nori „užrakinti“ (angl. *lock in*) tam tikrą palūkanų normos dydį.

Šiuos sandorius reguliuoja Tarptautinių apskeitimo sandorių prekybos agentų asociacija.

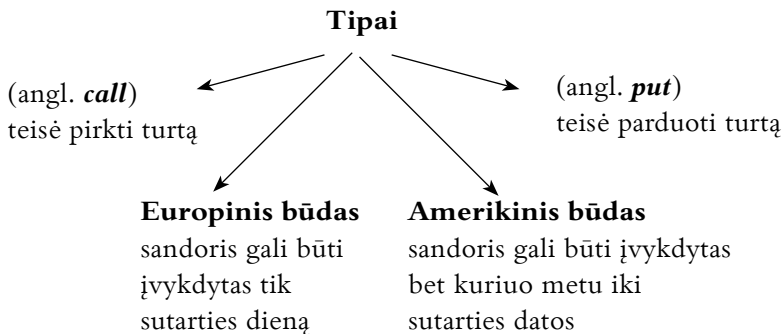
##### 4.3.3. Pasirinkimo sandoriai

Iš pavadinimo aišku, kad tai sandoris, kuriuo jo turėtojas (pirkėjas) gali **pasirinkti**, vykdyti sutartį ar ne. Tai yra **pirkėjo teisė** pirkti ar parduoti turtą nustatytą dieną ateityje už sutartą dabar kainą (angl. *strike price/exercise price*). Jeigu pirkėjas pareikalaus, pasirinkimo sandorio **pardavėjas** (angl. *writer*) įgis **įsipareigojimą** pirkti arba parduoti atitinkamą turtą sutartą dieną, arba iki sutartos dienos ateityje už iš anksto (sutarties sudarymo metu) nustatytą kainą.

Pasirinkimo sandorio pirkėjas įsigyja teisę, **bet neįsipareigoja**, pirkti (angl. *call*) arba parduoti (angl. *put*) tam tikrą nurodyto produkto (turto) kiekį per tam tikrą nustatytą laikotarpį arba nurodytu laiku (mokėjimo terminui suėjus) už sutartą kainą.



Pasirinkimo sandorių tipai pavaizduoti 4.10 pav.



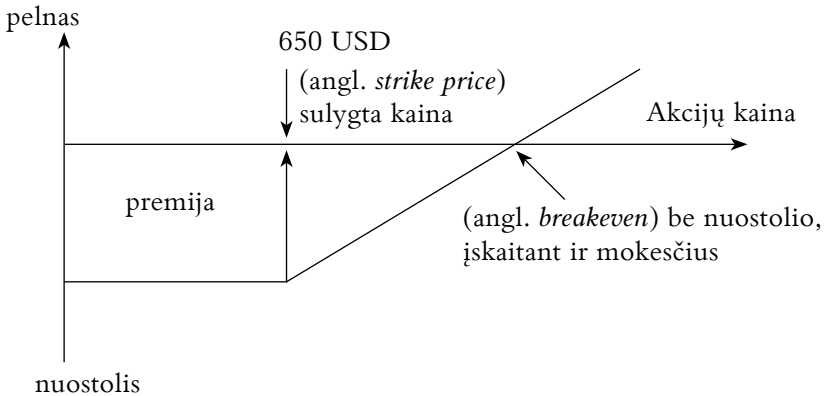
#### 4.10 pav. Pasirinkimo sandorio tipai

*Call* reiškia sandorio pirkėjo (turėtojo) teisę pirkti sutartą prekę. *Put* – sandorio pirkėjo (turėtojo) teisę parduoti sutartą prekę. Pirkėjo mokama kaina už šią teisę yra didesnė už nominalią kainą ir vadinama įmoka (premija). Asmuo, parduodantis arba išrašantis pasirinkimo sandorį, yra įsipareigojęs pristatyti nurodytą prekę sutarta kaina (pristatymo kaina) arba priimti prekę, jei kita šalis to nori. Išskiriami europinis ir amerikinis pasirinkimo sandoriai:

- europinis pasirinkimo sandoris gali būti panaudotas tik tam tikrą nurodytą dieną, t. y. tik terminui suėjus;
- amerikinis pasirinkimo sandoris gali būti panaudotas bet kuriuo metu per tam tikrą laikotarpį iki nurodytos dienos.

Pasirinkimo sandoriai gali būti susitarimai tarp dviejų sandorio šalių (angl. *over the counter, OTC*) arba standartizuoti – kuriais prekiaujama biržoje.

**Pasirinkimo sandorio eiga.** Tarkime, pirkėjas turi *call* pasirinkimą, kuriuo gali nusipirkti įmonės U akcijas po 650 USD už kiekvieną akciją po trijų mėnesių (Europinis būdas). Pirkėjas šį sandorį įvykdys tik tada, jeigu tai jam bus naudinga, t. y. akcijos *spot* kaina bus didesnė nei 650 USD. Jeigu akcijos *spot* kaina bus mažesnė nei 650 USD, pirkėjui bus pigiau tokio sandorio nevykdyti (o norėdamas akcijų galės nusipirkti *spot* rinkoje) (žr. 4.11 paveikslą).



#### 4.11 pav. Pasirinkimo sandorio pirkti pavyzdys

Tokiu būdu pasirinkimo sandoris apsaugo jo pirkėją nuo palūkanų normos, valiutų kurso ar nepalankaus akcijų kainos pokyčio: sandorio pirkėjas tiesiog sumokės premiją, panašiai kaip draudimo atveju. Svarbi pasirinkimo sandorio ypatybė, kad pirkėjas gali pasipelninti iš jam palankaus prekės kainos pokyčio ir turėti apsaugą, jei kaina keisis nepalankia kryptimi. Galima grąža yra neribota (žr. 4.11 paveikslą).

Jeigu sandorio pirkėjas mano, kad kompanijos U akcijų kaina kris ir artimiausiu metu norės parduoti savo sandorį, jis galės nusipirkti *put* sandorį (teisę parduoti), kuris leis jam parduoti akcijas už sulygtą kainą. Žinoma, kita sandorio šalis (sandorio pardavėjas, angl.

writer) prisiima neribotą rinkos kainos riziką, kuri priklauso nuo *spot* kainų pokyčio.

Pelnas bus tik tuo atveju, jeigu sandorio pirkėjas įvykdys išpareigojimus, nors jis ir prisiima sandorio pardavėjo kredito riziką.

#### 4.3.4. Priemonės, susijusios su pasirinkimo sandoriais

Egzistuoja daugybė apsaugojimo nuo palūkanų normos pokyčių priemonių, kurias pasitelkus, esant tam tikroms sutartyje nurodytomis aplinkybėms, sandoris įvyksta savaime.

Pvz., tarkime klientas turi paskolą, už kurią moka kintamas palūkanas, tada jis gali nusipirkti „kepurę“ (angl. *cap*), kuri fiksuoja maksimalias palūkanas vienam ar daugiau palūkanų periodams (klientas moka rinkos palūkanas, tačiau yra apsaugotas, jei bet kuriuo metu palūkanų norma rinkoje kils aukščiau nei nurodyta norma „kepurėje“). Priešingai veikia „grindys“ (angl. *floor*), kur numatomas minimalus palūkanų normos lygis. Jei klientas nori nustatyti ribas, kiek galėtų svyruoti palūkanų norma, tada galima naudoti grandinėlę (angl. *collar*), pagal jos apibrėžiamas ribas efektyviai pirks už „kepurę“ ir parduos už „grindis“.

Pasirinkimo sandorių pranašumui ir trūkumai susisteminti 4.9 lentelėje.

### 4.9 lentelė. Priemonių, susijusių su pasirinkimo sandoriais, pranašumai ir trūkumai

Pranašumai	Trūkumai
Leidžia sandorio turėtojui išlošti iš jam palankių rinkos svyravimų ir būti apsaugotam nuo nepageidautinų rinkos poslinkių	Tinkami tik tam tikriems instrumentams
Biržose prekiaujami sandoriai yra lengviau prieinami klientui ir neturi kredito rizikos	Standartinės sutartys gali neatitikti tam tikrų sandorių sąlygų
Tiesiogiai tarp šalių sudaromi sandoriai gali būti pritaikyti individualiems kliento pageidavimams	Gali būti dideli sandorių komisiniai, ypač sudarant sandorius tarp šalių (OTC)

<b>Pranašumai</b>	<b>Trūkumai</b>
	Sandorio turėtojas, sudarydamas sandorį tarp šalių (OTC), prisiima didelę kredito riziką
	Kainų nustatymas yra sudėtingas (techniškai) ir sunku jas tiksliai apskaičiuoti, dėl to galimi nuostoliai

Pasirinkimo sandoriai tinkami, kai finansininkas turi tam tikrus, tačiau neapibrėžtus, poreikius ir gerai prognozuoja rinkos pokyčius, tačiau nesėkmės atveju reikalauja minimalaus saugumo.

#### *4.3.5. Pinigų rinkoje naudojamų išvestinių finansinių priemonių apibendrinimas*

Apsisaugojimui nuo palūkanų normų svyravimų dažniausiai naudojamų pinigų rinkos išvestinių finansinių priemonių ypatybės apibendrintos 4.10 lentelėje.

#### **4.10 lentelė. Pinigų rinkos išvestinių finansinių priemonių apibendrinimas**

<b>Instrumentas</b>	<b>Apsisaugojimas nuo</b>		<b>Apibūdinimas</b>
	<b>Palūkanų normos kilimo</b>	<b>Palūkanų normos kritimo</b>	
<b>IŠANKSTINIAI PALŪKANŲ NORMOS INSTRUMENTAI</b>			
<b>Išankstinių palūkanų sandorių sutartys</b> (angl. <i>forward rate agreements, FRA</i> )			(OTC) produktas tarp sandorio šalių. Nustatoma fiksuota palūkanų norma tam tikram būsimam periodui, skirtumą tarp išankstinių palūkanų sandorių sutarties (FRA) ir rinkos palūkanų moka viena sandorio šalis kitai

Instrumentas	Apsisaugojimas nuo		Apibūdinimas
	Palūkanų normos kilimo	Palūkanų normos kritimo	
Išankstinių palūkanų sandorių (FRA) pirkimas	X		Rinkos palūkanos didesnės, nei išankstinių palūkanų sandorių sutarties (FRA), pardavėjas moka pirkėjui
Išankstinių palūkanų sandorių (FRA) pardavimas		X	Rinkos palūkanos žemesnės, nei išankstinių palūkanų sandorių sutarties (FRA), pirkėjas moka pardavėjui
<b>Palūkanų normos ateities sandoriai</b>			Standartizuoti biržoje prekiaujami ateities sandoriai, kurie remiasi tariama pinigų rinkos operacija
Ateities sandorio pirkimas		X	Jei palūkanų norma kris, sandoris gali būti parduotas už aukštesnę kainą; gautinas pelnas kompensuoja žemesnes palūkanų iplaukas
Ateities sandorio pardavimas	X		Jei palūkanų norma kils, sandoris gali būti parduotas už žemesnę kainą; gautinas pelnas kompensuoja aukštesnes palūkanų kainas
<b>Palūkanų normos apsikeitimai</b>			Produktas, kuriuo prekiaujama tiesiogiai su kita sandorio šalimi (OTC), apimantis palūkanų normų mokėjimų apsikeitimus
Fiksuotų palūkanų mokėtojas	X		Moka fiksuotas apsikeitimo palūkanas
Kintančių palūkanų mokėtojas		X	Moka kintančias palūkanas, pvz., LIBOR

Instrumentas	Apsisaugojimas nuo		Apibūdinimas
	Palūkanų normos kilimo	Palūkanų normos kritimo	
PASIRINKIMAI			
<b>Palūkanų normos ateities sandorių pasirinkimo pirkimas</b>			
Teisė pirkti		X	Teisė pirkti tam tikrą ateities palūkanų normos sandorį už fiksuotą kainą
Teisė parduoti	X		Teisė parduoti tam tikrą ateities palūkanų normos kontraktą už fiksuotą kainą
<b>Palūkanų normos apsisikeitimo pasirinkimo pirkimas</b>			Teisė atlikti apsisikeitimą su kita sandorio šalimi pagal iš anksto sutartas sąlygas
Apsikeitimo pasirinkimo pirkimas (angl. <i>call swaption</i> )		X	Teisė mokėti kintančias palūkanas ir gauti fiksuotas palūkanas apsisikeitimo pagalba
Apsikeitimo pasirinkimo pardavimas (angl. <i>put swaption</i> )	X		Teisė mokėti fiksuotas palūkanas ir gauti kintančias palūkanas apsisikeitimo pagalba
„kepurė“	X		Fiksuojama maksimali palūkanų norma. Jei LIBOR aukštesnė, nei „kepurės“ norma, „kepurės“ pardavėjas moka skirtumą pirkėjui
„grindys“		X	Fiksuojama minimali palūkanų norma. Jei LIBOR žemesnis, nei „grindys“, „grindų“ pardavėjas moka skirtumą pirkėjui



Instrumentas	Apsisaugojimas nuo		Apibūdinimas
	Palūkanų normos kilimo	Palūkanų normos kritimo	
„apykaktė“	X	(X)	„kepurės“ pirkimas ir „grindų“ pardavimas vienu metu (arba priešingai)

### Klausimai:

1. Kuo skiriasi kapitalo ir pinigų rinkos?
2. Kaip vadinami pinigų rinkos instrumentai, kuriuos išleidžia stambios korporacijos arba bankų holdingo bendrovės:
  - a) išdo vekseliai;
  - b) komerciniai popieriai;
  - c) eurodolerių depozitai;
  - d) bankų akceptai;
  - e) atpirkimo sandoriai.
3. Kokie instrumentai priskiriami prie pinigų rinkos instrumentų:
  - a) investiciniai indėliai;
  - b) mažmeniniai indėliai;
  - c) išdo vekseliai;
  - d) pinigų rinkos fondų vienetai;
  - e) bankų akceptai.
4. Kokią įtaką bendras palūkanų normos kilimas daro investuotojų pajamoms ilguoju laikotarpiu?
5. Kokios rizikos susijusios su struktūriniais vertybiniais popieriais?
6. Į kokias obligacijas reikia investuoti, jeigu tikimasi palūkanų normos kilimo?
7. Kas būdinga taupymo laktšams:
  - a) tai trumpalaikiai VVP, į kuriuos gali investuoti bet kokie instituciniai investuotojai;
  - b) tai trumpalaikiai VVP, į kuriuos gali investuoti tik privatūs asmenys;

- c) tai trumpalaikiai VVP, į kuriuos gali investuoti ir privatus asmenys, ir kai kurios smulkiosios įmonės bei viešosios organizacijos;
  - d) tai ilgalaikiai VVP, į kuriuos gali investuoti ir privatus asmenys, ir kai kurios smulkiosios įmonės bei viešosios organizacijos;
  - e) tai VVP, kurie parduodami antrinėje rinkoje.
8. Kas būdinga su akcijomis susietoms obligacijoms:
- a) galima grąža, didesnė nei iš obligacijų su fiksuotomis palūkanomis;
  - b) galima grąža, mažesnė nei iš obligacijų su fiksuotomis palūkanomis;
  - c) investuotojas rizikuoja prarasti pradinę sumą;
  - d) investuotojas nerizikuoja prarasti pradinės sumos grąžinimo;
  - e) gali būti susieta ne tik su akcijomis.
9. Kas būdinga investiciniam indėliams?
- a) terminas iki vieno metų;
  - b) terminas iki dvejų metų;
  - c) likvidumą užtikrinanti priemonė;
  - d) likvidumo neužtikrinanti priemonė;
  - e) investuotojai pasirenka indėlio terminą.
10. Kokios egzistuoja nuosavybės VP rūšys ir kokios jų pagrindinės charakteristikos?
11. Kaip vadinamos akcijos, garantuojančios akcininkui balsavimo teisę?
12. Kokie teiginiai apie akcijas yra teisingi:
- a) visos akcijos yra vardinės;
  - b) AB akcijos yra pareikštinės;
  - c) visos akcijos yra kotiruojamos biržoje;
  - d) AB akcijos gali būti materialiosios ir nematerialiosios;
  - e) UAB akcijos gali būti materialiosios ir nematerialiosios.
13. Kas būdinga darbuotojų akcijoms:
- a) tai yra privilegijuotosios vardinės akcijos, turinčios darbuotojų akcijų statusą;

- b) tai yra paprastosios vardinės akcijos, turinčios darbuotojų akcijų statusą;
  - c) galiojimo terminas yra ne ilgesnis kaip penkeri metai, pasibaigus laikomos paprastosiomis vardinėmis akcijomis;
  - d) galiojimo terminas yra ne ilgesnis kaip treji metai, pasibaigus laikomos paprastosiomis vardinėmis akcijomis;
  - e) galiojimo terminas yra ne ilgesnis kaip treji metai, pasibaigus laikomos privilegijuotosiomis vardinėmis akcijomis.
14. Kuo skiriasi pirminė ir antrinė rinka?
  15. Ką reiškia akcijų kapitalizacija?
  16. Kaip apibūdinama fundamentalioji, o kaip – techninė analizė?
  17. Kokios šakos priskiriamos gynybinėms ir kokios – ciklinėms šakoms?
  18. Kokie išskiriami pagrindiniai veiksniai, lemiantys įmonės pelno jautrumą verslo ciklui?
  19. Kokias monetarinės ir fiskalinės politikos priemonės tinka taikyti ekonomikai, patekusiai į gilią recesiją?
  20. Kokių priemonių turėtų imtis vyriausybė, kai ekonomika kyla:
    - a) mokesčių didinimas;
    - b) mokesčių mažinimas;
    - c) vyriausybės išlaidų mažinimas;
    - d) vyriausybės išlaidų didinimas;
    - e) denominuoti nacionalinę valiutą.
  21. Koks bus ilgalaikis poveikis kainoms dėl pajamų mokesčio sumažinimo, pasiūlos ekonomistų nuomone?
  22. Paanalizuokime įrašų gamintojus. Vienas naudoja visiškai automatizuotą, robotais paremtą gamybą, kitas naudojasi žmonių darbu surinkimo linijoje ir moka už viršvalandžius, kai yra didelė prekių paklausa. Kuri įmonė gaus didesnę pelną recesijos metu? Kuri piko? Kurios įmonės akcijos turi aukštesnę beta?
  23. Turime keturias ūkio šakas ir keturias makroekonominės prognozes. Pasirinkite įmonę, kuri, jūsų nuomone, kiekvienu atveju veiks geriausiai.

- Šakos: gyvenamųjų namų statyba; sveikatos apsauga; aukso gavyba; plieno gamyba.  
Ekonomikos prognozės: gili depresija; perkaitusi ekonomika; sveikas ekonomikos augimas; stagfliacija.
24. Kokiai ūkio šakos gyvavimo ciklo stadijai priskirtumėte šias šakas:
- naftos gavybos įrengimų;
  - kompiuterių gamybą;
  - kompiuterių programas;
  - genetinę inžineriją;
  - geležinkelius.
25. Iš įmonių porų parinkite tą, kuri, jūsų nuomone, labiausiai jautri verslo ciklams:
- automobilių gamykla ar vaistų fabrikas;
  - oro linijos ar kino teatras.
26. Jeigu CB nori sumažinti pinigų pasiūlą, kad sumažintų infliacijos normą, jis turėtų:
- parduoti VVP, kurie sumažina pinigų pasiūlą; tai lems palūkanų normos augimą ir visuminės paklausos mažėjimą;
  - pirkti VVP, kurie sumažina pinigų pasiūlą; tai lems palūkanų normos augimą ir visuminės paklausos mažėjimą;
  - sumažinti diskonto normą, kuri sumažina rinkos palūkanų normą; dėl to sumažėja sąnaudos ir kainos pradeda kristi;
  - padidinti mokesčius, kurie sumažina sąnaudas ir tai lems kainų mažėjimą.
27. Kaip skaičiuojami įmonių rinkos vertės rodikliai?
28. Kuriais išvestiniais finansiniais instrumentais galima prekiauti tiek biržoje, tiek ir sudarant tiesioginius sandorius?
29. Kuriais finansiniais instrumentais galima prekiauti tik tiesioginiais sandoriais:
- išankstiniai sandoriai;
  - ateities sandoriai;
  - neatidėliotini sandoriai;
  - pasirinkimo sandoriai;
  - apsikeitimo sandoriai.

30. Kokios pagrindinės apsikeitimo sandorių rūšys?
31. Kokios pagrindinės pasirinkimo sandorių rūšys?
32. Kur naudojamos panašios į pasirinkimo sandorius priemonės?
33. Kokie išankstinių ir ateities sandorių panašumai ir skirtumai?
34. Britų oro linijų bendrovės paprastųjų akcijų amerikinio tipo pasirinkimo sandoris pirkti (*call option*), kuris baigiasi balandžio 30 d., suteikia pirkėjui:
  - a) teisę pirkti britų oro linijų bendrovės akcijas tik balandžio 30 d.;
  - b) teisę parduoti britų oro linijų bendrovės akcijas tik balandžio 30 d.;
  - c) įsipareigojimą pirkti britų oro linijų bendrovės akcijas tik balandžio 30 d.;
  - d) įsipareigojimą parduoti britų oro linijų bendrovės akcijas tik balandžio 30 d.;
  - e) teisę pirkti britų oro linijų bendrovės akcijas bet kurią dieną iki balandžio 30 d.;
  - f) teisę parduoti britų oro linijų bendrovės akcijas bet kurią dieną iki balandžio 30 d.
35. Ką reiškia *call option*:
  - a) pirkėjas turi teisę pirkti nurodytą valiutą;
  - b) pirkėjas turi teisę parduoti nurodytą valiutą;
  - c) pirkėjas turi įsipareigojimą parduoti nurodytą valiutą;
  - d) pirkėjas turi įsipareigojimą pirkti nurodytą valiutą;
  - e) pardavėjas turi teisę parduoti nurodytą valiutą.
36. Ką reiškia europinis pasirinkimas:
  - a) pasirinkimas, kurį galima įvykdyti bet kuriuo metu iki nurodytos datos;
  - b) pasirinkimas, kuriuo prekiaujama Europos rinkose;
  - c) pasirinkimas, kuriuo prekiaujama ES;
  - d) pasirinkimas, kurį galima įvykdyti tik nurodytą (sutartą) dieną;
  - e) pasirinkimas, kurį galima įvykdyti keletą kartų.

**5.**

---

**Investicinis portfelis**

Investicinis portfelis – pasirinktų investicijų rinkinys. Skirtingos investicijos gali būti įvairiai grupuojamos, sudarant investicinį (turto klasių) portfelį. Turto klasė apibrėžiama kaip investicija, kuriai būdingos tam tikros unikalios rizikos rūšių ir grąžos charakteristikos. Paprastai išskiriamos tokios turto klasės (plačiau: 4 skyriuje) grynieji pinigai; pinigų rinkos priemonės (trumpalaikiai vertybiniai popieriai); obligacijos; akcijos bei alternatyvios investicijos (į nekilnojamąjį turtą, žaliavų rinkas, apribotos rizikos fondus, valiutų rinkos priemones, meno kūrinius ir kitą emocinį turtą).

Portfelis reiškia tam tikrą investuoto turto rinkinį. Investuotojai beveik niekada neinvestuoja į vieną instrumentą, bet laiko jų portfelį. Geras portfelis nereiškia, kad jį sudaro pavienės „geros“ investicijos. Portfelio sudarymo esmė – sumažinti riziką dėl diversifikacijos. Investicijos, kad ir kokios jos būtų, yra viena su kita susijusios. Palyginti su paprasta investicija (viena rūšimi), portfelis skiriasi skirtingu investicijų grąžos ir rizikos santykiu. Tinkamai pasirinkus investicijas, galima ne tik padidinti portfelio grąžą, bet ir sumažinti riziką. Bendra portfelio grąža skaičiuojama kaip svertinė jo sudedamųjų investicijų grąža. Kiekvieną investiciją padauginus iš tokio svorio, kokį ji sudaro portfelyje, gaunama jos įtaka bendrai portfelio grąžai (Investicijų valdymas, 2009).

Investicijų rizika paprastai matuojama standartiniu grąžos nuokrypiu, kuris parodo, koku mastu portfelio grąža yra linkusi svyruoti, ir portfelis rizikingesnis, kuo šis rodiklis didesnis. Standartinį nuokrypį padauginus iš dviejų, tada pridėjus ir atėmus šį skaičių iš vidutinės ilgalaikės portfelio grąžos, esant 95 proc. tikimybei, galima nuspėti, kokiame intervale bus tikėtina portfelio grąža.

Pvz., jei vidutinė istorinė portfelio grąža – 9 proc., o standartinis nuokrypis siekia 15 proc., tai 95 proc. tikimybė, kad, esant toms pačioms rinkos sąlygoms, portfelio grąža neviršys 39 proc. ( $9 + 2 \times 15$  proc.), o blogiausiu atveju nebus mažesnė nei 21 proc. ( $9 - 2 \times 15$  proc.). Jei standartinis nuokrypis būtų 3 proc., maksimali tikėtina portfelio grąža tam tikrais metais galėtų siekti 15 proc., o maksimali neigiama grąža būtų apie -3 procentus.

Kalbant apie portfelio valdymą, būtina atsižvelgti į du standarti-  
nius nuokrypius:

- finansinio instrumento;
- rinkos.

Portfelio valdymas susijęs su dviem iššūkiais. Atsakas į pirmąjį – portfelio diversifikavimas, kuris sumažina standartinį nuokrypį, t. y. portfelio nepastovumą. Statistiškai įrodyta, kad 20 akcijų yra optimalus skaičius, kuriuo galima sumažinti portfelio akcijų dalies vidinį nepastovumą. Toks diversifikavimas sumažina portfelio, sudaryto iš akcijų, standartinį nuokrypį iki taško, kuris lygus rinkos standartiniam nuokrypiui. Be to, diversifikavimas yra reikalingas, nes akcijų kainos iš esmės nesvyruoja nei ta pačia kryptimi, nei tuo pačiu metu kaip rinka.

Tolesnis diversifikavimas – obligacijos ir gryniesi. Tai ne tik sumažina visą portfelio pelningumą, bet ir leidžia investuotojui apriboti nepageidaujamų rinkos svyravimų poveikį. Todėl atsakas į antrąjį iššūkį – tai:

- arba investuoti į instrumentus, turinčius mažą standartinį nuokrypį (pvz., akcijas su maža  $\beta$ , ar obligacijas, ar abi);
- arba sumažinti akcijų vidinį nepastovumą atitinkamai rinkos nepastovumui.

Kitaip dar vadinama sisteminė ir nesisteminė rizika. Nesisteminė rizika – diversifikuojama, t. y. jos galima išvengti tinkamai suformavus savo investicinį portfelį. Taigi, norint sumažinti nesisteminę riziką, į portfelį galima įtraukti daugiau investicijų. Nustatyta, kad pakanka į akcijų portfelį įtraukti apie tris skirtinga veikla užsiimančių įmonių akcijas, norint visiškai diversifikuoti nesisteminę riziką. Dėl tokio diversifikavimo sumažėja portfelio svyravimai (standartinis nuokrypis) ir išsaugoma potenciali grąža.

Sisteminė rizika apibūdinama kaip nediversifikuojama rizika, kurios negalima išvengti, ir yra susijusi bendrai su finansų sistema. Sisteminės rizikos šaltiniai:

- palūkanų normų pokyčiai;
- perkamosios galios pokyčiai;
- investuotojų lūkesčiai dėl visos ekonomikos perspektyvų.



Paprastai apie 20–50 proc. bendrosios vertybinių popierių rizikos sudaro sisteminė rizika. Jos matas yra beta ( $\beta$ ). Ji matuoja atskiro vertybinio popieriaus riziką, palyginti su visų vertybinių popierių rizika. Jeigu vertybinių popierių pelningumas kinta daugiau (mažiau) nei rinkos vertybinių popierių portfelio pelningumas, sakoma, kad šis vertybinių popierių portfelis yra nepastovesnis (pastovesnis) už rinką. Finansų teorija teigia, kad tik už sisteminę riziką investuotojas gauna grąžą. Jei portfelis yra nepakankamai diversifikuotas, prisiimama nereikalinga rizika, kurios būtų galima išvengti. Norint sumažinti sisteminę riziką, rekomenduojama investicijas diversifikuoti globaliai. Taip išvengiama priklausomybės tik nuo tam tikros rinkos (finansų sistemos) ir sumažėja bendra portfelio rizika.

Priešingai nei skaičiuojant portfelio grąžą, bendra portfelio rizika negali būti apskaičiuota kaip svartinė atskirų investicijų rizikingumo suma. Tai susiję su koreliacijos sąvoka, kuri parodo tiesinį ryšį tarp kintamųjų ir matuojama koreliacijos koeficientu. Koeficientas kinta intervale nuo  $-1$  iki  $+1$  ir interpretuojamas taip:

- $-1$  – stiprus neigiamas ryšys (investicijų kainų pokyčiai juda priešingomis kryptimis – didėjant vienos investicijos vertei, kitos investicijos vertė mažėja);
- $0$  – ryšio tarp kintamųjų nėra (investicijos tarpusavyje nekoreliuoja, t. y. investicijų judėjimas (pokyčiai) neturi aiškiai matomos bendrumo tendencijos);
- $+1$  – stiprus teigiamas ryšys (dviejų investicijų kainų pokyčiai juda ta pačia kryptimi – vienos investicijos vertei augant, auga ir kitos investicijos vertė).

Koreliacijos koeficientas parodo judėjimo krypties panašumą, bet ne judėjimo dydžio (apimties) panašumą. Kitaip tariant, pakilus vienos investicinės priemonės kainai, pakyla ir kitos investicinės priemonės kaina, tačiau tai dar nereiškia, kad kainų pokytis yra ar turi būti tokio pat dydžio. Kadangi koreliacijos koeficientas lemia skirtingus portfelio rizikos rodiklius, tikslinga į portfelį įtraukti tokias investicijas, kurios mažai koreliuoja, renkantis tarp dviejų analogiško grąžos potencialo investicijų. Tokiu būdu bendra portfelio rizika sumažės, o grąža liks nepakitusi ar net padidės. Tačiau ta investicija,

kuri turės mažesnę koreliacijos koeficientą, dažniau pasižymės kitokios krypties vertės pokyčiais nei jau portfelyje esančios investicijos ir dėl to sumažins bendrus portfelio vertės svyravimus. Tai lems geresnį portfelio rizikos pasiskirstymą ir patrauklesnį portfelio grąžos ir rizikos santykį.

Taigi kuo koreliacijos koeficientas artimesnis nuliui, tuo labiau galima sumažinti portfelio riziką, išsaugant tą patį grąžos potencialą.

Pvz., jeigu paimtume 2 akcijas, viena iš jų turi standartinį nuokrypį 25, o kita – 15.

Tarkime, abiejų vertė yra panaši, taigi galime pasakyti, kad mūsų portfelį sudaro 2 akcijos, kurių vidutinis standartinis nuokrypis, sakykime, – 20.

Tačiau toks apibendrinimas nėra tikslus. Nes neįvertinta, kad šios dvi akcijos nebūtinai svyruos kartu su rinka. Gali būti, kad rinkoje vienos akcijos vertė kils tuo metu, kai kitos kris. Todėl būtina pristatyti ir kitą matą – kovariaciją.

Kovariacija – tai matas, kuriuo akcijos kinta, palyginus tarpusavyje ar palyginus jas su rinka. Kovariaciją galima išreikšti kaip koreliacijos koeficiento  $\rho$  ir standartinio nuokrypio  $\sigma$  sandaugą. Matematiškai koreliacijos koeficientas kinta tarp  $-1$  ir  $+1$ . Teigiamą koreliaciją reiškia, kad dvi akcijos juda ta pačia kryptimi. Neigiamą – kad priešingomis kryptimis. Vienos akcijos kovariacija lyginant su kita žymima:  $\rho_{12}$ .  $\sigma_1$ ,  $\sigma_2$ .  $\rho$  reiškia dviejų akcijų, kurių standartinis nuokrypis  $\sigma_1$  ir  $\sigma_2$ , koreliacijos koeficientą. Galima apskaičiuoti koreliacijos koeficientus ir tarp daugelio duomenų.

Finansinių instrumentų svyravimo matas, palyginti su rinkos svyravimais, yra  $\beta$ . Gerai diversifikuoto portfelio rizika priklauso nuo atskiro vertybinio popieriaus, įtraukto į portfelį, rinkos rizikos. Jeigu norime žinoti individualių akcijų indėlį į bendrą gerai diversifikuoto portfelio riziką, nėra teisinga vertinti, kiek tas vertybinis popierius rizikingas, jei turėtume jį atskirai. Jį būtina vertinti, atsižvelgiant į rinkos riziką. Tai reiškia, kad turime įvertinti jo jautrumą rinkos pokyčiams. Toks jautrumo vertinimas vadinamas  $\beta$ . Akcijos, kurių  $\beta$

didesnė nei 1, turi tendenciją sustiprinti visos rinkos pokyčius. Akcijos, kurių  $\beta$  svyruoja tarp 0 ir 1, turi tendenciją judėti ta pačia kryptimi kaip ir rinka, bet nevienodai. Rinka – tai akcijų portfelis, kai akcijų vidurkis turi  $\beta$ , lygią 1. Beta ( $\beta$ ) – tai nepastovumo matas ir yra koreliacijos koeficiento ir standartinio nuokrypio sandaugos, padalytos iš rinkos variacijos, rezultatas. Koreliacijos koeficientas yra analizuojamų variacijos duomenų funkcija. Akcijų  $\beta$  galime apibrėžti taip:

$$\beta_{im} = \frac{\rho_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} \quad (5.1)$$

$\beta_{im}$  – vienos akcijos variacijos palyginus su rinka matas;  $\rho_{im}$  – koreliacijos koeficientas tarp tam tikros akcijos ir rinkos;  $\sigma_i$  – akcijos standartinis nuokrypis;  $\sigma_m$  – rinkos standartinis nuokrypis;  $\sigma_m^2$  – rinkos variacija.

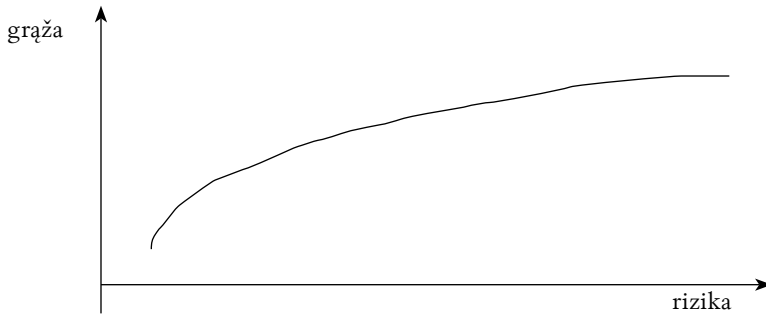
Praktikoje akcijų  $\beta$  yra skelbiama. Beta suteikia informaciją apie:

- tam tikros akcijos jautrumą rinkai;
- tam tikro portfelio jautrumą rinkai.

Geriausias būdas sumažinti nepastovumą – investuoti į tas akcijas, kurių beta yra silpna. Akcijų, kurių  $\beta$  yra artima vienetui, portfelis yra linkęs svyruoti kartu su akcijų rinkos svyravimais.

Dauguma pavyzdžių buvo susieti su akcijomis, bet toks pats požiūris yra tinkamas visiems vertybiniais popieriams. Portfelį dažnai sudaro ir akcijos, ir obligacijos. Išanalizavus koreliaciją tarp akcijų ar akcijų ir obligacijų, galima suprasti rinkos elgseną, bent jau tiek, kiek žinoma kryptis (trendas) įgalina mus „ekstrapoliuoti“. Tai veda prie matematinio portfelio valdymo požiūrio.

Portfeliui valdyti naudojami įvairūs metodai. Daugumas iš jų remiasi H. Markowitzo vidurkio variacijos optimizavimu. Sakoma, kad dviejų tarpusavyje susijusių kintamųjų „rizikos–standartinio nuokrypio ir grąžos“ statistinės analizės rezultatas turi efektyvumo ribą. Ši riba – matematinė kreivė, kuri parodo optimalų portfelį, pagal pasirinktą riziką ir su ja susijusią maksimalią grąžą, arba priešingai (žr. 5.1 pav.).



### 5.1 pav. Portfelio efektyvumo kreivė

Tarkime, analizė atlikta, remiantis 10 000 įvairių kombinacijų. Išsivaizduokite 10 000 taškų. Dauguma iš jų išsidėstę šalia grafiko vidurio. Šis vadinamas rinkos vidurkiu. Kreivė – regresinė linija, kuri nubrėžiama per visus taškus taip, kad atstumas iki daugelio jų būtų minimalus. Tačiau kreivė juda atitinkamai palūkanų normos pokyčiams. Kai palūkanų norma kyla, kreivė bus žemesnė. Iš tiesų portfelis generuos žemesnę grąžą su tokia pačia, jei ne didėjančia, rizika.

Vienintelis atsakymas, norint išspręsti šią problemą – reikia sudaryti portfelį iš instrumentų, kurie reaguoja priešingai rinkos pokyčiams. Siekiant likti rinkos viduryje, būtina diversifikuoti instrumentus, kurie turi neigiamą koreliaciją. Statistiškai galima teigti, kad, esant smarkiam palūkanų normų didėjimui, akcijų grąža krinta tuo metu, kai obligacijų – didėja, ir priešingai. Todėl subalansuotas portfelis visada turi apimti akcijas, obligacijas ir trumpalaikes investicijas.

Kokiu procentu reikia išdėstyti turtą, nusako statistinė analizė. Tik rinka nustato optimalų išdėstymą, atsižvelgdama į investuotojo poreikius. „Vidutiniškai vidutiniška“ rinkoje reiškia, kad portfelis yra 40/40/20, t. y.: 40 – akcijų; 40 – obligacijų; 20 – trumpalaikių investicijų. Alternatyviai, akcijų fondai, obligacijų fondai ir išdo VP fondai.

Portfelio valdymas – vertybinių popierių parinkimas pagal investuotojo poreikius. Faktiškas portfelio išdėstymas priklauso nuo valdytojo pojūčio, atsižvelgiant į jo nuomonę apie palūkanų normos svyravimą, tai reiškia, bus atsižvelgiama į:

- akcijoms – modifikuojant betą;
- obligacijoms – modifikuojant trukmę ir jautrumą;
- trumpalaikėms investicijoms – didinant ar mažinant jų dalį.

Paprastčiausiai, bet nenutolstant nuo realybės, galima sakyti, kad 40/40/20 generuoja grąžą apytikriai 6,4 proc. per metus.

Tarkime, kad akcijos generuoja 10 proc. grąžą; obligacijos – 5 proc.; trumpalaikės investicijos – 2 proc. per metus. Portfelio grąža bus:  $(40 \times 10 + 40 \times 5 + 20 \times 2) / 100 = 6,4$  procento.

Tai nėra įspūdinga. Norint padidinti bendrąją grąžą, būtina pakeisti svorius. Tačiau svarbu nepamiršti, kad nepastovumas (standartinis nuokrypis) būdingas kiekvienai investicijai, pvz.:

- trumpalaikės obligacijos: 3,3
- ilgalaikės obligacijos: 8,7
- S&P tipo akcijos: 20.2
- smulkiųjų įmonių: 34,3

Kiekvienas portfelio išdėstymo pakeitimas reikš jo standartinio nuokrypio pakeitimą. Portfelio valdytojo pridėtinės vertės matas – Šarpo rodiklis:

$$\text{Šarpo rodiklis} = \frac{R_p - R_f}{\sigma} \quad (5.2)$$

$R_p$  – tikėtina grąža (pvz., istorinis vidurkis);  $R_f$  – nerizikingų investicijų grąža (pvz., išdo vekselių palūkanų norma);  $\sigma$  – portfelio standartinis nuokrypis.

Šarpo rodiklis įvertina tiek pelną, tiek prisiimamą riziką. Jis parodo papildomos grąžos dydį, tenkantį vienam rizikos vienetui. Teigiama rodiklio reikšmė rodo, kad valdytojas sugebėjo uždirbti didesnę grąžą nei nerizikingas turtas – investuotojui vertėjo prisiimti riziką. Jeigu Šarpo rodiklio reikšmė neigiama, tai reiškia, kad investuotojui buvo tikslinga neprisiimti rizikos ir nukreipti investicijas į nerizikingas priemones (indėlius, pinigų rinkos fondus ir pan.).

---

## 5.1.

---

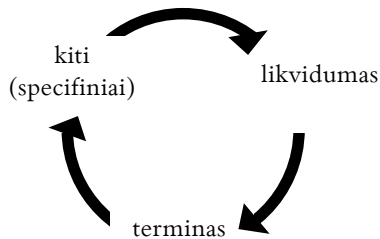
### Esminiai portfelio formavimo principai

Prieš sudarant bet kokią investicinę portfelį, būtina suformuluoti investavimo politiką, atsižvelgiant į:

- investavimo tikslų nustatymą (atsižvelgiant į siekiamą grąžą ir norimą prisiimti riziką);
- apribojimų įvardijimą;
- pasiektų investavimo rezultatų vertinimo būdus.

Būtiną portfelio sudarymo atskaitos taškas yra investavimo politika, kuria realiai suformuojami investavimo strategijos pagrindai ir nustatomas rezultatų vertinimas. Investavimo tikslas – kuo geresnis rezultatas. Tačiau svarbu nepamiršti, kad šiuo atveju didesnė grąža visada siejama su didesne rizika. Be to, būtina prisiminti, kad nuo tam tikro taško papildomos rizikos prisiėmimas investicijų grąžą padidina mažėjančiu dydžiu – todėl, siekiant maksimizuoti grąžą, nereikėtų prisiimti per didelės rizikos.

Formuluojant investicijų strategiją, būtina atsižvelgti į tam tikrus apribojimus (žr. 5.2 paveikslą).



### 5.2 pav. Investavimo apribojimai

Likvidumas – kaip greitai ir patiriant mažiausiai praradimų investicijas galima paversti grynaisiais pinigais. Parodo, kaip dažnai ir kokio dydžio grynųjų pinigų mokėjimų gali tikėtis portfelio valdytojas. Žinodamas, kiek ir kada prireiks grynųjų pinigų, jis gali parduoti

tam tikrą dalį turimų investicinių priemonių palankesniu momentu ir išsaugoti portfelio vertę. Priverstinis turimų investicijų pardavimas gali lemti bendro portfelio grąžą dėl netinkamo išėjimo iš rinkos.

Prie likvidumo apribojimų tikslinga paminėti ne tik galimus iš-einančius pinigų srautus, bet ir įeinančius. Žinodamas, kada galima tikėtis papildomų lėšų, valdytojas galėtų efektyviau pasirengti investicijoms, ypač jei ta suma gana didelė.

Investavimo laikotarpis tiesiogiai susijęs su rizika. Kuo trumpesnis investavimo laikotarpis, tuo mažesnės rizikos investicijos pasirenkamos. Ir kuo ilgesnis laikotarpis, tu daugiau lėšų turėtų būti investuojama ilgam laikotarpiui. Tiksliai įvertinus investavimo laikotarpį, galima konkrečiau suformuluoti siekiamos grąžos ir rizikos tikslą.

Unikalūs apribojimai gali būti siejami su investicijomis į tam tikrus regionus, sritis ar sektorius.

Įprasta numatyti pasiektų rezultatų vertinimo būdus. Jie būna lyginami su iškeltais pajamingumo tikslais, vadinamosios absoliučios grąžos modeliu. Tačiau dar dažniau lyginami su atitinkamu palyginamuoju indeksu (angl. *benchmark*). Šis indeksas turi tiksliai atitikti investuotojo siekiamos grąžos ir norimos prisiimti rizikos charakteristikas. Portfelio rezultatus galima palyginti ir su konkurentų portfeliais. Pasiektus rezultatus galima vertinti ir įvairiais santykiniais rodikliais. Investavimo politika gali keistis laikui bėgant, todėl svarbu nuolat ją peržiūrėti, pasikeitus aplinkybėms.

Portfelio valdytojai išskiria aktyvią ir pasyvią portfelio valdymo formas. Aktyvus valdymas siejamas su siekiu pralenkti palyginamąjį indeksą, naudojantis rinkos neefektyvumu ir valdytojo gebėjimais parinkti tinkamas investicijas. Tokios strategijos pagrindinis tikslas – maksimizuoti teigiamą grąžos skirtumą tarp aktyviai valdomo portfelio ir palyginamojo indekso. Pasyviu valdymu siekiama kuo tiksliau atkartoti palyginamojo indekso tendenciją. Tokios strategijos svarbiausias tikslas – minimizuoti nuokrypius nuo palyginamojo indekso. Strategijos parinkimas priklauso nuo valdytojo rinkos efektyvumo vertinimo.

Portfelio teorija teigia, kad rinka, kurioje investicinių priemonių kainos staigiai ir tiksliai atspindi visą informaciją apie konkrečią in-

vesticinę priemonę, yra efektyvi. Staigumas reiškia, kad, pasirodžius naujai informacijai, ji akimirksniu įskaičiuojama į naują investicinės priemonės kainą ir nepalieka jokių galimybių pasipelnėti. Siekiant tikslumo teigiama, kad rinkos kaina visada atitinka tikrąją investicinės priemonės kainą pagal turimą informaciją. Tai nesudaro galimybių rasti neįvertintų arba pervertintų akcijų, remiantis rinkoje esančia informacija. Išskiriamos trys rinkos efektyvumo formos (Investicijų valdymas, 2009):

1. **Silpnos efektyvumo formos rinka.** Teigiama, kad visą informaciją, susijusią su konkrečios investicinės priemonės prekyba – kainos dinamika, apyvarta ir pan. – parodo tos investicinės priemonės kaina. Manoma, kad jokiais prekybos modeliais, pagrįstais praeities prekybos informacija, neįmanoma uždirbti didesnės gražos, nei šių modelių netaikant, o tiesiog įsigyjant ir turint minėtąją investicinę priemonę.
2. **Vidutinio efektyvumo formos rinka.** Teigiama, kad visa viešai prieinama informacija, kai tik ji pasirodo, įskaičiuojama į konkrečios investicinės priemonės kainą. Todėl, grindžiant investicinius sprendimus tik jau pasirodžiusia vieša informacija, negalima uždirbti didesnės gražos, nei tiesiog įsigyjant ir turint minėtąją investicinę priemonę.
3. **Stiprios efektyvumo formos rinka.** Teigiama, kad visa informacija (ir vieša, ir nevieša) yra įskaičiuojama į konkrečios investicinės priemonės kainą tuo metu, kai tik atsiranda. Todėl net ir neviešos informacijos turėjimas negali sukurti didesnės gražos nei tos, kuri gaunama tiesiog įsigyjant ir turint minėtąją investicinę priemonę.

Kai rinka yra efektyvi, nėra prasmės rinktis aktyviai valdomų investicinių fondų, nes stabilus gebėjimas pralenkti rinkos indeksus yra labai abejotinas.

Renkantis tam tikras investicines priemones, būtina atsižvelgti į jų savybes ir padėtį rinkoje. Pateikiamos apibendrintos obligacijų ir akcijų portfelio valdymo strategijos (žr. 5.1 lentelę).



**5.1 lentelė. Obligacijų ir akcijų portfelio pasirinkimas ir valdymas (Investicijų valdymas, 2007)**

<b>Veiksny</b>	<b>Veiksma</b>
<b>Obligacijos</b>	
Palūkanų normos mažėjimo tendencija	Investicijos į ilgos trukmės obligacijas
Palūkanų normų didėjimo tendencijos	Investicijos į trumpos trukmės obligacijas
Sparti pasaulio ekonomikos plėtra, didėjanti investuotojų rizikos tolerancija	Besivystančių šalių ir (ar) įmonių obligacijų dalies portfelyje didinimas
Lėtėjanti pasaulio ekonomikos plėtra, mažėjanti investuotojų rizikos tolerancija	Išsivysčiusių šalių obligacijų dalies didinimas, įmonių obligacijų dalies mažinimas
<b>Akcijos</b>	
Pasaulinės likvidumo situacijos gerėjimas, ankstyva pasaulinės ekonomikos augimo stadija	Besivystančių šalių akcijų rinkos dalies portfelyje didinimas
Pasaulinės likvidumo situacijos blogėjimas, pasaulinės ekonomikos augimo lėtėjimas	Išsivysčiusių šalių akcijų rinkų dalies portfelyje didinimas
Aukštos bazinių išteklių kainos dėl sparčios ekonomikos plėtros	Besivystančių šalių akcijų rinkos dalies portfelyje didinimas
Žemos bazinių išteklių kainos, lėtėjanti ekonomikos plėtra, infliacinis spaudimas	Išsivysčiusių šalių akcijų rinkų dalies portfelyje didinimas

Taigi skirtingomis rinkos sąlygomis būtina keisti akcijų ir obligacijų portfelių struktūrą. Obligacijas pagal terminą būtina rinktis, atsižvelgiant į palūkanų normų prognozes, o bendrai tiek akcijų, tiek ir obligacijų pasirinkimą tikslinga perskirstyti pagal šalių grupes – besivystančios ar išsivysčiusios rinkos.

Neatsižvelgiant į tinkamą portfelio išdėstymą ir gautiną patenkinamą grąžą, reikia nepamiršti, kad investuojant dalį grąžos tenka sumokėti mokesčiams tiek portfelio valdytojams (už paslaugas), tiek ir valstybei (pajamų ir (ar) pelno).

---

## 5.2.

---

### Moderni ir postmoderni portfelio teorijos

Moderni portfelio teorija – globalios pusiausvyros teorija, kuri yra įvertinta Nobelio premija. Ši teorija pagrįsta vidurkio ir dispersijos optimizavimu (angl. *mean-variance optimization – MVO*), bet yra netinkama finansinių paslaugų industrijos pirminei užduočiai – portfeliams kurti.

Postmoderni portfelio teorija pristato naują turto paskirstymo modelį, kuris optimizuoja portfelį remiantis grąža palyginus su rizika patirti nuostolių (angl. *downside (kritimo) risk optimization – DRO*) vietoj minėtojo MVO modelio (Swisher, Kasten, 2005). Esminė postmodernios portfelio teorijos naujovė – pripažinimas, kad standartinis nuokrypis yra netinkamas rodiklis žmonių patiriamai žalai apibrėžti. Rizika – emocinė būklė: baimė dėl blogo padarinio (pvz., patirti nuostolių), neatlikimo baimė ar baimė, kad nepavyks pasiekti finansinių tikslų. Taigi rizika yra kur kas kompleksiškesnis dydis nei paprastas nuokrypis ir negali būti išreikštas vien tik matematiškai.

Postmoderni portfelio teorija siejama su investuotojų noru uždirbti pinigų, o ne juos prarasti. Įsitvirtinusi nuostata, kad yra geriau dažnai uždirbti daugiau nei vidutiniškai, nei retai laimėti loterijoje. Ir net tada, kai investicija nelabai pelninga, yra geriau nei tuo atveju, kai ji visiškai nepelninga. Šios teorijos šalininkai teigia, kad moderni portfelio teorija yra klaidinga, nes pagal ją apskaičiuojami neefektyvūs portfeliai. Klaidinga ne ta prasme, kad visa teorija netinkama, bet klaidinga specifine prasme, nes ji duoda neefektyvius (kartais neprotingus) portfelius. Taip atsitinka dėl to, kad moderniojoje teorijoje naudojamas standartinis nuokrypis nenusako rizikos lygio (Swisher, Kasten, 2005).

Standartinis nuokrypis negali tiksliai atstoti rizikos dėl dviejų esminių priežasčių (Swisher, Kasten, 2005):

- nenormaliojo skirstinio (angl. *non-normal distribution*). Finansinio turto grąža neatitinka normaliojo skirstinio. Grąžos

skirstinys yra asimetris, todėl kilimo nuokrypis skiriasi nuo smukimo nuokrypio, darydamas standartinio nuokrypio panaudojimą iš prigimties klaidingą;

- vidurkio, palyginti su minimalia priimtina grąža (angl. *minimal acceptable return – MAR*).

Net jei finansinės grąžos yra visiškai simetriškos (ir iš tiesų jos yra panašios – kita priežastis, dėl kurios standartinis nuokrypis buvo taip ilgai laikomas tinkamu dydžiu rizikai apibūdinti), standartinis nuokrypis vis dėlto negali aprašyti žmogaus patiriamos rizikos. Reikia nepamiršti, kad rizika susijusi su individualiu išbandymu ar minimalia priimtina grąža. Kadangi vidurkis ir minimali priimtina grąža yra ne tie patys skaičiai, kritimo rizika (rezultatas žemiau priimtinos grąžos) negali būti simetrinė kilimui (grąža, viršijanti priimtina grąžą).

Smukimo rizika (angl. *downside risk – DR*) – rizikos apibrėžimas, apimantis kelis dydžius: smukimo dažnumą, vidutinį smukimo nuokrypį ir smukimo dydį. Šie dydžiai yra apibrėžti, atsižvelgus į investuotojų konkrečią minimalią priimtina grąžą.

Portfeliai, sukurti naudojant tiek MVO, tiek DRO modelius, dažnai yra panašūs savo rizikos ir grąžos vertėmis, o skirtumai yra labai maži. Diversifikacija veikia, neatsižvelgiant į tai, kaip ją matuosime. Atrodo, kad DRO išvengia žinomų MVO klaidų ir užtikrina priimtinesnę „geriausio“ portfelio pasirinkimo būdą (tačiau DRO modelis yra pranašesnis – jis išvengia MVO modelio klaidų ir yra patikima priemonė pasirenkant geriausią portfelį) (Swisher, Kasten, 2005).

Moderniai ir postmoderniai portfelio teorijoms priskiriami keli skirtingi investiciniai modeliai (žr. 6.2 lentelę).

### 6.2 lentelė. Modernios ir postmodernios portfelio teorijų modelių rūšys (Gallop, 2010)

Moderni portfelio teorija	Postmoderni portfelio teorija
Markowitz	MADM
CAPM	TEV
	SPM

Klaidos stebėjimo minimizavimo modelis (angl. *the tracking error minimization model – TEV*) yra parametrinis modelis, grindžiamas dviem veiksniais: laukiama grąža ir diferencialu tarp portfelio ir etalono elgsenos sklaidos, tai išreiškiama klaidos stebėjimo nepastovumo kvadratu. Tikslas – pasiekti, kad visoms investicijoms, įtrauktoms į portfelį, būtų priskirti svoriai. Tai daroma siekiant minimizuoti portfelio klaidos stebėjimą su apribojimais, kad siekiamos grąžos yra lygios arba mažesnės už esamą lygį ir kad veiklos svoriai (angl. *weighting*) yra teigiami ir jų sumos lygios vienetui. Apribojimų struktūros apibendrinimas taip pat yra leidžiamas, dėl atsitiktinai tiesinio apribojimo buvimo portfelio struktūroje apribojimas, esantis žemiau (ar aukščiau), yra leidžiamas. Tikslų funkcija yra minimizuojanti (6.3) (Galloppo, 2010).

$$\text{Min dispersija } \sum(\omega_i \cdot r_i) - \sum(\chi_i \cdot r_i) \quad (6.3)$$

Čia:  $\chi_i$  – lyginamojo portfelio (etalono) dalelė, turimame  $i$  turte;  $\sum(\chi_i \cdot r_i)$  – lyginamojo portfelio (etalono) grąža;  $\omega_i$  – turto  $i$  svoriai, gauti po optimizavimo.

Vidurkio absoliutaus nuokrypio minimizavimo modelis (angl. *the mean absolute deviation minimization model – MADM*) yra neparimetrinis modelis, kuris pagrįstas tam tikro taško radimu, nuo kurio reikalaujamas iš anksto numatytas pelningumas (iš anksto nereikia daugiau pelningumo). Naudojantis modeliu bandoma pasiekti tam tikrą grąžą tuo pačiu metu per daug nenukrypstant nuo pasirinkto atskaitos taško. Atstumas nuo pasirinkto atskaitos taško yra rizikos matas. Rizika yra matuojama kaip absoliutus vidutinis skirtumas, apskaičiuotas per nustatytą laiką. Tikslas – apskaičiuoti kiekvienos investicijos, įtrauktos į portfelį svorius su mažiausiu absoliučiu vidutiniu nuokrypiu. Investicijų, tiksliau portfelio, grąža, kurią tikimasi pasiekti, yra lygi ar mažesnė nei vertė nustatyta iš anksto. Visų investicijų, sudarančių portfelį, svoriai turi būti teigiami ir jų suma lygi vienetui. Tai taip pat pasirinktinai sudaro tiesinių portfelio struktūros apribojimų galimybę. Modelis neatsižvelgia į paskirstymo grąžos formos hipotezę. Vienintelė numanoma prielaida yra ta, kad grąžos pasiskirstymas, stebėtas praeityje, išlieka ir ateityje. Tikslų funkcija yra minimizuojanti (6.4) (Galloppo, 2010).

$$\text{Min } \text{Min}_\omega \sum \left| \sum (\omega_i \cdot r_i) - \sum (\chi_i \cdot r_i) \right| \quad (6.4)$$

Čia:  $r_i$  – turto  $i$  grąža;  $\sum (\chi_i \cdot r_i) = r_b$  – lyginamojo portfelio (etalono) grąža.

Tikimybių trūkumo minimizavimo modelio (angl. *the shortfall probability minimization – SPM*) tikslas – sumažinti netinkamo portfelio valdymo atsiradimo tikimybę. Trūkumo tikimybė yra nustatoma susiejant laikotarpių, per kuriuos buvo trūkumas, skaičių su iš anksto nustatytais laikotarpiais. Tikimybių trūkumo minimizavimo tikslas – apskaičiuoti kiekvienos investicijos, įtrauktos į portfelį, svorius, kad per duotąjį laikotarpį trūkumo dažnumas būtų mažiausias. Pagrindinis apribojimas – tikėtina kapitalo grąža yra lygi arba mažesnė nei nustatyta vertė ir svorių suma lygi vienetui. Tikslų funkcija yra minimizuojanti (6.5) (Galoppo, 2010).

$$\min_\omega \sum_{t=1}^M \frac{I_t}{m} \quad (5.5)$$

Čia:  $I_t$  – dichotominis (dvinaris) kintamasis, kurio vertė lygi vienetui, jei per laikotarpį  $t$  įvyksta kritimas, kitu atveju – lygus nuliui;  $m$  – nagrinėjamų laikotarpių skaičius.

Moderni ir postmoderni portfelio teorijos skiriasi keturiais dydžiais (žr. 6.3 lentelę).

### 6.3 lentelė. Modernios ir postmodernios portfelio teorijų skirtumai (Swisher, Kasten, 2005).

Tikslas	Moderni portfelio teorija	Postmoderni portfelio teorija
Rizikos matavimas	standartinis nuokrypis	smukimo rizika
Rezultatų palyginimas su atskaitos tašku (etalonu)	koeficientas alfa	Omegos koeficiento viršijimas Grąžos viršijimas (virš MAR)

<b>Tikslas</b>	<b>Moderni portfelio teorija</b>	<b>Postmoderni portfelio teorija</b>
Rizikos palyginimas su atskaitos tašku (etalonu)	koeficientas beta	DR palyginimas su DR atskaitos tašku (etalonu) (nors įvairios betos gali būti skaičiuojamos naudojant DR komponentus)
Perteklinė grąža vienam rizikos vienetui	Šarpo rodiklis	Sortino rodiklis (DR grąžos viršijimas)

Apibendrinus modernią ir postmodernią portfelio teorijas, nepaisant minėtųjų trūkumų, moderni portfelio teorija leidžia nustatyti ryšį tarp investicijų pelningumo ir rizikingumo, efektyviają vertybinių popierių portfelių aibę su efektyviąja linija ir leidžia įvertinti bendrą portfelio riziką. Tačiau postmoderni portfelio teorija, palyginus ją su modernia portfelio teorija, yra nauja teorija ir praktinio portfelio sudarymo pavyzdžių, kuriais būtų galima remtis ir juos analizuoti, mokslinėje literatūroje nėra.

### **Klausimai:**

1. Kaip matuojama investicijų rizika?
2. Kaip apibūdinama sisteminė ir nesisteminė rizika?
3. Ką parodo ir kaip skaičiuojama koreliacija?
4. Ką parodo ir kaip skaičiuojama kovariacija?
5. Ką parodo ir kaip skaičiuojamas Šarpo rodiklis?
6. Kokie veiksniai lemia investicijų (į obligacijas ir (ar) akcijas) pasirinkimą?
7. Kaip apibūdinama moderni portfelio teorija?
8. Kaip apibrėžtumėte modernios portfelio teorijos ypatumus?
9. Kaip apibūdinama postmoderni portfelio teorija?
10. Kaip apibrėžtumėte postmodernios portfelio teorijos ypatumus?



**6.**

---

**Priedai**



## 1 priedas. Akcinių bendrovių rodiklių skaičiavimas

### LIKVIDUMO RODIKLIAI (*LIQUIDITY RATIOS*)

– **Bendrasis likvidumo rodiklis (*current ratio*)**

$$\frac{\text{trumpalaikis turtas (current assets)}}{\text{trumpalaikiai įsipareigojimai (current liabilities)}}$$

mažesnis už vienetą – įmonė gali neįvykdyti trumpalaikių įsipareigojimų. Įvertinti rodiklio dinamiką, šakos ypatumus, sezoninius svyravimus. Jei didesnis už vienetą – įmonė turi užtektinai trumpalaikio turto įvykdyti visus trumpalaikius įsipareigojimus. Tradiciškai – 1,5-2. Didesnė reikšmė reiškia, kad įmonė neoptimaliai naudoja turtą.

– **Skubaus padengimo rodiklis (*quick ratio*)**

$$\frac{\text{trumpalaikis turtas (current assets) – atsargos (inventory)}}{\text{trumpalaikiai įsipareigojimai (current liabilities)}}$$

daroma prielaida, kad atsargos nėra likvidžios (nors kai kurios atsargos gali būti net likvidesnės nei gautinos sumos), turėtų būti lygus 1.

– **Padengimo grynaisiais pinigais rodiklis (*cash ratio*)**

$$\frac{\text{grynieji pinigai sąskaitoje ir kasoje (cash)}}{\text{trumpalaikiai įsipareigojimai (current liabilities)}}$$

konservatyviausias likvidumo rodiklis, nes daroma prielaida, kad gautinos sumos irgi gali būti nelikvidžios. Tai faktiška pinigų suma, kuria įmonė gali padengti trumpalaikius įsipareigojimus.

– **Grynasis apyvartinis kapitalas (*net working capital*)**

*Trumpalaikis turtas (current assets) – trumpalaikiai įsipareigojimai (current liabilities)*

Turi būti teigiama reikšmė. Neigiama rodo, kad įmonė gali neįvykdyti savo trumpalaikių įsipareigojimų. Didesnis rodiklis – aukštesnis likvidumas. Didesnis apyvartinis kapitalas reikalingas, jei įmonė negali skubiai pasiskolinti lėšų. Priklauso nuo įmonės dydžio ir veiklos pobūdžio.

– **Grynojo apyvartinio kapitalo santykis su turtu (*net working capital to total assets*)**

$$\frac{\text{grynasis apyvartinis kapitalas (net working capital)}}{\text{turtas (total assets)}}$$

Palyginti su grynuoju apyvartiniu kapitalu, išreikštu absoliučia suma, patogu, nes leidžia lyginti įvairaus dydžio įmones. Santykinai aukštesnis rodiklis parodo aukštesnį įmonės likvidumo lygį. Dinamika atspindi didėjančią ar mažėjančią tikimybę, kad įmonė bankrutuos.

### **PELNINGUMO RODIKLIAI (PROFITABILITY RATIOS)**

#### – Grynasis pelningumo rodiklis (*net profit margin*)

$$\frac{\text{grynasis pelnas (net profit)}}{\text{pardavimai ir paslaugos (sales)}}$$

Parodo įmonės veiklos efektyvumą, kuri vieno euro dalis yra grynasis pelnas. Didesnė reikšmė – didesnis pelningumas.

#### – Bendrasis pelningumas (*gross profit margin*)

$$\frac{\text{bendrasis pelnas (gross profit)}}{\text{pardavimai ir paslaugos (sales)}}$$

Įmonės sugebėjimas uždirbti pelną iš pagrindinės įmonės veiklos. Kuo didesnė pelno norma kiekvienam uždirbtam pajamų eurui, tuo efektyvesnė įmonės veikla.

#### – Vidutinio turto grąža (*return on average assets, ROA*)

$$\frac{\text{grynasis pelnas}}{\text{vidutinis turtas}} = \frac{\text{grynasis pelnas}}{\text{pardavimai ir paslaugos}} \times \frac{\text{pardavimai ir paslaugos}}{\text{vidutinis turtas}} =$$

$$= \text{grynasis pelningumas} \times \text{turto apyvartumas}$$

$$\frac{\text{net profit}}{\text{average total assets}} = \frac{\text{net profit}}{\text{sales}} \times \frac{\text{sales}}{\text{average total assets}} =$$

$$= \text{Net profit margin} \times \text{total assets turnover}$$

$$\text{vidutinis turtas} = \frac{\text{turtas laikotarpio pradžioje} + \text{turtas laikotarpio pabaigoje}}{2}$$

$$\text{average total assets} = \frac{\text{beginning total assets} + \text{ending total assets}}{2}$$

kiek eurų grynojo pelno tenka vienam turto eurui. Aukštesnė reikšmė parodo efektyvesnį turto panaudojimą. Grynojo turto ir turto apyvartumo sandauga parodo apyvartos reikšmę turto grąžos rodikliui.

- **Vidutinė savininkų nuosavybės grąža (return on average equity, ROE)**

$$\frac{\text{grynasis pelnas (net profit)}}{\text{vidutinė savininkų nuosavybė (average shareholder's equity)}}$$

$$\text{vidutinė savininkų nuosavybė} =$$

$$\frac{\text{savininkų nuosavybė laikotarpio pradžioje} + \text{savininkų nuosavybė laikotarpio pabaigoje}}{2}$$

$$\text{average shareholder's equity} =$$

$$\frac{\text{beginning average shareholder's equity} + \text{ending average shareholder's equity}}{2}$$

Svarbiausias akcininkams, įvertinant įmonės pelningumą. Kiek eurų grynojo pelno tenka vienam nuosavybės eurui.

## **FINANSŲ STRUKTŪROS RODIKLIAI (FINANCIAL LEVERAGE RATIOS)**

- **Skolos rodiklis (total debt ratio)**

$$\frac{\text{įsipareigojimai (total liabilities)}}{\text{turtas (total assets)}}$$

$\text{įsipareigojimai (total liabilities)} = \text{turtas (total assets)} - \text{savininkų nuosavybė (shareholder's equity)}$

Svarbus kreditoriams, parodo, kiek apsaugotos jų lėšos. Kokia turto dalis įsigyta už skolintus pinigus. Kuo didesnis rodiklis, tuo žemesnis saugumo lygis. Didesnė rizika rodo, kokia turto dalis (procentine išraiška) yra finansuojama. Bankai nori, kad įmonės turtėtų bent 30 proc. savų lėšų. 70 proc. – maksimalus skolos ir viso turto santykio rodiklis, priimtinas kreditoriui. Reiškia, kad kiekvienam įmonės turto eurui tektų 70 centų skolos, jei įmonė būtų likviduojama.

Tačiau būtų tikslinga, kad bankas kredituotų 50 proc. projekto vertės. T. y. įmonė turi prisiimti vienodą riziką, nes bankas neturi užtektinai konkretaus verslo žinių, banko verslas – pinigai.

- **Skolos – nuosavybės rodiklis (debt-equity ratio)**

$$\frac{\text{įsipareigojimai (total liabilities)}}{\text{savininkų nuosavybė (shareholder's equity)}}$$

$\text{įsipareigojimai (total liabilities)} = \text{turtas (total assets)} - \text{savininkų nuosavybė (shareholder's equity)}$

Parodo, kiek vienam nuosavybės eurui tenka skolintų lėšų. Priklauso nuo ūkio šakos. Aukštas rodiklis gali liudyti didesnę riziką, nes įmonei gali būti sudėtinga padengti savo palūkanų ir skolos grąžinimo mokėjimus ir gauti užtektinai tolesnio finansavimo lėšų. Vadovaujantis skolos rodiklio maksimaliu įverčiu, skolos ir nuosavybės rodiklis turėtų būti 2,33 ir jis parodo, kokią verslo dalį procentine išraiška finansuoja kreditoriai acininkų investicijų atžvilgiu.

– **Finansinių įsipareigojimų rodiklis (*financial leverage ratio*)**

$$\frac{\text{turtas (total assets)}}{\text{paprastųjų vardinių akcijų acininkų nuosavybė (ordinary registered shareholder's equity)}}$$

*paprastųjų vardinių akcijų acininkų nuosavybė = savininkų nuosavybė – privilegijuotų akcijų kapitalo dalis ir jų dividendai*

*ordinary registered shareholder's equity = shareholder's equity - preference share equity and preference share dividend*

Kokią dalį įmonės turto sudaro paprastųjų vardinių akcijų savininkų nuosavybė. Aukštesnis rodiklis padidina nuosavybės grąžą, tačiau pelningumo pasikeitimo rizika taip pat yra didelė.

– **Ilgalaikių skolų rodiklis (*long term debt ratio*)**

$$\frac{\text{ilgalaikiai įsipareigojimai (long term liabilities)}}{\text{ilgalaikiai įsipareigojimai (long term liabilities) + savininkų nuosavybė (shareholder's equity)}}$$

Naudojama kaip alternatyva skolos koeficientui, daugelis mano, kad jis tiksliau atspindi finansų struktūrą. Kai trumpalaikis turtas ir trumpalaikės skolos, palyginti su visu turtu, sudaro didelę dalį, skolos ir skolos–nuosavybės rodiklis gali būti labai aukštas, o ilgalaikė finansų struktūra išvis neapibūdinta. Pvz., didelė dalis prekybos įmonių prekių gaunama komiso pagrindais, todėl susidaro santykinai didelės trumpalaikės skolos ir tuo pat metu labai aukštas skolos koeficientas.

– **Palūkanų rodiklis (*times interest earned ratio*)**

$$\frac{\text{veiklos pelnas (earnings before interests and taxes)}}{\text{palūkanų išlaidos (interest expenses)}}$$

kaip įmonė sugeba įvykdyti savo įsipareigojimus mokėti palūkanas. Jeigu veiklos pelnas daug kartų viršija mokamų palūkanų sumą, įmonė lengvai įvykdys šiuos įsipareigojimus. Ir, priešingai, jei palūkanos sudaro didelę dalį veiklos pelno, įmonė turės sunkumų mokėdama palūkanas.

### **TURTO PANAUDOJIMO EFEKTYVUMO RODIKLIAI** **(ASSET UTILIZATION RATIOS)**

– **Atsargų apyvartumas (*inventory turnover*)**

$$\frac{\text{parduotų prekių ir paslaugų savikaina (cost of goods sold)}}{\text{vidutinės metinės atsargos (average inventory)}}$$

$$\text{vidutinės metinės atsargos} = \frac{\text{atsargos laikotarpio pradžioje} + \text{atsargos laikotarpio pabaigoje}}{2}$$

$$\text{average inventory} = \frac{\text{beginning inventory turnover} + \text{ending inventory turnover}}{2}$$

kiek per metus atsargos padaro apyvartų. Apibūdina gamybos atsargų realizavimo galimybes ir jų valdymo efektyvumą. Labai svarbu žinoti konkrečią veiklos rūšį, nes įvairių šakų rodikliai gerokai skiriasi.

– **Gautinų sumų apyvartumas (*accounts receivables turnover*)**

$$\frac{\text{pardavimai ir paslaugos (sales)}}{\text{vidutinės per vienus metus gautinos sumos}} \\ \text{(average amounts receivable within one year)}$$

$$\text{vidutinės per vienus metus gautinos sumos} = \\ = (\text{per vienus metus gautinos sumos laikotarpio pradžioje} + \\ \text{per vienus metus gautinos sumos laikotarpio pabaigoje}) / 2$$

$$\text{average amounts receivables within one year} = \\ = (\text{beginning amounts receivable within one year} + \\ \text{ending amounts receivable within one year}) / 2$$

kiek gautinos sumos (debitorinis išskolinimas) padaro apyvartų per metus. Apibūdina gautinų sumų surinkimo efektyvumą. Didesnė reikšmė parodo didesnę įmonės veiklos efektyvumą.

Pernelyg aukštas rodiklis gali liudyti, kad įmonės kreditavimo politika yra per griežta ir ji nepanaudoja viso savo pelningumo potencialo, ribodama prekių pardavimą skolon rizikingesniems skolininkams.

- **Grynojo apyvartinio kapitalo apyvartumas (*net working capital turnover*)**

$$\frac{\text{pardavimai ir paslaugos (sales)}}{\text{vidutinis grynasis apyvartinis kapitalas (average net working capital)}}$$

*vidutinis grynasis apyvartinis kapitalas* =  
 = (*grynasis apyvartinis kapitalas laikotarpio pradžioje* + *grynasis apyvartinis kapitalas laikotarpio pabaigoje*) / 2

*average net working capital* = (*Beginning net working capital* + *ending net working capital*) / 2

*grynasis apyvartinis kapitalas (Net working capital)* =  
 = *Trumpalaikis turtas (current assets)* – *trumpalaikiai įsipareigojimai (current liabilities)*

Maža rodiklio reikšmė ar mažėjanti tendencija gali reikšti artėjantį apyvartinių lėšų stygių.

- **Ilgalaikio turto apyvartumas (*long term asset turnover*)**

$$\frac{\text{pardavimai ir paslaugos (sales)}}{\text{ilgalaikis turtas (long term assets)}}$$

kiek vienas ilgalaikio turto euras sukuria pajamų. Kuo jis didesnis, tuo aukštesnis įmonės efektyvumo lygis.

- **Turto apyvartumas (*total asset turnover*)**

$$\frac{\text{pardavimai ir paslaugos (sales)}}{\text{turtas (total assets)}}$$

kiek vienas turto euras sukuria pajamų. Kuo jis didesnis, tuo aukštesnis įmonės efektyvumo lygis.

## RINKOS VETĖS RODIKLIAI (MARKET VALUE RATIOS)

- **Kapitalizacija, EUR (*capitalization, EUR*)**

*paprastųjų akcijų skaičius (number of ordinary shares)*  $\times$  *akcijos rinkos kaina (current share price)*

Įmonės kapitalizacija (rinkos vertė) – tai suma, kurią investuotojas turėtų sumokėti, norėdamas rinkoje įsigyti įmonę konkrečiu laiko momentu. At-

sižvelgiama tik į faktinį išleistų paprastųjų akcijų skaičių sandorio (pardavimo) metu. Jei per metus įmonė išleido vieną ar kelias papildomas emisijas, kapitalizacija perskaičiuojama nuo didesnio įstatinio kapitalo registravimo dienos.

– **Pelnas akcijai, EUR (*earnings per share, EUR*):**

- o Pagrindinis pelnas akcijai
- o Išgrynintas pelnas akcijai

$$\begin{aligned} & \text{pagrindinis pelnas akcijai, EUR (net earnings per share, EUR) =} \\ & \text{grynasis pelnas (net profit) – privilegijuotųjų akcijų dividendai} \\ & \text{(preference share dividend)} \\ = & \frac{\text{vidutinis svertinis paprastųjų akcijų skaičius apyvartoje}}{\text{(weighted average ordinary shares outstanding)}} \end{aligned}$$

Nurodo grynojo pelno dalį, kuri yra akcijos savininko nuosavybė.

Skaičiuojant pagrindinį pelną akcijai, imamas įmonės grynasis pelnas per pastaruosius 12 mėnesių.

Vidutinis svertinis paprastųjų akcijų skaičius apyvartoje skaičiuojamas atsižvelgiant į mėnesių skaičių, kurį konkrečios akcijos buvo apyvartoje.

*Sumažintas pelnas akcijai, EUR (diluted earnings per share, EUR)*

Skaičiuojamas taip pat kaip ir pagrindinis pelnas, atsižvelgiant į visų per laikotarpį buvusių apyvartoje, pelną vienai akcijai mažinančių, potencialių paprastųjų akcijų įtaką.

Potencialios paprastosios akcijos yra finansinis instrumentas ar kitokia sutartis, kuri gali suteikti jos turėtojui teisę į paprastąsias akcijas. Pavyzdžiui:

- skolos arba nuosavybės instrumentai, įskaitant privilegijuotąsias akcijas, kurios gali būti konvertuotos į paprastąsias akcijas;
- akcijų garantijos arba pasirinkimo sandoriai.

– **Kainos ir pelno akcijai santykis (*Price – earnings ratio, P/E*)**

$$\frac{\text{akcijos rinkos kaina (current share price)}}{\text{pelnas akcijai (earnings per share)}}$$

Atspindi, kiek investuotojas moka už vieną įmonės pelno eurą. Pagal jį galima palyginti dvi ar daugiau įmonių, nes jis nustato akcijos rinkos kainos ir jai tenkančio pelno dalies ryšį. Paprastai investuotojas moka didesnę kainą už

akcijas tokios įmonės, kurios pelnas turi tendenciją didėti. P/E rodiklis yra vertingesnis lyginant kelias tos pačios šakos įmones.

Atskirai ūkio šakai ar visai rinkai gali būti skaičiuojamas vidutinis P/E. Vidutinis P/E skaičiuojamas kaip suminės įmonių kapitalizacijos ir pastarųjų keturių ketvirčių suminio šioms įmonių emisijoms tenkančio grynojo pelno santykis. Nuostolingai dirbančių įmonių finansinis laikotarpio rezultatas į skaičiavimą neįtraukiamas.

$$P/E = \frac{\sum_{i=1}^n C_i}{\sum_{i=1}^n P_i}$$

kur:  $C_i$  – emisijos kapitalizacija;  $P_i$  – emisijai tenkantis grynasis pelnas;  $N$  – skaičius įmonių, kurioms skaičiuojamas vidutinis P/E.

Siekiant įvertinti įmonės plėtros perspektyvas ir akcijos kainos tendencijas rinkoje, galima skaičiuoti prognozuojamą P/E rodiklį. Šiuo atveju, skaičiuojant pelną akcijai, imamas įmonės prognozuojamas ateinančio laikotarpio pelnas.

– **Akcijos buhalterinė vertė, EUR (*Book value per share, BV, EUR*)**

*savininkų nuosavybė – privilegijuotų akcijų kapitalo dalis ir jų dividendai paprastųjų akcijų skaičius*

*shareholder's equity – preference share equity and preference share dividend number of ordinary shares*

Atspindi teorinę paprastosios akcijos vertę. Apskaičiuojant privilegijuotosioms akcijoms tenkančią kapitalo dalį, remiamasi nominaliąja privilegijuotosios akcijos verte.

– **Kainos ir buhalterinės vertės santykis (*Price - book value ratio, P/BV*)**

*akcijos rinkos kaina (current share price)*  
*akcijos buhalterinė vertė (book value per share)*

Nurodo, kiek investuotojas moka už vieną turto eurą, kurį jis teoriškai gautų likvidavus įmonę.



– **Dividendai akcijai, EUR (*Dividends per share, EUR*)**

$$\frac{\textit{dividendai (dividends) – privilegijuotųjų akcijų dividendai} \\ \textit{(preference share dividend claim)}}{\textit{paprastųjų akcijų skaičius (number of ordinary shares)}}$$

Rodo paskirstytojo pelno dalį, tenkančią vienai paprastajai akcijai.

– **Dividendinis pajamingumas (*Dividend yield*)**

$$\frac{\textit{dividendai akcijai (dividends per share)}}{\textit{akcijos rinkos kaina (current share price)}}$$

Palyginti su bankų depozitų ir Vyriausybės obligacijų palūkanomis, galima įvertinti investicijos į akcijas pelningumą, taip pat ir akcijos rinkos kainos pagrįstumą.

– **Dividendų mokėjimo rodiklis (*Dividend payout ratio*)**

$$\frac{\textit{dividendai akcijai (dividends per share)}}{\textit{pelnas akcijai (earnings per share)}}$$

Kokia įmonės pelno dalis skiriama išmokėti akcininkams dividendus.

## 2 priedas. Apyvartinių pinigų poreikio įmonėms skaičiavimas

### Pinigų apytakos ciklas (angl. *cash flow cycle*)

Pinigų Apytakos Ciklas = Debitoriai + Atsargos – Tiekėjai

Kur: debitoriai, atsargos, tiekėjai – jų apyvartumas dienomis

$$AK(\text{progn.}) = \text{Debitoriai} \times \text{Pardavimas} / 365 + \text{Atsargos} \times \text{Savikaina} / 365 - \text{Tiekėjai} \times \text{Savikaina} / 365$$

$$AK = AK(\text{prognozuojamas}) - AK(\text{turimas})$$

Kur: debitoriai, atsargos, tiekėjai – apyvartumas dienomis; AK – apyvartinis kapitalas

### Prielaidos:

- apyvartumo rodikliai – apskaičiuojami pagal pateiktą prognozuojamą balansą, pagal įmonės verslo plane pateiktus duomenis arba realūs iš esamo balanso apskaičiuojami rodikliai;
- jei didinama apyvarta, skaičiavimams naudojamas pardavimų ir savikainos padidėjimas.
- trūkumai:
  - neįvertina naujų blogų debitorių atsiradimo (apskaičiuotas poreikis mažesnis, nei įmonė pati apskaičiuoja);
  - neatėmus senų blogų debitorių – pervertinamas apyvartinio kapitalo poreikis.

### AK apskaičiavimas naujai įmonei

- Angl. *Cash burn ratio* (CBR): „dienų skaičius, kiek įmonė gali gyvuoti su turimais pinigais“

$$CBR = \text{grynieji pinigai} \times 365 / \text{pinigai, panaudoti per metus}$$

- Grynieji pinigai, reikalingi veiklą pradedančiai įmonei:

$$\text{Pinigai} = CBR \times \text{pinigai per metus} / 365$$

- CBR gali būti paskaičiuotas naudojant pinigų apytakos ciklo formulę

Pvz., maksimalus leistinas CBR = 30 dienų, pinigai, panaudoti per metus = 10 mln.

Reikalingi grynieji pinigai =  $30 \times 10 / 365 = 0,82$  mln.

### **Į ką atkreipti dėmesį suteikiant kreditą apyvartinėms lėšoms (veikiančiai įmonei):**

Prieš darant išvadas reikėtų:

- iš atsargų atimti mažai likvidžias atsargas, jei apie tokias yra informacijos;
- iš gautinų sumų atimti pradelstas daugiau kaip šešių mėnesių sumas;
- pakoreguoti ilgalaikių skolų einamųjų metų dalį (dažnai įmonės jas klaidingai apskaito);
- realūs (pakoregavus balansą) likvidumo rodikliai po kredito suteikimo turėtų būti 1,0 – 1,2;
- likvidumo rodikliai (ypač skubaus padengimo) yra momentinis dydis ir gali gerokai pasikeisti per savaitę ar mėnesį.

Likvidumo ir apyvartumo rodikliai yra susiję:

- greitas atsargų ir debitorinių skolų apyvartumas sumažina žemo likvidumo riziką (pvz., neverta labai kritiškai žiūrėti į likvidumo rodiklius, jei apyvartumas labai greitas);
- likvidumo rodikliai priklauso nuo verslo specifikos (kuo daugiau atsiskaitymų grynaisiais ar be mokėjimų atidėjimo, tuo mažesnis leistinas skubaus padengimo rodiklis);
- apyvartinių lėšų poreikis parodo, koks papildomas apyvartinių lėšų poreikis ir (ar) perteklius tik prekybai finansuoti (neįvertinus kreditų grąžinimo, neprekybinių trumpalaikių skolų);
- nuosavas apyvartinis kapitalas parodo, koks būtų apyvartinių lėšų poreikis, įvertinus visus įsipareigojimus (ir kreditų grąžinimą).

## Literatūros sąrašas

1. A Brief History of Banknotes. Bank of England. Prieiga per internetą: <<http://www.bankofengland.co.uk/banknotes/pages/about/history.aspx>>.
2. A Companion to the History of Economic Thought. Ed. by SAMULES, W. J.; BIDDLE, J. E.; DAVIS, J. B. Blackwell Publishing Ltd., 2003.
3. AB SEB. Struktūrinės investavimo priemonės. Prieiga per internetą: <<http://www.seb.lt/privatiems-klientams/taupymas-ir-investavimas/taupymas-ir-investavimas/strukturines-investavimo>>.
4. AB Swedbank. Investicinis indėlis. Prieiga per internetą: <[https://www.swedbank.lt/lt/pages/privatiems/investicinis\\_indelis](https://www.swedbank.lt/lt/pages/privatiems/investicinis_indelis)>.
5. Bankų veiklos riziką ribojantys normatyvai ir reikalavimai. Lietuvos bankas. Prieiga per internetą: <[http://www.lbank.lt/banku\\_veiklos\\_rizika\\_ribojantys\\_normatyvai\\_ir\\_reikalavimai](http://www.lbank.lt/banku_veiklos_rizika_ribojantys_normatyvai_ir_reikalavimai)>.
6. BIKAS, E.; ČEPIENĖ, I.; JASIENĖ, M. Pinigai. Kreditas. Valstybės finansai. Vilnius: Vilniaus universitetas, 2007.
7. BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. Essentials of Investments. 7<sup>th</sup> edition. Boston: McGraw-Hill, 2008.
8. CHORAFAS, D. The management of Equity Investments: Capital Markets, Equity Research, Investment Decisions and Risk Management with Case Studies, 2005.
9. ČEPINSKIS, J.; RAŠKINIS, D.; STANKEVIČIUS, A.; ŠERNIUS, A. Draudimas. Kaunas, Pasaulio lietuvių kultūros, mokslo ir švietimo centras, 1999.
10. Dėl vidaus kontrolės ir rizikos vertinimo (valdymo) organizavimo nuostatų. Lietuvos banko valdybos 2008 m. rugsėjo 25 d. nutarimas Nr. 149. Prieiga per internetą: <<http://www.infolex.lt/ta/27835>>.
11. Executive Management Development Programme: Asset-and-Liability Management (Risk Management). KPMG Fides Management Consulting, 1996.
12. GALLOPPO, G. A Comparison of pre and post Modern Portfolio Theory using Resembling. Global Journal of Business Research. Hilo, 2010 (4/1).
13. GLEN, A. The Financial Times Guide to Investing. Prentice Hall, 2004.
14. HALL, A. Your Money or Your Life. London: Coronet Books, 2003.
15. Įmonės kreditų ir įsiskolinimų valdymas – tikroji įmonės vadovybės atsakomybė. Executive Education. Vilnius: Baltic Management Institute, 2005.
16. Insurance. 3<sup>rd</sup> edition. Chartered Insurance Institute of Bankers. London, Bankers Books Limited, 1996.

17. Investicijų valdymas: konsultacijos vadovui. Vilnius: Verslo žinios, 2007.
18. JUREVIČIENĖ, D. Asmeninių finansų pagrindai. Vilnius: Technika. 2010.
19. JUREVIČIENĖ, D. Kaip pasirinkti paskolos rūšį. Apskaitos ir mokesčių apžvalga, 1999 (10).
20. JUREVIČIENĖ, D. Kreditavimas: kn. Finansinių paslaugų vadovas. (Andriuškevičius ir kt.). Prieiga per internetą: <[http://www.lb.lt/finansiniu\\_paslaugu\\_vadovas](http://www.lb.lt/finansiniu_paslaugu_vadovas), p. 95-121>.
21. JUREVIČIENĖ, D.; SKIRCKAITĖ, D. Credit Monitoring – a Core of Credit Risk Management: Theory and Experience. Trends Economics and Management = Trendy ekonomiky a managementu / Brno University of Technology. Faculty of Business and Management. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2011 (5/8).
22. KANCEREVYČIUS, G. Finansai ir investicijos. III atnaujintas leidimas. Kaunas: Smaltijos leidykla, 2009.
23. Lietuvos banko valdybos 2010 m. gruodžio 23 d. nutarimas Nr. 03-176 „Dėl Lietuvos banko valdybos 1995 m. gruodžio 21 d. nutarimo Nr. 125 „Dėl paskolų rizikos duomenų bazės tvarkymo taisyklių patvirtinimo“ pakeitimo“. Vilnius. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.6DD7DAFE35FA>>.
24. Lietuvos Respublikos draudimo įstatymas 2003 m. rugsėjo 18 d. Nr. IX-1737 Vilnius. *Nauja įstatymo redakcija nuo 2012 m. sausio 1 d.* Prieiga per internetą: <[http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc\\_l?p\\_id=493963&p\\_tr2=2](http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=493963&p_tr2=2)>.
25. Lietuvos Respublikos finansų ministerija. Taupymo lakštai. Prieiga per internetą: <[http://www.finmin.lt/web/finmin/vyriausybes\\_vertybiniai\\_popieriai/tl](http://www.finmin.lt/web/finmin/vyriausybes_vertybiniai_popieriai/tl)>.
26. Lietuvos Respublikos investicijų įstatymas. 1999 m. liepos 7 d. VIII-1312. Prieiga per internetą: <[http://skelbimas.EUR/istatymai/investiciju\\_istatymas.htm](http://skelbimas.EUR/istatymai/investiciju_istatymas.htm)>.
27. NSEL 30 Index. Guide to the Lithuanian Stock Market. Vilnius: IPV, 2006.
28. SAJAUSKAS, S. Pinigų kilmė ir raida. Pinigų studijos. Lietuvos bankas, 2010 (1).
29. SNIEŠKA, V.; BAUMILIENĖ, V. IR KT. Makroekonomika. KTU: Technologija, 2009.
30. *Stockholms Banco*. The Riksbank. Prieiga per internetą: <<http://www.riksbank.se/en/The-Riksbank/History/Money-and-power-the-history-of-Sveriges-Riksbank/Stockholms-Banco>>.
31. SWISHER, P.; KASTEN, G. W. Post-Modern Portfolio Theory. Journal of Financial Planning. Denver, 2005 (18/9).

# UŽRAŠAMS

# UŽRAŠAMS

# UŽRAŠAMS



## **Jurevičienė, Daiva**

Ju-181 Finansiniai sprendimai : finansinių sprendimų formos : vadovėlis / Daiva Jurevičienė ; Mykolo Romerio universitetas. – Vilnius : Registrų centras, 2015. – 208 p. : iliustr.

Bibliogr.: p. 201–202.

ISBN 978-9955-30-198-1

Vadovėlyje „Finansinių sprendimų formos“ aprašomos įvairios finansinės priemonės, skolinimosi ir finansavimo galimybės. Kiekvieno skyriaus pabaigoje studentai ras klausimų, skirtų įgytoms žinioms patikrinti.

Knygoje pateikiama medžiaga apie finansinių sprendimų formas ir jų taikymo ypatumus atliekant įvairias finansines operacijas, priimant investavimo ir skolinimosi sprendimus. Gali būti naudojama studijuojant finansinių investicijų ir asmeninių finansų valdymo, finansų rinkų, finansų sistemų, kreditavimo ir kitus su įvairiais finansiniais sprendimais susijusius dalykus.

UDK 336.7+330.56](075.8)

## **Daiva Jurevičienė**

### **FINANSINIAI SPRENDIMAI**

#### **FINANSINIŲ SPRENDIMŲ FORMOS**

Redagavo Jūratė Juknevičiūtė, maketavo Janina Kaminskaitė

Viršelio dailininkė Jūratė Juozėnienė

Parengė leidybai Algis Švedas

SL 1613. 2015-12-28. 13 salyginių spaudos lankų.

Tiražas 800 egz. Užsakymo Nr.

Išleido VĮ Registrų centro

Teisinės informacijos departamentas

Žirmūnų g. 68A, LT-09124 Vilnius

tel./faksas (8 5) 261 2806

*www.teisineliteratura.lt, leidyba@registrucentras.lt*

Spausdino STANDARTŲ SPAUSTUVĖ

S. Dariaus ir S. Girėno g. 39, LT-02189 Vilnius

Kaina sutartinė