



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

Aušra Čeporiūtė

**INVESTICINIŲ FONDŲ POVEIKIO LIETUVOS EKONOMIKAI
VERTINIMAS**

MAGISTRO DARBAS

Darbo vadovė: doc. dr. Vilda Gižienė

KAUNAS 2016

**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERTETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS**

INVESTICINIŲ FONDŲ POVEIKIO LIETUVOS EKONOMIKAI VERTINIMAS

Verslo ekonomika, 621L17001

MAGISTRO DARBAS

Darbą atliko

Aušra Čeporiūtė

2016 m. gegužės 13 d.

Vadovė

doc. dr. Vilda Gižienė

2016 m.

Recenzentė

dr. Tomas Stravinskas

2016 m.

KAUNAS 2016



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Aušra Čeporiūtė

Verslo ekonomika, 621L17001

Baigiamojo magistro darbo „Investicinių fondų poveikio Lietuvos ekonomikai vertinimas“

AKADEMINIO SAŽINGUMO DEKLARACIJA

2016

gegužės

13 d

Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Aušros Čeporiūtės** baigiamasis magistro darbas tema „Investicinių fondų poveikio Lietuvos ekonomikai vertinimas“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

Aš suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo faktui, man bus taikomos nuobaudos, remiantis Kauno technologijos universitete galiojančia tvarka.

(vardą ir pavardę įrašyti ranka)

(parašas)

Čeporiūtė Aušra. Assessment of Impact of the Investment Funds on Lithuania's Economy. Master's Final Thesis in Business Economics /Supervisor doc. dr. Vilda Gižienė. Department of Economics, the School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Social Sciences: Economics.

Key words: Assessment; Investment; Economy

Kaunas, 2016. 69 p.

SUMMARY

The purpose of the final thesis theme is to assess the impact of the investment funds on the economy of Lithuania. Investment funds are still a novelty in Lithuania, and therefore, it is essential to take over the experience of other countries, to apply it in the future, and, having gained experience, to improve the models that operate there. It is possible to distinguish the main problems in the investment funds' accumulation investment system: 1. low financial literacy of the participants, 2. sub-optimal selection of investment funds, 3. changing of funds in the wrong time.

The final thesis consists of four parts: problem analysis, theoretical solutions, research methodology, research results and conclusions. Each of these parts is divided into several subparts based on the tasks that are analysed in the paper.

The first main part of this paper is designed to assess the essence of the investment funds system and the peculiarities of its management in Lithuania, as well as to analyse the cyclical nature of the country's macro-economic changes and to determine the main performance indicators of investment funds, which have an impact on the changes of macro-economic factors.

The second part of the paper analyses the essence of the investment funds system, describes the factors which determine the performance of investment funds and the strategies of portfolio management.

The third part describes how the research, in order to confirm or deny the hypotheses regarding the interdependence between the investment funds and different macro-economic indicators in the financial market of Lithuania, applied the regression analysis using the automated statistical data processing software MS Excel and Data Analysis plug-in.

The fourth part provides the empirical research results and their interpretation, and justifies their reliability. It also provides a generalised discussion of the research results, substantiates the research limitations as well as further research directions and prospects. On the basis of the research results, the proposals to analyse the problem solutions are provided.

The final part of the paper includes conclusions and how they meet the purpose and tasks of the paper, as well as how they reflect the research results. The paper consists of 69 pages, 86 literature references, 35 pictures, and 5 tables.

TURINYS	
ĮVADAS	9
1. INVESTICINIŲ FONDŲ SISTEMOS YPATUMŲ PROBLEMOS ANALIZĖ	11
1.1. Investicinių fondų ypatumai Lietuvoje	11
1.2. Finansinės rinkos struktūros apibūdinimas	18
1.3. Investicinių fondų ypatumai Pasaulyje	21
2. INVESTICINIŲ FONDŲ SISTEMOS TEORINIAI SPRENDIMAI	26
2.1. Investavimo sprendimų priėmimo proceso sistema	26
2.2. Investicinių fondų efektyvumo vertinimas	32
2.3. Investicinių fondų pelningumo vertinimo metodai	35
3. INVESTICINIŲ FONDŲ TYRIMO METODOLOGIJA	42
4.1. Investicinių fondų analizė	46
4.2. Lietuvos kapitalo kolektyvinio investavimo sektoriaus veiklos rodiklių vertinimas	50
4.3. Ekonominių veiksnių poveikis investicinių fondų veiklai šalyje analizė	57
IŠVADOS	64
LITERATŪROS SĄRAŠAS	65

PAVEIKSLĖLIŲ SĄRAŠAS

1 pav Užsienio kolektyvinio investavimo subjekto (KIS) turto pasiskirstymas pagal platintoją.....	14
2 pav Užsienio kolektyvinio investavimo subjekto (KIS) dalyvių pasiskirstymas pagal platintoją.....	15
psl.	
3 pav Pagrindiniai veiksniai lemiantis investicinių fondų pasirinkimą.....	15
4 pav Fondų pasiskirstymas pagal šalis.....	16
5 pav Naujų dalyvių pasiskirstymas pagal pensijų kaupimo bendroves (PKB).....	17
6 pav III pakopos pensijų fondų (PF) rinkos investicijų pasiskirstymas pagal turta.....	19
7 pav III pakopos pensijų fondų (PF) rinkos investicijų pasiskirstymas.....	20
8 pav Rusijos akcijų rinkos apžvalga.....	23
9 pav Rusijos akcijų korekcija.....	23
10 pav Poveikis finansų sistemai.....	24
11 pav Infliacija Lietuvoje.....	25
12 pav Veiksnių grupės.....	26
13 pav Investavimo ciklo apibūdinimas.....	27
14 pav Strategijų schema.....	28
15 pav Investicinių fondų klasifikacija.....	29
16 pav Investicinių fondų valdymo įmonių mokesčiai.....	30
17 pav Finansinių investicijų valdymo procesas.....	33
18 pav. Investicinių fondų valdymo stilius.....	34
19 pav. Finansų rinkų subjektų veiklą veikainčių veiksnių indentifikavimas.....	42
20 pav. Užsienio kapitalo investicinių fondų Lietuvoje apžvalga.....	47
21 pav. Lietuviško kapitalo Lietuvoje veikiantys investiciniai fondai.....	47
22 pav. Lietuviško kapitalo Lietuvoje veikiančių investicinių fondų pagal investicinį fondą valdančią bendrovę.....	48
23 pav. Kapitalo rinkos dalyvių valdymo turto struktūros dinamika.....	48
24 pav. Vertybinių popierių biržos kapitalizacijos turto struktūros dinamika.....	49
25 pav. Investicinių fondų valdomo turto apžvalga 2005-2014 m.	50
26 pav. Investicinių fondų valdomo turto struktūros apžvalga 2005-2014 m.	51
27 pav. Investicinių fondų investicijų struktūros apžvalga 2005 – 2014 m.	52
28 pav. Investicinių fondų įsipareigojimų struktūros apžvalga 2005 2014 m.	52
29 pav. Investicinių fondų pajamų dinamika 2005-2014 m.	53

30 pav. Investicinių fondų realizuoto pelno iš investicijų dinamika 2005 -2014 m.	54
31 pav. Investicinių fondų realizavimo pelno iš investicijų struktūra 2005 – 2014 m	54
32 pav. Išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) 2005 – 2014 m.	55
33 pav. Išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) sandorių struktūra laikotarpio pabaigoje 2005-2014 m.	55
34 pav. Išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) likučių struktūra laikotarpio pabaigoje 2005-2014 m.	56
35 pav. Daugiakritinės hipotetinis investicinių fondų turto pokyčių prognozavimo modelis.....	66

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė Kolektyvinio investavimo subjekto (KIS) rinkos duomenys	13
2 lentelė Fondų skirstymas Lietuvoje ir JAV	18
3 lentelė Kitų rodiklių apskaičiavimo formulės ir paaiškinimai	38-39
4 lentelė Koreliacinis ryšys tarp investicinio fondo turto bei makroekonominių rodiklių pokyčių.....	58
5 lentelė Dauginės regresijos analitinės išraiškos koeficientas ($R^2=0,9987$; $Sig= 0,0000631 < 0,05$)....	59

ĮVADAS

Lietuvoje, kaip ir kitose išsivysčiusiose šalyse, atsirado poreikis investuoti. Nuolatiniai pokyčiai finansų sektoriuje ir Lietuvos integracija į gerėjančią ekonomikos sistemą, bei Lietuvos ūkis tvirtai prisitaikė prie besikeičiančios šalies ekonomikos, nuolatinai atnaujinami bendradarbiavimo santykiai su pasauliu. Tai rodo tvirtą pagerėjimą šalies ūkyje, todėl atsigaunant ekonomikai, galima manyti rinkoje vyrauja teigiamos nuotikos investavimo sektoriuje. Tokios institucijos, kaip bankai, draudimo bendrovės prisitaikiusios rinkoje padėti investuotojams kaupti lėšas, suteikti profesionalią konsultaciją. Visais finansiniais klausimais konsultuoja išmanantys specialistai - finansų investicijų fondų valdytojai.

Tik atsiradus nepriklausomybės atkūrimui Lietuvoje, jau buvo galima įsigyti pirmuosius investicinius čekius, įsigyjant įvairių bendrovių akcijų.

Tuo metu buvo didelis skirtumas tarp Lietuvos ir Vakarų šalių prekiaujamais investiciniais fondais. Lietuvoje panašūs investiciniai fondai atsirado, tik po 10 metų. Finansų rinkoje šiandien vartotojams siūloma skirtingų rūšių investavimo tendencijų. Vis daugiau investuotojų teigiamai atsižvelgia ir pasitiki investavimo bendrovėmis. Dėl besikeičiančių ekonominių sąlygų labai svarbu teisingai, su norima grąža „įdarbinti“ pinigus. Todėl šiai dienai išsivysčiusios technologijos tapo paprastas būdas įsigyti investicinių fondų, tokių, kaip vertybinių popierių. Didžiausia problema, kaip turimas lėšas teisingai panaudoti, gaunant norimą grąžą. Todėl investavimo teorines žinias geriausiai išmano šių fondų specialistai, t. y. fondų valdytojai.

Norint išplėtoti investicinių fondų plėtra, reikalingos teorinės žinios, nes tyrimas parodė ši rinka yra mažai kam žinoma. Dabartiniu laikotarpiu, kurios teikia investavimo paslaugas yra dvi įstaigos: 1) bankai; 2) draudimo bendrovės. Investicinių fondų kūrimą ir plėtrą, kapitalo prieaugį sąlygoja, ir tai parodė pasaulio, bei Lietuvos praktika. Todėl fondų ir įvairių finansų rinkų priemonių dalyvavimas rinkoje yra svarbus jų dalyvavimas sukuriant efektyvią rinką. Pagal kitų šalių praktika, turime mokintis ir taikydami kitose šalyje nagrinėtus modelius, pritaikyti juos Lietuvoje, nes mūsų šalyje investiciniai fondai, vis dar naujovė.

Galima išskirti pagrindines problemas investicinių fondų kaupimo investavimo sistemoje: kaip 1. mažas dalyvių finansinis išprusimas, 2. neoptimalus investicinių fondų pasirinkimas, 3. fondų keitimas netinkamu metu.

Paskutiniaisiais metais pastebime, kad Lietuvoje padidėjo investuojančių į investicinius fondus, bet galima teigti, kad didelis trūkumas juos įsigyjant yra menkas investuotojų išprusimas, todėl tai įtakoja fondų augimui.

Darbo objektas –investiciniai fondai.

Darbo tikslas – įvertinti Lietuvos finansų rinkoje veikiančių investicinių fondų priklausomybę bei poveikį nuo makroekonominės aplinkos veiksnių, atlikti investicinių fondų aktualumo Lietuvos finansų

rinkoje bei sukurti investicinių fondų ir makroekonomikos ryšio vertinimo modelį ir atlikti sukurto modelio empirinį taikymą.

Darbo uždaviniai:

- 1) Išanalizuoti investicinių fondų sistemos esmę ir jos valdymo ypatumus Lietuvoje.
- 2) Išnagrinėti šalies makroekonomikos pokyčių cikliškumą.
- 3) Nustatyti pirminius investicinių fondų veiksmų rodiklius, kurie daro įtaką makroekonominiams rodiklių pokyčiams.
- 4) Atlikus mokslinės literatūros ir situacijos analizę sukurti investicinių fondų vertinimo modelį, leisiantį įvertinti besikeičiančios makroekonominės aplinkos sąlygas, veikiančius investicinius fondus bei atlikti modelio empirinį taikymą.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros, straipsnių, teisės aktų reglamentuojančių investicinių fondų veikla analizė. Akcijų dalies fondų veiklos ataskaitų lyginamoji analizė ir sintezė. Struktūrinė analizė, detalizavimas, grafinio vaizdavimo metodas. Atitinkamų rodiklių skaičiavimas su Excel programa.

1. INVESTICINIŲ FONDŲ SISTEMOS YPATUMŲ PROBLEMOS ANALIZĖ

Christauskas, Stungurienė (2007) „Sprendimus priimančias asmenys visada turi įvertinti sprendimo priėmimo riziką, todėl būtina tiksliai apibrėžti ne tik sprendimus priimančio asmens veiksmus, bet atsižvelgti ir į aplinkos įtakojančius veiksnius“.

Taupymo paslauga mūsų šalyje atsirado visai neseniai, todėl atsigaunant ekonomikai Lietuvoje padidėjo susidomėjimas investiciniais fondais. Pagal Lietuvos banko skelbtus duomenis galime teigti, kad Lietuvos kolektyvinio investavimo subjektų (KIS) turtas ir dalyvių skaičius išaugo.

Barkauskienė, Snieška (2011) „Lietuvos investuotojų apklausa parodė, kad svarbiausi faktoriai renkantis investicinį fondą yra fondo pelningumas, fondo mokesčiai, fondo rizika, fondą platinanti bendrovė ir jos reputacija.“

Fondai veiklą Lietuvoje pradėjo nuo nepriklausomybės atkūrimo, kai už investicinius čekius buvo galima įsigyti įvairių bendrovių akcijų. Panašių investicinių fondų, kaip Vakarų šalyse, teko laukti daugiau nei 10 metų. Pirmasis investicinis fondas Lietuvoje atsirado 2001 m. birželio 1 d. Tai buvo investicinė kintamojo kapitalo bendrovė (IKKB) „NSEL 30 indekso fondas, kuris iki šiol yra vienintelis Lietuvoje veikiantis fondas, turintis juridinio asmens statusą.

1.1. Investicinių fondų ypatumai Lietuvoje

Charakterizuoti investicinius fondus galima į keletą savybių:

1. Investavimo politika
2. Investavimo reglamentavimas
3. Investavimo periodas

Išanalizavus investicinių fondų savybes, galima teigti, kad svarbiausia investuotojui teigia prioritetus renkantis fondus, tai fondų grąžą ir jų riziką. Investicinį fondą galima įvardinti, kaip investicinę bendrovę, kuri pardavinėja akcijas, vertybinius popierius. Surinktas lėšas diversifikuoja į tam tikrus finansinius vienetus, sudarydami investuotojui pageidaujama portfelį. Investicinio portfelio kaita dažnai priklauso nuo esamų dividendų, bei palūkanų. Investavimo bendrovės surenka gausias kolektyvines lėšas, kurias nusprendžia investuoti efektyviai, kitu atveju žmonių sudedamos mažos sumos būtų neefektyvios. Finansiniai makleriai prižiūri fondo turtą. (Kancerevyčius, 2004).

Investicinių fondų pasirinkimą nagrinėjo šie mokslininkai Nicolas, Bollen, Jeffrey. Busse (2004), kurie vadovavosi prognozavimu, kad „investicinių fondų valdytojai turi ypatingas savybes, jie dažnai įtikina investuotojus ir garantuoja būsimojus veiklos rezultatus. Investicinių fondų valdytojų žinios, įgūdžiai, turi būti profesionalūs, nes tai įtakoja portfelio pasirinkimą.“

Kaip teigia Stiglitz (1980) „tiesiogiai investuotojai susidomėję investavimu turėtų domėtis investicinių fondų vienetų kainomis, tokiu atveju investuotojai turėtų pakankamos informacijos apie

vertybinių popierių kainas todėl kita informacija nebūtų taip brangiai vertinama.“ Grossman (1980), teigia kad „valdytojai turi turėti visą informaciją, kad investuotojai jais pasitikėtų.“ Berk ir Green (2004) teoriškai įrodė, kad „fondų valdytojų žinios trumpalaikės, nes nuolat reikia tobulėti, bet kokiam sprendimui priimti reikalingos teorinės žinios.“

Christauskas, Stunguriene (2007), „praktinių įgūdžių, todėl būtina skirti dėmesio sprendimų priėmimo neapibrėžtumo sąlygomis tyrinėjimui, iš dalies taikant lošimų teorijos principus. Kiekvienas asmuo turi įvertinti sprendimo priėmimo riziką, todėl būtina tiksliai apibrėžti ne tik sprendimus priimančio asmens veiksmų motyvaciją, bet ir atsižvelgti į aplinkos veiksnio būsenų kitimą.“

Kalinauskas (2003), „pagrindiniai faktoriai lemiantys Lietuvos investicinių fondų pasirinkimą, praktikoje dažnai susiduriama, kai investuotojas renkasi fondą vien tik pagal keletą buvusių metų ar net mėnesių grąžą.“ Kalinauskas (2003) teigia, kad „rinkose dar sunku yra pritaikyti klasikinės investicijų valdymo teorijas, tinkamai valdyti įvairias rizikos rūšis ir prognozuoti investicijų pajamingumą. Situaciją galima paaiškinti investavimo patirties stoka, rinkos nelankstumu, nepakankama pačių rinkos dalyvių patirtimi ir ribotu jų finansiniu pajėgumu.“ Kalinauskas (2003).

Sąžiningumas, skaidrumas ir efektyvus valdymas - vienas iš pagrindinių finansinių priemonių užtikrinimas, suteikiant rinkos dalyviams gerų rinkos rezultatų. Lietuvoje pagrindinis valdytojų prižiūrėtojas yra Lietuvos bankas, kuris kontroliuoja teisės aktuose numatytus reglamentus. Todėl tai yra vienas iš pagrindinių keliamų tikslų kontroliuoti valdymo įmones ir užtikrinti valdomo įmonių kontrolę.

Pasak, autorių Rutkauskas, Martinkutė (2007) savo monografijoje „investicijų portfelio anatomija ir valdymas, analizuoja naujienas apie portfelio kryptis, kai „kiekvieno investicinio aktyvo efektyvumo galimybės yra traktuojamos kaip stochastinė vertė, o portfelio investicinio privalumo perspektyva analizuojamos ne pagal proporcijas ir rizikingumą, bet ir pagal kiekvienos iš galimybių teisingumą.“ Kiti lietuvių autoriai moksliniuose straipsniuose pateikia įvairių tyrimų rezultatus, susijusius su vertybiniais portfeliais. Grossman ir Stiglitz (1980) teigia, kad „investuotojai neturėtų pilnai pasitikėti teikiama informacija apie vertybinių popierių kainomis, kitaip naujos informacijos paieška nebūtų taip brangiai vertinama.“ Rinkos dalyviai turėtų pasikliauti fondų valdytojais, nes jie turi visą tinkamą informaciją. Berk ir Green, (2004) teoriškai įrodė, kad „fondų valdytojų turimos informacijos pranašumas trumpalaikis.“

Galimos dvi fondų valdytojų veiklos priežastys: 1. Remiantis investicinio portfelio pasirinkimo priežastimis, pasirinkti pelno prognozavimu 2. Gerai apsvarstyti pirkimo ir pardavimo laikotarpį esantį rinkoje.

Išnagrinėjus šių mokslininkų tyrimus galima daryti išvadą, kad investicinio portfelio pasirinkimo priežastys gali tęstis iki vienerių metų. Kiti mokslininkai kaip, Nicolas Bollen, Jeffrey Busse (2004), Chevalier ir Ellison (1999) mano, kad „investicinio fondo pasirinkimas, tai pačio investuotojo sudėtinė

dalis, kuris galėtų gauti norimą pelną, o investicinių fondų rizika būtų kuo mažesnė.“ Boguslauskas ir Pilinkus (2009) teigia, jog „egzistuoja ryšys tarp akcijų kainų ir šalies makroekonominių rodiklių, o tai turi įtakos investuotojų sprendimams.“ Geotzman ir Ibotson (1994) nuomone, „turint dviejų metų veiklos rezultatus galima prognozuoti tolimesnę fondo veiklą.“ Bivainis, Volodzkiene (2008) „strategijos lemia nevienodus investavimo rezultatus.“ (žr. 1 lent.).

KIS rūšis	KIS skaičius	Dalyvių skaičius	Turtas mln.Eur	Vidutinė KIS vertė,mln.Eur
Akcijų	11	11269	72,66	6,61
Mišrūs	6	2538	51,6	8,59
SVP	2	1295	21,09	10,54
Nekilnojamojo turto	6	182	107,08	17,85
Alternatyvaus investavimo	1	16	0,43	0,43
Privataus kapitalo	1	13	7,87	7,87
Iš viso	27	15313	260,69	9,66

1 lentelė. Kolektyvinio investavimo subjekto (KIS) rinkos duomenys (sudarytas autorės pagal Lietuvos banko duomenis (2015))

Iš 1 lentelės matyti, kad 2015 m. buvo 27 kolektyvinio investavimo subjektai (KIS). Iš jų 11 investuojama į akcijų rinkas, 6 į mišrius investicinius fondus, 6 į nekilnojamąjį turtą, 1 į alternatyvų investavimą. Šie autoriai kaip Blake ir kiti (1993), Bogle (1992), Brown ir Goetzman (1995), Brown ir kiti (1996) savo šaltiniuose teigia, kad „parodo silpną teigiamą ryšį tarp buvusio ir būsimo fondo pelningumo ateityje“, o autoriai Pilinkus, Boguslauskas (2009) mano, kad „gaunamas santykis tarp akcijų kainų ir šalies makroekonominių rodiklių, kurių pokyčiai gali daryti įtaką investuotojų sprendimams.“ Pasak Goetzman ir Ibotson (1994), tikėtina, kad „analizuojant kelių metų veiklos rezultatus galima prognozuoti tolimesnę fondo veiklą, jos pasekmes.“

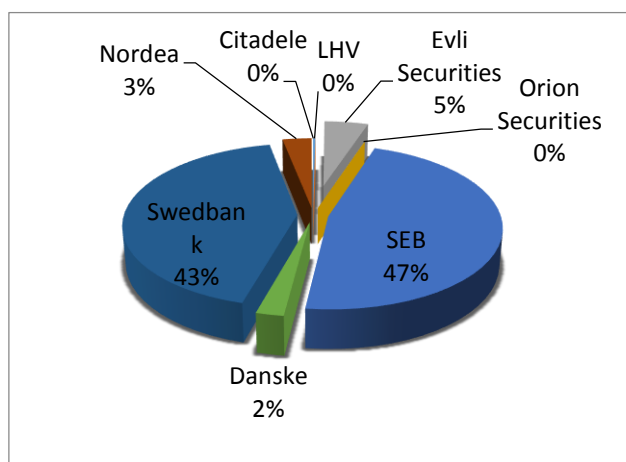
Carhart (1997), Gruber (1996), Ippolito (1992) teigia, kad „pirminis gaunamas pelnas yra svarbiausias šaltinis, kuris parodo, kokios gali būti įplaukos į investicinį fondą.“ Įprastai didelis fondo pelningumas įtakoja didesnius naujų įplaukų srautus į fondą. Pasak Capon ir kitų (1994) kurie teigia, kad „nežiūrint į tai, kad ankstesnis fondo pelnas negarantuoja būsimojo uždario, daugumai investuotojų fondo pasirinkimui labiausiai įtakoja vienas kriterijus – praeitės veiklos rezultatai.“

Kuo didesnė investicinių fondų valdoma bendrovė, tuo gali nulemia fondo pasirinkimo efektyvumą, ir galima teigti, kad tai yra vienas iš investuotojo pasirinkimo faktorių. Investuotojui labai palanku apsispręsti renkantis investavimo bendrovę, pagal kelis kriterijus:

1. Platus investicinių fondų skaičius;
2. Pagal skirtingą investavimo stilių;
3. Pagal investavimo regioną;
4. Pagal investavimo tipą;

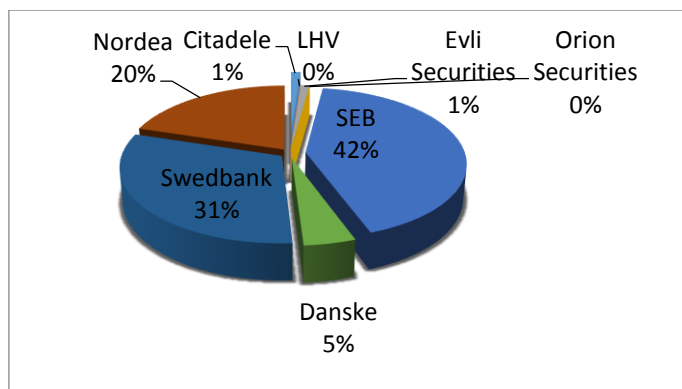
Pasak autorių, Nicolas P, Bollen, Jeffrey, Busse (2004) investuotojas didelį dėmesį skiria į fondo egzistavimo laikotarpį, manoma, kad kuo ilgesnis fondo laikotarpis, tuo jis yra patikimesnis investuotojas. Svarbiu veiksniumi renkantis investicinius fondus, vis dėl to pabrėžiame, kad yra stiprūs, profesionalūs ir savo srities žinovai, tai fondų valdytojai.

Išnagrinėjus 1 paveikslą matome, kad užsienio kolektyvinių investavimo subjektų (KIS) vienetų, vertę rinkoje vyravo dvi bendrovės: 1. Swedbank , AB išplatintų užsienio fondų vienetų vertė 2014 m. pabaigoje sudarė 143,39 mln. Eur., 2. SEB banko – 157,95 mln. Eur. Swedbank ir SEB banko bendrovės valdo beveik 90 proc. visų Lietuvoje išplatintų užsienio kolektyvinių investavimo subjektų (KIS) vienetų vertės. Rinkos užimama dalis , lyginant su kitų platintojų dalimi pagal išplatintų užsienio kolektyvinių investavimo subjektų (KIS) turto vertę svyravo nuo 0,02 iki 3,08 proc. (žr. 1 pav.).



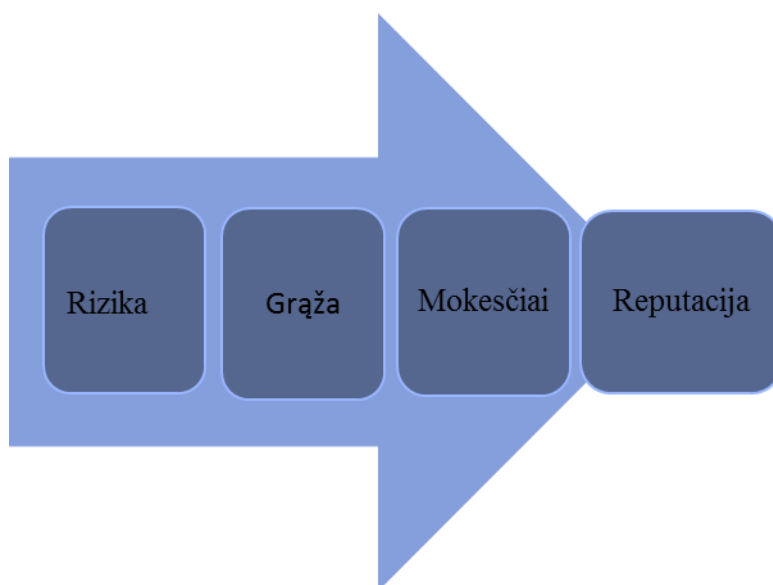
1 pav. Užsienio kolektyvinio investavimo subjekto (KIS) turto pasiskirstymas pagal platintoją proc.(sudaryta autorės pagal nagrinėtus Lietuvos banko duomenis (2015))

Pagal išplatintų platintojų dalyvių skaičių pirmutinis buvo AB SEB bankas. (žr. 3 pav.) Jo platinamuose užsienio fonduose lėšas kaupė 18,5 tūkst., „Swedbank“, AB – 13,5 tūkst., o „Nordea Bank Finland Plc“ Lietuvos skyriuje -8,8 tūkst. investuotojų.



2 pav. Užsienio kolektyvinio investavimo subjekto (KIS) dalyvių pasiskirstymas pagal platintoją proc.(sudaryta autorės pagal nagrinėtus Lietuvos banko duomenis (2015))

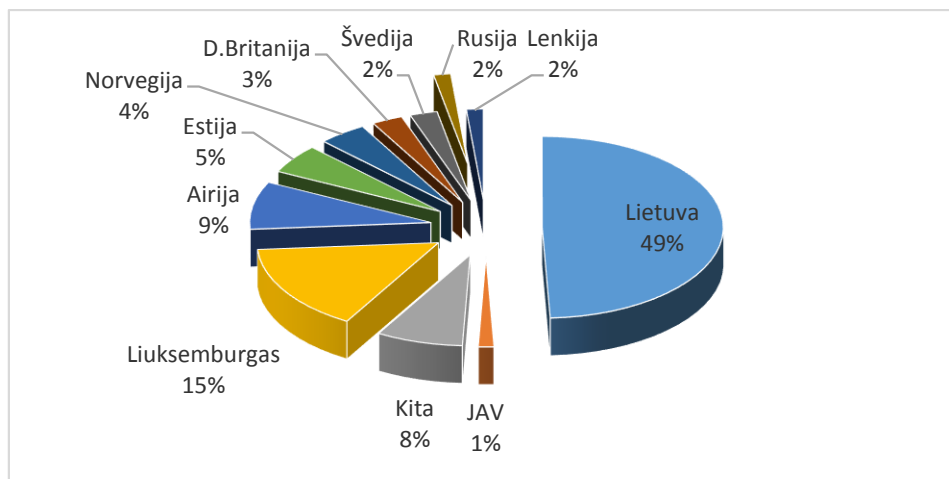
Išanalizavus investicinių fondų lemiančius lemiančius veiksnius, kurie įtakoja fondo pasirinkimą Nagrinėjant, galima teigti, kad dažna problema renkantis fondą investuotojas renkasi fondą, pagal keletą buvusių metų ar net mėnesių grąžą (pvz. tarp keleta panašių fondų investuotojai rinksis, kurio grąža didesnė).



3 pav. Pagrindiniai veiksniai lemiantys investicinių fondų pasirinkimą (sudaryta autorės pagal Brown (1999))

Remiantis mokslinę literatūra, galima teigti, kad investuotojai susirūpinę fondo rizika, daugiau analizuoja kainų svyravimai. Investuotojas yra linkęs rinktis tarp kelių fondų, atsižvelgiant į grąžos ir rizikos santykį. Didelę reikšmę investicinio fondo pasirinkimui įtakoja fondo mokesčiai. Pasirenkant fondą, investuotojas žinodamas jo aukštą pelningumą, mažiau kreipia dėmesį į mokesčius, tačiau esant vidutinei (8- 10 proc.) ar vidutinei fondo pelningumui (3-4 proc.), rinkos dalyvis koncentruojasi ir į fondo mokesčius. Kitas investuotojui svarbus pasirinkimo kriterijus – fondą platinančios bendrovės reputacija. Išanalizavus visų kolektyvinių investicijų subjektų (KIS) pasiskirstymą pagal šalis matyti,

kad beveik 50 procentų viso turto investuota Lietuvoje – 128,50 mln. Eur. Didžiausią dalį kolektyvinių investavimo subjektų (KIS) investicijų Lietuvoje sudarė skolos vertybiniai popieriai (SVP) (56,11 proc.) ir akcijos (14,07 proc.). Dauguma grynųjų pinigų resursų buvo laikoma grynaisiais pinigais (12,82 proc.), kurie buvo investuoti į Lietuvos vyriausybės vertybinius popierius (VVP 7,73 proc.). Liuksemburge ir Airijoje daugiausia investuojama į šiose šalyse įsteigtus fondus, o Estijoje - į nuosavybės vertybinius popierius (VP). Lietuvoje registruoti kolektyviniai investicijų subjektai (KIS) yra investavę Švedijoje, Didžiojoje Britanijoje, JAV, Lenkijoje, Rusijoje ir kitose šalyse. (žr. 4 pav.).



4 pav. Fondų pasiskirstymas pagal šalis proc. (sudaryta autorės pagal Lietuvos banko duomenis (2015))

Iš 4 paveikslo matyti, kad investicinių fondų valdytojai geriau kontroliuoja savo šalies investicinius fondus, nei kitose šalyse esančius investicinius fondus. Analizuojant investicinius fondus ir investuojant į Kinijos vertybinius popierius, geriau fondus kontroliuos, prižiūrės Kinijoje esantis fondo valdytojas, negu kontroliuos Lietuvos fondų valdytojas. Tai lemia, kad vietiniai valdytojai geriau pažįsta savo šalyje esančią rinką ir sugeba efektyviau ją valdyti. Ang (1998) analizuodami fondų valdytojų svarbą, atskleidžia tris fondų valdytojų savybes, kurios galėtų duoti didesnę pelną investiciniams fondams „žinios ir įgūdžiai, informacija ir pasiryžimas prisiimti riziką.“ Golec (1996) „fondų gaunamas pelnas priklauso nuo valdytojo darbo patirties, stažo.“

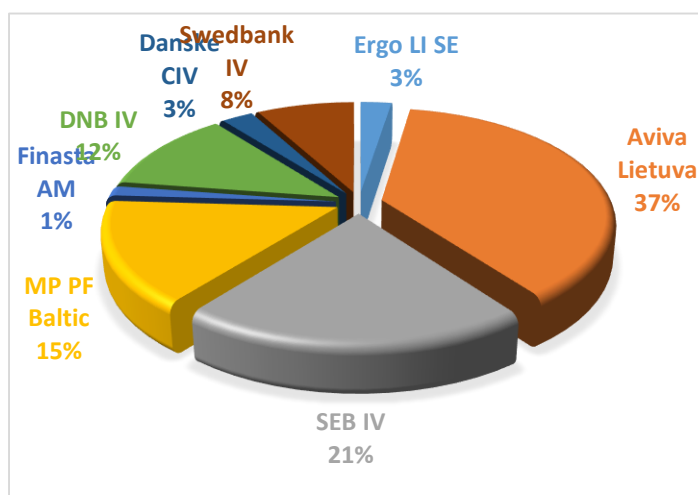
Galima teigti, kad finansinių krizių svarba nulemia, tinkamas dalyvių amžiaus parinkimas į tinkamus kontroliuojančius fondus, tokius kaip konservatyvius ar rizikingesnius fondus, kurie gali įtakoti didžiausią pelningumą.

Pagal 2008 m. Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisijos pateiktus duomenis laikoma, kad II pakopos pensijų fondų dalyviai yra pasirinkę, ne pagal savo amžių pensijų fondus. Todėl būtina kontroliuoti, prižiūrėti savo asmenines lėšas. Tai turėtų atlikti valdančios institucijos, bankai ar draudimo

bendrovės ir juose dirbantys darbuotojai, turintis finansines žinias. Todėl galima išskirti šias pagrindines problemas, išskylančias II pakopos pensijų kaupimo sistemoje:

- 1) investuotojai neturi finansinių žinių,
- 2) pasirenkami netinkami investiciniai fondai,
- 3) investicinių fondų keitimas netinkamu laikotarpiu.

2014 m. dalyvaujančių naujų dalyvių, kurie įsitraukė į pensijų kaupimo sistemą ir pasirašė pensijų kaupimo sutartis su pensijų kaupimo bendrovėmis (PKB) buvo 46 845. Savo noru atėję nauji investavimo rinkos dalyviai, jau kaupia lėšas pagal naujas sąlygas, įsigaliojusias 2014 m. sausio 1 d., ir papildomai investuoja į pensijų fondų PF dalį savo atlyginimo. Galima teigti, kad naujų asmenų, dalyvių skaičius mažėja, dėl pagrindinės priežasties, kuri lėmė tai, kad didžioji dirbančiųjų dalis jau dalyvauja II pakopos pensijų kaupimo sistemoje. 2014 m. 42,35 proc. (19 834) naujų dalyvių rinkosi akcijų PF, 39,48 proc. (18 490) – vidutinės akcijų dalies pensijų fondų PF. Galima teigti, kad toks naujų dalyvių pasirinkimas rodo, kad esant palankiai situacijai akcijų rinkose, dalyviams priimtina didesnė rizika. 2014 m. daugiausia (žr. 5 pav.) naujų dalyvių (pirmąkart pasirašiusių II pakopos pensijų kaupimo sutartis) pritraukė UAB „Swedbank investicijų valdymas“ (44,82 proc.), UAGDPB „Aviva Lietuva“ (22,36 proc.) ir UAB „SEB investicijų valdymas“ (12,57 proc.).



5 pav. Naujų dalyvių pasiskirstymas pagal pensijų kaupimo bendroves (PKB) proc. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko duomenis (2014)).

2014 m. 24 940 dalyvių pakeitė pensijų kaupimo bendrovę (PKB). Dalyviai rinkosi UAB „Swedbank investicijų valdymas“ ir UAGDPB „Aviva Lietuva“ valdomus fondus.

Apibendrinant galima teigti, kad pagrindinė priežastis – geri rizikingesnių fondų rezultatai. Per analizuojamą laikotarpį 2,78 proc. visų kaupiančiųjų II pakopos pensijų fondas (PF) (32 187 dalyvis) nusprendė pakeisti pensijų kaupimo bendrovę (PKB) arba pensijų fondą (PF). Pensijų fondą (PF) rekomenduojama rinktis atsižvelgiant į laikotarpį, likusį iki pensijos. Jaunesnio amžiaus investuotojams,

kuriems iki pensijos liko daug metų, rekomenduojama kaupti rizikingesniuose fonduose ir taip išnaudoti akcijų rinkos augimo potencialą. Kai iki pensijos lieka 7 m., patartina riziką sumažinti ir rinktis, pereiti į konservatyvų fondą, nes tokiu atveju didesnė tikimybė, sukauptos lėšos bus išsaugotos ir nebus nuvertėjimo dėl rinkos svyravimų. Išnagrinėjus mokslinę literatūrą ir Lietuvos banko duomenis, Galima paaiškinti investavimo stoką dėl rinkos nelankstumo, nepakankamas pačių rinkos dalyvių patirtis ir ribotas jų finansinis pajėgumas. Analizuojant Lietuvos investuotojo investicinio fondo pasirinkimo kriterijus, galima teigti, kad ne tik nagrinėtų valdymo įmonių aukštas statusas rinkoje, geri veiklos rezultatai, gera užimama pozicija rinkoje lemia investuotojo sprendimus. Nagrinėti duomenys parodė, kad teorijoje minėti svarbūs fondų vertinimo rodikliai (fondo grąža, rizika ir mokesčiai) yra svarbiausi kriterijai Lietuvos investuotojams, pasirenkant investicinius fondus. Išnagrinėjus II pakopos pensijų fondus galima teigti, kad būtina atidžiai vertinti visus fondus pagal įvairius kriterijus, tačiau didžiausią dėmesį verta kreipti į investavimo riziką. Įvertinus II pakopos pensijų fondus pagal pelningumo ir rizikingumo kriterijus pastebėta, kad fondų metinės investicijų grąžos skiriasi, nors fondai yra priskiriami tai pačiai valdymo strategijai. Tai galima daryti išvadą, jog apibrėžta pensijų fondo valdymo strategija neparodo, kokia bus pasiekta vidutinė metinė investicijų grąža.

1.2. Finansinės rinkos struktūros apibūdinimas

Investicinius fondus galima išskirstyti pagal portfelio struktūrą, valdymo ar investavimo strategiją, politinę situaciją regioną ir t.t. Pagal Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos ir „U.S. Securities and Exchange Commission“ internetiniuose puslapiuose pateikiamas investicinių fondų skirstymas“. 19 viešai platinamų investicinių fondų Lietuvos bankas grupuoja į 3 tipus: akcijų, obligacijų ir mišriuosius. (žr. 2 lent.).

<i>Tipai</i>	<i>JAV</i>	<i>Lietuva</i>
Akcijos	45 %	63%
Mišrūs	8%	21%
Obligacijos	47%	16%

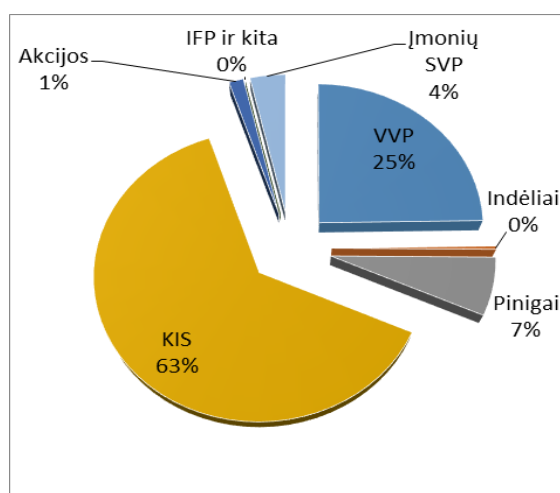
2 lentelė. Fondų skirstymas Lietuvoje ir JAV proc.(sudaryta autorės pagal nagrinėtus Lietuvos banko duomenis (2015)).

„**Obligacijų**“ – investiciniai fondai turi pakankamai žemą riziką, todėl kainų svyravimas yra žemas ar vidutinės investicinės grąžos. Į obligacijas dažniausiai investuoja, tokie investuotojai, kurie yra pakankamai konservatyvūs, jie dažniausiai nėra linkę rizikuoti, todėl matome, kad iki pensijos jiems likę labai nedaug. Iš 2 lentelės matome, kad Lietuvoje sudaro 16 proc. viso valdomo turto vertės, o

pasiziūrėjus į JAV obligacijų tipo fondus, sudaro 47 proc., matome šie investiciniai fondai yra populiariausi.

„**Akcijų**“ investiciniai fondai, tai pakankamai aukštas rizikos laipsnis, todėl galima tikėtis didžiausios grąžos, bet turintis didelius svyravimus. Todėl investuotojai investuodami į šiuos fondus turi būti pasiruošę kainų korekcijomis. Iš 2 lentelės matome, kad Lietuvoje šie investiciniai fondai sudaro didžiausią dalį, t. y 63 proc. viso valdomo turto, o palyginus su JAV, tokie fondai valdo 45proc. visų fondų turto.

„**Mišraus**“ investiciniai fondai, tai vidutinės rizikos fondas, dažniausiai diversifikuoti investiciniu portfeliu, pasižymi vidutiniu kainų svyravimu, bei vidutine – aukšta investicijų grąža. Šią investicinių fondų riziką priima tie investuotojai, kurie priima vidutinę riziką ir kurie nori siekti subalansuoto investicijų augimo. Iš 2 lentelės matome, kad Lietuvoje tokio tipo fondai sudaro 21 proc. visos fondų rinkos, o palyginus su JAV vos 8 proc. (žr.6 pav.).

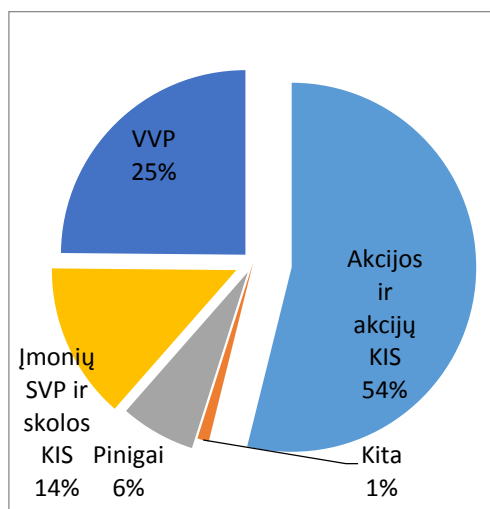


6 pav. III pakopos pensijų fondų (PF) rinkos investicijų pasiskirstymas pagal turtą proc.(sudaryta autorės, pagal nagrinėtus Lietuvos banko duomenis (2015)).

Iš 6 paveikslo matyti, kad 2014 m. gruodžio 31 d. didžiausią dalį (63,24 proc.) III pakopos pensijų fondo (PF) investicijų sudarė investicijos į kolektyvinius investavimo subjekto (KIS) vienetus, šių investicijų vertė buvo 30,09 mln. Eur. Labiausiai lėšų, investuotų į kolektyvinius investavimo subjektus (KIS), dalis buvo paskirstyta į akcijų kolektyvinius investavimo subjektus (KIS). Investicijos į juos sudarė 52,18 proc. viso III pakopos PF portfelio, arba 24,83 mln. Eur. Kita dalis teko skolos vertybinių popierių investicijas (į juos investuota 10,03 proc., arba 4,77 mln. Eur. ir kitiems kolektyviniams investavimo subjektams (KIS) į juos investuota 1,03 proc., arba 0,49 mln. Eur. Per 2014 m. į kolektyvinius investavimo subjektus (KIS) investuotas turtas padidėjo 7,32 mln. Eur. Antra pagal populiarumą investicija – vyriausybės vertybiniai popieriai (VVP). Į juos tiesiogiai investuota 24,76 proc. III pakopos pensijų fondų (PF) turto, t. y.11,78 mln. Eur. Per 2014 m. investicijos į vyriausybės vertybinius popierius (VVP) padidėjo 1,16 mln. Eur. Metų pabaigoje fondų indėliai sudarė labai mažą

turto dalį (0,38 proc.), o grynujų pinigų dalis portfeliuose per 2014 m. padidėjo nedaug ir metų pabaigoje sudarė 6,55 proc. III pakopos pensijų fondų (PF) turto, arba 3,11 mln. Eur. Į įmonių skolos vertybinius popierius (SVP) fondai investavo 3,60 proc. savo turto, o į akcijas – 1,49 proc. Rizikai drausti naudojamos išvestinės finansinės priemonės (IFP) ir kitos pozicijos (gautinos, mokėtinos sumos ar kt.) sudarė nereikšmingą fondų investicijų dalį.

Apibendrinant III pakopos pensijų fondų (PF) investicijas į kolektyvinio investavimo subjektus (KIS) priskyrus prie atitinkamų tiesioginių investicijų (akcijų kolektyvinių investavimo subjektus (KIS) – prie investicijų į akcijas, skolos vertybinių popierių kolektyvinių investavimo subjektus (KIS) – prie investicijų į įmonių skolos vertybinių popierių (SVP), kitus kolektyvinius investavimo subjektus (KIS) – prie kitų pozicijų), galima apibendrinti investicijų pasiskirstymą 2014 m. gruodžio 31 d. Didžiausią III pakopos pensijų fondų (PF) investicijų dalį, t. y. 53,68 proc., arba 25,54 mln. Eur, sudaro investicijos į akcijas ir akcijų kolektyvinio investavimo subjektus (KIS). Investicijos į vyriausybės vertybinius popierius (VVP) sudaro 24,76 proc., įmonių skolos vertybinių popierių (SVP) ir skolos vertybinių popierių kolektyvinių investavimo subjektams (KIS) teko 13,63 proc., arba 6,48 mln. Eur. Optimali dalis lėšų, investuotų į vyriausybės vertybinius popierius (VVP), buvo investuotos į Lietuvos Respublikos vyriausybės vertybinius popierius (VVP) – 59,59 proc., arba 7,02 mln. Eur. (žr.7pav.).



7 pav. III pakopos pensijų fondų (PF) rinkos investicijų pasiskirstymas proc. (sudaryta autorės, pagal nagrinėtus Lietuvos banko duomenis (2015))

Finansų rinkos pasižymi dinamiškumu, nes kapitalo srautų judėjimas labai priklauso nuo pasaulio ekonomikos pokyčių. Vienas daugiausia praėjusio amžiaus pabaigos įvykių neabejotinai buvo Sovietų sąjungos žlugimas. Atgavę nepriklausomybę ir pereidamos prie rinkos ekonomikos, naujos valstybės, kūrė ir tobulino vidaus finansų rinkas. Netrukus gerėjanti politinė ir ekonominė situacija CRE (Centrinės ir Rytų Europos) šalyse patraukė investuotojų dėmesį, o regionas tapo vienu patraukliausių. Pasak autorių Holzmann, Hinz, Dorfman (2008) III pakopos pensijų fondus jie apibrėžia, kaip „kiekvieno

investuotojo savarankiškumą.“ Išanalizavus autorių Egert (2012) jis pabrėžia, kad III pakopos pensijų fondai, yra „naudingi, nes sulaukus pensijinio amžiaus yra galimybė gauti didesnes pajamas.“

Apibendrinant galima teigti, kad papildomas savanoriškas pensijų kaupimas (III pakopa) yra papildomas ilgalaikis kaupimas pensijai. Pasak Gudaičio (2009) norint skatinti ilgalaikį kaupimą, pirmiausia reikėtų „garantuoti kokybišką mokesčių lengvatą, ir tai galėtų užtikrinti kaupimą savo asmeninėmis lėšomis.“ Autorius Roels (2009), pabrėžia, kad „pasitaiko atveju, kad įmonės savininkas siekdamas sumažinti mokesčius valstybei, ne visada parodo tikrąjį darbuotojo priklausantį atlyginimą, todėl nukenčia darbuotojas, ir ateityje bus skaičiuojama mažesnė senatvės pensija.“ Fox ir Palmer (2000) teigia, „kad piliečiai nemato būtinybės investuoti savo asmeninių lėšų, todėl jie apsiriboja I–ąją ir II–ąją pensijų pakopomis.“ Galima teigti, kad kapitalo srautų judėjimas priklauso nuo ekonomikos pokyčių, investuotojo investicinio fondo pasirinkimo kriterijus lemia, ne tik valdymo įmonių veikla, gera reputacija ir lyderio pozicija rinkoje lemia investuotojo sprendimus. Fondo grąža, rizika ir mokesčiai yra svarbiausi kriterijai Lietuvos investuotojams, pasirenkant investicinius fondus. Mažiausią įtaką fondo pasirinkimui Lietuvos investuotojui daro fondo egzistavimo laikotarpis, draugų nuomonės, ar patarimai, fondo dydis, bendrovės valdomų fondų skaičius. Problema ta, kad Lietuvoje mažėja gimstamumas, visuomenė senėja, ir vidutinė gyvenimo trukmė ilgėja. Tendencijos rodo, kad pagrįstos einamosiomis įmokomis ir einamosiomis išmokomis tarptautinėje praktikoje vadinamos pay–as–you–go (PAYG) sistema nėra stipri ateityje stabilizuoti pensijinės programos, finansinį patvarumą. Nemažą pasirengimą draudimo programai stabdo, nuolatinis apdraustųjų ir pensininkų mažėjimo santykis, dėl to pensininkams sąnaudos didėja, o gaunamos įplaukos labai greitai mažėja. Galima teigti, kad vėliau mokesčių mokėtojams išlaikyti bus per sunku.

1.3. Investicinių fondų ypatumai Pasaulyje

Investiciniai fondai yra svarbus finansų rinkos elementas, kurie pritraukia užsienio investicijas. Analizuojant investicinius fondus makroekonomikoje, svarbu analizuoti, kaip vykdoma investicinių fondų veikla ir pasaulyje.

Malaizijoje atliktas tyrimas rodo, kad trys svarbiausi faktoriai yra:

1. *Praeities rezultatai*

2. *Fondo dydis*

3. *Kaina*

Ramasamy, Yeung (2003), Shu, Yeh, Yamada (2002), pastebi, kad Taivane investuotojai dažniausiai renkasi investicinius fondus, kurie turėjo gerus rezultatus, „pagrindiniai investuotojai turintys mažai lėšų. Todėl tokie investuotojai nori investuoti į didelės apyvartos aktyviai valdomus fondus, išvengdami rizikos.“ Jungtinėse Amerikos Valstijose buvo atliktas ne vienas investuotojų

tyrimas Capon, Fitzsimons ir Weingarten (1996) savo darbuose teigia, kad yra „svarbesnių faktorių kurie nulemia finansinius rezultatus ,kaip riziką ir grąžą, kurie įtakoja investavimo sprendimams.“

Wilcox (2003) savo darbuose teigia, kad „pagrindiniai faktoriai, lemiantys retrospektyvus yra fondo mokesčiai, nes investuotojo pagrindinis tikslas - kuo didesnis pelnas.“ Pagal autorius Sirri ir Tufano (1998), Sapp ir Tiwari (2004) teigia, kad „didžiausias pinigų srautas yra nukreipiamas į aukštos rizikos turinčius fondus.“

Apibendrinant galima teigti, kad pagrindinis elementas lemiantys investicinio fondo pasirinkimą, pagal Nicolas, Bollen, Jeffrey, Busse (2004) vis dėl to yra „fondo gaunami rezultatai, bei rizikos lygis. Nemažai fondų valdytojų, turi gerus įgūdžius parduodant investicinius fondus garantuodami gerus ateities veiklos rezultatus.“ Pasak Grossman ir Stiglitz (1980), kurie teigia, kad „investuotojai neturi visiškai pasitikėti teikiama informacija, investuotojai turėtų tikėtis, kad fondų valdytojai turi visą reikalingą informaciją.“

Šie autoriai Ber ir Green (2004), teoriškai įrodė, kad „fondų valdytojų turimos informacijos pirmumas gali būti trumpalaikis.“ Investicinių portfelio valdymas, investicinės grąžos subalansavimas yra plačiai nagrinėjami mokslininkų. Pasak autorių Boddi, Merton (2003) „pritaikant subalansuojant investuotojo laukiamą pelningumą su jam priimtina rizika, pasiūlė sujungti sudaryto „optimalaus portfelio rizikingus aktyvus su nerizikingais aktyvais.“

Blank (1995) „išskiria dvi alternatyvias efektyvaus investicinio portfelio formavimo teorines koncepcijas“:

1. *Portfelio formavimas perduodant*

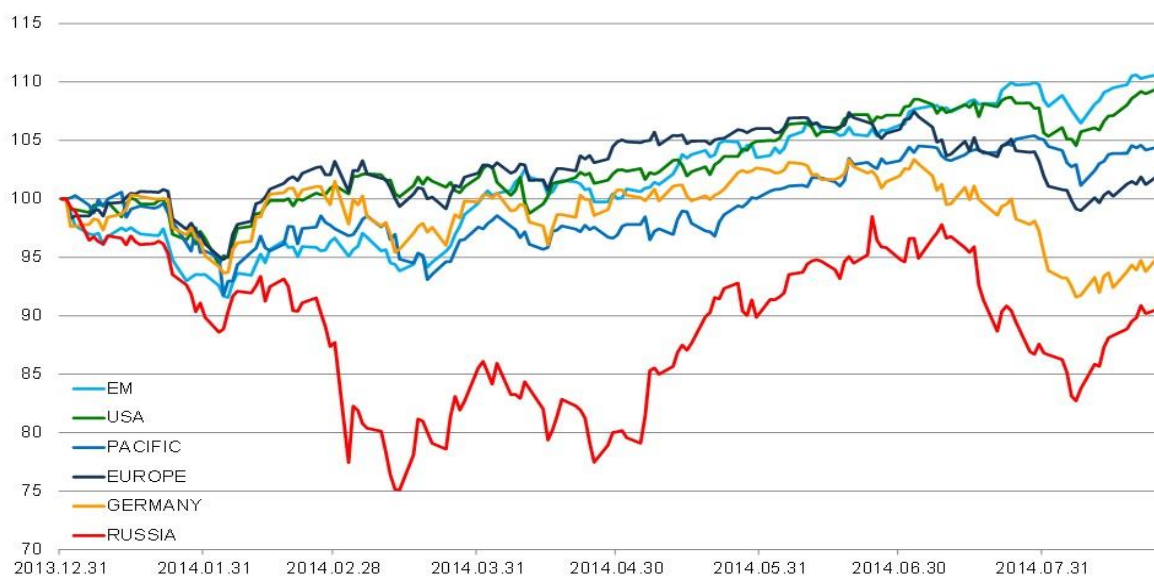
2. *Portfelio taikymas dabartyje*

„*Portfelio formavimas perduodant*- formavimas tinkamas technine ir fundamentalia analize, įtraukiant į jį pačius įvairiausias finansinius instrumentus bei juos diversifikuojant. *Portfelio taikymas dabartyje* - portfelio formavimas, pagal investuotojo priimtina riziką, bei investuotojo norimą pelningumą“.

Jensen (1998) „vertindamas abipusius fondų finansinius rezultatus, taikė metodiką, dabar vadinamą Jensen metodiką.“

Autorius Markowitz (1952) teigia kad „dabartinė portfelio teorija, kurios esmė buvo suformuoti ir kitų mokslininkų, statistinių metodiškumo pagalba optimizuojamas investicinis portfelis pagal tinkamą pelningumą ir priimtina riziką, koreliuojant skirtingas finansines priemones tarpusavy.“ Markowitz teigia, kad „statistinių metodų sudėtyje optimizuojant portfelį pagal šią teoriją, svarbūs rodikliai yra standartinis nuokrypis; kovariacija ir koreliacija, koeficientas beta ir kt.“ Analizuojant 2014 m. 7 mėnesių Rusijos akcijų rinkos pokyčius galima išskirti 2 esminius periodus: įvykius Kijeve ir Kryme, bei Malaysia Airlines lėktuvo katastrofą. Galima teigti, kad akcijų rinkų (Vokietijos akcijos koregavosi

4,3 proc.), pavyzdžiui JAV akcijos sugebėjo išsilaikyti teigiamoje teritorijoje. „Šie įvykiai buvo labiau lokalaus pobūdžio, didesnė įtampa buvo jaučiama geografiškai artimesniuose regionuose“ (žr. 8 pav.).



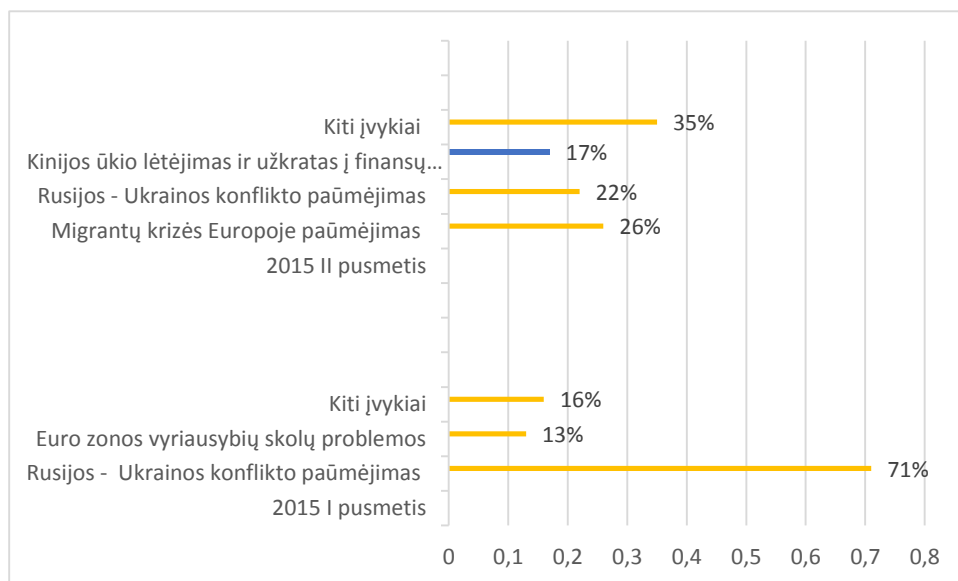
8 pav. Rusijos akcijų rinkos apžvalga (sudaryta autorės, pagal investavimo puslapį „investavimas“ (2014))

Antrasis periodas (nuo 2014 m. liepos 16 iki rugpjūčio 8 d.), dėl kurio Rusijos akcijos patyrė didžiausią korekciją (12,7 proc.). Rusijos rinkos akcijos koregavosi mažiau nei per pirmąjį periodą, tačiau visas pasaulis šį įvykį vertino kaip didelės grėsmės šaltinį. Per antrąjį periodą besivystančių rinkų akcijų krepšelis atsilaikė geriausiai (-1,9 proc.), tuo tarpu Vokietijos akcijos ir vėl patyrė didžiausius nuostolius (-9,2 proc.) (žr. 9 pav.).



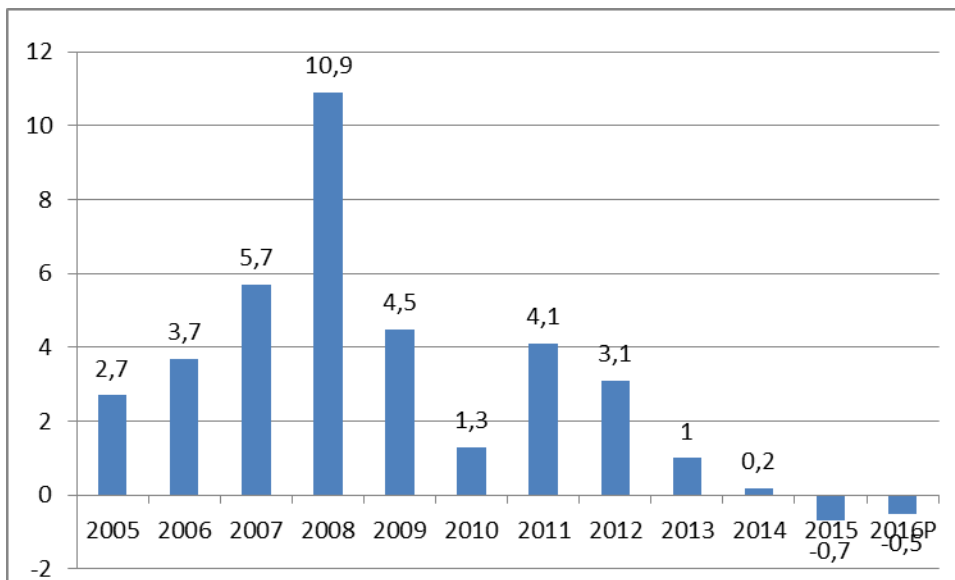
9 pav. Rusijos akcijų korekcija (sudaryta autorės, pagal investavimo puslapį „investavimas“ (2014))

2014 m. Lietuvos ūkis auga, tačiau lėtėjimą lėmė geopolitinės įtampos Europos rytuose. Lietuvos augimas 2014 m. buvo vienas sparčiausių Europos Sąjungoje (metinis realiojo BVP (bendrojo vidaus produkto) pokytis sudarė 2,9 proc., bet mažesnis, nei tikėtasi metų pradžioje (3,6 proc.). Ukraina, Rusija taikė ribojimus Lietuvai, versdama ieškoti alternatyvių, tačiau mažesnio pelningumo eksporto rinkų, tai lėmė mažesnes kainas maisto produktams, II pusmetį įtakojo ir naftos kainų kritimui. Finansų įstaigos dažniausiai vardija tris didelį poveikį finansų sistemai galinčius turėti įvykius (pvz. Europoje kylančia įtampa dėl padidėjusio migrantų srauto (26 proc.), Rusijos – Ukrainos konfliktas (71 proc.). (žr. 10 pav.).



10 pav. Poveikis finansų sistemai proc.(sudaryta autorės pagal nagrinėtus Lietuvos banko duomenis (2015)).

Lyginat 2008 m. ir 2009 m. iš pateikto 11 paveikslo matome, infliacija mažėja, todėl galima teigti kad tai įtakojo kainų kritimui, tai sudaro 62 proc. Viena iš reikšmingiausių priežasčių ekonomikos poveikiui darė PVM tarifas. Pagrindinė problema šalies ekonomikai yra panaikintas arba sumažintas PVM lengvatos tarifas. Tai matome skirtinguose sektoriuose, tokiuose, kaip farmacija, kultūra ar aptarnavimo sektorius. Iš 11 paveikslo galima matyti, kad 2011 m. Lietuvos infliacija didėjo. Padidėjusios kainos maisto pramonėje, energijos sektoriuje, tai lėmė infliacijos didėjimą. Kaip pastebime visame pasaulyje maisto kainos didėja lėčiau ir todėl kainų įtaka infliacijai yra silpna. Besikeičiančios kainos rinkoje, didesnę poveikį daro paslaugų sektoriuje, privačiame versle, todėl pastebime pokyčius grynajai infliacijai. (žr.11 pav.)



11 pav. Infliacija Lietuvoje proc. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis, (2016 m)).

Pagal nagrinėtus duomenis galima teigti, kad Lietuvos ekonomika 2015 m. auga lėčiau, lyginat su 2014 metais. Tai lėmė tarptautinė aplinka. (pvz. žemos energijos žaliavų kainos, Rusijos ir su šia valstybe ekonominiais bei finansiniais santykiais susijusių šalių ūkio aktyvumas. Augant ekonomikai, nedarbo lygis Lietuvoje toliau mažėjo.

Apibendrinat galima teigti, kad pasaulio finansų rinkose, vertybinių popierių rinka yra jautrus mechanizmas, kuris jautriai reaguoja į įvairius makroekonominis faktorius, kaip BVP monetarinę politiką, pramonės gamybos apimtis, kapitalo sąnaudas ir t.t. Kiti faktoriai, kurie darė įtaką investicinio fondo pasirinkimui, yra fondo praeities rezultatai ir rizikos lygis.

Atlikta analizė parodė, kad į investicinius fondus geriausiai investuoti įvairių šalių rinkose, nes tuo rūpinasi fondų valdytojai, stebėdami rinkas gali diversifikuoti investicinį portfelį, todėl tai žymiai sumažina riziką. Pagrindinė rizika, su kuria susiduria investuotojai yra kainų bei pajamų svyravimai, kurie tiesiogiai įtakoja investicinių vienetų vertę. Rinkoje vykstantys svyravimai, įtakoja ekonomiką, baigiasi cikliška, todėl investicinius fondus reikia rinktis investuojančius į stiprius makroekonominis pagrindus turinčias šalis. Galima daryti išvadą, kad labai mažai nagrinėjama finansų rinkų pokyčiai, keičiantis ekonominiams ciklams, jų poveikiui bei investicijų rezultatams. Todėl, finansų krizės bei ekonominio nuosmukio sąlygomis tai galima teigti, kad aktualiausia problema. Norint pasiekti investicinių fondų tvarumą spartėjančių senatvės problemą turi būti sprendžiama ir iš darbo rinkos puses užtikrinant aukštą užimtumo lygį.

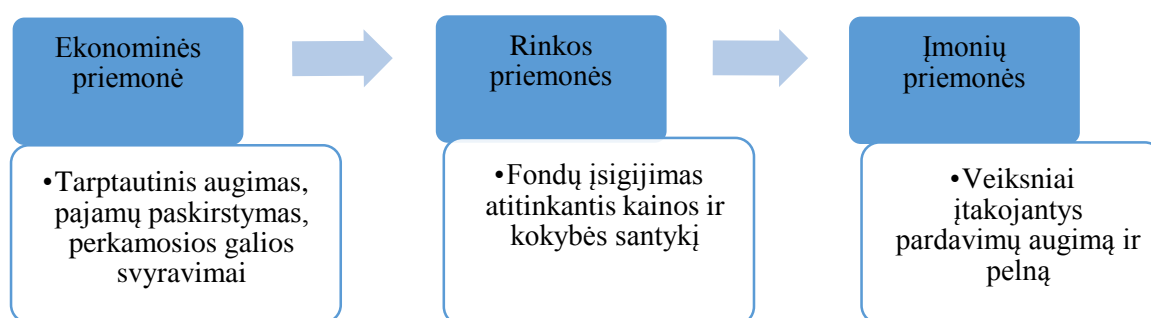
2. INVESTICINIŲ FONDŲ SISTEMOS TEORINIAI SPRENDIMAI

Šioje darbo dalyje analizuojama investicinių fondų sistemos esmė. Apibūdinama investicinių fondų proceso priėmimo esmė. Aprašoma investicinių fondų vertinimo metodai.

2.1. Investavimo sprendimų priėmimo proceso sistema

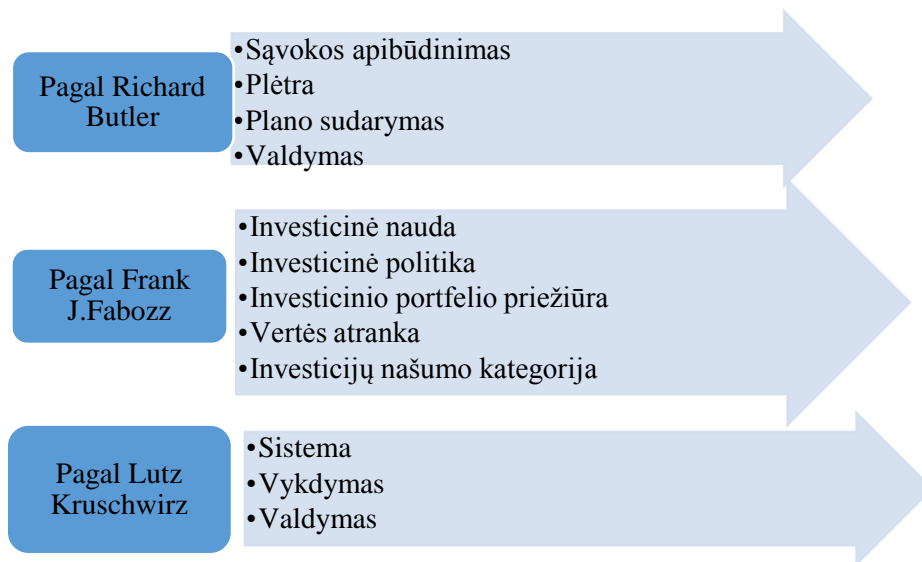
Pavadinimas investicijos yra kilusios iš lotyniško žodžio *invest*. Galima apibrėžti, kad investavimas yra tam tikros dalies pajamų sutaupymas, turimų santaupų konvertavimas į finansinius aktyvus (pvz. nekilnojamo turto įsigijimas, akcijų, obligacijų) su iškelto siekiu, kad šie aktyvai ateityje duotų finansinę naudą. Nagrinėjamuose šaltiniuose investicijų apibrėžimas platus. (Kalinauskas, 2003)

Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas pasako, jog: investicijos - laisvos lėšos, kurios ateityje duotų pelną, nes laisvos lėšos turi uždirbti pinigus, o tai padeda investavimas. Investuotojo tikslas – kuo didesnę grąžą, gaunant atgalinį ryšį, kaip švietime, kultūroje, sveikatos, ar mokslo srityse. Pagrindinė idėja gerinti verslo sąlygas, sustiprinti šeimos ūkius, kurie gauna mažas pajamas, pritraukiant didesnes užsienio investicijas, bei puoselėti ekonomikos plėtrą. XVIII amžiuje pirmieji investiciniai fondai buvo įkurti Europoje. 1928 metais Bostone Masačusetse buvo įkurtas pirmas Jungtinių Amerikos Valstijų viešai platinamas kolektyvinio investavimo subjekto fondas. Lietuvoje fondo valdymo tradicijos atsirado 2000 metų kovo mėnesį, tuo metu įkurtas pirmas investicinis fondas ir vadinosi NSEL 30 indekso fondas. Lietuvos Vyriausybės vykdoma politika yra vienas svarbiausių veiksnių galinčių turėti įtakos Lietuvos ekonominio augimo tempams ir efektyvumui. (Madura, 2008) išskiria tris veiksnių grupes (žr. 12 pav.).



12 pav. Veiksnių priemonės (sudaryta autorės, pagal nagrinėtą literatūrą Madura (2008))

Investavimo proceso dalyvių veikla ir santykiai yra vykdomi per investavimo ciklus. Galime teigti, kad tai viena iš svarbiausių investavimo proceso dalių. Nagrinėjant autorių kaip Butler ir kt., (1993), Fabozzi (2000), Kruschwitz, (2001), ciklas aiškinamas skirtingai (žr. 13 pav.).

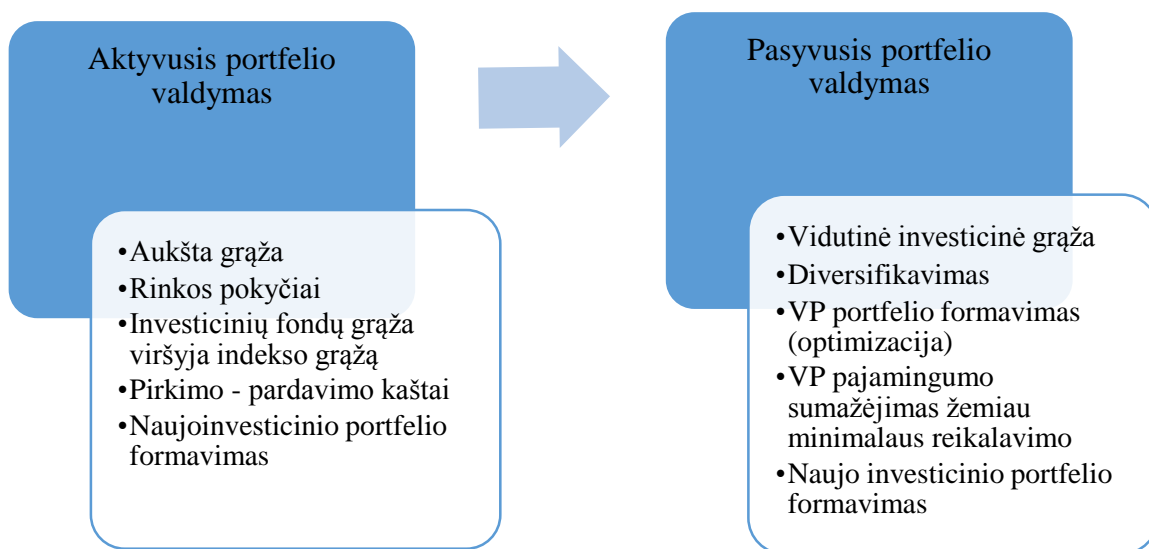


13 pav. Investavimo ciklo apibūdinimas (sudaryta autorės pagal Kalinauskas (2003))

Svarbu nustatyti ciklo grandis siekiant teisingai apibrėžti investicijų valdytojo ir turto savininko funkcijas investicijų valdymo procese. Pagal Fabozzi (2001) „investavimo ciklai yra investicinė nauda, investicinė politika, investicinio portfelio priežiūra. Investicinio fondo parinkimas teisingai ir laiku, įvertinant visas našumo kategorijas.“ Metrick ir Gompers (2008) tyrime nagrinėjo, kad „prioritetas turėtų būti skiriamas akcijoms, kurios turi pridėtinę vertę, o buvusiam laikotarpi pelnas yra mažas.“

Pagal Kancerevyčių (2009) „investuotojas užima rinkoje tam tikrą padėtį.“ Norint daugiau sumažinti riziką rinkoje būtina diversifikuoti investicinius fondus, pasiskirstant investavimo lėšas į skirtingus vertybinius popierius, limituojant turtą. Diversifikavimas - geras būdas galintis valdyti riziką ir sumažinti potencialius nuostolius. Pagrindinis spėjimas, kad investicinio turto vertė kristu priešingomis kryptimis. Kancerevyčius (2009) teigia, kad „investicinių fondų diversifikavimas atveria plačias investavimo galimybes, kadangi investicinis portfelis sudarytas iš skirtingų modelių. Todėl jis nėra toks rizikingas, nei tas kuris sudarytas iš vienos rūšies investicijų.“

Rutkauskas, Stankevičius (2006) „investicinio portfelio valdymas gali būti pasyvus ir aktyvus. Investavimo technika priklauso nuo daugelio kriterijų, tokių kaip rinkos tendencijos, rizikų vyrovimo, todėl naudojamos skirtingos investavimo strategijos.“ Todėl investicinis portfelio tikslas kuo geriau kontroliuoti investavimo riziką ir efektyviau siekti maksimalaus pelno. Sėkmingam investavimui reikalingas gebėjimas, suvokimas skiriant riziką ir pelną. (žr. 14 pav.)



14 pav. Strategijų schema (sudaryta autorės pagal nagrinėtą literatūrą Nedzveckas, Rasimavičius (2000))

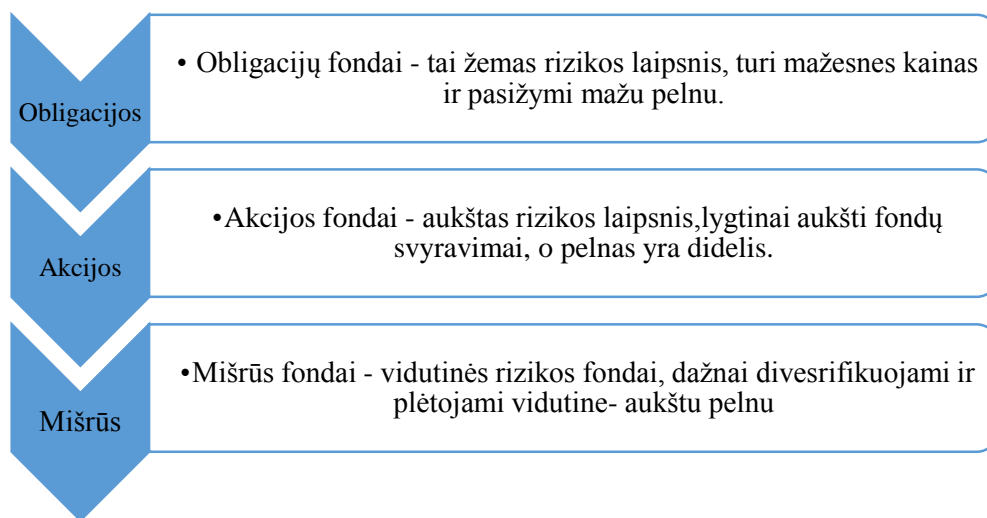
Pasyvios strategijos – galima teigti, kad pasyvios strategijos dažniausiai plėtoja vidutinę grąžą. Dažniausiai tokie investuotojai yra konservatyvūs, neturintis investavimo žinių, kaip valdyti investicinių portfelį, kad nepatirtų didelės rizikos. Investuotojas pasirinkęs pasyvią strategiją privalo stebėti savo pasirinktą investicinių fondų portfelį, kad galėtų atlikti pakeitimus. Autorius Rasimavičius, Nedzveckas (2000) pastebi, kad „investuotojas rinkdamasis investicinių vieneta, tiksliai išsirenka investavimo indeksą, pvz. akcijas, todėl investicinio portfelio pajamingumas priklauso nuo jo pasirinkimo.“

Pasirinkus investicinių portfelį, tokius kaip vertybinius popierius, korekcija atliekama retai. Dažniausiai pasirinktas investicinis vienetas yra diversifikuojamas rinkoje, todėl indeksavimo kontrolė atliekama rinkos indeksu. Toks portfelis dar vadinamas indeksiniu fondu. Pasyvios strategijos investuotojai investuoja į indeksų fondus, nes jie dažnai diversifikuojami, todėl pelnas ir rizika būna optimaliausia.

Aktyvios strategijos - galima teigti kad aktyvi strategija plėtoja didesnę rizikos laipsnį, siekdama didesnio pelningumo. Todėl investuotojai dažnai tikisi didžiausio pajamingumo lygio. Aktyvus investicinis portfelis yra mažiau diversifikuojamas. Pagal nagrinėtus šaltinius, jei investicinių portfelį sudaro vertybiniai popieriai iš prižiūrimo indekso, tuo jis yra rizikingesnis. Makroekonominiai veiksniai turi įtakos investicinių fondų rezultatų apskaičiavimui, įvertinant fondų pelną, riziką, patikimumą. Makroekonominiai veiksniai veikia investicinių fondų. Tinkamai parinktas investavimo modelis, viena iš vertybinių popierių portfelio sėkmės priežasčių. Investavimo sėkmė priklauso nuo daugelio kriterijų. Galima įvardinti, kaip gerai charakterizuota investicinių fondų veikla, pačio investuotojo turimo išsikulto tikslo. Todėl efektyvi investavimas strategija priklauso nuo aktyvumo lygio bei investicinės veiklos apimčių.

Keletą ūkio subjektų bei šalių ekonominė veikla žymia dalimi charakterizuojama vykdomų investicijų apimtimis ir formomis. Investicinės veiklos efektyvumo vertinimo tobulinimas didelę reikšmę turi griežtos rinkos priežiūros institucijos, bei glaudesnis bendradarbiavimas su finansų rinkos dalyviais. Reiklūs investuotojai, griežtėjantys įstatymai, vis kuriami sudėtingesni finansiniai produktai, nuolatinau įsijungus į kitų šalių ekonomikos procesus, tai vienas iš veiksnių lemiančių finansų rinkos kaitą.

Cristauskas, Stungurienė (2007) „asmenys, kurie priima sprendimus, visada turi įvertinti riziką, todėl būtina apibrėžti priimančio asmens veiksmų motyvaciją, bet ir atsižvelgti į aplinkos veiksnius, bei jų kitimą.“ Investavime svarbu teorinis pasirengimas, tuomet galima tikėtis teigiamų rezultatų. Žr.(15 pav.)



15 pav. Investicinių fondų klasifikacija (sudaryta autorės pagal Kanserevyčius (2008))

Iš pateikto 15 paveikslą matyti, kad „Obligacijų investiciniai fondai“ šio tipo kolektyvinio investavimo subjektai tinkamiausi konservatyviems investuotojams, kurie nelinkę rizikuoti ar kuriems iki pensijos liko nedaug. Šie fondai Lietuvoje sudaro tik 16 proc. viso valdomo turto vertės, kai tuo tarpu JAV tokio tipo fondai yra populiariausi – jų valdomas turtas sudaro 47 proc. visų fondų turto.

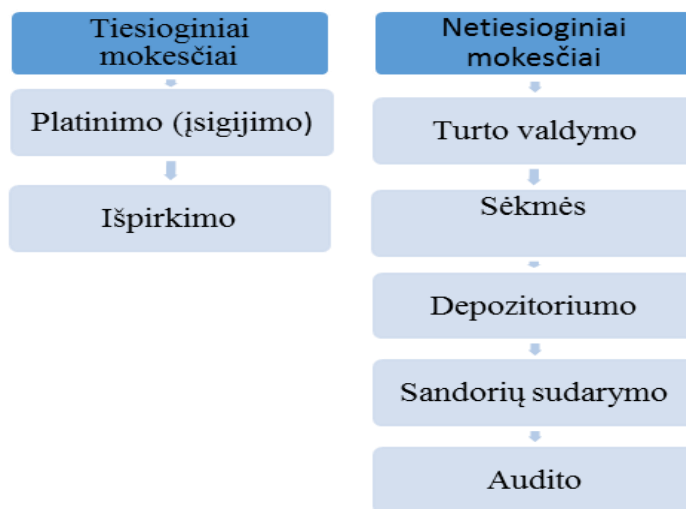
„Akcijų investiciniai fondai“ investuotojai, pasirinkę akcijų fondus, turi būti pasiruošę ženkloms kainų korekcijoms. Kas yra įdomiausia, šio tipo investiciniai fondai Lietuvoje sudaro didžiausią dalį, net 63 proc. viso valdomo turto, kai tuo tarpu JAV tokie fondai valdo 45 proc. visų fondų turto.

„Mišraus tipo investiciniai fondai“ yra tinkamiausias tiems investuotojams, kurie linkę prisiimti vidutinę riziką bei kurie siekia subalansuoto investicijų augimo. Tokio tipo fondai Lietuvoje sudaro 21 proc. visos fondų rinkos, kai tuo tarpu JAV vos 8 proc.

Rutkauskas, Stankevičius (2006). „Investicinio portfelio valdymas – tai ne tik optimalaus finansinių priemonių rinkinio sudarymas, bet ir jų stebėseną bei portfelio struktūros pakeitimas taip, kad

jis atitiktų panaudotų vienu arba kitų priemonių besiklostančią dinamiką.“ Kancerevyčius (2009) „akcijų portfelio valdymo strategijas skirsto į **pasyvias ir aktyvias** strategijas.“

Tiek politiniai, tiek ir ekonominiai veiksniai daro įtaką investiciniams fondams. Pirmasis modelis 1952 m. buvo nagrinėtas ekonomisto, kaip Harry M. Markowitz. Standartinis nuokrypis pagal M. Markowitz vienas iš svarbesnių modelių, kuriuo galima apskaičiuoti investicinių fondų pelną, apskaičiuoti koreliaciją tarp skirtingų investicinių fondų. Pagal šią metodiką galima išsirinkti tinkamiausius rodiklius optimaliam portfeliui sudaryti. Pagal šį modelį nėra optimalaus portfelio. Markowitz (1999) „efektyvumas charakterizuoja portfelius su fiksuota rizika, esant maksimaliam pelnui, arba atvirkščiai, fiksuotam pelnui, esant mažiausiai rizikai.“ Žr.(16 pav.).



16 pav. Investicinių fondų valdymo įmonių mokesčiai (sudaryta autorės pagal Gavrilova (2011))

Investuotojai, tiesiogiai sumoka platinimo - išpirkimo mokestį, tai yra vienkartinis mokestis perkant ar parduodant investicinius fondus. Netiesioginiai mokesčiai yra turto valdymo, sėkmės, depozitoriumo, sandorių sudarymo ir audito. Tokie mokesčiai padengiami iš fondo aktyvų, sąnaudos įrašomos suskaičiavus grynąją turto vertę. „vertinant investicinių fondų riziką, siūloma atsižvelgti į šiuos rodiklius“ (Balčienė, 2007):

1. Vidutinis standartinį nuokrypį;
2. Šarpo rodiklį.

Vienas iš svarbiausių investicinių fondų vertinimo rodiklių yra vidutinis standartinis nuokrypis. Tamošiūnienė, Kucko, (2003) „standartinis nuokrypis lemia, kiek fondo pelningumas buvo nukrypęs nuo vidutinio: kiek procentų daugiau ar mažiau už vidutinį savo pelningumą fondo vertė svyravo per tam tikrą laikotarpį.“ Lietuvos investiciniai fondai šį rodiklį pradėjo skelbti nuo 2008 m., įpareigoti Vertybinių popierių komisijos (toliau – VPK).

Rodiklis skaičiuojamas pagal formulę:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^t (x_t - \bar{x})}{2a}} \quad (1)$$

Čia - vidutinis standartinis nuokrypis

x_t - faktinė fondo grąža t laikotarpiu

\bar{x} - vidutinė fondo grąža;

t – laikotarpio skaičius;

Šostak (2006) „jei rizika yra didelė, esant palankiai ekonominei ir politinei situacijai investuotojai galės tikėtis ženkliai didesnės nei vidutinės (laukiamos) grąžos.“ Nagrinėjama situacija bus nepalanki, tikroji grąža gali būti žymiai mažesnė nei vidutinė (laukiama) grąža arba fondas gali patirti, net nuostolį.“

Sharpe (1966) „jei standartinis nuokrypis didesnis, vadinasi tuo didesnė rizika.“ Geriausia, kai fondo standartinis nuokrypis yra kuo žemesnis, nes tada bus mažesnė investicijų vertės svyravimo rizika. Pelningumą ir riziką sieja vadinamasis Šarpo rodiklis ir tyrimo sąlygos Šarpo rodiklis buvo išvestas JAV ekonomisto. Investuotojo prisiimtinais rizikos efektyvumo nustatymui naudojamas Šarpo rodiklis. Norint apskaičiuoti šį rodiklį reikia iš investicijos grąžos normos atimti nerizikingos grąžos normą ir gautą rezultatą padalinti iš rizikos – vidutinio standartinio nuokrypio.

Keletą veiksnių lemiančių investicinių fondų grąžą, ypatingai svarbu, profesionalių fondų valdytojų elgsena, jų priimami sprendimai, todėl Šarpo rodiklis padeda tai apskaičiuoti.

Žvirblis ir Rinkevičiūtė (2012), Stankevičienė ir Gavrilova (2012) „jei skirtingos fondų rūšys, grąžos ir pelningumo lygis, pelningumo rodikliai neparodo tikslų fondo veiklos rezultatų, todėl būtina skaičiuoti Šarpo (angl. Sharpe) rodiklius. Tai vienas iš riziką ir grąžą susiejančių rodiklių, naudojamas įvertinti, kaip efektyviai turto grąža kompensuoja investuotojo prisiimtą riziką.“

Dzikevičius (2004), Gavrilova (2011) „Šarpo rodiklis padeda nuspręsti, kas lemia investicinių fondų grąžą, – ar profesionalūs fondo valdytojų sprendimai ir strategija, ar prisiimta papildoma rizika. Svarbus aspektas, kuris pažymi rodiklio išskirtinumą, yra tai, kad portfelio grąža bus efektyvi tik tuo atveju, jei Šarpo rodiklis bus didesnis nei kitų fondų, nepaisant to, kad fondo grąža bus didesnė už kitų fondų. Taigi, Šarpo koeficientas leidžia palyginti skirtingų strategijų fondus. Norint apskaičiuoti Šarpo rodiklį, rekomenduojamas fondo investavimo laikotarpis turėtų būti ne mažesnis nei treji metai, ilguoju laikotarpiu nagrinėjamas fondo veiklos efektyvumas yra tikslesnis.“

Balčienė (2007) „Šarpo rodiklis rodo papildomos grąžos dydį, tenkantį vienam rizikos (standartinio nuokrypio) vienetui, tai yra, kaip efektyviai rizika uždirba.“

Šarpo rodiklio formulė:

$$S = \frac{R_j - R_b}{\delta} \quad (2)$$

Čia S- Šarpo rodiklis.

R_j - fondo gražos vidutinė metų norma (geriausia trejų metų);

R_b - nerizikingos investicijos gražos norma;

δ - fondo gražos vidutinės metų normos vidutinis standartinis nuokrypis

Investicija yra efektyvi, tik tada, jei fondas nėra prisiėmęs pernelyg didelės rizikos ir jo Šarpo rodiklis yra didesnis už kitų pensijų fondų Šarpo rodiklius.

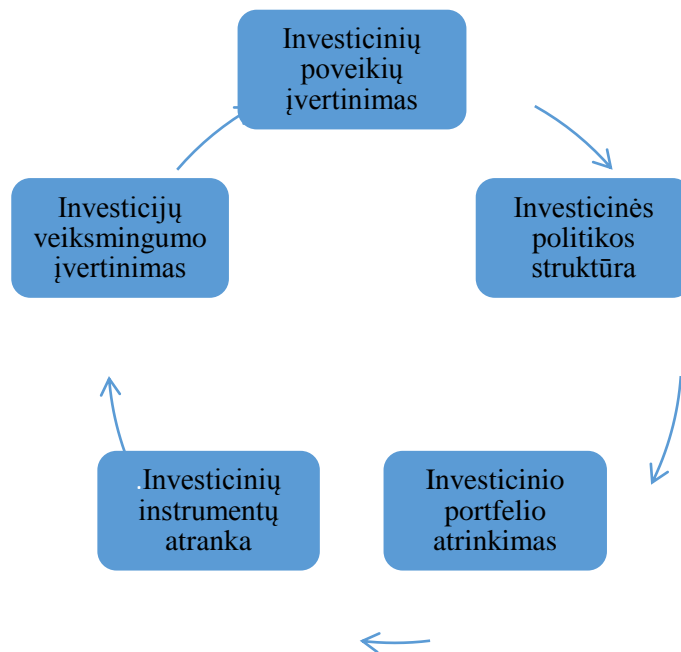
Atlikus mokslinės literatūros analizę galime teigti, kad akcijų portfelį veikia keletas išoriniai ir vidiniai aplinkos veiksniai, tai yra rizikos lygis, akcijų pajamingumas, likvidumas bei aplinkos poveikis. Svarbu išskirti, kad veiksniai, lemiantys akcijų kursus, yra pakankamai diversifikuoti. Plačiau išnagrinėjus investicinius fondus, galima teigti, kad būtina atidžiai vertinti visus fondus pagal įvairius kriterijus, tačiau didžiausią dėmesį verta kreipti į investicijos riziką. Todėl, ne visada Šarpo rodiklis turėtų būti naudojamas tinkamiausiam investiciniam fondui pasirinkti. Svarbiausia investuotojui pasirinkti fondą pagal jam priimtinos rizikos lygį, investavimo strategiją ar fondo veiklos istoriją. Tokiu atveju Šarpo rodiklis netaps pagrindiniu fondo pasirinkimo kriterijumi.

2.2. Investicinių fondų efektyvumo vertinimas

Investicinių fondų vertinimas yra svarbus ne tik kaupiantiesiems, bet ir investicinius fondus valdančioms bendrovėms. Vertinant investicinių fondų efektyvumą svarbu įvertinti kelis kriterijus, kuriais remiantis būtų galima palyginti ir įvertinti skirtingus investicinius fondus. Nagrinėjant investicinių fondų efektyvumą būtina remtis tiksliais skaičiavimais, statistika. Šiuo metu nėra atlikta daug tyrimų vertinant investicinių fondų veiklos efektyvumą ir investicijų gražą.

Fisher ir Jordan, (1983) kalbėdami apie akcijas pabrėžia, jog dėl „akcijų kainų svyravimų rinkoje reikalinga išsami analizė prieš perkant ar parduodant akcijas. Norint išsiaiškinti kaip galima nustatyti patraukliausias akcijas portfelio formavimui būtina aptarti akcijų analizės metodus.“ Norvaišienė (2004) „siekiant nustatyti tikrąją akcijų vertę, naudojamos dvi pagrindinės analizės formos: fundamentaliąji analizė ir techninė analizė. Fundamentaliąją, ypač techninę, analizę galima taikyti beveik visiems finansiniams instrumentams, bet dažniausiai jos taikomos akcijų rinkose.“

Pagal R. Norvaišienę finansinių investicijų valdymo procesą galima išskaidyti į šiuos etapus:



17 pav. Finansinių investicijų valdymo procesas (sudaryta autorės, pagal nagrinėtą literatūrą Norvaišienė (2004))

Iš 17 paveikslo matyti, kad pirmasis investicijų valdymo etapas – *investicinių poveikių įvertinimas* – priklauso nuo įmonės tipo ir jos tikslų. Aukštų pajamų užtikrinimas, investuoto kapitalo priaugio tempų užtikrinimas ilgalaikėje perspektyvoje, rizikos lygio sumažinimas, bei maksimalus mokesčių efekto užtikrinimas.

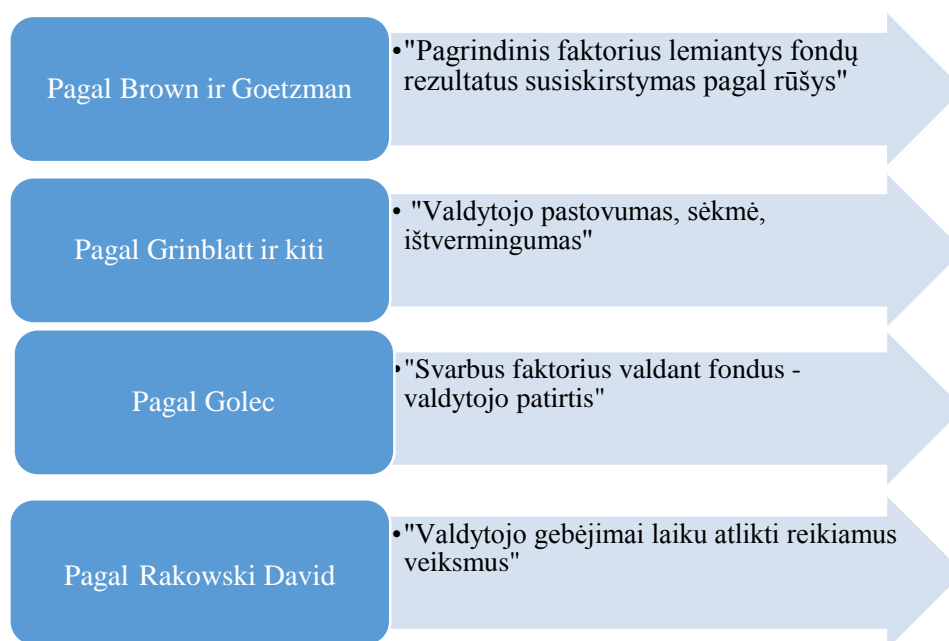
Antras investicijų valdymo proceso etapas yra *investicinės politikos struktūra*, kurios leistų įgyvendinti pasirinktus tikslus, formavimas. Investuotojas turi nuspręsti, kaip paskirstyti lėšas, kuriomis jis disponuoja, tarp pagrindinių finansinių instrumentų.

Trečias investicijų valdymo proceso etapas yra *investicinio portfelio atrinkimas*. Portfelio strategijos skirstomos į aktyviasias ir pasyviasias. Investuotojas pasirinkęs *aktyvią* strategiją investuotojas pasirenka rinkas, vertybinių popierių rūšis, ekonomikos šakas ir konkrečius vertybinius popierius, įvertindamas didesnio pelno gavimą ir rizikos sumažinimo galimybes. *Pasyviosios* portfelio strategijos reikalauja minimalios informacijos apie ateitį. Tokių strategijų pagrindas yra portfelio diversifikavimas, užtikrinantis maksimalią jo pelningumo atitiktį pasirinktam rinkos indeksui.

Investicinių instrumentų atranka, būtina pasirinkti instrumentus, kurie bus įtraukti į portfelį, ir numatyti, kokia kapitalo dalis bus investuojama į vienus ar kitus aktyvus. Pasirinkus aktyviąją strategiją, vadybininko uždavinys – ieškoti rinkoje nepakankamai įvertintų finansinių instrumentų. Todėl investuotojas stengiasi suformuoti efektyvų portfelį.

Dar vienas investicijų valdymo proceso etapas – *investicijų veiksmingumo įvertinimas*. Šiame etape apskaičiuojamas realaus portfelio pelningumas ir gautas rezultatas palyginamas su pasirinktu

baziniu rodikliu. (Norvaišienė, 2004). Pagal Elton (1993) ir Ippolito (1989) „fondai, kurie yra su žemesnėmis vykdomųjų operacijų išlaidomis, geriau atlieka savo veiklą, nei tie kurių mokesčiai yra didesni“. Nicolas Bollen ir kiti(2004) pabrėžia, kad teigiamas ryšys “tarp fondo pelningumo ir patirtų išlaidų.” Išanalizavus mokslinę literatūrą, galima teigti, kad išlaidos už operacijas yra vienas pagrindinių faktorių. Įtakančių fondo pasirinkimą egzistuoja ir daugiau faktorių. Kiti autoriai, kaip Grinblatt ir Titman ir R.Wermers (1992) pastebi, kad “valdant didelį fondą vyrauja įtampa fondo valdytojo veikloje.” Fondas yra valdomas aktyviai, keičiamos valdymo strategijos, tai gali įtakoti investicinio fondo efektyvumui, bei blogesniems rezultatams. Svarbus kriterijus yra fondo gyvavimo laikotarpis. Autoriai Nicolas, Bollen, Jeffrey, Busse (2004) teigia, kad “bendrovės valdomų fondų skaičius yra pagrindinis pasirinkimo faktorius. Kuo bendrovė daugiau valdo fondų, tuo investuotojui yra galimybė rinktis iš plataus fondų skaičiaus, pagal skirtingus investavimo stilius, regionus, tipus ir pan. Taip pat svarbus ir valdymo stilius, jeigu fondai yra platinami pagal skirtingas rūšis, pagal augimą, įplaukas, balansą.” Išanalizavus autorius, pagal valdymo stilius (žr. 18 pav.)



18 pav. Investicinių fondų valdymo stilius, (sudaryta autorės, pagal nagrinėtą literatūrą Barkauskienės, Snieška (2011))

Išnagrinėjus mokslinę literatūrą galima teigti, kad valdymo stilių autoriai apibrėžia skirtingai. Grinblatt, Titman ir Wermers (1995) “geri įgūdžiai neužtikrina sėkmingų rezultatų”. Analizuojant tyrimus matome, kad keletos metų valdytojo patirtis, negali numatyti veiklos rezultatų, ateinantiems penkeriems metams. Shukla ir Inwegen(1995) “vietiniai valdytojai geriau valdo savo šalies fondus nei užsienio fondus”. Galima teigti, kad vietiniai valdytojai geriau pažįsta savo rinką ir efektyviau ją valdo. Analizuojant fondų valdytojų svarbą. Ang (1998) “keletą fondų valdytojų bruožų: 1. Nuolatinis tobulėjimas; 2.sugebėjimas kontroliuoti; 3. Gebėjimas priimti riziką.” Golec (1996) fondų

gaunamas pelnas priklauso nuo “valdytojo įgūdžiai, nuolatiniai išbandymai įtakoja geriau spręsti apie rizikos faktorius.”

2.3. Investicinių fondų pelningumo vertinimo metodai

Investicinių fondų vertinimas yra svarbus ne tik investuotojams, bet ir investicinių fondų valdančioms bendrovėms. Nagrinėjant investicinių fondų efektyvumą būtina remtis tiksliai skaičiavimais, statistika. Elton ir Gruber (1989) „rizikingumo dažnumą galima nustatyti pagal fondų veiklos rezultatus.“ Snatini ir Aber (1991) ir Patel, Zechauser, Hendrics(1992) „fondų naudą dažnai nulemia faktoriai, kaip ankstesni veiklos rezultatai.“

Fondų reitingavimas per tam tikrą ataskaitinį laikotarpį, gali būti apskaičiuojamas nepilnu pelningumo vidurkiu:

- 1) aritmetinis pelningumo vidurkis;
- 2) svertinis laiko atžvilgiu vidurkis, dar vadinamas vidutiniu geometriniu pelningumu;
- 3) piniginis-svertinis vidurkis.

R. Norvaišienė (2004) „vidutinis aritmetinis pelningumas- nustatomas kaip paprastas nevisiško laikotarpio reitingavimas aritmetinis vidurkis: Šiam pelno nustatymui apskaičiuoti yra taikomi keli kriterijai: jei pelningumo rodiklis per dalinį laiko tarpą yra skirtingas, tai bendro pelningumo reikšmė yra nevisiškai teisingai apskaičiuota.“

R. Norvaišienė (2004) „vidutinis svertinis laiko atžvilgiu pelningumas - portfelio pradžios verčių nuosaikus prieaugis per ta tikrą laiko tarpą, todėl būtų galima teigti, kad visos vidutinės gautos pajamos reinvestuojamos į portfelio struktūrą. Šio indekso apskaičiavimą per tam tikrą laiko tarpą skaičiuojame kaip nevisiškas pelningumo geometriniu vidurkiu.“

$$t = ((1 - R_p1) \cdot (1 + R_p2) \cdot \dots \cdot (1 + R_pN)) - 1; \quad (3)$$

čia: R - vidutinis svertinis laiko atžvilgiu pelningumas.

R. Norvaišienė (2004) „lyginant skirtingus pelningumo rodiklius, galima teigti, kad paprastas vidutinis aritmetinis pelningumas ir vidutinis svertinis pelningumas per tam tikrą laikotarpį yra visiškai nevienodi. Tikėtina, kad vidutinis svertinis pelningumo rodiklio sąlyga, investuotojų investicijos yra pradinės portfelio rinkos vertės lygio. Dėl gauto pelningumo reinvestavimo, dėl verčių kintančių per laikotarpį gali būti pagrįstas vidutinio svertinio laiko atžvilgiu pelningumo rodiklis. Dažniausiai Vidutinis aritmetinis pelningumas viršija vidutinį svertinį laiko atžvilgiu pelningumą. Tam tikro laiko tarpo nelygybė yra žemesnė, negu pelningumo reikšmės.“ R. Norvaišienė (2004).

R. Norvaišienė (2004) „vidutinis piniginis svertinis pelningumas“ apskaičiuojamas kaip pelno normai apskaičiuoti, esant nevisiško laiko tarpo pinigų srautų esamoji vertė ir portfelio rinkos vertė įvertinimo laikotarpio pabaigoje lygios pradinei portfelio rinkos reikšmė. Pinigų srautai per kiekvieną

nevisišką laiko tarpą apskaičiuojami kaip einamųjų investicinių pajamų, naujų idėjų į portfelį ir išmokų iš jo bendras rezultatas.“

R. Norvaišienė (2004) „piniginis svertinis pelningumas, bus lygus svertiniam laiko atžvilgiu pelningumui, jeigu vertinimo laikotarpio metu nebus jokių įplaukų nei išlaidų, o visos pajamos bus reinvestuojamos. Vertinimo laikotarpis gali būti trumpesnis ar ilgesnis nei vieneri metai, tačiau praktiškai priimta skaičiuoti vidutinius metinius pelningumo rodiklius. Investicijų pelningumo apskaičiavimas, vertinant investicijų efektyvumą, neatsako į keletą klausimų.“ R. Norvaišienė (2004).

- investicijų kontrolės veiksmingumas, apskaičiuojant riziką, susijusią su taikoma strategija;
- koks naudota modelis pelningumo lygiui nustatyti;

Lietuvoje investuotojai renkantis fondus pabrėžia keletą elementų. Dažniausiai tai fondo pelningumas, fondo mokesčiai, fondo rizika. Vienas iš paskesnių elementų nulemiančių investuotojo apsisprendimą yra platinančios bendrovės reputacija. Capton, Fitzsimons ir Weingarten (1996) „fondo pelningumas, fondo mokesčiai, fondo rizika, fondą vengia investuoti į didelės apyvartos aktyviai valdomus fondus.“ Capton, Fitzsimons ir Weingarten (1996), Wilcox (2003) pagal atliktus tyrimus vis dauguma autorių pabrėžia, kad „labai svarbu investuotojams renkantis fondus yra praeities rezultatai, o fondų mokesčiai nesudaro prioriteto. Todėl vertinant investuotojų prioritetus, galima teigti, kad svarbiausia gauti kuo didesnę grąžą.“ Sirri, Tufano, (1998), Sapp, Tiwari, (2004) „vis dėl to investavimo paskirstytas turtas renkasi fondus su aukšta rizika.“

Guercio, Tkac, (2008) „Morningstar investavimo kompanija yra investicinių tyrimų lyderė, todėl fondų reitingavimą gali paskatinti praeities rezultatai.“ Rutkauskas, Kaleininkaitė (2004) „vidutinė portfelio pelno reikšmė konkrečiai portfelio būsenai nustatyti nėra pats tinkamiausias rodiklis“.

Rutkauskas, Kaleininkaitė, (2004) „vidutinis pelningumas – tai apibendrinta portfelio pelno galimybių būseną visoms investicijoms kartu paėmus. Siekiant klasifikuoti rizikos įvertinimą, įvertinti jos valdymo modelį, būtina pabrėžti rizikos kaip pelno nepastovumą yra daugelis metodų investicijų rizikos valdymo efektyvumui įvertinti, kaip Treynor indeksas, Šarpo indeksas.“

Atlikus mokslinės literatūros analizę parodė, kad vienas populiariausių tiek lietuvių, tiek užsienio autorių naudojamų modelių investicijų valdymo efektyvumo analizei - Markowitz modelis. Vasiliauskaitė (2004) „*Markowitz modelis* yra klasikinis finansinių instrumentų portfelio modelis. Šį modelį šeštajame dešimtmetyje pasiūlė Harry Markowitz. Markowitz buvo pirmasis, pasiūlęs „efektyvaus portfelio“ terminą. Būtent tokio portfelio ir siekia racionalūs investuotojai. Markowitz padarė keletą pagrindinių prielaidų, kad investuotojai“:

- didelė grąža, bet neprisiimama rizika;
- pagrįsti sprendimai;
- priima sprendimus, gaunant kuo didesnę grąžą.

Investuotojas visada išskiria keletą kriterijų prieš pradėdamas „įdarbinti“ savo lėšas. Todėl pabrėžia pelningumo ir rizikos funkcijas.

LR VPK V. Sejavičius (2008) Nuo 2008 m. rugsėjo 1 d. „Lietuvoje valdomiems investiciniams fondams buvo nustatyta prievolė skaičiuoti ir skelbti lyginamąjį indeksą. Indeksus skaičiuoti ir skelbti privalo tie fondai, kurie atitinka Europos Sąjungos direktyvos (UCITS direktyvos) reikalavimus. Lyginamasis indeksas neprivalomas specialiesiems fondams, t. y. tiems, kurie platinami tik Lietuvoje, taip pat nekilnojamojo turto fondams, privataus kapitalo fondams ir alternatyvaus investavimo fondams.“

Stankevičienė, Gavrilova (2012) „lyginamasis indeksas leidžia produktyviau apskaičiuoti fondų valdytojų veiklą panašios strategijos pensijų fonduose. Taip pat yra galimybė apskaičiuoti Alfa ir Beta koeficientus, parodančius tikrąją valdytojų kompetenciją, indekso sekimo paklaidą, ir lyginti jų investicinius rezultatus, tačiau vien šiuo indeksu negalima tinkamai įvertinti pensijų fondo. Nepaisant plataus lyginamųjų indeksų naudojimo, jie nėra visiškai tinkami fondų veiklai įvertinti, nes neleidžia fondų palyginti tarpusavyje“. Valdymo efektyvumą, įvertinti investavimo strategiją, visa tai galima atlikti apskaičiavus lyginamojo indekso rodikliu.

Be to skirtinguose kriterijuose apskaičiuojant investicijų valdymo efektyvumo vertinimo modelį nustatoma realūs pelningumo svyravimai. Nustatant investicinių fondų pelningumo padidėjimą sudaromi investicinių portfelių daugiafaktoriniai formavimai:

- Stebint aplinkybes rinkoje;
- Analizuojant vertybinius popierius;
- Stebint trumpalaikius koeficientus

Remiantis paminėtais metodais ir išnagrinėjus mokslinę literatūrą galima teigti, kad galima pritaikyti fondo pelningumą esant rizikos laipsniui. Išanalizavus fondų indeksus, galima daryti išvadas apie investicinių fondų veiklą. Alfa ir Beta pokyčio koeficientas yra nukreipiamas į fondo grąžą, apibendrinant galima teigti, kad apskaičiavus rizikos koeficientas yra nepalankus, lyginant skirtingus kursus. (Stankevičienė, Gavrilova, 2012).

Dažnas atvejis, kai nėra analizuojama metodinė rizika, todėl galima daryti išvadą, kad investicinis portfelis yra diversifikuotas ir galima naudoti Beta rodiklį. Skaičiavimams naudojant kitus koeficientus, tokius kaip Treynoro indeksą, atlikus skaičiavimus galimas rezultatas bus ne tikslus, tiksliausias yra Šarpo rodiklio koeficientas. Pagal nagrinėtą literatūrą galima teigti, kad geriausias koeficientas apskaičiuojant gautą rizikos pelningumą yra pelningumo standartinio nuokrypio teorija. Visi pasirinkti tikslai yra vertinami tiksliai apskaičiuojant pelningumą, renkantis absoliučiuose rizikos įvertinimuose. (Reilly, Brown, 1999).

3 lentelė. Kitų rodiklių apskaičiavimo formulės ir paaiškinimai (sudaryta autorės remiantis Lietuvos banko valdybos nutarimu (2012))

Rodiklis	Formulė	Paaiškinimas
Alfa rodiklis	$\alpha = (1 + \alpha_m)^{12} - 1,$ $\alpha_m = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta v_i - \beta \cdot (\sum_{i=1}^n \Delta I_i)}{n}$	<p>Čia: α – metinė alfa rodiklio reikšmė; α_m – mėnesio alfa rodiklio reikšmė; n – i-ųjų laikotarpių (mėnesių) skaičius; β – pensijų fondo arba kolektyvinio investavimo subjekto beta rodiklio reikšmė; Δv_i – vieneto vertės pokytis (proc.) per i-ąjį laikotarpį; ΔI_i – lyginamojo indekso reikšmės pokytis (proc.) per i-ąjį laikotarpį.</p>
Metinis standartinis nuokrypis	$\sigma_{met} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (\Delta R_i - vid(\Delta R))^2}{n-1}} \cdot \sqrt{n}$ $vid(\Delta R) = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta R_i}{n}$	<p>Čia: σ_{met} – vieneto vertės pokyčio arba lyginamojo indekso reikšmės pokyčio standartinis nuokrypis; ΔR_i – vieneto vertės arba lyginamojo indekso reikšmės pokytis per i-ąjį laikotarpį (darbo dieną); $vid(\Delta R)$ – laikotarpio vieneto vertės pokyčio arba lyginamojo indekso reikšmės pokyčio aritmetinis vidurkis; n – i-ųjų laikotarpių skaičius per periodą, kuriam skaičiuojamas standartinis nuokrypis (metus).</p>
Metinė indekso sekimo paklaida	$SP = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n ((\Delta v_i - \Delta I_i) - \bar{R})^2}{n-1}} \cdot \sqrt{n}$ $\bar{R} = \frac{\sum_{i=1}^n (\Delta v_i - \Delta I_i)}{n}$	<p>Čia: SP – (metinė) indekso sekimo paklaida; \bar{R} – i-ųjų laikotarpių (mėnesių) vieneto vertės pokyčio ir lyginamojo indekso pokyčio skirtumų aritmetinis vidurkis per periodą, kuriam skaičiuojama sekimo paklaida (metus); n – i-ųjų laikotarpių (mėnesių) skaičius per periodą, kuriam skaičiuojama sekimo paklaida (metus); Δv_i – vieneto vertės pokytis per i-ąjį laikotarpį (mėnesį); ΔI_i – lyginamojo indekso pokytis per i-ąjį laikotarpį (mėnesį).</p>

3 lentelės tęsinys kitame puslapyje

3 lentelės tęsinys

Rodiklis	Formulė	Paiškinimas
Beta rodiklis	$\beta = \frac{n \cdot \left(\sum_{i=1}^n \Delta I_i \cdot \Delta v_i \right) - \left(\sum_{i=1}^n \Delta I_i \right) \cdot \left(\sum_{i=1}^n \Delta v_i \right)}{n \cdot \sum_{i=1}^n \Delta I_i^2 - \left(\sum_{i=1}^n \Delta I_i \right)^2}$	Čia: β – beta rodiklio reikšmė; n – i-ųjų laikotarpių (mėnesių) skaičius per periodą, kuriam skaičiuojama beta (metus); Δv_i – vieneto vertės pokytis (proc.) per i-ąjį laikotarpį; ΔI_i – lyginamojo indekso reikšmės pokytis per i-ąjį laikotarpį.
Koreliacijos koeficientas	$\rho = \frac{\sum_{i=1}^n (\Delta v_i - \overline{\Delta v}) \cdot (\Delta I_i - \overline{\Delta I})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\Delta v_i - \overline{\Delta v})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (\Delta I_i - \overline{\Delta I})^2}}$ $\overline{\Delta v} = \frac{\sum_{i=1}^n \Delta v_i}{n}$	Čia: ρ – koreliacijos koeficientas tarp vieneto vertės pokyčių ir lyginamojo indekso pokyčių; Δv_i – vieneto vertės pokytis per i-ąjį laikotarpį (mėnesį); ΔI_i – lyginamojo indekso pokytis per i-ąjį laikotarpį (mėnesį); n – i-ųjų laikotarpių (mėnesių) skaičius per periodą, kuriam skaičiuojamas koreliacijos koeficientas (metus); $\overline{\Delta v}$ – laikotarpio vieneto vertės pokyčio aritmetinis vidurkis; $\overline{\Delta I}$ – laikotarpio lyginamojo indekso pokyčio aritmetinis vidurkis.

Iki XX a. investicinio portfelio rizika nebuvo tiksliai vertinama. Niekas nemokėjo atlikti matematinių veiksmų. Autorius, J.L. Treynor buvo pradininkas portfelio valdyme. Pagal J.L. Treynor atliktus tyrimus galima apskaičiuoti rizikos jungtis, portfelio efektyvumo indeksą. Dar kituose šaltiniuose pavadintas kaip pelno – nepastovumo santykis. J.L. Treynor teigia, kad portfelio efektyvumo indeksavimas, neatsižvelgiant į investuotojo pasiruošimo lygį, gali tikti visiems investuotojams.

Todėl J.L. Treynor išskiria dvi rizikos dalis:

- Rinkos pokyčiai įvertinant riziką;
- Portfelio struktūros svyravimai kainos atžvilgiu;

Ryšio tarp portfelio pelningumo per laikotarpį ir proporcingo rinkos portfelio pelningumu J.L. Treynor siūlo tipinę liniją. Analizuojant rinkos portfelio pelningumą galima skaičiavimus atlikti naudojant lyginamąjį portfelio pelningumo nepastovumą, taikant tipinės linijos tendencijas. Jeigu portfelis yra absoliučiai diversifikuotas, tai pelningumo rizika turi būti tipinės linijos intervale. Portfelio kontrolės indeksavimas, kuris galėtų tikti skirtingiems investuotojams J.L. Treynor pažymi, kad nesvarbu pirmumas dėl rizikos faktorių, deranti skirtingu portfelijų samprata. (Kancerevyčius 2004).

W.F. Sharpe teorija yra specializuota į investicinių fondų vertinimą, todėl Sharpe teorija tinka investuotojams kurių turto dalis svarbesnė finansiniam efektyvumui įvertinti (Markowitz, 1999).

Šis modelis CAMP - (angl. Capital asset pricing model) taikomas sisteminei rizikai nustatyti, ilgainiui šis modelis buvo išvystytas kaip kapitalo aktyvų modelis. Šio modelio CAMP pakeitimams įtakos turi bendrojo vidaus produkto (BVP), infliacija, palūkanų normos ir kiti lemiantys faktoriai. Valentinavičius (2010) „, CAMP modelis teoriškai paaiškina grąžos ir aktyvų kainos santykio prognozes. Šio modelio kryptys:

- investicijų grąža galima palyginus su rizika
- kainų prognozavimas, analizuojant rinkoje nesančiom akcijom

1965 m. J.L.Treynor pasirodė pirmas veiksnys. Makroekonomikos pokyčius įtakojantys veiksniai, tai riziką ir pelningumas. Todėl apibūdinama dvi reikšmės: vertybinių popierių variacija kylanti portfelio struktūroje, bei rizika kylanti rinkos variacijai. (Dzikevičius, 2004). Analizuojant visą rinką , galima pastebėti skirtumus standartinės linijos. J.L Teinor teigia, kad tokie skirtumai yra pagrįsti, todėl investuotojas vengiantis rizikos renkasi portfelio pasiskirstymą vertikaliąja linija, nes vertikalios linijos padeda investuotojui pasiekti aukštą vertikalią liniją.

Elton (1993) „, fondų valdytojų veikla neturi įtakos investicinių fondų rinkai.“ Brown (1995), Grinblatt, Titman, (1994), jie savo tyrimuose sako, kad „fondų valdytojai turi įtakos valdant fondų veiklą, bet rinkos nuspėti jie negali.“

Rinkoje vyraujantys veiksniai, tokie kaip kainų kritimas, nedarbo lygis visa tai įtakoja investicinių fondų valdomiems fondams.(Stankevičienė, Gavrilova 2012). Mokslinėje literatūroje dauguma autorių aptaria pelningumo modulį, rizikos indeksą, sprendami apie fondo valdytojo kompetenciją, bei įvertinti fondo rezultatus. Fondo valdytojas turintis puikias finansines žinias, todėl nuo jo valdymo priklauso fondų sėkme, kuris padeda investuotojui nuosavas lėšas investuoti pagal pasirinktas fondo strategijas.

Todėl fondo valdytojas turi įgyti investuotojo pasitikėjimą, dažniausiai jie yra profesionalūs finansų analitikai, kurie geba tinkamai nukreipti finansinius srautus, padėdami investuotojui gauti kuo didesnę grąžą, ar bent jau esmingai nenuvertėtų. Fondo valdytojai turi ribotas galimybes rizikai valdyti. Išanalizavus keletą metodų galima daryti išvadą, kad visi metodai yra labai panašūs, siekia to paties tikslo, kuo optimaliau būtų sudarytas portfelis. (Stankevičienė, Gavrilova,2012).

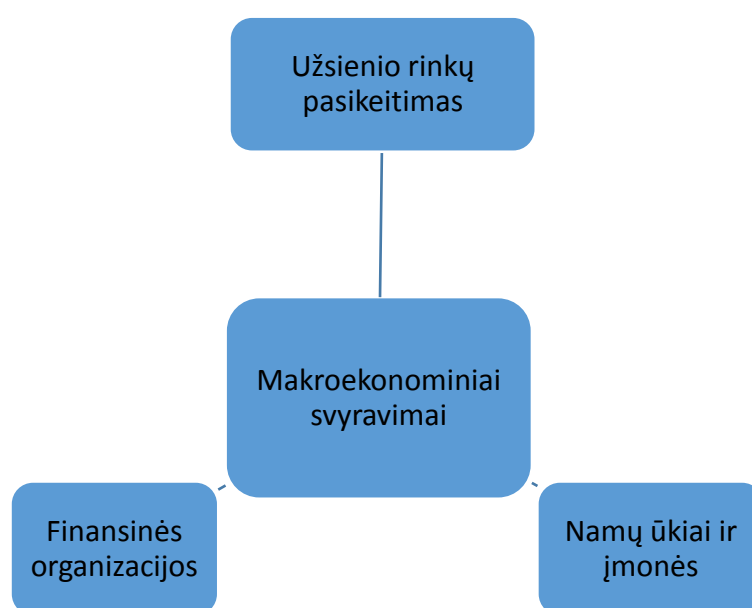
Makroekonominiai pokyčiai daro įtaką tinkamai įvertinti ir atlikti finansinius skaičiavimus tarp skirtingų investavimo vienetų gauti pelną, patikimumą ir riziką. Investicinio portfelio sėkme priklauso nuo fondo valdytojo, jo profesionalumo lygio, fondo strategijų pritaikymas tinkamu momentu. Investavime dažniausiai pasirenkamos dvi portfelio valdymo strategijos, tai yra aktyvi ir pasyvi. Galima išskirti keletą svarbesnių investavimo strategijų apibūdinimų, kad ne visada strategijos pasirinkimas priklauso nuo investuotojo patirties, sugebėjimų valdyti fondus. Tik įgijus investavimo patirties rekomenduojama rinktis aktyvią strategiją.

Atlikus mokslinės literatūros analizę, galima teigti, kad investuotojas investuodamas į investicinius fondus, išskaido riziką arba diversifikuoja savo investicijas. Tai priklauso nuo investuotojo

požiūrio į riziką ir pelningumą. Siekiant suformuoti investicinių fondų portfelį, reikia laikytis tam tikro eiliškumo, įvertinant rinką, atlikti investicinių fondų atranką, bei įvertinti investicinių fondų portfelio pelningumo rizikos laipsnį. Vertinant investicinius fondus siūloma didžiausią dėmesį kreipti į investicijų riziką. Naudojant Šarpo rodiklį yra tinkamas investicinių fondų efektyvumui įvertinti, nes leidžia palyginti skirtingos investavimo strategijos fondus tarpusavyje, atrenkant geriausius pagal grąžos ir rizikos santykį. Vertinant investicinių fondų balanso, bei pelno ir nuostolių ataskaitų straipsnius, identifikuota esminiai investicinių fondų veiklos pokyčiai šalies ekonomikai. Remiantis atlikta analize yra suformuluojamos hipotezės dėl ekonominių veiksnių galimo poveikio investicinių fondų veiklos rodiklių pokyčiams. Atlikta įvairių investicinių fondų veiklos perspektyvinių situacijų modeliavimas.

3. INVESTICINIŲ FONDŲ TYRIMO METODOLOGIJA

Siekiant palyginti investicinių fondų efektyvumą, šiame skyriuje atliekamas kokybinis tyrimas, kurio metu, plačiau nagrinėjami Lietuvoje veikiantys investiciniai fondai. Šiandieninė finansų sistema apibūdinama novatoriškumu, siekianti integruotis į rinką, kaip sistemų tobulinimu ir finansų sistemos struktūros sudėtingumu. Todėl galima operatyviau perskirstyti finansinius išteklius ir valdyti kylančias rizikas, kurios didina finansų sistemos operatyvumą sisteminiams nuosmukiams mažėjimui. Finansų rinkų veikiantys veiksniai (žr.19 pav.). Finansų sistemos krizės lėtina mokėjimų sistemų veiklą, mažina įmonių galimybes finansuoti investicinius projektus ir gali sukelti nepasitikėjimą finansų institucijoms.



19 pav. Finansų rinkų subjektų veiklą veikiančių veiksnių identifikavimas (sudaryta autorės, pagal naudotą literatūrą(2016 m.))

Kitų šalių patirtis parodė, kad problemų esančių finansiniame segmente gali atsirasti staiga ir netikėtai, įtakojantys makroekonominis veiksniai. Krizės vyrimas daro didelę įtaką bankų, bei kitų finansinių institucijų priklausomybės svarbai. Norint laiku sustabdyti krizės kilmės priežastis, būtina laiku nustatyti priežastis ir jas išanalizuoti. Todėl nuolat yra tobulinamos finansų sistemos analizavimo metodai. Remiantis tuo, galima teigti, kad vienas iš kompleksinių veiksnių, turintis poveikį investicinių fondų veiklos – tai ekonominė šalies situacija. Išnagrinėjus, kaip ekonominiai veiksniai veikia investicinių fondų veiklos pokyčius, pirmiausia atliekama rinkoje veikiančių investicinių fondų apžvalga. Įvertinamas užsienio kapitalo fondų ir nacionalinio kapitalo investicinių fondų santykį finansų rinkose, galima nustatyti kapitalo struktūros rinkos pokyčius. Analizuojant nacionalinio kapitalo investicinių fondų balanso, bei pelno ir nuostolių ataskaitų straipsnius, galima identifikuoti esminius

investicinių fondų veiklos pokyčius šalies ekonomikos cikle. Remiantis atlikta analize yra suformuluojamos hipotezės dėl ekonominių veiksnių galimo poveikio investicinių fondų veiklos rodiklių pokyčiams, sąlygojantiems nuostolingų sandorių skaičiaus teigiamą dinamiką, grynųjų aktyvų sumažėjimui. Išanalizavus hipotetinių veiksnių poveikio įvertinimas porinės regresijos metodu. Atliekama įvairių investicinių fondų veiklos perspektyvinių situacijų modeliavimas, pagrįstas daugiakriterinės analizės principais ir dauginės tiesinės regresijos modelio pritaikymu. Tyrimo metu, siekiant patvirtinti ar paneigti iškeltas hipotezes apie investicinių fondų ir skirtingų makroekonominių veiksnių Lietuvos finansų rinkoje priklausomybę, buvo naudojama regresinė analizė panaudojant kompiuterinę statistinių duomenų apdorojimo programa MS Excel ir Data Analsysi programinį įskiepį. Koreliacinis regresinis vertinimas gali būti naudojamas pagal statistinius makroekonominius duomenis ir taikomus išvestinius rodiklius, o sukaupto investicinių fondų Lietuvoje turto dydis paimamas iš investicinių fondų ataskaitų, skelbiamų Lietuvos banko statistikos duomenų bazėje. Sudarant porinės ir dauginės regresijos analitines išraiškas, kaip rodo preliminarūs skaičiavimai, akcijų, obligacijų, mišrių investicinių fondų atveju, reikšmingą koreliacijos koeficientą (0,8–0,9) gali turėti keli esminiai elementai (svarbius duomenis ir jų prognozes skelbia Lietuvos bankas, Lietuvos Respublikos finansų ministerija bei Lietuvos komerciniai bankai): bendrasis vidaus produktas; vidutinis metinis užimtųjų skaičius; vidutinis mėnesinis darbo užmokestis; perkamosios galios indeksas. Šio tyrimo metu buvo nagrinėjama tiesinė Lietuvos kapitalo investicinių fondų turto priklausomybė nuo makroekonominių veiksnių. Tiesinė regresijos lygtis užrašoma šia išraiška:

$$y = a + bx \quad (4)$$

čia:

- x yra nepriklausomas kintamasis, kaip šiuo atveju, pasirinktas nagrinėti makroekonominis veiksnys,
- y – priklausomas kintamasis, šiuo atveju tai yra kredito rizika Lietuvos bankų sistemoje.
- parametras b, dar vadinamas regresijos koeficientu, kuris bendru atveju turi aiškią ekonominę prasmę ir parodo vidutinį rezultato kitimą nepriklausomam kintamajam pakitus vienu vienetu – šio tyrimo atveju jo dydis leidžia įvertinti, kiek pakinta investicinio fondo valdomo turto reikšmė, jei atitinkamas nagrinėjamas makroekonominis veiksnys pasikeičia vienu vienetu.

Sudarytas tiesinis regresijos modelis visada papildomas priklausomybės ryšio stiprumo rodikliu, vadinamu poriniu koreliacijos koeficientu (r_{xy}), kurio kitimo ribos yra tarp -1 ir 1 bei priklauso nuo parametro b turimo ženklo:

- jeigu $b > 0$, tai porinio koreliacijos koeficiento kitimo ribos yra intervale [0; 1];
- jeigu $b < 0$, tai porinio koreliacijos koeficiento kitimo ribos atsiduria intervale [-1; 0].

Tvirtą patikimumą tarp analizuojamų ekonominių dydžių bei tikslus modelio rezultatus atskleidžia porinis koreliacijos koeficientas, artimesnis -1 arba 1, priklausomai nuo jau minėto parametro b ženklo. Porinio koreliacijos koeficiento kvadratas, dar vadinamas determinacijos koeficientu, atskleidžia sudarytos tiesinės regresijos lygties kokybę bei paaiškina tą regresijos dalį (šiuo atveju investicinių fondų rizikos dalį), kuri gali būti paaiškinama įtrauktą į modelį, šiuo atveju, makroekonominių veiksnių įtaka. Arčiau 1 esantis determinacijos koeficientas pabrėžią aukštesnę sudaryto modelio kokybę, šio kitimo riboms esant intervale [0; 1]. Taip pat pasinaudojant koreliacijos koeficiento reikšmėmis hipotezės yra tvirtinamos, jeigu koreliacijos koeficientas demonstruoja stiprią tiesinę priklausomybę ir yra statistiškai reikšmingas.

Sudaryto modelio, tiek ir pagrindinių parametru reikšmingumui nustatyti yra naudojamas statistinio reikšmingumo koeficientas. Tyrimo metu pasinaudojant MS Excel Data Analysis įskiepio funkcionalumu, reikšmingumas nustatomas remiantis reikšme Sig: jeigu gauta Sig reikšmė yra mažesnė už galimą minimalią ($p=0,05$) pasirinkus 95 proc. reikšmingumo lygmenį, nagrinėjamas parametras ar visas regresijos modelis yra reikšmingas. Negalima teigti, jog nagrinėjama priklausomybė tarp dabar nagrinėjamų Lietuvos investicinių fondų ,rizikos ir makroekonominių veiksnių, yra statistiškai reikšminga ir remiantis ja galima paaiškinti sudaryta priklausomybės lygtimi.

Galutinai, nustačius veiksnus, kurie parodė statistiškai reikšmingą ryšį su nagrinėjama investicinių fondų rizika atskirai, sudaroma daugialypė regresijos lygtis su keliais kintamaisiais, kurios analitinė išraiška yra pateikta (5) išraiškoje:

$$y=ax_1+bx_2+cx_3+\dots+mx_n+W, \quad (5)$$

Čia:

a, b, c, ..., m regresinės analitinės lygties koeficientai;

x_1, \dots, x_n nepriklausomi argumentai;

W- laisvasis narys;

y- Lietuviško kapitalo investicinių fondų valdomas turtas.

Pritaikant ir įvertinti, kuris į modelį įtrauktas kintamasis daro didžiausią poveikį priklausomam kintamajam. Todėl yra naudojami standartizuoti koeficientai β (beta): kuo šis koeficientas yra didesnis, tuo santykinis veiksnys daro didesnę poveikį priklausomam kintamajam regresijos lygtyje.

Dauginės regresijos hipotetinis modelis taip pat turi patikimumo rodiklį. Apskaičiuojant su MS Excel programos Data Analysis programiniu įskiepiu analitinės lygties koeficientus ir laisvąjį narį, gaunama viso modelio Sig. reikšmė, kuri paaiškina modelio patikimumą statistinio reikšmingumo prasme: jeigu Sig. $<p=<0,05$, tai modelis yra statistiškai reikšmingas. Paskaičiavus regresijos lygtis, tyrime galima įvertinti, kuris makroekonominis veiksnys darė didžiausią įtaką lietuviško kapitalo investicinių fondų valdomo turto pokyčiams, kaip keičiantis tam tikram veiksniumi galėjo keistis ir investicinių fondų valdomo turto dinamika, nustatant investicinių fondų poveikį šalies ekonomikos

veiksniams, lemiančių ne tik lietuviško kapitalo investicinių fondų pelningumą, bet ir užsienio kapitalo fondų pritraukimą.

4. INVESTICINIŲ FONDŲ EFEKTYVUMO VERTINIMAS

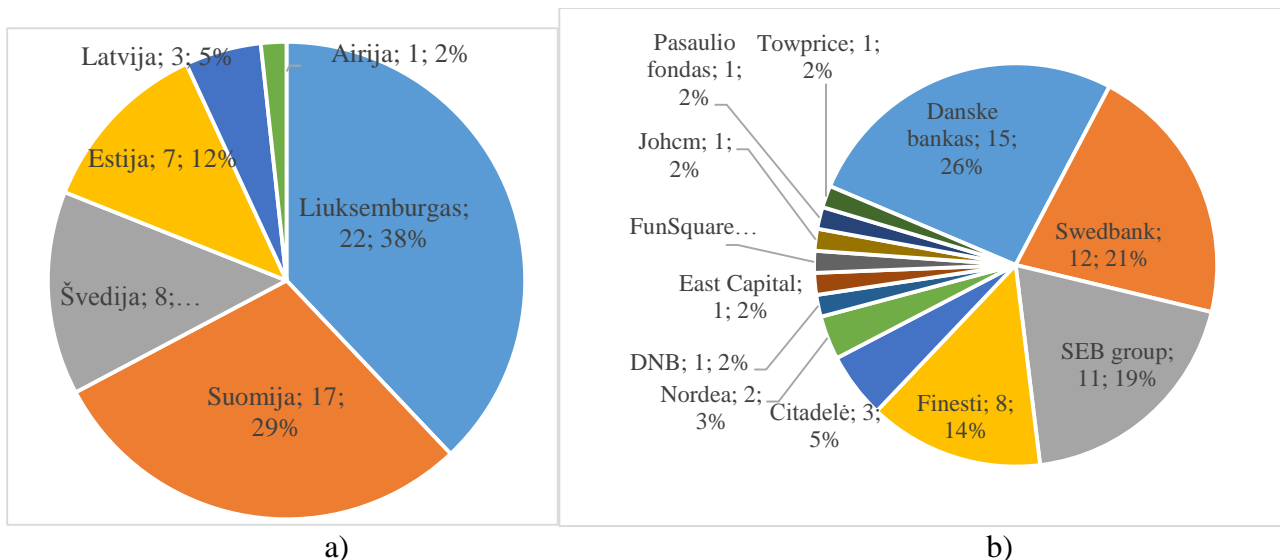
Šiame skyriuje analizuojami Lietuvos finansų rinkoje veiklą vykdančios investiciniai fondai pagal investicinio fondo valdytojo šalį, užimamą rinkos dalį, taip pat pagal investicinio fondo tipą. Tai yra klasifikuojama Lietuvos banko ir reglamentuojančių finansų rinką teisės aktų nuostatas. Siekiant nustatyti investicinių fondų veiklos pokyčius, analizuojama jų valdomo turto dinamika, turto, investicijų struktūros dinamika, daromos hipotetinės prielaidos dėl poveikio ekonominiams šalies rodikliams. Koreliacinės analizės metodu hipotetinės prielaidos yra patvirtinamos arba paneigiamos siekiant sudaryti regresinius modelius, kurių pagalba galima būtų įvertinti investicinių fondų ir Lietuvos ekonominių rodiklių tarpusavio sąsają, bei sudaromas daugiakriterinis hipotetinis modelis, kuris sudarysiantis sąlygas prognozuoti investicinių fondų veiklos pokyčius ir poveikį šalies ekonomikai

4.1. Investicinių fondų analizė

Siekiant nustatyti investicinių fondų veiklos poveikį šalies ekonomikai, reikalinga įvertinti veiklą vykdančių investicinių fondų Lietuvos finansinėje rinkoje skaičių, jų santykinę pasiskirstymą rinkoje pagal kapitalo rūšį, pagal investicinį fondą valdančias bendroves. Tokia investicinių fondų rinkos analizė sudaro prielaidas įvertinti, koks kapitalas yra dominuojantis finansų rinkoje, kaip jis veikia pokyčius šalies ekonomikoje. Kadangi investicinio fondo veikla ir jo poveikis šalies ekonomikai yra analizuojamas vertinant investicinio fondo valdomą turtą, kuris priklauso nuo investicinių vienetų vertės pokyčių pasaulinėse finansų rinkose, yra labai svarbu įvertinti valdomo turto struktūrą, jos pokyčius analizuojamu laikotarpiu tam, kad būtų galima atlikti išsamią finansinės veiklos analizę ir įvertinti investicinių fondų veiklos sąsajas su šalies ekonomiais rodikliais.

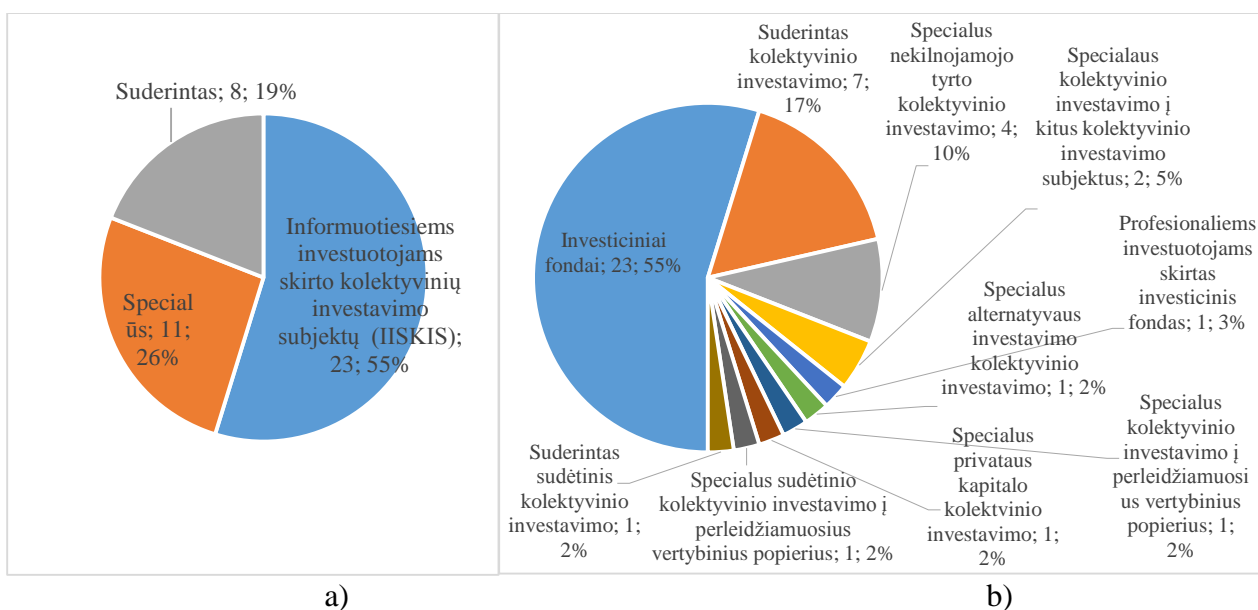
Pagal užsienio kapitalo investicinius fondus, vykdančius veiklą Lietuvoje, valdančias bendroves, galima teigti, kad didžiausia dalis investicinių fondų yra valdomi Swedbank (21%), SEB grupės (19%) kompanijos (žr.20 pav. b).

Lietuvoje veiklą vykdyti leidimai išduoti 58 užsienio investiciniams fondams, valdantiems iš viso dar ir 343 subfondus, tačiau Lietuvos rinkoje veiklą vykdo 54 užsienio kapitalo investiciniai fondai (20 pav.a), iš kurių iš viso 38% fondų steigėjai yra Liuksemburgo šalies finansų rinkos subjektai, 29% – Suomijos, 14% – Švedijos, 12% – Estijos.



20 pav. Užsienio kapitalo investicinių fondų Lietuvoje apžvalga (vnt.,proc.): a) pagal valdančios bendrovės šalį; b) pagal valdančią bendrovę (sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis, (2016))

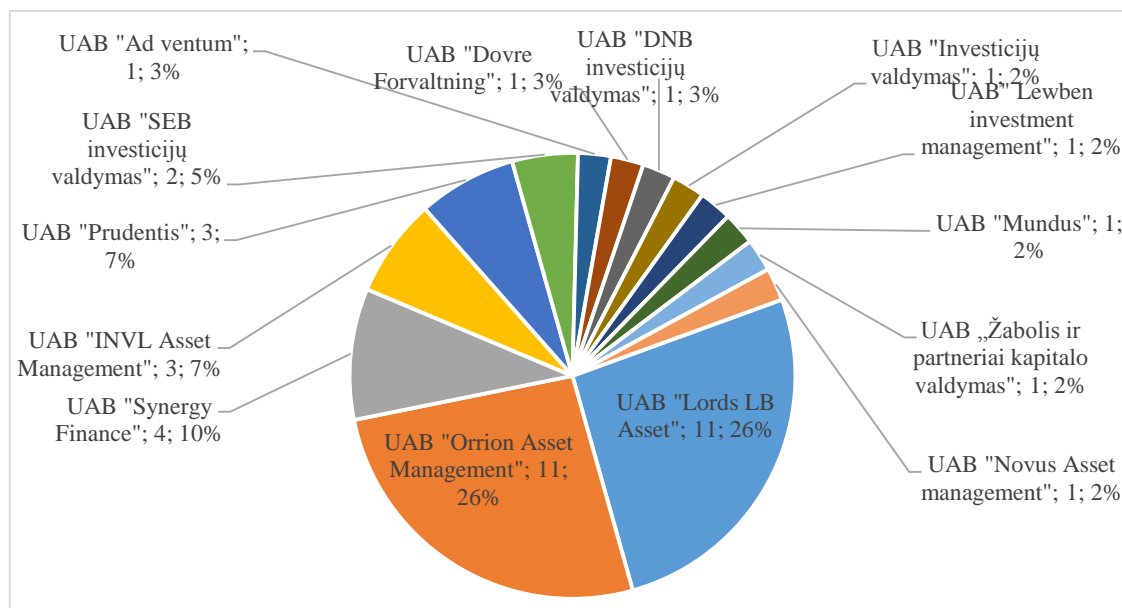
Lietuvoje investicinių fondų veiklą vykdyti yra išduoti 42 leidimai lietuviško kapitalo investiciniams fondams, papildomai valdantiems dar 8 subfondus (žr.21 pav.).



21 pav. Lietuviško kapitalo Lietuvoje veikiančios investiciniai fondai(vnt.,proc.): a) pagal investicinio fondo tipą; b) pagal veiklos formą (Lietuvos bankas, Lietuvos statistikos departamentas, sudaryta autorės (2016))

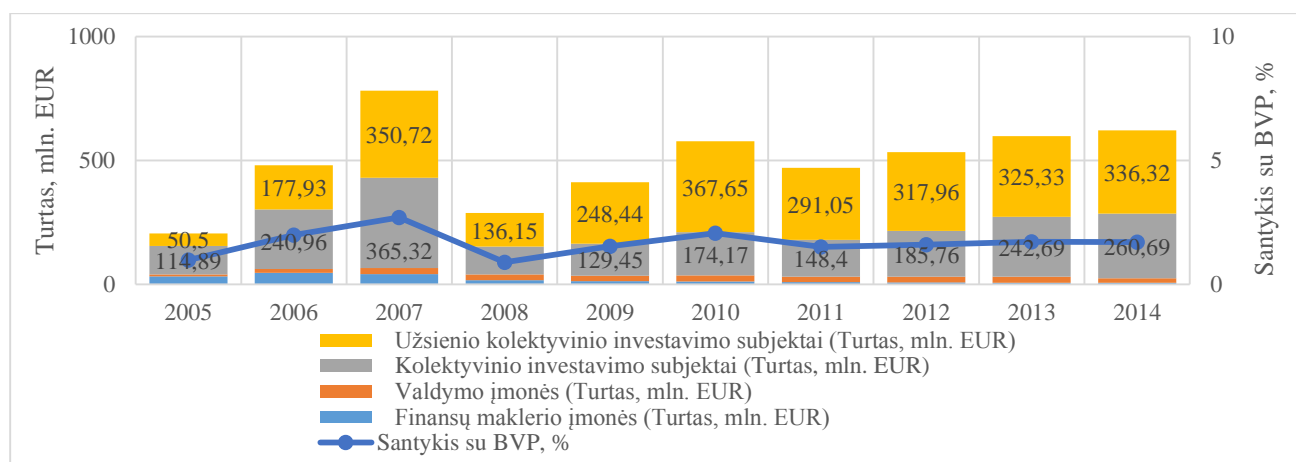
Iš viso Lietuvos rinkoje investicinę veiklą vykdo 22 lietuviško kapitalo investiciniai fondai, o pagal tipą didžiausia dalis (55%) yra investiciniai fondai (žr.21 pav. b). Visus šiuo investicinius fondus Lietuvoje iš viso valdo 14 uždaryjū akcinių bendrovių, iš kurių didžiausią investicinių fondų dalį valdo UAB „Lords LB Asset“ (26%) ir UAB „Orion Asset Management“ 26% (žr.22 pav.) Analizuojant investicinio fondo visumą su šalies ekonomika galima teigti, kad ši visuma analizuojama tuo aspektu, kai investicinius fondus valdančios įmonės veikia pagal uždaryjū akcinių bendrovių teisinio reguliavimo

principus ir nuostatas. Todėl šių bendrovių ekonominė - finansinė veikla yra tiesiogiai susijusi su valstybės finansų sistema, bei verslo finansinėmis reguliavimo priemonėmis, mokesčių politiką, bei mokesčių į biudžetą surinkimą.



22 pav. Lietuviško kapitalo Lietuvoje veikiančių investicinių fondų apžvalga pagal investicinių fondų valdančią bendrovę (vnt.,proc.) (sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis,(2016))

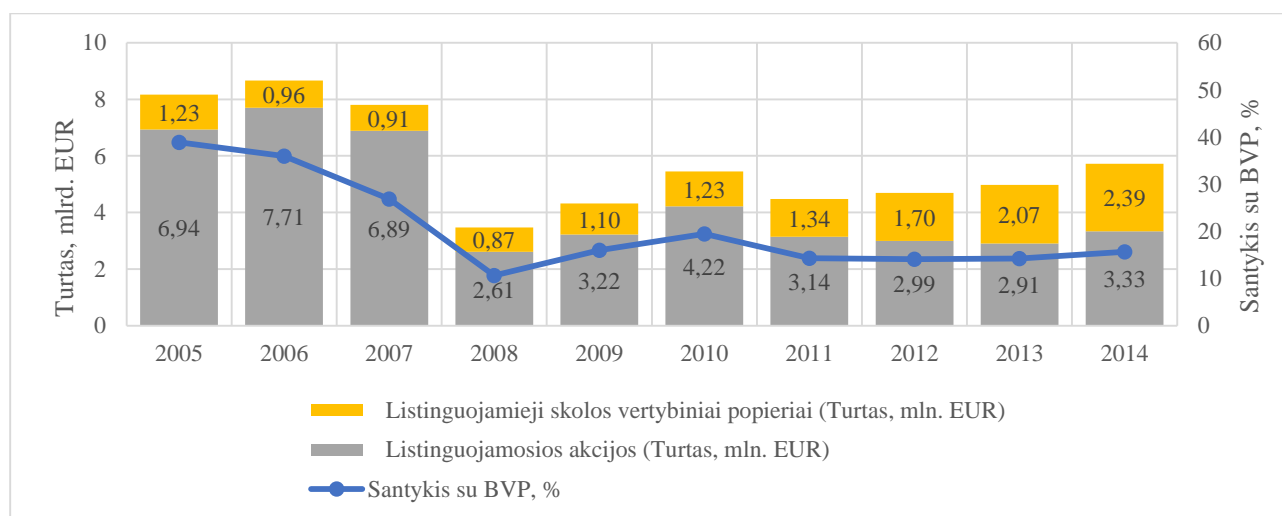
Analizuojant Lietuvos kapitalo rinkos dalyvių valdomą turtą, galima matyti, kad 2014 m., kaip ir viso tiriamojo laikotarpio metu, didžiąją dalį valdomo turto sudarė užsienio kolektyvinio investavimo subjektų bei kolektyvinio investavimo subjektų valdomas turtas (žr.23 pav.) 2005 m. pabaigoje užsienio kapitalo investiciniai fondai valdė 25% viso Lietuvos kapitalo rinkos dalyvių valdomo turto. Tačiau per 9 metų laikotarpį ši dalis padidėjo iki 54%, tai rodo, kad užsienio kapitalo investicinių fondų veikla Lietuvos kapitalo rinkose sparčiai intensyvěja (žr.23 pav.).



23 pav. Kapitalo rinkos dalyvių valdomo turto struktūros dinamika mln. Eur.(sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis, (2016))

Analizuojant kapitalo rinkos subjektų valdomo turto dinamiką BVP atžvilgiu, galima matyti, kad Lietuvos kapitalo investicinių fondų turto dalies santykis su BVP sudaro 0,72%, o užsienio kapitalo kolektyvinio investavimo subjektų valdomas turtas 2014 m. pabaigoje siekė beveik 1% Lietuvos BVP (žr.23 pav.). Viso kapitalo rinkos subjektų valdomas turtas santykyje siekia 1,7%, o visos finansų sistemos, įskaitant ir pensijų fondus, valdomas turtas santykyje su BVP siekia 81,55%.

Investicinių fondų valdomo turto ir BVP santykis išlieka stabilus po 2008 m. pasaulinės finansų krizės, iki kurios santykio reikšmės buvo įgijusios viso laikotarpio maksimalias reikšmes, todėl galima teigti, kad ekonominio nuosmukio metu ir po kriziniu laikotarpiu pritaikytos finansų rinkos dalyvių teisinio reguliavimo formos ir įvesti konkretūs finansų rinkų dalyvių teisiniai veiklos apribojimai sudarė prielaidas proporcingam investicinių fondų turto ir BVP santykio sureguliuavimui 2011-2014 m. periodu.



24 pav. Vertybinių popierių biržos kapitalizacijos turto struktūros dinamika mln.Eur.(sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis (2016)

Analizuojant vertybinių popierių biržos kapitalizacijos dinamiką, galima pastebėti, kad tiriamojo laikotarpio pradžioje, t. y. 2005 m., didžiąją dalį turto, t.y. 85%, sudarė listinguojamosios akcijos, tačiau laikotarpio pabaigoje ši dalis sumažėjo iki 58%, o 42% sudarė listinguojami vertybiniai popieriai (žr.24 pav.). Galima teigti, kad investicinė veikla po 2008-2010 m. pasaulinės finansų ekonominės krizės restruktūrizavo investicinius fondus mažindami riziką ir perkeldami dalį rizikos konservatyviesiems investiciniams projektams.

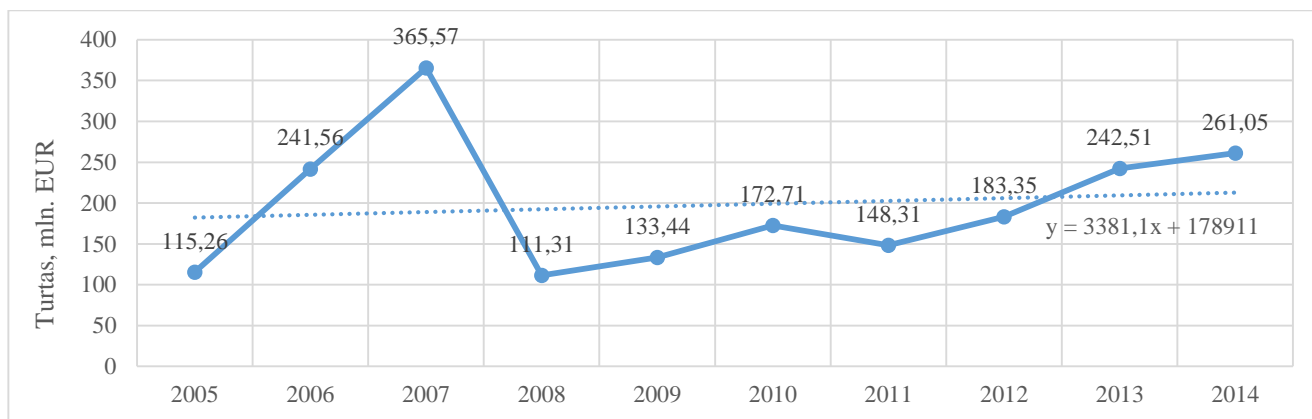
Apibendrinant investicinių fondų rinkos analizę, galima teigti, kad Lietuvos finansų rinkoje lietuviško kapitalo investicinių fondų rinkoje 55% sudaro investiciniai fondai, priskiriami informuotiesiems investuotojams skirto kolektyvinių investavimo subjektų (IISKIS) grupei, tačiau analizuojant valdomą turtą, buvo nustatyta, kad santykyje su BVP investicinių fondų valdomas turtas sudaro iki 1% BVP lietuviško kapitalo investicinių fondų. Apie 1% užsienio kapitalo investicinių fondų ir daugiau nei 81% visų investicinę veiklą vykdančių subjektų, todėl galima teigti, kad Lietuvos finansų rinkose aktyviausiai veikia pensijų fondai, o investicinių fondų veikla, išreiškiama per turto pokyčius,

nėra itin aktyvi. Turto struktūros dinamika rodo, kad investicinių fondų rinkoje Lietuvoje dominuoja užsienio kapitalas, galima teigti, kad iš investicinių fondų gaunama finansinė nauda valstybės finansų požiūriu nėra maksimali, o po kriziniu laikotarpiu įvykusi investicinių fondų rekapitalizacija parodo, kad investicinė veikla finansų rinkoje sumažino rizikos rodiklius, todėl padidėjo listinguojamų skolos vertybinių popierių dalis, investicinių fondų valdomame turte.

4.2. Lietuvos kapitalo kolektyvinio investavimo sektoriaus veiklos rodiklių vertinimas

Lietuvos banko finansų rinkos priežiūros metinėje apžvalgoje, investicinių fondų veiklą šalies mastu galima vertinti pagal investicinių fondų valdomą turta, listinguojamus investicinius vienetus biržoje, turto įsipareigojimų struktūros pokyčius, pajamų bei pelno dinamiką. Taip pat bendro investicinio šalies potencialo investicinio portfelio struktūros pokyčius. Tokie rodikliai, jų pokyčiai bei dinamikos tendencijos leidžia išvelgti ekonomiškai naudingus ir nenaudingus investicinių fondų veiklos aspektus nacionalinės ekonomikos požiūriu. Galima numatyti galimus investicinius nuostolius ir savalaikiai reaguoti investicinių fondų investicinių portfelių struktūros pokyčių poreikio įgyvendinimą.

Analizuojant Lietuvos kapitalo investicinių fondų valdomo turto pokyčių dinamiką (žr.25 pav.), galima teigti, kad intensyviausias turto augimas buvo fiksuojamas laikotarpio pradžioje, t.y. 2005-2007 m., kai kasmet turto metinis pokytis siekė daugiau nei 100 mln. eurų (žr.25 pav.).

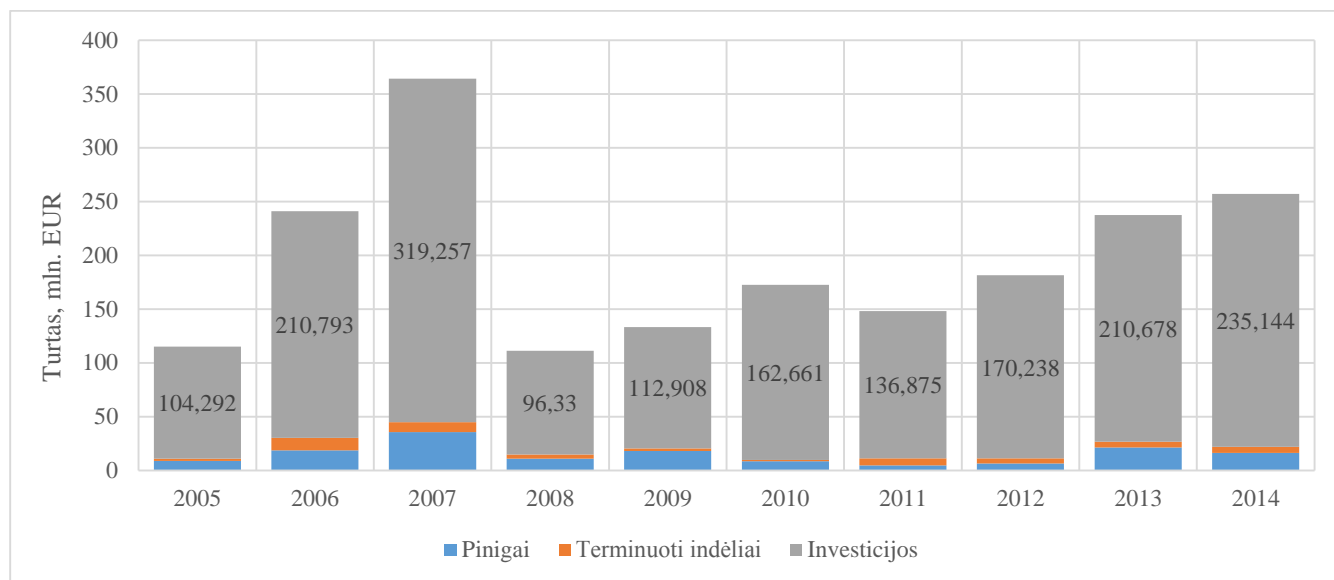


25 pav. Investicinių fondų valdomo turto apžvalga 2005-2014 m. mln. Eur. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis, Lietuvos bankas,(2016))

2008 m. ekonominės krizės metu investicinių fondų valdomas turtas smarkiai sumažėjo ir metinis sumažėjimas buvo didesnis nei 3 kartus (žr.25 pav.), vėliau kasmet buvo fiksuojamas teigiamas pokytis, tačiau kasmetinis pokytis nebuvo ženklus ir siekė vidutiniškai apie 30 mln. kasmet. Todėl galima teigti, kad vidutinis metinis investicinių fonų valdomo turto pokytis išliko teigiamas ir vidutiniškai kasmet sudarė 3,38 mln. t (žr.25 pav.). Bendra turto pokyčio dinamika ir užfiksuotas standartinis kvadratinis

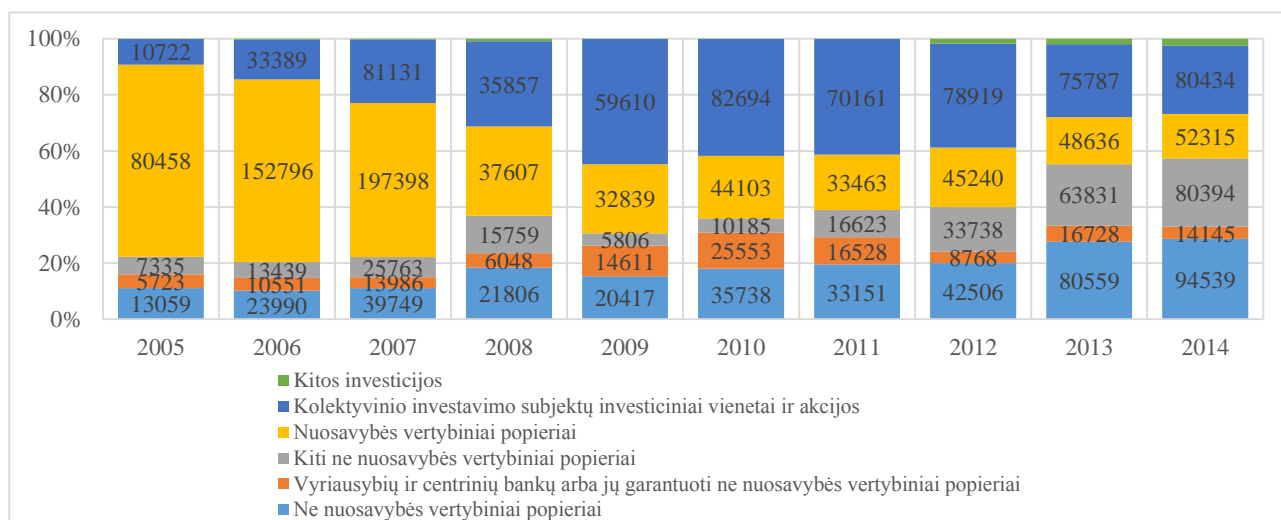
nuokrypis ($\sigma=80,13$). Apibendrinant investicinių fondų veikla bendroje tendencijoje išlaiko pakankamai aukštą rizikos laipsnį, nes variacija siekia daugiau nei 35%.

Analizuojant Lietuvos kapitalo investicinių fondų turto struktūrą ir jos pokyčius, galima teigti, kad didžiausią dalį turto sudaro investicijos. Pastaroji turto dalis intensyviai didėjo iki 2008 m., o vėlesniuose laikotarpiuose stebimas lėtesnis investicijų augimas (žr.26 pav.). Taip pat didesnė dalis pinigų ir terminuotų indėlių buvo iki 2008 m., todėl kad ekonominė šalies padėtis turi įtaką investicijų pokyčiams, bei investicinių fondų veiklos rodiklių pokyčiams.



26 pav. Investicinių fondų valdomo turto struktūros apžvalga 2005-2014 m. mln. Eur. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis(2016))

Lietuvos kapitalo investicinių fondų investicijų struktūros analizė parodė, kad investicijos į nuosavybės vertybinius popierius tiriamuoju laikotarpiu smuko, jau 2005-2008 m. laikotarpiu buvo stebimas investicijų mažėjimas, tačiau dar 2007 m. investicijos į nuosavybės vertybinius popierius sudarė 62% visų investicijų, 2014 m. pabaigoje galima teigti, kad šio tipo investicijos sudarė 22% (žr.27 pav.).



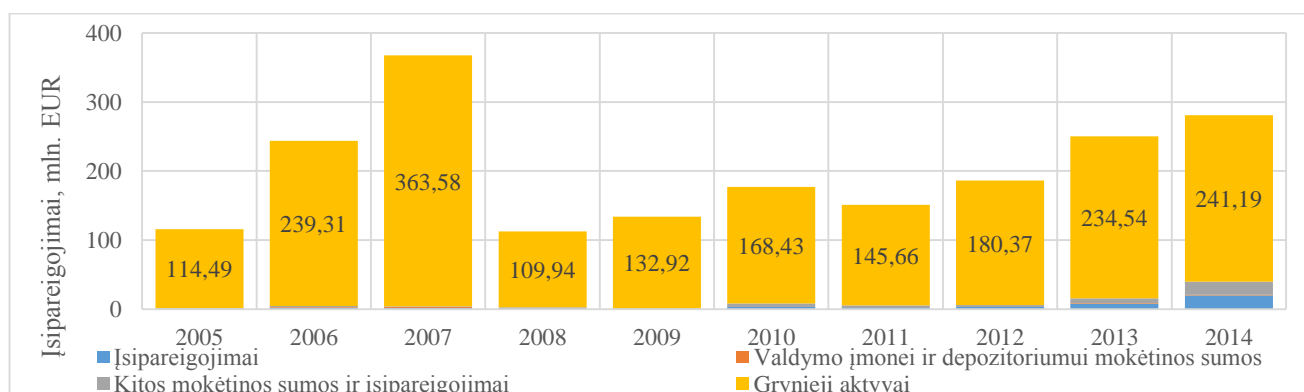
27 pav. Investicinių fondų investicijų struktūros apžvalga 2005-2014 m.vnt.,proc. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis(2016))

Po kriziniu laikotarpiu 2009-2012 m. daugiau nei 50% investicijų buvo skiriama kolektyvinio investavimo subjektų investiciniams vienetais ir akcijoms, tačiau iki 2014 m. pabaigos ši dalis sumažėjo ir laikotarpio pabaigoje sudarė tik 34% visų atliekamų investicijų.

Tiriamąjį laikotarpį 2005 m. pradžios didėjo investicijos ne į vertybinius popierius: jeigu laikotarpio pradžioje šio tipo investicijos sudarė 13 % visų investicijų, tai laikotarpio pabaigoje jos jau siekė 40%. Ši situacija pastebėta ir kitų investicijų į ne nuosavybės vertybinius popierius rinkoje.

Iš 27 paveikslo matyti, kad krizės metu itin suaktyvėjusios buvo investicijos į vyriausybės ir centrinio banko arba jų garantuotus ne nuosavybės vertybinius popierius: 2009-2011 m. šio tipo investicijos buvo intensyviausios (27 pav.), o tai leidžia daryti prielaidą, kad ekonominiai ciklai ir ekonominės padėtis šalyje apibrėžia investicinio portfelio struktūrą ir pagrindžia svarbą analizuoti, kaip ekonominė padėtis veikia investicinių fondų veiklos rodiklių pokyčius.

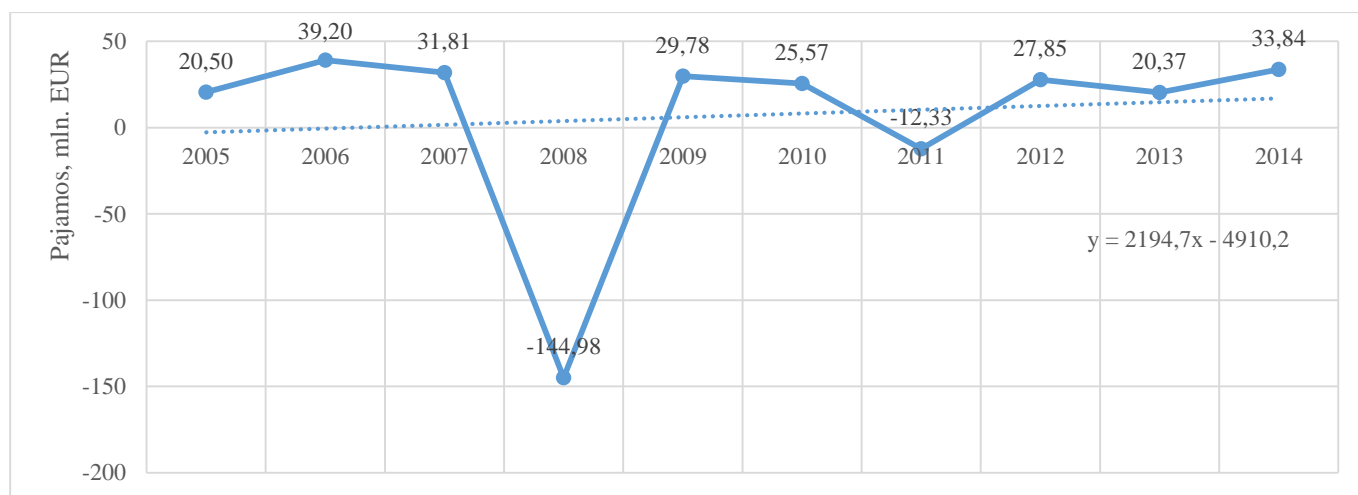
Analizuojant Lietuvos kapitalo investicinių fondų įsipareigojimų struktūrą bei jos pokyčius, galima teigti, kad pagrindinė įsipareigojimų dalis yra sudaryta iš grynujų aktyvų (žr.28 pav.).



28 pav. Investicinių fondų įsipareigojimų struktūros apžvalga 2005-2014 m. mln. Eur. (pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis (2016))

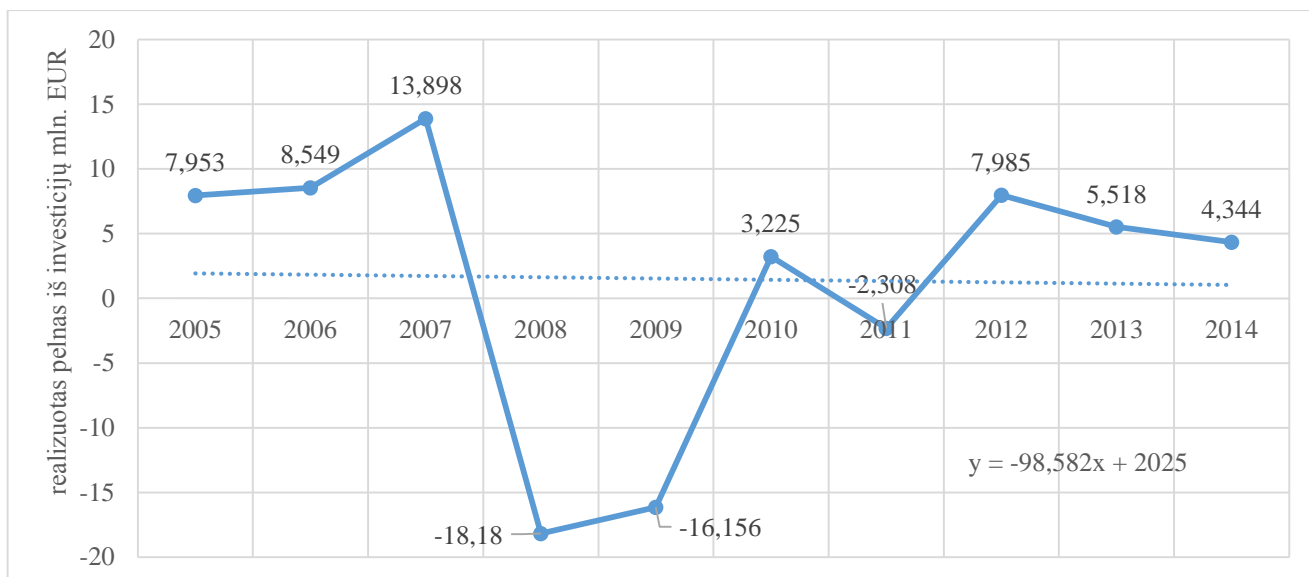
Pagal 2005-2014 m. nagrinėjamus investicinių fondų įsipareigojimų duomenis, 28 paveiksle pastebime, kad šiuo nagrinėtu laikotarpiu investicinių fondų turtas yra pakitęs, o tai lėmė investicinių vienetų pardavimo grąža, bei investicinių fondų vienetų verčių padidėjimas. Todėl galima teigti, kad tai įtakoja grynujų aktyvų verčių padidėjimas, kito ir investicinių fondų turtas. Tai įvyko dėl išmokų išmokėjimo rinkos dalyviams, dėl nuostolių, kuriuos patyrė investicinių fondų vienetai, bei užsienio valiutos kurso pasikeitimams.

Analizuojant 29 paveikslą, investicinių fondų pajamų dinamika, galima teigti, kad krizės poveikis investicinių fondų veiklai buvo stiprus, matome 2008 m., kai pajamų rodiklis buvo sumažėjęs dėl investicinių vienetų nominalios vertės sumažėjimo. Neigiamas rodiklis 2011 m., tačiau bendra viso 9 metų laikotarpio dinamika yra teigiama. Vidutiniškai investicinių fondų pajamų dinamika didėjo po 2,19 mln. eurų kasmet, todėl investicijos turi aukštą rizikos laipsnį. Kadangi vidutinis kvadratinis viso laikotarpio rodiklis yra didesnis nei 55,3 mln. eurų per metus, o variacijos koeficientas yra aukštesnis nei 30 % (žr.29 pav.).



29 pav. Investicinių fondų pajamų dinamika 2005-2014 m. mln. Eur.(sudaryta autorės pagal Lietuvos banko, Lietuvos banko statistikos departamento duomenis (2016))

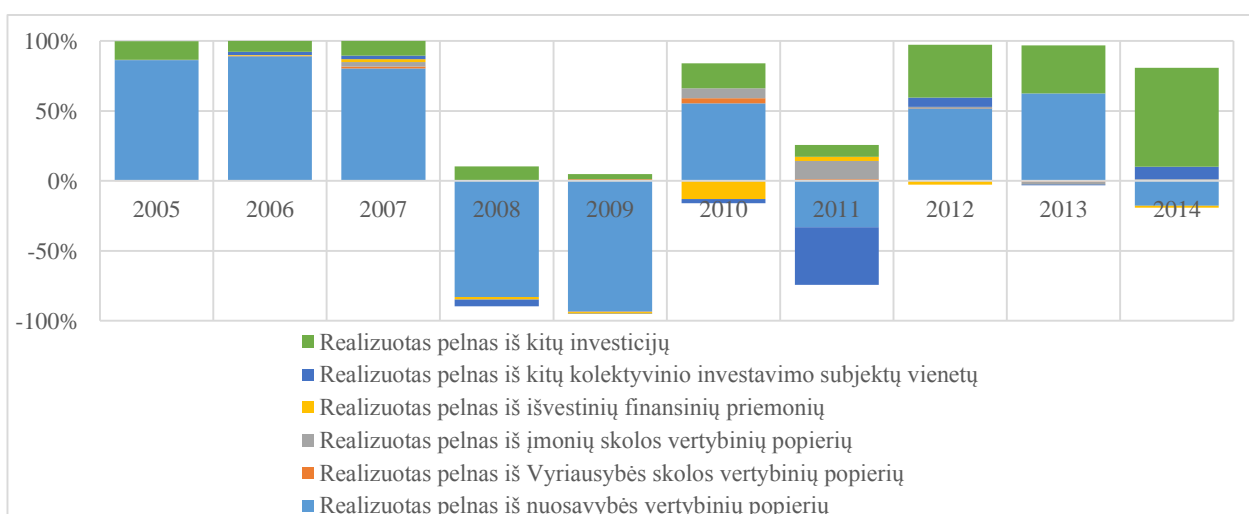
Atitinkamai pajamų dinamikai pelno dinamika buvo smarkiai varijuojanti tiriamuoju laikotarpiu ir 2005-2007 metų intensyvus pelno augimas, pirmojo laikotarpio metu siekęs kiek mažiau nei 0,6 mln. eurų, o antrojo laikotarpio metu padidėjęs per tokį pat laiko tarpą daugiau nei 5 mln. (žr.30 pav.), 2008-2009 m. laikotarpiu rodo, kad investiciniai fondai patyrė nuostolių dėl investicinio vieneto nominalios vertės sumažėjimo: 2008 m. nuostoliai siekė daugiau nei 18 mln. eurų, o 2009 m. daugiau nei 16 mln. eurų (30 pav.).



30 pav. Investicinių fondų realizuoto pelno iš investicijų dinamika 2005-2014 m. mln. Eur (sudaryta autorės pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis(2016))

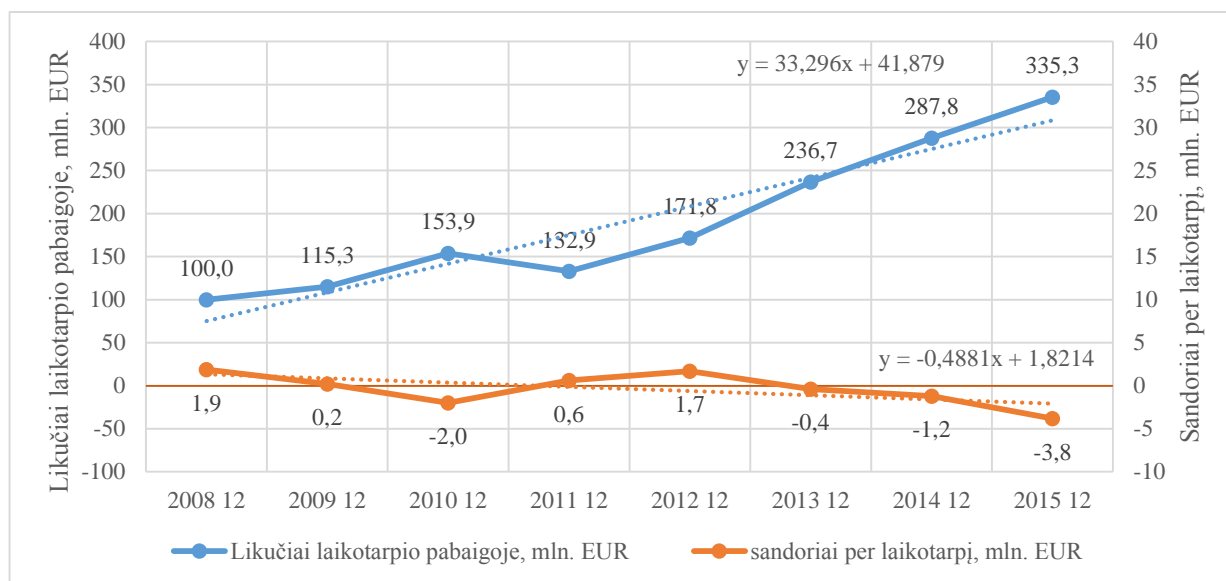
Vėlesniais laikotarpiais 2012-2014 m. taip pat pastebima, kad išivyroja neigiama pelno augimo tendencija, pakeitusį intensyvaus teigiamo pokyčio laikotarpį 2012 m., kai pelnas pasiekė prieš krizinio 2005 m. periodo rodiklius, todėl variacija siekė didesnę nei 30% rodiklį, o vidutinis kvadratinis nuokrypis 10,59 mln. eurų. Apibendrinant, galima teigti, kad tiriamojo laikotarpio pelno iš investicijų dinamika buvo neigiama ir kasmet investiciniai fondai vidutiniškai patiria apie 98,58 mln. pelno sumažėjimą.

Pelno pokyčių dinamiką galima analizuoti per pelno struktūros pokyčius (žr.31 pav.), pagrindiniai nuostoliai buvo patiriami iš investicijų į nuosavybės vertybinius popierius. Pelno struktūros dinamika rodo, kad investicinių fondų investicijos į alternatyvias finansines priemones nuostolių nepatyrė (žr.31 pav.).



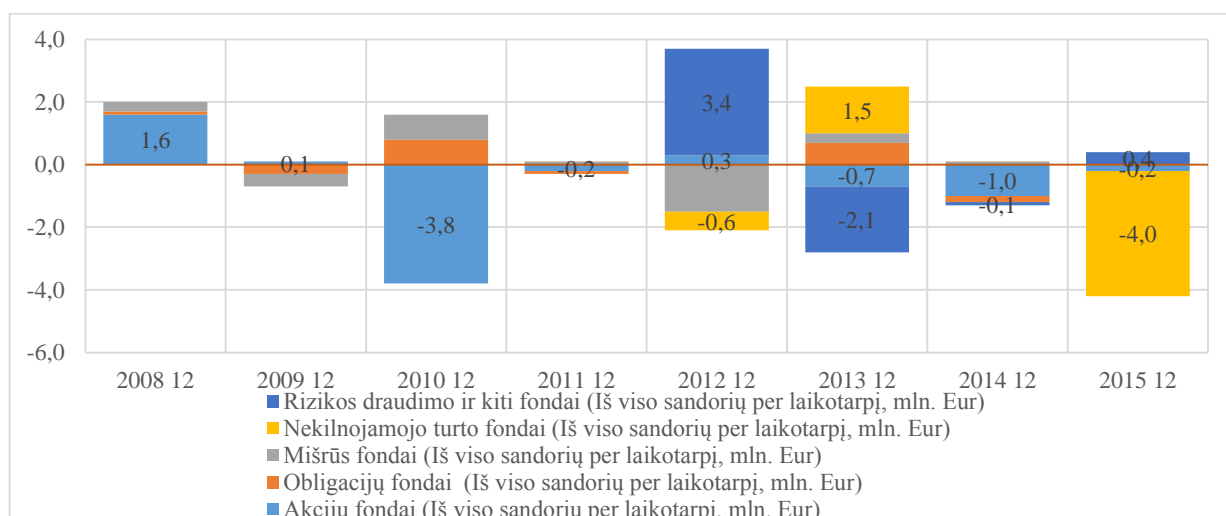
31 pav. Investicinių fondų realizuoto pelno iš investicijų struktūra 2005-2014 m. mln. Eur. (sudaryta autorės pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis(2016))

Analizuojant investicinių fondų sandorių per laikotarpius dinamiką bei susikaupusių likučių dinamiką (žr.32 pav.) kasmet vidutiniškai likučiai padidėja po 33,3 mln. eurų, kas yra susiję su sudarytų sandorių vertės mažėjimu vidutiniškai kasmet po 0,49 mln. eurų. Galima teigti, kad didžiausias nuostolingų sandorių skaičius įvykdytas 2014 m.



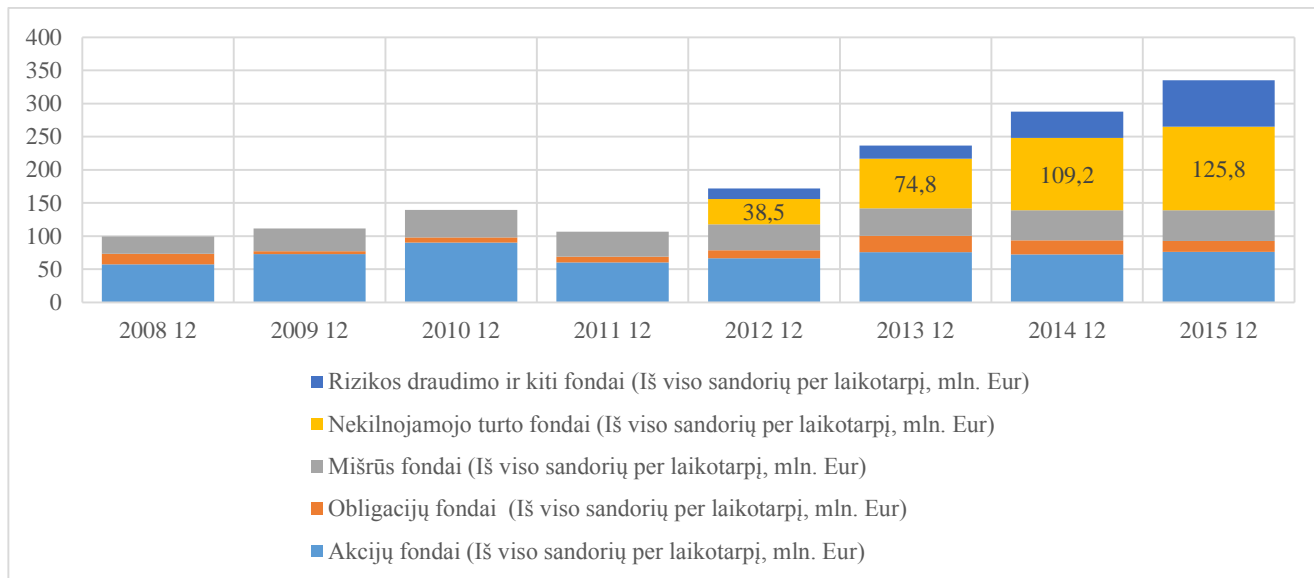
32 pav. Išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) dinamika 2005-2014 m. mln. Eur. (sudaryta autorės pagal Lietuvos banko Lietuvos statistikos departamento duomenis (2016))

Neigiamų sandorių rodiklio didėjimą galėjo lemti tai, kad 2008 m. sumažėjo akcijų vertė ir tai sąlygojo akcijų fonduose sudarytų nuostolingų sandorių skaičių, o 2014 m. neigiamą sandorių rodiklį galėjo sąlygoti sumažėjęs sandorių nekilnojamojo turto fonduose nuostolingumas (žr.33 pav.). Pelningiausi sandoriai 2012 m. buvo sudaryti pradėjusiuose sparčiai formuoti rizikos kapitalo investiciniuose fonduose, 2013 m. šių investicijų sandorių finansinė išraišką rodė nuostolius, tačiau 2014-2015 m. laikotarpiu šio tipo sandoriai buvo pelningi.



33 pav. Išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) sandorių struktūra laikotarpio pabaigoje 2005-2014 m. mln. Eur. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis, (2016))

Analizuojant per laikotarpį susikaupusius išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) likučius (žr.34 pav.), galima teigti, kad esant nuostolingiems sandoriams nekilnojamojo turto fonduose, jų investicinių vienetų likučiai yra didžiausi, kurie didėjo nuo 2012 m. laikotarpio.



34 pav. Išleistų investicinių fondų vienetų (akcijų) likučių struktūra laikotarpio pabaigoje 2005-2014 m. vnt., proc. (sudaryta autorės pagal Lietuvos banko, Lietuvos statistikos departamento duomenis(2016))

Išanalizavus sudarytų sandorių ir likučių santykį, galima teigti, kad nuostolingų sandėrių santykinė dalis su esamais investicinių vienetų likučiais yra ženkli 2015 m. pabaigoje, nekilnojamojo turto investicinių fondų investicinių vienetų sandorių dalis, likučių siekė vos 3 %. Tai rodo, kad investicinės veiklos intensyvumas rinkoje nėra didelis, nors investicinių vienetų fondai kasmet išleidžiama daugiau, tai parodo didėjantis investicinių vienetų likučių vertės (34 pav.).

Išanalizavus investicinių fondų veiklos rodiklius, apibendrinant galima teigti, kad ekonominio nuosmukio metu padidėjo nuostolingų sandorių skaičius, sąlygojęs investicinių fondų veiklos nuostolingumą, tai turėjo neigiamą poveikį visos finansų rinkos įmonių ir fondų veiklai bei netiesiogiai susijusių finansų rinkų. Pelningesni buvo aktyviai į finansų rinkos veiklą įsijungusių rizikos fondų sandoriai. Apibendrinant galima teigti, kad investicinių fondų populiarumas rinkoje didėja, yra matomas investuoti siekiančių subjektų susidomėjimas, ką galima pagrįsti išleistų investicinių fondų vienetų likučių laikotarpio pabaigoje augimo dinamika, tačiau dėl neefektyviai valdomo investicinio portfelio ir neefektyvios investicinės politikos sudaromų sandorių skaičius laikotarpių pabaigoje turi neigiamą dinamiką, todėl galima teigti, kad Lietuvoje investicijų valdymo efektyvumas finansų rinkoje nėra pakankamas.

4.3. Ekonominių veiksnių poveikis investicinių fondų veiklai šalyje analizė

Atlikus investicinių fondų veiklos analizę, galima išskirti tokius pagrindinius šalies ekonomikos hipotetinius veiksnius, turinčius poveikį investicinių fondų veiklos pokyčiams:

- Makroekonominiai rodikliai:
 - šalies BVP, kuris leidžia nustatyti fondų veiklos rodiklius ekonominio nuosmūgio bei ekonominio pakilimo laikotarpiais: ekonominio nuosmūgio periodu investicinio fondo turto rodikliai sumažėja (H1);
 - prie šio tipo rodiklių gali būti išskiriamas atskiras rodiklis toks kaip užsienio prekyba, matuojama importo ar eksporto pokyčiais: intensyvėjant tarptautinei prekybai ekonominė padėtis šalyje stiprėja, todėl investicinių fondų veikla intensyvėja ir valdomo turto rodikliai didėja (H2);
 - tiesioginės šalies ir užsienio investicijos, demonstruojančios investicinės veiklos aktyvumą šalyje: didėjant investicijoms šalies viduje intensyvėja investicinių fondų veikla, o didėjant tiesioginių užsienio investicijų šalyje skatinamas ekonominis augimas, kas taip pat teigiamai pokyčių atžvilgiu veikia investicinių fondų veiklą (H3);
- Vartojimo rinkos padėtis:
 - vartotojų kainų indeksų pokyčiai, kurie apsprendžia galimybes dalyvauti investicinėje veikloje skatina šalies fizinių ir juridinių subjektų investicinę veiklą, todėl investicinių fondų turtas turi tendenciją didėti (H4);
 - darbo našumo indeksas šalyje, apsprendžiantis darbo produktyvumą ir generuojamų finansinių išteklių efektyvumą, teigiamai veikia investicinių fondų turto pokyčių dinamiką (H5);
 - vidutinis darbo užmokestis sudaro sąlygas fizinių asmenų investicinei veiklai, nes teigiamai pakitus gyvenimo lygiui ir augant vartojimui, investicinei veiklai susidaro palankesnės sąlygos (H6);
 - dirbančiųjų skaičius šalyje, išreiškiamas nedarbo lygio rodikliu: kuo žemesnis šalyje nedarbo lygis, tuo šalyje yra sukuriama daugiau bendrojo vidaus produkto, todėl tai teigiamai veikia investicinių fondų turto pokyčius (H7).

Kadangi investiciniai fondai veiklą vykdo tiek su nuosavu kapitalu, tiek ir naudodami skolintą kapitalą, todėl investicinių fondų veiklai yra itin svarbus ir tarpbankinių palūkanų normos pokytis: galima teigti, kad didėjant palūkanoms, investicinių fondų veikla patiria neigiamą poveikį (H8).

Koreliacinės analizės metu buvo nustatyta, kad investicinių fondų turto rodiklių pokyčiams stipriausią poveikį turi tokie veiksniai, kurie toliau ir naudojami perspektyvos situacijų modeliavimui ir investicinių fondų veiklos pokyčių prognozavimui (4 lentelė). Atlikus koreliacinę analizę buvo

nustatyta, kad stipriausią poveikį investicinių fondų valdomo turto pokyčiams turi šalies BVP pokyčiai ($r=0,742$; $t_r=3,13 > t_{sij}=2,31$; $p < 0,05$). Analizuojat BVP pokyčių įtaką investicinių fondų turto pokyčiams galima teigti, kad šis ryšys paaiškina daugiau nei pusę viso poveikio ($R^2=0,5506$), tai yra vienas iš stipriausių veiksnių, todėl hipotezė H1 yra patvirtinta ir tai reiškia, kad modeliuojant situacijas pagal makroekonominės BVP perspektyvas galima numatyti investicinių fondų turto pokyčius. Kiek silpnėsnis, tačiau statistiškai reikšmingas ryšys nustatytas santykyje tarp investicinių fondų turto pokyčių ir tiesioginių užsienio investicijų: didėjant užsienio investicijoms investicinių fondų turtas taip pat didėja ($r=0,685$; $t_r=2,66 > t_{sij}=2,31$; $p < 0,05$), o ryšys yra statistiškai reikšmingas, nors paaiškina tik apie 47% viso ryšio ($R^2=0,4692$), todėl šiuo atveju 53% poveikio atitenka kitiems veiksniams. Remiantis tuo faktu galima teigti, kad hipotezė H3 yra patvirtinama. Tyrimo metu taip pat nustatyta, kad vidutinio darbo užmokesčio teigiami pokyčiai skatina šalies ūkio subjektų investicinę veiklą, todėl didėja investicinių fondų valdomas turtas. Kaip rodo gauti koreliacinės analizės rezultatai, didėjant VDU bruto dydžiui, investicinių fondų valdomas turtas taip pat turi teigiamą augimo dinamiką ($r=0,650$; $t_r=2,42 > t_{sij}=2,31$; $p < 0,05$) ir šis ryšys paaiškina 42% ryšio ($R^2=0,4225$), todėl hipotezė H6 yra patvirtinama. Koreliacinės analizės metu dėl nestipraus arba statistiškai nereikšmingo ryšio buvo atmestos hipotezės dėl užsienio prekybos rodiklių poveikio (H2), galima teigti, kad importo ir eksporto intensyvėjimas šalyje tiesiogiai neturi statistiškai reikšmingo poveikio investicinių fondų veiklai, tačiau kadangi importo ir eksporto generuojamos pajamos yra įtraukiamos į bendrojo vidaus produkto įvertinimą, galima teigti, kad užsienio prekybos pokyčiai turi netiesioginį, šio darbo kontekste plačiau neišstirtą porinį ryšį investicinių fondų veiklos dinamikai. (žr.4 lent.).

4 lentelė. Koreliacinis ryšys tarp investicinio fondo turto bei makroekonominių rodiklių pokyčių

Makroekonominis rodiklis	rIF turtas	t _r	t _{sij}
Paskolų EUR palūkanos, %	-0,661	2,48	2,31
VKI	0,092	0,25	2,31
BVP, to meto kainomis mln. EUR	0,742	3,13	2,31
BVP vienam gyventojui, to meto kainomis EUR	0,228	0,66	2,31
VDU, Bruto	0,650	2,42	2,31
VDU, Neto	0,639	2,35	2,31
Tiesioginės užsienio investicijos, tenkančios vienam gyventojui, metų pabaigoje EUR	0,649	2,41	2,31
Tiesioginės užsienio investicijos metų pabaigoje mln. EUR	0,685	2,66	2,31
Importas tūkst. EUR	0,240	0,69	2,31
Eksportas tūkst. EUR	0,151	0,43	2,31
Darbo našumas	0,056	0,12	2,31
Nedarbo lygis šalyje	0,265	0,75	2,31

Tyrimo metu buvo atmesta hipotezė dėl vartojimo kainų indekso poveikio investicinių fondų veiklai (H4), darbo našumo (H5) ir nedarbo lygio poveikio investicinių fondų veiklai (H7) hipotezės. Suformuluota hipotezė dėl palūkanų normos pokyčių (H8) pasitvirtino, o nustatytas ryšys tarp palūkanų normos ir investicinių fondų veiklos yra statistiškai reikšmingas, todėl, kad didėjant palūkanų normoms, investicinių fondų valdomas turtas mažėja, o tai įtakoja, kad finansų rinkose naudojant investicijoms skolintą kapitalą yra didesnės nuostolių rizikos, todėl tai neigiamai atsispindi valdomo turto pokyčiuose.

Apibendrinant koreliacinės analizės rezultatus galima teigti, kad Lietuvos kapitalo kolektyvinio investavimo subjektų veiklos pokyčiams, stebimiems valdomo turto pokyčiuose didžiausią poveikį turi bendrojo vidaus produkto dinamika, vidutinio darbo užmokesčio ir tiesioginių užsienio investicijų pokyčiai: visi šie veiksniai turi teigiamą poveikį investicinių fondų turto pokyčiams, todėl gerėjant ekonominės padėties rodikliams investicinė veikla intensyvėja ir stebima teigiama investicinių fondų valdomo turto dinamika. Naudojant investicijoms skolintą kapitalą, nustatytas tarpusavio priklausomybės ryšys dėl didėjančios kredito palūkanų normos padidina investicijų riziką, todėl investicinių fondų valdomo turto dinamika, didėjant palūkanų normoms yra neigiama.

Nustačius investicinių fondų veiklos pokyčiams poveikį turinčius veiksniai tyrimo metu dauginės regresijos modeliavimo pagalba buvo sudarytas hipotetinis investicinių fondų turto pokyčių modeliavimo analitinis modelis, leidžiantis modeliuoti įvairias situacijas, kurių metu poveikį turi ne vienas, o visi, statistiškai reikšmingai veikiantys veiksniai, porinio ryšio analizės metu ir neturėję statistiškai reikšmingo pavienio poveikio (žr. 5 lent.).

5 lentelė. Dauginės regresijos analitinės išraiškos koeficientai (R²=0,9987; Sig=0,000631<0,05)

Koeficientas	Reikšmė
Laisvasis narys	-244802
Paskolų EUR palūkanos, %	-110521
VKI (Infliacija), %	3336,331
BVP, to meto kainomis mln. EUR	-30,482
VDU, Neto	1502,732
Tiesioginės užsienio investicijos metų pabaigoje mln. EUR	93,62361
Importas tūkst. EUR	0,089429
Eksportas tūkst. EUR	-0,10939
Vartojimo išlaidos, 1 namų ūkiui per mėn.	58,45838
Nedarbo lygis, %	-6381,4

Pažymėjus veiksniais tokia tvarka:

x₁- paskolų EUR palūkanos, %;

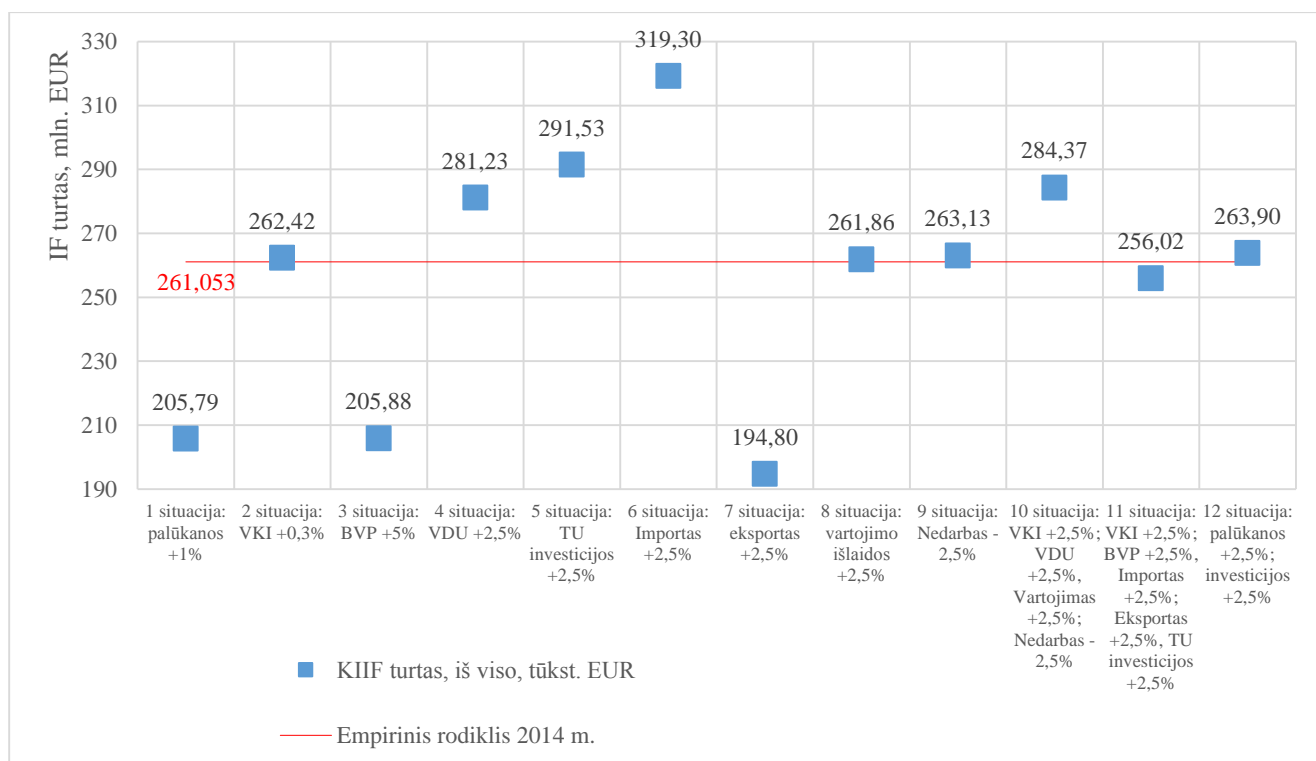
x₂- VKI (Infliacija), %;

- x₃- BVP, to meto kainomis, mln. EUR;
- x₄- vidutinis darbo užmokestis (NETO), EUR;
- x₅- tiesioginės užsienio investicijos metų pabaigoje, mln. EUR;
- x₆- importas, tūkst. EUR;
- x₇- eksportas, tūkst. EUR;
- x₈- vartojimo išlaidos, 1 namų ūkiui per mėn.;
- x₉- nedarbo lygis, %.

Hipotetinis analitinis investicijų fondo turto pokyčių prognozavimo modelis atrodo taip:

$$y = -110521x_1 + 3336,331x_2 - 30,482x_3 + 1502,732x_4 + 93,624x_5 + 0,089x_6 - 0,109x_7 + 58,458x_8 - 6381,4x_9 - 244802. \quad (6)$$

Siekiant nustatyti, kokį poveikį kompleksiniame poveikyje turi kiekvienas iš makroekonominių veiksnių buvo sudaryti 1-12 situacijų modeliai, kuriuose buvo prognozuojamas tik vieno iš veiksnių didėjimas, 10 situacija buvo orientuota į vartojimo augimo poveikį investicinių fondų turto pokyčiams, 11 situacijoje analizuojamas ekonominio šalies augimo tarptautinės prekybos pagrindu poveikis finansų rinkos dalyvių valdomo turto pokyčiams, 12 situacijoje buvo modeliuojama situacija, kai investiciniai fondai operuoja skolintu kapitalu veikdami finansų rinkose, todėl yra priklausomi nuo palūkanų pokyčių bei tiesioginių užsienio investicijų (35 pav.)



35 pav. Daugiakriterinis hipotetinis investicinių fondų turto pokyčių prognozavimo modelis mln. Eur. (sudaryta autorės, pagal Lietuvos statistikos departamento duomenis, (2016))

Modeliuojant situacijas su vieno veiksnio pokyčiu (žr.35 pav. 6 situacija) galima teigti, kad skirtingai nei porinės regresijos atveju, dauginės regresijos modelyje stipriausią poveikį turinčiu veiksmu galima išskirti užsienio prekybos- importo pokyčių veiksnį, kuris porinės regresijos atveju netenkinio net statistinio reikšmingumo kriterijaus: situacijų modeliavimas importo srautui į Lietuvą padidėjus 2,5% lyginant su 2014 m., galima prognozuoti, kad investicinių fondų valdomas turtas išaugtų net 22,31%. Tokia situacija nėra tikėtina, ji tik demonstruoja, kad kompleksinio poveikio metu analizuojami veiksniai turi ženkliai kitokį poveikį tiriamajam požymiui ir jo reikšmių pokyčiams. Tačiau užsienio prekybos eksporto rodiklis turi visiškai priešingą poveikį investicinių fondų valdomo turto pokyčiams, nes eksporto augimas 2,5% lyginant su 2014 m. gali sąlygoti investicinių fondų valdomo turto sumažėjimą net 25,38% lyginant su 2014 m. rodikliu. Daugiakriterinėje situacijų analizėje neigiamą poveikį turi makroekonominis rodiklis kaip BVP to meto kainomis ir kredito palūkanų normos pokyčiai (žr.35 pav. 1, 3 situacijos).

Trys situacijos buvo sumodeliuotos siekiant išsiaiškinti makroekonominių veiksmų, vartojimo bei kredito rinkos veiksmų poveikį investicinių fondų valdomo turto pokyčiams. Tyrimo metu buvo nustatyta, kad BVP, VKI, importas ir eksporto bei tiesioginių užsienio investicijų rodikliams didėjant po 2,5 % lyginant su 2014 m. (žr.35 pav. 11 situacija), poveikis investicinių fondų valdomo turto pokyčiams yra neigiamas ir tokios situacijos atveju valdomas turtas sumažėtų iki 1,93%, todėl, kad tarptautinės prekybos intensyvumas, užsienio investicijos nėra vienas pagrindinių investicinės veiklos pokyčiams poveikį turinčių veiksmų. Analizuojant situacijas, susijusias su vartojimo augimu šalyje (žr.35 pav. 10 situacija) pastebima, kad ateinančiais laikotarpiais esant 2,5% vartojimo kainų indekso augimui, bet tiek pat didėjant vidutiniam darbo užmokesčiui, vartojimui (namų ūkiai) bei 2,5% mažėjant nedarbui, galima prognozuoti iki 8,93% investicinių fondų valdomų turto teigiamą pokytį. 12 situacijos atveju (žr.35 pav.) buvo analizuojama skolinto kapitalo poveikis investicinių fondų veiklai. Todėl padidėjus 2,5% padidėjus tiesioginėms užsienio investicijoms bei padidėjus skolinto kapitalo palūkanų normai 2,5% ir prognozuoti 1,09% investicinių fondų valdomo turto padidėjimo.

Apibendrinant tyrimo rezultatus galima teigti, kad Lietuvos finansų rinkoje investicinės veiklos srityje pagal valdomo turto apimtį dominuoja užsienio kolektyvinio investavimo subjektai, kurių dominavimo periodas prasidėjo po kriziniu laikotarpiu, kai Lietuvos lokali finansų rinka buvo patyrusi recesijos poveikį. Ekonominiu požiūriu užsienio kapitalo dominavimas investicinėje finansų rinkoje yra vertinamas kaip turintis skatinamąjį užsienio investicijų pritraukimo poveikį, tačiau šalies ekonomikos plėtros požiūriu didesnę poveikį turi vietinio kapitalo investicinių fondų veikla, pasižyminti kiek silpnesniu užsienio investicijų pritraukimo poveikiu, tačiau turi stipresnę poveikį vietos investicijų požiūriu.

Finansinė krizė turėjo poveikį ir investicinių portfelių struktūros pokyčiams, nuo 2008 metų stipriai sumažėjo didelės rizikos investicijų dalis ir buvo ženkliai padidinta investicijų į obligacijas ir

dalį investiciniuose portfeliuose. Išanalizavus investicijų struktūros pokyčius mažiausia investicinio fondo investicinio portfelio dalis tenka vyriausybės ir centrinių bankų arba jų garantuotiems ne nuosavybės vertybiniams popieriams (5%), virš 10% sudaro investicijos į nuosavybės vertybinius popierius, o likusi investicinio portfelio dalis apytikriai po lygiai pasiskirsto tarp investicijų į kolektyvinio investavimo subjektų investicinius vienetus ir akcijas, į ne nuosavybės ir į nuosavybės vertybinius popierius. Lyginant investicinio portfelio struktūros pokyčius su iki kriziniu laikotarpiu, galima teigti, kad dominavusi investicinio portfelio į nuosavybės vertybinius popierius dalis sumažėjo daugiau nei 3 kartus, o 2013-2014 m. investicinių fondų investicinio portfelio struktūra leidžia daryti prielaidą, kad yra formuojama optimali rizikos požiūriu investicinio portfelio struktūra, itin stipriai sumažinant rizikingų investicijų dalį.

Analizuojant investicinių fondų įsipareigojimų dinamiką, galima teigti, kad 2013-2014 m. laikotarpiu didėja skolintas kapitalas bei mokėtinos sumos, o tai reiškia, kad investiciniai fondai intensyviau pradeda naudoti skolintą kapitalą. Tokių investicinių fondų turto pokyčiai tampa priklausomi nuo kredito rinkos rodiklių pokyčių, pavyzdžiui nuo palūkanų dydžio, tai įtakoja ir investicinio vieneto vertės pokyčius. Kaip parodė tyrimo rezultatai, daugiau nei 90% investicinių fondų įsipareigojimų sudaro grynieji aktyvai, o tais atvejais, kai investicinio portfelio sudėtis neturi optimalaus paskirstymo ir daugiau nei 50% portfelio sudarant aukštos rizikos investiciniams vienetais, bet kokio finansinio nestabilumo rinkose atveju, investiciniai fondai generuoja nuostolius: tokia situacija buvo užfiksuota Lietuvos finansų rinkose, kai 2005-2007 m. laikotarpiu investicinį portfelį sudarė investicijos į nuosavybės vertybinius popierius (apie 70%) ir 2008 m. ekonominės recesijos metu investicinių fondų realizuotas pelnas iš investicijų buvo neigiamas. Investiciniai fondai ir investuotojai patyrė 18,18 ir 16,156 sekančiais metais mln. EUR nuostolius. Investicinių fondų rinkoje, veiklos ir finansinė analizė galima teigti, kad investicinių fondų valdymas yra neefektyvus, o valdomi investiciniai fondai nėra optimalios sudėties, ką rodo ir investicinių fondų vienetų (akcijų) likučių laikotarpio pabaigos ir sudarytų sandorių per tą patį laikotarpį dinamiką.

Didžiausią poveikį investicinių fondų turto pokyčiams turi vartojimo pokyčiai rinkoje ir nedarbo mažėjimas, sąlygojami didesnės namų ūkių perkamosios galios atsiradimu, esant atlyginimo teigiamiems pokyčiams. Kaip parodė tyrimo metu atlikti apibendrinimai ir padarytos išvados, pagrindinė sąlyga, stiprinanti investicinių fondų veiklą finansų rinkoje Lietuvoje, tai augantis šalies vartojimas, tačiau šis ryšys nėra vienpusis, jis yra abipusis, todėl galima teigti, kad didėjantis regione vartojimas teigiamai veikia investicinių fondų veiklą.

Pritaikius porinės regresijos metodą, buvo nustatyta, kad investicinių fondų veikla yra tiesiogiai statistiškai reikšmingai priklausoma, nuo šalies ekonomikos augimo pokyčių, tiksliai buvo nustatytas statistiškai reikšmingas ryšys, tarp investicinių fondų valdomo turto ir BVP dinamikos, Apibūdinant, kad investicinių fondų veikla iš dalies yra priklausoma nuo ekonominio augimo šalyje, nuo užsienio

investicijų pritraukimo, nuo galimos verslo plėtros šalyje. Tačiau, investicinių fondų veikla skatina investicinės veiklos galimybes, didėjančias pajamas ir per mokestinių priemonių pritaikymą didesnes mokesčių rinkliavas, gaunamas per investicinių fondų valdytojus, todėl būtina skatinti ir palaikyti lietuviško kapitalo investicinių fondų veiklą Lietuvoje.

Investicinių fondų turto pokyčiai rodo teigiamą dinamiką didinant skolinto kapitalo investavimą ir net didėjant palūkanų normai, todėl galima pagrįsti rizikos fondų atėjimu į finansų rinką ir didėjančia dalimi finansinėje rinkoje. Mažiausiai įtaką investiciniai fondai turi tarptautinės prekybos pokyčiams šalyje, bei su tuo susijusia ekonominės situacijos augimo tendencija. Tai rodo, kad tarptautinės prekybos ir logistikos verslo subjektai nėra tiesiogiai susiję su finansų rinka, todėl galima daryti išvadą, kad investicinių fondų veikla yra priklausoma nuo vartojamosios galios pokyčių šalyje, nuo apyvartinio kapitalo rinkoje. Apibendinant galima teigti, kad daugiakriterinės analizės atveju, kai veikia tarpusavyje daugiau ekonominių veiksnių, tarptautinė prekyba įgyja hipotetinę prasmę investicinių fondų veiklos požiūriu. Sumodeliuotos daugiakriterinės investicinių fondų turto pokyčio hipotetinės situacijos matome, kad didžiausius investicinių fondų turto pokyčius galima pasiekti tais atvejais, kai rinkoje bus fiksuojamas 2,5% importo augimas, nekintant kitiems hipotetinio modelio veiksniams. Didžiausią neigiamą investicinių fondų turto pokytį galima prognozuoti tais atvejais, jeigu šalies eksportas padidėtų. Kadangi rinkoje vyrauja užsienio kapitalo investiciniai fondai, tai tokie hipotetinio daugiakriterinio modelio rezultatai gali būti paaiškinami, kad užsienio kapitalo investicijos rinkoje yra tiesiogiai susijusios su iš užsienio importuojamais produktais rinkoje. Tiesiogiai generuojančiais užsienio kapitalo rodiklius, o tai reiškia, kad siekiant didesnio teigiamo investicinių fondų veiklos poveikio ekonomikai, reikia skatinti nacionalinio kapitalo investicinių fondų veiklą ir didinti eksportą. Intensyvesnis eksporto augimas tiesiogiai teigiamai veikia nacionalinio kapitalo investicinę grąžą ir didina investicinį šalies potencialą.

IŠVADOS

Darbe atlikus investicinių fondų teorinę analizę bei įvertinus investicinių fondų veiklos efektyvumą, galima išvadas:

1. Išanalizavus investicinių fondų sistemos esmę ir jos valdymo ypatumus Lietuvoje galima teigti, kad investicinių fondų patrauklumą lemia tai, kad investuotojas investuodamas į fondą, nusiperka jo investicinius vienetus bei profesionalių fondo valdytojų paslaugas, kurie investuoja į investicinius fondus pagal fondo strategiją, o investuotojas gauna investicinę grąžą. Geriausias būdas investuoti yra į kitų šalių rinkas, nes visais investavimo klausimais rūpinasi profesionalūs fondų valdytojai ir diversifikuodami investicinį portfelį žymiai sumažina riziką.
2. Išnagrinėjus šalies makroekonomikos pokyčių cikliškumą galima teigti, kad investuotojai, rinkdamiesi fondą, išskiria du pagrindinius faktorius: pelningumo ir rizikos faktorius, šalutinius faktorius įvardija pasirenkant fondą, kaip mokesčiai už fondo įsigijimą, valdymo kaštai, fondo valdytojo reputacija. Svarbiausia faktorių daugumai investuotojų, tai pastovūs, geri fondo rezultatai per ilgesnį laiko tarpą. Ir tiesioginių užsienio investicijų pokyčiai.
3. Nustačius pagrindinius investicinių fondų veiklos rodiklius, kurie daro įtaką makroekonominiams rodikliams, galima teigti, kad didžiausią poveikį investicinių fondų veiklos pokyčiams turi BVP (bendro vidaus produkto) dinamika, vidutinis darbo užmokestis, tiesioginių užsienio investicijų pokyčiai. Didėjant investicijoms šalies viduje intensyvėja investicinių fondų veikla, o didėjant tiesioginių užsienio investicijų šalyje skatinamas ekonominis augimas, kas taip pat teigiamai pokyčių atžvilgiu veikia investicinių fondų veiklą.
4. Atlikus mokslinės literatūros ir situacijos analizės investicinių fondų vertinimo modelį, nustatius investicinių fondų veiklos pokyčiams poveikį turinčius veiksniai, tyrimo metu dauginės regresijos modeliavimo pagalba buvo sudarytas hipotetinis investicinių fondų turto pokyčių modeliavimo analitinis modelis, leidžiantis modeliuoti įvairias situacijas, kurių metu poveikį turi ne vienas, o visi, statistiškai reikšmingai veikiantys veiksniai. Sumodeliuotos daugiakriterinės investicinių fondų turto pokyčio hipotetinės situacijos didžiausius investicinių fondų turto pokyčius galima pasiekti tais atvejais, kai rinkoje bus fiksuojamas importo augimas, nekintant kitiems hipotetinio modelio veiksniais.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

- 1.C.Christauskas, S. Stunguriene (2007). Mitivation Factors of Decision Making Person: Inžinerinė Ekonomika- Engineering Economics (3) p.51-56
- 2.K. Barkauskienė, V. Snieška (2011)Lietuvos investuotojų fondų pasirinkimą lemiantys kriterijai (KTU)
- 3.Nicolas P. Bollen, Jeffrey A. Busse (2004). Short- Term Persistence in Mutual Fund Performace: The Review of Financial Studies, Vol 18
4. Berk J. and R Green (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. Forth coming, Journal of Political Economy.
5. Grosman S, and J.Stiglitz (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets: American Economic Review70, p.393-408
- 6.Goetzmann, W.,and R. Ibbotson (1994). Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance: Journal of Portfolio Management, No.20, p.9-18
7. D.Pilinkus, V. Boguslauskas (2009) The Short- Run Relationship between Stock Market Prices and Macroeconomic Variables in Lithuania: An Application of the Impulse Response Function: Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics(5),p.26-34
- 8.Chevalier J., and G.Ellison (1999). Career Concerns of Mutual Fund Managers: Quarterly Journal of Economics,No.114,p.389-432
- 9.V.Rutkauskas, R.Martinkutė „ Investicijų portfelio anatomija ir valdymas“ (2007), Vilnius
10. Ippolito R.A. (1992) Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry: Journal of Law and Economics, Vol.35, p.45-70
11. Carhart M. (1997) On Persistence in Mutual Fund Performance: Journal of Finance, No 52, p.57-82
12. Gruber M.(1996) Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds: Journal of Finance, No.51, p.783-810.
- 13.CaponN., Fitzsimons G.J,and Weingarten R.(1994).Affluent investors and mutual fund purchases: Internation Journal of Bank Marketing, Vol 12, No.3,p.17-25
- 14.Brown.S.J and Goetzmann W.N.(1995)Performance Persistence: Journal of Finance 50, p.679-698.
- 15.BogleJ.C. (1992)Selecting equity mutual funds: Journal of Portfolio Management, Vol.18, Winter, p. 94-100
16. Blake C.R,Elton E.J and Gruber M.J.(1993). The performance of bond mutual funds: Journal of Business, Vol.66, p.371-403.
- 17.Golec J.H (1996).The effects of mutual fund managers' characteristics on their portfolio performance, risk, and fees: Financial Services Review, Vol.5, p. 133-147.
18. Ang J.S. (1998). Mutual fund managers' effort and performance. The Journal of Investing, p.68-75.

- 19 R. Norvaišienė, „Įmonės investicijų valdymas“ (2004), KTU
20. J.Stankevičienė, I.Gavrilova, „Lietuvos investicinių fondų veiklos vertinimas taikant kompleksinio vertinimo modelį“ 2012 13(1): 94–106, Verslas: teorija ir praktika.
- 21.Elton, E.J. and Gruber, M.J.(1989).Modern Portfolio Theory and Empirical Work:John Wiley and Sons, New York, NY.
- 22.Shykla R.K. and van Inwegen G.B.(1995). Do locals perform better than foreigners? An analysis of UK and US mutual fund managers: Journal of Economics and Business, Vol.47, p.241-254.
23. Rakowski David.(2010). Fund Flow Volatility and Performance: Journal of financial and quantitative analysis, Vol.45,No.1,p.223-237
- 24.Patel J.,Zeckhauser, R.. and Hendricks, D.(1992). Investment Flows and Performance: Evidence from Mutual Funds, Cross Border Investments and New Issues: working paper.Harvard University, Cambridge, MA.
25. J.Nedzveckas, G.Rasimavičius (2000), „Vertybinių popierių portfelio valdymas ir monitoringas“ Inžinierinė ekonomika 1 (16)
26. D.Vasiliauskaite „Optimalus vertybinių popierių portfelio sudarymo ypatumai“ *Ekonomika*,
27. D. Cibulskienė, M. Butkus. „Investicijų ekonomika“. Šiauliai, (2006)
28. Tamošiūnienė R., Kucko, I. (2003) Investicinio fondo integraliojo turto ir įsipareigojimų portfelio sudarymas, Verslas: teorija ir praktika [Business: Theory and Practice] 4(1): 52–60.
29. Balčienė N. (2007) Lietuvos privačių pensijų fondų vertinimo reikšmingumas. Socialiniai mokslai: http://jaunasis-mokslininkas.asu.lt/mokslininkas.asu.lt/smk_2007/finansai/Balciene_Nijole.pdf
30. I.Gavrilova „Lietuvos investicinių fondų veiklos vertinimas atsižvelgiant į riziką ir savalaikiškumą“ VGTU,(2011)Vilnius
31. I.Gavrilova, J.Stankevičienė „Lietuvos investicinių fondų veiklos vertinimas taikant kompleksinio vertinimo modelį“ VGTU (2012)Vilnius
32. Bivainis, J.;Volodzkiene L.(2008) Nekilnojamojo turto investiciniai fondai: vieta investicinių fondų įvairovėje, Verslas:teorija ir praktika
33. A. Žvirblis, V. Rimkevičiūtė „Lietuvos investicinių fondų rodiklių ir makroveiksnių vertinimas“ MRU (2012), Vilnius
- 34.Sharpe F.W (1966) Mutual Funds Performance, Journal of Business 39(1) p.119-145
35. , J.L.;Mazuy, F. (1996) Can Mutual Funds outguess the Market?, Harvard Business Review 44:p.131-141.
36. G.Kancerevyčius (2004). Finansai ir investicijos.Smaltija.Kaunas
- 37.Elton,E.J,Gruber, M.J.Busse., J.A.(2004). Are Investors Rational? Choices among Index Funds. The Journal of Finance.59. p.261-299

38. Kancerevyčius G (2009) Fiansai ir investicijos 3- iasis atnaujintas leidimas, Kaunas Smaltijos leidykla
39. Lietuvos Respublikos Kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas. 2003 m. liepos 4d., Nr. IX-1709 Vilnius.
40. Lietuvos ekonomikos raida verslas, Lietuvos statistikos departamentas, internetinis puslapis: http://osp.gov.lt/documents/10180/601214/Verslas_2015.pdf
41. Vasiliauskaitė D. Optimalaus vertybinių popierių portfelio sudarymo ypatumai. Ekonomika. 2004, No. 67(2)
42. J.Nedzveckas, G.Rasimavičius (2000), Vertybinių popierių portfelio valdymas ir monitoringas. Inžinierinė ekonomika 1 (16).
43. Viešosios ekonomikos paskaitos, naudotas internetinis puslapis: http://www.ekonomika.org/VSE/PDF_2011/vse23_2016.pdf
44. Pension Funds Baltic, naudotas internetinis puslapis: <http://www.mpensija.lt/images/File/informaciniai-pranesimai/kodel-svarbu-tinkamai-pasirinkti-pensiju-fonda.pdf>
45. Lietuvos bankas https://www.lb.lt/2015_m_ii_ketv_valdymo_imoniu_veiklos_apzvalga
46. Lietuvos banko asociacija, http://www.lba.lt/go.php/lit/Investiciniai_fondai/126
47. Rusijos akcijų rinkos apžvalga (2014), (<http://www.investavimas.lt>)
48. Lietuvos bankas, Apklausa dėl rizikų Lietuvos finansų sistemai apžvalga (2015), https://www.lb.lt/2015_m_ii_pusmecio_apklausa_del_riziku_lietuvos_finansu_sistemai
49. V.Kalinauskas Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas (2003), Pinigų studijos
50. Šostak V, Račkauskienė, D. Majauskienė V.(2006) Pensijų fondų vertinimo ypatumai. Finansų analitikų asociacija II pakopos pensijų fondų vertinimo principų apžvalga, Vilnius
51. https://www.lb.lt/ii_ir_iii_pakopos_pensiju_fondu_bei_kolektyvinio_investavimo_subjektu_rinkos_apzvalgos_2014_m_1 (Lietuvos bankas)
52. Fisher.D.E, Jordan R.J (1983). Securityanalysis portfelio management.New Jersy: Prentice- Hall ,Inc, Engelwood Cliffs.
53. Rutkauskas, A.V, Stankevičius P.(2006).Investicinių sprendimų valdymas.Vilnius:Vilniaus pedagoginio universiteto leidykla.
54. Kancerevyčius, G. (2009) Fiansai ir investicijos.Kaunas Smaltija
55. Kalinauskas , V. (2003). Investicijų į vertybinius popierius Lietuvoje valdymas ir tobulinimas. Pinigų studijos: Ekonomikos teorija ir praktika
56. Tvaronavičienė, M;Michailova, J. (2004) Optimalaus akcijų portfelio sudarymas, naudojantis H. Markowitz „Portfelio teorija“, Verslas: teorija ir praktija, Vilnius, Nr.3

57. Snieška, V. Rizikos vertinimas tarptautiniame versle. Verslas, vadyba ir studijos'2000. Vilnius (2001)
58. Markowitz H.(1952).Portfolio Selection Journal of Finance,
59. Markowitz,H.(1959).Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment. John Wiley&Sons. New York.
60. V.Sejavičius, https://www.lb.lt/del_savanorisko_pensiju_kaupimo_istatymo
61. Elton E.J. and Gruber M.J(1989) Modern Portfolio Theory and Investment Analysis.New York:John Wiley andSons,Inc
62. Kane, Snatini and Aber (1991).Lessons from the Growth History of Mutual Funds: Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.
63. Bala Ramasamy, Matthew C.H. Yeung (2003). Evulating mutual funds in an emerging market: factors that matter to financial advisors: Internacional Journal of Bank Marketing, Vol.21/3, p.122-136.
64. Pei- Gi Shu, Yin-Hua Yeh, Takeshi Yamada. (2002). The behavior of Taiwan mutual fund investors-performance and fund flows. Pacific- Basin Finance Journal Volume 10, Issue 5. P.583-601.
- 65.Del Guercio,D, and P.A. Tkac, „Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow“.Journal of Financial and Quantitative Analysis 43, p.908-937
66. A.V.Rutkauskas, L.Kaleininkaitė.(2004). Portfelio sprendimai valiutų kursų ir kapitalo rinkose. Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos 4.Ernesto Galvanausko tarptautinė mokslinė konferencija.Šiaulių Universitetas
67. Butler R, Davies L. Pike R.,Sharp J.(1993) StrategicInvestment Decisions.Theory, Practice and Process.London:Routledge,p.231-234
68. L.Kruschwitz (2001) Investiciniai atsiskaitymai
69. Fabozzi F. Bond (2001) portfolio management,
70. Džikevičius A (2004).Vertinimo, koreguoto pagal riziką, metodikų palyginamoji analizė.Socialiniai mokslai LŽŪU: mokslo darbai
71. Valentinavičius S (2010).Investicijų valdymas, teoriniai ir praktiniai aspektai. Vilnius
- 72.Sharpe W.F.(1964)Capital Asset Prices: A Theoryof Market Equilibrium under Conditions of Risk,Journal of Finance 19, No.3(September)p.425-449.
- 73.Sharpe W.F. and Aleksander G.J.(1990). Investments.4th ed. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc,
74. Treynor, J.L; Mazuy F.(1996). Can Mutual Funds outguess the Market? , Harward Business Review44: p.131-141.
75. Madura J.(2008) Fianncial Markets and Instutitions, 8th Edition. Florida: Thomson/SouthWestern,

76. Gompers P.A. and Metrick A.(1998) How Are Large Institutions Different from Other Investors? Why Do These Differences Matter?Harvard Institute of Economic Research, Cambridge, Working Paper No.1830
77. Ramasamy, B., Yeung, M.C.H.,(2003) „Evaluating mutual funds in an emerging market: factors that matter to financial advisors,“Internacional Journal of Bank Marketing, Volume21 Issue. P.122-138.
78. Sapp, T., Tiwari, A.(2004).Does Stock Return Momentum Explain the „ Smart Money“ Effect?. The Journal of Finance,59.p. 2605-2622.
79. Pei-Gi Shu, Yin-Hua Yeh, Takeshi Yamada.(2002). The behavior of Taiwan mutual fund investors-performance and fund flows.Pacific-Basin Finance Journal.Volume 10, Issue 5 p. 583-600
80. Gudaitis T. (2009) Senatvės pensijų sistemos modelių teorijos analizė// Organizacijų valdyba: sisteminiai tyrimai, VU, Nr.50
81. Jensen M,C (1968) The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. TheJournal of Finance, Vol.23 No.2., p.389-418
82. Бланк И. А. (1995).Инвестиционный менеджмент. Киев : Итем
83. Боди, Э., Мертон, Р. К. (2003). Финансы. Москва-Санкт Петербург. Киев : Вильямс
84. Sirri, E.R. and Tufano, P.(1998). Costly Search and Mutual Fund Flows. The Journal of Finance.53. p.1589-1622.
85. Noel Capon, Gavan J. Fitzsimons and Rick Weingarten (1994). Affluent Investors and Mutual Fund Purchases:Internacional Journal of Bank Marketing, Vol.12 No.3, p.17-27.
86. F.K Reilly and K.C Brown,(1999) „ Investment Analysis andPortfolio Management,