



## INVESTAVIMO STRATEGIJŲ PASIRINKIMO GALIMYBIŲ ANALIZĖ IR JŲ KLASIFIKAVIMAS AKCIJŲ RINKOJE

Ieva GAIGALAITĖ<sup>1</sup>, Grigorij ŽILINSKIJ<sup>2</sup>

*Vilniaus Gedimino techniko universitetas, Verslo vadovybos fakultetas,  
Finansų inžinerijos katedra, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lietuva  
El. paštas: <sup>1</sup>ieva.gaigalaite@gmail.com; <sup>2</sup>grigorij.zilinskij@vgtu.lt*

**Santrauka.** Straipsnyje yra nagrinėjamos investavimo akcijų rinkoje strategijų pasirinkimo galimybės, bei strategijos yra klasifikuojamos, pagal investuotojų elgseną rinkoje ir kaip aktyviai jie dalyvauja investavime. Išnagrinėjus literatūroje pateikiamas investavimo sąvokas ir pasiūlius jas apibendrinantį investavimo apibrėžimą, trumpai pristatoma investavimo strategijos sąvoka, išskiriamos pagrindinės dvi investavimo strategijų grupės. Įvertinus literatūroje sutinkamų investavimo strategijų įvairovę ir trumpai jas aprašius, informacija apie strategijas yra sisteminama, remiantis bendrais investuotojų aktyvumo bruožais ir pasiūlant galimą aktyvaus ir pasyvaus investavimo strategijų klasifikavimą. Įvertinus aktyvaus ir pasyvaus investavimo strategijų ypatybes pateikiamos įžvalgos dėl investavimo priemonių pasirinkimo aktyviai ir pasyviai investicijas valdantiems investuotojams, priklausomai nuo investuotojų požiūrio, lūkesčių ir aktyvumo.

**Reikšminiai žodžiai:** investavimas, investicijų valdymas, investicijų portfelis, investavimo strategija, aktyvus investavimas, pasyvus investavimas. E32.

### Įvadas

Visuomenės poreikių neįmanoma patenkinti ir jie yra begaliniai, visuomenė ieško papildomų galimybių gauti antrinių pajamų, o investavimas, tai puiki galimybė padidinti savo finansinius aktyvus. Šiuolaikinės finansų rinkos suteikia investuotojams vis daugiau galimybių panaudoti savo finansinius išteklius tikintis teigiamos grąžos. Dažniausiai investavimo sąvoka suprantama, kaip laisvo kapitalo panaudojimas, investuojant ir gaunant už investiciją grąžą. Kadangi daugėja galimybių privatiems investuotojams, kartu auga ir bendras visuomenės finansinis raštingumas ir vis labiau suprantama investavimo nauda. Investuotojai turėdami vis daugiau žinių, atidžiau renkasi finansinius aktyvus ir investavimo strategijas, kurios atrodo jiems patrauklesnės, bei labiau atitinka išsikeltus finansinius tikslus.

Suprantama, kad ne kiekvienas gali būti sėkmingas investuotojas, todėl norint pagerinti savo rezultatą, reikia nusistatyti tinkamus tikslus, apsispręsti kiek laiko bus galima skirti investavimui, bei išsigręžinti investavimo strategiją, kuri yra būtina siekiant kaip įmanoma geresnio rezultato. Investavimo strategija yra vienas iš svarbiausių ir aktualiausių investavimo proceso dalių, nes be jo neįmanoma užtikrinti gerų investavimo rezultatų. Kadangi investavimas egzistuoja jau ilgus metus ir procesas yra plačiai išnagrinėtas, todėl ir investavimo strategijos pasižymi didele gausa. Mokslinėje literatūroje strategijos yra nagrinėjamos plačiai ir aptinkama nemažai skirtingų požiūrių, bei vertinimų. Dėl didelės gausos studijų išryškėja problema, kad neturinčiam daug patirties investuotojui yra sunku susigaudyti ir suprasti investavimo strategijas, nes dažniausiai mokslininkai pasirenka nagrinėti vieną konkrečią strategiją, o platesnės investavimo strategijų pasirinkimo galimybių analizės nėra, bei apibendrintos informacijos apie jų įvairovę jaučiamas trūkumas.

Darbo tikslas – išanalizuoti investavimo strategijų pasirinkimo galimybes, susisteminti literatūroje pateikiamą medžiagą sudarant strategijų klasifikaciją, kuri leistų investuotojams lengviau pasirinkti jiems tinkamiausią investavimo strategiją.

Darbo tikslui pasiekti, iškelti tokie darbo uždaviniai:

- Išnagrinėti literatūroje pateikiamas investavimo sąvokas apibrėžimus bei pasiūlyti juos apibendrinantį apibrėžimą.
- Išnagrinėti literatūroje pateiktą pasyvaus investavimo strategijų įvairovę ir pasiūlyti jas apibendrinančią klasifikaciją.
- Išnagrinėti literatūroje pateiktą aktyvaus investavimo strategijų įvairovę ir pasiūlyti jas apibendrinančią klasifikaciją.
- Pateikti pasiūlymus dėl investavimo priemonių pasirinkimo aktyviai ir pasyviai investicijas valdantiems investuotojams.

## Investavimo sąvokos ir strategijos teorinė analizė

### Investavimo teoriniai aspektai

Lietuvos Respublikos investicijų įstatyme (1999) investavimas apibrėžiamas, kaip šio įstatymo nustatytais būdais atliekami investuotojo veiksmai, kuriais jis įgyja nuosavybės teisę arba kreditoriaus reikalavimo teisę į investavimo objektą arba teisę šį objektą valdyti ir naudoti.

Taip pat reikėtų apibrėžti investavimui aktualią investicijų sąvoką, kuri Lietuvos Respublikos investicijų įstatyme (1999) yra apibūdinama, kaip piniginės lėšos ir įstatymais bei kitais teisės aktais nustatyta tvarka įvertintas materialusis, nematerialusis ir finansinis turtas, kuris investuojamas siekiant iš investavimo objekto gauti pelno (pajamų), socialinį rezultatą (švietimo, kultūros, mokslo, sveikatos ir socialinės apsaugos bei kitose panašiose srityse) arba užtikrinti valstybės funkcijų įgyvendinimą. Treigienė (2010) investicijas apibūdina, kaip pinigines lėšas ir kitą finansinį turtą bei materialųjį ir nematerialųjį turtą, kuris yra investuojamas siekiant investavimo objekto gauti pelną arba kitą rezultatą. Informacija apie literatūros šaltiniuose rastus investavimo sąvokos apibrėžimus pateikta I lentelėje.

I lentelė. Investavimo sąvokų palyginimas (sudaryta autorių)  
Table I. Investment conceptual comparison (developed by the authors)

Autorius, metai	Apibrėžimas
Kancerevyčius 2009	Investavimas reiškia tikro dabartinio vartojimo atsisakymą dėl ateities vartojimo
Jurevičienė 2008	Investavimas, tai pinigų įdėjimas į vertybinius popierius ar materialų turtą, siekiant gauti vertės padidėjimo, pajamų ar abu dalykus.
Černius 2011	Investavimas, tai pinigų „įdarbinimas“ siekiant kuo didesnės naudos
Valakevičius 2008	Investavimas, tai yra šiandieninės vertės (pinigų ar kitų kapitalinių išteklių) aukojimas perkant realųjį turtą ar vertybinius popierius, tikintis ateityje gauti didesnę vertę, proporcingą prisiimtai rizikai
Bodie, Kane, Marcus 2013	Investavimas yra dabartinis įsipareigojimas pinigais ar kitais ištekliais viliantis patirti būsima naudą.
Rutkauskas, Stankevičius 2006	Investavimas – tai kapitalo panaudojimo būdas, kuris privalo užtikrinti kapitalo saugumą ir vertės augimą.
Macijauskas 2015	Investavimas – tai mechanizmas, kuriuo asmenys, turintys tuo laikotarpiu laisvų lėšų, gali suteikti galimybę jas panaudoti tiems, kuriems tuo metu trūksta lėšų.

Apibendrinant investavimo ir investicijų sąvokas galime daryti išvadą, kad investavimas, tai mechanizmas, kurio yra atsisakoma dabartinio vartojimo perkant vertybinius popierius ar kitą turtą ir tikintis finansinės grąžos, socialinio rezultato arba kitos naudos ateityje.

### Investavimo strategijos sąvokos apibrėžimas

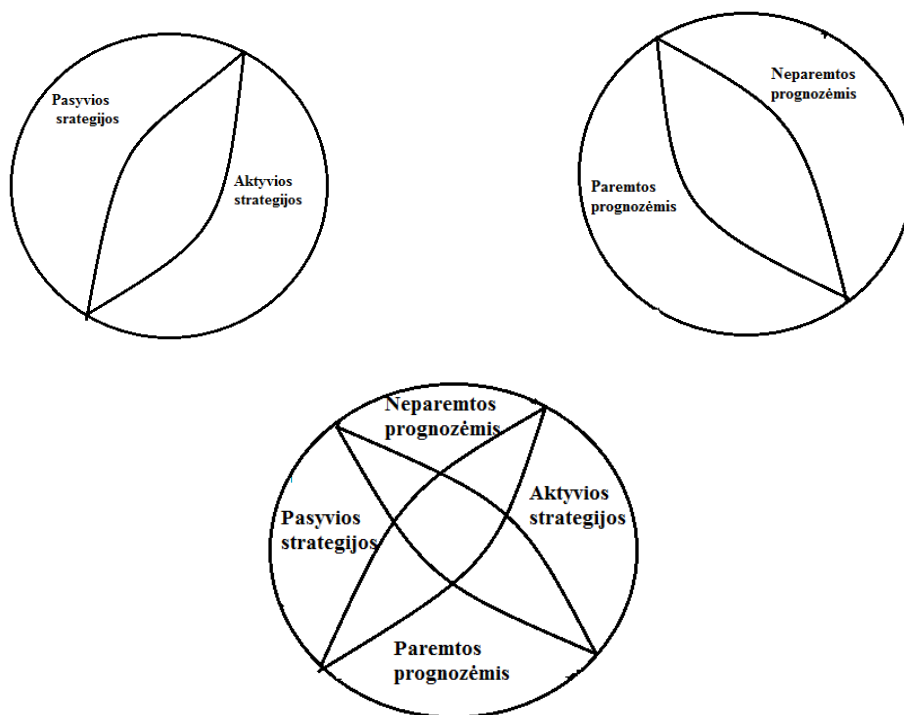
Investavimo strategija, tai tam tikros taisyklės, elgesio bruožai ar procedūros, kurios sukurtos tam kad investuotojas pasirinktų investicinio portfelio valdymo būdą. Strategija turi būti pasirenkama pagal investuotojo nustatytus tikslus bei poreikius, nes tai nulems ar strategija bus ilgalaikė ar trumpalaikė, investuotojo rizikos tolerancijos lygį. Strategiją reiktų suvokti, kaip strateginio investavimo tikslo (investicinės vertės maksimizavimo), remiantis strateginėmis priemonėmis (tinkamiausių investavimo šaltinių ir būdų pasirinkimu), atsižvelgus į strateginius apribojimus (laiko ir rizikos įtaką) bei strategines investavimo į pasirinktą turtą funkcijas (atidėto vartojimo maksimizavimą), pasiekimą (Rutkauskas, Martinkutė 2000). Strategija finansuose dažniausiai suprantama, kaip planas, kurio tikslas pasiekti didžiausią naudą. Investavimo strategija, tai investavimo sprendimai, kuriais investuotojas tikisi gauti didžiausią pelną ir patikimumą (Rutkauskas *et al.* 2008).

Martinkutės-Kaulienės (2006) teigimu, investavimo strategijai yra būdingi trys bruožai, tai požiūris 1) į riziką, 2) investavimo laikotarpį 3) ateities poreikius. Investuotojui prieš pradėdamas išsirinkti investavimo strategiją reikia išsiaiškinti savo poreikius, ar jis sieks didesnės investicinės grąžos ar jo tikslas yra tik pasidėti saugiai pinigus ir apsaugoti juos nuo infliacijos. Taip pat svarbu nuspręsti investuotojui kokiam laikui jis nori investuoti pinigus.

### Investavimo strategijos akcijų rinkoje

Daugelyje literatūros šaltinių galima rasti du tipus strategijų, tai aktyvaus ir pasyvaus valdymo strategijos. Taip pat kai kurie autoriai išskiria aktyvaus ir pasyvaus valdymo strategijų mišinį, tačiau tai yra tik aktyvios strategijos variacijos (Reilly, Brown 2006). Dierkes *et al.* (2010) skirsto investavimo strategijas ne į aktyvias ir pasyvias, bet į paremtas prognozėmis ir neparemtas. Pagal turinį strategijos, kurios nėra paremtos prognozėmis dažniausiai naudojamos pasyviai valdant investicijų portfelį, o aktyvus valdymas dažniausiai yra paremtas prognozėmis. Neparemtos prognozėmis strategijos taip pat gali būti skirstomos į strategijas, kurios reikalauja perbalansavimo ir kurios

to nereikalauja. Tai parodo, kad kadangi literatūroje galima rasti įvairių strategijų, dalis jų negali būti vienareikšmiškai priskirtos vieni strategijų grupei. Atskiros strategijos gali turėti ne vien pasyvaus investavimo bruožų bet ir aktyvaus. Dėl šios priežasties tolimesnėje studijoje pateiktas klasifikavimas yra santykinis, neįvertinant, to kad kai kurios strategijos turi tiek aktyvaus, tiek pasyvaus valdymo elementų arba apjungia tiek prognozėmis paremto, tiek prognozių neįvertinančio sprendimų priėmimo elementus, kaip pavaizduota 1 pav. Šiame paveiksle pavaizduota, kad tiek aktyvios, tiek pasyvios strategijos, bei prognozėmis paremtos ir neparemtos strategijos tarpusavyje persipina ir sunku yra nubrėžti tikslią ribą tarp jų.



1 pav. Strategijų priskyrimas atskiroms strategijų grupėms (sudaryta autorių)  
 Fig. 1. Strategies allocation strategies for individual groups (developed by the authors)

### *Pasyvaus akcijų portfelio valdymo strategija*

Pasyvaus investavimo strategijų tikslas yra maksimizuoti grąžą per ilgą laikotarpį. Kadangi ši strategija yra ilgalaikė, tai investuotojai nesitiki greitos finansinės naudos ar praturtėjimo, tai daugiau strategija, kuri užtikrina lėtą, pastovią grąžą. Taip pat pasyvūs investuotojai tiki efektyvios rinkos hipoteze. Reilly, Brown (2006) išskiria šiuos pagrindinius plusus investuoti remiantis pasyvia strategija: akcijų rinka dažniausiai būna pakankamai efektyvi; daugeliui aktyvių investuotojų yra sunku pralenkti portfelio mokesčius ir gauti pelną.

Taip pat literatūroje yra išskiriamos dviejų tipų pasyvaus valdymo strategijos, tai:

- Pirk ir laikyk, tai įsigytų investicijų išlaikymas per visą investavimą. Ši strategija paprastai investuotojų yra vertinama neigiamai, nes ji nesuteikia galimybės uždirbti daugiau nei rinka. Mcallen (2010) teigia, kad ši strategija niekada gerai neveikė ir neveiks.
- Indeksavimo strategija, tai investavimo strategija, kurios tikslas yra kaip įmanoma tiksliau atkartoti kokio nors specialaus indekso kitimą, tačiau dėl pinigų judėjimų, bankrotų ir įmonių susiliejimų, vertybiniai popieriai turi būti nupirkti ir parduoti, dėl to nepavyksta visiškai tiksliai atkartoti indekso judėjimo ir išryškėja skirtumas bėgant laikui laikui (Reilly, Brown 2006)

Kanceravyčius (2006), Reilly, Brown (2006), bei Elton, Gruber (1995) išskiria tris pagrindines pasyvaus indekso portfelio sudarymo metodikas:

- Visiškas atkartojimas, tai yra paprasčiausias metodas, kai perkamos akcijos, kurios įeina į indeksą, ir tokiais kiekiais, kokia proporcija jos įeina į indeksą. Taip yra gaunamas tiksliausias indekso sekimas, tačiau jis turi ir keletą minusų, tai perkant daug atskirų akcijų bus didelės sandorių sąnaudos, o dividendų reinvestavimai taip pat bus brangesni ir visa tai gerokai padidins atsilikimą nuo indekso pelningumo.
- Imties metodas, kai yra perkamos tik labiausiai indekso kaitą atspindinčios akcijos, tokiu būdu yra perkamas didesnis vienos įmonės akcijų skaičius, palyginus su pirmuoju būdu, dėl to reikia mažiau sumokėti komisinių, bei

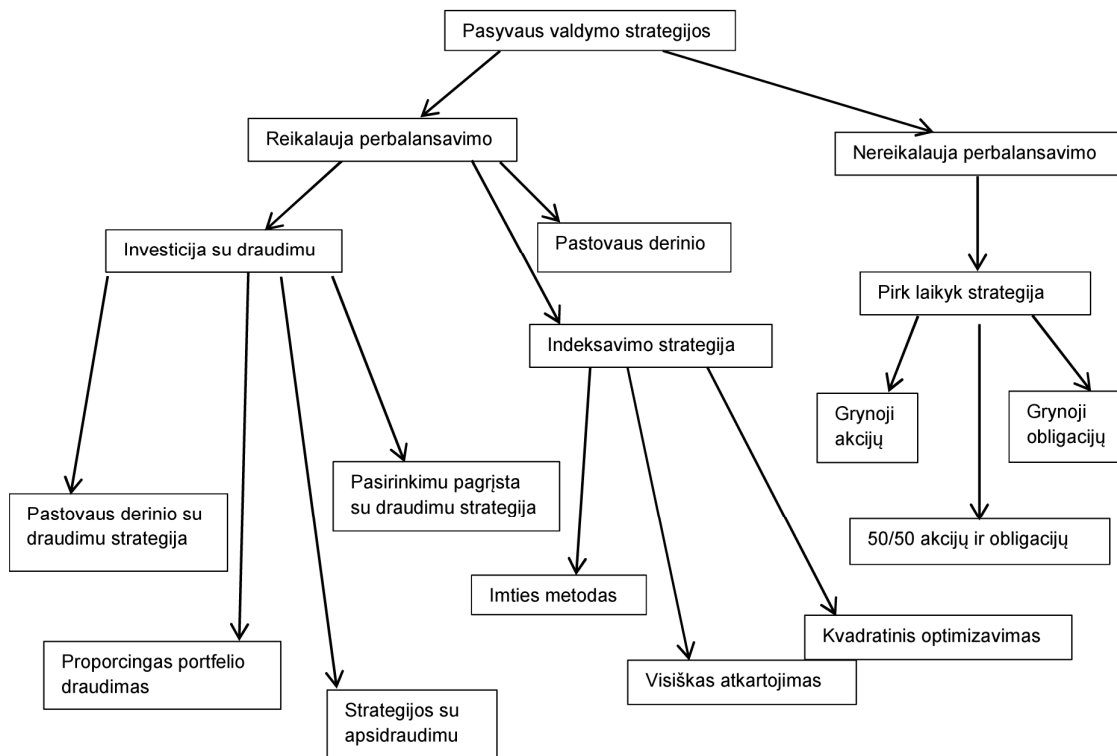
mažiau problemų sudaro dividendų reinvestavimas, tačiau portfelis nebe taip tiksliai atkartoja indekso kaitą. Reikia skaičiuoti, kas yra naudingiau – ar didesnė paklaida ir mažesni kaštai, ar tikslesnis sekimas ir didesni valdymo kaštai.

– Kvadratinis optimizavimas. Šiuo atveju portfelį parenka kompiuterio programa, atsižvelgdama į istorinius koreliacinius tarp akcijų ir jų kainų pokyčių duomenis, siekiant minimizuoti sekimo paklaidą. Šio metodo trūkumas yra tai kad istoriniai duomenys nebūtinai atvaizduos ateitį ir gali būti labai didelis skirtumas nuo rinkos.

Dierkes *et al.* (2010) išskiria kelias pagrindines perbalansavimo strategijas, kurios nepaisant perbalansavimo savybės gali būti priskirtos pasyvaus investavimo strategijoms: pastovaus derinio, indeksavimo strategija, pastovaus derinio su draudimu strategija. Tačiau Zieling *et al.* (2014) papildomai prie pastovaus derinio portfelio su draudimu strategijos dar analizuoja ir pasirinkimu pagrįstą strategiją su draudimu.

Investavimas su draudimu suteikia galimybę investuotojui sumažinti riziką, bei dalyvauti augančioje rinkoje (Greqam, Thema 2004). Pastovaus derinio su draudimu strategija leidžia paprasčiau paskirstyti turtą besikeičiant laikui. Investuotojas pradeda nuo to, kad nustato priimtina žemiausią vertę, o tada nustato galimą perviršį (Greqam, Thema 2004). Taip pat ši strategija labiausiai yra naudojama praktikų iš visų strategijų, kurios naudoja investavimą su draudimu ir garantuoja grąžą finansiniams produktams. Empiriniai tyrimai parodė, kad perbalansavimo taisyklės turi labai didelę įtaką šios strategijos rezultatams (Zhang *et al.* 2015). Pasirinkimu pagrįstos su draudimu strategijos pagrindinis tikslas yra garantuoti užtikrintą grąžą tam nustatytu metu, bei leidžia gauti portfelio draudimą, bet kuriuo metu (Greqam, Thema 2004).

Taip pat autorių nuomone prie šios strategijų grupės turėtų būti priskirta indeksavimo strategija, nes reikalinga pergrupuoti portfelio sudėtį, kai pasirinkto indekso reikšmei pradeda daryti daugiau įtakos kitos įmonės akcijos. Strategijoms, kurios nereikalauja perbalansavimo yra priskiriamos: pirk-laikyk strategija, grynosios akcijų/obligacijų strategijos, bei mišrios, kurias sudaro 50 proc. akcijų ir 50 proc. obligacijų.



2 pav. Pasyvių strategijų klasifikavimas (sudaryta autorių remiantis Dierkes *et al.* 2010)  
 Fig. 2. Passive strategies classification (developed by the authors on the basis of Dierks *et al.* 2010)

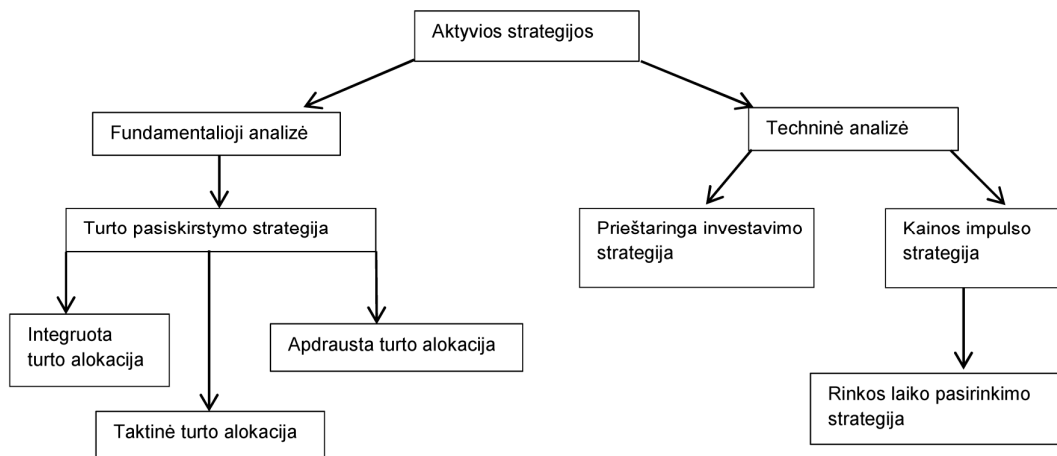
Pasyvus investavimas yra ilgalaikis investavimas, nes tikima efektyvios rinkos teorija ir tuo, kad ilgalaikėje perspektyvoje vis tiek rinka sugeneruos teigiamą grąžą Reilly, Brown. (2006) išskiria šiuos pagrindinius investavimo taikant pasyvią strategiją privalumus: akcijų rinka dažniausiai būna pakankamai efektyvi; daugeliui aktyvių investuotojų yra sunku pralenkti portfelio mokesčius ir gauti pelną.

*Aktyvaus akcijų portfelio valdymo strategija*

Aktyvaus investavimo tikslas yra gauti geresnius negu pasyviojo portfelio rezultatus po sandorio sąnaudų (Kancerevyčius 2006). Taip pat investuotojas perkelia didesnę dalį investicijų ant vieno tipo akcijų, taip padidindamas portfelio riziką, todėl už prisiimamą didesnę riziką tikimasi didesnės grąžos. Aktyvios strategijos atveju portfelio valdytojas turi įveikti didesnes sandorių sąnaudas, bei didesnę negu pasyvaus portfelio riziką. Investuotojas privalo per visą laikotarpį būti nuosaikiu ir laikytis savo investavimo filosofijos. Portfelio valdytoji svarbu įvertinti kiekvieną operaciją, nes jis taip padidina kaštus, kurie mažina pelną. Aktyvus investavimas pasižymi didesne rizika, bei didesniais mokesčiais.

Reilly, Brown (2006) išskyrė aktyvias strategijas, kurios remiasi fundamentaliąja ir technine analizėmis. Fundamentaliajai analizei priskiriamas integruotas turto paskirstymas (integrated asset allocation), taktinė turto alokacija (tactical asset allocation), apdrausta turto alokacija (insured asset allocation). Taktinė turto alokacija yra panaši į dinaminę ir strateginę turto alokaciją, tačiau tai yra aktyvi investavimo strategija, nes investuotojas gali laisvai keisti sektorius ar pagrindines turto klases, kuriuose mato didesnę augimo potencialą. Investuojant remiantis apdrausta turto alokacija yra sukuriamą pagrindinė turto bazė, kuri per laiką turėtų nekisti. Kai portfelis pasiekia aukštesnę grąžą negu bazė, tada yra investuojama aktyviai ir stengiamasi kaip įmanoma pasiekti geresnių rezultatų. Jeigu tai atsitinka, kad investuojant gaunamas rezultatas yra mažesnis negu bazė, tada yra investuojamas į nerizikingas finansines priemones ir laukiama kol grąža pasieks bazę. Kai yra investuojama remiantis integruota turto alokacijos strategija yra apsvarstomi tiek ekonominiai lūkesčiai, tiek rizikos tolerancija, o paskui sudaromas turto mišinys. Taktinė turto alokacija ir apdrausta turto alokacija daugiau dėmesio skiria į laukiamą grąžą, tačiau integruota turto alokacija ne visos apskaičiuoja rizikos tolerancijos lygį, bei realius pasikeitimus kapitalo rinkoje.

Reilly, Brown (2006) techninei analizei priskyrė dvi strategijas, tai prieštaringa investavimo strategija (contrarian investment strategy) ir kainos impulso strategija (price momentum strategy). Prieštaringa investavimo strategija remiasi nuomone, kad geriausiai pirkti (parduoti), kai rinka yra meškų (bulių), tai yra geriausiai pirkti tada kai kainos yra žemos, o parduoti, kai kainos pasiekia aukštumą. Kainos impulso strategija remiasi nuomone, kad akcijų kainos nekeičia savo krypties ir visada išlieka tokios pačios, todėl kylančios rinkos, išliks kylančiomis, o krentančios rinkos išliks krentančiomis. Haan, Kakes (2011) pažymi, kad užsienio investuotojai yra labiau linkę investuoti remiantis impulso strategija, o vietiniai – prieštaringa strategija. Taip pat autorius teigia, kad impulso strategija yra labiau rizikinga, tačiau didesnė rizika atneša didesnę pelną. Yaqiong (2012) pastebi, kad šiose strategijose egzistuoja sausio sezoniškumas ir paprastai prieštaringa investavimo strategija sausio laikotarpiu yra pelninga, o impulso strategija turi tendenciją būti nuostolinga, todėl investuojant vidutiniam laikotarpiui reikia atkreipti dėmesį į impulso strategijos sezoniškumą. Rinkos laiko pasirinkimo strategija (angl., *Market timing*) – investuotojai atsižvelgdami į finansų rinkų būseną (rinkos fazes) perka arba parduoda vertybinius popierius; akcijų įsigijimas rinkai kylant, o pardavimas – leidžiantis (Wiedemer *et al.* 2012). Taip pat ši strategija savo turiniu yra labai panaši į kainos impulso strategiją, todėl 2 pav. ji išvedama iš kainos impulso strategijos. Dichtl *et al.* (2016) ir kiti autoriai teigia, kad norint investuoti remiantis rinkos laiko pasirinkimo strategija yra reikalinga pakankamai tikslus prognozavimas, todėl ši strategija yra priskiriama prie techninės analizės. Tačiau nors yra reikalingas prognozavimas ši strategija yra pakankamai populiari tarp vidutiniškai arba mažai įgudusių investuotojų. Kadangi tai yra aktyvi investavimo strategija ji reikalauja pastovaus rinkos sekimo ir stebėjimo. Taip pat šios strategijos panašumus galime įžvelgti į impulso strategiją, nes investuotojai remiantis šia strategija perka, kai yra žemos kainos, o parduoda, kai yra aukštos (bulių/meškų rinkos).



3 pav. Aktyvių strategijų klasifikavimas (sudaryta autorių remiantis Reilly, Brown (2006), Haan, Kakes. (2011))

Fig. 3. Classification of active strategies (developed by the authors on the basis of Reilly, Brown. (2006), Haan, Kakes (2011))

Aktyviems investuotojams dažnai tenka sekti ne vienos, o net kelių akcijų kainų pokyčius rinkoje, todėl gali būti pasirenkamos stop-loss (nuostolio ribojimo) ir lock in (pelno fiksavimo) strategijos, kurios gali būti naudojamos kartu su kainos impulso ir prieštaringo investavimo strategijomis. Stop – loss strategija yra palyginti paprasta, nes investuotojas investavęs tam tikrą sumą, nusistato kokius gali patirti nuostolius ir pasirinkęs tam tikrą sumą užsideda limitą ir tuo metu, kai investicijos vertė krenta suveikia limitas ir investuotojas nepraranda daugiau pinigų negu nustatyta riba. Kung, Wu (2013) pažymi, kad stop – loss strategijos privalumas yra, tai kad investuotojui nereikia stebėti visą laiką investicijų, o trūkumas tai, kad nukristi kaina gali tik trumpam, o investicija bus parduota tuo momentu, kai tik kaina pasiekia limitą. Taip pat tų pačių autorių yra išskiriama dar viena labai panaši strategija į stop – loss, tai Lock in strategija, kuri atvirkščiai, nei stop-loss nustato tikslinę grąžą, kuriai esant yra fiksuojamas pelnas.

Aktyvios investavimo strategijos yra skirtos investuotojams, kurie yra daugiau patyrę, bei turi daugiau žinių apie investavimą. Aktyvus investavimas reikalauja daugiau laiko resursų ir pastovaus rinkose sekimo.

### Finansinių aktyvų pasirinkimo galimybės

Tiek investuojant aktyviai, tie pasyviai reikia apsispręsti, į kokios investavimo priemonės bus pasirenkamos. Aktyviai valdant investicijas, investuotojas uždirba pelną iš didelių kainų svyravimų santykinai trumpais laikotarpiais, t. y. investuojant net į ilguoju laikotarpiu neperspektyvių įmonių akcijas galima uždirbti pelną. Tačiau konkrečios investavimo priemonės – įmonės akcijos – pasirinkimas pasyviam investuotojui yra labai svarbus. Literatūroje yra išskiriamos trys pagrindinės įmonių akcijų grupės, į kurias tikslinga investuoti pasyvų investicijų valdymą pasirenkantiems investuotojams: vertės, augimo arba dividendinio pajamingumo įmonių akcijos.

Vertės investavimo principas yra toks, kad yra perkamos akcijos, kurios dėl kažkokių priežasčių rinkoje yra nepakankamai įvertintos ir pati rinka padarė akcijos vertės klaidą. Vertės investavimo šalininkai teigia, kad rinka visada ištaiso savo padarytas klaidas ir todėl akcijos vertė laikui bėgant turėtų pakilti. Remiantis šiuo požiūriu yra atliekama fundamentalioji analizė ir investuotojai daugiausia dėmesio atkreipia į įmones su stipriais finansiniai rodikliais: pajamų augimu, dividendais, pinigų srautais ir buhalterine įmonės verte (Lee *et al.* 2011). Daugiau dėmesio yra skiriama santykinų rodiklių analizei. Vertės investuotojai neperka akcijų, kurios smarkiai atpigo rinkoje, dėl finansinių priežasčių, o perka tas kurios atpigo dėl kitų priežasčių, pavyzdžiui dėl žiniasklaidoje pasirodžiusio skandalo.

Kiti investuotojai renkasi augimo akcijas ir ieško įmonių, kurios pasižymi sparčia plėtra, kurių kainos kyla ir yra tikimasi, kad tokia tendencija išliks ir toliau dėl pelno reinvestavimo. Taip pat šioms akcijoms būdinga, kad jos turi žemą balansinės ir rinkos vertės santykį. Fundamentalios analizės požiūriu yra skiriama daugiau dėmesio ateities perspektyvų vertinimui.

Šių investavimo strategijų vertinimui yra labai svarbus kainos ir pelno vienai akcijai santykis, kuris gaunamas dabartinę akcijos kainą padalinus iš gauto pelno vienai akcijai. Skirtingų požiūrių investuotojai atkreips dėmesį į kitus aspektus renkantis investiciją.

Reilly, Brown (2006) pažymi, kad investuotojai, kurie vadovaujasi akcijų augimo principu, rinksis akcijas, kurios atitinka šiuos bruožus:

- Skaičiuojant kainos ir pelno vienai akcijai santykį, daugiau dėmesio atkreipia į pelno vienai akcijai komponentą.
- Ieško įmonių, iš kurių tikisi greito augimo pelno vienai akcijai.
- Tikimasi, kad artimiausiu metu akcijos kainos ir pelno vienai akcijai santykis išliks toks pats ir akcijos kaina išaugs kartu su pelnu vienai akcijai kaip prognozuota.

Vertės investuotojai atkreipia dėmesį:

- Skaičiuojant kainos ir pelno vienai akcijai santykį koncentruojasi ties kaina ir investuotojas turi būti užtikrintas, kad kaina rinkoje bus pigi, dėl tam tikrų priežasčių.
- Nekreipia dėmesio į dabartinį pelną iš vienos akcijos arba į tai kas skatina pelną vienai akcijai.
- Investuotojai žino, kad kainos ir pelno vienai akcijai santykis gali būti žemesnis negu jo normalus lygis ir tikisi, kad rinka ištaisyti savo klaidą ir akcijos kaina pakils, o pelnas vienai akcijai išliks toks pats arba pakis labai nežymiai.

Lyginant šiuos du investavimo metodus autoriai pastebi, kad vertės strategija yra rizikingesnė ilgesniame laiko horizonte, negu augimo strategija. Taip pat vertės investavimo strategija neįvertina žmoniškųjų išteklių, nes žmoniškieji ištekliai palaiko augimo strategiją (Cronqvist *et al.* 2015). Taip pat atlikti tyrimai rodo, kad investuotojai savo investavimo strategiją pasirenka pagal savo charakterį, bei patirtį. Investuotojai, kurie susidūrė su sudėtingomis ekonominėmis sąlygomis ar išgyveno ekonominius sunkumus bus labiau linkę investuoti pagal vertės strategiją, negu augimo (Cronqvist *et al.* 2015).

Dividendinio pajamingumo strategija yra skirta investuotojams, kurie nori pastovių pajamų arba turi galimybę reinvestuoti dividendus ir įsigyti kitų akcijų. Kadangi išmokėti dividendus gali tik įmonės, kurios yra finansiškai stabilios ir subrendusios, todėl investuotojai ieško stiprių įmonių kuriomis turi galimybę laikui bėgant padidinti dividendus. Taip pat ši investavimo strategija yra pakankamai nerizikinga, todėl yra patartina investuoti asmenims, kurie yra vyresni, o ne jauniems žmonėms. Empiriniai tyrimai rodo, kad akcijos, kurios yra didesnio likvidumo yra

labiau linkę išmokėti dividendus, negu akcijos, kurios nėra tokios likvidžios (Jiang *et al.* 2017). Taip pat tyrimai rodo, kad įmonės yra labiau linkusios išmokėti dividendus, tada kai yra meškų rinkta, negu bulių. Taip yra dėl to, kad įmonės norėdamos pritraukti finansavimą žada išmokėti dividendus, kai yra rinkos nuosmukis ir investuotojų lūkesčiai suprastėja (Beladi *et al.* 2016).

### Išvados

Rengiant straipsnį atlikta analizė leido padaryti šias išvadas ir apibendrinimus:

1. Įvertinus literatūroje pateikiamus investavimo sąvokų apibrėžimus galima teigti, kad investavimas, tai mechanizmas, kurio yra atsisakoma dabartinio vartojimo perkant vertybinius popierius ar kitą turtą ir tikintis finansinės gražos, socialinio rezultato arba kitos naudos ateityje.

2. Literatūroje yra sutinkama gana didelė investavimo strategijų įvairovė, kurių dalis turi tiek pasyvaus, tiek aktyvaus, tiek prognozėmis paremto, tiek prognozių neįvertinančio investicijų valdymo elementų, todėl galimas tik santykinis strategijų priskyrimas atskiroms strategijų grupėms.

3. Pasyvaus investavimo strategijos daugeliu atveju yra laikomos labai paprastomis ir tapatinamos su pirk ir laikyk strategija, kuomet investavus vieną kartą, investicijų sudėtis nėra keičiama visą investavimo laikotarpį, tačiau analizė parodė, kad nemaža dalis pasyvaus investicijų valdymo strategijų reikalauja perbalansavimo, o dalis iš jų yra pakankamai sudėtingos, kuomet investuojant papildomai yra apsidraudžiama perkant išvestines finansines priemones.

4. Aktyvus investavimas dažniausiai yra siejamas su techninės analizės įrankių taikymu, tačiau įvertinus tai, kad investavimo laiko horizontas gali būti pakankamai ilgas, net vykdant investicijų perskirstymą kas mėnesį ar kas ketvirtį, toks investavimas gali būti priskirtas aktyviam investicijų valdymui, o priimant sprendimus gali būti vadovaujama arba integruojami fundamentaliosios analizės elementai.

5. Aktyviai investicijas valdantys investuotojai siekia uždirbti iš didelių kainų svyravimų, todėl tinkamos investuoti įmonės pasirinkimas jiems nėra kertinis. Tinkamos, perspektyvios įmonės pasirinkimas yra daug svarbesnis pasyvaus investavimo šalininkams, kurie priklausomai nuo savo poreikių ir požiūrių renka vieną iš trijų įmonių tipų – vertės, augimo arba dividendinio pajamingumo.

### Literatūra

- Beladi, H.; Chao, C. C.; Hu, M. 2016. A macro-analysis of financial decisions: an examination of special dividend announcements, *International Review of Financial Analysis* (48): 162–181. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.09.015>
- Bodie, Z.; Kane, A.; Marcus, A. J. 2013. *Essentials of investments*. Ninth ed. the Mc Graw-Hill Companies, Inc. 740 p.
- Cronqvist, H.; Stephan, S.; Yu, H. 2015. Value versus growth investing: Why do different investors have different styles?, *Journal of Financial Economics*, 333–349. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.04.006>
- Černius, G. 2011. *Namų ūkio finansų valdymas*. Mykolo Romerio universitetas. 187 p.
- Dichtl, H.; Drobetz, W.; Kryzanowski, L. 2016. Timing the stock market: Does it really make no sense?, *Journal of Behavioral and Experimental Finance* (10): 88–104.
- Dierkes, M.; Erner, C.; Zeisberger, S. 2010. Investment horizon and the attractiveness of investment strategies: a behavioral approach, *Journal of Banking & Finance* (34): 1032–1046. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.11.003>
- Elton, E.; Gruber, F. 1995. *Modern portfolio theory and investment analysis*. London: Routledge. 156 p.
- Greqam, B. P.; Thema, P. J. 2004. *Portfolio Insurance Strategies: OBPI versus CPPI*, 568–578.
- Haan, L.; Kakes, J. 2011. Momentum or contrarian investment strategies: evidence from Dutch institutional investors, *Journal of Banking & Finance* (35): 2245–2251. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.027>
- Yaqiong, Y. 2012. Momentum, contrarian, and the January seasonality, *Journal of Banking & Finance* (36): 2757–2769.
- Jiang, F.; Ma, Y.; Shi, B. 2017. Stock liquidity and dividend payouts, *Journal of Corporate Finance* (42): 295–314. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.005>
- Jurevičienė, D. 2008. *Asmeninių finansų pagrindai*. Vilnius: Technika. 196 p. <https://doi.org/10.3846/1021-S>
- Kancerevyčius, G. 2009. *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla. 880 p.
- Kung, J. J.; Wu, E. 2013. An evaluation of some popular investment strategies under stochastic rate, *Mathematics and Computers in Simulation* (94): 96–108. <https://doi.org/10.1016/j.matcom.2012.10.006>
- Lee, C. F.; Shih, W. K.; Chen, H. Y. 2011. *Technical, fundamental, and combined information for separating winners from losers* [interaktyvus], [žiūrėta 2016 m. gruodžio 20 d.]. Prieiga per internetą: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1590460](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1590460)
- Lietuvos Respublikos Investicijų įstatymas [interaktyvus], 1999 [žiūrėta 2016 m. lapkričio 12 d.] Prieiga per internetą: <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.C7E57DF3CEC5>
- Macijauskas, L. 2015. *Finansų rinkų dalyvių iracionalumu paremta taktinė turto alokacija: daktaro disertacija*. Vilnius: Technika. 141 p.
- Martinkutė-Kaulienė, R. 2006. The use of derivatives for risk management in Lithuania, in *4<sup>th</sup> International Scientific Conference Business and Management. 14<sup>th</sup> International Scientific Conference Enterprise Management: Diagnosis, Strategy, Efficiency*. Conference Proceedings. 5–6 October 2006, Vilnius: Technika, 2006, 1–4.
- Mcallen, F. 2010. *Common sense investing* [interaktyvus], [žiūrėta 2016 m. lapkričio 13 d.] Prieiga per internetą: [http://www.google.lt/books?hl=lt&l=&id=4E00B9QGYLIC&oi=fnd&pg=PA6&dq=Common+Sense+Investing&ots=3hDregWtSY&sig=kXf-V\\_-cbHTiVQfTvuY5PW5s3J4&redir\\_esc=y#v=onepage&q=Common%20Sense%20Investing&f=false](http://www.google.lt/books?hl=lt&l=&id=4E00B9QGYLIC&oi=fnd&pg=PA6&dq=Common+Sense+Investing&ots=3hDregWtSY&sig=kXf-V_-cbHTiVQfTvuY5PW5s3J4&redir_esc=y#v=onepage&q=Common%20Sense%20Investing&f=false)

- Reilly, F.; Brown, K. 2006. *Investment analysis & portfolio management*. Thomson South Western, 1174 p.
- Rutkauskas, A. V.; Martinkutė, R. 2000. Investavimo į NT strategijos plėtotė atsižvelgiant į riziką, *Verslas, vadyba ir studijos*. Vilnius: Technika, 292–297.
- Rutkauskas, A. V.; Miečinskienė, A.; Stasytytė, V. 2008. Investment decisions modelling along sustainable development concept on financial markets, *Technological and Economic Development of Economy Baltic Journal on Sustainability*, 417–427.
- Rutkauskas, A. V.; Stankevičius, P. 2006. *Investicinių sprendimų valdymas*. Vilnius. 374 p.
- Treigienė, D. 2010. *Investicijos*. Vilnius: Technika. 256 p. <https://doi.org/10.3846/1134-S>
- Valakevičius, E. 2008. *Investavimas finansų rinkose*. Kaunas: Technologija. 339 p.
- Wiedemer, D.; Wiedemer, R. A.; Spitzer, C. S. 2012. *The aftershock investor*. New Jersey: John Wiley & Sons. Inc. Hoboken.
- Zhang, T.; Zhou, H.; Li, L.; Gu, F. 2015. Optimal rebalance rules for the constant proportion portfolio insurance strategy – Evidence from China, *Economic Systems* (39): 413–422. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2015.02.001>
- Zieling, D.; Mahayni, A.; Balder, S. 2014. Performance evaluation of optimized portfolio insurance, *Journal of Banking & Finance* (43): 212–225. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.027>

## ANALYSES OF SELECTION AND CLASSIFICATION OF INVESTMENT STRATEGIES IN STOCK MARKET

Ieva GAIGALAITĖ, Grigorij ŽILINSKIJ

**Abstract.** The article is dealt with the investment strategies of the stock market options, and strategies are classified, according to the investor behaviour in the market and how they actively participate and investment. An examination of the literature investment concepts and offered them summarizing the definition of investment, a brief presentation of the investment strategy concept distinguishes two key investment strategies of the group. Taking literature occurring in investment strategies diversity and briefly after a description of them, the strategy is a systemized based on the general terms of investor activity and offering active and passive investment strategies classification. Taking an active and a passive investment strategy features provided insight into the investment for the selection of active and passive investments managing investors, depending on the investor's attitude, expectations and activity.

**Keywords:** investment, investment management, investment portfolio, investment strategy, active investing, passive investing.