



NEKILNOJAMOJO TURTO INVESTICINIAI FONDAI: VIETA INVESTICINIŲ FONDŲ ĮVAIROVĖJE

Juozas Bivainis, Lina Volodzkienė

*Vilniaus Gedimino technikos universitetas, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lietuva
El. paštas vvfsevk@vv.vgtu.lt*

Įteikta 2008-03-04; priimta 2008-07-03

Santrauka. XXI a. valstybių ekonomika ir socialinis sektorius vargiai įsivaizduojami be investicinių fondų. Didėja investicijų mastas, fondų įvairovė ir investavimo galimybės. Iš įvairių investicinių fondų tipų bene prieštaringiausiai vertinami nekilnojamojo turto investiciniai fondai. Straipsnyje pateikti nekilnojamojo turto investicinių fondų, kaip vienos iš galimų investavimo alternatyvų, tyrimo rezultatai. Šio tipo fondų vaidmeniui ir reikšmei įvertinti taikytas trijų kriterijų derinys: investicijų pelningumas, jų rizika ir investicijų į įvairių rūšių turtą pelningumo koreliacija. Pagal šiuos kriterijus nustatyti nekilnojamojo turto investicinių fondų kaip investicijų portfelio diversifikavimo priemonės poveikio investavimo rezultatams dėsningumai.

Reikšminiai žodžiai: investiciniai fondai, nekilnojamojo turto investiciniai fondai, investicijų portfelio struktūra, pelningumas, rizika.

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS: A PLACE IN THE DIVERSITY OF INVESTMENT FUNDS

Juozas Bivainis, Lina Volodzkienė

*Vilnius Gediminas Technical University, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lithuania
E-mail: vvfsevk@vv.vgtu.lt*

Received 4 March 2008; accepted 3 July 2008

Abstract. Economies and social sectors of the 21st century states are hard to picture without investment funds. The extent of investments, the variety of funds as well as the opportunities for investment are constantly increasing. Of this variety, the real estate investment trusts are subject to the most controversial opinions. This article includes the results of a research on REITs as an alternative for investment. A three-criterion set – return on investments, risk and correlation of return with investments in different types of assets – has been used to assess the role and the significance of such trusts. According to these criteria, patterns of influence of REITs as an investment portfolio diversification tool on investment results have been determined.

Keywords: investment funds, real estate investment trusts, investment portfolio structure, return, risk.

1. Įvadas

Kiekvienos gerovės valstybės tikslas – užtikrinti socialinę ir ekonominę pažangą, didinti gyventojų gerovę. Tam įgyvendinamos įvairios priemonės, spartinančios ekonominį augimą, taip pat sudarančios sąlygas piliečiams savo gerove pasirūpinti patiems. Viena iš šio tipo svarbių priemonių – investiciniai fondai, suteikiantys galimybę gyventojams investuoti laisvas lėšas ir taip apsaugoti jas nuo nuvertėjimo, gauti papildomų pajamų. O tai ypač aktualu perspektyvos požiūriu (tipinė situacija – labai sumažėjusios ar net prarastos darbo pajamos dėl žmogaus amžiaus).

Ekonomikos globalizacija, naujos informacinės technologijos ir kiti XX a. pabaigos ir XXI a. pradžios reiškiniai panaikino daugybę barjerų tarp pasaulio valstybių bei įvairių regionų rinkų ir taip kardinaliai išplėtė geografines investavimo galimybes. Savo ruožtu keičiasi ir investiciniai fondai, ne tik savo veiklos mastu, bet ir turiniu. Įvairiuose pasaulio kraštuose veikia investiciniai fondai, kurie skiriasi daugybe požymių: investicijų politika, organizacine forma, investicijų pobūdžiu, investavimo objektais, pelningumu, patikimumu ir kt. Šalia klasikinių fondų, investuojančių į vertybinius popierius, vis dažniau randasi fondų, investuojančių į nekilnojamąjį turtą. Jų atžvilgiu išsakomos gana skirtingos, net prieštaringos nuomonės. Tai ir paskatino panagrinėti nekilnojamojo turto investicinių fondų vaidmenį bei vietą tarp kitų investicinių fondų ir investavimo priemonių. Straipsnyje pateikti nekilnojamojo turto investicinių fondų, kaip vienos iš galimų investavimo alternatyvų, tyrimo rezultatai. Tyrimui taikyti šie metodai: mokslinės literatūros analizė, statistinių duomenų analizė, lyginamoji analizė, loginė analizė.

2. Investicinių fondų įvairovė

Lietuvos Respublikos investicijų įstatyme (1999) *investicijos* apibrėžiamos 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. Tame pačiame įstatyme *investavimas* apibūdinamas kaip 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. Investavimo objektais gali būti nuosavas ūkio subjekto kapitalas, visų rūšių vertybiniai popieriai, ilgalaikis materialusis turtas ir ilgalaikis nematerialusis turtas.

Investicijos gali būti tiek į finansinį turtą, tiek į materialųjį. Finansinio turto, kaip investavimo objekto, G. Kancerevyčius (2006: 277) išskiria tokias rūšis: *fiksuotų pajamų finansiniai instrumentai* (angl. *fixed income securi-*

ties) arba *skolos instrumentai* (angl. *debt securities*), *nuosavybės instrumentai* (angl. *equities*), *išvestiniai instrumentai* (angl. *derivatives*), *fondai*. Materialiųjų investicijų dažniausi objektai yra tokie: nekilnojamasis turtas, meno kūriniai, brangakmeniai, antikvariatas ir kt.

Mokslinėje literatūroje nagrinėjant investicinių fondų apibrėžimus išskiriamos trys pagrindinės investavimo priemonės: *pinigų rinkos priemonės*, *obligacijos*, *akcijos*. Pinigų rinkos priemone laikoma tokia priemonė, kurią galima per trumpą laiką ir be nuostolių investuotam kapitalui paversti pinigais. Pinigų rinkos priemonės (grynieji pinigai, indėliai bankuose, izdo vekseliai ir pan.) yra trumpalaikės investicijos, todėl tikimybė, kad per trumpą investavimo laikotarpį rinkos kaina nenumatytai kis nepalankia kryptimi, labai maža. Atitinkamai maža rizika, o būsimą pelną, nors ir nedidelį, galima žinoti iš anksto. Pažymėtina, kad pinigų rinkos priemonės nėra gera apsauga nuo infliacijos dėl mažo pelningumo (Vertybinių popierių komisija 2006). Obligacijos traktuotinos kaip paskola už nustatytas palūkanas jas išleidusiam subjektui (Vyriausybė, bankas ar kitas ūkio subjektas). Vienas iš investavimo į obligacijas pranašumų yra tas, kad žinoma, kokios pajamos iš investicijos bus gautos. Pastebėtas dėsniumas, kad obligacijų kaina kyla, kai palūkanų normos rinkoje krinta, ir atvirkščiai. Be to, kuo nepatikimesnis obligacijų emitentas, tuo didesnės palūkanos. Obligacijų turėtojai laikomi įmonės kreditoriais, o bendrovės akcijų turintieji yra bendrovės akcininkai. Tačiau akcininkas, skirtingai nei obligacijų turėtojas, nežino, kiek pajamų gaus iš akcijų.

Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatyme (2003) *investicinis fondas* apibrėžiamas kaip bendrosios dalinės nuosavybės teise juridiniams ar fiziniams asmenims priklausantis turtas, kurio valdymas perduotas valdymo įmonei. Mokslinėje literatūroje vartojamas investicinio fondo apibrėžimas – investicinė bendrovė, kuri pritraukia fizinių ir juridinių asmenų lėšas bei investuoja jas į įvairius vertybinius popierius – nėra tikslus ir reikalauja patikslinimo naujausių investavimo alternatyvų atžvilgiu. Taigi ***šiame straipsnyje investicinis fondas traktuojamas kaip investicinė bendrovė, kuri pritraukia fizinių ir juridinių asmenų lėšas bei investuoja į finansinį turtą (akcijas, obligacijas) ir materialųjį turtą (nekilnojamąjį turtą).***

Daugelio šalių įstatymai įpareigoja fondus veikti *visiškai atvirai*. *Veiklos skaidrumas ir informacijos akcininkams atskleidimas* – vienas pagrindinių reikalavimų investiciniams fondams visame pasaulyje. Dar vienas svarbus teisinio reguliavimo aspektas yra investicinio fondo *veiklos rizikos ribojimai*. Šie ribojimai yra griežti, tačiau investicinio fondo vadovybė neatsako už nuostolius, kuriuos fondas gali patirti dėl rinkų nestabilumo, investavimo priemonių kurso kritimo ar kitų tiesiogiai su investicinio fondo valdymo institucijų veikla nesusijusių priežasčių. *Investicinio fondo paskirtis* – *padėti investuoti ir tvarkyti kolektyvines investici-*

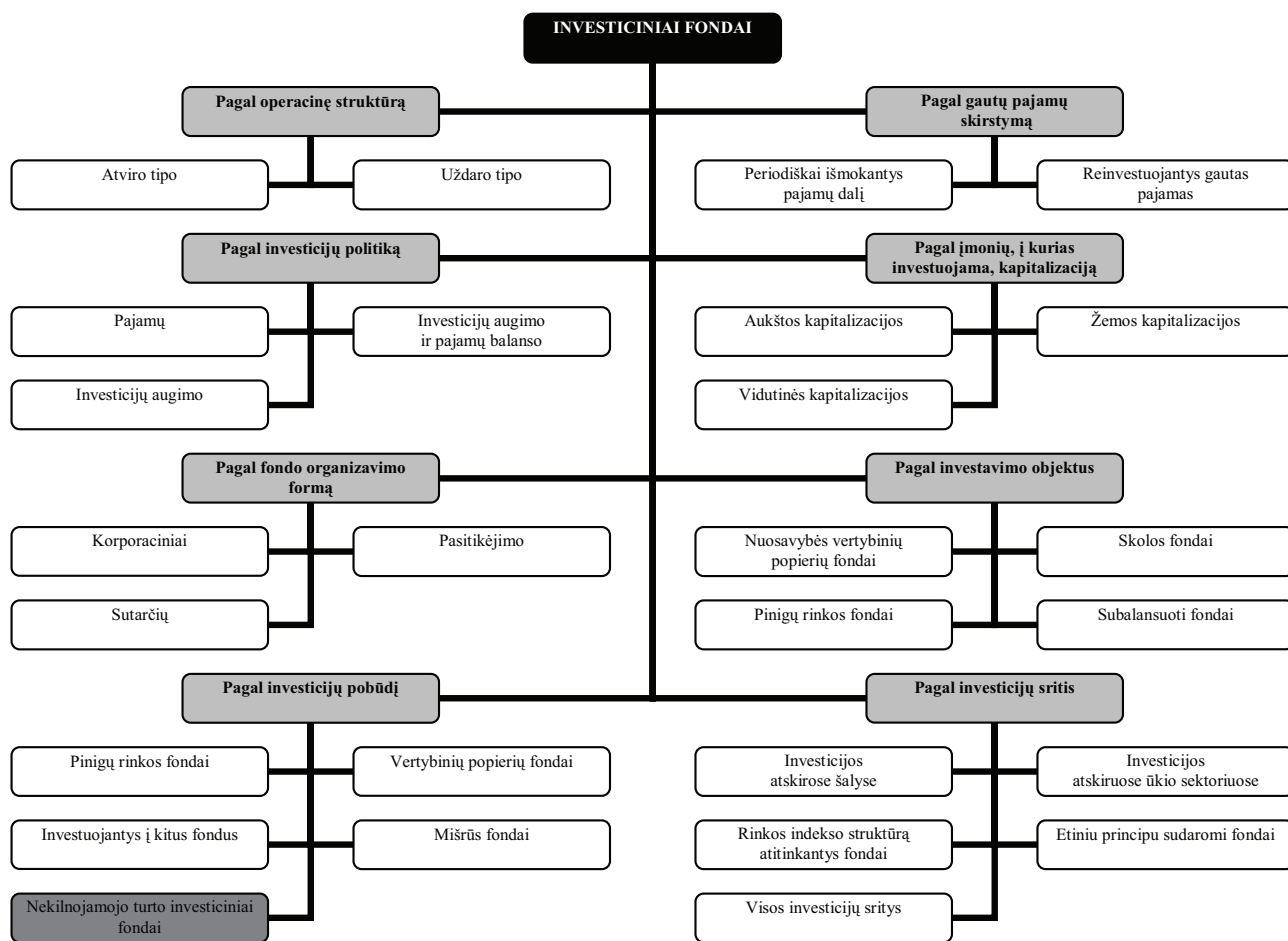
jas (Čepinskis, Kuzmickas 1997: 16). Paprastai investicinių fondų įstatai gana tiksliai nustato produktus, į kuriuos bus investuojama, ir investavimo sąlygas. Savo ruožtu investuotojas, išsigydamas investicinio fondo akcijas, raštiškai sutinka prisiimti konkrečią rizikos dalį.

Investicinio fondo kapitalas formuojamas iš akcininkų investicijų į tam tikras fondo reglamente nustatytas finansines priemones. Šių priemonių vertė pasiskirsto investuotojams pagal jiems procentiškai priklausančias investicinio fondo santykinės dalis. Investicinio fondo turto vertė kinta priklausomai nuo vertybinių popierių rinkos kainų. Kartu kinta ir investuotojų turimų akcijų kaina. Investuotojas, parduodamas akcijas, uždriba arba patiria nuostolių priklausomai nuo to, kaip pasikeitė fondo investicijų vertė rinkoje per investavimo laikotarpį.

Mokesčių lengvatos, investicinio portfelio diversifikacija, profesionalus valdymas – svarbiausios priežastys, dėl kurių žmonės renkasi investicinius fondus. Tai plačiausiai paplitusi kolektyvinio investavimo forma. Istoriskai pirmųjų investicinių fondų paskirtis buvo stambių investuotojų kon-

sultavimas. Šiuo metu veikiančių įvairiausių investicinių fondų paslaugos padeda pasiekti labai skirtingus investuotojų tikslus ir poreikius. *Investiciniai fondai klasifikuojami pagal įvairius kriterijus: operacinę struktūrą, gautų pajamų paskirstymą, investicijų politiką, įmonių, į kurias investuojama, kapitalizaciją, fondo organizavimo formą, investavimo objektus, investicijų pobūdį ir kt.* (1 pav.).

Investiciniai fondai gali veikti kaip atvirieji ir uždarieji priklausomai nuo savo operacinės struktūros. Tai bazinis investicinių fondų požymis. Investuotojai gali lengvai tapti *atvirųjų fondų* veiklos dalininkais arba palikti fondą. Tokią galimybę jiems suteikia fondo investavimas į kapitalo rinkose parduodamus likvidžius finansinius instrumentus. Investuotojais tokiuose fonduose gali būti bet kokie fiziniai ir juridiniai asmenys, norintys investuoti savo lėšas. Investuotojų skaičius atviruosiuose investiciniuose fonduose neribojamas (Čepinskis, Kuzmickas 1997: 10–11). Atvirieji fondai išleidžia paprastąsias akcijas – taip kaupia pinigines lėšas. Akcijų skaičius nėra fiksuotas ir nuolat kinta, nes šie fondai privalo bet kada išpirkti savo akcijas kaina, lygia



1 pav. Investicinių fondų klasifikavimo schema (Mačerinskienė, Volodzkienė 2006)

Fig. 1. Classification scheme of investment funds

grynajai aktyvo vertei, t. y. pagal rinkos kursą. Atvirojo tipo investicinio fondo apimtis nėra ribojama – gali būti didinama, išleidžiant naujas akcijas. *Uždaruosiuose investiciniuose fonduose* investuotojų skaičius dažniausiai ribotas ir fiksuotas. Šių fondų veikla paprastai susieta su ilgalaikėmis investicijomis, kurių likvidumas nėra labai aukštas (Čepinskis, Kuzmickas 1997: 11). Uždarujų fondų lėšos formuojamos išleidžiant paprastąsias ir privilegijuotąsias akcijas, taip pat obligacijas. Akcijos išleidžiamos tik vieną kartą pagal iš anksto nustatytą jų bendros vertės dydį. Jų skaičius fiksuotas ir gali būti padidintas tik tam tikrais atvejais. Fondas savo akcijų neišperka, bet jomis galima prekiauti biržoje, jei jos kotiruojamos, ar užbiržinėje rinkoje.

Investiciniai fondai steigiami kaip ribotos atsakomybės įmonės. Dalis investicinių fondų veikia kaip pasitikėjimo tipo įmonės (angl. *trust companies*). Įprasta pagal organizavimo struktūrą išskirti tokių tipų investicinius fondus (Snieška, Pekarskienė 1999: 76): korporaciniai fondai; pasitikėjimo fondai; sutarčių fondai. *Korporaciniai fondai* – tai plačiausiai paplitusi fondų organizavimo forma. Tokie investiciniai fondai yra akcinės bendrovės, investuojančios į kitų įmonių vertybinius popierius ir gautas pajamas paskirstančios savo akcininkams dividendų forma. Akcininkai, kaip ir bet kurioje akcinėje bendrovėje, prisideda prie fondo valdymo. Fondo aktyvų portfelį valdo nepriklausoma turto valdymo įmonė. *Pasitikėjimo fondai* steigiami pasirašant sutartį tarp valdymo įmonės ir patikėtinio, atsakančio už fondo turtą ir veiklą. Valdymo įmonė valdo fondo aktyvų portfelį ir atlieka administravimo procedūras. Toks funkcijų pasiskirstymas yra papildoma investicinio fondo ir jo investuotojų apsauga. Pažymėtina, kad kai kurių šalių įstatymai draudžia steigti pasitikėjimo fondus, jose investiciniai fondai steigiami *sutarčių forma*. Šio investicinio fondo aktyvus valdo valdymo įmonė, o atsakingas už aktyvus yra bankas ar kitokia kredito organizacija. Investicinio fondo investuotojai nėra akcininkai, o tik dalininkai, turintys teisę į investicinio fondo pajamas, kapitalo prieaugį, bet neprišedantys prie fondo valdymo.

Pasaulio praktikoje skiriamos keturios pagrindinės fondų pagal investavimo objektus rūšys: *nuosavybės vertybinių popierių fondai* (angl. *stock fund / equity fund*), kurių didžiąją investicijų portfelio dalį sudaro akcijos; *skolos fondai* (angl. *bond fund*), kurių didžiąją investicijų portfelio dalį sudaro skolos vertybiniai popieriai; *pinigų rinkos fondai* (angl. *money market fund*), kurių didžiąją investicijų portfelio dalį sudaro pinigų rinkos priemonės, tokios kaip bankų akceptai, valstybės ar savivaldybės vekseliai ir pan.; *subalansuoti* (angl. *balanced fund*) arba *mišrūs fondai* (angl. *mixed fund / hybrid fund*) – investicijų portfelį sudaro nuosavybės, skolos ir pinigų rinkos priemonės.

Investicinių fondų įstatai turi apibrėžti fondo investicijų sritį ir strategiją. Juose pateikta informacija leidžia investuotojui išsirinkti priimtinas investavimo paslaugas.

Investuotojas gali pasirinkti fondus, taikančius įvairias strategijas, kurios lemia nevienodus investavimo rezultatus. Taip patenkinamos įvairios investuotojų reikmės. Nuo fondo pasirinktos investavimo strategijos priklauso jo investicijų portfelio sandara. Pagal investavimo strategiją skiriami tokie investicinių fondų tipai (Čepinskis, Kuzmickas 1997: 10–11): pinigų rinkos; vertybinių popierių; mišrūs; indekso, nekilnojamojo turto investiciniai fondai. *Pinigų rinkos fondai* – tai fondai, investuojantys į pinigų rinkos instrumentus. Tai gali būti ir atskiri pinigų rinkos produktai (skirtinga valiuta), kartais investicijų pasiskirstymas fonde apribojamas konkrečia valiuta (pavyzdžiui, visos investicijos tik į JAV dolerius). *Vertybinių popierių fondai* dažniausia investuoja į akcijas ir obligacijas, bet yra investuojančių ir tik į atskirų rūšių vertybinius popierius – akcijas ar obligacijas. *Mišrūs fondai* gali investuoti į įvairių formų kapitalą. Ši fondų rūšis nėra paplitusi, nes fondas praranda specializaciją, kuri yra vienas iš svarbiausių investicinių fondų bruožų.

Fondai, investuojantys į akcijas, skirstomi taip (Snieška, Pekarskienė 1999: 76–77):

- *Augimo fondai*. Pagrindinis siekis – ilgalaikis kapitalo augimas. Investuojama į akcijas įmonių, turinčių geras pelno didinimo perspektyvas. Kasmetinės pajamos iš dividendų nėra svarbiausias kriterijus.
- *Agresyvaus augimo fondai*. Pagrindinis tikslas – greitas kapitalo prieaugis, investuojama į kylančių įmonių akcijas, fondo aktyvų portfelio struktūra dažnai kintama. Kasmetinės pajamos yra nedidelės, portfelio akcijų kursas nestabilus, todėl svarbu pasirinkti tinkamą pirkimo ir pardavimo laiką.
- *Pajamų fondai*. Priešingai nei augimo ir agresyvaus augimo fondų, jų pagrindinis tikslas – dideli dividendai. Investuojama į gerai žinomų įmonių akcijas, duodančias daug pajamų.
- *Augimo ir pajamų fondai*. Pagrindinis tikslas – nuolatinis kapitalo prieaugis ir didelės kasmetinės pajamos. Tipinį fondo portfelį sudaro gerai žinomų įmonių akcijos, pasižyminčios kapitalo augimu ir stabiliomis pajamomis.
- *Specializuoti fondai*. Skiriamos tokios jų atmainos: 1) tarptautiniai fondai, investuojantys į užsienio emitentų vertybinius popierius; 2) sektoriaus fondai, investuojantys į tam tikrą sektorių; 3) subalansuotieji fondai, kurie yra panašūs į augimo ir pajamų fondus, tačiau skiriasi tuo, kad tarp portfelio vertybinių popierių palaikoma iš anksto nustatyta proporcija; 4) indeksų fondai, investuojantys į tuos vertybinius popierius ir tokiomis proporcijomis, kaip ir pasirinkto indekso.

Obligacijų fondai investuoja į kredito vertybinius popierius, tuo garantuodami savo investuotojams nuolatinės

pajamas. Investuotojams, siekiantiems nuolatinių pajamų ir nelinkusiems rizikuoti, šie fondai yra tinkamiausi. Smulkiau šie fondai skirstomi į išdo, korporacijų ir municipalinių obligacijų fondus. Investicijos į obligacijų fondus nuo investicijų į obligacijas skiriasi vienu svarbiu aspektu: priešingai nei obligacijų atveju, investicijas galima susigrąžinti bet kuriuo metu, fondui parduodant akcijas. Investicijos į obligacijų fondus yra ne tokios rizikingos.

J. Čepinskis, D. Kuzmickas (1997: 11) pagal investicijų politiką išskiria tokius investicinius fondus: *investicijų augimo, pajamų ir balansuoti tarp augimo bei pajamų*. Šis skirstymas panašus į fondų skirstymą pagal gautų pajamų išmokėjimą – periodiškai išmokantys pajamas ir reinvestuojantys. Pirmųjų svarbiausias bruožas – periodinis pajamų srautas, antrųjų – didesnis kapitalo prieaugis.

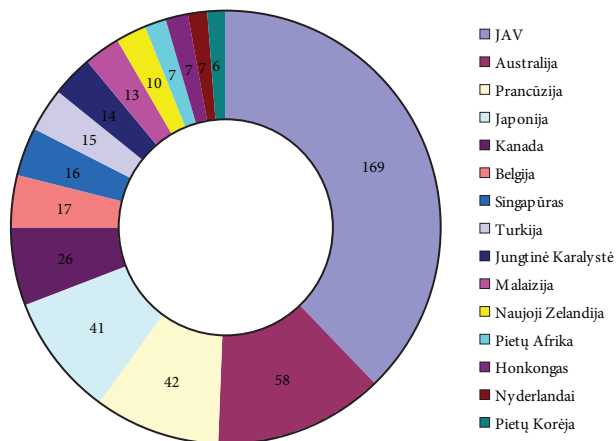
Nemaža fondų įvairovė ir pagal investavimo sritis. Plačiausios investavimo galimybės – visos šalys ir visi ūkio sektoriai. Kiti fondai koncentruojasi į tam tikras šalis ir sektorius. Etiniu principu sudaromi fondai pirmenybę teikia investicijoms į socialiniu požiūriu patrauklias pramonės šakas ar verslą, pavyzdžiui, neinvestuoja į alkoholio ar tabako pramonę (Čepinskis, Kuzmickas 1997: 11).

Nekilnojamojo turto fondai labiausiai skiriasi nuo kitų rūšių investicinių fondų. Jų veiklos specifika ta, kad didžioji dalis investicijų yra glaudžiai susijusi su nekilnojamuoju turto. Šių fondų populiarumas išaugo supratus, kad jie yra patrauklus rizikos ir pelno kompromisas.

3. Nekilnojamojo turto investicinių fondų veiklos specifika

Pagrindiniai investavimo į nekilnojamąjį turtą būdai yra du: nekilnojamojo turto nuosavybės įgijimas ir nekilnojamojo turto investiciniai fondai (toliau tekste – REIT). REIT (*real estate investment trust*) turtą sudaro nekilnojamasis turtas ir su nekilnojamuoju turto susiję finansiniai instrumentai. REIT pajamas gauna iš nekilnojamojo turto – turimo nuosavybės forma, valdomo, finansuojamo. Kancerevyčiaus (2006: 695) teigimu, REIT yra uždarojo tipo investiciniai fondai, kurie gautas ar skolintas lėšas investuoja į nekilnojamąjį turtą. Mokslinėje literatūroje išskiriami trys REIT tipai:

- nuosavybės REIT (angl. *equity REITs*) – tai labiausiai paplitęs nekilnojamojo turto investicinių fondų tipas, investuojantis ir (arba) valdantis nekilnojamąjį turtą, o pajamas gaunantis iš įvairių rūšių tipo nekilnojamojo turto nuomos;
- hipotekos REIT (angl. *mortgage REITs*) – tai fondai, kurie suteikia statybų ir hipotekos paskolas nekilnojamojo turto investuotojams;
- mišrūs (angl. *hybrid REITs*) – tai fondai, perkantys nekilnojamąjį turtą ir finansuojantys jo statybas bei pirkimą.



2 pav. REIT skaičius pagal valstybes (2007 m.)

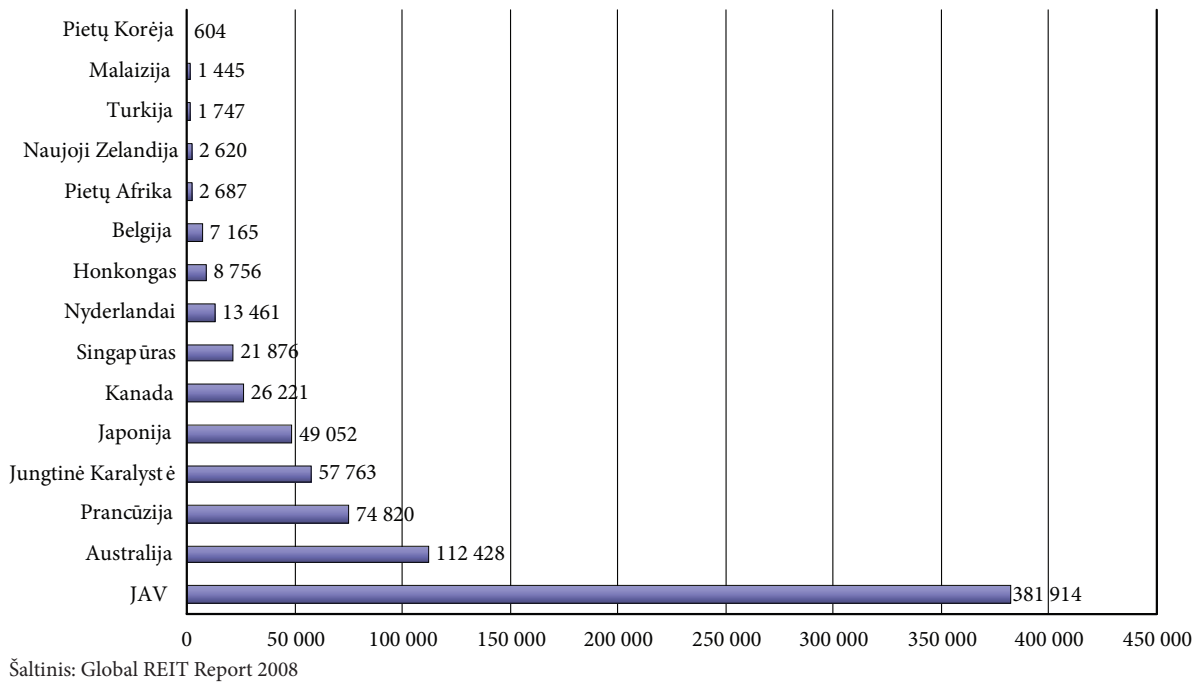
Fig. 2. Total REITs by country (2007)

Šaltinis: Global REIT Report 2008

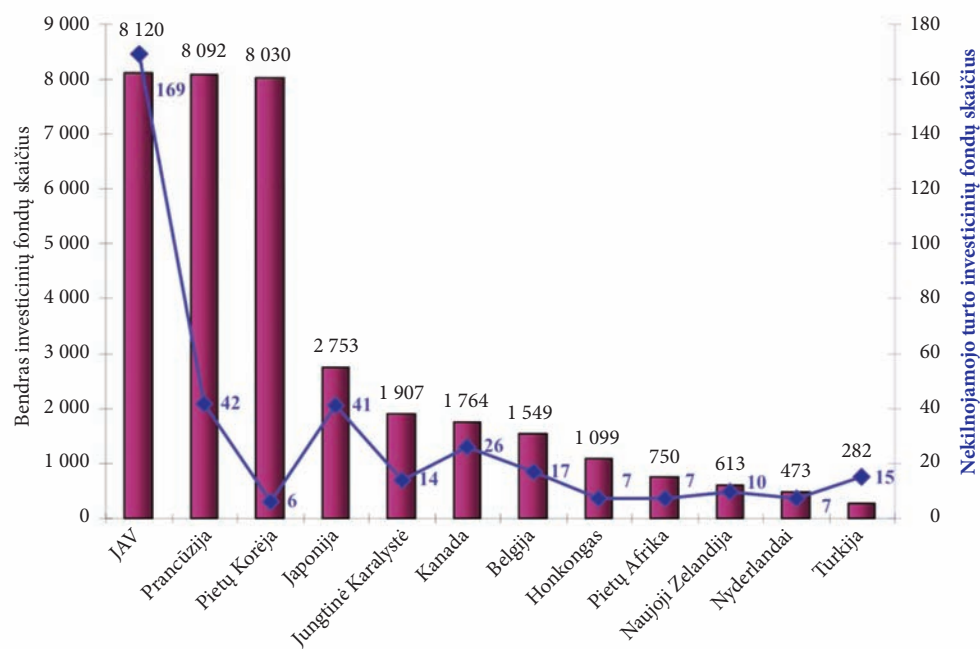
Pirmieji REIT atsirado JAV 1960 m., išleidus jų veiklą reglamentuojančius teisės aktus. G. Kancerevyčius (2006: 695) pažymėjo, kad REIT smulkiesiems investuotojams sudaro galimybę dalyvauti nekilnojamojo turto versle. REIT valdomo nekilnojamojo turto rūšys įvairios: gyvenamosios patalpos, prekybos ir įstaigų centrai, pramoniniai pastatai, sveikatos centrai, viešbučiai ir kt. Finansiniai jų instrumentai tokie: paskolos nekilnojamojo turto projektams įgyvendinti, hipoteka ir pan. REIT yra uždrausta pajamas gauti vien tik iš pasyvių šaltinių, tokių kaip nuomos pajamos, palūkanos, dividendai, pardavimo pelnas. REIT atleidžiami nuo pelno mokesčio tik tada, kai didžioji dalis pajamų yra gaunama iš nekilnojamojo turto ir didžioji dalis pelno atitenka akcininkams. Žvelgiant į istorinius faktus, nuo 1970 m. REIT išgyveno smarkaus nuosmukio periodą, tačiau nuo 1990 m. jie pradėjo sparčiai augti. Palankiais metais REIT pelningumas siekė 10–20 proc. ir daugiau per metus, bet būta ir nuostolingų metų. Pavyzdžiui, vidutinis REIT pelningumas 1990 m. buvo 17,4 proc., o 1991 m. – 35,7 proc. (Kancerevyčius 2006: 695).

JAV pavyzdžiu pasekė ir kitos šalys. Šiuo metu REIT aktyviai veikia 15 valstybių (2 pav.). Išaugo ir investicijų į REIT mastas (3 pav.). 2007 m. REIT valdomas turtas (kapitalizacijos lygis) sudarė 762 559 mln. JAV dolerių, o 2006 m. – 600 667 mln. JAV dolerių (Global REIT Report 2008). Visgi REIT santykinai yra nedaug, palyginti su kitų rūšių investiciniais fondais (4 pav.).

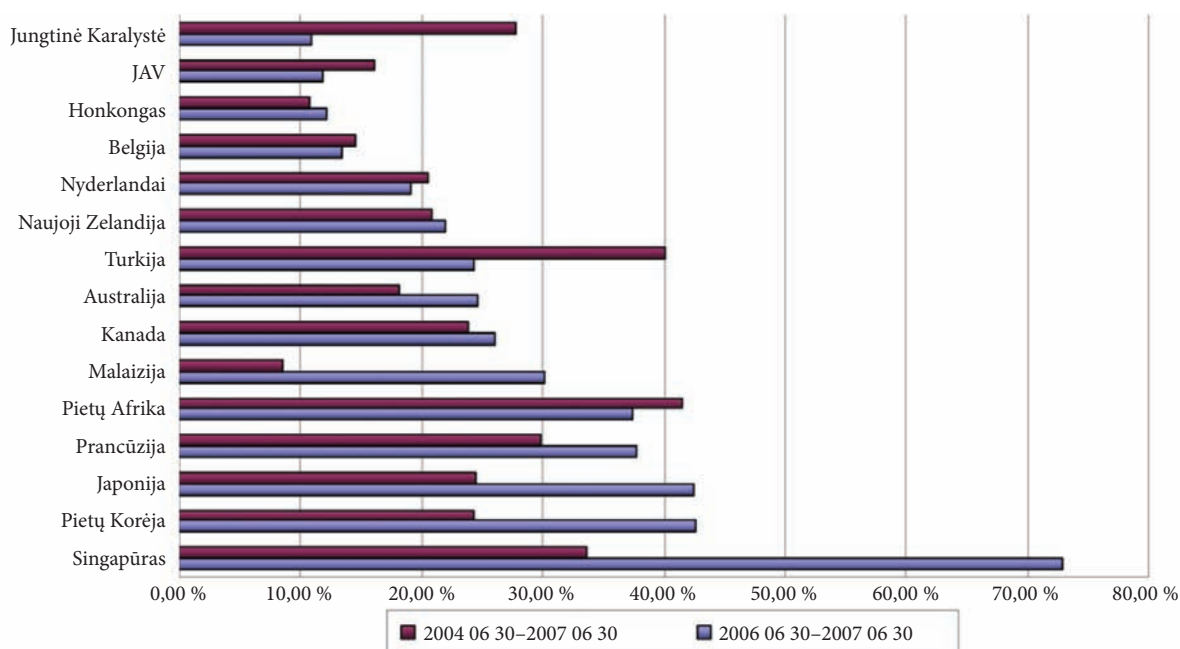
Pastarųjų metų REIT pelningumas įvairiose valstybėse varijuoja nuo 10 proc. iki beveik 73 proc. 5 pav. parodytas REIT vienerių metų pelningumus ir pastarųjų trejų metų pelningumas.



3 pav. REIT valdomas turtas (kapitalizacijos lygis) pagal valstybes (2007 m.), mln. JAV dolerių
Fig. 3. Assets of REITs (capitalisation level) by state (2007), USD millions



4 pav. REIT (2007 m.) ir visų investicinių fondų skaičius (2006 m.) pagal valstybes
Fig. 4. Total REITs (2007) and all investment funds (2006) by state



Šaltinis: Global REIT Report 2008

5 pav. REIT pelningumas

Fig. 5. Total return on REITs

4. Nekilnojamojo turto investiciniai fondai kaip investicijų portfelio diversifikavimo priemonė

Investicijų portfelio rezultatus lemia daug įvairiausių veiksnių – nuo mikroekonominių iki tarptautinių politinių sprendimų. Didžioji dauguma šių veiksnių investicinių fondų atžvilgiu yra išoriniai, todėl fondai negali jų valdyti ar kitaip daryti jiems įtaką. Svarbiausias investicinių fondų valdomas veiksnys yra investicinio fondo struktūra.

Investicijų portfelio struktūrai pagrįsti tradiciškai taikomas toks kriterijų derinys:

- investicijų pelningumas;
- pelningumo svyravimas, kurį įprasta išreikšti standartiniu pelno nuokrypiu ir traktuoti kaip rizikos rodiklį;
- investicijų į įvairių rūšių turtą pelningumo koreliacija.

Nepaisant didelio praktikų ir teoretikų susidomėjimo, nemažų jų pastangų, nėra sukurtų patikimų šių rodiklių prognozavimo metodų. Įprasta, apeliuojant į tokio masto reiškinį inertiškumą, pasikliauti retrospektyviniais duomenimis (Imperiale 2002). Taigi pažiūrėkime, kaip per tokių kriterijų prizmę investicijų į įvairių rūšių turtą fone atrodo nekilnojamojo turto investiciniai fondai. Apibendrintas 16 metų retrospektyvinio laikotarpio (1990–2005 metai) pelningumo ir rizikos vaizdas pateiktas 6 pav.

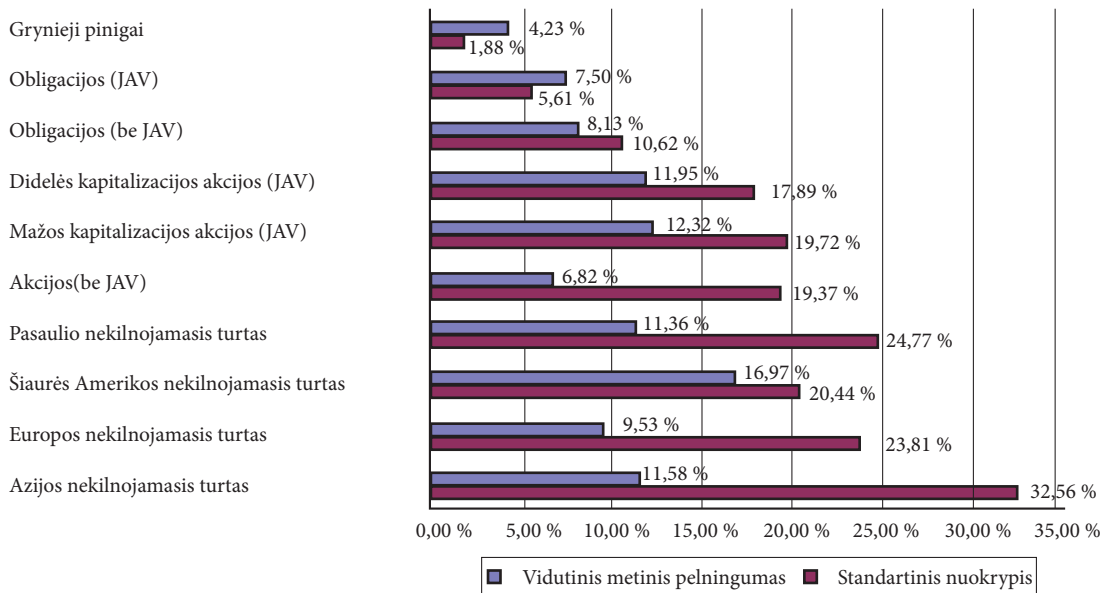
Pagal abu kriterijus nekilnojamasis turtas išsiskiria iš bendro fono. Ypač ryškūs skirtumai smarkesniu augimu pasižymėjusiuose regionuose – Šiaurės Amerikoje ir Azijoje.

Kitas aiškiai matomas dėsniumas – didesni pelningumai lydi didesnę riziką.

Investicijų portfelio struktūros požiūriu ne mažiau reikšmingi investicijų į nekilnojamąjį ir kitų rūšių turtą pelningumo koreliacijos duomenys (1 lentelė). Matoma ypač maža nekilnojamojo turto ir grynųjų pinigų bei obligacijų pelningumo koreliacija (koreliacijos koeficientas atitinkamai nuo $-0,4$ iki $-0,48$ ir $0,0-0,2$). Nekilnojamojo turto ir akcijų pelningumo koreliacija gerokai didesnė – iš bendro fono išsiskiria tik vieno regiono (Šiaurės Amerikos) nekilnojamasis turtas (koreliacijos koeficientas $0,28$). Be to, investicijų į nekilnojamąjį turtą Šiaurės Amerikoje pelningumas santykinai mažiau koreliuoja su kitų regionų (Europa, Azija) analogiškų investicijų pelningumu.

Panašūs ir kitų investicijų į įvairių rūšių turtą pelningumo koreliacijos tyrimų rezultatai (Imperiale 2002; Westerheide 2006). Be to, pastebima koreliacijos mažėjimo tendencija (7 pav.). Ši tendencija ypač ryški Amerikos regione, kur per 20 metų nekilnojamojo turto ir akcijų pelningumo koreliacija sumažėjo apie 3 kartus (žemos kapitalizacijos akcijų koreliacijos koeficientas nuo $0,74$ iki $0,26$ ir aukštos kapitalizacijos akcijų – nuo $0,64$ iki $0,25$). Reikia pabrėžti, kad R. Imperiale (2002) ir P. Westerheide (2006) nedideli koreliacijos tyrimų rezultatų skirtumai logiškai paaiškinami, nes atlikti tyrimai skiriasi geografiniu aspektu: P. Westerheide pasaulio, o R. Imperiale – tik Amerikos regiono duomenys.

Aptartieji investicijų į įvairių rūšių turtą pelningumo, rizikos ir pelningumo koreliacijos dėsniumai yra svertai



Šaltinis: Idzorek *et al.* 2006

6 pav. Atskirų rūšių turto pelningumas ir jo standartinis nuokrypis (1990–2005 m.)

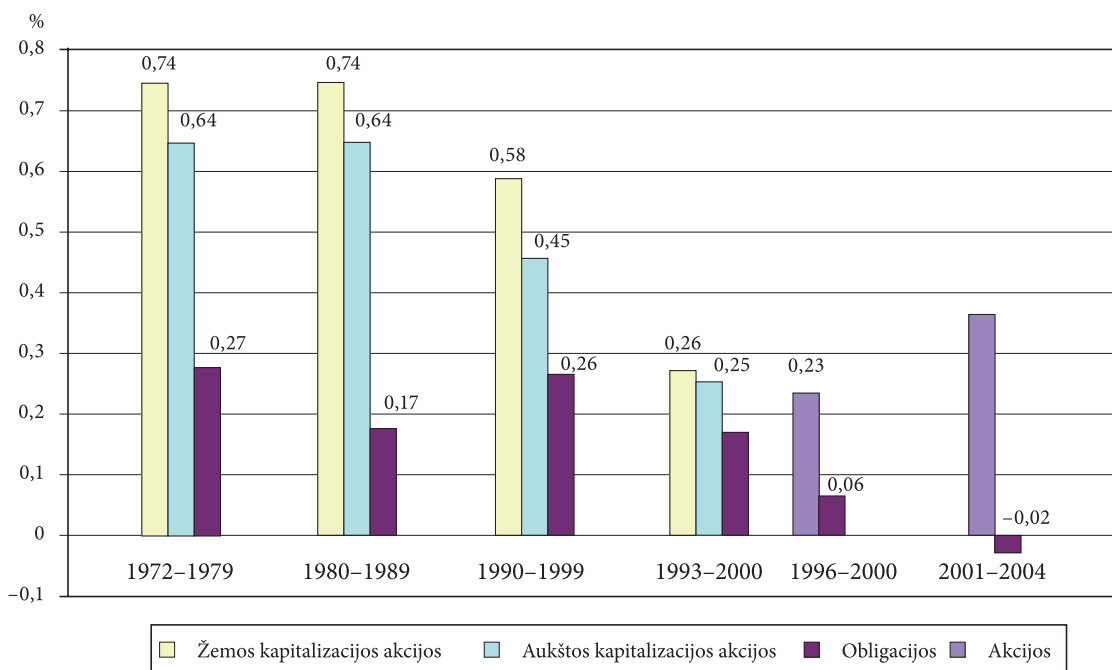
Fig. 6. Return and standard deviation of different types of assets (1990–2005)

1 lentelė. Pelningumų koreliacija 1990–2000 m.

Table 1. Correlation of returns 1990–2000

	Grynieji pinigai	Obligacijos (JAV)	Obligacijos (ne JAV)	JAV aukštos kapitalizacijos akcijos	JAV žemos kapitalizacijos akcijos	Akcijos (be JAV)	Pasaulio nekilnojamasis turtas	Šiaurės Amerikos nekilnojamasis turtas	Europos nekilnojamasis turtas	Azijos nekilnojamasis turtas
Grynieji pinigai	1,00	0,34	-0,17	0,18	-0,19	-0,41	-0,48	-0,26	-0,62	-0,40
Obligacijos (JAV)	0,34	1,00	0,43	0,17	0,14	-0,26	0,04	0,20	-0,09	0,00
Obligacijos (be JAV)	-0,17	0,43	1,00	0,13	0,07	0,17	0,21	-0,01	0,03	0,21
JAV aukštos kapitalizacijos akcijos	0,16	0,17	0,13	1,00	0,76	0,64	0,22	0,34	0,06	0,31
JAV žemos kapitalizacijos akcijos	-0,19	0,14	0,07	0,76	1,00	0,64	0,48	0,71	0,17	0,53
Akcijos (be JAV)	-0,41	-0,26	0,17	0,64	0,64	1,00	0,66	0,28	0,56	0,76
Pasaulio nekilnojamasis turtas	-0,48	0,04	0,21	0,22	0,48	0,66	1,00	0,56	0,83	0,94
Šiaurės Amerikos nekilnojamasis turtas	-0,26	0,20	-0,10	0,34	0,71	0,28	0,56	1,00	0,30	0,44
Europos nekilnojamasis turtas	-0,62	-0,09	0,33	0,06	0,17	0,56	0,83	0,30	1,00	0,68
Azijos nekilnojamasis turtas	-0,40	0,00	0,21	0,31	0,53	0,76	0,94	0,44	0,68	1,00

Šaltinis: Idzorek *et al.* 2006.



Šaltinis: Imperiale 2002; Westerheide 2006

7 pav. Investicijų į nekilnojamojo turto investicinius fondus ir kitų rūšių turtą pelningumo koreliacija

Fig. 7. Correlation of returns on REIT with other types of investment

pagrindžiant investicijų portfelio struktūrą. Klasikinis investicijų portfelis – akcijų ir obligacijų derinys. Kaip matyti iš aptartų tyrimų rezultatų, ilgalaikis obligacijų pelningumas mažesnis nei akcijų, bet obligacijoms būdinga mažesnė rizika. Be to, akcijų ir obligacijų pelningumo koreliacija santykinai maža. Todėl jų derinys gali sumažinti investicijų portfelio pelningumo svyravimus ir padidinti bendrą kiekvienam prisiimtam rizikos vienetui tenkantį pelną. Tuo pačiu tikslu vis dažniau į investicijų portfelį įtraukiama įvairesnių rūšių turto, ne tik akcijų ir obligacijų.

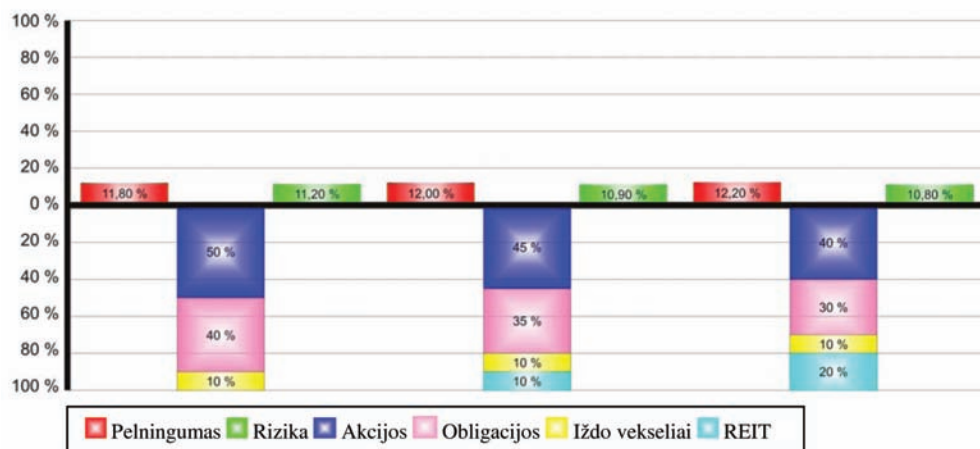
Šiuo aspektu įdomūs ir naudingi R. Imperiale (2002) investicijų portfelio struktūros modeliavimo, siekiant išsiaiškinti pelningumo padidinimo ir rizikos svyravimo galimybes, rezultatai. Modeliuota naudojant faktiškus JAV kapitalo rinkos duomenis. Modeliavimo būdu bandyta nustatyti investicijų portfelio rezultatų pokyčius kaip reakciją į portfelio struktūros pokyčius. Atlikti trys eksperimentai, kiekvienas su skirtingu pagal turto rūšis investicijų portfeliumi.

Pirmojo eksperimento investicijų portfelio sudėtis tokia: aukštos kapitalizacijos akcijos (pagal S&P 500 indeksą), dvidešimties metų JAV vyriausybės obligacijos, trisdešimties dienų JAV išdo vekseliai. Tokio klasikinės struktūros investicijų portfelio (50 proc. aukštos kapitalizacijos įmonių akcijų, 40 proc. vyriausybės obligacijų ir 10 proc. išdo vekselių) vidutinis metinis 1972–2000 metų laikotarpio pelningumas buvo 11,8 proc., o rizika – 11,2 proc. Modeliuojant akcijų ir obligacijų dalį sumažinus po 5 proc. ir pridėjus

10 proc. nekilnojamojo turto investicinių fondų, portfelio pelningumas padidėja iki 12 proc., o rizika sumažėja iki 10,9 proc. Sumažinus akcijų ir obligacijų dalį po 10 proc. ir pridėjus 20 proc. nekilnojamojo turto investicinių fondų, portfelio pelningumas padidėja iki 12,2 proc., o rizika sumažėja iki 10,8 proc. (8 pav.).

Antrasis eksperimentas atliktas su klasikiniu obligacijų portfeliumi (90 proc. dvidešimties metų JAV vyriausybės obligacijų ir 10 proc. trisdešimties dienų JAV išdo vekselių). 1972–2000 m. tokio investicijų portfelio pelningumas buvo 9,5 proc., o rizika – 11,3 proc. Modeliavimo metu obligacijų dalį sumažinus 10 proc. ir pridėjus 10 proc. nekilnojamojo turto investicinių fondų pagal NAREIT vertybinių popierių indeksą, metinis pelningumas išauga iki 9,9 proc., o rizika sumažėja iki 10,6 proc. Sumažinus obligacijų dalį 20 proc. ir pridėjus 20 proc. nekilnojamojo turto investicinių fondų, portfelio pelningumas padidėja iki 10,3 proc., o rizika sumažėja iki 10,3 proc. (9 pav.).

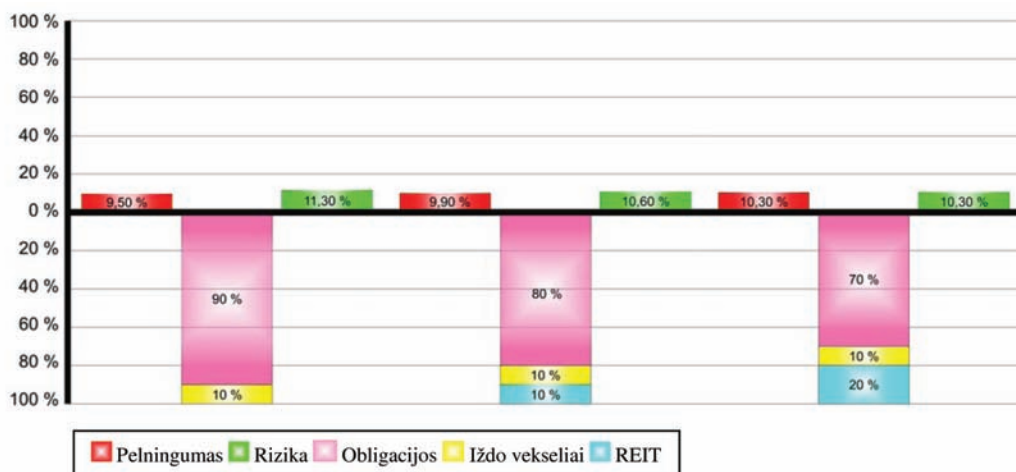
Trečiojo eksperimento investicijų portfelio sudėtis: žemos kapitalizacijos įmonių akcijos (Ibbotson JAV žemos kapitalizacijos įmonių akcijos nuo 0 iki 20 proc.); aukštos kapitalizacijos įmonių akcijos (pagal S&P 500 indeksą nuo 15 iki 60 proc.), obligacijos (dvidešimties metų JAV vyriausybės obligacijos nuo 5 iki 40 proc.); tarptautinių įmonių akcijos (*Morgan Stanley Capital International* Europos, Azijos ir Tolimųjų Rytų indeksas nuo 0 iki 20 proc.); išdo vekseliai (nuo 0 iki 15 proc.). Naudojant 1993–2000 m. laikotarpio faktinius duomenis, modeliavimo metu investicijų portfelio



Šaltinis: Imperiale 2002: 69

8 pav. Pirmojo eksperimento rezultatai

Fig. 8. Results of the first simulation



Šaltinis: Imperiale 2002: 70

9 pav. Antrojo eksperimento rezultatai

Fig. 9. Results of the second simulation

2 lentelė. Trečiojo eksperimento rezultatai

Table 2. Results of the third simulation

Portfelio sudedamosios dalys	Portfelis					
	1	2	3	4	5	6
Žemos kapitalizacijos akcijos	0 %	0 %	14 %	0 %	0 %	11 %
Aukštos kapitalizacijos akcijos	26 %	45 %	60 %	19 %	39 %	60 %
Obligacijos	19 %	17 %	5 %	36 %	31 %	5 %
Tarptautinių rinkų akcijos	20 %	18 %	1 %	20 %	20 %	14 %
Iždo vekseliai	15 %	0 %	0 %	15 %	0 %	0 %
Nekilnojamojo turto investiciniai fondai (REIT)	20 %	20 %	20 %	10 %	10 %	10 %
Tikėtinas pelningumas	12,20 %	14,50 %	16,10 %	11,50 %	13,90 %	15,90 %
Standartinis nuokrypis	5,50 %	7,50 %	10,50 %	5,50 %	7,50 %	10,50 %

Šaltinis: Imperiale 2002: 74–75

dėmenys įvairiu santykiu buvo keičiami nekilnojamojo turto investiciniais fondais ir modeliuojamas pelningumas bei rizika. Modeliavimo rezultatų fragmentas pateiktas 2 lentelėje.

Pateikti modeliavimo rezultatai leidžia teigti, kad įvairių investicijų portfelio struktūrinių proporcijų portfelį papildžius nekilnojamojo turto investiciniais fondais galima gerokai padidinti investicijų portfelio pelningumą ir sumažinti riziką. Žinoma, ir šiuo atveju aktualus išlieka investicijų portfelio struktūros nustatymas investicijų objektų lygmeniu. Atskirų nekilnojamojo turto objektų, panašiai kaip ir atskirų įmonių akcijų, pelningumo ir rizikos rodiklių svyravimo diapazonas ypač didelis.

5. Išvados

Pasaulyje vyrauja investicinių fondų įvairovės ir masto didėjimo tendencija. Šioje srityje vis tvirtesnes pozicijas įgauna nekilnojamojo turto investiciniai fondai. Dėl jų vietos ir vaidmens kapitalo rinkoje specialioje ir mokslinėje literatūroje išsakomos prieštaringos nuomonės.

Pasaulio investicinių fondų retrospektyvinių duomenų analizė per svarbiausių investicijų portfelio sudarymo kriterijų prizmę leidžia konstatuoti tokius dėsningumus nekilnojamojo turto investicinių fondų atžvilgiu:

- investicijų į nekilnojamojo turto investicinius fondus pelningumas didesnis už grynųjų pinigų bei obligacijų pelningumą ir artimas investicijų į akcijas pelningumui;
- pagal rizikos rodiklį, kuris skaičiuojamas kaip pelningumo svyravimų standartinis nuokrypis, nekilnojamojo turto investiciniai fondai nusileidžia investicijoms į visų kitų rūšių turtą;
- nekilnojamojo turto investicinių fondų ir grynųjų pinigų, taip pat obligacijų pelningumo koreliacija maža, nekilnojamojo turto investicinių fondų ir akcijų pelningumo koreliacija gerokai didesnė, išskyrus Šiaurės Amerikos regioną, kuriame investicijų į nekilnojamąjį turtą pelningumas mažiau koreliuoja su kitų regionų (Europa, Azija) analogiškų investicijų pelningumu.

Nustatyti dėsningumai leidžia teigti, kad nekilnojamojo turto investiciniai fondai yra patraukli investicijų portfelio diversifikavimo priemonė, leidžianti pasiekti priimtina pelno ir rizikos kompromisą.

Literatūra

- Čepinskis, J.; Kuzmickas, D. 1997. Investiciniai fondai ir finansų valdymas, *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai* 4: 7–23.
- Global REIT Report*. 2008. REIT Market Review 2007. Ernst & Young.
- Idzorek, T.; Barad, M.; Meier, S. 2006. *Commercial Real Estate: The Role of Global Listed Real Estate Equities in a Strategic Asset Allocation (prepared for the National Association of Real Estate Investment Trusts)*. Ibbotson Association.
- Imperiale, R. 2002. *Getting Started in Real Estate Investment Trusts / REITs*. New York: John Wiley & Sons, Inc. 288 p.
- Kancerevyčius, G. 2006. *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltija. 864 p.
- Lietuvos Respublikos investicijų įstatymas. 1999. *Valstybės žinios*, Nr. 66-2127
- Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektų įstatymas. 2003. *Valstybės žinios*, Nr. 74-3424.
- Mačerinskienė, I.; Volodzkienė, L. 2006. Investicinių fondų klasifikavimo ypatumai, iš *Business Development Possibilities in the New European Area: tarptautinės mokslinės konferencijos medžiaga*. Vilnius: VU leidykla, 289–302.
- Snieška, V.; Pekarskienė, I. 1999. Investiciniai fondai: užsienio šalių patirtis ir veiklos perspektyvos Lietuvoje, *Socialiniai mokslai* 1: 73–78.
- Vertybinių popierių komisija*. 2006. Investuotojų švietimas [žiūrėta 2006-11-06]. Prieiga per internetą: <<http://www.vpk.lt/svietimas/>>.
- Westerheide, P. 2006. *Cointegration of Real Estate Stocks and REITs with Common Stocks, Bonds and Consumer Price Inflation – an International Comparison*. Centre for European Economic Research. Discussion Paper No 06-057.
- Worldwide Number Of Mutual Funds*. 2007. ICI Fact Book [žiūrėta 2007-12-12]. Prieiga per internetą: <http://www.icifactbook.org/pdf/07_fb_table49.pdf>.

Juozas BIVAINIS. Doctor Habil, Professor, Head of Dept of Social Economics and Management, Vilnius Gediminas Technical University. He is the author of over 200 scientific works. Research interests: intensification of economic development, business management theory, economic legislation.

Lina VOLODZKIENĖ. Doctoral student of Business Management Faculty, Vilnius Gediminas Technical University. Research interests: investment in real estate, real estate investment trusts, modern theories of economics and business management.