



RITA REMEIKIENĖ

INVESTAVIMO Į NEKILNOJAMĄJĮ TURTA TRANSFORMACIJOS

Mokslo monografija

LIETUVOS AGRARINĖS EKONOMIKOS INSTITUTAS

Rita Remeikienė

INVESTAVIMO Į NEKILNOJAMĄJĮ TURTAŲ TRANSFORMACIJOS

Vilnius, 2018

Remeikienė, Rita

Investavimo į nekilnojamąjį turtą transformacijos: monografija. – Vilnius: Lietuvos agrarinės ekonomikos institutas. 2018. 157 p.

Monografijoje yra pateikiamas kritinis požiūris į inovatyvius nekilnojamojo turto (pagrindinį dėmesį skiriant ir žemei) finansavimo mechanizmus Europoje bei pasaulyje. Investicijų į žemę tendencijų ir finansavimo galimybių tyrimas išryškins šio pobūdžio investicijų įtaką nekilnojamojo turto rinkai apskritai bei atskiriems rinkos dalyviams ir segmentams. Tai yra itin problemiškas politinis klausimas, kuris, savo ruožtu, skatina modernią investicijų į nekilnojamąjį turtą kaštų ir gražos analizę. Atsižvelgiant į nagrinėjamą problematiką, ši monografija turėtų padėti nekilnojamojo turto politikos ir praktikos formuotojams, investuotojams, nekilnojamojo turto plėtros iniciatoriams ir vykdytojams, pirkėjams bei kitiems suinteresuotiems asmenims labiau suprasti investicijų į žemę tikslumą ar netikslumą. Monografijos rezultatai gali būti pritaikomi, formuojant ir įgyvendinant visuomenės gyvenimo kokybės didinimo bei tobulesnio ir racialesnio bendrosios aplinkos kūrimo šalyje projektus.

(online) ISBN 978-9955-481-67-6

Apsvarstyta ir rekomenduota skelbti

Lietuvos agrarinės ekonomikos instituto Mokslo tarybos posėdyje
2018-05-22 (protokolas Nr. 12-17 (8.2)).

Recenzavo: prof. Birutė Galinienė, Vilniaus universitetas

doc. dr. Saulius Raslanas, Vilniaus Gedimino technikos universitetas

Visos knygos leidybos teisės saugomos. Ši knyga arba kuri nors jos dalis negali būti dauginama, taisoma arba kitu būdu platinama be leidėjo sutikimo.

© Rita Remeikienė, 2018

© Lietuvos agrarinės ekonomikos institutas, 2018

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS	4
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS.....	5
SANTRUMPOS IR SĄVOKOS	6
SUMMARY.....	7
ĮVADAS.....	8
1. INVESTAVIMO Į NEKILNOJAMĄJĮ TURŲĄ KONCEPCIJA.....	11
1.1. Investavimo į nekilnojamąjį turŲą, kaip investavimo objektą, samprata, požymiai ir klasės..	11
1.2. Investavimo į nekilnojamąjį turŲą subjektai.....	20
1.3. Ryšių tarp nekilnojamojo turto rinkos ir bendrosios ekonomikos reikšmingumas	25
2. NEKILNOJAMOJO TURTO VERTĖS VEIKSNIŲ ANALIZĖ	32
2.1. Nekilnojamojo turto vertė netikrumo ir ekonomikos cikliškumo sąlygomis.....	33
2.2. Tradiciniai nekilnojamojo turto vertės veiksniai	41
2.3. Naujos nekilnojamojo turto vertinimo paradigmos	44
3. INVESTICIJOS Į NEKILNOJAMOJO TURTO FINANSAVIMĄ NAUJOSIOS EKONOMIKOS LAIKOTARPIU PASAULYJE IR LIETUVOJE.....	56
3.1. Bankų ir rinkos pagrindu veikiančios finansų sistemos.....	57
3.2. Nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai	60
3.2.1. Tradiciniai privataus finansavimo mechanizmai.....	62
3.2.2. Tradiciniai viešojo finansavimo mechanizmai.....	70
3.2.3. Inovatyvūs nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai	81
4. INVESTAVIMO Į ŽEMĖ, KAIP Į NEKILNOJAMĄJĮ TURŲĄ, SPECIFIŠKUMAS	90
4.1. Investavimo į žemę, kaip į nekilnojamąjį turŲą, teoriniai aspektai	90
4.1.1. Žemės, kaip nekilnojamojo turto formos, specifiškumas.....	90
4.1.2. Žemės klasifikavimas pagal paskirtį	94
4.1.3. Žemės finansų teorija	96
4.1.4. Investicijų į žemę motyvai ir rizika.....	103
4.2. Investavimo į žemę, kaip į nekilnojamąjį turŲą, Lietuvoje specifika	107
4.3. Investavimo į žemę Lietuvoje perspektyvos praktiniu požiūriu.....	112
4.3.1. Ekspertinio vertinimo metodika	113
4.3.2. Ekspertinio vertinimo rezultatai	117
IŠVADOS	127
LITERATŪRA	129
PRIEDAI	152

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Nekilnojamojo turto sampratos literatūroje.....	12
2 lentelė. Specifiniai nekilnojamojo turto požymiai remiantis finansų teorijomis ir empiriniais nekilnojamojo turto finansavimo aspektai.....	15
3 lentelė. Nekilnojamojo turto klasifikavimas.....	17
4 lentelė. Pagrindinės kompleksinės ekonomikos sąvokos nekilnojamojo turto rinkos kontekste....	45
5 lentelė. Fizinio asmens vykdomo nekilnojamojo turto teikimo pavyzdžiai, pagal LR PVM įstatymą laikomi ir nelaikomi ekonomine veikla.....	75
6 lentelė. Statistiniai duomenys apie valstybės subsidijų iš dalies kompensuojamo būsto kredito daliai arba kredito likučiui apmokėti paskirstymą Vilniaus, Kauno, Klaipėdos, Šiaulių ir Panevėžio miestų savivaldybėms 2017 m. sausio 1 d. – 2017 m. birželio 30 d.	79
7 lentelė. Investavimo į žemę motyvai.....	103
8 lentelė. Anketoje suformuluotų klausimų tikslingumas	115
9 lentelė. Ekspertinio vertinimo rezultatų matrica.....	116
10 lentelė. Žemės, kaip investicinio objekto, vertę lemiančių veiksnių suskirstymas pagal svarbą.....	120
11 lentelė. Nepopuliarūs finansiniai mechanizmai, investuojant į žemę Lietuvoje.....	123

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Nekilnojamojo turto bruožai.....	14
2 pav. Subjektų, investuojančių į nekilnojamąjį turtą, kategorijos.....	21
3 pav. Investavimo į nekilnojamąjį turtą tarpininkų kategorijos.....	24
4 pav. Tarptautinių sandorių tipai.....	26
5 pav. Ryšiai tarp naujosios ekonomikos ir nekilnojamojo turto rinkų.....	29
6 pav. Nekilnojamojo turto rinkos ciklų formavimosi modelis.....	37
7 pav. Nekilnojamojo turto vertės veiksniai kompleksinės ekonomikos požiūriu.....	48
8 pav. Technologinių inovacijų įtaka nekilnojamojo turto rinkoms.....	54
9 pav. Lėšų atitekėjimo į nuosavybę kanalai.....	61
10 pav. Supaprastintas nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų modelis.....	62
11 pav. Tipinė nekilnojamojo ribotos partnerystės fondo (RELPs) struktūra.....	66
12 pav. Tipinė nekilnojamojo turto pasitikėjimo fondo (REITs) struktūra.....	68
13 pav. Inovatyvūs nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai.....	82
14 pav. Požiūrio į žemę ir kadastrinių infrastruktūrų evoliucija.....	92
15 pav. Žemės administravimo infrastruktūra tvariai plėtrai.....	93
16 pav. Žemės vertės konfigūracijos ir jos bruožų struktūrinė schema.....	100
17 pav. Butų, individualių namų ir žemės sklypų sandoriai Lietuvoje (vnt.).....	108
18 pav. Žemės kaina ir jos metinė kaita	110
19 pav. Skirtingų rūšių turto kainų kaita.....	110
20 pav. Ekspertų skaičiaus įtaka vertinimo patikimumui.....	114
21 pav. Finansinių mechanizmų prieinamumas Lietuvoje, atliekant investicijas į žemę.....	123
22 pav. Investavimo į žemę motyvai, atsakymų pasiskirstymas proc.....	126

SANTRUMPOS IR SĄVOKOS

ABS – nekilnojamoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai
BVP – bendrasis vidaus produktas
JAV – Jungtinės Amerikos Valstijos
ES – Europos Sąjunga
FM – Lietuvos Respublikos finansų ministerija
LR – Lietuvos Respublika
NT – nekilnojamas turtas
PVM – pridėtinės vertės mokestis
SMBS – komercinėmis hipotekomis laiduoti vertybiniai popieriai
VĮ – valstybės įmonė
VRP – valstybės remiamos pajamos

Nekilnojamojo turto kaina leidžia suprasti keitimąsi: kaina yra užbaigtas faktas. Kaina, vienašyk įforminta, atitinka sumą, kurią potencialus pirkėjas sutinka mokėti ir už kurią potencialus pardavėjas sutinka atiduoti turtą tam tikromis aplinkybėmis, lydinčiomis jų sandorį (Raslanas, Šliogerienė, 2012).

Nekilnojamojo turto rinka yra sąveika tarp individų, kurie keičia nekilnojamojo turto nuosavybės teises į kitą turtą, pavyzdžiui, pinigus (Raslanas, Šliogerienė, 2012).

Nekilnojamojo turto vertė – labiausiai tikėtina kaina, kurią būtų galima gauti, pardavus nekilnojamąjį turtą konkurencingoje ir atviroje rinkoje, esant teisėtoms pardavimo sąlygoms, kai pirkėjas bei pardavėjas elgiasi dalykiškai bei apdairiai, o kainos neveikia neteisėti veiksniai (Tarptautinė turto vertintojų mokesčiams asociacija).

Investicinė vertė parodo tam tikros investicijos vertę konkrečiam investuotojui, grindžiamą konkrečiais investiciniais tikslais ir reikalavimais. Pinigine prasme – tai pinigų suma, kurią investuotojas sutinka įdėti į nuosavybę, kad patenkintų savo tikslus ar asmeninius poreikius (Raslanas, Šliogerienė, 2012). Monografijoje analizuojama investicinė vertė.

Rinkos vertė – nustatyta suma, už kurią vertinimo dieną norintys pirkti ir norintys parduoti, atlikę atitinkamas rinkodaros procedūras, keičiasi turtu, sudarydami komercinį sandorį, ir abi šalys veikia dalykiškai, protingai ir be prievartos (Tarptautiniai vertinimo standartai, 2007).

SUMMARY

This monograph, unlike previous scientific works (which mostly focus on residential and commercial premises), addresses the peculiarities of the investment in land as a specific kind of real estate which cannot be either produced or multiplied.

The novelty and originality of the monograph manifest through the detailed analysis of the opportunities to invest in land in global and local contexts, identification of the motives and perspectives to make the investment in land on theoretical and practical levels, clarification of the general and country-specific land investment risks and assessment of the main land value determinants.

The monograph can also bring much practical benefits to the investors who want to diversify their investment risks by including land as a relatively safe investment in their portfolios.

The main *purpose* of the monograph is to research the transformations of the investment in real estate by focusing on the peculiarities of the investment in land.

For the accomplishment of the defined purpose, the following objectives were raised:

1. To introduce the theoretical aspects of the investment in real estate;
2. To specify the main real estate value determinants;
3. To research the peculiarities of real estate funding in the current Lithuanian and global economies;
4. To investigate the problems and opportunities of the investment in land from theoretical and practical points of view.

The research methods used in the monograph include systematic and comparative literature analysis, expert interview, expert evaluation and statistical data analysis.

The monograph presents a critical attitude towards the innovative real estate (mainly land) funding mechanisms in Europe and worldwide. The research in land investment trends and funding opportunities reveals what impact this type of investment has on the entire real estate market and its particular segments and participants, i.e. addresses a very topical political issue which, in its turn, promotes the modern cost/benefit and return on investment analysis. Regarding the problems addressed, this monograph should help real estate policy makers, practitioners, investors, developers, project implementers, buyers and other parties concerned to gain a deeper insight into (in)expediency of the investment in land. The results of the monograph can also be applied for the development and implementation of the projects that are linked to public welfare improvement, maintenance of sustainable and rational environment, and similar social issues.

IVADAS

Investicijos į nekilnojamąjį turtą yra viena iš augančių investavimo sričių, kuria investuotojai vis plačiau domisi, norėdami diversifikuoti savo investicijų portfelius ir taip apsaugoti juos nuo netikėtų bei nepageidaujamų vertės svyravimų. Didėjanti su nekilnojamoju turtu susijusi investicinių priemonių įvairovė dar labiau padidina investicijų į nekilnojamąjį turtą patrauklumą.

Nekilnojamasis turtas vaidina vieną iš svarbiausių vaidmenų ekonomikoje, ir jo finansavimo būdai yra itin kruopščiai analizuojami tiek europiniu, tiek pasauliniu mastu. Pastaroji finansų recesija privertė ieškoti būdų, kaip būtų galima sumažinti gerovės išlaidas – valstybė pradėjo mažiau investuoti, o daugeliu atvejų ir visiškai nutraukė investicijas į viešosios infrastruktūros tobulinimą (kelių būklės gerinimą, pastatų renovaciją ir pan.). Nekilnojamojo turto rinkos yra vis dažniau traktuojamos kaip naudingos ir galinčios lanksčiai bei efektyviai prisiderinti prie vartotojų poreikių ir skonio bei taip paskatinti bendrąjį šalių ekonomikos atsigavimą.

Siekiant išspręsti minėtas problemas, išsivysčiusiose Europos šalyse nuo 2008 m. ypatingas dėmesys yra kreipiamas į nekilnojamojo turto plėtros finansavimo modernizavimą: ieškoma būdų, kaip optimizuoti skolinimo institucijų vaidmenis šioje srityje, kaip rasti tinkamą skolų ir turto santykį finansuojant nekilnojamojo turto plėtros projektus, kaip racionaliai įvertinti riziką, vykdant šiuos projektus, kokius nustatyti skolų grąžinimo reikalavimus bei kaip paskatinti partnerystę tarp viešojo ir privataus sektorių.

Iššūkių užtikrinant nekilnojamojo turto finansavimą skalė iš tiesų plati, ypač atsižvelgiant į tai, jog kapitalo biudžeto ribojimai tik dar labiau sukelia finansinių inovacijų apetitą nekilnojamojo turto rinkoje (Bartke, 2013). Be to, intensyvus spaudimas dėl nuolat augančios pasaulio ekonomikos reikalauja tokio finansavimo, kuris ne tik leistų vystyti nekilnojamojo turto rinkas trumpuoju laikotarpiu, bet padėtų užtikrinti tvarią šių rinkų plėtrą ateityje (Medda et al., 2011). Remiantis standartinio negrįžtamumo teorija (angl. *standard irreversibility theory*), nekilnojamojo turto plėtros sprendimai yra visuomet rizikingi, kadangi investavimo momentu ateities įvykių pokyčių negalima tiksliai numatyti. Be to, nekilnojamojo turto plėtros procese egzistuoja daug galimų sprendimų įvairiose nekilnojamojo turto gyvavimo ciklo stadijose, pavyzdžiui, žemės plėtros sprendimai, apleisto nekilnojamojo turto atgaivinimo sprendimai, nekilnojamojo turto vystymo sprendimai, sprendimai pakeisti vieną nekilnojamojo turto rūšį kita, nuoseklių statybų sprendimai ir t. t. Visa tai padidina neužtikrintumo laipsnį, finansuojant ir vykdant nekilnojamojo turto plėtros projektus.

Šiuo metu Europoje egzistuoja didelė įvairovė modernių nekilnojamojo turto plėtros finansavimo priemonių. Finansų sistemos plėtra sąlygoja kūrimąsi institucijų, kurios ieško turto

kaupimo galimybių, ir šių institucijų vizijos yra susijusios į žemės investicijų finansavimą pagal naujus, modernius mechanizmus. Investavimo į nekilnojamąjį turtą finansavimo mechanizmų plėtra sukuria puikų pagrindą iš naujo domėtis žeme, kuri vėliau gali būti panaudota įvairiais tikslais (pvz., urbanistinei plėtrai, gyvenamojo būsto statybai, komercinės veiklos vykdymui, žemės ūkio veiklos vykdymui, rekreacinių zonų kūrimui ir pan.). Kaip pastebi Cotula (2012), modernios investicijų į nekilnojamąjį turtą sistemos atveria kelius tiek globalioms, tiek lokalizuotoms investicijoms į žemę, tiek tarpregioniniam investavimui (Knuth, 2015).

Norint geriau suprasti ir valdyti intensyvias investicijas į žemę, tikslinga išnagrinėti pasaulio rinkos žaidėjų motyvaciją investuoti į žemę. Analizuojant didelės apimties žemės sandorių šiandieninę politiką, svarus mokslinis pagrindas yra ištirti investicijų į žemę tikslumą, tendencijas bei šių investicijų finansavimo galimybes.

Nors mokslinėje literatūroje yra gausu studijų nekilnojamojo turto plėtros ir finansavimo klausimais (tarptautinių ir vietinių nekilnojamojo turto rinkų raidą analizavo Wyman et al. (2011), Tiwari ir White (2014), Hin et al. (2014), Faulkner (2016), Dong ir Sing (2017) ir daugelis kitų; investicijų į nekilnojamąjį turtą rinkos dinamiką tyrė Gholipour ir Masron (2011), Fereidouni ir Masron (2013), Patterson (2013), French (2015) ir kiti; pasaulio finansų krizės įtaką nekilnojamojo turto kainoms analizavo van der Heijden et al. (2011), Hegedüs et al. (2011), Scanlon ir Elsinga, (2014) ir kiti; nekilnojamojo turto finansavimo formas nagrinėjo Haffner ir Boelhouwer (2006), Kemp (2007), Griggs ir Kemp (2012), Squires et al. (2016) ir kiti; mokesčių politikos įtaką nekilnojamojo turto nuosavybei tyrė Haffner (1994), Figari et al. (2012), Oxley ir Haffner (2010) ir kiti), investicijos į žemę bei žemės finansavimo galimybės analizuotos retai, ypač nacionaliniu lygmeniu.

Monografijos *naujumas* ir *originalumas* pasireiškia tuo, jog detaliam ištiriamoms investicijoms į žemę galimybės pasauliniame ir vietiniame kontekste, nustatomi investuotojo įsigyti žemę motyvai ir perspektyvos teoriniu ir praktiniu lygmenimis, identifikuojamos bendrinės ir Lietuvos investuotojams būdingos rizikos, įvertinami svarbiausią įtaką žemės investicinei vertei turintys veiksniai. Monografija naudinga ir praktiniu požiūriu investuotojui, kuris siekia savo investiciniame portfelyje diversifikuoti investicinę riziką ir pasirinkti saugią investicinę priemonę – žemę.

Ankstesniuose investicijų į žemę tyrimuose buvo mėginama atskleisti investavimo į žemę logiką (Knuth, 2015), išanalizuoti investicinių fondų (Cotula, 2012; McMichael, 2012; White et al., 2012 ir kt.), vertybinių popierių fondų (Shepard, 2012) bei finansų institucijų (UNCTAD, 2009; FAO, 2010; Bergdolt, Mittal, 2012; Buxton et al., 2012) vaidmenį, atliekant investicijas į žemę bei ištirti investicijų į žemės ūkio paskirties žemę finansavimo aspektus (Gunnoe, Gellert, 2011; Fairbairn 2014a, 2014b; Gunnoe, 2014). Tačiau pasigendama kompleksinės investicijų į žemę, kaip į

specifinį nekilnojamąjį turtą, tikslingumo ir finansavimo galimybių analizės. Egzistuojanti mokslinė literatūra stokoja tyrimų apie naujus nekilnojamojo turto vertę lemiančius veiksniai, vertinant žemę, kaip investiciją, bei inovatyvius nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmus, todėl išanalizavus teorijas (savaržymo teorija, portfelio teorija, realaus pasirinkimo teorija, žemės finansų teorija, efektyvios rinkos teorija ir kt.), monografijoje pateikiamas visapusiškas požiūris į žemės vertę veikiančius veiksniai bei inovatyvius žemės finansavimo mechanizmus.

Pagrindinis monografijos **tikslas** – siekis ištirti investavimo į nekilnojamąjį turtą transformacijas, ypatingą dėmesį skiriant investicijų į žemę perspektyvai.

Norint įgyvendinti užsibrėžtą tikslą, iškeliami šie uždaviniai:

1. Pateikti investavimo į nekilnojamąjį turtą teorinius aspektus;
2. Išskirti nekilnojamojo turto vertės veiksniai;
3. Išanalizuoti nekilnojamojo turto finansavimą naujosios ekonomikos laikotarpiu pasaulyje ir Lietuvoje;
4. Teoriniu ir praktiniu aspektais ištirti investavimo į žemę problemas ir galimybes.

Monografijoje naudojami **tyrimo metodai** apima sistemine ir lyginamąją mokslinės literatūros analizę, ekspertų interviu ir ekspertinį vertinimą, statistinių duomenų analizę.

Monografijoje yra pateikiamas kritinis požiūris į inovatyvius nekilnojamojo turto (pagrindinį dėmesį skiriant ir žemei) finansavimo mechanizmus Europoje bei pasaulyje. Investicijų į žemę tendencijų ir finansavimo galimybių tyrimas išryškina šio pobūdžio investicijų įtaką nekilnojamojo turto rinkai apskritai bei atskiriems rinkos dalyviams ir segmentams. Tai yra itin probleminis politinis klausimas, kuris, savo ruožtu, skatina modernią investicijų į nekilnojamąjį turtą kaštų ir gražos analizę. Atsižvelgiant į nagrinėjamą problematiką, ši monografija turėtų padėti nekilnojamojo turto politikos ir praktikos formuotojams, investuotojams, nekilnojamojo turto plėtros iniciatoriams ir vykdytojams, pirkėjams bei kitiems suinteresuotiems asmenims labiau suprasti investicijų į žemę tikslingumą ar netikslingumą. Monografijos rezultatai gali būti pritaikomi, formuojant ir įgyvendinant visuomenės gyvenimo kokybės didinimo bei tobulesnio ir racialesnio bendrosios aplinkos kūrimo šalyje projektus.

1. INVESTAVIMO Į NEKILNOJAMĄJĮ TURTAŲ KONCEPCIJA

Finansų sektoriaus poveikis nekilnojamojo turto rinkai tapo ypač akivaizdus per pastaruosius keletą metų, ypač po 2007–2008 m. pasaulio finansų krizės, kuri, iš esmės, ir prasidėjo dėl pernelyg didelės beviltiškų paskolų, išduotų nekilnojamojamam turtui įsigyti, procentinės dalies kredito institucijų balansuose. Kartu tapo akivaizdi ir finansų bei nekilnojamojo turto sektorių tarptautinė integracija. Globali finansinė krizė ir tolesnės Europos nuosavybės rinkų korekcijos paskatino investuotojus siekti „pastogės“ pagrindinėse nusistovėjusiose rinkose. Siekdami sumažinti riziką ir stabilizuoti pinigų srautus, investuotojai pradėjo ieškoti investavimo galimybių Europos nekilnojamojo turto rinkoje, kaip vienos iš „saugaus rojus“ alternatyvų. Ši tendencija gerokai padidino konkurenciją, ieškant geriausio nekilnojamojo turto geriausiose vietovėse. Tačiau tinkamo produkto stoka baigėsi kainų infliacija, pastūmėdama investuotojus praplėsti savo investavimo ribas (Fereidouni, Masron, 2013) į geografiškai labiau nutolusias nekilnojamojo turto rinkas. Nenuostabu, jog per pastaruosius du dešimtmečius nekilnojamojo turto rinka tapo pagrindine turto klase, o tai savo ruožtu padidino ir poreikį gauti specifinių investavimo į šią rinką žinių. Verta akcentuoti ir tai, jog, Europos nelistinguojamų nekilnojamojo turto fondų investuotojų asociacijos duomenimis (2013), komercinis nekilnojamojo turto sektoriaus kapitalas siekė 5 trilijonus eurų, jį nedaug lenkė Europos akcijų (7,1 trilijono) ir obligacijų (7,5 trilijono) rinkos. Tiesiogiai tai sudarė 2,5 proc. Europos BVP, įdarbino daugiau nei 4 milijonus individų ir įtraukė ¼ visų smulkių ir vidutinių įmonių. Taigi, ekonominė nekilnojamojo sektoriaus svarba šiuolaikinėmis sąlygomis yra žymiai didesnė už kitų Europos verslo sektorių sukuriamą svarbą, pavyzdžiui, automobilių ir telekomunikacijų pramonių.

Šiame skyriuje nagrinėjami svarbiausi nekilnojamojo turto principai: nekilnojamojo turto ir investavimo į nekilnojamąjį turtą koncepcija, investavimo į nekilnojamąjį turtą objekto požymiai ir klasės, analizuojami investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektų grupavimo principai, ryšiai tarp nekilnojamojo turto rinkų ir naujosios ekonomikos.

1.1. Investavimo į nekilnojamąjį turtą, kaip investavimo objektą, samprata, požymiai ir klasės

Analizuojant investavimo į nekilnojamąjį turtą specifiką, tikslinga panagrinėti, kaip nekilnojamas turtas yra suprantamas ekonomikos literatūroje, kokie yra jo pagrindiniai požymiai ir klasės. Skirtinguose moksliniuose šaltiniuose, ekonomikos terminų žodynuose bei teisės dokumentuose pateikiami kiek skirtingi nekilnojamojo turto apibrėžimai (žr. 1 lentelę).

Nekilnojamojo turto sampratos literatūroje

Nekilnojamojo turto samprata	Šaltinis, metai
Žemė ir viskas, kas yra nuolatini ant jos pritvirtinta. Pritvirtinimais laikomi pastatai, tvoros ir kiti priedai, pritvirtinti prie pastatų, t. y. apšvietimas, vandentiekis, šildymo įrenginiai. Nekilnojamas turtas apima ne tik namus, bet ir kitus pastatytus aplinkoje elementus – darbo, komercijos, vyriausybės, mokslo, rekreacijos aplinkas ir vietas. Galiausiai, nekilnojamas turtas – tai nuosavybė, kuri yra priklausoma ir valdoma.	Tupėnaitė et al., 2015
Žemė ir kitokie daiktai, kurie susiję su žeme, kurie negali būti perkelti iš vienos vietos į kitą nepakeitus jų paskirties ir iš esmės nesumažinus jų vertės (statiniai, pastatai, patalpos, butai, inžineriniai įrenginiai ir kiti daiktai, kurie pagal savo paskirtį ir prigimtį yra nekilnojamieji) ir kurie Nekilnojamojo turto kadastro tvarkytojo nustatyta tvarka gali būti aprašomi kaip atskiri daiktai.	LR nekilnojamojo turto kadastro įstatymas, 2000
Nekilnojamas turtas yra nuosavybė, žemė, pastatai, oro virš žemės teisės bei požemio teisės. Tai realus, fizinis turtas.	Amadeo, 2017
Nekilnojamas turtas yra žemė ir viskas, kas nejudamai ir nuolat susiję su ja, o taip pat su konkrečiu žemės plotu susijusios oro, mineralų ir paviršiaus teisės, kurios gali būti kartu ar atskirai nupirktos, išnuomos ar kitaip perleistos.	„Business dictionary“, 2017
Fiziniu aspektu nekilnojamas turtas reiškia žemę ir tai, kas yra prie žemės pritvirtinta. Nekilnojamas turtas reiškia veiklą, susijusią su nekilnojamojo turto turтинėmis teisėmis bei jo fiziniu naudojimu.	Nekilnojamojo turto terminų žodynas, 2006
Nekilnojamaisiais daiktais laikomi daiktai, kurie yra nekilnojami pagal prigimtį ir pagal savo prigimtį kilnojami daiktai, kuriuos nekilnojamaisiais pripažįsta įstatymai. Nekilnojamieji daiktai pagal prigimtį yra žemės sklypas ir su juo susiję daiktai, kurie negali būti perkelti iš vienos vietos į kitą nepakeitus jų paskirties ir iš esmės nesumažinus jų vertės.	LR Civilinis kodeksas, 2016
Būstas ir kiti pastatai bei statiniai Lietuvoje teisine prasme – nekilnojamas turtas, tačiau šiam turtui priskiriama ir žemė bei kiti su ja susiję daiktai, kurių negalima perkelti iš vienos vietos į kitą nepakeitus jų paskirties.	Bagdžiūnienė, 2011
Nekilnojamas turtas yra ekonominio potencialo sistemos dalis bei nejudamas piliečių, įmonių ir organizacijų materialus turtas.	Dubinas, 1997

Šaltinis: sudaryta autorės.

Apžvelgus 1 lentelėje pateiktus nekilnojamojo turto apibrėžimus, galima teigti, jog *nekilnojamas turtas bendriausia prasme yra traktuojamas kaip žemė su ant jos pritvirtintais nekilnojamaisiais statiniais, kurie negali būti perkelti į kitą vietą, nepakeitus jų paskirties ar nesumažinus jų vertės.*

Traktuojant nekilnojamąjį turtą kaip žemę, jai priskiriamos ir su šia žeme susijusios teisės (oro, požemio) (Amadeo, 2017, „Business dictionary“, 2017), ir jose esantys gamtiniai ištekliai (vanduo, mineralai, iškasenos, augalija, gyvūnija) („Business dictionary“, 2017). Vis dėlto kai kuriuose šaltiniuose daroma atskirtis tarp žemės ir kito nekilnojamojo turto, kai žemė pirmiausia reiškia žemės paviršių ir visus joje bei ant jos viršaus esančius gamtinius objektus, o nekilnojamas turtas daugiau siejamas su žeme kaip statinių pagrindu bei ant jos esančiais statiniais. Bet kuriuo atveju, kadangi statiniai yra neatsiejami nuo žemės, nekilnojamojo turto samprata yra glaudžiai susijusi su žemės samprata.

Nuosavybė, kuri dažnai mokslinėje literatūroje vartojama kaip nekilnojamojo turto sinonimas, gali būti materialusis ir nematerialusis turtas. Materialusis turtas yra fizinis turtas, kuriam priskirtini kompiuteriai, automobiliai, žemė ir pastatai. Nematerialusis turtas yra nefizinis ir apima sutartines teises (pvz., hipotekos ir nuomos sutartys), finansinius reikalavimus (pvz., akcijos ir obligacijos), palūkanas, patentus ar prekių ženklus (Tupėnaitė et al., 2015).

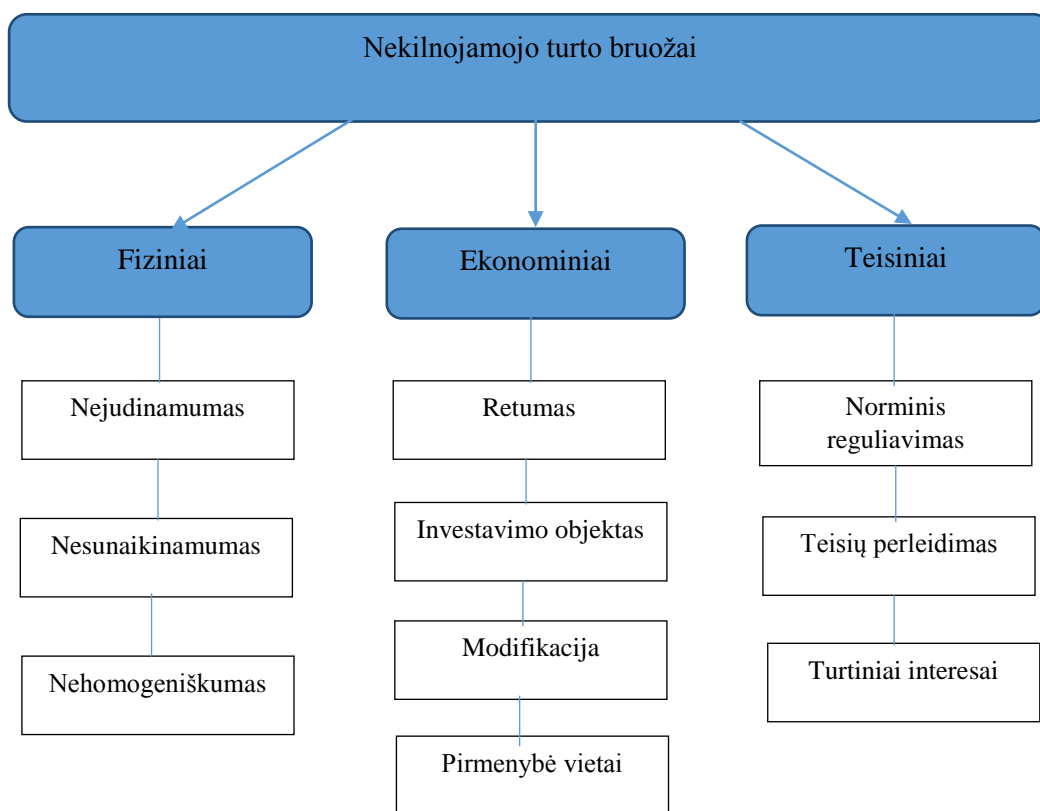
Tupėnaitė et al. (2015) savo darbe mini Ling, Archer (2012), kurie nekilnojamojo turto apibrėžimą vartoja šiose fundamentinėse kryptyse (Tupėnaitė et al., 2015, p. 12–14):

- 1) ***Žemės ir pastatų materialusis turtas***, nes nekilnojamas turtas gali būti apibrėžiamas kaip žemė ir jos nuolatiniai patobulinimai. Patobulinimai, atlikti ant žemės, apima bet kurias fiksuotas struktūras, tokias, kaip pastatai, tvoros ir pan. Žemės patobulinimai apima komponentus, reikalingus tam, kad žemė būtų tinkama statybai ar kitam naudojimui. Šie patobulinimai dažnai išreiškiami infrastruktūra ir susideda iš gatvių, takų, vandens drenažų sistemų ir kitų sistemų, tokių kaip vandens, kanalizacijos, elektros ir telefono komunalinių paslaugų. Atsižvelgiant į teisinius ir praktinius apribojimus, pabrėžiama, jog nekilnojamas turtas apima ne tik žemės paviršių, bet ir plotą virš ir po paviršiumi, t. y. viską, kas ekonominiu požiūriu yra traktuojama kaip žemės resursai.
- 2) Nekilnojamas turtas gali būti traktuojamas kaip ***teisių rinkinys, kuris asocijuojasi su fizinio turto nuosavybe ir naudojimu***. Nors nekilnojamas turtas yra materialusis turtas, jis taip pat gali būti suvokiamas kaip *nematerialių teisių rinkinys*, pavyzdžiui paslaugos ar nauda, kurią nekilnojamas turtas suteikia jo naudotojams. Pavyzdžiui, nekilnojamoji nuosavybė suteikia jos savininkams saugumo, privatumo ir prieglobsčio teises; tai vieta, kuri palengvina verslo ar gyvenimo veiklas. Nuosavybės teisių rinkinys gali būti apribotas dažniausiai. Įprastai rinkinį sumažina žemės naudojimo apribojimai. Be to, ir teisės gali būti paskirstytos ir padalytos tarp kelių savininkų ir ne savininkų. Pavyzdžiui, buto savininkas nuomoja butą ir suteikia nuomininkui teisę kontroliuoti prieigą prie buto. Panašiai nuomininkas gali pernuomoti butą kitam asmeniui. Teisių rinkinio vertė yra nuosavybės fizinės, lokacinės ir teisių charakteristikų funkcijos. Fizinės charakteristikos apima amžių, dydį, dizainą, struktūros statybos kokybę, taip pat žemės dydį, formą ir kitas natūralias savybes. Gyvenamosios paskirties nuosavybei, lokacinės charakteristikos apima patogumą ir darboviečių, mokyklų, parduotuvių, sveikatos priežiūros centrų bei kitų namų ūkiams svarbių vietų pasiekiamumą. Komercinės nuosavybės lokacinės charakteristikos apima matomumą, priejimą prie vartotojų, tiekėjų ir darbuotojų arba patikimų duomenų ir komunikacinės infrastruktūros pasiekiamumą. Būtinoms fizinės ir lokacinės savybės, kuriomis pasižymi nekilnojamas turtas, labai

skiriasi nuo nuosavybės tipo. Galiausiai nekilnojamasis turtas gali būti naudojamas, kai kalbama apie pramonę arba verslo veiklas, susijusias su įsigijimu, veikimu ar fizinio turto disponavimu.

- 3) Nekilnojamasis turtas gali būti sietinas su **ekonomine veikla**, tokia kaip nekilnojamosios nuosavybės vertinimas, statyba, įsigijimas, valdymas ir pardavimas.

Simanavičienė et al. (2012) pateikia kiek kitokį nekilnojamojamam turtui būdingų bruožų klasifikavimą – fizinius, ekonominius ir teisinius. Šiek tiek išplėtus teisinių bruožų įvairovę, susistemintus nekilnojamojo turto bruožus galima pateikti taip (žr. 1 pav.):



1 pav. Nekilnojamojo turto bruožai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Simanavičienę et al., 2012, p. 1035.

Kaip matyti iš 1 pav., išskirti nekilnojamojo turto bruožai parodo fizines nekilnojamojo turto savybes – nejudinamumą, nesunaikinamumą, nehomogeniškumą. Analizuojant turto fizines savybes, taip pat galima kalbėti apie statinio fizinę būklę, jo baigtumo lygį ir pan. Teisinėje aplinkoje svarbūs tokie nekilnojamojo turto bruožai, kaip šio turto nuosavybės ir naudojimo teisinis reguliavimas, teisių į turtą perleidimas, turtinių interesų turto atžvilgiu reiškimas bei privilegijų gavimas. Šalia 1 pav. matomų nekilnojamojo turto bruožų, autoriai Raslanas ir Šliogerienė (2012) pastebi dar ir socialinių nekilnojamojo turto bruožų, teigdami, kad socialine prasme nekilnojamasis

turtas gali būti interpretuojamas kaip ištekliai, socialinio prestižo dalis ar saugumo garantas. Vis dėlto, galimybė nekilnojamajam turtui tapti investavimo objektu yra vienas svarbiausių jo ekonominių bruožų, glaudžiai susijusių su kitu – modifikavimo – bruožu, reiškiančiu, jog atliktos nekilnojamojo turto modifikacijos (patobulinimai) gali smarkiai pakeisti nekilnojamojo turto, kaip investavimo objekto, vertę (pastarajai įtakos turi ir nekilnojamojo turto geografinė vieta).

Breuer, Nadler (2012), tirdami nekilnojamojo turto specifiką, išskyrė panašius specifinius nekilnojamojo turto bruožus bei papildomai priskyrė juos atitinkamoms finansų teorijoms (žr. 2 lent.).

2 lentelė

Specifiniai nekilnojamojo turto požymiai, remiantis finansų teorijomis ir empiriniais nekilnojamojo turto finansavimo aspektais

Specifiniai nekilnojamojo turto požymiai		Finansų valdymo teorijos	Nekilnojamojo turto finansavimas
Apčiuopiamumas ⇒	Turto vertė ir pinigų srautai, kaip pajamas generuojantis šaltinis	Finansų tarpininkavimo teorija; Nuosavybės teisių teorija	Vertinimas: įkeisto turto vertės Skolinimasis: su hipoteka susiję produktai Investavimas: turto vertybiniai popieriai
Nedalomumas ⇒	Didelės investavimo apimtys; daugkartiniai finansavimo šaltiniai	Moderni portfelio teorija; Kapitalo turto kainodaros modelis; Arbitražo kainodaros teorija	Investavimas: Rizikos-gražos nuspėjumumas; Perinvestavimas; Turto vertybiniai popieriai
Nejudinamumas ⇒	Pasiūlos nelankstumas	Žemės ekonomikos teorija; Vietovės teorija	Vertinimas: Erdvinė analizė; Socialinių ir aplinkos požymių kainodara
Heterogeniškumas ir kompleksiškas ⇒	Netobulos rinkos; Nepilna informacija; Aukšti sandorio kaštai; Rinkos kaina, kylanti iš abiejų šalių derybų	Efektyvios rinkos hipotezė; Kapitalo turto kainodaros modelis; Arbitražo kainodaros teorija; Sandorio kaštų teorija; Agentų teorija	Vertinimas/Investavimas/Skolinimasis: Detali rizikos analizė Vertinimas: Skirtingos kainodaros technikos Investavimas: Siekimas diversifikuoti kitą turtą Instituciniai aspektai: Valdymo paskatų sistemos

Šaltinis: Breuer, Nadler, 2012, p. 11.

Breur, Nadler (2012) išskirtus specifinius nekilnojamojo turto bruožus grindžia taip: visų pirma, nekilnojamasis turtas, kaip jau buvo minėta, yra *materialusis turtas*, o tai leidžia jį vertinti atskirai nuo tikrojo savininko. Galimybė atsieti paskolos gavėjo kreditingumą nuo turto vertinimo yra svarbi nekilnojamojo turto finansavimui ir tapo pagrindine idėja seniausiam nekilnojamojo turto finansavimo instrumentui – hipotekai. Remiantis suvaržymo teorija (angl. *lien theory*), skolintojui pateikiamas įrodymas (nuosavybės vertė), tarnaujantis kaip paskolos garantas. Esant nemokumo atvejui, hipoteka suteikia skolintojui teisę reikalauti nuosavybės ir turto vertės.

Hipotekinis kreditavimas, grindžiamas individualaus įkeisto turto verte, atstovauja tradiciniam nekilnojamojo turto finansavimo būdai, tačiau dėl sparčios globalizacijos procesų ir galimybės skolintis pinigų srautus atsirado inovatyvesnių finansinių mechanizmų (plačiau skaitykite 3.2.3 poskyryje).

Antrasis skiriamasis nekilnojamojo turto požymis yra jo *nedalomumas*. Jeigu svarstytume tiesiogines nekilnojamojo turto investicijas, pirkimas ir /ar nuosavybės plėtra visada apima aukštas investavimo sumas, ir dėl to gali reikėti kelių finansavimo šaltinių. Kadangi daugelis bendrųjų finansinių teorijų yra pagrįstos visiško turto padalijimo prielaida (pvz., moderni portfelio teorija, kapitalo turto kainodaros modelis ar arbitražo kainodaros teorija), atsiranda du būdai išspręsti šį neatitikimą: viena vertus, šios teorijos gali būti pritaikytos prie riboto dalijimosi, kita vertus, nekilnojamasis turtas galėtų būti transformuotas į padalijamą turtą. Pastarasis būdas gali būti atliekamas turto įkeitimu į vertybinius popierius, o tai leidžia iš dalies investuoti į nekilnojamąjį turtą. Šie netiesioginiai investavimai į nekilnojamąjį turtą yra realizuojami, įsigyjant nekilnojamojo turto investavimo pasitikėjimo (angl. *real estate investment trusts (REITs)*) akcijas.

Kitas specifinis nekilnojamojo turto bruožas yra jo *nejudamumas*, todėl vietovė labiau nei pats pastatas apibrėžia nuosavybės vertę. Siekiant identifikuoti bet kurio nekilnojamojo turto objekto pagrindinius vertės veiksnius, reikia atlikti pasirinktos vietovės makro ir mikro veiksnių analizę (regiono patrauklumas, kaimynystės nuosavybės vertė, susisiekimas su viešuoju transportu). Šiame kontekste tampa akivaizdu, kodėl tarpdisciplininiai tyrimai vaidina svarbų vaidmenį nekilnojamojo turto rinkoje, t. y. atsižvelgiama ne tik į pavienius ekonominius veiksnius, bet ir į socialinę bei aplinkos naudą, taigi tampa įmanoma pritaikyti efektyvią nekilnojamojo turto kainodarą. Vien tik finansų teorijos nuosavybės nejudamumui paaiškinti nepakanka, todėl pasitelkiamos tokios ne finansų teorijos, kaip žemės ekonomikos ir vietovės teorijos.

Ketvirtasis požymis – *heterogeniškumas*. Nekilnojamojo turto rinkos yra labai susiskaldžiusios, lyginant su akcijų rinka, nes ne vien dėlto, jog neegzistuoja regioninių, vietinių ar nacionalinių nekilnojamojo turto rinkų, rinka yra padalyta į skirtingas tipologijas, tokias, kaip komercinė, gyvenamoji ar pramoninė kiekvieno regiono nekilnojamojo turto rinka. Be to, mažas

rinkos skaidrumas reiškia, jog dalis išlaidų bus patiriama ieškant teisingos informacijos. Nekilnojamojo turto *kompleksiškumas* artimai susijęs su jo heterogeniškumu. Dėl ilgo plėtros proceso ir ilgos pastato gyvenimo trukmės nekilnojamas turtas yra ne tik nelankstus rinkos paklausos pokyčiams, bet ir traktuojamas kaip rizikingas instrumentas, veikiamas daugybės nuosavybės vertę nulemiančių veiksnių. Rizikos, susijusios su nekilnojamoju turtu, paprastai skirstomos į sisteminę ir nesisteminę riziką. Sistemine riziką sudaro šalies rizika (politinė ir teisinė rizika) ir rinkos rizika (ciklo rizika), tuo tarpu nesisteminės rizikos kategorijos yra platesnės ir gali būti klasifikuojamos į vietos riziką iš mikro ir makro perspektyvų ir objekto riziką (būsto savikainos rizika ir laisvų darbo vietų rizika jau egzistuojančio turto, užteršimo rizika ir pan.).

Komercinėse nekilnojamojo turto rinkose turtas skirstomas į tam tikras *klases*. Toks turto klasifikavimas padeda apibrėžti kiekvienai klasei būdingus turto bruožus, o tai, savo ruožtu, gali padėti padidinti investicijų į nekilnojamąjį turtą kokybę (Fuerst et al., 2015), kadangi turto priskyrimas tam tikrai klasei gali parodyti jo tinkamumą ar netinkamumą komercinei veiklai, atskleisti turto specifikacijas, investavimo į turtą rizikingumo laipsnį ir pan.

Nekilnojamas turtas gali būti klasifikuojamas remiantis įvairiais kriterijais, tačiau ekonomikos literatūroje dažniausiai sutinkamas nekilnojamojo turto klasifikavimas pagal paskirtį ir pagal pajamas (žr. 3 lentelę).

3 lentelė

Nekilnojamojo turto klasifikavimas

Turto grupė	Apibūdinimas
Nekilnojamas turtas pagal paskirtį	
Komercinės paskirties patalpos	Prestižinė NT investicijų rūšis; paklausą lemia verslo aplinka regione; trūkumas – dideli išlaikymo kaštai ekonomikos nuosmukio laikotarpiais
Prekybinės patalpos	Patalpos nuo didelių prekybos centrų iki mažų parduotuvių; prekybinių patalpų paklausą ir kainą lemia vieta ir pirkėjų srautai
Pramoninės patalpos	Gamybinei veiklai skirtos patalpos; paklausą ir kainą lemia patalpų funkcionalumas, transporto infrastruktūra
Gyvenamosios patalpos	Pasižymi stabilia pakausa, kuri nepriklauso nuo ekonomikos ciklo fazės; tai viena iš brangiausių patalpų klasių
Žemė	Įstatymais leistinai ūkinei-komercinei veiklai tinkantis žemės sklypas
Žemės ūkio paskirties plotai	Augalininkystės veiklos vykdymui skirti žemės sklypai
Nekilnojamas turtas pagal pajamas	
Nuolatinės pajamas generuojantis turtas	Įvairios paskirties turtas, kuris išnuomojamas, ir taip generuojamos nuolatinės pajamos iš nuomos
Nuolatinių pajamų generavimui potencialiai tinkantis turtas	Įvairios paskirties turtas, kuris einamuoju laikotarpiu nėra išnuomotas, tačiau potencialiai galėtų būti išnuomotas turtą modifikavus ar nmodifikavus
Vienkartines pajamas generuojantis turtas	Turtas, kuris gali būti parduotas, ir iš pardavimo gautos pajamos
Pajamų negeneruojantis turtas	Asmeninėms reikmėms naudojamas turtas

Šaltinis: sudaryta autorės.

Informacija 3 lentelėje rodo, kad pagrindinės nekilnojamojo turto klasės pagal jo paskirtį yra komercinės patalpos, prekybinės patalpos, gamybinės patalpos, gyvenamosios patalpos bei žemė.

Investicijos į komercines patalpas yra laikomos prestižine investicijų į nekilnojamąjį turtą rūšimi, kadangi šios patalpos paprastai yra dislokuotos strategiškai geriausiose verslui vietose (pvz., miestų centruose, šalia pagrindinių gatvių, svarbių traukos centrų ir pan.). Tai ne tik biurai, bet ir rekreacinės paskirties patalpos (sporto klubai, poilsio namai, vaikų žaidimų centrai, kultūrinės paskirties centrai ir kt.). Prekybinės patalpos gali apimti įvairaus dydžio prekybinės veiklos vykdymui skirtas patalpas nuo didelių prekybos centrų iki smulkių parduotuvėlių. Skirtingai nei komercinių patalpų paklausa, prekybos patalpų paklausa mažiau priklauso nuo ekonomikos ciklo fazės. Pramoninės patalpos paprastai yra pigesnės nei biurų ar prekybos patalpos, kadangi naudojami didesni plotai ir patalpų vieta nebūtinai yra prestižinėse zonose. Pagrindinis pramoninių patalpų kriterijus – jų funkcionalumas (tinkamas išplanavimas, sandėliavimo galimybės ir kt.), taip pat atsižvelgiama į arti esančią transporto infrastruktūrą. Gyvenamųjų patalpų paklausa laikoma stabiliausia, palyginus su kitų nekilnojamojo turto klasių paklausa, kadangi būstas gyventojams yra reikalingas nepriklausomai nuo ekonomikos ciklo fazės. Žemei priskirtini ne tik tuščios žemės plotai, tinkantys įstatymais numatyta ūkinei-komercinei veiklai, bet ir infrastruktūros bei žaliavų gavybos objektai (keliai, kasyklos, karjerai, ir pan.). Žemės ūkio paskirties plotams priskiriami ūkiai, sodai, miškingos vietos, girios ir pan. Šių plotų paklausa priklauso nuo ekonominių ciklų žemės ūkio sektoriuje, valstybinio ir europinio subsidijavimo galimybių.

Klasifikuojant nekilnojamąjį turtą pagal pajamas, išskiriamos šios turto klasės: nuolatinės pajamas generuojantis turtas, nuolatinių pajamų generavimui potencialiai tinkantis turtas bei nuolatinių pajamų negeneruojantis turtas. Pirmajai turto klasei priskirtinas išnuomojamas turtas – biurai, prekybinės, gamybinės, gyvenamosios patalpos, žemė, žemės ūkio paskirties plotai. Antrajai klasei priskirtinas turtas, kuris einamuju laikotarpiu nuolatinių pajamų negeneruoja, tačiau potencialiai galėtų jas generuoti (pvz., žemės sklype galėtų būti pastatytas komercinės paskirties pastatas, o patalpos jame galėtų būti išnuomos, asmuo galėtų išnuomoti butą, kuriame pats negyvena, ir pan.). Vienkartines pajamas generuojančio turto kategorijai priskirtinas turtas, kuris gali būti parduotas, ir iš pardavimo būtų gauta pajamų. Galiausiai, ketvirtajai kategorijai priskiriamas turtas, kurį asmuo naudoja savo reikmėms, tad šis turtas pajamų negeneruoja (pvz., asmens gyvenamasis būstas, kolektyvinis sodas, kurį asmuo pats naudoja rekreacinei ar žemės ūkio veiklai, ir pan.).

Goddard, Marcum (2012) išskiria šiek tiek siauresnį nekilnojamojo turto klasifikavimą:

- Gyvenamosios paskirties apartamentai;
- Mažmeninės prekybos turtas;
- Biurai;
- Sandėliai ir pramoninės patalpos.

Kadangi daugumos asmenų pirmoji investicija yra jų namai, kaip pirmoji gyvenamoji vieta, tipiniai investuotojai turėtų suvokti rinkos demografines charakteristikas labiau už investicijas į negyvenamųjų namų nuosavybę. Kai šeimos gyvenamasis būstas pasiteisina kaip sėkminga investicija, investuotojas perka antrąją šeimos rezidenciją. Kai investavimo sėkmė bus pasiekta keliose šeimos gyvenamosiose patalpose, pernelyg įprasta yra parduoti atskiras rezidencijas, norint įsigyti visą apartamentų kompleksą. Priešingai nei pavienių šeimos gyvenamųjų patalpų atveju, apie kurias nėra daug laisvai prieinamos informacijos apie rinkos nuomos kainas ir tankį, informacija apie apartamentų kompleksus yra lengvai prieinama daugumoje išsivysčiusių šalių rinkų. Apartamentų nuosavybė yra apibrėžiama kaip gyvenamoji nuosavybė, kurią sudaro mažiausi penki trečiųjų šalių nuomininkai. Nuomininkai yra laikomi trečiosiomis šalimis, nes jie nėra susiję su nuosavybės savininkais jokiais ryšiais, t. y. skirtingi individai, kurių nuomos sutartys yra sudaromos, atsižvelgiant į rinkoje vyraujančias kainas.

Antroji investavimo į nekilnojamąjį turtą kategorija – mažmeninės prekybos turtas. Ši investavimo forma gali būti skirta vienam arba keliems nuomininkams. Pavyzdžiui, mažmeninė nuosavybė dažnai yra žinoma kaip parduotuvių centrai. Priklausomai nuo nuomininkų dydžio ir tipo, šios nuosavybės gali būti skirstomos į kaimynystės, bendruomenių ar regioninius centrus.

Trečioji nekilnojamojo turto investavimo rūšis yra biurų pastatuose nuosavybė. Biurų nuosavybės paprastai aptarnauja trečiųjų šalių nuomininkus, tokius kaip gydytojai, teisininkai, bankai ar kitos verslo rūšys. Sandėlių ir pramoninės nuosavybės klasė apima veiktus, susijusius su produkcija, sandėliavimu ir materialiu prekų paskirstymu.

Interpretuojant nekilnojamąjį turtą kaip investavimo objektą, tikslinga atskirai panagrinėti investicijų į nekilnojamąjį turtą klases. Remiantis nekilnojamojo turto, kaip realios, apčiuopiamos nuosavybės paskirtimi, išskiriamos tokios trys investicijų nekilnojamojo turto klasės (Klimczak, 2010):

1. Žemė (įskaitant neriboto laiko žemės užufrukto teises).
2. Pastatai, civilinės ir inžinerinės paskirties valdos ir objektai.
3. Ilgalaišės investicijos į nuosavybę.

Jajuga (2003) investicijas į nekilnojamąjį turtą klasifikuoja kiek kitaip:

1. Investicijos į gyvenamąjį ar komercinį turtą, sandėlius, gamyklų infrastruktūras ir žemę.
2. Investicijos į turtą, generuojančios reguliarias pajamas ateityje ar leidžiančios gauti pelno dėl padidėjusios turto vertės ateityje.

Investicijų į nuosavybę klausimus reguliuoja Tarptautiniai apskaitos standartai (2000), pagal kuriuos investicijomis į nuosavybę (žemę, pastatus, pastatų dalį ar minėtų komponentų derinį),

laikomos investicijos, kurias pagal finansinį susitarimą turi fizinis ar juridinis asmuo, siekiantis gauti nuomos ar kitokio pelno dėl nuosavybės vertės padidėjimo pagal šias sąlygas:

- nuosavybė yra naudojama gamybos procese, tiekiant prekes, teikiant paslaugas ar vykdant administracinę veiklą;
- nuosavybė yra parduodama kaip subjekto veiklos dalis.

Remiantis nuosavybės ekonomikos prielaidomis, pažymėtina, kad nuosavybė į nekilnojamąjį turtą gali būti analizuojama dviem požiūriais, abu iš kurių tiesiogiai priklauso nuo investuotojo strategijos: pirma, finansinių investicijų požiūriu, kai nekilnojamojo turto objektai laikomi tiesioginiu investavimo objektu; antra, plėtros požiūriu, kai nekilnojamojo turto objektai laikomi investuotojo veiklos plėtros instrumentu, kadangi įsigytas nekilnojamas turtas yra modifikuojamas ir rekonstruojamas (Nowacki, 2006; Klimczak, 2010). Kaip tipinius investavimo į žemę ir/arba pastatus Klimczak (2010) pateikia šiuos pavyzdžius:

- žemė laikoma, siekiant gauti pelną ilguoju laikotarpiu iš jos vertės padidėjimo;
- žemė laikoma be jokios specialios paskirties, tikintis, jog jos vertė ateityje padidės;
- pastatas yra laikomas subjekto ar įtraukiamas į subjekto turtą pagal finansinės nuomos sutartis ir nenaudojamas saviems subjekto poreikiams;
- pastatas yra laikomas subjekto nuomos tikslais.

Išanalizavus nekilnojamojo turto koncepciją matyti, jog jos samprata, bruožai ir klasifikavimas į tam tikras nuosavybės kategorijas yra įvairūs ir daugialypiai. Literatūroje nėra pateikiamas vienareikšmiškas nekilnojamojo turto apibrėžimas, tačiau remiantis nekilnojamajam turtui priskirtiniais bruožais, galima teigti, jog investicija į jį dažnai generuoja pajamas, ir reikalingos didelės investavimo apimtys, pasinaudojant ne vien tik nuosavais finansavimo šaltiniais; nekilnojamojo turto pasiūla yra nelanksti, dažnai susiduriama su informacijos apie rinką trūkumu. Siekiant investuoti į nekilnojamąjį turtą, pirmiausiai reikia išanalizuoti finansinius pajėgumus, kreditavimo galimybes, apsibrėžti investavimo tikslus ir galima prisiimti riziką. Visa tai priklauso nuo investavimo į nekilnojamąjį turtą subjekto tipo. 1.2 poskyryje analizuojamas investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektų segmentavimas, norint atskleisti investavimo į nekilnojamąjį turtą tikslus ir rizikas.

1.2. Investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektai

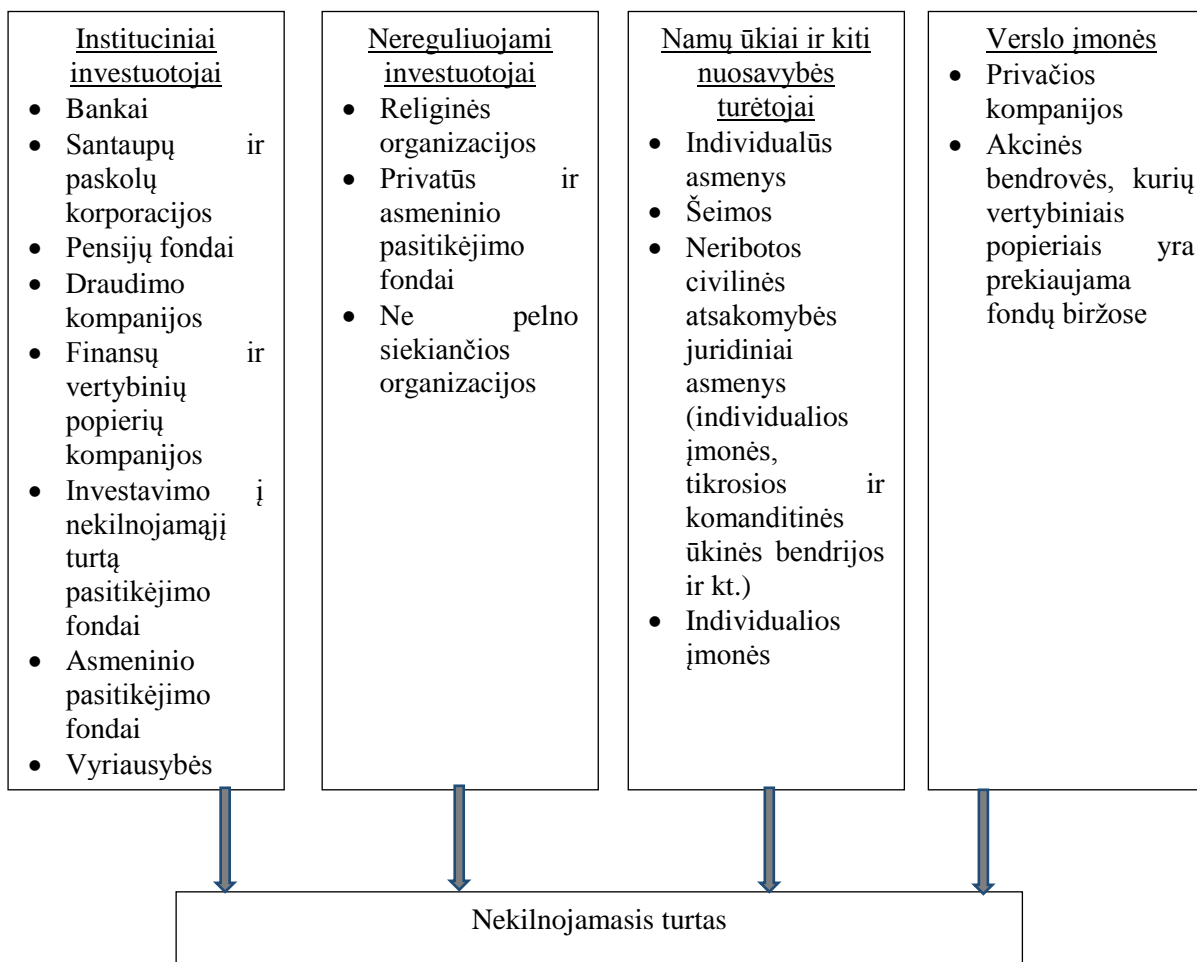
Išanalizavus investavimo į nekilnojamąjį turtą koncepciją, toliau tikslinga panagrinėti, kokie yra investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektai, kadangi, kaip pastebi Klimczak (2010), subjektų segmentavimas gali padėti įvertinti tam tikro subjekto kreditingumą, atskleisti jo finansinį

patikimumą, rizikos toleranciją, motyvus sudaryti vieno ar kito tipo sandorį ar net sukurti prielaidas apie laukiamus pajamų srautus iš nekilnojamojo turto sandorių.

Finansų ekonomikos mokslinėje literatūroje investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektai kategorizuojami įvairiai. Pavyzdžiui, Tiwari ir White (2014) išskiria keturis pagrindinius investuotojų tipus:

1. Instituciniai investuotojai;
2. Nereguliuojami investuotojai;
3. Namų ūkiai ir kiti nuosavybės turėtojai;
4. Verslo įmonės.

Smulkesnės kiekvienai kategorijai priskirtinos subjektų grupės pateikiamos 2 pav.



2 pav. Subjektų, investuojančių į nekilnojamąjį turtą, kategorijos

Šaltinis: parengta pagal Tiwari, White, 2014, p. 68.

Kaip matyti 2 pav., institucinių investuotojų į nekilnojamąjį turtą tipui iš esmės priskiriamos finansų institucijos ir įstaigos, tokios kaip valstybiniai ir komerciniai bankai, pensijų fondai, draudimo bendrovės, pasitikėjimo fondai ir kt. Tai organizacijos, galinčios sukaupti dideles

perteklinių lėšų sumas iš verslo įmonių, individualių asmenų bei valstybės ir savivaldybės įstaigų, kad šias lėšas galėtų investuoti, siekdamos gražos iš investicijų sau ir indėlininkams. Anot Tiwari ir White (2014), instituciniai investuotojai valdo dideles pinigų sumas, tad jų veiksmai turto rinkose turi gana didelės įtakos turto kainų pokyčiams rinkoje. Tuo tarpu kitų kategorijų investuotojų, ypač nereguliuojamų investuotojų ir namų ūkių, įtaka nekilnojamojo turto kainoms yra ne tokia didelė dėl mažesnės sandorių apimties. Verslo įmonių sukuriama nekilnojamojo turto paklausa gali turėti reikšmingos įtakos komercinio nekilnojamojo turto kainoms.

Į 2 pav. pateiktą schemą neįtraukti žemės ūkio subjektai, kurie taip pat yra svarbūs investuotojai į nekilnojamąjį turtą, ypač į žemę. Pagal Lietuvoje priimtą tvarką, žemės ūkio veiklą gali vykdyti ūkį įregistravę veiksnius fiziniai asmenys (ūkius pagal ūkininko turimos žemės buvimo vietą registruoja rajonų savivaldybių administracijos; pastaruoju atveju ūkininkas ūkio veiklai gali naudoti nuosavybės teise turimą ir (arba) nuomos, panaudos ar kitais pagrindais valdomą žemės ūkio paskirties ir (arba) miško žemę bei (arba) vandens telkinius) (VĮ Žemės ūkio informacijos ir kaimo verslo centras, 2010), žemės ūkio kooperatinės bendrovės (kooperatyvai) (vadovaujantis LR Vyriausybės 2004 m. lapkričio 3 d. nutarimu Nr. 1367 „Dėl kooperatinių bendrovių (kooperatyvų) pripažinimo žemės ūkio kooperatinėmis bendrovėmis (kooperatyvais) taisyklių patvirtinimo“, VĮ Žemės ūkio informacijos ir kaimo verslo centras vykdo kooperatinių bendrovių (kooperatyvų) pripažinimo žemės ūkio kooperatinėmis bendrovėmis (kooperatyvais) darbus) bei žemės ūkio bendrovės (remiantis LR žemės ūkio bendrovių įstatymo 3 str. 1 p., žemės ūkio bendrovė yra fizinių asmenų pagal Žemės ūkio įmonių turto privatizavimo įstatymą privatizuota buvusi žemės ūkio įmonė arba, sudarius steigimo sandorį, fizinių ir juridinių asmenų įsteigta įmonė). Vadinasi, žemės ūkio veiklą vykdančius subjektus, kaip investuotojus nekilnojamąjį turtą (ypač į žemę), galima priskirti tiek namų ūkių kategorijai (ūkius įregistravę ūkininkai, žemės ūkio kooperatyvai), tiek verslo įmonių kategorijai (žemės ūkio bendrovės). Pirmuoju atveju šių subjektų įtaka žemės kainoms nėra didelė dėl nedidelės sandorių apimties, antruoju atveju stambios žemės ūkio bendrovės gali sukurti didesnių žemės plotų paklausą, o tai gali turėti įtakos žemės kainų lygiui, ypač regioniniu mastu.

Graaskamp (1981) išskiria tokias tris investuotojų į nekilnojamąjį turtą grupes: erdvės vartotojai, erdvės tiekėjai ir viešosios infrastruktūros subjektai. Kad nekilnojamojo turto rinka funkcionuotų, visos trys investuotojų kategorijos turi būti mokios. Jeigu subjektų veiklos kaštai ar skolos pernelyg išauga, tuomet nekilnojamojo turto paklausa gerokai sumažėja. Jeigu viešosios infrastruktūros subjektai negali nustatyti pakankamai didelių mokesčių bei tarifų už paslaugas, jie turi liautis teikti paslaugas, kadangi priešingu atveju produkto paklausa sumažės, o tai išderins išbalansuos rinkos veiklą. Galiausiai, jeigu nekilnojamojo turto statybos ar įsigijimo kaštai taps

pernelyg dideli, kad grąža iš investicijų į nekilnojamąjį turtą būtų pakankama, pirkėjai išeis iš rinkos, ir tai sukels rinkos disbalansą. Žinoma, ekonomikoje gali pasitaikyti šokų, kurių investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektai negali kontroliuoti, kadangi šie šokai atsiranda dėl išorinės – politinės, socialinės ar verslo – aplinkos pokyčių. Todėl subjektai sistemoje turi adaptuotis, o jų nuolatinė tarpusavio sąveika keičia laiko ir erdvės perspektyvas (Wyman et al., 2011).

Tipinį nekilnojamojo turto subjektų klasifikavimą pateikia Goddard, Marcum (2012), kurio vienas iš subjektų tipų – investuotojai į nekilnojamojo turto rinką:

- Investuotojai;
- Skolintojai (komerciniai bankai, investiciniai bankai, pensijų fondai, draudimo kompanijos; bendras jų požymis – suteikti investuotojui dalį finansavimo nekilnojamajam turtui įsigyti skolos forma);
- Brokeriai (tarpininkai tarp nuosavybės pardavėjo ir nuosavybės pirkėjo);
- Vertintojai (rinkos informacijos šaltinis);
- Advokatai, supaprastinantys tinkamą nekilnojamojo turto perdavimą iš pardavėjo pirkėjui;
- Vyriausybė.

Pasak Goddard, Marcum (2012), investuotojai į nekilnojamojo turto rinką gali būti individai, bendrovės, korporacijos ar tie verslo subjektai, kurių specializacija – nekilnojamojo turto investavimas. Juos visus bendras siejantis požymis yra tas, jog visi investuotojai siekia panaudoti turimas žinias apie rinką ir finansavimo priemones, jog gautų pelningų investicijų iš nekilnojamojo turto.

Klimczak (2010) kategorizuoja į nekilnojamąjį turtą investuojančius subjektus pagal jų investavimo elgseną:

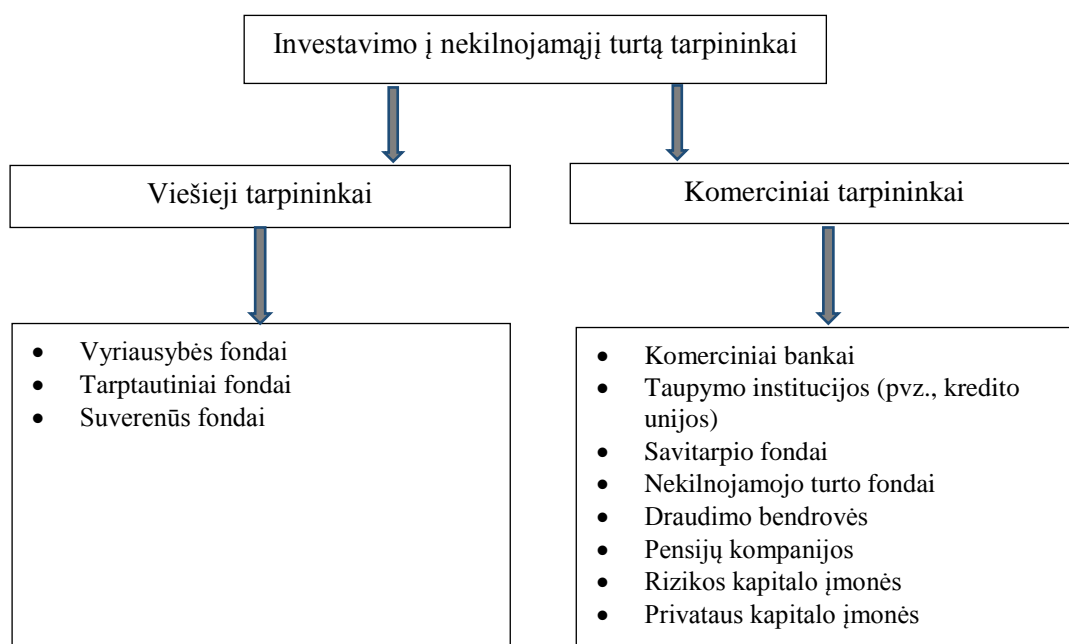
1. Investuotojai, kurie yra turto savininkai, išnaudojantys turto pajėgumus reguliarioms pajamoms ir/ar pelnui gauti;
2. Investuotojai, kurie yra turto savininkai, gaunantys pelno iš turto dėl turto vertės pokyčių;
3. Investuotojai, kurie yra turto savininkai, išnaudojantys turtą kaip finansinių sandorių ar veiklos garantą (pvz., naudojantys turtą kaip užstatą paskolai gauti ir pan.);
4. Investuotojai, kurie atlieka investicijas į turtą kaip plėtros veiklos dalį, t. y. šiems investuotojams turtas padeda vykdyti vieną iš pasirinktos ekonominės veiklos formų;
5. Investuotojai, kurie įsigyja turto spekuliaciniais tikslais, siekdami pelno dėl turto vertės padidėjimo trumpuoju laikotarpiu;

6. Investuotojai, kurie yra turto savininkai ir naudoja turtą tik savo poreikiams (pvz., kaip pagrindinį gyvenamąjį būstą).

Pastaruoju atveju investuotojų kategorizavimas atspindi jų investicijų į nekilnojamąjį turtą tikslus: vieni investuoja dėl finansinių priežasčių, t. y. norėdami gauti grąžą iš investicijų, tuo tarpu kiti investuoja tam, kad galėtų vykdyti ar plėsti pasirinktą ekonominę veiklą, o treči – asmeniniams poreikiams tenkinti.

Šalia investavimo tikslų, rizika yra dar vienas svarbus veiksnys, priimant sprendimą investuoti į nekilnojamąjį turtą. Rizika reiškia nerimą, kad investicijų pelningumas laikui bėgant gali keistis visiškai neprognozuojama kryptimi (Tiwari, White, 2014). Taigi, laikotarpis, kuriam investuotojas nori investuoti, taip pat yra vienas iš rizikos veiksnių. Kitas rizikos veiksnys yra likvidumas, t. y. galimybė paprastai ir greitai paversti investiciją į pinigus. Be to, sprendimas investuoti į nekilnojamąjį turtą priklauso ir nuo to, kad nekilnojamoji turtas yra brangus, tad investicijoms į jį reikia iš tiesų daug finansinių lėšų. Vadinasi, investuotojus į nekilnojamąjį turtą galima kategorizuoti ne tik pagal dydį, vaidmenį nekilnojamojo turto rinkose ir investavimo tikslus, bet ir pagal minėtus rizikos veiksnius: galima išskirti didelę ir mažą riziką toleruojančius, investicijų likvidumo pokyčiams jautrius ir nejautrius, finansinių lėšų turinčius ir jų stokojančius investuotojus ir kt. (Klimczak, 2010).

Nusprendęs investuoti į nekilnojamąjį turtą, investuotojas turi pasirinkti, ar darys tai pats, tiesiogiai, ar per rinkos tarpininkus. Investavimo į nekilnojamąjį turtą tarpininkų kategorijos pateikiamos 3 pav.



3 pav. Investavimo į nekilnojamąjį turtą tarpininkų kategorijos

Šaltinis: sudaryta autorės.

Investavimo į nekilnojamąjį turtą tarpininkai yra savotiški tarpiniai kanalai tarp investuotojo ir investavimo objekto. Kaip matyti iš 3 pav., dvi didžiosios tarpininkų kategorijos yra viešieji ir komerciniai tarpininkai. Pagrindinė tarpininkų funkcija – sudaryti galimybes investuotojams kuo paprasčiau ir kuo mažesniais kaštais įsigyti nekilnojamojo turto, todėl investuojant į nekilnojamąjį turtą per tarpininkus galima įsigyti ne tik patalpas ar žemės, bet ir atlikti smulkesnes investicijas, pavyzdžiui, įsigyjant nekilnojamojo turto fondų vienetų, kurių vertė priklauso nuo fondą sudarančių nekilnojamojo turto objektų rinkos vertės („Investologija“, 2015). Pastaroji investicija laikoma itin likvidžia, kadangi nekilnojamojo turto fondų vienetus galima bet kuriuo metu parduoti fondų biržose.

Nekilnojamojo turto subjektų klasifikavimas parodė, jog nuo jų tipo priklauso, kokie investiciniai sprendimai nekilnojamojo turto rinkoje bus įgyvendinti. Investuotojo profilis, jo tikslai (finansiniai, ekonominiai ar asmeniniai) bei investicinė elgsena turi įtakos nekilnojamojo turto kainų pokyčiams, paklausos tendencijomis, o tai reguliuoja pasiūlą bei turi įtakos nekilnojamojo turto rinkos bei bendrosios ekonomikos ryšiams.

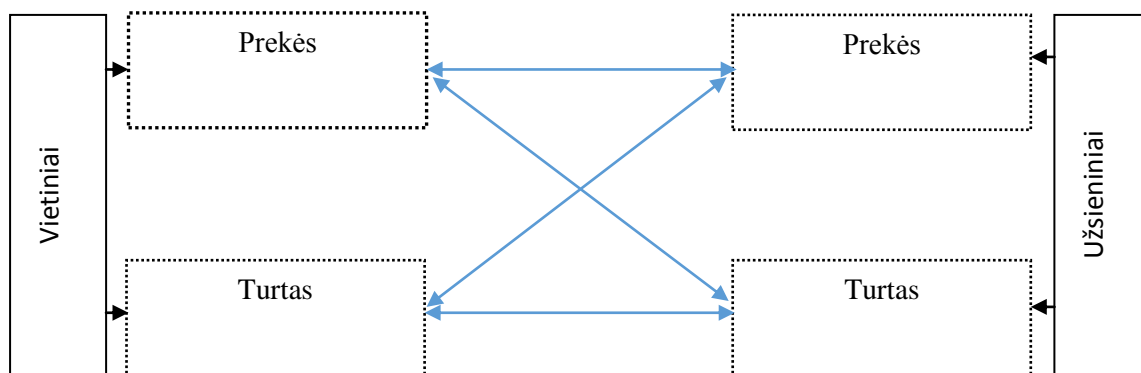
1.3. Ryšių tarp nekilnojamojo turto rinkos ir bendrosios ekonomikos reikšmingumas

Pasak Kun (2007), ryšys tarp nekilnojamojo turto rinkos ir bendrosios ekonomikos nėra tik paprastas ryšys tarp dalies ir visumos. Nekilnojamojo turto sektorius yra reikšmingas stambių socialinių-ekonominių sistemų komponentas, kadangi jis veikia kaip vienas iš pagrindinių ekonominio augimo veiksnių bei yra urbanizacijos ir industrializacijos variklis. Modernioje ekonomikoje technologijų pažanga sąlygoja tiek nekilnojamojo turto finansavimo, tiek jo paskirties pokyčius (pvz., nekilnojamas turtas gali būti pasirinktas ne tik kaip patalpos gamybinės, prekybinės, žemės ūkio ir kt. veiklos vykdymui, bet ir kaip patrauklią gražą generuojanti investavimo priemonė). Kadangi nekilnojamojo turto sektoriui būdinga ilga vertės grandinė, šio sektoriaus vystymasis turi reikšmingos įtakos kitų ekonomikos sektorių (pvz., statybos, statybinių medžiagų gamybos, komercijos (komercinės veiklos vykdymui reikalingos patalpos), finansų (nekilnojamojo turto plėtra dažnai finansuojama skolintomis lėšomis ir kt.) vystymuisi. Dėl minėtų priežasčių gilesnis ryšių tarp nekilnojamojo turto rinkos ir bendrosios ekonomikos supratimas gali padėti geriau suprasti esamus bei prognozuoti būsimus bendrosios ekonomikos pokyčius trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu.

Kaip pastebi Tiwari ir White (2014), nagrinėjant nekilnojamojo turto rinkos ir bendrosios ekonomikos tarpusavio ryšius, yra tikslinga atsižvelgti į:

- šalies ekonomikos tarptautiškumą, kuris yra skatinamas tarptautinės prekybos bei tiesioginių užsienio investicijų;
- tarptautines kapitalo investicijas į turtą, taip pat ir į nekilnojamąjį;
- nekilnojamojo turto gamybos procesų tarptautiškumą.

Tarptautinė prekyba ir kapitalo srautai iš esmės yra sandoriai, kurie vyksta tarp ekonominių subjektų skirtingose šalyse. Remiantis ekonomikos teorija, ekonomikos subjektai (t. y. vartotojai, statytojai, investuotojai, šalių vyriausybės ir kt.) gali gauti naudos specializuodamiesi tam tikros rūšies prekių gamybos ar mainų srityje (Amable, 2000; Gupta, 2009; Soo, 2011 ir kt.). Galimi tarptautinių sandorių tipai iliustruojami 4 pav.



4 pav. Tarptautinių sandorių tipai

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Tiwari, White, 2014, p. 3.

Kaip matyti iš 4 pav., tarptautiniai ekonominiai sandoriai gali būti sudaromi tarp vietos ir užsienio subjektų dėl vietinių ar užsieninių prekių ir/arba turto. Galimos įvairios mainų kombinacijos: prekės gali būti keičiamos į kitas prekes, turtas – į kitą turtą, prekės keičiamos į turtą, arba turtas keičiamas į prekes. Visų minėtų tipų sandoriai sudaro galimybę dalyvaujantiems subjektams gauti naudos iš prekybos.

Investuotojai (tiek vietiniai, tiek iš užsienio) aktyvų rinkoje investuoja savo lėšas į nuosavybę, tikėdamiesi grąžos. Įsigyta nuosavybė investuotojams uždirba pajamas (pvz., pajamos iš investicijų į nekilnojamąjį turtą gali būti gaunamos nuomos forma) ir generuoja kapitalo grąžą (t. y. naudą iš kapitalo vertės pokyčio per tam tikrą laikotarpį). Taip sukuriama dvi pagrindinės kapitalo srautų iš nuosavybės rūšys:

- a) investicijų portfelis, kai investuotojas, būdamas rezidentas vienoje šalyje, investuoja į akcijas, obligacijas ir kitus finansinius instrumentus, susijusius su kitos šalies nuosavybe;
- b) tiesioginės užsienio investicijos, kuomet vienos šalies investuotojas įsigyja kitos šalies turtą su teise jį valdyti.

Kaip pastebi Rogers ir Koh (2017), moderniojoje ekonomikoje nekilnojamasis turtas yra traktuojamas kaip turto klasė, kurią tiek individualūs, tiek instituciniai investuotojai įtraukia į savo investicijų portfelius, siekdami juos diversifikuoti. Šiuo atveju investicijos į nekilnojamąjį turtą pasirenkamos kaip atsvara galimiems nuostoliams iš rizikingesnių investicijų (pvz., investuotojas, laikantis žemės vertę išlaikančiu turtu, gali įtraukti ją į savo investicijų portfelį, norėdamas minimizuoti galimus nuostolius, patirtus iš investicijų į rizikingas akcijas).

Tiesioginių investicijų patrauklumą sąlygoja pačios investavimo rinkos plėtra: šiuolaikinėje investavimo rinkoje vietiniai ir/ar tarptautiniai investuotojai, nekilnojamojo turto plėtros projektu vadovai ir kiti su nekilnojamojo turto valdymu susiję subjektai sujungia žemę, kapitalą, išteklius ir žmogiškąsias kompetencijas tam, kad sukurtų naują veiklos erdvę. Pavyzdžiui, užsienio gamybos įmonė gali įsigyti ar išsinuomoti žemės kitoje šalyje, kurioje darbo jėga yra pigesnė, ten pastatyti gamyklą, įdiegti įrengimus, technologijas, pasamdyti reikiamos kvalifikacijos personalą ir pradėti gamybą naujoje veiklos erdvėje (ši veiklos praktika vadinama išoranda) (Snieška, Drakšaitė, 2007; Vasiliauskienė, 2009; Smith, 2012; Iqbal, Dad, 2013 ir kt.). Šiuo atveju investuotojas, nekilnojamojo turto plėtros iniciatorius ir turto naudotojas yra tas pats subjektas – tai užsienio gamybos įmonė, kuri pati domisi žeme, vykdo statybas bei naudoja naujas patalpas gamybinei veiklai. Tačiau galimi atvejai, kai nekilnojamojo turto plėtros iniciatorius ar vadovas yra vienas subjektas (fizinis ar juridinis), o šio turto naudotojas yra kitas subjektas (taip pat fizinis ar juridinis). Pavyzdžiui, vietinė ar užsienio bendrovė gali investuoti į nekilnojamojo turto statybas ar modernizavimą, siekdama sukurti kapitalo srautus iš investicijų, ir išnuomoti patalpas kitai ar kitoms įmonėms jų veiklai vykdyti. Šiuo atveju įmonės-nuomininkės yra rinkoje veikiantys vartotojai, kurie sukuria tam tikros erdvės ar nekilnojamojo turto paklausą (Tiwari, White, 2014).

Rogers ir Koh (2017) taip pat pastebi, jog tiek tiesiogines, tiek netiesiogines investicijas į nekilnojamąjį turtą (ypač kalbant apie investicijas užsienyje) skatina tarptautinė migracija ir išsilavinimo siekis (pvz., populiariose darbo migracijos šalyse, tokiose kaip Airija, Norvegija ar Didžioji Britanija nekilnojamojo turto paklausa didelė, tad investicijų į šį turtą apimtys taip pat didelės; tas pats pasakytina apie šalis, turinčias tarptautinėms studijoms patrauklių aukštojo mokslo institucijų – Vokietiją, Prancūziją, Daniją, Šveicariją).

Hong (2014) atliktas sąveikos tarp nekilnojamojo turto ir nacionalinės ekonomikos tyrimas, paremtas generalizuoto momentų metodo (GMM) taikymu, atskleidė, kad investavimas į nekilnojamąjį turtą turi reikšmingos įtakos nacionalinės ekonomikos augimui, ypač trumpuoju laikotarpiu. Vadinasi, investavimas į nekilnojamąjį turtą yra svarbus trumpojo laikotarpio nacionalinės ekonomikos pokyčius lemiantis veiksnys. Tyrimo metu taip pat nustatyta, kad investicijų į nekilnojamąjį turtą poveikis nacionalinei ekonomikai priklauso ir nuo regioninės

ekonomikos vystymosi ypatumų. Ilguoju laikotarpiu investavimo į nekilnojamąjį turtą įtaka bendrajai ekonomikai gali būti ir neigiama, kai pernelyg spartus nekilnojamojo turto kainų augimas smarkiai padidina investicijų į nekilnojamąjį turtą svorį bendrajame BVP. Tuomet nepagrįstai didelis investuotojų pasitikėjimas nekilnojamojo turto rinkos perspektyvomis gali sąlygoti ekonomikos nukrypimą nuo stabilaus ir tvaraus augimo krypties (Hong, 2014).

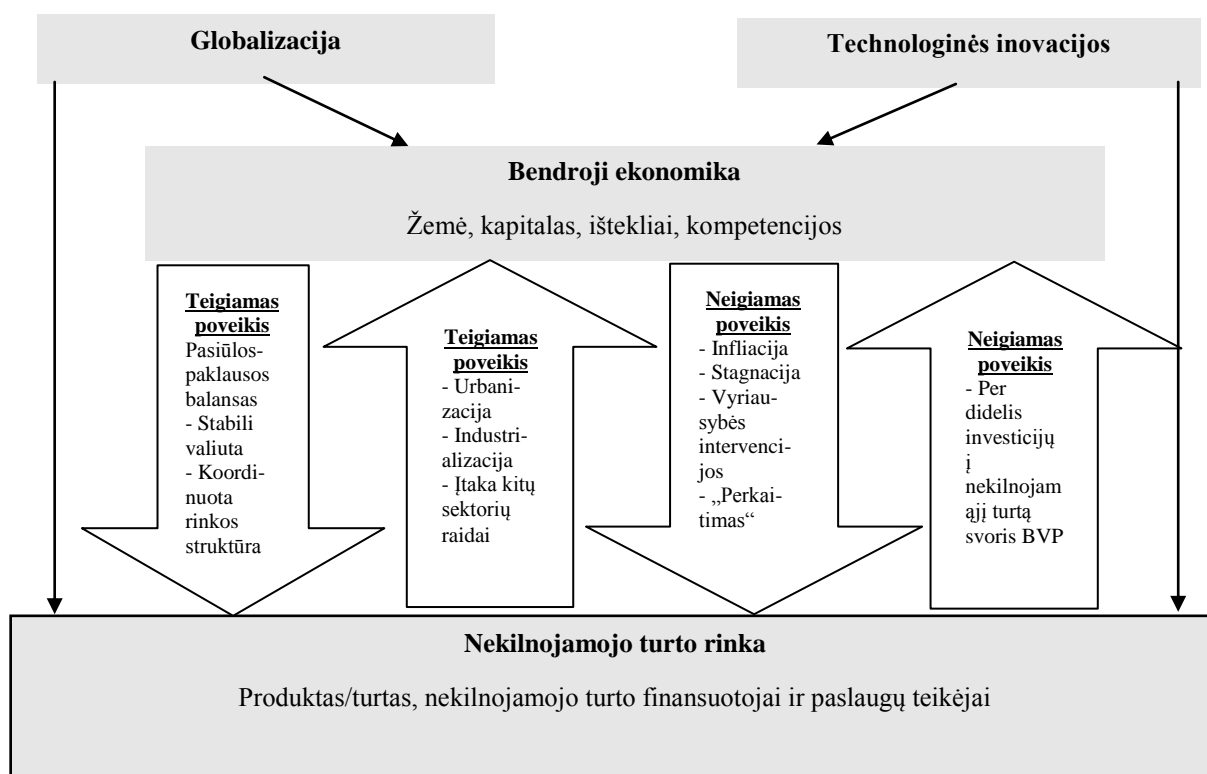
Ne tik nekilnojamojo turto rinka daro reikšmingą poveikį bendrajai ekonomikai, tačiau pastaroji taip pat turi poveikį nekilnojamojo turto rinkoje vykstantiems procesams. Pasak Kun (2007), bendrosios ekonomikos poveikis nekilnojamojo turto rinkai pasireiškia dviem aspektais: kaip varomosios jėgos bei kaip ribojančios jėgos. Jeigu bendroji pasiūla ir paklausa šalies ekonomikoje yra subalansuotos, tuomet šalies valiutos kursas yra stabilus, rinkos struktūra gerai koordinuota, tad šiomis sąlygomis nekilnojamojo turto sektoriaus plėtrai yra palankios galimybės. Ir atvirkščiai, jeigu šalies ekonomika yra „perkaitusi“, o pasiūlos ir paklausos struktūra prastai subalansuota, galimybės nekilnojamojo turto rinkos plėtrai taip pat yra ribotos. Be to, norėdamos stabilizuoti ekonominę padėtį, ypač kai nekilnojamojo turto kainos yra tapusios nepagrįstai didelės, šalių vyriausybės gali imtis priemonių tikslingai slopinti nekilnojamojo turto sektoriaus plėtrą. Vadinasi, efektyvi bendroji ekonomika sąlygoja tvarią nekilnojamojo turto rinkos plėtrą, tuo tarpu stagnuojanti ir/ar didelės infliacijos ekonomika riboja nekilnojamojo turto rinkos plėtrą.

Du pagrindiniai šiuolaikinės ekonomikos varikliai – globalizacija ir technologinės inovacijos – ne tik smarkiai veikia nekilnojamojo turto vertę, bet ir turi didelės įtakos nekilnojamojo turto paskirčiai, investicijoms į nekilnojamąjį turtą bei nekilnojamojo turto rinkų plėtrai. Net jeigu nekilnojamojo turto pasiūla rinkoje yra apibrėžiama geografinė šio turto vieta, nekilnojamojo turto paklausos veiksniai labai priklauso nuo pasaulinės ekonomikos tendencijų (Tiwari, White, 2014). Globalizacijos įtaką nekilnojamojo turto rinkoms pastebi tiek užsienio (Bardhan ir Kroll, 2007; Too et al., 2010; Ley, 2015; Rogers, Koh, 2017 ir kt.), tiek lietuvių (Cohen, 2014; Švogžlys, Chlivickas, 2016 ir kt.) autoriai. Kalbant apie informacinių technologijų įtaką, tyrėjų nuomonės kiek išsiskiria: nors kai kurie tyrėjai (Borsuk, 1999; Boulton et al., 2000) mano, kad informacinės technologijos palapsniui mažins fizinio nekilnojamojo turto paklausą, kiti (Sawyer et al., 2005; Tiwari, White, 2014; Rapoport, 2014 ir kt.) yra įsitikinę, jog ši paklausa nemažės (gyvenamosios patalpos, patalpos gamybinei-komercinei veiklai bei žemė ūkinei veiklai bus reikalingos kaip ir anksčiau), tačiau pasikeis nekilnojamojo turto naudojimo intensyvumas, konfigūracija, išdėstymas, vieta, įsigyjamas kiekis bei naudojimo trukmė (pvz., nuomos trukmė, išperkamosios nuomos trukmė ir pan.).

Technologinių inovacijų įtaka turto produktyvumui yra gana plačiai analizuojama mokslinėje literatūroje. Kai kurie autoriai (Ho, Muhammad, 2010 ir kiti) teigia, kad produktyvumo didėjimas sąlygoja darbo vietų praradimą, tuo tarpu kiti (Dietzel et al., 2014; Squires et al., 2016 ir

kt.) akcentuoja produktyvumo sąlygotą veiklos kaštų (taigi, ir kainų) mažėjimą, kuris, savo ruožtu, turėtų padidinti prekių ir paslaugų paklausą. Teigiama, kad didesnė prekių ir paslaugų paklausa ilgainiui sąlygos didesnę užimtumą, o ši turės įtakos nekilnojamojo turto paklausai. Reikia sutikti su tuo, kad technologinės inovacijos iš tiesų didina nekilnojamojo turto naudojimo intensyvumą. Pavyzdžiui, dėl technologinių inovacijų diegimo daugėja funkcijų, kurias galima atlikti nuotoliniu būdu, ir atitinkamai mažėja funkcijų, kurias galima atlikti tik tam tikroje vietoje. Be to, dėl modernių komunikacijų nebėra poreikio statyti ar nuomotis nekilnojamąjį turtą brangiuose rajonuose (pvz., biurams – miestų centruose, gamybos įmonėms – šalia pagrindinių automagistralių, ir pan.), patalpas galima įrengti gerokai pigesnėse vietovėse, o tarptautinės korporacijos neretai iškelia jas į pigios darbo jėgos šalis, tokias kaip Indija ar Kinija. Žemės ūkio atveju technologinės inovacijos leidžia padidinti iš tam tikro žemės ploto išauginamą derlių bei padidinti žemės ūkio produktų gamybos našumą.

Bendroji ryšių tarp nekilnojamojo turto rinkų ir bendrosios ekonomikos schema pateikiama 5 pav.



5 pav. Ryšiai tarp naujosios ekonomikos ir nekilnojamojo turto rinkų

Šaltinis: sudaryta autorės.

5 pav. pateiktame modelyje matyti, kad globalizacija ir technologinės inovacijos veikia tiek nekilnojamojo turto rinką, tiek bendrąją ekonomiką. Šiuolaikinėje bendrojoje ekonomikoje suvienijami tokie veiksniai, kaip žemė, kapitalas, išteklių ir žmogiškųjų subjektų kompetencijos. Nekilnojamojo turto rinka ir bendroji ekonomika daro tiek teigiamą, tiek neigiamą poveikį viena kitai. Svarbus ryšių tarp nekilnojamojo turto rinkos ir bendrosios ekonomikos bruožas yra tas, kad nors bendroji ekonomika daro įtaką nekilnojamojo turto rinkai per tam tikrus politinius, socialinius, ekonominius ir verslo aplinkos veiksnius, nekilnojamojo turto rinka taip pat turi grįžtamosios įtakos minėtiems veiksniams, t. y. pokyčiai nekilnojamojo turto rinkose turi įtakos verslo įmonių, vartotojų bei vyriausybių, kurie yra pagrindiniai inovacijų kūrėjai, interesams. Taigi, ne tik ekonomikos pokyčiai turi įtakos nekilnojamojo turto rinkoms bei turto vertei, tačiau ir pats nekilnojamas turtas yra svarbus ekonomikos pokyčių elementas bei reikšminga nacionalinio turto dalis (Tiwari, White, 2014).

Veikdami šiuolaikinės ekonomikos sąlygomis, nekilnojamojo turto tiekėjai privalo atsilipti į globalizacijos ir informacinių technologijų plėtros sąlygotus nekilnojamojo turto paklausos veiksnius bei atsižvelgti į tai, kad naudojant įvairius netiesioginių investicijų kanalus nuolat didėja tarptautinės nekilnojamojo turto nuosavybės mastai. Kaip pastebi Tiwari ir White (2014), nemaža dalis naujai statomo nekilnojamojo turto atitinka tarptautinius standartus, kadangi vis didesnę dalį investuojančiųjų į nekilnojamąjį turtą sudaro ne vietiniai, o tarptautiniai investuotojai. Vietinės nekilnojamojo turto bendrovės dažnai formuoja jungtinio kapitalo įmones ar strateginius aljansus su užsienio bendrovėmis. Nekilnojamojo turto paslaugų teikėjai vaidina svarbų vaidmenį visame procese, kadangi jie suderina paslaugų standartus pagal tarptautinių klientų reikalavimus. Nekilnojamojo turto paslaugų spektras taip pat labai išsiplėtė. Nekilnojamojo turto versle globalizacija verčia atsižvelgti į skirtingas kultūras, skirtingas verslo aplinkas, moralines vertybes bei tarpusavyje prieštaraujančias teisinės nuostatas. Globalizacija taip pat verčia dirbti visą parą, kai sandoriai sudaromi nepaisant laiko zonų ar šalių sienų.

*Nekilnojamojo turto koncepcija yra labai įvairiapusė, apimanti tris vyraujančius požiūrius apie nekilnojamąjį turtą: visų pirma, nekilnojamas turtas sietinas su **žemės resursais**, ant žemės esančiais statiniais ir nuolatiniais jos patobulinimais, apimančiais infrastruktūrą, pastatus, tvoras, gatves ir pan. Kitas požiūris sietinas su **nematerialiųjų teisių rinkiniu**, suteikiančiu nekilnojamojo turto savininkams saugumo, privatumo ir prieglobsčio teises bei pasižymi fizinėmis, lokacinėmis ir teisinėmis charakteristikomis. Trečiasis požiūris teigia, jog nekilnojamas turtas yra **ekonominės veiklos**, kai nekilnojamąjį turtą galima vertinti, statyti, įsigyti, valdyti ir parduoti.*

Nekilnojamas turtas pasižymi fizinėmis, ekonominėmis, teisinėmis ir socialinėmis charakteristikomis, kurios jį išskiria iš kitų investavimo objektų. Specifiniams nekilnojamojo turto

bruožams priskirtini apčiuopiamumas, nedalomumas, nejudinamumas, heterogeniškumas ir kompleksiškas.

Siekiant investuoti į tam tikros rūšies nekilnojamąjį turtą, svarbus yra ne tik jo specifiškumas, bet ir nuosavybės klasifikavimas. Literatūroje nekilnojamasis turtas grupuojamas pagal atitinkamus kriterijus (generuojamas pajamas/paskirtį) ir pagal investavimo objektus (žemę, pastatus, ilgalaikį investavimą), o tai padeda „žaliam“ investuotojui įsisavinti pradines žinias apie nekilnojamąjį turtą. Investavimo į nekilnojamąjį turtą subjektai yra klasifikuojami pagal jų institucinį statusą, patiriamų kaštų ir mokumo kriterijus, investavimo elgseną, tikslus, toleruojamą rizikos lygį, jautrumą turto likvidumo pokyčiams ar pasirinktą investicijų finansavimo pobūdį. Priėmęs sprendimą investuoti į nekilnojamąjį turtą, investuotojas daro tai savarankiškai arba per viešuosius ar komercinius tarpininkus, kurie veikia kaip tarpiniai kanalai tarp investuotojo ir investavimo objekto. Pagrindiniai investavimo per tarpininkus privalumai yra mažesnės investicijoms reikiamos sumos, mažesni sandorių kaštai, paprastesnis investavimo procesas bei galimybė įsigyti likvidesnes investavimo priemones.

Nekilnojamasis turtas yra svarbus ekonomikos pokyčių elementas bei reikšminga nacionalinio turto dalis, veikianti bendrąją ekonomiką. Globalizacija ir technologinės inovacijos XXI a. ekonomikoje turėjo didelės įtakos nekilnojamąjo turto naudojimui, investicijoms į nekilnojamąjį turtą bei nekilnojamąjo turto rinkų plėtrai, todėl tolesniame monografijos skyriuje, siekiant suprasti, kas lemia nekilnojamąjo turto kainos pokyčius, reikia iširti nekilnojamąjo turto vertės veiksnius, didžiausią dėmesį koncentruojant į nekilnojamąjo turto vertę netikrumo ir ekonomikos cikliškumo sąlygomis, tradicinius nekilnojamąjo turto vertės veiksnius ir naujas nekilnojamąjo turto vertinimo paradigmas.

2. NEKILNOJAMOJO TURTO VERTĖS VEIKSNIŲ ANALIZĖ

Per pastarąjį ketvirtį amžiaus nekilnojamojo turto rinka labai pasikeitė. Pasak Tiwari ir White (2014), daugiausia pokyčių siejama su paklausaus nekilnojamojo turto pobūdžiu, jo vieta bei atsiradusia tiesioginių ir netiesioginių investavimo priemonių įvairove. Minėtus pokyčius lėmė ekonominė globalizacija, technologijų pažanga bei informacijos sklaida. Dėl šių veiksnių įtakos rinkų ribos išsiplėtė nuo geografinių iki virtualių, sumažėjo sandorių kaštai.

Praėjusio pusės amžiaus dominuojanti ekonominė paradigma buvo efektyvios rinkos teorija, pagal kurią visą investuotojo turimą informaciją atspindi nekilnojamojo turto kainos (Wyman et al., 2011). Vis dėlto vėliau buvo pastebėta, kad nekilnojamojo turto rinkos skiriasi nuo kitų verslo rinkų, visų pirma, dėl paties nekilnojamojo turto pobūdžio (Kinnard, 1968). Rinkos požiūriu, nekilnojamas turtas yra labai diferencijuotas produktas bei unikalus vietos prasme. Pagal paskirtį jis gali būti įsigyjamas tiek naudojimui, tiek investicijoms (Glindro et al., 2008). Nekilnojamas turtas – tai patvarus, ilgalaikis turtas, o tai, savo ruožtu, reiškia, kad šio turto plėtros sprendimams priimti ir įgyvendinti reikia iš anksto numatyti grynųjų pajamų srautų dinamiką ir rinkos pokyčius. Vis dėlto pirkėjai nekilnojamojo turto rinkose dažnai yra atsitiktiniai rinkos žaidėjai, ir jų sprendimai ne visuomet yra racionalūs (Kinnard, 1968).

Finansiniai nekilnojamojo turto rinkos elementai taip pat daro šią rinką kitokią nei, pavyzdžiui, vertybinių popierių rinkos. Nekilnojamojo turto sandoriams atlikti paprastai reikia didelio kapitalo, sandorių kaštai yra dideli, pasiūla vėluoja atsiliepti į padidėjusios paklausos poreikius, trūksta gerai organizuotos rinkos trumpalaikėms investicijoms (Xiao, Tan, 2007). Be to, investicijoms į nekilnojamąjį turtą būdingi turto išlaikymo kaštai (pvz., nekilnojamojo turto mokesčiai, hipotekos mokesčiai ir kt.). Pavyzdžiui, hektaras žemės, nupirtas už 2000 eurų, esant 80 proc. paskolos–turto vertės santykiui, 6 proc. metinių palūkanų normai ir 1 proc. nuosavybės mokesčio tarifui, po metų turės būti parduotas ne mažiau kaip už 2316 eurų vien tik tam, kad būtų pasiektas lūžio taškas ((10 proc. komisinis mokestis = 200 eurų) + (1600 eurų paskola * 6 proc. palūkanų norma = 96 eurai) + (1 proc. nuosavybės mokestis * 2000 = 20 eurų)) (pagal Wyman et al. (2011) pavyzdį). Į pateiktus skaičiavimus nėra įtraukti galimo palūkanų praradimo kaštai, taip pat nėra atsižvelgta į faktą, jog komisiniai mokesčiai gali būti šiek tiek didesni, ir t. t.

Nepaisant labai didelio kapitalo prieaugio, kurio reikia vien tik tam, kad būtų pasiektas ekonominis lūžio taškas, nekilnojamojo turto rinkoms būdingi vadinamieji kainų „burbulai“. Apie juos, pastebėtus 1924–1925 m. Floridos pakrantėje (Palm Biče ir Majamyje), dar 1927 m. rašė H. B. Vanderblue. Pagrindinė problema, atpažįstant spekuliacinius nekilnojamojo turto kainų „burbulus“, yra tikrosios turto vertės nustatymas. Žvelgiant iš ilgalaikės perspektyvos, nekilnojamojo turto

kaina turėtų būti lygi jo dabartinei diskontuotai vertei, tuo tarpu žvelgiant iš trumpalaikės perspektyvos, nekilnojamojo turto kainos gali svyruoti priklausomai nuo jo unikalių savybių (turto heterogeniškumo, apmokėjimo reikalavimų, prekybos apribojimų, informacijos, pasiūlos ir kt.) (Glindro et al., 2008). Pastebima, kad investuotojų heterogeniškumas taip pat gali sąlygoti skirtingus lūkesčius ir skirtingas prielaidas ateities pajamų srautams tam tikro turto atžvilgiu. Taigi, kaip pastebi Xiao (2010), fundamentaliosios turto vertės nustatymas priklauso nuo ateities pajamų srautų lūkesčių bei savybės, rodančios, jog ateities pajamų lūkesčiai yra labai jautrūs išoriniams įvykiams. Šiame skyriuje bus nagrinėjami ryšiai tarp nekilnojamojo turto vertės, netikrumo ir ekonomikos cikliškumo, pateikiami tradicinius nekilnojamojo turto vertės veiksnius bei analizuosime, kaip turto vertės veiksniai pakito naujosios ekonomikos sąlygomis.

2.1. Nekilnojamojo turto vertė netikrumo ir ekonomikos cikliškumo sąlygomis

Pasak Akerlof ir Shiller (2009), investavimo į nekilnojamąjį turtą sprendimai yra priimami esant „tam tikram netikrumui dėl ateities“ (p. 144). Ekonomikos klasikai Keynes (1921) ir Knight (1921) išvelgė skirtumą tarp rizikos koncepcijos, kur tam tikro įvykio šansas gali būti matuojamas matematine tikimybe, ir netikrumo, kuris negali būti išmatuotas net pasitelkus matematinius tikimybių skaičiavimus. Rizikingų investicijų privalumas yra tas, kad investuotojas gali įvertinti tikimybes ar statistinės analizės išvadas dėl tam tikro įvykio dažnio. Skidelsky (2009) aiškina, jog norėdamas įvertinti išmatuojamą riziką ir turėdamas reikiamus duomenis, investuotojas gali apskaičiuoti paprasčiausias statistines reikšmes, tokias kaip vidurkis ar standartinis nuokrypis. Tačiau vertinant investicijų į nekilnojamąjį turtą riziką, iškyla problemų, kadangi retai kada turima pakankamai duomenų, kurių reikia norint pritaikyti bazinius statistinius rizikos vertinimo ar tikimybių analizės modelius. Net jeigu tam tikri duomenys ir turimi, jie nėra pasiskirstę pagal normalųjį skirstinį. Dar daugiau problemų iškyla tuomet, kai imama manyti, jog finansų rinkos veikia taip, kaip draudimo rinkos (Skidelsky, 2009). Pavyzdžiui, pirminė 2007-ųjų finansų krizės priežastis buvo naivus tikėjimas, kad egzotinių išvestinių finansinių priemonių kainos atspindėjo hipotekos vertybinių popierių riziką. Rizikingų, nepalankių sąlygų, prastos kreditavimo istorijos (angl. *sub-prime*) hipotekos paskolų paketai buvo sudėlioti kartu, nors jų AAA kredito reitingai neatspindėjo tikrosios paskolų rizikos vertės, ir klaidingi duomenys (vadinamosios „melagingos paskolos“ (angl. *liar loans*)) buvo naudojami produktams įkainoti. Taikant kai kuriuos iš vertinimo modelių, duomenys buvo renkami tik rinkos pakilimo metu, t. y. jie neatspindėjo rinkos nuosmukių tendencijų, tad jų taikymas rinkos pokyčių prognozėms ateityje buvo nepagrįstas. Kreditų agentūros darė klaidingas prielaidas, manydamos, jog individualių hipotekų rizikos atsainų vertinimą galėjo

atsverti hipotekų grupavimas į paketus. Tačiau jeigu paskolos yra vadinamosios „blogos paskolos“, jų grupavimas negali sumažinti šių paskolų daromos žalos (Wyman et al., 2011).

Nemaža dalis problemų yra susijusios su kreditų agentūrų ir jų klientų veikla. Kreditų agentūros pasikliauja savo klientais dėl jų tęstinio verslo, tačiau tikimybė, jog verslas tęsis, jeigu kredito agentūra nuvertina vertybinius popierius, būna maža. Kredito agentūros susidūrė su dideliu spaudimu tiek nustatydamos vertę pradinio turto, kuris tarnavo kaip paskolų garantas, tiek bandydamos užtikrinti kokybę vertybinių popierių, kurie būdavo parduodami, siekiant patenkinti alternatyvių investuotojų poreikius, kai paskolos iš pradžių būdavo sugrupuojamos į paketus, o paskui išskirstomos. Šie investuotojai galvojo, jog perka palyginus saugias AAA reitingo investicijas, nors iš tiesų taip nebuvo.

Dichotomijos tarp rizikos ir nesumažinamo netikrumo idėją (t. y. šių dviejų veiksmų atskyrimo idėją) pasiūlė dar J. M. Keynes (1921). Pagrindinis jo argumentas buvo tas, kad nesvarbu, kuriai analizuojamai sričiai (tai gali būti tiek vario kainos, tiek 20 ateinančių metų palūkanų normos, tiek išradimų senėjimas, tiek privačios nuosavybės savininkų padėtis ir t. t.) būdingas netikrumas, nėra jokio socialinio pagrindo, kuris leistų apskaičiuoti šios srities įvykių tikimybę. Keynes (1921) teigia, jog susidūrus su netikrumu (nesvarbu, ar tai būtų taisyklių, įpročių, tradicijų, ar kitų socialinių reiškinių netikrumas), saugumo jausmą dėl ateities suteikia euristika (t. y. problemų sprendimo metodika, kai sprendimas gaunamas bandymų ir klaidų keliu). Tai yra nebūtinai optimalus, tačiau greitas ir mažai sąnaudų reikalaujantis problemos sprendimo būdas. Paprastajai euristikai būdingas kompleksinis socialinis pagrindas. Kai psichologiniai veiksniai tampa itin svarbūs, ekonominiai veiksniai yra eliminuojami iš racionalaus vertinimo modelių. Netikrumo sąlygomis sprendimus priimantiems investuotojams būdingas neracionalus energingumas bei spekuliacinis potraukis (Wyman et al., 2011). Todėl turto kainų skirtumai gerokai nukrypsta nuo ekonomikos pagrindų.

Elgsenos ekonomikoje pripažįstama rinkos neefektyvumo problema, o turto kainų pokyčiai aiškinami ne tiek remiantis racionalumo principais, kiek investuotojų psichologija. Remiantis elgsenos ekonomikos teorijos prielaidomis (Chuah, Devlin, 2011; Thaler, 2015; Kumar, Goyal, 2015; Kumar, Goyal, 2016; Pareto, 2017 ir kt.), investuotojai ekstrapoluoja kainų tendencijas. Remiantis „kaina-kainai“ grįžtamojo ryšio modeliu, teigiami kainų pokyčiai didina investuotojų optimizmą, kad kainos ateityje toliau kils, ypač trumpuoju laikotarpiu. Kitaip tariant, racionalūs lūkesčiai pavirsta „atgaliniais“ lūkesčiais, o turto ateities kainos prognozuojamos remiantis praeities tendencijomis. Investuotojų optimizmas dėl ateities kainų kilimo sąlygoja vis didesnius ir didesnius lūkesčius, o racionalų mąstymą pakeičia tokios klišės, kaip „tendencija yra tavo draugų elgsena“ ar „jeigu kainos kyla, jos ir toliau kils“ (Wyman et al., 2011).

Taleb (2007) nuomone, didžiausias netikrumo laipsnis pasiekiamas retų įvykių sąlygomis, kai įvykio tikimybė negali būti įvertinta, kadangi šie įvykiai yra nedažni, nors ir kartojasi neapibrėžtais intervalais. Taleb (2007) teigia, kad kai kurie ekstremalūs įvykiai, kurie yra už įprastų lūkesčių ribų, ir yra pagrindinių mūsų gyvenimo įvykių priežastis. Autorius (Taleb, 2004, 2007) vadina retus ir visiškai netikėtus įvykius, turinčius didžiulės įtakos finansų rinkoms, „juodosiomis gulbėmis“ (angl. *black swans*) (tai užuomina į XVI a., kai buvo manoma, jog juodos gulbės neegzistuoja, kadangi pagal vietinę patirtį visos gulbės buvo baltos). Finansų rinkų griūtis naujojo tūkstantmečio pirmojo dešimtmečio pabaigoje (2007–2008 m.) yra vadinama „juodąja gulbe“ – finansine panika, kurios nebuvo numatę daugelis ekonomistų.

Sprendimo priėmimo problema nekilnojamojo turto rinkoje yra dar sudėtingesnė, kadangi sprendimas investuoti į nekilnojamąjį turtą nėra apribotas tik nuostolio rizika (ar mažesnių nei tikėtinos pajamos rizika). Dar 1968 m. mokslininkas W. N. K. Kinnard nustatė, kad specifinis nekilnojamojo turto pobūdis sąlygoja keturių papildomų rizikos tipų atsiradimą: tai *laiko rizika*, *vietos rizika*, *informacijos rizika* ir *tikslų rizika*. Būtent dėl šios priežasties, remiantis istorine patirtimi, dažnai manoma, kad investicijos į nekilnojamąjį turtą gali generuoti daug didesnę grąžą nei obligacijų ar akcijų grąža. Neįtikimai mažos kapitalizacijos normos, kurios buvo naudojamos perleidžiant nekilnojamąjį turtą paskutiniosios finansų krizės laikotarpiu, buvo tikras šokas rinkos senbuviams, kurie išgyveno 1980-ųjų rinkos smukimą. Tiesa, daugelis iš jų pasitraukė iš rinkos pakankamai anksti, tad galėjo iš šalies stebėti situaciją ir kantriai laukti, kol nekilnojamojo turto kainos vėl ims tinkamai atspindėti riziką, susijusią su investicijomis į šiai turto klasei priskiriamo turto objektus. Viena iš pagrindinių pamokų, kurios nebuvo išmoktos iki 2007-ųjų krizės, yra spekuliacinių paskolų nekilnojamajam turtui įsigyti teikimas (Goddard, Marcum, 2012), t. y. finansų institucijos dosniai dalijo paskolas nekilnojamojo turto norintiems įsigyti subjektams pernelyg giliai neanalizuodamos nei būsimų skolininkų pajamų srautų, nei pajamų, kurias ateityje generuos (jeigu generuos) įsigyjamas turtas. Pagal tipinį investavimo scenarijų per visą nekilnojamojo turto kaip investicijos laikymo laikotarpį pajamos iš turto nebūdavo generuojamos, tad tokias investicijas galima laikyti spekuliacinėmis. Neatsakingas paskolų teikimas bei spekuliacinės investicijos sąlygojo nekilnojamojo turto kainų „burbulų“ formavimąsi, o vėliau – ir nekilnojamojo turto rinkos krizę. Ši patirtis rodo, kad investicijų į nekilnojamąjį turtą rizika gali būti tikrai didelė.

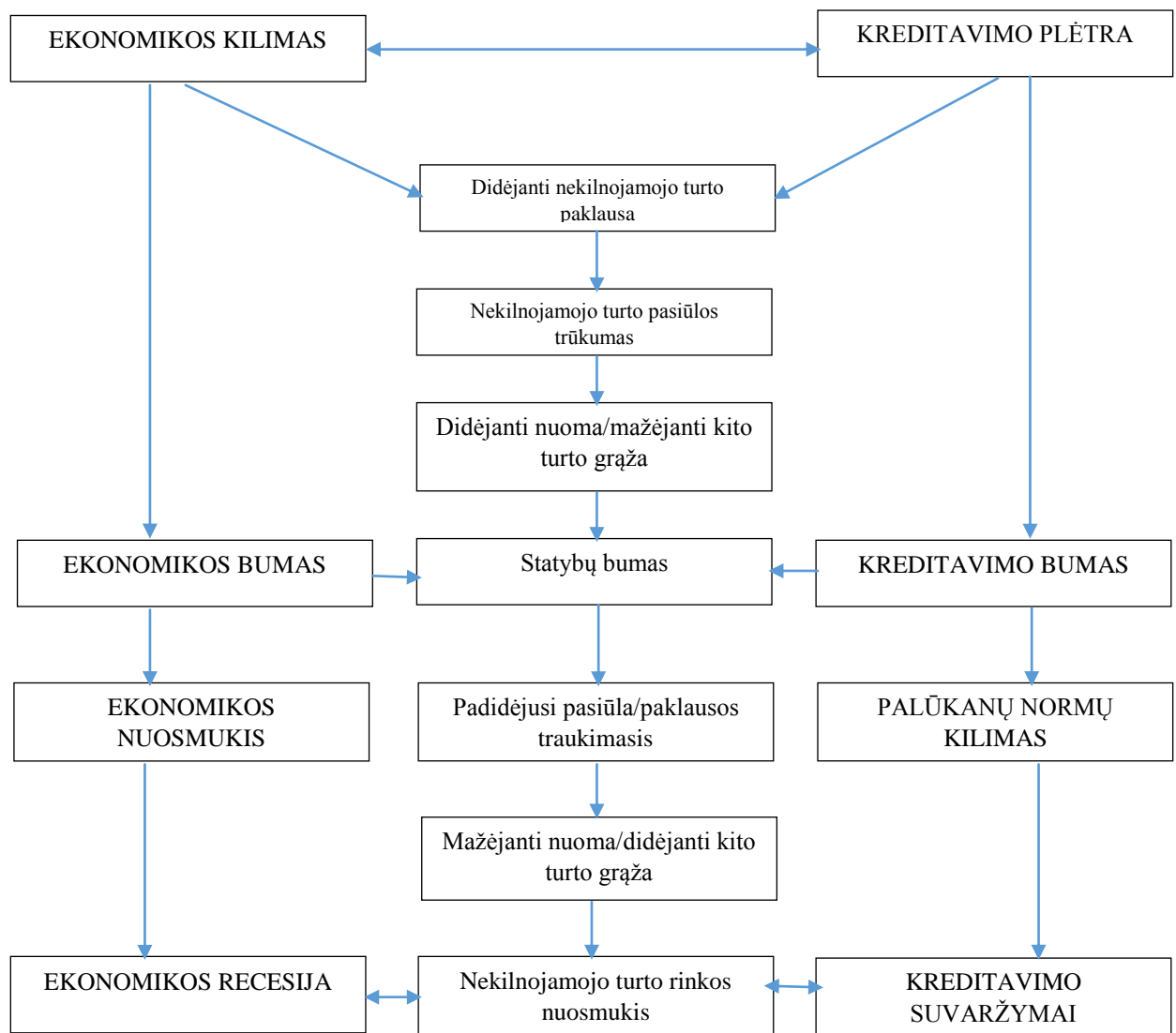
Be netikrumo, didelės įtakos nekilnojamojo turto vertei turi ir ekonomikos cikliškumas. Remiantis Liow (2016) bei Laposa ir Mueller (2017), ciklas yra besikartojanti įvykių seka. Tradiciniams ekonomikos ciklams būdingos keturios fazės (Tiwari, White, 2014):

- plėtra (augimas);

- klestėjimas;
- traukimasis;
- ir nuosmukis (recesija).

Visos ekonominio ciklo fazės seka viena paskui kitą. Po nuosmukio fazės vėl prasideda plėtros fazė ir t. t. Kodėl formuojasi nekilnojamojo turto rinkos ciklai? Visų pirma, nekilnojamojo turto rinkos ciklai yra susiję tiek su bendrosios ekonomikos, tiek su kredito rinkų cikliškumu (Tiwari, White, 2014). Ekonominės plėtros fazė paprastai sąlygoja kredito rinkų plėtrą (augant šalies ar regiono ekonomikai, plečiasi verslas, auga šalies gyventojų realiosios pajamos, vykdoma daug įvairių projektų, kurių finansavimui pasitelkiamos išorinio kreditavimo priemonės, tad kredito rinkų veikla suaktyvėja), o kredituojamos investicijos yra pagrindinis cikliško ekonomikos augimo veiksnys (Fuerst et al., 2015; Liow, 2016). Ekonomikos cikliškumo įtaka nekilnojamojo turto rinkoms pasireiškia didėjant darbo jėgos paklausai (Tiwari, White, 2014). Pasiūlai esant neelastingai, ši negali taip greitai prisiderinti prie sparčiai augančios paklausos. Dėl šios priežasties didėja nekilnojamojo turto nuomos ir pardavimo kainos, mažėja investicijų į kitas nuosavybės formas (pvz., į vertybinius popierius) pelningumas. Mažėjantis investicijų į nuosavybę pelningumas sąlygoja kapitalo vertės didėjimą, o didėjančios nekilnojamojo turto kainos skatina statybų veiklos plėtrą. Kalbant apie nekilnojamojo turto rinkos dinamiką, pažymėtina ir tai, kad daugelis šioje rinkoje vykstančių reiškinių yra cikliški savo pobūdžiu: čia vyksta cikliški nekilnojamojo turto nuomos procesai, cikliški investavimo procesai, cikliški plėtros procesai ir pan. Ko gero, vieną iš išsamiausių ir tiksliausių nekilnojamojo turto rinkų cikliškumo apibrėžimų yra pateikęs Karališkasis privileijuotų matininkų institutas (angl. *Royal Institution of Chartered Surveyors*) savo straipsnyje „Nuosavybės ciklo supratimas“ (angl. *Understanding the Property Cycle*) (1994): „Nuosavybės ciklai yra pasikartojantys, tačiau nereguliarūs bendrosios grąžos iš nuosavybės rodiklio svyravimai, kurie taip pat būdingi ir kitiems su nuosavybės turėjimu ir valdymu susijusiems ekonominiams-finansiniams rodikliams; šie nereguliarūs bendrosios grąžos iš nuosavybės rodiklio svyravimai gali būti pastebimi tiek prieš nuosavybės ciklo pokytį, tiek po jo“ (cituojuama pagal Pyhrr et al., 1999, p. 4).

Išsamų modelį, paaiškinantį nekilnojamojo turto rinkos ciklą formavimąsi, sukūrė Barras (cituojuama pagal Tiwari ir White (2014)) (žr. 6 pav.).



6 pav. Nekilnojamojo turto rinkos ciklų formavimosi modelis

Šaltinis: Tiwari, White, 2014, p. 130.

Iš 6 pav. pateikto modelio matyti, jog nekilnojamojo turto statybos bumai laikotarpiai sutampa su bendrosios ekonomikos ir kredito rinkos bumais laikotarpiais. Didėjanti kreditų paklausa sąlygoja palūkanų normų augimą. Realiosios ekonomikos požiūriu, didėja infliacinis spaudimas. Didėjanti pasiūla ir augančios kainos sąlygoja bendrosios ekonomikos lėtėjimą, prasideda ekonomikos nuosmukio laikotarpis. Finansiniu požiūriu, didėjanti kreditų paklausa ir augančios palūkanų normos sąlygoja nuosmukį kreditų rinkose. Nekilnojamojo turto sektoriuje naujai sukurtas turto pasiūla atsilieka nuo ekonomikos ir kredito rinkų cikliškumo: daugiau naujai sukurtas nekilnojamojo turto yra pateikiama rinkai jau ne ekonomikos pakilimo, o lėtėjimo fazėje, esant mažesnei paklausai. Tai, savo ruožtu, lemia nekilnojamojo turto kainų mažėjimą. Mažėjančios nekilnojamojo turto kainos sąlygoja nekilnojamojo turto rinkos nuosmukio fazės pradžią, ir

nekilnojamojo turto rinkos ciklas susilygina su bendrosios ekonomikos ir kredito rinkų ciklo fazėmis. Lieka daug nebaigtų statybos ir nekilnojamojo turto parengimo eksploatavimui darbų, nebaigtų su nekilnojamoju turtu susijusių projektų.

Pateikto modelio pagrindinė mintis yra ta, kad nekilnojamojo turto rinkų cikliškumą lemia pats nekilnojamojo turto pobūdis, t. y. tos savybės, kad nekilnojamojo turto plėtra yra lėtesnė ir dėl šios priežasties paprastai atsilieka nuo bendrosios ekonomikos ir kredito rinkų plėtros. Įvertinant šį bruožą, tikslinga atsižvelgti į nekilnojamojo turto rinkų cikliškumo įtaką įvairiems šioje rinkoje vystantiems procesams:

- 1) nekilnojamojo turto naudojimo procesui (nuomos cikliškumas);
- 2) investicijų į nekilnojamąjį turtą procesui (atsiperkamumo cikliškumas);
- 3) nekilnojamojo turto vystymosi procesui (statybos cikliškumas).

Rinkos cikliškumo įtaka nekilnojamojo turto naudojimo procesui. Pasak Tiwari ir White (2014), veiksniai, sukeliantys nekilnojamojo turto naudojimo procesų ciklus, yra daugiausia vietinio pobūdžio. Šie veiksniai yra susiję su naudojimui skirtu nekilnojamojo turto paklausa ir pasiūla, tad mažmeninės nekilnojamojo turto rinkos pagrindinis variklis yra bendrosios ekonomikos sąlygų veikiamą vartojimo paklausa. Kai bendroji ekonomika auga, nekilnojamojo turto paklausa taip pat didėja. Tai pasakytina apie įvairių rūšių nekilnojamojo turto paklausą – tiek žemės, tiek gyvenamosios ar komercinės paskirties turto. Kalbant apie žemę kaip apie nekilnojamąjį turtą, pažymėtina, kad jos paklausa bendrosios ekonomikos augimo periodu didėja tiek todėl, kad žemė yra gyvenamosios ir komercinės paskirties statinių pagrindas, tiek todėl, kad esami ir potencialūs ūkininkai mato daugiau perspektyvų realizuoti žemės ūkio produktus vietinėse rinkose, tad yra linkę plėsti dirbamosios žemės valdas, ir įsigydami žemę, ir ją nuomodamiesi. Ekonominio nuosmukio laikotarpiu situacija yra priešinga: įvairių rūšių nekilnojamojo turto paklausa mažėja. Šalia ekonomikos pakilimo ir nuosmukio ciklą, Tiwari ir White (2014) išskiria dar ir tarpinius rinkos ciklus: tai ciklas po augimo, kai nekilnojamojo turto išlieka stabilus, nors paklausa ima mažėti, ir suregulavimo ciklas, kai nekilnojamojo turto kainos yra stabilios arba pradeda palaipsniui mažėti, o nekilnojamojo turto paklausa taip pat mažėja.

Rinkos cikliškumo įtaka investicijų į nekilnojamąjį turtą procesui. Analizuojant rinkos cikliškumo įtaką investicijoms į nekilnojamąjį turtą, pirmiausia pažymėtina, jog šiuo atveju nekilnojamasis turtas laikomas kapitalu, o kapitalo vertei taip pat būdingas cikliškumas. Skirtingai nei nekilnojamojo turto naudojimo atveju, investicijų į nekilnojamąjį turtą kaip į kapitalą vertės pagrindiniai veiksniai yra tikėtina nuoma ir grąža iš investicijų, todėl cikliniai nuomos vertės bei grąžos iš investicijų svyravimai lemia nekilnojamojo turto kaip kapitalo vertės cikliškumą.

Pavyzdžiui, investuotojai gali nuspręsti investuoti į žemę, jeigu jie tikisi gauti nuomos pajamų arba pelno pardavę žemę aukštesne kaina, nei ją įsigijo.

Kaip pastebi Tiwari ir White (2014), laiko požiūriu, kapitalo vertės pokyčiai šiek tiek lenkia nuomos vertės pokyčius (pvz., žemės rinkos kaina gali pakisti greičiau nei pajamų iš žemės nuomos srautai). Pagrindinė šio skirtumo priežastis yra ta, kad kapitalo vertė yra formuojama būtent atsižvelgiant į tikėtiną nuomos vertę. Nuomos vertė yra paverčiama į kapitalo vertę pasitelkiant dabartinės vertės koncepciją. Ryšys tarp nuomos ir kapitalo vertės išreiškiamas taip:

$$V = \frac{E(R)}{i} \quad (1)$$

Čia:

V – kapitalo vertė;

R – nuomos vertė;

i – diskonto norma.

Laikomasi prielaidos, kad R yra konstanta tęstinumo požiūriu. Jeigu tikimasi, kad nuomos vertė augs lygiu g , 1 formulė modifikuojama taip:

$$V = \frac{E(R)}{i-g} = \frac{E(R)}{y} \quad (2)$$

Čia:

y – pradinė grąža.

Pažymėtina tai, kad vertinant investicijas į nekilnojamąjį turtą, esamoji nuomos vertė prilyginama dydžiui $E(R)$, o pradinė grąža nustatoma pagal neseniai įvykdytų lyginamųjų sandorių grąžą.

Kaip pastebi Goddard ir Marcum (2012), investicijų į nekilnojamąjį turtą vertę tam tikroje rinkoje lemia pasiūlos ir paklausos lygis. Nepriklausomai nuo to, ar investuotojas ketina investuoti į jau egzistuojantį (stabilų) nekilnojamąjį turtą, ar į turtą, kuris dar tik bus statomas ar įrenginėjamas, pasiūlos–paklausos lygis yra itin svarbus. Pasiūlos–paklausos lygis šiuo atveju traktuojamas kaip turto patrauklumo investuotojams priklausomybė nuo dabartinio turto užimtumo lygio, nuomos kainų lygio bei išlaidų turto išlaikymui tam tikrame regione. Tai reiškia, kad nekilnojamojo turto pasiūlos (t. y. laisvo tam tikros rūšies nekilnojamojo turto kiekis rinkoje), nuomos kainų bei turto išlaikymo išlaidų pokyčiai lemia investicijų į nekilnojamąjį turtą pokyčius.

Rinkos cikliškumo įtaka nekilnojamojo turto vystymosi procesui. Nekilnojamojo turto vystymosi procesui taip pat būdingas cikliškumas, kadangi pagrindiniai turto vertės veiksniai čia yra nuo paklausos atitrūkusi (neelastinga) pasiūla ir didėjanti kapitalo vertė (Tiwari, White, 2014). Nekilnojamojo turto vystymo (plėtros) veikla prasideda tuomet, kai kapitalo vertė yra didesnė nei

plėtos kaštai. Tačiau abu šiuos rodiklius sunku kiekybiškai apskaičiuoti (pvz., planavimo leidimų ar statybos leidimų gavimo laikas gali neplanuotai pailgėti dėl nenumatytų aplinkos ar geologinių problemų ir pan.). Be to, kaip savo tyrimu nustatė McCartney (2008), tarp nekilnojamojo turto plėtos projekto baigimo ir turto įsisavinimo egzistuoja 1 m. laiko atotrūkis.

Autoriai Goddard ir Marcum (2012) pažymi, kad nekilnojamojo turto vystymosi procesui reikšmingos įtakos turi ir to turto geografinė vieta, kadangi pastaroji lemia tiek turto vertę, tiek iš turto eksploatavimo generuojamus pajamų srautus. Pavyzdžiui, investicijų į žemę atveju, jeigu žemė perkama judrioje miesto vietoje, galima tikėtis, kad jos paklausa bus didelė nuolat ir be papildomų išlaidų (pvz., komunikacijų įrengimo, kelių tiesimo ir pan.); įsigyjant žemės planuojamame plėsti mikrorajone, galima tikėtis paklausos augimo ateityje, tad papildomos išlaidos plėtrai gali atsipirkti. Taigi, nekilnojamojo turto vieta yra svarbus investicijų į nekilnojamąjį turtą gyvybingumą lemiantis veiksnys bei nekilnojamojo turto vystymosi proceso veiksnys, kadangi ji suteikia investicijoms į tam tikrą nekilnojamąjį turtą lyginamojo pranašumo.

Investavimo į nekilnojamąjį turtą sprendimai dažnai yra priimami esant tam tikram netikrumo dėl ateities lygiui bei glaudžiai susiję ekonomikos cikliškumu ir kredito rinkų plėtra. Nekilnojamojo turto vertei didžiulės neigiamos įtakos turėjo susiformavę nekilnojamojo turto „burbulai“, kuriems sprogdus sumažėjo vartojimo išlaidos, didėjo nedarbas, nukentėjo statybų ir kiti susiję sektoriai, pasekmės buvo juntamos visam šalies ūkiui. Neatsakingo skolinimosi pasekmės, lėmusios būsto kainų šuolį ir po to ištikusią krizę, buvo viena iš išmoktų 2007–2008 m. finansinės krizės pamokų. Su nekilnojamuoju turtu susijusios krizės yra skaudesnės ir ilgesnės nei kitos krizės, todėl stiprėja požiūris, kad makroprudencinė politika turėtų aktyviau reaguoti į besiformuojančius būsto kainų burbulus. Nekilnojamojo turto rinkos ciklai tik lėtėjimo fazėje pasiveja bendrosios ekonomikos ir kredito rinkų ciklus, nes dėl nekilnojamojo turto bruožų specifiškumo (ypač naujai pastatyto nekilnojamojo turto atveju) nekilnojamojo turto vystytojams pavyksta jį pateikti į rinką tik bendrosios ekonomikos ciklo lėtėjimo fazės metu. Bendrosios ekonomikos ir nekilnojamojo turto rinkų cikliškumo variacijos skatina paanalizuoti veiksnius, lemiančius nekilnojamojo turto vertę.

2.2. Tradiciniai nekilnojamojo turto vertės veiksniai

Nekilnojamojo turto vertę sąlygoja daugybė veiksnių. Skirtingi autoriai analizuoja nekilnojamojo turto vertę, remdamiesi skirtingomis nekilnojamojo turto vertės veiksnių grupėmis. Pavyzdžiui, Galinienė (2004) nurodo, jog nekilnojamojo turto vertė priklauso nuo visuotinių (t. y. bendrųjų ekonominių, politinių ir finansinių) bei individualių (t. y. su konkrečiau turto savybėmis susijusių) veiksnių. Autorė taip pat pastebi, jog nekilnojamojo turto vertės veiksniai gali būti objektyvūs (t. y. konkretūs, aiškiai matomi ir vertinami veiksniai, tokie kaip vieta, turto būklė, kokybė ir kt.) ir subjektyvūs (t. y. veiksniai, susiję su subjektyviu situacijos vertinimu, subjektyviais lūkesčiais dėl ateities pajamų srautų, pokyčių nekilnojamojo turto rinkoje, bendrųjų ekonominių pokyčių šalyje ir pan.). Kiti autoriai (Wyman et al., 2011; Simanavičienė et al., 2012; Li, Chiang, 2012; Fereidouni ir Masron, 2013 ir kt.) akcentuoja tiesioginę ir netiesioginę tam tikrų veiksnių įtaką nekilnojamojo turto kainoms. Tiesioginės įtakos turintiems veiksniais priskiriami ekonominiai (BVP, infliacijos lygis, darbo užmokesčio lygis, palūkanų normos), socialiniai (nedarbo lygis, gyventojų socialinės apsaugos lygis, gyventojų skurdo/turtingumo lygis) ir teisiniai (teisinis nuosavybės reglamentavimas, teisinis nekilnojamojo turto ir statybos sektorių reglamentavimas, nekilnojamojo turto mokesčiai, žemės mokesčiai) veiksniai. Vienais svarbiausių nekilnojamojo turto vertę lemiančių veiksnių laikomi tiesioginiai ekonominiai veiksniai. Pavyzdžiui, argumentuojama, kad nedarbo lygis padeda suprasti, kur link juda visas ekonomikos ciklas, nuo darbo užmokesčio lygio priklauso asmenų galimybės įsigyti nekilnojamojo turto (kuo didesnis darbo užmokestis, tuo daugiau lėšų asmuo gali išleisti nekilnojamajam turtui), esant didelei infliacijai, daugiau išleidžiama pirmojo būtinumo prekėms ir paslaugoms, tad investuojama mažiau (kita vertus, investicijų apimtys gali ir padidėti, kadangi infliacijos sąlygomis santaupų laikymas neturi prasmės), palūkanų norma nusako turto ateities kainą ir pan. Pasak Lee (2017), egzistuoja atvirkštinis ryšys tarp būsto kredito palūkanų ir būsto kainų. Esant galimybei gauti būsto paskolą mažesnėmis išlaidoms, nekilnojamojo turto rinkoje kainos auga dėl padidėjusios paklausos. Infrastruktūra yra reikšmingas veiksnys, lemiantis tiesiogines užsienio investicijas į nekilnojamojo turto rinką išsivysčiusiose šalyse, tuo tarpu skaidrumas nekilnojamojo turto rinkoje, finansavimo išlaidų, nekilnojamojo turto kainos ir nekilnojamojo turto nuomos rinka yra svarbūs veiksniai tiesioginių užsienio investicijų pritraukimui besiformuojančių šalių rinkose (Fereidouni, Masron, 2013). Investicijų srautams į šalį didėjant, nekilnojamojo turto paklausa bei turto kainos taip pat auga.

Netiesioginės įtakos nekilnojamojo turto vertei turintiems veiksniais priskiriami politiniai (valstybės politika nekilnojamojo turto rinkos atžvilgiu, valdžios stabilumas šalyje, politinių partijų

įtaka), demografiniai (migracijos lygis, gimstamumo lygis, santuokų skaičius šalyje), instituciniai (finansų įstaigų įtaka, statybos leidimų kontrolė, statybos leidimų išdavimo laikas ir kt.), kultūriniai (pvz., Lietuvos gyventojai yra labiau linkę turėti nuosavą būstą, nei jį nuomotis), technologiniai (pvz., pažangių technologijų naudojimas gali lemti statybos darbų trukmę ir turėti įtakos nekilnojamojo turto pasiūlai rinkoje) veiksniai. Iš netiesioginių veiksnių svarbiausiais galima laikyti demografinius bei institucinius veiksnius. Saita et al. (2016) atlikto tyrimo rezultatai parodė, kad demografiniai veiksniai, tokie kaip gimstamumo augimas, turi teigiamos įtakos nekilnojamojo turto kainoms ilguoju laikotarpiu. Ištyrus ryšius tarp JAV ir Japonijos gimstamumo bei būsto kainų statistinių rodiklių, nustatyta, kad Japonijoje būsto kainų šuolis įvyksta po 35–45 m., o JAV – po 25 m. prasidėjus gimstamumo statistiniam augimui. Pažymėtina, kad demografiniai veiksniai – tai ne tik statistinis gyventojų skaičiaus kitimas, bet ir jų amžiaus, išsilavinimo, gyvenamosios vietos ir pajamų pasiskirstymas (Admidinš, Zvanitajs, 2011).

Minėti tiesioginės ir netiesioginės įtakos nekilnojamojo turto kainoms turintys veiksniai laikytini bendraisiais (visuotiniais, arba makroekonominiais), kadangi jie parodo bendrosios ekonomikos ir politikos sąlygų šalyje įtaką pokyčiams nekilnojamojo turto rinkose. Tačiau šalia šių veiksnių, nekilnojamojo turto kainą gana stipriai lemia ir mikroekonominiai veiksniai, t. y. turto vietinės charakteristikos ir vietinė aplinka bei investuotojų elgsenos (psichologiniai arba subjektyvūs) veiksniai. Mikroekonominių veiksnių įtaka paprastai analizuojama vidaus rinkos pasiūlos ir paklausos mechanizmo veikimo principu. Pasak Rahadi et al. (2015), mikroekonominėje aplinkoje nekilnojamojo turto kainas lemia vidiniai (objekto) ir išoriniai (aplinkos) veiksniai. Objekto veiksniai apima esamą objekto būklę, vietą, statybos metus, kokybę, galimo geriausio turto panaudojimo veiksnius (pvz., tinkamumą projekto įgyvendinimui, statyboms, žemės ūkio veiklai, ir kt.) bei objekto išlaikymo išlaidas. Tuo tarpu objekto aplinkos veiksniams priskiriami regiono ekonominio išsivystymo lygis, kaimyninė gamtinė aplinka, kaimyninė infrastruktūra, užterštumas, atstumas iki kitų objektų (pvz., miesto centro) pagal laiko ir pinigines sąnaudas, kitų nekilnojamojo turto objektų nuomos kainos. Pasak Cohen (2012), nuomos kainos yra labai svarbios visai nekilnojamojo turto rinkai, kadangi kylant nuomos kainoms, investicijos į nekilnojamąjį turtą tampa ekonomiškai naudingesnės, t. y. tampa ekonomiškai naudingiau įsigyti nekilnojamąjį turtą nei jį nuomotis. Dėl šios priežasties nuomos kainų kilimas didina nekilnojamojo turto paklausą, o kartu ir nekilnojamojo turto kainas.

Atlikę 20-ties objekto ir jo aplinkos veiksnių analizę, autoriai Abidoye ir Chan (2016) įtakingiausius iš jų suskirstė šia tvarka: nekilnojamojo turto vieta, infrastruktūra, turto būklė, turto dydis, kaimynystė.

Analizuojant investuotojų elgsenos veiksnius, pažymėtini investuotojų lūkesčiai dėl ateities pajamų srautų ir kainų pokyčių nekilnojamojo turto rinkoje (Galiniene, 2015; Venclauskieniė et al., 2011; Wyman et al., 2011 ir kt.), investuotojų elgsenos racionalumas/neracionalumas (kai investuotojų sprendimai įsigyti nekilnojamąjį turtą nėra racionalūs, iškyla rizika rinkoje atsirasti spekuliaciniams nekilnojamojo turto kainų „burbulams“), investuotojų aplinkos įtaka (pvz., pažįstamų, draugų rekomendacijos) (Rahadi et al., 2015) bei atitikmuo tarp nekilnojamojo turto savybių bei pirkėjo skonio ir poreikių (pvz., investuotojas gali nuspręsti įsigyti nekilnojamojo turto objektą dėl to, kad šis yra jam patraukliame gamtos kampelyje, jog yra galimybė auginti sodą, atskirti patalpas smulkiai ūkinei veiklai vykdyti ir pan.) (Galiniene, 2015). Investicijas į žemę dažniausiai renkasi investuotojai, kuriems patrauklus palyginti nebrangus nekilnojamasis turtas, kurį pigu išlaikyti, tačiau kuris gali generuoti pinigų srautus (pvz., išnuomojus žemę) (Grant, 2016). Kadangi žemė yra ribotas išteklius, jos vertė yra didelė, tačiau įsigyti žemės nekilnojamojo turto rinkoje galima palyginti pigiai. Kadangi žemės išlaikymo išlaidos yra nedidelės (jeigu žemės plote nėra planuojami plėtros darbai, žemės išlaikymo išlaidos dažnai apsiriboja žemės mokesčiu), šį turtą prireikus galima laikyti ilgesnį laiką, tikintis kainų padidėjimo rinkoje. Kita vertus, į žemę investuoja subjektai, norintys perkelti savo kapitalą iš paprasto gamybos ciklo į ilgesnio laikotarpio investavimo schemas, skirtas geografiniai gamybos infrastruktūros plėtrai ar tiesiog investuoti už gamybos sektoriaus ribų į kitų geografinių zonų (pvz., urbanistinių, žemės ūkio ir kt. zonų) plėtrą (Harvey, 2010). Vis dėlto, kaip pastebi Jungtinių Tautų maisto ir žemės ūkio organizacija (2008), investicijos į žemę visada yra susijusios su tam tikro lygio rizika (pvz., gamtinių nelaimių rizika, gaisro rizika ir kt.), tad jos neturėtų būti pasirenkamos priėmus skubotą investavimo sprendimą. Ma et al. (2013) nustatė, kad suvokiamas žemės valdos saugumas turi didelės įtakos investavimui į žemę, tačiau neturi didelio poveikio individualioms investicijoms, kai tobulinama žemės kokybė, tačiau investicijos žemės kokybės tobulinimui padidina suvokiamą žemės valdos saugumą.

Investuojant į žemę taip pat nereikia pamiršti, kad pelnas iš šių investicijų nėra toks greitas, kaip, pavyzdžiui, pelnas iš didmeninės prekybos. Pelno ir pinigų srautų generavimas šiuo atveju reikalauja subjekto gebėjimo planuoti ir valdyti finansus. Galiausiai, kaip rodo VĮ Registrų centro ir Lietuvos banko (2016) duomenys, Lietuvoje investicijas į žemę dažnai renkasi subjektai, kurie gauna ar turi galimybių gauti išorinį finansavimą (bankinę paskolą ar finansinę paramą (pvz., ūkininkai; spekuliantų skolinimasis iš bankų, siekiant pasipelnyti iš žemės kainų padidėjimo, yra suvaržytas).

Daugelyje mokslinių šaltinių pripažįstama bendrųjų makroekonominių, objekto ir objekto aplinkos veiksnių įtaka nekilnojamojo turto vertei, tuo tarpu politinių, kultūrinių, technologinių bei investuotojo elgsenos veiksnių svarba patvirtinama toli gražu ne visais moksliniais tyrimais, tad jų

įtakos nekilnojamojo turto vertei laipsnis laikomas labai mažu. Pastaruoju dešimtmečiu, remiantis kompleksinės ekonomikos požiūriu (Wyman et al., 2011), šalia tradicinių nekilnojamojo turto vertinimo modelių, atsiranda ir naujos nekilnojamojo turto vertinimo paradigmos. Jos apžvelgiamos kitame šios monografijos poskyryje.

2.3. Naujos nekilnojamojo turto vertinimo paradigmos

Pasak Wyman et al. (2011), fundamentaliosios nekilnojamojo turto vertės nustatymas yra viena iš pagrindinių priemonių, padedančių nustatyti spekuliacinių kainų „burbulų“ grėsmę bei prognozuoti nekilnojamojo turto rinkos nuosmukius. Priešingai nei vertybinių popierių rinkose, kur investuotojai žino ir pripažįsta, jog jų turto kaina gali kristi, nekilnojamojo turto rinkose investuotojai dažnai net negalvoja apie tai, kad jų turto vertė gali ženkliai sumažėti. Nors elgsenos ekonomika padeda paaiškinti nekilnojamojo turto kainų pokyčius, kiek šie pokyčiai yra susiję su subjektų elgsena ir polinkiais (lūkesčiais, grįžtamuju ryšiu, praeities tendencijų modeliavimu ir kt.) (Palm, 2016), išorinės aplinkos (t. y. bendrųjų ekonominių ir finansinių veiksnių, demografinių pokyčių, politinių ir teisinių nuostatų ir kt.) įtaka negali būti ignoruojama.

Mokslinėje literatūroje aptinkama daug nekilnojamojo turto vertės (ypač būsto vertės) tyrimų: nekilnojamojo turto kainų vertinimo metodus analizavo Wyman et al. (2011), Hui ir Zheng (2012), Hui et al. (2014), Wen et al. (2017) ir kiti; nekilnojamojo turto kainų veiksnius tyrė Landers (2012), Manganelli (2014), Oktay et al. (2014), Rahadi et al. (2015) ir kiti; nekilnojamojo turto rinkos ciklus nagrinėjo Pomogajko ir Voigtlander (2012), Pumpūt ir Šliogerienė (2014), Liow (2016), Laposa ir Mueller (2017) ir kiti; bankų paskolų prieinamumo įtaką būsto kainų lygiui empiriškai tyrė McCord et al. (2011), Pomogajko ir Voigtlander (2012), Ciarlone (2015) ir kiti. Nepaisant tyrimų ir jų tematikos gausos, pastebėtina, kad klasikinis požiūris, kuriuo remiamasi analizuojant išorinės aplinkos įtaką nekilnojamojo turto kainoms, ne visada padeda paaiškinti tendencijų pertrūkius nekilnojamojo turto rinkose ar nustatyti „juodųjų gulbių“ atsiradimo priežastis. Bendrieji modeliai (tokie kaip hedonistinis modelis (Cebula, 2009; Nase et al., 2013; Jiang et al., 2014 ir kt.), tiesioginės kapitalizacijos modelis (McDonald, 2015; Kimmons, 2017 ir kt.) ar dešimties metų diskontuotų pinigų srautų modelis (French, 2013; Brown, Klingenberg, 2015; Klotz et al., 2016 ir kt.), kurie yra pagrįsti racionalios elgsenos prielaidomis, praranda savo reikšmę ekonominių tendencijų pertrūkių laikotarpiais. Todėl pastaruoju metu kuriamos naujos nekilnojamojo turto vertės paradigmos.

Kompleksinės ekonomikos požiūris (angl. *the Complexity Economic approach*), pristatomas Wyman et al. (2011), yra viena iš tokių naujų paradigimų. Remiantis paradigimą pristatančiais

autoriais (Wyman et al., 2011), kompleksinės ekonomikos požiūris padeda pažvelgti į nekilnojamojo turto rinką kaip į atvirą, sudėtinę ir dinamišką rinką. Kita vertus, šis požiūris leidžia analizuoti nekilnojamojo turto rinką per įprastos rinkos prizmę, tuo pat metu pripažįstant ryšių tarp rinkos veikėjų, tinklų ir evoliucijos procesų sudėtingumą bei atsižvelgiant į minėtų ryšių jautrumą endogeninių ir egzogeninių veiksnių įtakai (Wyman et al., 2013). Kadangi nekilnojamojo turto rinkos yra neefektyvios, turto kaina tik atsitiktinai yra lygi turto vertei (Lusht, 1986). Kitaip tariant, nekilnojamojo turto vertės nepaaiškina teorinis efektyvumo modelis, pagal kurį visiems rinkos dalyviams yra prieinama tobula informacija. Neaiškią informacijos prigimtį nekilnojamojo turto rinkose patvirtina keturių didžiausių Amerikos bankų tyrimas paskutiniųjų šešių 2010 m. mėnesių laikotarpiu, kai tyrėjams nepavyko nustatyti, kam iš tiesų priklauso hipotekos (Zibel, Choi, 2010). Informacijos asimetrija atskiria turto plėtros subjektą ir pirkėją. Nepaisant to, informacijos asimetrija vis dar yra vienas iš esminių nekilnojamojo turto rinkos praktikos komponentų (Wyman, Worzala, 2010). Pristatant kompleksinės ekonomikos požiūrį (Wyman et al., 2011), siūloma pažvelgti į ekonomiką iš kitos perspektyvos: „ekonomika yra panaši į gyvą organizmą – kompleksinę sistemą, kurią charakterizuoja pastovūs pokyčiai, evoliucija ir nesubalansuotumas, besiskverbiantis iš apačios į viršų“ (Whitt, Schultze, 2009, p. 6–7). Remiantis kompleksinės ekonomikos požiūriu, dabartinė nekilnojamojo turto rinkos padėtis traktuojama kaip subjektų, tinklų (sistemų) ir evoliucijos tarpusavio sąveikos rezultatas (platesni minėtų sąvokų paaiškinimai pateikti 4 lentelėje).

4 lentelė

Pagrindinės kompleksinės ekonomikos sąvokos nekilnojamojo turto rinkos kontekste

Sąvoka	Apibūdinimas
Subjektas	Asmuo, verslo įmonė, institucija ar organizacija – bet koks subjektas, kuriam būdinga klysti ir remtis subjektyviu vertinimu (ne visada racionaliu), priima veikimo sąlygas ir bėgant laikui mokosi
Tinklas	Sistema ar šaka, kuri lemia sąveiką tarp subjektų ir bėgant laikui pasiduoda pokyčiams
Evoliucija	Diferenciacijos, atrankos ir plėtros procesas, kuris suteikia sistemai naujumo
Atsiradimas (dabartinė padėtis)	Nėra griežtos atskirties tarp mikro ir makro aplinkos veiksnių; makro veiksniai yra laikomi sąlygotais subjektų elgsenos ir sąveikos mikro lygmeniu

Šaltinis: pagal Wyman et al., 2011, p. 346.

Kaip matyti iš informacijos, pateiktos 4 lentelėje, sąvoka „subjektas“ šiuo atveju reiškia ne tik individualius asmenis su jiems būdingais elgsenos bruožais, bet ir finansų institucijas (pvz., komercinius bankus), kurių vykdoma politika gali lemti reikšmingus pokyčius nekilnojamojo turto rinkoje, kadangi šios institucijos teikia didžiąją dalį lėšų (pvz., hipotekas, komercines paskolas ir kt.) nekilnojamajam turtui įsigyti (Misati, Nyamongo, 2012; Rey, 2013; Rey, 2014). Veikdami per tarpusavyje susijusius tinklus, subjektai įsitraukia į „evoliucinius rinkos procesus, diferencijuodami, atsirinkdami ir plėsdami savo veiklos planus“ (Whitt, Schultze, 2009, p. 219), ir šis procesas

sąlygoja tam tikro ekonominio reiškimo atsiradimą. Kitaip tariant, sąveika tarp subjektų generuoja turto (savybių) formavimąsi, ir sistemos struktūrinės dalys tampa organizuotos mikro ir makro lygmenimis.

Remiantis mokslinės literatūros analizės rezultatais, galima teigti, kad nekilnojamojo turto rinkos subjektų elgseną daugiausia atspindi demografiniai veiksniai. Pasak Lim ir Lee (2013), gyventojų populiacijos struktūra gali sukelti tiek tiesioginius, tiek netiesioginius nekilnojamojo turto vertės pokyčius, kadangi nekilnojamojo turto paklausą sąlygoja pokyčiai namų ūkiuose (šeimos narių skaičius ir amžius, namų ūkio „galvos“ amžius ir išsilavinimas, namų ūkio struktūra ir pan.). Sharma ir Murphy (2015) pabrėžia migracijos lygio svarbą, kadangi migracijos lygis atspindi tam tikrus nekilnojamojo turto rinkos ciklus. Migracija šalies viduje turi teigiamos įtakos nekilnojamojo turto vertei, kadangi ji byloja apie didesnę darbo jėgos mobilumą, tuo tarpu emigracija iš šalies sumažina potencialių nekilnojamojo turto pirkėjų skaičių, o tai, savo ruožtu, mažina nekilnojamojo turto paklausą ir verčia jo kainas mažėti (Lin et al., 2014). Pavyzdžiui, Lietuvos gyventojų (ypač jaunimo) vykimasis gyventi iš mažesnių miestų ir rajonų į pagrindinius šalies didmiesčius – Vilnių, Kauną ir Klaipėdą (t. y. migracija šalies viduje) – sąlygoja aukštą nekilnojamojo turto kainų lygį minėtuose didmiesčiuose. Aukštas emigracijos iš Lietuvos lygis sumažina potencialių nekilnojamojo turto pirkėjų skaičių šalyje, kadangi emigravę šalies piliečiai sukuria nekilnojamojo turto (įsigijimo ar nuomos) užsienio šalyse paklausą.

Ilguoju laikotarpiu panašius rezultatus sąlygoja mažėjantis gimstamumo lygis (Kagochi, Mace, 2009; Kuzmicka, 2011; Rahadi et al., 2015). Mažėjantis santuokų skaičius taip pat turi įtakos nekilnojamojo turto paklausos mažėjimui, kadangi mažiau porų ieško būsto, kuriame galėtų įsikurti (Lin et al., 2014). Kaip pastebi Bokpin (2010), instituciniai lėšų teikėjai (t. y. bankai) labai skiriasi nuo kitų rinkos dalyvių, kadangi jie veikia prižiūrimi centrinių bankų – institucijų, turinčių daug didesnę finansinę svorį bei faktiškai neribotus išteklius, tad galinčių smarkiai pakeisti kitų subjektų elgseną turto rinkose. Centrinė bankų galia pasitelkti monetarinės politikos priemones (pvz., fiksuoti palūkanų normas, reguliuoti bankų rezervų normas, vykdyti operacijas tvariame rinkose ir kt.) turi reikšmingos įtakos tam, ar bankinės lėšos yra pasiekiamos potencialiems nekilnojamojo turto pirkėjams (tiek fiziniams, tiek juridiniams asmenims). Vadinasi, finansų institucijų, kaip nekilnojamojo turto rinkos subjektų, įtaką galima vertinti atsižvelgiant į tokius indikatorius, kaip palūkanų normos bei paskolų, išduotų nekilnojamajam turtui įsigyti, apimtys. Palūkanų normų svarbą, vertinant nekilnojamojo turto kainas, patvirtino ir McCord et al. (2011), Pomogajko, Voigtlander (2012), Lin et al. (2014), Ciarlone (2015) ir daugelio kitų autorių tyrimai. Pasak McCord et al. (2011), augančios palūkanų normos veikia nekilnojamojo turto kainas nustatant didesnius hipotekų kaštus, kurie atbaido potencialius pirkėjus nuo nekilnojamojo turto įsigijimo

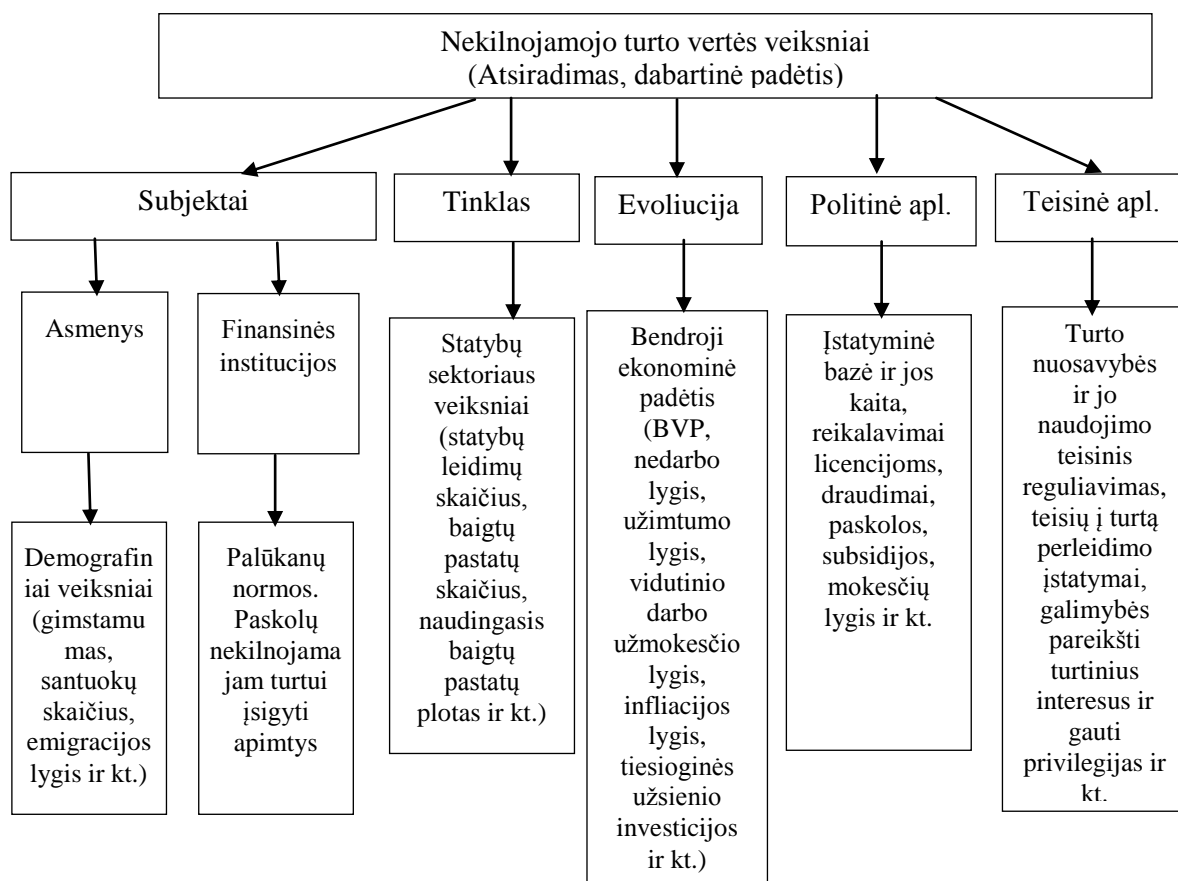
asmeninio naudojimo ar komerciniais tikslais. Tai, savo ruožtu, mažina nekilnojamojo turto rinkos likvidumą bei ilgina turto pardavimo laiką. Galutinis rezultatas – didėjančios palūkanų normos sąlygoja nekilnojamojo turto kainų mažėjimą, ir atvirkščiai (Ciarlone, 2015). Didėjančios paskolų, išduotų nekilnojamojamam turtui įsigyti, apimtys reiškia tai, jog bankai bei hipotekų brokeriai taiko švelnesnes sąlygas paskolomis pagrįstam finansavimui, tad paskolos tampa pasiekiamos vis didesniam skaičiui potencialių skolininkų. Dėl šios priežasties nekilnojamojo turto paklausa didėja, auga nekilnojamojo turto pirkimo–pardavimų sandorių skaičius, o tai didina nekilnojamojo turto kainas, ir atvirkščiai (McCord et al., 2011; Pomogajko, Voigtlander, 2012; Ciarlone, 2015).

Analizuojant žemės paklausos ir kainų pokyčius nekilnojamojo turto rinkose, tikslinga atsižvelgti į statybų sektoriaus veiksnius, kadangi žemė yra dažnai įsigyjama kaip statybų projekto pagrindas. Pasak Kahkonen (2015, p. 130), „statybų sektorius yra labai heterogeniška vietinių poreikių, amatų, paslaugų, produktų ir profesionalių paslaugų teikėjų veiklos kombinacija. Kiekvienas paslaugos ar produkto tiekėjas gali būti laikomas atskira verslo linija statybų sektoriaus viduje dėl savo veiklos specifinių bruožų, kultūros ir sąlygų“. Kaip pabrėžia Sorri et al. (2013), net konstruojant standartinį gyvenamąjį pastatą, dažnai susiduriama su situacija, kai vykdam projektą dalyvauja ne viena, o kelios kompanijos-partnerės. Vadinasi, statybų sektorius gali būti laikomas tinklu, kuris sujungia įvairius tiekėjus, pirkėjus ir kitas suinteresuotas šalis skirtinguose gamybos proceso etapuose. Prielaidą, kad nekilnojamojo turto paklausą tiesiogiai ar netiesiogiai sąlygoja statybų sektoriaus veiksniai, savo tyrimais patvirtino Rymarzak ir Sieminska (2012), Stibbe ir Voigtlander (2014), Kahkonen (2015) ir daugelis kitų autorių. Simanavičienė et al. (2012) nustatė, kad didėjantis baigtų gyvenamųjų namų skaičius didina nekilnojamojo turto pasiūlą rinkoje bei mažina nekilnojamojo turto kainas. Pasak Ling et al. (2015), baigtų gyvenamųjų ir komercinių pastatų statistinis skaičius bei naudingasis šių pastatų plotas gali suteikti vertingos informacijos apie galimas ateities pasiūlos tendencijas nekilnojamojo turto rinkoje.

Galiausiai evoliucijos kintamąjį kompleksinės ekonomikos požiūrio išraiškoje atspindi bendroji ekonominė situacija šalyje, t. y. bendrųjų ekonominių indikatorių įvairovė. Ryšių tarp bendrosios ekonomikos ir nekilnojamojo turto vertės egzistavimą patvirtino Hui ir Zheng (2012), Landers (2012), Manganelli (2014), Hui et al. (2014) ir daugelis kitų autorių. Manoma, kad tokie ekonominiai veiksniai, kaip BVP ir tiesioginės užsienio investicijos, turi įtakos ekonominiam šalies vystymuisi (Hott, Monnin, 2008; Post, Berkhout, 2014; Manganelli, 2014 ir kt.), kuris, savo ruožtu, skatina visuminę paklausą ir didina kainas. Aukštesnis užimtumo lygis sąlygoja šalies gyventojų pajamų augimą. Disponuodami didesnėmis pajamomis, gyventojai yra labiau linkę įsigyti nekilnojamojo turto ar imti paskolų šiam turtui įsigyti (Manganelli, 2014). Panašų poveikį turi ir didėjantis vidutinis darbo užmokestis, tuo tarpu didėjantis nedarbo lygis bei mažėjantis vidutinis

darbo užmokestis generuoja priešingus rezultatus (Ciarlone, 2015). Infliacija sąlygoja pinigų vertės mažėjimą, todėl dėl infliacijos įtakos pinigų taupymas tampa netikslingas (Oktay et al., 2014). Gyventojai tampa labiau linkę daugiau išleisti, o tokia elgsena sąlygoja bendrojo kainų lygio, įskaitant ir nekilnojamojo turto kainas, didėjimą, ir atvirkščiai (Goddard, Marcum, 2012; Oktay et al., 2014).

Apibendrinant kompleksinės ekonomikos prielaidas bei susiejant jas su kompleksinės ekonomikos sistemos struktūrinius komponentus atspindinčiais ekonominiais-finansiniais rodikliais, nustatyta, kad pagrindiniai nekilnojamojo turto vertę lemiantys veiksniai kompleksinės ekonomikos požiūriu yra asmenys, finansinės institucijos, statybų sektoriaus veiksniai bei bendroji ekonominė padėtis šalyje. Šiuos veiksnius galima papildyti kitų autorių akcentuojamais politinės ir teisinės aplinkos veiksniais (Chinloy, 1998; Galinienės, 2004; Simanavičienės et al., 2012; Grabowski, Mathiassen, 2013 ir kt.), kadangi pastarieji taip pat turi įtakos investuotojų sprendimui įsigyti nekilnojamąjį turtą ir nekilnojamojo turto kainai (žr. 7 pav.).



7 pav. Nekilnojamojo turto vertės veiksniai kompleksinės ekonomikos požiūriu

Šaltinis: sudaryta autorės.

Kaip matyti iš 7 pav., individualių subjektų struktūrinį komponentą kompleksinės ekonomikos sistemoje atspindi demografiniai rodikliai (gimstamumo lygis, santuokų skaičius, emigracijos lygis ir kt.), institucinių subjektų elementą atspindi finansinių institucijų rodikliai, tokie kaip palūkanų normos bei paskolų, išduotų nekilnojamajam turtui įsigyti, apimtys, tinklo elementą atspindi statybos sektoriaus veiksniai (išduotų statybos leidimų skaičius, baigtų pastatų skaičius, naudingasis baigtų pastatų plotas ir kt.), o evoliucijos elementą – bendrieji ekonominiai rodikliai (BVP, nedarbo ir užimtumo lygis, vidutinio darbo užmokesčio lygis, infliacijos lygis, tiesioginių užsienio investicijų apimtis ir kt.). Politiniams veiksniams priskirtini tokie veiksniai, kaip šalies įstatyminė bazė ir jos kaita, įvairūs reikalavimai licencijoms (pvz., vykdyti statybos darbus, tiesti komunikacijas žemės plote ir pan.), įvairūs draudimai, vyriausybės paskolos, lengvatiniai kreditai, užsakymai, statybą reglamentuojantys dokumentai, mokesčių ir palūkanų lygis. Teisinėje aplinkoje įtakos nekilnojamojo turto vertei gali turėti šio turto nuosavybės ir naudojimo teisinis reguliavimas, galimybės perleisti teises į turtą, pareikšti turtinius interesus turto atžvilgiu ar gauti privilegijas šio turto atžvilgiu. Bendroji minėtų veiksnių įtaka vertinama kaip įtaka nekilnojamojo turto vertei, atitinkančiai atsiradimo (arba dabartinės padėties) elementą kompleksinės ekonomikos sistemoje.

Lietuvoje taikoma (įteisinta) nekilnojamojo turto vertinimo metodika ir tvarka (patvirtinta 2012 m. balandžio 27 d. Lietuvos Respublikos (LR) finansų ministro įsakymu Nr. 1K-159 „Dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo“). Vertinimas gali būti atliekamas dėl šių tikslų: finansinių ataskaitų sudarymo, apmokestinimo, draudimo, nuostolių nustatymo, įkeitimo, nuosavybės teisės perleidimo ir kitais tikslais. Vertinimas pradedamas gavus vertinimo užsakovo prašymą nustatyti turto vertę ir vertinimo įmonei arba nepriklausomam vertintojui ir užsakovui sudarius rašytinę vertinimo sutartį, prie kurios šalių susitarimu gali būti pridedama techninė užduotis, atitinkanti LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme nustatytus reikalavimus.

Vertintojas, vertindamas turtą arba verslą, atsižvelgia į vertinimo sritį, tikslą ir surenka duomenis apie:

- vertinamo turto arba verslo buvimo vietos ekonominius, socialinius rodiklius;
- vertinamo turto arba verslo rinkos konjunktūrą ir finansavimo sąlygas;
- vertinamo turto arba verslo teisinį režimą (nuosavybės teisė, kitos daiktinės teisės, juridiniai faktai, specialios naudojimo sąlygos ir kt.);
- turto arba verslo plėtros galimybes ir (arba) alternatyvų panaudojimą.

Įstatyme yra nurodyti galimi turto vertinimo metodai: *lyginamasis metodas*; *išlaidų (kaštų) metodas*; *pajamų metodas* ir šių metodų kombinacijos.

Lyginamojo metodo esmė yra vertinamo turto palyginimas su analogišku arba panašiu turtu, kurių sandorių kainos yra žinomos turto vertintojui. Išlaidų (kaštų) metodas remiasi prielaida, kad

kaina, kurią pirkejas rinkoje mokėtų už vertinamą turta, jeigu tam poveikio neturėtų tokie veiksniai kaip laikas, rizika ar kiti, būtų ne didesnė nei analogiško turto įsigijimo, pagaminimo, atkūrimo, atgaminimo, atstatymo (įrengimo) kaina. Pajamų metodas pasireiškia grynujų būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimais į turto vertę.

Atsižvelgdami į tarptautinės prekybos plėtros, ekonominės sanglaudos bei finansų rinkų tarpusavio priklausomybę, autoriai Tiwari ir White (2014) siūlo nepamiršti ir tokių trijų nekilnojamojo turto vertės veiksnių, kaip *ekonominė globalizacija*, *tvarumas* ir *inovatyvumas*, ypač traktuojant nekilnojamąjį turta kaip investiciją. Minėti veiksniai bus aptariami plačiau.

Ekonominė globalizacija. Palyginus pasaulio ekonomiką XX ir XXI a., galima pastebėti, kad XX a. pasaulio ekonomika rėmėsi trimis pagrindiniais poliais: JAV, Europa ir Japonija, tuo tarpu XXI a. pasaulio ekonomiką galima laikyti daugiapoline. Nuo pat 2008–2009 m. pasaulio finansų krizės augančios ekonomikos šalių grupė smarkiai padidėjo, ir dėl šios priežasties pasaulinės ekonomikos augimas tapo labiau paskirstytas, kadangi nebeliko atskirų dominuojančių šalių. Augančios ekonomikos šalys tapo galinga tarptautinės gamybos, prekybos ir finansų jėga (Pasaulio Bankas, 2011): pavyzdžiui, palyginus 1995-ųjų ir 2010-ųjų statistinius duomenis, nustatyta, kad augančios ir besivystančios ekonomikos šalių procentinė dalis tarptautinės prekybos srityje išaugo nuo 26 iki 42 proc., ir, kaip teigia Tiwari ir White (2014), pagrindinė šių pokyčių priežastis yra ne išaugusios prekybos apimtys tarp išsivysčiusių ir besivystančių šalių, bet išaugusios prekybos apimtys tarp besivystančių šalių (Pasaulio Bankas, 2011). Panašias tendencijas galima pastebėti ir tiesioginių užsienio investicijų srityje: maždaug trečdalis visų pasaulio tiesioginių užsienio investicijų į besivystančios ekonomikos šalis atkeliauja iš kitų besivystančių šalių (Pasaulio Bankas, 2011). Remiantis Tiwari ir White (2014) tyrimo duomenimis, augančios ir besivystančios ekonomikos šalys turi sukaupusios apie tris ketvirtąsias visų oficialių pasaulio užsienio valiutos rezervų. Taigi, bendrosios pasaulio ekonomikos tendencijos rodo, kad rizika investuoti į augančios ir besivystančios ekonomikos šalis sumažėjo. Kadangi investuotojų ir daugianacionalinių kompanijų priklausomybė nuo augančios ir besivystančios ekonomikos šalių nuolat didėja, didėja ir tarptautinė nekilnojamojo turto paklausa šiose šalyse.

Per pastaruosius kelis dešimtmečius nemaža dalis pasaulio ekonomikos augimo buvo sąlygota tokių augančios ekonomikos šalių, kaip Brazilija, Kinija, Indija, Indonezija, Korėjos Respublika ir Rusijos Federacija, tad didžiausi pokyčiai ir yra pastebimi šių šalių ekonomikose, įmonių sektoriuose bei finansų sistemose. Vienas tokių pokyčių yra minėtų šalių inovatyvumo bei inovacinio pajėgumo augimas. Kinija ir Indija intensyviai investuoja į tyrimų ir plėtros sritį. Kaip technologinės pažangos pavyzdžius galima paminėti kompanijos „Microsoft“ Kinijoje sukurtą

tyrimų infrastruktūrą, mikroautomobilio „Nano“ sukūrimą Indijoje bei įvairius aeronautikos pasiekimus Rusijoje (Pasaulio Bankas, 2011).

Kita augančios ir besivystančios ekonomikos šalių pokyčių kryptis – tai ekonomikos pertvarkymas, mažinant priklausomybę nuo išorinių šaltinių ir pereinant prie vidaus paklausos didinimo. Remiantis Pasaulio Banko (2011) duomenimis, vidaus paklausa sparčiai didėja Rytų Azijoje ir Rytų Europoje, kur pastebimas ir tarptautinės prekybos srautų (tiek importo, tiek eksporto) intensyvėjimas. Augant besivystančių šalių procentinei daliai tarptautinės prekybos srautuose, tampa racionalu manyti, jog nekilnojamojo turto paklausa šiose šalyse taip pat augs. Ši tendencija jau tampa pastebima tarptautinių finansų srityje: pavyzdžiui, 2010-aisiais besivystančios ekonomikos šalims priklausė tris kartus daugiau tarptautinių rezervų, palyginti su išsivysčiusiomis šalimis; iš visų tarptautinių susijungusių įmonių ir perpirktų įmonių maždaug trečdalį sudarė įmonės, įsikūrusios besivystančios ekonomikos šalyse. Pastarieji komerciniai interesai skatina finansų globalizaciją, ir tai iliustruoja tarptautinių kapitalo rinkų statistika, rodanti, kad vis didesnis skaičius įmonių besivystančiose šalyse mažiausiai vieną kartą per 2 metus įsigyja tarptautinio turto.

Vaidindamos vis svarbesnį vaidmenį tarptautiniame versle, besivystančių šalių verslo įmonės konkuruoja su išsivysčiusių šalių įmonėmis dėl išteklių, technologijų ir rinkų. Besivystančių šalių verslo įmonės turi privalumų prieš išsivysčiusių šalių verslo įmones, veikdamos kitų besivystančių šalių rinkose, kadangi ten verslo sąlygos yra panašios, kaip ir jų šalies viduje.

Minėtų pasaulio ekonomikos pokyčių reikšmė yra ta, kad komercinė veikla yra vis dažniau organizuojama komercijai atvirų miestų tinkle, ir taip formuojami keliai į augančios ir besivystančios ekonomikos šalis (ULI, 2011). Komercijai atvirų miestų sąrašas vis didėja: be tradicinių Londono, Niujorko ir Tokijo, jis jau apima ir Paryžių, Honkongą, Vašingtoną, Seulą, Singapūrą, Los Andželą ir Šanchajų, kurie kartu su trimis tradiciniais komercijai atvirais miestais vis dažniau tampa investicijų į nekilnojamąjį turtą srautų paskirties vieta. Pagrindinių tarptautinių oro ir jūrų uostų infrastruktūra leidžia organizuoti įvairaus pobūdžio komercinę veiklą taip, kad galima perkelti paslaugų ir gamybos veiklas ten, kur yra pigi darbo jėga.

Tvarumas. Nors vis dar trūksta pastovių ir lengvai palyginamų tvarumo standartų, tiek verslo įmonės, tiek miestai, tiek šalių vyriausybės savo veikloje diegia efektyvaus energijos naudojimo, vandens taupymo, mažesnio kiekio anglies dioksido emisijų į atmosferą ir panašias strategijas. Kai kurių šalių vyriausybės net priėmė įstatymus dėl pastatų tvarumo reikalavimų (angl. *sustainability of buildings*). Pavyzdžiui, penkiuose JAV miestuose ir dviejose valstijose įdiegtos energijos sunaudojimo matavimo ir viešo šių duomenų skelbimo priemonės, kurios padeda nekilnojamojo turto nuomininkams ir investuotojams į nekilnojamąjį turtą priimti didesniu informacijos kiekiu pagrįstus su nekilnojamuoju turtu susijusius sprendimus (JLL, 2012). Europoje

reikalaujama, kad statant, parduodant ar nuomojant pastatus, pastatams būtų išduoti energijos sunaudojimo sertifikatai (angl. *energy performance certificates*). Šie sertifikatai suteikia informacijos apie tipinius pastatui reikalingos energijos kiekius ir kaštus (pastato energinis efektyvumas vertinamas nuo A (efektyviausias) iki G (mažiausiai efektyvus)). Juose taip pat pateikiamos rekomendacijos, kaip sumažinti sunaudojamos energijos kiekį ir sutaupyti pinigų. Tokie energijos sunaudojimo sertifikatai išduodami 10 m. (Didžiosios Britanijos Vyriausybės interneto tinklalapio informacija, 2017). Panašios priemonės taikomos ir Australijoje (JLL, 2012). Laikydami socialinės atsakomybės principų bei norėdami padidinti pastatų vertę, socialiai atsakingos verslo įmonės, gyventojai ir gyventojų bendrijos vis dažniau savo iniciatyva imasi priemonių savo valdomų pastatų energijos efektyvumui matuoti bei duomenims skelbti. Analizuojant investicijas į žemę, aktualūs ekologinio žemės, vandens telkinių, miškų eksploatavimo reikalavimai, apribojimai požeminių gamtinių išteklių naudojimui, reikalavimai požeminių gamtinių išteklių apsaugai ir pan.

Inovatyvumas. Autoriai Tiwari ir White (2014) išskiria tokius du svarbiausius inovatyvumo rezultatus:

1. Inovacijos keičia būdą, kuriuo vietos vartotojai reikalauja tam tikrų paslaugų, būdą, kaip prekės ir paslaugos yra tiekiamos, bei būdą, kaip yra valdoma verslo veikla. Šie pokyčiai yra daugiausia sąlygoti technologinės pažangos, kai vartotojams yra pasiekiami dideli informacijos kiekiai, ir informacija yra pasiekama realiu laiku kompiuteriais ar išmaniaisiais telefonais (ULI, 2011).

2. Inovacijos keičia ankstesnę pasaulinės ekonomikos tvarką, o anksčiau dominavusios didžiosios pažengusios šalys palaipsniui užleidžia savo pozicijas besivystančios ekonomikos šalims.

Siekdami geriau suprasti, kokią įtaką inovacijos turi ekonomikos augimui, apžvelkime atradimus, paminėtus mokslinėje literatūroje. Pasak Blakemore ir Herrendorf (2009), skirtingų šalių ekonomikos yra priklausomos vienos nuo kitų. Prieš augimo pradžią šalių ekonomikos dažniausiai yra uždaros, o pagrindinis žmonių gyvenimo šaltinis išlieka žemės ūkio veikla. Ankstyvojoje ir augimo stadijose darbo jėga palaipsniui pradeda tekėti iš žemės ūkio sektoriaus į pramonės ir paslaugų teikimo sektorius. Vėliau intensyviai plečiasi paslaugų teikimo sektorius, tad darbo jėga nuteka iš žemės ūkio ir pramonės sektorių į paslaugų teikimo sektorių. Šalių ekonomikai augant, besivystančios šalys įsigyja vis daugiau modernaus kapitalo iš išsivysčiusių šalių bei adaptuoja pažangias gamybos technologijas (Blakemore, Herrendorf, 2009). Šioje vystymosi stadijoje besivystančios šalys tampa santykinai konkurencingos, palyginus su pirmaujančios ekonomikos šalimis. Šios stadijos pabaigoje inovacijos jau tampa svarbios išsivysčiusių šalių ekonomikos augimui, kadangi buvusios besivystančios šalys ir jose sukurta pažangi pramonė sudaro rimtą

konkurenciją pasaulinėse rinkose ne tik dėl naudojamų modernių gamybos metodų ir technologijų, bet ir dėl vis dar pigios darbo jėgos.

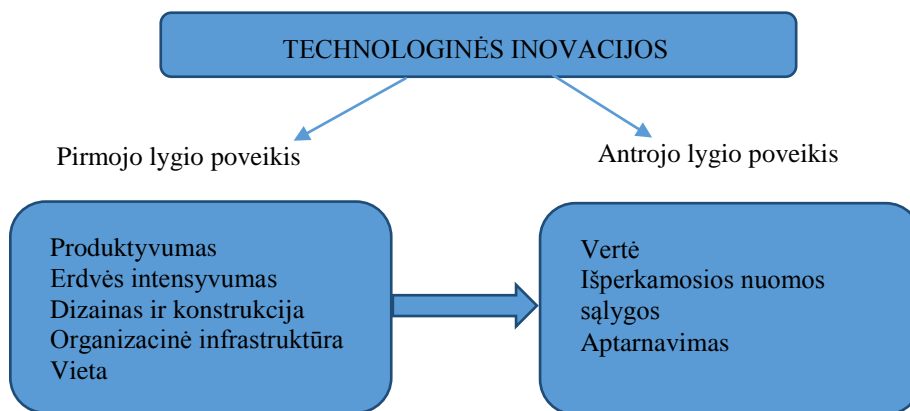
Inovacijų kūrimas ir diegimas paaiškino gana didelę pasaulinės ekonomikos pažangos dalį XX a. (pvz., nuolat kurdama, diegdama ir parduodama inovacijas, Japonija išlaikė vienos iš pasaulyje labiausiai išsivysčiusių šalių pozicijas nuo pat 1950-ųjų). Tačiau XX a. tampa svarbu suprasti skirtumą tarp šių dviejų inovacijos sampratų: technologinės inovacijos ir verslo inovacijos. Remiantis Alen (2000), technologinės inovacijos yra technologiniai pokyčiai individualiajame ir socialiniame kontekste, t. y. priemonės ir metodai, leidžiantys pasiekti technologinės pažangos, tuo tarpu verslo inovacija yra interpretuojama kaip geresnis veiklos vykdymo būdas, funkcinų produktų, paslaugų teikimo, vartotojų aptarnavimo, verslo sistemų patobulinimas, verslo integracijos padidėjimas (Windahl, 2015).

Antrojoje XXI a. pirmojo dešimtmečio pusėje būtent besivystančios ekonomikos šalys tapo pagrindiniu verslo inovacijų židiniu: šiose šalyse buvo perkuriamos gamybos ir paskirstymo sistemos, eksperimentuojama su visiškai naujais verslo modeliais. Taigi, šalys, kurios anksčiau buvo siejamos tik su pigia darbo jėga, tapo inovacijų lyderėmis. Vietinės šių šalių įmonės nori skverbtis į pasaulines rinkas dėl vadinamųjų „traukos“ ir „stūmimo“ veiksnių. Vienu pagrindinių „traukos“ veiksnių laikoma ambicija atsidurti pasaulinėje arenoje, tuo tarpu vienu pagrindinių „stūmimo“ veiksnių išlieka anksčiau buvusių mažai išsivysčiusių šalių, tokių kaip Vietnamas ar Kambodža, spartus progresas, kuris verčia neatsilikti, jeigu turima ambicijų išlikti pasaulinėse rinkose. Laikantis prielaidos, kad didelė gyventojų dalis besivystančios ekonomikos šalyse gyvena vadinamuosiuose 2 ar 3 pakopos miestuose, tiek išsivysčiusios, tiek besivystančios ekonomikos šalys performuoja savo verslo modelius ir nukreipia juos iš gamybos į paskirstymo sistemas (Tiwari, White, 2014).

Pasaulio didžiosios daugianacionalinės korporacijos koncentruoja savo išteklius ir plėtros veiklas besivystančiose šalyse („The Economist“, 2010). Pavyzdžiui, 98 iš sėkmingiausių pasaulio korporacijų, esančių „Fortune 500“ sąraše, turi sukūrusios tyrimų ir plėtros veiklos infrastruktūrą Kinijoje, o 63 – Indijoje („The Economist“, 2010). Kinijos ir Indijos ekonomikos taip pat ženkliai prisideda prie technologinių inovacijų augimo. Ši tendencija labai skiriasi nuo XX a. inovacijų tendencijų, kai technologinės inovacijos daugiausia būdavo kuriamos išsivysčiusiose šalyse, ir tik vėliau jas palaipsniui perimdavo besivystančios ekonomikos šalys. Panašios tendencijos pastebimos ir analizuojant pokyčius darbo rinkoje.

Technologinės inovacijos, ypač tos, kurios yra susijusios su informacinėmis ir komunikacinėmis technologijomis, palengvina verslo inovacijų kūrimą ir diegimą besivystančios ekonomikos šalyse. Informacinių technologijų plėtra taip pat keičia logistikos operacijų ir atsargų

valdymo principus. Poreikis laikyti dideles atsargas gerokai sumažėjo, kadangi komunikacija tiekimo grandine vyksta gerokai greičiau. Technologinių inovacijų įtaka nekilnojamojo turto rinkoms pavaizduota 8 pav.



8 pav. Technologinių inovacijų įtaka nekilnojamojo turto rinkoms

Šaltinis: sudaryta autorės pagal Tiwari ir White, 2014, p. 117.

Kaip matyti iš 8 pav., technologinės inovacijos turi įtakos nekilnojamojo turto rinkoms dviem lygiais: pirmajame lygyje jos sąlygoja nekilnojamajam turtui tokius reikalavimus, kaip produktyvumas (pvz., jeigu nekilnojamasis turtas reikalingas verslui, jį turi būti galima produktyviai išnaudoti), erdvės intensyvumas (t. y. kiekvienas erdvės ploto vienetas turi būti išnaudojamas optimaliai, perteklinės neišnaudojamos erdvės nėra pageidaujamos), dizainas ir konstrukcija (pvz., biuras gali būti naudojamas įmonės prekės ženklo identifikacijai (vadinamasis „pasakojantis biuras“), naujoviški darbo metodai pagal darbuotojų rotacijos sistemą (vadinamasis „mazginis biuras“), socialinės sąveikos skatinimas (vadinamasis „kaimyniškas biuras“) ar kaip geografiškai išsibarsčiusių patalpų ir erdvių seka, kurią dažnai renkasi telekomunikacijų, draudimo bendrovės, kelionių agentūros ir pan., kurios, be savo pagrindinių būstinių, turi įsteigusios daugybę klientų aptarnavimo taškų, išsidėsčiusių didžiuosiuose prekybos ir laisvalaikio centruose, skirtinguose miesto mikrorajonuose (vadinamasis „klajokliškas biuras“) (Tiwari, White, 2014)), organizacinė infrastruktūra (patalpų išdėstymas ir komunikacijos patalpų viduje bei šalia jų) ir vieta (pvz., remiantis ULI (2011) ataskaitos informacija, technologinės inovacijos vis dažniau sąlygoja tai, kad gamybos įmonių sandėliai vis dažniau statomi nebe šalia gamybos vietų, bet šalia paskirstymo vietų). Analizuojant antrojo lygio technologinių inovacijų poveikį nekilnojamojo turto rinkoms, pažymėtina tai, kad technologinės inovacijos labiausiai keičia nekilnojamojo turto vertę, išperkamosios nuomos/nuomos sutarčių struktūrą ir aptarnavimo sąlygas. Pavyzdžiui, dėl

technologinių inovacijų suteikiamų galimybių atlikti daug funkcijų nuotoliniu būdu mažėja komercinės paskirties patalpų paklausa, tad šių patalpų kaina mažėja. Tradicinėse nuomos sutartyse informacinės-komunikacinės technologijos paprastai būdavo įtraukiamos kaip paslaugų, kurias nuomininkams įsipareigoja teikti patalpų savininkai, dalis. Anksčiau nuomininkai nenorėdavo mokėti priedų už tokio tipo paslaugas, tačiau dabar tai jau tapo norma. Pastatai, priklausantys priežiūros tinklams, yra didesnės vertės nei kiti pastatai. Technologinė pažanga taip pat pakeitė nekilnojamojo turto paslaugų teikimo būdą. Šie pokyčiai daugiausia įvyko dėl internetinių paslaugų teikimo sistemų populiarėjimo, jungtinio paslaugų teikimo (t. y. tam tikrų paslaugų paketų siūlymo) bei trumpesnių nuomos terminų (Dixon, Thompson, 2005).

Bendrųjų makroekonominių (ypač ekonominių veiksnių), objekto ir objekto aplinkos veiksnių įtaka nekilnojamojo turto vertei yra neabejotina, tuo tarpu politinių, kultūrinių, technologinių bei investuotojo elgsenos veiksnių svarba patvirtinama toli gražu ne visais moksliniais tyrimais, tad jų įtakos nekilnojamojo turto vertei laipsnis laikomas labai mažu.

Siekiant priimti efektyvius sprendimus, investuojant į nekilnojamąjį turtą, reikalinga atkreipti dėmesį į du esminius aspektus:

- *ateities rizikos pokyčius, nulemtus netikrumo ir ekonomikos cikliškumo;*
- *nekilnojamojo turto vertę veikiančius veiksnius.*

Žinios apie ekonomikos cikliškumą galėtų padėti numatyti rinkoje besiformuojančius „burbulus“ ir išvengti neracionalių sprendimų priėmimo. Augant ekonomikai, kai ekonomika yra pagyvėjimo fazėje, pradedama vykdyti daugiau verslo ir investicinių projektų, kurių plėtrai yra reikalingas išorinis kreditavimas, suaktyvėja ir kreditų rinkų veikla. Kita vertus, nekilnojamojo turto pasiūla nespėja taip greitai prisitaikyti prie augančios paklausos (auga užimtumas, darbo užmokesčio lygis, plečiasi verslas ir kt.), todėl nekilnojamojo turto pardavimo ir nuomos kainos pradeda kilti. Išaugusios nekilnojamojo turto kainos mažina investicijų į kitas investavimo formas (akcijos, obligacijos) pelningumą ir skatina statybos sektoriaus suaktyvėjimą. Viso to rezultatas – auganti nekilnojamojo turto paklausa išaugina kreditų poreikį, o tai vėliau skatina didinti palūkanų normas. Didėjanti nekilnojamojo turto sektoriaus pasiūla ir kylančios jo kainos sąlygoja ekonomikos sulėtėjimą. Žinoma, prie kylančių nekilnojamojo turto kainų prisideda ir informacijos asimetrija bei netikrumo rizika, nulemta psichologinių veiksnių įtakos. Nekilnojamojo turto rinkoje „burbulų“ formavimasis signalizuoja, jog greitai metu ekonomika pradės lėtėti ir galiausiai atsidurs nuosmukio fazėje.

Nekilnojamojo turto vertę lemiančių veiksnių identifikavimas leidžia prognozuoti pokyčius nekilnojamojo turto rinkoje. Bendriausia prasme nekilnojamojo turto vertės veiksniai gali būti skirstomi į tiesioginius ir netiesioginius, bendruosius ir mikroaplinkos veiksnius. Tiesioginiai

ekonominiai veiksniai, priklausantys bendrajai veiksnių grupei, turi didžiausią poveikį nekilnojamojo turto kainoms, nes būtent jie parodo ekonomikos ciklo fazę ir bendrosios ekonomikos sąlygas. Netiesioginiams veiksniams priskirtinos likusios bendrųjų veiksnių grupės (instituciniai, demografiniai, kultūriniai, politiniai, technologiniai ir kt.) turi įtakos nekilnojamojo turto kainų lygiui, tačiau šių veiksnių grupių įtaka žymiai mažesnė. Kone svarbiausiais veiksniais laikyti mikroaplinkos veiksniai, iš esmės nulemiantys investuotojų sprendimus, tai – nekilnojamojo turto būklė, vieta, statybos metai, kokybė, objekto išlaikymo išlaidos, regioninio išsivystymo lygis. Analizuojant nekilnojamojo turto kainų lygio raidą, fiksuotinas ir inovacijų, globalizacijos ir technologijų proveržio poveikis šio tipo turto rinkai. XXI a. tapo patrauklu investuoti į nekilnojamąjį turtą užsienio rinkose, dėl aplinkos užterštumo pasikeitė šios rinkos vystytojų požiūris į aplinkosaugą bei atsirado inovatyvių technologijų sprendimų, leidžiančių nekilnojamojo turto rinkai prisiderinti prie besikeičiančių verslo ir kasdieninio gyvenimo poreikių.

Nekilnojamojo turto kainos daugiausia priklauso nuo finansavimo mechanizmų prieinamumo, egzistuojančių finansavimo formų, todėl toliau monografijoje apžvelgiamas nekilnojamojo turto finansavimas naujosios ekonomikos laikotarpiu.

3. INVESTICIJOS Į NEKILNOJAMOJO TURTO FINANSAVIMĄ NAUJOSIOS EKONOMIKOS LAIKOTARPIU PASAULYJE IR LIETUVOJE

Naujoji ekonomika – tai inovatyvi ekonomika, atsiradusi kaip globalizacijos pasekmė, grindžiama naujausių žinių ir informacijos kaupimu bei naudojimu, šiuolaikinių technologijų kūrimu, sklaida ir įvedimu į sparčiai besivystančią gamybą, esant žemai infliacijai, aukštam užimtumui ir aplinkos apsaugai (Бондарь, 2013). Naujosios ekonomikos terminas yra vartojamas pereinant nuo gamybos ekonomikos prie paslaugų ekonomikos. Tai naujų reiškinių, procesų ekonominė, finansinė ir kultūrinė priklausomybė, pagrįsta naujomis technologijomis. Ši koncepcija dažniausiai taikoma tuose pramonės sektoriuose, kuriuose žmonės vis labiau ir labiau yra priklausomi nuo kompiuterių, telekomunikacijų ir interneto gaminant, parduodant ir paskirstant prekes bei paslaugas.

Nekilnojamojo turto plėtros finansavimo mechanizmai pataruoju metu įgyja tarptautinės reikšmės ir gali būti inovatyvūs tiek pasauliniame, tiek regioniniame kontekste, pvz., Europos Sąjungos (ES) regione (Sandor et al., 2009). Pasaulio Banko grupės ataskaitoje apie ilgalaikį finansavimą (2015) nekilnojamojo turto plėtrai skirti modernūs finansai apibūdinami kaip netradicinių finansavimo formų naudojimas nekilnojamojo turto projektuose. Hassler (2011)

apibūdina naujoviškas nekilnojamojo turto finansavimo formas kaip priemones, kuriomis teikiama finansinė parama, siekiant vieno ar kelių nekilnojamojo turto finansavimo politikos tikslų. Tai reiškia, kad įvairios finansavimo formos, tokios kaip paskolos, garantijos, turtas, kvaziturto investicijos ar kitos rizikos valdymo priemonės yra naudojamos, teikiant lėšas nekilnojamojo turto statyboms, pirkimui, vystymui, paskirties pakeitimui ir pan. Minėtos priemonės gali būti derinamos su valstybės subsidijomis ar dotacijomis, ir tai leidžia pasidalyti investavimo riziką su projekte dalyvaujančiomis finansų institucijomis ir/ar privataus sektoriaus subjektais. Viešojo ir privataus kapitalo suvienijimas ypač pasiteisina vykdant didelius infrastruktūros projektus (Spence et al., 2012).

Didelio masto nekilnojamojo turto projektai Europoje yra finansuojami, pasitelkiant naujoviškus finansavimo modelius. Todėl yra svarbu suprasti šių naujoviškų finansavimo mechanizmų ir priemonių pobūdį bei reikšmę nekilnojamojo turto plėtros projektuose. Šiame skyriuje aptarsime, kaip piniginių lėšos atiteka į nuosavybę, t. y. panagrinėsime, kaip veikia bankų ir rinkos pagrindu veikiančios finansų sistemos, apžvelgsime tradicinius nekilnojamojo turto privataus ir viešojo finansavimo mechanizmus bei išanalizuosime svarbiausius mechanizmus, kurie pasitelkiami moderniam nekilnojamojo turto plėtros finansavimui.

3.1. Bankų ir rinkos pagrindu veikiančios finansų sistemos

Turto finansavimo mechanizmai įvairiose šalyse priklauso nuo tos šalies institucinės aplinkos, kurioje veikia finansų sistema, bei nuo taikomo finansų sistemos reguliavimo. Autoriai Tiwari ir White (2014) išskiria šiuos du finansų sistemų tipus:

1. Bankinės finansų sistemos;
2. Rinkos finansų sistemos.

Skirtumai tarp šių dviejų tipų finansų sistemų atsiranda dėl to, kad kiekvienoje iš jų skirtingais būdais sukaupiamos namų ūkių, verslo įmonių ir šalių vyriausybių santaupos, kitaip pasirenkamos, atliekamos ir stebimos investicijos, kitaip valdoma rizika. Rinkos finansų sistemose pagrindinį vaidmenį vaidina pirminės vertybinių popierių rinkos. Tokiose sistemose bankai yra mažiau priklausomi nuo palūkanų už suteiktas paskolas ir uždirba didžiąją dalį savo pajamų, teikdami apmokestinamas paslaugas (mokesčių ir įmokų pervedimo paslaugas, indėlių saugojimo paslaugas, draudimo paslaugas, investavimo paslaugas ir kt.). Rinkos finansų sistemose egzistuoja didelė įvairovė nebankinių investavimo šaltinių, ir privataus bei valstybinio sektoriaus investicijos konkuruoja su bankinėmis investicijomis. Priešingai nei rinkos finansų sistemose, bankinėse finansų sistemose pagrindinį vaidmenį nukreipiant investuotojų santaupas į turtą vaidina būtent

bankai, kurie suteikia paskolas investicijoms, tad palūkanos, uždirbamos iš suteiktų paskolų, yra pagrindinis bankų pajamų šaltinis. Grynai bankinėse finansų sistemose bankai kaupia kapitalą, nustato, kurie projektai, jų manymu, bus sėkmingi ir pelningi, prižiūri ir kontroliuoja projekto vykdymą bei valdo riziką. Rinkos finansų sistemose rizikos valdymo, informacijos skleidimo, kontrolės bei kapitalo paskirstymo funkcijos yra paliekamos rinkos jėgoms. Jeigu rinka yra gerai išvystyta, bet kokia informacija greitai pasklinda tarp rinkos dalyvių, ir tai sumažina sandorių sudarymo kaštus. Tačiau kai kurie analitikai (Stiglitz, 1985; Hassler, 2011; Tiwari, White, 2014 ir kt.) laiko tai rinkos finansų sistemos trūkumu, kadangi individualių investuotojų paskatos ieškoti informacijos mažėja. Šiame kontekste rinkoje gali nebūti pakankamai motyvų atpažinti pažangias investavimo galimybes, didelės reikšmės įgyja procesų standartizavimas. Bankinėse finansų sistemose tokių problemų paprastai neiškyla, kadangi bankuose dirbantys profesionalai nuolat seka naujoves ir geba atpažinti perspektyvius projektus. Bankai palaiko ilgalaikius ryšius su savo klientais, tačiau didelė dalis informacijos šioje sistemoje yra privati, ir nemaža dalis investicijų yra atliekama pagal kliento užsakymą.

Bankinių finansų sistemos šalininkai taip pat įžvelgia tokį rinkos finansų sistemos trūkumą, kaip neefektyvus investavimo klimatas. Tai reiškia, kad likvidžios rinkos sukuria trumparegišką investavimo klimatą, kai investuotojai tiesiog atlieka investicijas, remdamiesi savo nuojauta ir patirtimi, tačiau turi mažai paskatų ir galimybių šias investicijas kontroliuoti (Bhide, 1993; Ibrahim et al., 2012; Fereidouni, Masron, 2013; Squires et al., 2016 ir kt.). Šiuo atveju investicijų kontrolė yra sunki, kadangi investuotojai turi prieigą tik prie tos informacijos, kuri yra viešai skelbiama, tačiau specifiniai duomenys apie investavimo objektą (pvz., nekilnojamojo turto projekto tiekėjus, tikrąją sandorių vertę ir kt.) jiems nėra pasiekiami. Tuo tarpu galingi bankai, palaikantys glaudžius ryšius su verslo įmonėmis, gali efektyviau kontroliuoti investicijas dėl galimybės gauti išsamios informacijos apie projektų vykdymą. Vis dėlto bankinės finansų sistemos oponentai teigia, jog yra didelė rizika, kad pastarasis bruožas gali slopinti inovacijas, kadangi galingi bankai gali proteguoti savo ilgalaikius klientus, remdami būtent jų projektus ir atmesdami naujų kandidatų projektus (Rajan, 1992; Ibrahim et al., 2012; Tiwari, White, 2014 ir kt.), ypač jeigu šalyje nėra numatytų griežtų įstatyminių apribojimų bankų veiklai (Wenger, Kaserer, 1998; Squires et al., 2016). Rinkos finansų sistemoje šį trūkumą pašalina pati rinka.

Levine (2001) ieško kompromiso tarp rinkos finansų sistemos ir bankinės finansų sistemos. Jis teigia, kad finansų sistemos struktūra, apimanti įvairaus tipo finansinius susitarimus, rinkas ir tarpininkus, amortizuoja rinkos netobulumus bei užtikrina turto finansavimo galimybes. Bet kurioje finansų sistemoje vertinamos potencialios investavimo galimybės, vykdoma kontrolė, valdoma rizika, stengiamasi didinti likvidumą ir palengvinti santaupų kaupimą. Finansai, pasak Levine

(2001), – tam tikras susitarimų rinkinys. Šiuos susitarimus apibrėžia juos sudarančių subjektų nustatytos teisės ir pareigos bei numatyti teisių ir pareigų užtikrinimo mechanizmai, kurie ir padaro susitarimus efektyvius. Vertinant iš šios perspektyvos, gerai funkcionuojanti šalies teisinė sistema palengvina tiek rinkos finansų sistemos, tiek bankinės finansų sistemos veiklą. Teisinė sistema nėra nesuderinama su rinkomis ar bankais, vaidinančiais pagrindinį vaidmenį vienoje ir kitoje finansų sistemoje. Priešingai, globalizacijos skatinamos finansinės inovacijos ir jų eksportas tik dar labiau sustiprina bendrą abiejų finansų sistemų egzistavimą. Tad teorinis dviejų tipų finansų sistemų išskyrimas dar nereiškia, kad tam tikroje šalyje gali veikti tik viena iš sistemų. Jos gali veikti kartu, tačiau viena sistema tiesiog bus dominuojanti ir turės didesnės įtakos finansinių mechanizmų vystymuisi nei kita sistema.

Kaip pastebi Squires et al. (2016), turto finansavimo mechanizmai bei investicijų į jį mechanizmai, lemia finansų rinkos efektyvumą. Pasak Tiwari ir White (2014), efektyvi finansų rinka yra tokia, kurioje turto kainos visada tiksliai atspindi viešai pasiekiamą informaciją. Ši hipotezė yra paremta trimis argumentais:

1. Laikomasi prielaidos, kad investuotojai yra racionalūs, todėl sugeba vertinti turtą racionaliai. Bet kokia naujai gauta informacija tuoj pat atsispindi turto rinkos kainoje.
2. Pripažįstama, kad kai kurie investuotojai nėra racionalūs, jų sandoriai yra atsitiktiniai, anuliuoja vienas kitą, todėl neturi įtakos turto rinkos kainoms.
3. Pripažįstama, kad tie investuotojai, kurie nėra racionalūs, elgiasi panašiai, ir jų įtaką turto rinkos kainoms eliminuoja arbitražas (remiantis „Verslo žinių“ ekonomikos terminų žodynu (2016), arbitražo esmė yra ta, kad susidarius dideliame kainų skirtume, turtas, kuris yra santykinai pigus vienoje rinkoje, pradamas pirkti intensyviau, siekiant parduoti jį kitose rinkose, kur jo vertė didesnė. Taip turto kainų skirtumai įvairiose rinkose išsilygina).

Remiantis anksčiau pateiktu efektyvių rinkų apibūdinimu, galima teigti, kad nuosavybės rinkos nėra efektyvios. Prekyba nekilnojamuoju turtu nėra dažna, ir tam tikras turtas yra parduodamas tik kelis kartus per visą savo gyvavimo ciklą. Be to, nekilnojamojo turto sandorių kaštai yra dideli, o ir pats sandorio atlikimas užima daug laiko. Informacija apie sandorių nekilnojamojo turto kainas, nuomą bei išperkamosios nuomos kainą dažnai yra privati, todėl nekilnojamojo turto pirkėjų ir pardavėjų sprendimai paprastai grindžiami trečiosios šalies, t. y. ekonomistų, bankų specialistų, turto vertintojų ir kitų specialistų nuomone, komentarais ir išvadomis. Nekilnojamojo turto rinkoje yra mažai dalyvių, ir dauguma sandorių yra suderėti sandoriai. Nekilnojamasis turtas yra tam tikroje geografinėje vietoje, tad jo vertei didelės reikšmės turi tos geografinės vietos (šalies) įstatymai ir valstybinis reguliavimas. Kadangi kiekvienu atveju

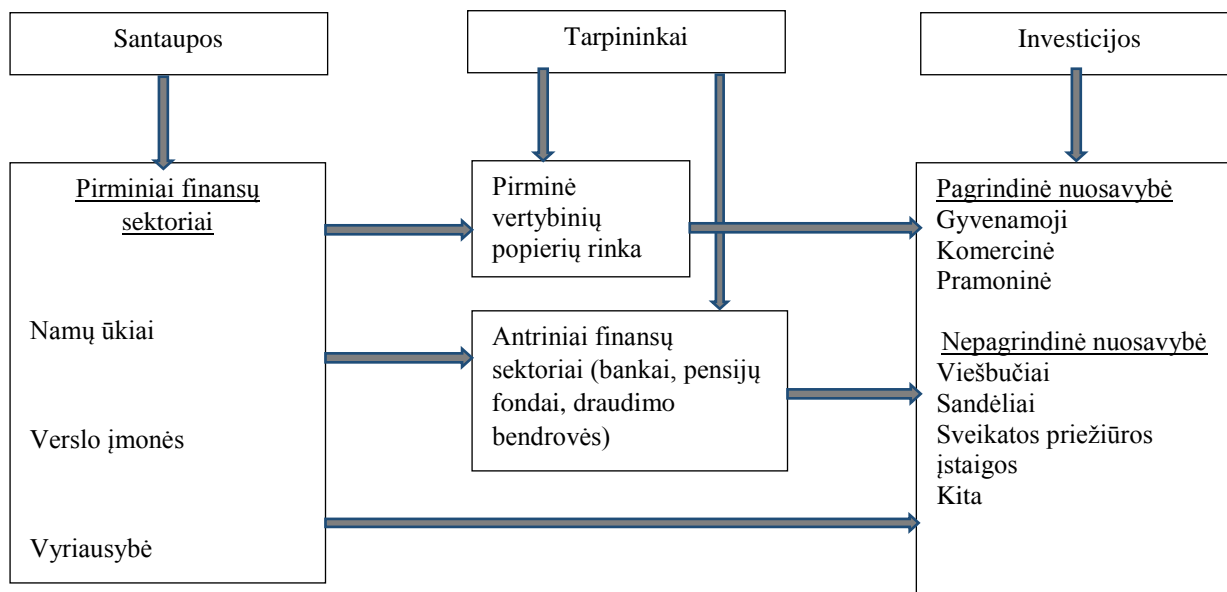
nekilnojamojo turto pirkėjams yra sudėtinga detaliai išanalizuoti vietinės teisės aspektus, nekilnojamoji turto rinka nėra tanki.

Finansų sistemų vaidmuo šiame kontekste yra plėtoti tokius finansavimo mechanizmus, kurie leistų efektyviai finansuoti investicijas į nekilnojamąjį turtą, atsižvelgiant į turto klasę ir jo savybes. Taigi, kokius finansavimo mechanizmus bankinės ir rinkos finansų sistemos gali pasiūlyti, kad skirtų sukauptas santaupas nekilnojamojo turto plėtrai bei investicijoms į nuosavybę? Tradiciškai nekilnojamasis turtas yra finansuojamas, pasitelkiant komercinių bankų suteikiamų paskolų mechanizmą. Tačiau per pastaruosius du dešimtmečius sukurta ir modernių finansavimo mehanizmų, kuriais siekiama padidinti rinka pagrįsto finansavimo sektoriaus vaidmenį. Jie išsamiau analizuojami 3.2 poskyryje.

3.2. Nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai

Tiek bankinės, tiek rinkos finansų sistemos gali veikti bet kokioje ekonomikoje. Kiek plačiai šalies ekonomika gebės panaudoti šių sistemų siūlomus mechanizmus, priklauso nuo jos bankų sistemos bei pirminių turto rinkų gylio ir brandos bei nuo reguliavimo aplinkos, kurioje veikia rinkos tarpininkai ir investuotojai. Kurį finansavimo mechanizmą investuotojas pasirinks, paprastai priklauso ne tik nuo šalies finansų sistemos išsivystymo lygio, bet ir nuo investuotojo tipo, jo tikslų, investavimui pasitelkiamų tarpininkų bei su investicijomis susijusių veiksnių, tokių kaip rizika, likvidumas ar investicijoms reikalinga lėšų suma.

Kaip pastebi Eichwald (2012), globalių investuotojų atsiradimas nekilnojamojo turto rinkoje smarkiai pakeitė nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmus, kadangi kapitalo rinkos tapo tarptautinėmis. Nuosavybės finansavimo mechanizmai istoriškai vystėsi kartu su tarptautinėmis finansų sistemomis kaip būdas paskirstyti riziką, kurią investuotojas, investuojantis savo lėšas į nekilnojamąjį turtą, sutinka prisiimti, mainais tikėdamasis gauti grąžos iš investicijų. Šiuolaikiniame nekilnojamojo turto finansavime yra būdingas aukštas standartizacijos laipsnis, tačiau struktūrinis finansavimas ar paskolų sindikavimas specialiais atvejais taip pat yra įmanomas. Pagrindinis finansų sistemų ir finansavimo mechanizmų tikslas yra sumažinti kliūtis ir sukurti galimybes laisvam lėšų tekėjimui nuo investuotojo iki investavimo objekto. Kanalu, kuriais lėšos atiteka į nuosavybę, grafinė schema pateikta 9 pav.



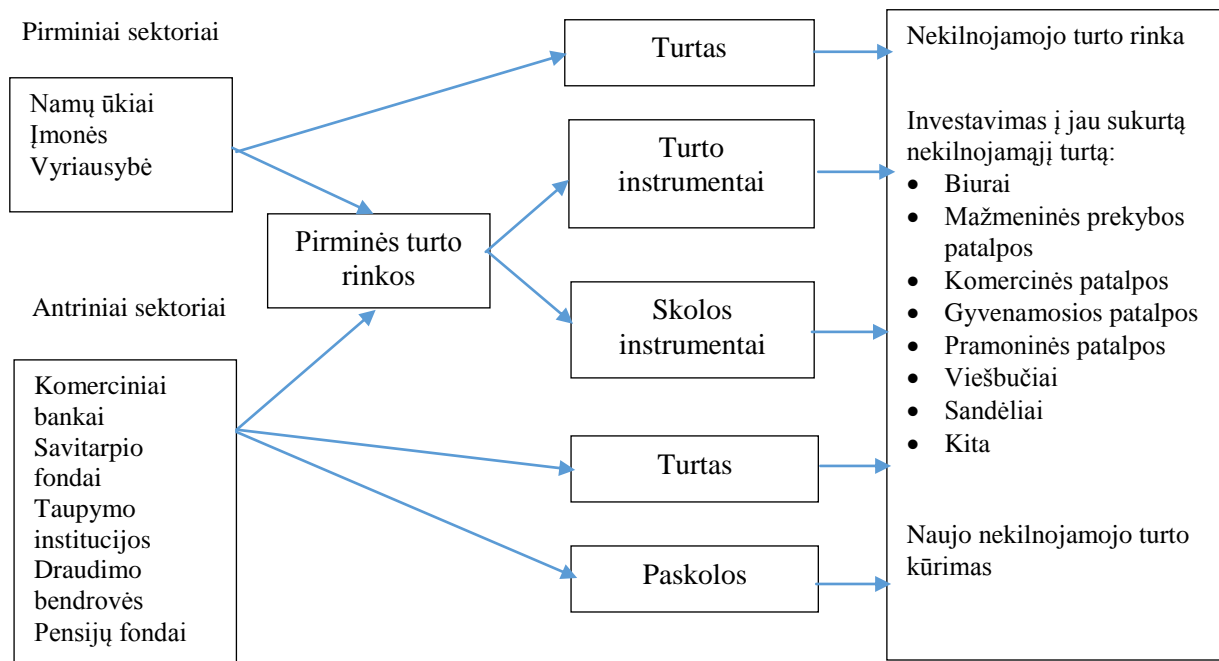
9 pav. Lėšų atitekėjimo į nuosavybę kanalai

Šaltinis: Tiwari, White, 2014, p. 64.

Kaip matyti iš 9 pav., vietos ir užsienio subjektai, tokie kaip namų ūkiai, verslo įmonės ir šalių vyriausybės (finansų ir ekonomikos literatūroje jie dar vadinami pirminiais finansų sektoriais, kadangi būtent šie sektoriai sukaupia pradines lėšas, vėliau skiriamas investavimui), kurie turi perteklinių finansinių išteklių (sutaupų), gali rinktis įvairias investavimo galimybes šalies viduje ar užsienyje, ir investicijas į nekilnojamąjį turtą yra viena iš pasirinkimo galimybių. Namų ūkiai, verslo įmonės ir šalių vyriausybės gali nuspręsti į nekilnojamąjį turtą investuoti tiesiogiai, be tarpininkų (pvz., nusipirkti gyvenamąjį būstą, patalpas verslui ar gamybai, atidaryti privačią šeimos ar odontologijos kliniką ir pan.). Taip pat jie gali nuspręsti investuoti į nekilnojamąjį turtą netiesiogiai – įsigydami nekilnojamojo turto valdymo ir plėtros kompanijų vertybinių popierių, arba patikėdami savo lėšas antriniame finansų sektoriuje veikiantiems subjektams (bankams, pensijų fondams, draudimo bendrovėms ir pan.), kurie investuotojo ar savo vardu nuperka nekilnojamojo turto kompanijų vertybinių popierių arba finansuoja įvairius nekilnojamojo turto projektus, suteikdami paskolas, garantijas ir pan. Visais šiais atvejais namų ūkiai, verslo subjektai ar vyriausybės veikia kaip lėšų *teikėjai* nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmuose.

Finansuojant nekilnojamąjį turtą, lėšų teikėjai ir gavėjai dalyvauja tam tikruose investavimo mechanizmuose, t. y. jie dalyvauja paskirstant finansinius produktus, kuriais pasinaudojant atliekamos investicijos į turtą (Eichwald, 2012). Tradiciškai investicijos į nekilnojamąjį turtą finansuojamos kitu turtu (pvz., pinigais), turto instrumentais bei paskolų instrumentais (Squires et

al., 2016). Supaprastintas nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų modelis pavaizduotas 10 pav.



10 pav. Supaprastintas nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų modelis

Šaltinis: Tiwari, White, 2014, p. 67.

Kaip matyti iš 10 pav., supaprastintame nekilnojamojo turto mechanizmų modelyje pirminiuose ir antriniuose sektoriuose veikiantys subjektai tiesiogiai ar per pirmines turto rinkas teikia turtą, turto instrumentus bei skolos instrumentus nekilnojamojo turto rinkai (investicijoms į jau sukurtą nekilnojamąjį turtą ar investicijoms į naujai kuriamą nekilnojamąjį turtą – žemę, infrastruktūros nenaudojamame žemės plote diegimą, naujas statybas ir kt.). Bet kuriuo atveju dalyvaujantys subjektai gali pasirinkti dalyvauti tradiciniuose privataus ar viešojo investavimo mechanizmuose arba rinktis inovatyvias nekilnojamojo turto finansavimo priemones, kurios plačiau aptariamos kituose šios monografijos poskyriuose.

3.2.1. Tradiciniai privataus finansavimo mechanizmai

Turtas (pvz., pinigai) ir *paskolos* yra tradiciniai nekilnojamojo turto finansavimo būdai, kai nekilnojamasis turtas dar tik kuriamas (pvz., investuojama į gyvenamojo namo, įmonės patalpų,

sandėlio ir pan. statybas bei įrengimą eksploatacijai) arba kai jis jau yra sukurtas, tikintis pajamų srautų iš investicijų (pvz., gyvenamąjį būstą turintis investuotojas nusiperka butą sostinėje, tikėdamasis išnuomoti jį studentams ir taip susikurti papildomų pajamų srautus). Paskola arba sąskaitos likučio pereikvojimo galimybė yra suteikiama nekilnojamojo turto kūrimo etape (pvz., statant gyvenamąjį namą) arba plėtros etape (įrengiant patalpas eksploatacijai, prikeliant apleistą nekilnojamąjį turtą naujam gyvenimui, keičiant turto (pvz., žemės) paskirtį ir pan.). Kadangi nekilnojamojo turto kūrimo (statybų) etape nėra gaunama jokių pajamų srautų, kurie leistų palaiptu padengti paskolą, paskolos grąžinimas išdėstomas per visą turto kūrimo laikotarpį. Pavyzdžiui, prieš 30 m. Jungtinėje Karalystėje paskolos grąžinimo terminas sutapdavo su statybų terminu, tačiau vėliau, orientuojantis į investuotojų poreikius, skolintojai dažnai pratęsdavo paskolos grąžinimo terminą apytikriai 5 m. po statybų pabaigos, kad investuotojai pradėtų gauti pajamų srautus iš nekilnojamojo turto. Žinoma, ši praktika netaikoma, kai investuojama į pagrindinį gyvenamąjį nekilnojamąjį turtą, kadangi asmuo šį turtą naudoja savo ir savo šeimos privačioms reikmėms, ir šis nekilnojamas turtas pajamų srautų nesukuria.

Remiantis Eichwald (2012), šios dvi nekilnojamojo turto finansavimo formos – kito turto (pvz., pinigų) panaudojimas bei paskolų ėmimas – sudaro didžiausią dalį finansinių srautų, nukreiptų į nekilnojamojo turto investicijas. Autoriaus nuomone, bankinės paskolos yra klasikinė investicijų į nekilnojamąjį turtą finansavimo forma. Jeigu investicijų į nekilnojamąjį turtą paklausa rinkoje yra itin didelė, o skolintojai neturi sukaupti tiek lėšų, kad galėtų patenkinti visų norinčių skolintis poreikius, palūkanų už paskolas lygis gali ženkliai padidėti, ir skolinančios institucijos pradės taikyti atrankos kriterijus, kuriems investuotojams suteikti paskolas, o kuriems – ne. Pagrindiniai atrankos kriterijai yra potencialaus skolininko finansinis patikimumas, tikėtinas projekto pelningumas, paskolos suma ir kt. Ekonominių nuosmukių metu, kai atsiranda didesnė rizika dėl skolininkų finansinio patikimumo, finansų institucijos prašo paskolų grąžinimą garantuoti įkeičiant turtą. Paskolos rizika valdoma, nustatant fiksuotas arba lanksčias palūkanų normas (sutikdamas su fiksuotomis palūkanomis, skolininkas prisiima didesnę riziką) (Bible, Joiner, 2009). Kita vertus, jeigu investuotojas rengia itin didelį nekilnojamojo turto projektą, jis gali paskelbti konkursą finansavimui gauti, ir tuomet suinteresuotos finansų institucijos konkuruos dėl galimybės kredituoti šį projektą (Lizieri et al., 2001). Taigi investuotojas gali tikėtis gauti paskolą patraukliomis sąlygomis ir derėtis dėl palūkanų.

Eichwald (2012) pastebi, kad būtent tradicinių nekilnojamojo turto finansavimo formų, t. y. kito turto (paprastai, pinigų) ir paskolų, tarpusavio derinimas dažnai yra sėkmingas pasirinkimas investuojant į nekilnojamąjį turtą. Tai rodo ir praktinė patirtis. Pavyzdžiui, Leipziger aikštės (Berlyne) projektas buvo didelės apimties mišrios paskirties mažmeninės prekybos pastato

(didžiausio Berlyne) ir gyvenamųjų patalpų nekilnojamojo turto projektas (jo bendras plotas sudarė daugiau kaip 76000 kv. m). Apytiksliai 80 proc. viso nuomojamo ploto užėmė naujos statybos pastatas, kuris buvo integruotas į jau esančių pastatų grupę. Projektas buvo finansuojamas pagal mišrų skolos ir nuosavo kapitalo modelį, o žemė buvo finansuojama tiesiogiai institucinių investuotojų. Kompleksas buvo pastatytas netoli transporto mazgų bei populiarių turistų lankomų vietų, tokių kaip Brandenburgo vartai, Potsdamo aikštė ir Reichstogas. Turto plėtros ir investavimo kompanija „High Gain House“ („BNP Paribas“, 2014) ėmėsi projekto vystymo darbų. Projekto sėkmę iš dalies lėmė daug iš anksto sudarytų nuomos sutarčių su potencialiais nuomininkais, ir iš dalies – palanki vieta Berlyno centre. Finansavimas buvo visiškai privatus, ir jokia valstybinė institucija projekte nedalyvavo. 25 proc. projekto dalies nupirko Arabijos investuotojas, siekdamas pasididinti savo investicijų vertę, o likusius 75 proc. turto valdė turto plėtros ir investavimo kompanija „High Gain House“. Skolinį finansavimą projektui suteikė keturių stambių bankų konsorciumas, vadovaujamas „Deutsche Hypo“ banko (kiti konsorciume dalyvavę bankai buvo „Landesbank Hessen-Thüringen“ (Helaba), „UniCredit Bank“ ir „Eurohypo“ („BNP Paribas, 2014). Projekto turtinę dalį finansavo instituciniai investuotojai: „Bayerischer Versorgungskammer“ (BVK) (450 milijonų eurų); „BNP Paribas REIM“ (150 milijonų eurų) ir „Deutsche Hypo“ (80 milijonų eurų). Kreditas buvo suteiktas 10 m. Matyti, kad šiuo atveju pasiteisino būtent tradicinių nekilnojamojo turto finansavimo priemonių derinys.

Dar viena privati nekilnojamojo turto finansavimo forma – *hipoteka*, t. y. turto įkeitimas už paskolą (Bible, Joiner, 2009). Hipoteka yra ilgalaikė (15–25 m.) paskola, kuri nėra dalijama į smulkesnius finansinius vienetus (pvz., tokius kaip obligacijos, kuriomis prekiaujama vertybinių popierių rinkose). Pasak Beck et al. (2011), Beck et al. (2012) ir Badev et al. (2014), finansavimas hipotekomis yra pagrindinė priemonė ilginti finansinius kontraktus daugelyje besivystančių šalių, kurių finansų sistemose iš esmės dominuoja trumpojo laikotarpio finansavimo kontraktai. Šis nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmas yra itin populiarus visame pasaulyje (ir Lietuvoje). Remiantis Badev et al. (2014) atlikto tyrimo duomenimis, hipotekos paskolų santykio su BVP rodiklis laikotarpiu nuo 2006 iki 2010 m. labai svyruoja įvairiose pasaulio šalyse – nuo 1 proc. Ruandoje iki 109 proc. Danijoje. Lietuvai apskaičiuotas rodiklis siekia apie 19 proc., Latvijai – apie 31 proc., Estijai – apie 39 proc.

Per pastaruosius tris dešimtmečius atsirado įvairių hipotekos rūšių, pirmiausia dėl žemo paskolos ir turto vertės santykio bei mažos turtui priskiriamos vertės (kalbant apie komercinės paskirties nekilnojamąjį turtą, įprasta turtą vertinti, kol jis yra tuščias, ir visai nėra atsižvelgiama į tai, jog vėliau turto vertė gali padidėti; tas pats pasakytina ir apie žemę, kurios vertė padidėja įvedus joje komunikacijų tinklą ar pakeitus naudojimo paskirtį, ir pan.), taip pat dėl vadinamojo „saugumo

komforto“, kurį bankas užsitikrina, kai už paskolą yra įkeičiamas turtas. Naujos hipotekos formos apima dalijimosi pelnu hipotekas (angl. *profit sharing mortgages*), tokias kaip dalyvavimo hipotekos (angl. *participation mortgages*) bei konvertuojamos hipotekos (angl. *convertible mortgages*). Šios hipotekos tampa ypač populiarios laikotarpiais, kai rinka yra silpna, ir suteikia investuotojams platesnę prieigą prie kapitalo. Dalyvavimo hipotekos yra paskolos ir turto, kuriuos gauna investuotojas, derinys. Tačiau naudodamasis dalyvavimo hipoteka, investuotojas neįgyja teisės į nuosavybę. Jo interesai yra apriboti tik pinigų srautais, ir dalyvavimas hipotekoje baigiasi, kai turtas pradeda generuoti šiuos pinigų srautus (Brueggeman, Fisher, 2008; Coopchik, Yildirim, 2015). Skolintojai gauna tam tikrą procentą nuo bendrųjų pajamų ar pinigų srautų, todėl jie nustato žemesnes palūkanas už suteiktą paskolą. Dalyvavimo hipotekos sąlygos yra skolintojo ir skolininko derybų reikalas, ir nėra jokių standartinių būdų, kaip jas formuoti (Brueggeman, Fisher, 2008).

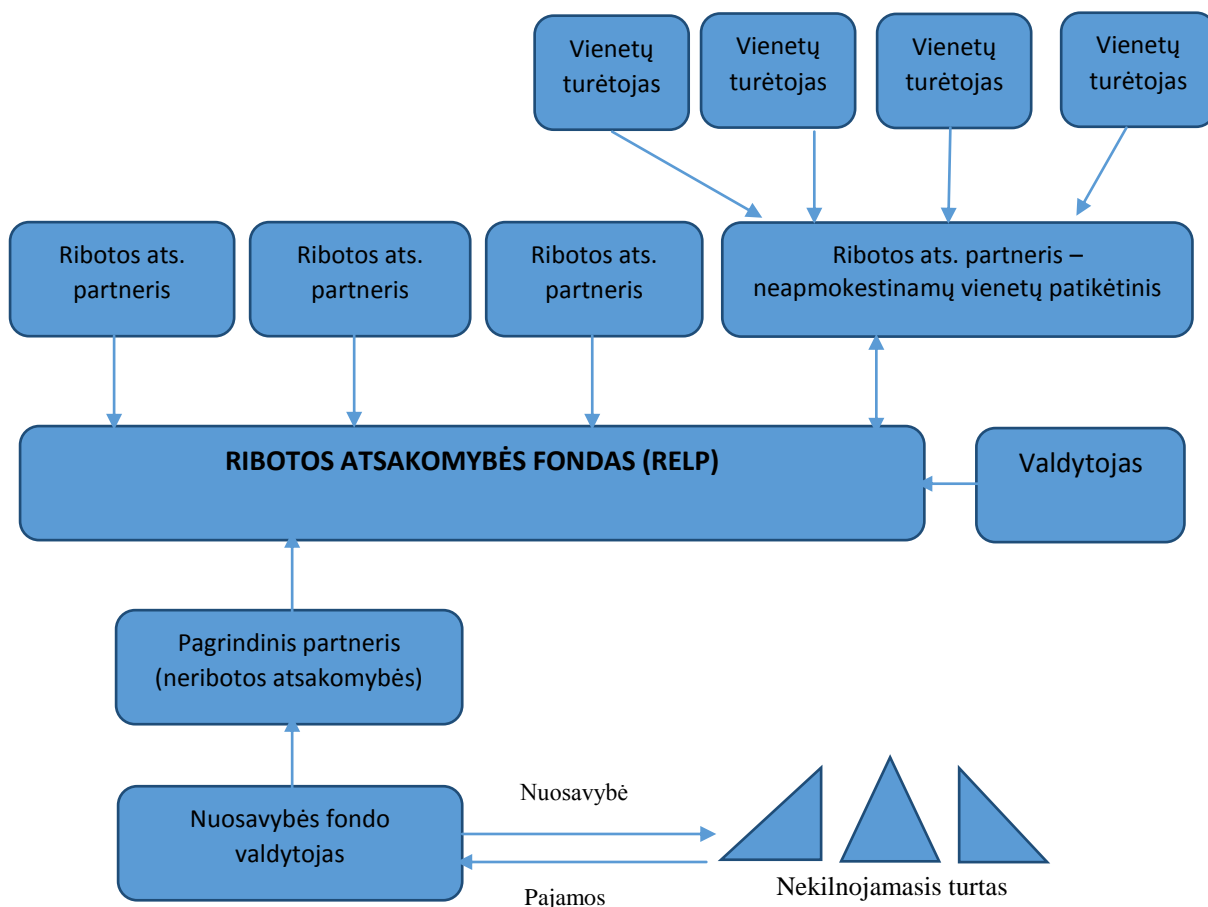
Konvertuojamos hipotekos (angl. *convertible mortgage*) suteikia skolintojams galimybę įsigyti visą ar dalį turto iš anksto nustatyta kaina tam tikro laikotarpio pabaigoje (t. y. kai pasibaigia pasirinkimo sandorio terminas). Šis pasirinkimas leidžia skolintojams paversti turimas hipotekas vertybinių popierių nuosavybe. Konvertuojamos hipotekos laikomos hipotekos paskolos ir pasirinkimo sandorio kombinacija. Skolintojai šiuo atveju sutinka mokėti mažas palūkanų normas už galimybę paversti hipoteką vertybinių popierių nuosavybe (Sproul, 1990; Iblher, Lucius, 2003; Brueggeman, Fisher, 2008).

Akcinio kapitalo dalį nekilnojamojo turto plėtrai bei investicijoms į nekilnojamąjį turtą dažniausiai suteikia dviejų tipų privatūs investuotojai:

- 1) tie, kurie nori aktyviai įsitraukti į turto valdymo procesą (pvz., investuotojai, steigiantys nekilnojamojo turto korporacijas ar įsigyjantis tokių korporacijų akcijų);
- 2) tie, kurie nori investuoti į nekilnojamąjį turtą tik tam, kad galėtų diversifikuoti savo investicijų portfelius, tačiau nenori kištis į nekilnojamojo turto valdymo procesus.

Pastaruju metu atsirado įvairių mechanizmų, leidžiančių patenkinti abiejų minėtų tipų investuotojų poreikius. Kaip pasyvaus investavimo mechanizmų pavyzdžius galima paminėti nekilnojamojo turto fondus (angl. *real estate equity funds*), tokius kaip nekilnojamojo turto ribotos partnerystės fondai (angl. *real estate limited partnerships (RELPs)*), mišrūs nekilnojamojo turto fondai (angl. *commingled real estate funds (CREFs)*) bei privatūs investavimo į nekilnojamąjį turtą pasitikėjimo fondai (angl. *real estate investment trusts (REITs)*) (pastarųjų fondų akcijomis nėra prekiaujama viešai). Taip pat veikia įvairios investavimo į nekilnojamąjį turtą kompanijos ir savitarpio fondai (angl. *mutual funds*), kurie, nors ir yra pasyvaus investavimo į nekilnojamąjį turtą mechanizmų dalyviai, tuo pačiu metu suteikia investuotojams galimybę ribotai dalyvauti nekilnojamojo turto valdymo procesuose (jų akcijomis taip pat nėra prekiaujama viešai).

Kaip pastebi Tiwari ir White (2014), didžioji dalis Europos investavimo į nekilnojamąjį turtą rinkos yra koncentruota ne į privačius investavimo į nekilnojamąjį turtą pasitikėjimo fondus (REITs), tačiau į ribotos partnerystės fondus, kompanijas ir savitarpio fondus. Tuo tarpu JAV privatus investavimo į nekilnojamąjį turtą pasitikėjimo fondai (REITs) yra gerokai populiariesni. Ribotos partnerystės fondai (RELPs) Europoje yra populiarius todėl, kad pasitelkiant partnerystės sutartį, jie leidžia struktūrizuoti net ir labai sudėtingus procesus, ir tam visiškai nereikia remtis įmonių teise (Brown, 2003; Lam, 2012). Tipinio RELPs fondo struktūros schema pateikiama 11 pav.



11 pav. Tipinė nekilnojamojo ribotos partnerystės fondo (RELPs) struktūra

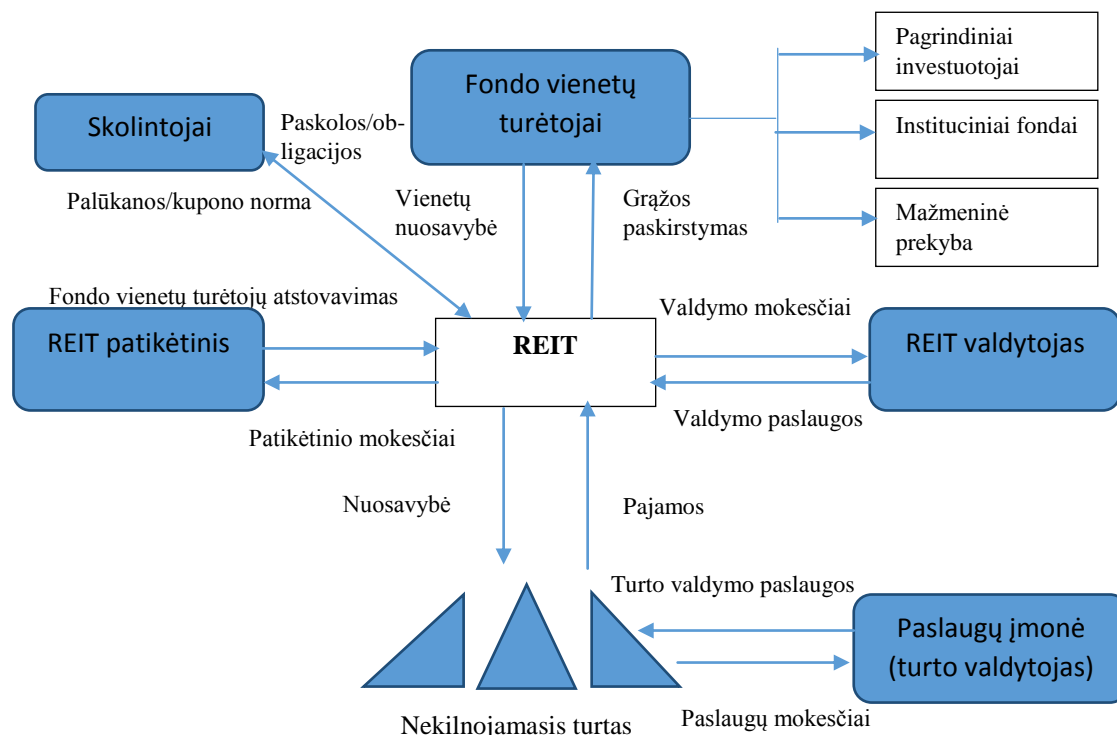
Šaltinis: „Kingfisher property“, 2017.

Kaip matyti iš 11 pav., ribotos partnerystės fondai (RELPs) yra panašūs į investavimo į nekilnojamąjį turtą grupes: jie kuriami įsigyti ir laikyti tam tikros nuosavybės portfelį (vienos ar kelių nuosavybės rūšių) iš anksto nustatytą metų skaičių. Nekilnojamojo turto fondų finansavimą paprastai užtikrina nekilnojamojo turto plėtos ar profesionalaus investavimo organizacijų dukterinės įmonės. Remiantis šiuo principu, investuotojai suteikia didžiąją dalį, o kartais net ir visas

reikiamas investicijas. Fondų struktūroje yra mažiausiai vienas pagrindinis partneris ir neapibrėžtas skaičius ribotos atsakomybės partnerių. Patyręs nuosavybės valdytojas ar nekilnojamojo turto plėtros firma čia pasitarnauja kaip pagrindinis partneris. Išoriniai investuotojai teikia finansavimą nekilnojamojo turto projektams mainais už nuosavybės dalį kaip ribotos atsakomybės partneriai. Jie gali gauti periodines išmokas nuo fondo pajamų, tačiau tikrasis atsipirkimas gaunamas tuomet, kai turtas parduodamas (tikėtina, pelningai). Pagrindinis partneris, kuris yra ir pagrindinis fondo finansinis rėmėjas, parūpina pagrindinį kapitalą bei yra atsakingas už turto valdymą. Tuo tarpu ribotos atsakomybės partneriai gali labai mažai dalyvauti valdant turtą. Tačiau ribotos atsakomybės partneriai reikalauja teisės pritarti įvairiems svarbiems su nekilnojamojo turto valdymu susijusiems sprendimams, tokiems kaip refinansavimas, pardavimai, nuoma, draudimo biudžetas, paslaugų teikimo sutarčių sudarymas, bylinėjimasis ir kt. (Larkin et al., 2003). Kai kuriuose fonduose taip pat yra įkuriami vadinamieji investavimo komitetai, į kuriuos įtraukiami ir ribotos atsakomybės partneriai, kurie teikia patarimus pagrindiniam partneriui, ypač tokiais klausimais, kaip interesų konfliktai ar fondo turto vertinimas (Larkin et al., 2003).

Ribotos partnerystės fondai (RELPs) leidžia investuotojams finansuoti statybų ar pastatų renovacijos projektus, tačiau tai yra laikoma nelikvidžia investicija, kadangi investuotojai gali išgryninti savo investicijas tik reguliariais intervalais (dažnai tik kai turtas parduodamas). Vis dėlto šių fondų vertės kintamumas dažnai yra mažesnis nei pasitikėjimo fondų (REITs) vertės kintamumas (Lam, 2012). Nekilnojamojo turto ribotos partnerystės fondai (RELPs) buvo itin populiarūs JAV iki 1986-ųjų dėl su fondų veikla susijusios mokestinės naudos: pasyvūs investuotojai galėjo atsverti savo kitas pajamas nuostoliais iš investicijų į nekilnojamąjį turtą ir tokiu būdu sumažinti savo apmokestinamųjų pajamų dydį ar iš viso išvengti mokesčių. Tačiau 1986-aisiais priėmus mokesčių reformos aktą, šių fondų populiarumas gerokai sumažėjo. Europoje kol kas nėra jokių teisiškai įtvirtintų apribojimų dalyvauti nekilnojamojo turto ribotos partnerystės fonduose, tad šių fondų pasirinkimas priklauso nuo investuotojų požiūrio, vietos, kurioje yra mokami mokesčiai, bei turto, kurį fondas valdo ar ketina valdyti, operacijų teisinio reglamentavimo (Larkin et al., 2003).

Pasitikėjimo fondai (REITs) yra sukuriami, kai korporacija (kitais vadinama pasitikėjimo korporacija) suformuojama tam, kad investuotojų pinigai būtų panaudoti siekiant įsigyti, naudoti ir parduoti pajamas generuojantį turtą. Tipinė REITs fondo struktūra pateikiama 12 pav.



12 pav. Tipinė nekilnojamojo turto pasitikėjimo fondo (REITs) struktūra

Šaltinis: pagal Khanna, 2012.

Kaip matyti iš 12 pav., nekilnojamojo turto valdymo paslaugas REITs fondui teikia turto valdymo paslaugų įmonė, kuri už savo paslaugas ima sutartą mokestį. Investuodamas į nekilnojamąjį turtą, REITs fondas įgyja šio turto nuosavybės dalį bei uždirba pajamų. REITs fondo vienetų turėtojai įgyja šio fondo vienetų nuosavybę bei teisę į fondo grąžos paskirstymą. Jie taip pat gali turimus fondo vienetus parduoti pagrindiniams investuotojams, instituciniams fondams ar realizuoti mažmeninės prekybos rinkose. Kaip ir akcijomis, REITs fondais yra prekiaujama pagrindinėse vertybinių popierių biržose, todėl šie fondai yra labai likvidūs. Norėdamas išsaugoti savo kaip REITs fondo statusą, šis subjektas privalo išmokėti 90 proc. savo apmokestinamojo pelno dividendų forma. Tai leidžia išvengti įmonių pelno mokesčio mokėjimo, tuo tarpu paprastos verslo įmonės pelnas būtų apmokestintas. Be to, investuotojai yra tikri, jog fondo grąža bus paskirstyta jiems. Todėl REITs fondus renkasi tie investuotojai, kurie nori gauti nuolatinės pajamas. REITs fondai leidžia investuotojams investuoti į negyvenamą nekilnojamąjį turtą, tokį kaip prekybos centrai (remiantis investuotojų interneto tinklalapio „Investopedia“ (2017) duomenimis, beveik ketvirtadalį REITs fondų turto sudaro būtent investicijos į prekybos centrus), sveikatos priežiūros sistemos, hipotekos, biuro pastatų patalpos ir kt. Pasak McCann ir Gross (2012) bei Schachter (2012), REITs fondai yra svarbus šiuolaikinis mechanizmas, kuriuo finansuojamos tiek investicijos į žemės ūkio paskirties žemę, tiek į urbanistines teritorijas. Nors pradžioje šie fondai buvo

naudojami daugiau urbanistinio komercinio nekilnojamojo turto plėtrai, dabar jų naudojimo paskirtis gerokai išsiplėtė ir apima didelę įvairovę nekilnojamojo turto tipų, įskaitant ir investicijas į dirbamosios žemės bei miškų plotus.

Knuth (2015) nuomone, REITs fondų plėtra pasitarnauja reguliavimo mažinimui bei įstatymų keitimui šiuolaikinėse finansų sistemose. Pavyzdžiui, JAV REITs fondų veikla ir grąža priklauso nuo tam tikros mokesčių struktūros bei monetarinės politikos, tad naujų tipų REITs fondų kūrimas sąlygoja atitinkamų įstatymų kūrimą. Kita vertus, reikėtų pastebėti, jog REITs fondų veikla kartais yra kritiškai vertinama dėl to, kad investuojant į žemę per fondus investuotojui nėra perduodamos kai kurios su žeme susijusios prievolės, pavyzdžiui, aplinkos apsaugos prievolės, taršos apribojimų užtikrinimo prievolės, ekosistemų priežiūros prievolės ir pan. (Robertson, 2006; Gomez-Baggethun et al., 2010; Sullivan, 2013).

Nekilnojamojo turto savitarpio fondai (angl. *real estate mutual funds*) dažniausiai investuoja į REITs fondus bei nekilnojamojo turto valdymo kompanijas. Šie fondai suteikia investuotojams galimybių diversifikuoti investicijas į nekilnojamąjį turtą, tam panaudojant santykinai nedidelę dalį kapitalo bei gaunant naudos iš mažesnių sandorio kaštų bei komisinių mokesčių. Priklausomai nuo strategijos ir turto diversifikavimo tikslų, nekilnojamojo turto savitarpio fondai suteikia investuotojams prieigą prie plataus turto rūšių pasirinkimo. Kaip ir REITs fondai, nekilnojamojo turto savitarpio fondai yra gana likvidūs. Dar vienas reikšmingas šių fondų privalumas investuotojams-mažmenininkams yra tas, kad jiems suteikiama analitinė informacija apie išsigyjamą turtą, jo valdymo perspektyvas bei atskirų turto klasių efektyvumą. Labiau spekuliuoti linkę investuotojai gali rinktis investicijas į šeimos nekilnojamojo turto savitarpio fondus, įvertinę atskiras tam tikrai turto klasei ar regionui tenkančias dalis investicijų portfelyje („Investopedia“, 2017).

Dar vienas svarbus nuosavo kapitalo šaltinis – suverenūs gerovės (arba turto) fondai (angl. *Sovereign Wealth Funds* (SWFs)). Šie fondai visiškai priklauso valstybiniam subjektams, kurie investuoja šalies lėšų perteklių užsienyje. Šio tipo fondus yra įsteigusios Kataro, Kuveito, Norvegijos, Singapūro, Australijos, Kinijos Vyriausybės. Suverenūs gerovės fondai paprastai yra aktyvūs investuotojai, bet pasyvūs turto valdytojai. Pasak Tiwari ir White (2014), nekilnojamojo turto dalis šiuose fonduose sudaro apie 5–10 proc. visos fondo turto vertės.

Empiriniais tyrimais patvirtinta, jog geriausias tradicinių privačių nekilnojamojo turto priemonių derinys yra mišrus skolos (banko, kredito unijos ar kt. finansinės institucijos) ir nuosavo kapitalo (turtas, pinigai) modelis. Sėkmingas pasirinkimas, investuojant į nekilnojamąjį turtą, galimas derinant paskolų ir pinigų proporcijas bei investuojant į nekilnojamojo turto fondus.

Nekilnojamojo turto fondo pasirinkimas yra sąlygotas prižasčių, daugiausia susijusių su rizikos toleravimu ir galimybe dalyvauti, valdant nekilnojamojo turto fondą.

3.2.2. Tradiciniai viešojo finansavimo mechanizmai

Viešajame sektoriuje nekilnojamojo turto kompanijos dalyvauja nekilnojamojo turto rinkose išleisdamos obligacijas, skolos komercinius vertybinius popierius, teikdamos pradinius viešuosius pasiūlymus (angl. *initial public offers* (IPO), suteikdamos teises į tam tikro nekilnojamojo turto valdymą ar persikirstydamos akcijas turto finansavimui. Kaip pastebi Lind ir Lindqvist (2005), nekilnojamojo turto finansavimo per viešuosius mechanizmus aspektai dažnai yra panašūs į stambių korporacijų viešojo finansavimo aspektus – tiek stambių korporacijų, tiek ir nekilnojamojo turto viešajam finansavimui reikia stambių finansų srautų, finansuojamas nekilnojamas turtas dažnai yra specifinės paskirties (pvz., gamybos įmonės, bendrosios paskirties pastatai ir kt.).

Pagrindinė viešųjų investicijų į nekilnojamąjį turtą finansavimo mechanizmų problema yra ta, kad esant tam tikram rinkos rizikos lygiui (t. y. didėjant nerimui dėl tikrosios turto vertės bei nerimui dėl galimų rinkos ciklo pokyčių), tik labai maža dalis viešojo sektoriaus subjektų yra pajėgūs išleisti papildomomis garantijomis neparemtus aukšto reitingo skolos vertybinius popierius (Lind, Lindqvist, 2005; Ling, Naranjo, 2015; globalios nekilnojamojo turto valdymo kompanijos „LaSalle“ ataskaita, 2016). Su analogiška problema susiduriama ir teikiant turtinių teisių pasiūlymus. Minėtų problemų atsiranda, nes ir privataus, ir viešojo sektoriaus išleistos investavimo į nekilnojamąjį turtą priemonės yra vertinamos diskontuotos gryniosios turto vertės pagrindu. Rinkose prekiaujama vertybiniais popieriais, kurių vertė yra smarkiai diskontuota, palyginus su grynąja turto verte (dėl tokių prižasčių, kaip prievolė mokėti iš kapitalo gautų pajamų mokesčius, vertės netikrumas, paslėpti valdymo kaštai, turto nelikvidumas ir pan.). Remiantis Lizieri et al. (2001) analizės rezultatais, rinkose kotiruojamų vertybinių popierių diskontuota vertė yra net iki 25 proc. žemesnė už jų grynąją vertę. Be to, su nekilnojamuoju turtu susijusiems vertybiniais popieriais didelės įtakos turi bendrieji vertybinių popierių rinkų svyravimai. Kaip rodo ankstesnių tyrimų rezultatai (Abdul-Rasheed et al., 2008; Liow, 2016 ir kt.), vertybinių popierių rinkos nuosmukiai turi daug stipresnę neigiamą poveikį nekilnojamojo turto vertybiniais popieriais, lyginant su kitų rūšių vertybiniais popieriais. Dėl minėtų prižasčių viešojo sektoriaus subjektai dažnai yra priversti išimti savo finansines priemones iš vertybinių popierių rinkų. Tokių pavyzdžių pastebėta Jungtinėje Karalystėje (Lizieri et al., 2001), Indijoje (Tiwari, White, 2014) ir kitose šalyse, kuriose stambios viešajam sektoriui priklausančios kompanijos (pvz., „DLF“, „Unitech“)

prekiauja smarkiai diskontuotais vertybiniais popieriais, ir tai atbaido nekilnojamojo turto kompanijas nuo sprendimo padidinti savo akcinį kapitalą iš viešųjų rinkų.

Esama ir kitų viešojo nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų. Vienas iš jų – pardavimas ir grąžinimas (angl. *sale and leaseback*) – yra vienas populiariausių. Jis gali įgyti daug skirtingų formų. Pavyzdžiui, kompanijos, kurių pagrindinė veikla nėra susijusi su nekilnojamoju turtu, tačiau turi nuosavo nekilnojamojo turto, sudaro pardavimo ir grąžinimo sutartis su nekilnojamojo turto kompanijomis, t. y. kompanija, kurios pagrindinė veikla nėra susijusi su nekilnojamoju turtu, perleidžia (parduoda) nuosavybės dalį nekilnojamojo turto kompanijai ir iš nekilnojamojo turto kompanijos tą patį parduotą turtą išsinuomuoja pagal ilgalaikės nuomos sutartį. Tokiu būdu ji išlaisvina savo finansinius išteklius, kurie buvo įšaldyti nekilnojamojame turte, apkarpo savo balansą, sumažindama balansinio turto vertę ir gauna naudos iš mokesčių, kadangi nuomos įmokos yra laikomos sąnaudomis. Rinkos požiūriu, kompanijos, kurios turi pernelyg daug nekilnojamojo turto, susiduria su problemomis, kadangi jų turto vertę ne visada atspindi rinkos kapitalizacija. Pavyzdžiui, didelei daliai mažmeninių prekybininkų didelė problema yra ta, kad jų nekilnojamas turtas yra įvertintas gerokai daugiau nei rinkos kapitalizacijos vertė, tad jiems iškyla grėsmė, jog verslas bus perimtas ar turtas bus išparduotas. Su dar didesnėmis problemomis susiduria įmonės, kurių reikalaujama grąžos norma yra didesnė už tą, kurią turtas apskritai gali generuoti. Minėtos priežastys motyvuoja kompanijas išlaisvinti nekilnojamojame turte įšaldytus finansus.

Kita nekilnojamojo turto pardavimo ir grąžinimo forma yra tokia, kai nekilnojamojo turto kompanija parduoda visiškai išvystytą nekilnojamąjį turtą tam tikrai institucijai ir tuomet su šia institucija sudaro ilgalaikės nuomos sutartį. Taip kompanijos tikisi gauti pelno iš turto subnuomos. Rizikos ir pelno pasidalijimo tarp nekilnojamojo turto ir kitos kompanijos struktūra gali būti įvairi: kai kuriais atvejais susitariama dėl fiksuotos nuomos, o kai kuriais – dėl naudos pasidalijimo, palaiptiesiui didinant nuomos mokesčių (Lizieri et al., 2001).

Dar vienas tipas – žemės pardavimas ir grąžinimas. Šio tipo sutartys yra sudaromos, siekiant padidinti vystomo projekto finansavimo dalį. Žemė yra parduodama investuotojui, o paskui išsinuomojama. Šiuo atveju nekilnojamojo turto plėtros vykdytojas, t. y. investuotojas, turi nuosavybės teises į pastatą ir nuomojasi žemę iš kito investuotojo. Naudojantis šiuo mechanizmu, gaunamas 100 proc. žemės finansavimas, o pastatas finansuojamas įprastai paėmus paskolą nekilnojamojam turtui įsigyti, statyti ir pan.

Iš naujesnių nekilnojamojo turto viešojo finansavimo priemonių paminėtinos tokios priemonės, kaip nekilnojamoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai (angl. *asset-backed securities (ABS)*), komerciniai hipotekomis laiduoti vertybiniai popieriai (angl. *commercial mortgage-backed securities (CMBS)*) ir su nekilnojamoju turtu susietos išvestinės finansinės priemonės.

Nekilnojamuoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai ir komerciniai hipotekomis laiduoti vertybiniai popieriai yra skolinės priemonės.

Pasitelkdamas nekilnojamuoju turtu laiduotus vertybinius popierius ir komercinius hipotekomis laiduotus vertybinius popierius, jų išleidėjas siūlo kapitalo rinkoms obligacijas ar komercinius vertybinius popierius. Pinigų srautai (pvz., nuomos pajamos ar paskolos grąžinimo įmokos), gaunami iš vieno nekilnojamojo turto objekto ar nekilnojamojo turto objektų grupės, yra naudojami išpirkti obligacijų kuponus ar obligacijų kapitalą. Tam tikras mokestis, taikomas šio turto įsigijimui, užkerta kelią galimiems įsipareigojimų nevykdymams.

Išleisdamas nekilnojamuoju turtu ar hipotekomis laiduotus vertybinius popierius, skolininkas gauna tam tikros naudos. Apdrausdamas paskolą (hipotekomis laiduotų vertybinių popierių atveju) ar nuomos pajamas ir kitus pinigų srautus (nekilnojamuoju turtu laiduotų vertybinių popierių atveju), jis sumažina savo sandorio riziką. Tokiu būdu pagerėja jo kapitalo pakankamumo ir mokumo rodikliai jo balanse. Nekilnojamuoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai leidžia padidinti apsaugoto kapitalo vertę bei tuo pačiu metu padidinti pajamų srautus iš turto, išlaikant nuosavybės teises į šį turtą. Išleisdami nekilnojamuoju turtu ar hipotekomis laiduotus vertybinius popierius viešosiose rinkose, subjektai gali pasiekti naujus kapitalo didinimo šaltinius. Išleidžiant hipotekomis laiduotus vertybinius popierius, atsiranda galimybė uždirbti pelną iš sandorio ir aptarnavimo mokesčių bei iš skirtumo tarp paskolos palūkanų normos ir obligacijų ar komercinių vertybinių popierių kupono normos. Paprastai nekilnojamuoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai yra pigesnis skolinimosi šaltinis įmonėms. Mažesni šio skolinimosi kaštai gali sąlygoti mažesnius nuomojamo turto kaštus, o vertybinių popierių reitingas priklauso nuo paties sandorio, o ne nuo juos išleidžiančio subjekto bendrojo kredito reitingo.

Nekilnojamuoju turtu ar hipotekomis laiduotų vertybinių popierių įsigijimas yra naudingas ir investuotojams. Jiems suteikiama prieiga prie rinkų, kur įsiskverbimo barjerai yra itin dideli, o sandorių kaštai – aukšti. Investicijos į vertybinius popierius leidžia gauti naudos iš likvidumo bei galimybės lengvai realizuoti šį turtą rinkoje. Be to, kadangi skola ar nuosavybė yra laiduotos turtu, mažėja investuotojo rizika. Kaip pastebi Hu (2011), minėtų priemonių sandorių, stebėjimo ir valdymo kaštai investuotojui yra mažesni nei kaštai, susiję su tiesioginėmis investicijomis į nuosavybę.

Tačiau pastebima ir trūkumų. Nekilnojamuoju turtu ir hipotekomis laiduotų vertybinių popierių išleidimas sumažina juos išleidusio subjekto lankstumą valdant savo apsaugotą portfelį. Be to, rengiant, leidžiant obligacijas bei komercinius vertybinius popierius ar didinant jų kreditingumą, patiriami kaštai.

Lizieri et al. (2001) argumentuoja, jog turtu laiduotų vertybinių popierių leidimas suteikia daugiau potencialo inovacijoms finansų rinkose. Po bet kuria nuomos sutartimi slepiasi trys pinigų srautų šaltiniai:

- 1) bazinė nuoma, mokama patikimų nuomininkų ir sudaranti saugių pajamų srautus;
- 2) galimybė padidinti nuomos pajamas nuomos peržiūros metu (ypač tais atvejais, kai yra galimybė peržiūrėti nuomą, nesusiejant jos su dominuojančiomis sąlygomis rinkoje); šis papildomas pajamų srautas yra priimtinas investuotojams, kurie nori prisiimti didesnę riziką, bet reikalauja didesnės grąžos;
- 3) nuomos sutarties pabaigoje nuosavybė vis tiek turi liekamąją vertę ir gali būti panaudota ateities ar spekuliacinėms investicijoms.

Su nekilnojamuoju turtu susietos išvestinės finansinės priemonės nėra itin populiaros dėl skaidrumo trūkumo bei sudėtingo informacijos prieinamumo, tad šio nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmo plėtra yra gana lėta. Vis dėlto su nekilnojamuoju turtu susietos išvestinės finansinės priemonės yra leidžiamos. Pavyzdžiui, Didžiojoje Britanijoje išleistos priemonės, vadinamos nuosavybės indekso sertifikatais (angl. *Property Index Certificates*) bei nuosavybės indekso išankstiniais sandoriais (angl. *Property Index Forwards*). Pasak Geltner ir Fisher (2007), tai sintetiniai investavimo mechanizmai, siūlantys galimybes mažais kaštais dalyvauti nekilnojamojo turto rinkoje. Nors nekilnojamojo turto viešojo finansavimo mechanizmų įvairovė pasaulio ir Europos mastu yra gana didelė, Lietuvoje investicijos į nekilnojamąjį turtą naudojant viešuosius mechanizmus daugiausia finansuojamos išleidžiant obligacijas bei bankinių paskolų pavidalu. Pagal Basel III direktyvos reikalavimus, bankai ir kitos finansinės institucijos veikia su daug didesnėmis kapitalo atsargomis ir konservatyvesniu rizikos valdymu, negu buvo prieš 2007 m. krizę, o tai priveda prie sunkumų finansuojant stambius ilgo laikotarpio nekilnojamojo turto projektus, nes kreditoriai reikalauja didesnės grąžos ir taiko griežtesnes paskolų sutarčių sąlygas. Įvardytos priežastys leidžia daryti išvadą, kad Lietuvoje būtina vystyti finansines rinkas ir sukurti platesnius investavimo galimybių per nekilnojamojo turto finansinius instrumentus.

Remiantis Lietuvos finansų instituto duomenimis (2017), be bankinio paskolų teikimo, Lietuvoje populiarėja pensijų fondai ir draudimo bendrovės, nes jos didina potencialaus kapitalo, kuris galėtų būti investuotas per finansų rinkas, apimtį. Pensijų fondai dažniausia yra ypač suinteresuoti investicijomis į ilgo nekilnojamojo turto ir fiksuotų pajamų turto vienetus, pagrindinė to priežastis yra ta, jog didžioji dalis pensijų fondų įsipareigojimų yra ilgo laikotarpio fiksuoto dydžio pensijų išmokos, taigi jų strategija turi subalansuoti investicijų ir įsipareigojimų laikotarpį bei pinigų srautus. Kita vertus, vidinio finansavimo ne visuomet pakanka patenkinti nekilnojamojo turto rinkos poreikius.

Valstybinis nekilnojamojo turto plėtros projektų subsidijavimas taip pat yra viena iš nekilnojamojo turto viešojo finansavimo formų. Šiuo atveju dažniausiai kalbama apie valstybės subsidijas būstui. Kas turėtų būti laikoma valstybės parama būsto sektoriui? Pasak Yates (2012), valstybės paramos būsto sektoriui samprata yra labai plati sąvoka, kuri apima kiekvieną įmanomą ekonominę naudą ar finansinę paramą, suteikiamą valstybės institucijų būsto rinkai. Tai tiesioginės pasiūlos pusės ir paklausos pusės finansinės išlaidos, tačiau mažiau pastebimos pasitelkiant netiesioginės paramos priemones, tokias kaip mokesčių lengvatas ar nuolaidas. Analizuojant valstybės paramą būsto sektoriui, žemesni PVM tarifai būsto statybai taip pat yra laikomi valstybės parama (Europos Komisijos informacija, 2013). Sumažintų PVM tarifų taikymas santykinai sumažina statybų darbams reikalingų prekių ir paslaugų kainas, o tai jau tampa matoma ir apčiuopiama nauda. Kiek mažinti PVM tarifus, kiekvienos šalies vyriausybė gali pasirinkti pati. Tačiau neapskaičiavus substitucijos efekto, kaštai negali būti nustatyti tiksliai. Vis dėlto, nustatant valstybės subsidijų įtaką nekilnojamojo turto plėtrai, į šias paramos priemones siūlytina atsižvelgti, kai tai yra įmanoma, bent jau apytiksliai, remiantis statistiniais duomenimis apie statybų išlaidų kitimą. Lietuvoje nekilnojamojo turto apmokestinimo PVM pagrindus ir taisykles nustato LR pridėtinės vertės mokesčio įstatymas Nr. IX-751, priimtas 2002 m. kovo 5 d. remiantis šio įstatymo 32 str., žemė ir kitas nekilnojamasis turtas (t. y. turtas, kurio neįmanoma perkelti iš vienos vietos į kitą nepakeitus jo paskirties ir iš esmės nesumažinus jo vertės) tampa PVM apmokestinimo objektu, kai:

- yra teikiamas (t. y. parduodamas ar kitaip nuosavybės teise perleidžiamas) šalies teritorijoje esantis turtas;
- turtą teikia apmokestinamasis asmuo (t. y. fizinis asmuo, kurio sandoriai nėra atsitiktiniai, ir tai nėra asmeninio turto teikimas, juridinis asmuo, kuris vykdo teisės aktų nustatytą funkciją disponuoti nekilnojamoju turtu, jei toks teikimas konkuruoja su kitų asmenų tokio turto teikimu, juridinio asmens statuso neturintis LR įsteigtas kolektyvinio investavimo subjektas, kurio veiklos forma yra investicinis turtas ar bet koks užsienyje įregistruotas ar įsteigtas vienetas, kuris nėra įvardijamas kaip „juridinis asmuo“, tačiau vykdo ekonominę veiklą LR), vykdydamas ekonominę veiklą.

Fizinio asmens vykdomo nekilnojamojo turto teikimo pavyzdžiai, kai šis teikimas laikomas ir nelaikomas ekonomine veikla, pateikiami 5 lentelėje.

**Fizinio asmens vykdomo nekilnojamojo turto teikimo pavyzdžiai, pagal LR PVM įstatymą
laikomi ir nelaikomi ekonomine veikla**

Laikomas ekonomine veikla	Nelaikomas ekonomine veikla
Asmuo perka ir/ar parduoda žemės sklypus, pastatus ir kitą nekilnojamąjį turtą	Asmuo parduoda pirktą, paveldėtą, dovanotą nekilnojamąjį turtą ar žemės sklypą statyboms (požymių, kad ketina verstis nekilnojamojo turto pardavimu, nėra)
Asmuo įsigyja (perka, paveldi, atkuria nuosavybę) žemės ūkio paskirties žemę ir pakeičia jos paskirtį ar suskaido į keletą sklypų, kuriuose atlieka aktyvius veiksmus (tiesia gatves, įveda elektrą, komunikacijas ir pan., dėl to pasikeičia pats objektas), ir vėliau parduoda	Asmuo paveldi žemės ūkio paskirties žemę, pakeičia jos paskirtį ir/ar padalija į sklypus bei parduoda (požymių, kad ketina verstis sklypų pardavimu, nėra)
Asmuo nusiperka iš kito asmens teisę susigrąžinti žemę, atkuriant į ją nuosavybės teises. Atkūręs nuosavybę, asmuo žemę suskirsto į atskirus sklypus ir/ar pakeičia jos paskirtį bei parduoda	Asmuo atkuria nuosavybę į žemės ūkio paskirties žemę, šią žemę padalija į sklypus, pakeičia žemės paskirtį į žemę, skirtą statyboms, ir šiuos sklypus parduoda

Šaltinis: VMI prie LR FM Mokesčių informacijos departamentas, 2017.

Kaip matyti iš 5 lentelės, svarbiausias kriterijus laikyti asmens vykdomą nekilnojamojo turto teikimą ekonomine veikla yra požymiai, jog asmuo ketina verstis nekilnojamojo turto pardavimu. Jeigu tokių požymių nėra, pirktą, paveldėtą ar dovanotą nekilnojamojo turto pardavimas, net pakeitus žemės paskirtį ir/ar padalijus žemę į sklypus, nelaikomas ekonomine veikla, tad parduotas nekilnojamas turtas netampa apmokestinimo PVM objektu.

Pagal LR PVM įstatymo 32 str. nuostatas, žemė ar kitas nekilnojamas turtas gali būti apmokestinami taikant standartinį PVM tarifą (t. y. 21 proc.) arba neapmokestinami PVM. Standartiniu PVM tarifu apmokestinami nauji pastatai ar statiniai (t. y. nebaigti statyti pastatai ir statiniai bei baigti statyti pastatai ir statiniai 24 mėnesius po jų statymo užbaigimo) bei jų dalys, žemė, perduodama kartu su naujais pastatais ar statiniais ar jų dalimis, bei žemė statyboms (t. y. žemės sklypai, kurie yra skirti statybai, neatsižvelgiant į tai, ar juose atlikti kokie nors tvarkymo darbai, ar ne). Žemės pardavimas ar kitoks perdavimas, kai pagal sandorio sąlygas asmuo, kuriam tokia žemė perduodama, arba trečioji šalis įgyja teisę disponuoti žeme kaip jos savininkas, PVM nėra apmokestinamas (VMI prie LR FM Mokesčių informacijos departamentas, 2017). PVM taip pat nėra apmokestinama žemė, kuri nėra skirta statyboms, seni pastatai ir statiniai bei jų dalys ir žemė, teikiama kartu su senais pastatais ir statiniais bei jų dalimis. Remiantis VMI prie LR FM Mokesčių informacijos departamento (2017) rekomendacijomis, esminiu ir lemiamu kriterijumi, kad konkretus žemės sklypas yra laikomas žeme statyboms, yra patvirtintas sklypo detalusis ar jam prilygintas planas, specialusis planas, pagal kuriuos yra nustatytos konkrečių sklypų ar jų grupių užstatymo sąlygos. Senu pastatu ar statiniu laikomas baigti statyti pastatas ar statinys bei jo dalis,

kai po statybų užbaigimo yra praėję daugiau kaip 24 mėn. Pažymėtina tai, kad parduodant seną pastatą kartu su žeme ar be jos (pvz., kai žemė nėra savininko nuosavybė, savininkas ją nuomoja), PVM tikslais svarbu nustatyti, koks tai yra sandoris. Pavyzdžiui, jei PVM apmokestinimo momentu galima teigti, jog pagrindinis sandorio tikslas yra žemės sklypas statyboms (kai yra išduotas leidimas nugriauti parduodamą pastatą, pardavėjas pastatą yra nugriovęs ar pastato pirkimo–pardavimo sutartyje yra įsipareigojęs senąjį pastatą nugriauti, ar griovimo darbai jau yra pradėti), laikoma, kad šis sandoris yra žemės statyboms teikimo sandoris, kuris apmokestinamas standartiniu PVM tarifu. Tačiau jeigu pagrindinis sandorio tikslas yra įsigyti seną pastatą, siekiant jį naudoti savo veikloje, laikoma, kad sandoris sudaromas dėl seno pastato, perduodamo kartu su žeme, tad šis sandoris PVM nėra apmokestinamas (VMI prie LR FM Mokesčių informacijos departamentas, 2017).

Asmuo, PVM mokėtojas, teikdamas žemę ar kitą nekilnojamąjį turtą, gali pasirinkti – skaičiuoti PVM ar neskaičiuoti, kai:

- teikia PVM neapmokestinamą žemę ar kitą nekilnojamąjį turtą, t. y. žemę, kuri nėra skirta statyboms, ir žemę, kuri perduodama kartu su senais pastatais ar statiniais, ar jų dalimis bei senus pastatus ar statinius;
- kai šis turtas teikiamas apmokestinamajam asmeniui, PVM mokėtojui (nesvarbu, ar jis PVM mokėtoju įsiregistravęs Lietuvoje, ar užsienio valstybėje) ar diplomatinei atstovybei, konsulinei įstaigai bei tarptautinei organizacijai ar jos atstovybei.

Tačiau pasirinkimo teisės nėra, kai:

- PVM neapmokestinama žemė ir/ar kitas nekilnojamasis turtas teikiamas neapmokestinamajam asmeniui arba apmokestinamajam asmeniui, ne PVM mokėtojui (šiuo atveju teikiamas turtas visada PVM neapmokestinamas);
- teikiama PVM apmokestinama žemė, t. y. žemė statyboms, žemė kartu su naujais pastatais ar statiniais ar jų dalimis, taip pat nauji pastatai ar statiniai bei jų dalys (šiuo atveju teikiamas turtas visada apmokestinamas PVM).

Pasirinkimas galioja 24 mėn. visiems atitinkamiems sandoriams (pasirinkimo skaičiuoti PVM deklaravimo taisyklės patvirtintos VMI prie FM viršininko 2004 m. kovo 1 d. įsakymu Nr. VA-26). Kaip matyti iš Lietuvos praktikos, netiesioginės nekilnojamojo turto plėtros paramos priemonės, tokios kaip PVM lengvatos ar nuolaidos, čia nėra įtvirtintos, tad investuotojai į nekilnojamąjį turtą (taip pat ir į žemę) negali naudotis valstybės lengvatomis.

Pastaruoju dešimtmečiu, finansuojant būsto rinkos plėtrą išsivysčiusiose šalyse, pastebimas ženklus poslinkis nuo į nekilnojamojo turto statytoją ar vystytoją orientuotų subsidijų prie į vartotoją orientuotų subsidijų (Kemp, 1990; Yates, 2012; Wieser, Mundt, 2014). Ankstesniu

laikotarpiu, ypač iki 2007–2008 m. pasaulinės finansų krizės, subsidijos statytojams buvo laikomos nediskriminacinėmis, nors ir neefektyviomis bei mažesnės vertės nei būsto atnešama nauda, kadangi finansuojant būsto statybas ar įsigijimą buvo laikomasi politikos, jog šio finansavimo tikslas yra paremti labiausiai paramos reikalaujančius namų ūkius. Kadangi daugelis Europos šalių nekilnojamojo turto finansavimui skiria daugiausia skolintas lėšas, būsto subsidijų teikimui tenka podukros vaidmuo. Vis dėlto, kaip pastebi Wieser ir Mundt (2014), valstybinės subsidijos būstui yra nepakankamai vertinamos ekonominiu požiūriu, nėra atsižvelgiama į taikomas mokesčių lengvatas, sumažintą pridėtinės vertės mokestį, atleidimus nuo nekilnojamojo turto ir kapitalo sukurto pelno mokesčių. Autorių (Wieser ir Mundt, 2014) skaičiavimais, bendra valstybės parama būsto finansavimui siekia daugiau nei 3 proc. BVP šalyse, kuriose tikslinė būsto politika yra pagrįsta būsto pašalpomis ir mokesčių lengvatomis (analizuotu atveju – Jungtinėje Karalystėje, Prancūzijoje ir Nyderlanduose), tuo tarpu šalyse, kuriose būsto politika daugiau remiasi tiekėjų subsidijavimu (pvz., Austrijoje ir Čekijoje), bendra valstybės parama siekia apie 2 proc. BVP. Šis ryšys išryškina reikšmingą valstybinių subsidijų vaidmenį, formuojant bendrąją nacionalinę būsto rinką Europoje. Remiantis „Eurostat“ duomenų bazės statistika (2016), valstybinės išlaidos būsto ir komunalinių paslaugų subsidijavimui Lietuvoje sudaro tik 0,3 proc. BVP. Tai rodo, kad būsto subsidijavimo politika mūsų šalyje yra labai nežymi.

Būsto subsidijavimą Lietuvoje reglamentuoja LR paramos būstui įsigyti ar išsinuomoti įstatymas Nr. XII-1215, priimtas 2014 m. spalio 9 d. Remiantis šio įstatymo 6 str., parama būstui įsigyti teikiama valstybės iš dalies kompensuojamų būsto kreditų gavėjams teikiant subsidijas valstybės iš dalies kompensuojamo būsto kredito daliai apmokėti. Pagal minėto įstatymo 13 str. subsidijos teikiamos:

- be tėvų globos likusiems asmenims, iki jiems sukanka 35 m., ar jų šeimoms (apmokama 20 proc. suteikto valstybės iš dalies kompensuojamo būsto kredito ar kredito likučio sumos);
- šeimoms, auginančioms 3 ar daugiau vaikų (įvaikių) (apmokama 20 proc. suteikto valstybės iš dalies kompensuojamo būsto kredito ar kredito likučio sumos);
- neįgaliesiems arba šeimoms, kuriose yra neįgaliųjų (apmokama 20 proc. suteikto valstybės iš dalies kompensuojamo būsto kredito ar kredito likučio sumos);
- jaunos šeimoms, auginančioms 1 ar daugiau vaikų (įvaikių), kuriose vienas iš tėvų yra miręs (apmokama 10 proc. suteikto valstybės iš dalies kompensuojamo būsto kredito ar kredito likučio sumos).

Teisę į paramą būstui įsigyti, remiantis įstatymo 8 str., turi asmenys, kurie įsigyja pirmą tinkamą būstą LR teritorijoje arba atitinka vieną iš šių sąlygų:

a) neturi būsto nuosavybės teise pastaruosius 5 m. ir iki prašymo suteikti paramą būstui įsigyti pateikimo dienos nebuvo pasinaudoję šia paramos forma;

b) turi ar turėjo nuosavybės (bendrosios nuosavybės) teise būstą, kurio naudingasis plotas (visų LR nuosavybės teise turimų ir (arba) vienu metu turėtų būstų naudingųjų plotų suma), tenkantis (tenkanti) vienam asmeniui ar šeimos nariui, yra mažesnis (mažesnė) kaip 14 kv. m, arba turimas būstas, neatsižvelgiant į jo naudingąjį plotą, Nekilnojamojo turto kadastro duomenimis, yra fiziškai nusidėvėjęs daugiau kaip 60 proc. Parama teikiama būstui įsigyti arba nuosavybės teise turimam būstui rekonstruoti;

c) neįgalusis ar šeima, kurioje yra neįgalusis, nuosavybės teise turi būstą, nepritaikytą neįgaliųjų poreikiams. Parama teikiama tik nuosavybės teise turimam būstui rekonstruoti, pritaikant neįgaliųjų poreikiams.

Asmenų, norinčių gauti valstybės paramą būstui *įsigyti*, už kalendorinius metus deklaruotas turtas ir pajamos iki prašymo suteikti paramą pateikimo dienos pagal LR paramos būstui įsigyti ar išsinuomoti įstatymo 11 str. negali viršyti šių dydžių:

- asmens be šeimos grynosios metinės pajamos negali viršyti 88 valstybės remiamų pajamų (toliau – VRP) dydžių, o turtas – 129 VRP dydžių;
- dviejų ar trijų asmenų šeimos grynosios metinės pajamos negali viršyti 123 VRP dydžių, o turtas – 262 VRP dydžių;
- keturių ar penkių asmenų šeimos grynosios metinės pajamos negali viršyti 148 VRP dydžių, o turtas – 349 VRP dydžių;
- šešių ar daugiau asmenų šeimos grynosios metinės pajamos vienam asmeniui negali viršyti 25 VRP dydžių, o turtas vienam asmeniui – 83 VRP dydžių.

Asmenų, norinčių gauti valstybės paramą būstui *išsinuomoti*, už kalendorinius metus deklaruotas turtas ir pajamos iki prašymo suteikti paramą pateikimo dienos negali viršyti šių dydžių:

- asmens be šeimos, gyvenančio Vilniaus miesto ar rajono, Kauno miesto ar rajono, Klaipėdos miesto ar rajono, Palangos miesto ar Neringos savivaldybėje, grynosios metinės pajamos negali viršyti 38 VRP dydžių, o turtas – 93 VRP dydžių; asmens be šeimos, gyvenančio kitoje savivaldybėje, grynosios metinės pajamos negali viršyti 32 VRP dydžių, o turtas – 56 VRP dydžių;
- dviejų ar trijų asmenų šeimos, gyvenančios Vilniaus miesto ar rajono, Kauno miesto ar rajono, Klaipėdos miesto ar rajono, Palangos miesto ar Neringos savivaldybėje, grynosios metinės pajamos negali viršyti 76 VRP dydžių, o turtas – 168 VRP dydžių;

dviejų ar trijų asmenų šeimos, gyvenančios kitoje savivaldybėje, grynosios metinės pajamos negali viršyti 63 VRP dydžių, o turtas – 112 VRP dydžių;

- keturių ar daugiau asmenų šeimos, gyvenančios Vilniaus miesto ar rajono, Kauno miesto ar rajono, Klaipėdos miesto ar rajono, Palangos miesto ar Neringos savivaldybėje, grynosios metinės pajamos vienam asmeniui negali viršyti 22 VRP dydžių, o turtas vienam asmeniui – 75 VRP dydžių; keturių ar daugiau asmenų šeimos, gyvenančios kitoje savivaldybėje, grynosios metinės pajamos vienam asmeniui negali viršyti 19 VRP dydžių, o turtas vienam asmeniui – 56 VRP dydžių.

Savivaldybės būsto, socialinio būsto nuomos mokesčių ir būsto nuomos ar išperkamosios būsto nuomos mokesčių dalies kompensacijos dydžiai yra apskaičiuojami pagal metodiką, patvirtintą LR Vyriausybės nutarimu „Dėl savivaldybės būsto, socialinio būsto nuomos mokesčių ir būsto nuomos ar išperkamosios būsto nuomos mokesčių dalies kompensacijos dydžio apskaičiavimo metodikos ir bazinio būsto nuomos ar išperkamosios būsto nuomos mokesčių dalies kompensacijos dydžio perskaičiavimo koeficiento patvirtinimo“, kuris įsigaliojo 2015 m. gegužės 1 d.

Remiantis LR socialinės apsaugos ir darbo ministerijos (2018) informacija, valstybės iš dalies kompensuojamų būsto kreditų suma gali būti:

- 53 tūkstančiai eurų arba ekvivalentas kita valiuta – asmeniui be šeimos;
- 87 tūkstančiai eurų arba ekvivalentas kita valiuta – dviejų ar daugiau asmenų šeimai;
- 35 tūkstančiai eurų arba ekvivalentas kita valiuta – nuosavybės teise turimam būstui rekonstruoti, neatsižvelgiant į asmens šeimines padėtį.

Asmuo, norintis gauti valstybės iš dalies kompensuojamą būsto kreditą, turi kreiptis į savivaldybę, kurioje jis yra deklaravęs savo gyvenamąją vietą, ir kredito įstaigai pristatyti savivaldybės išrašytą nustatytos formos pažymą apie tai, kad jis gali pretenduoti į subsidiją. Statistiniai duomenys apie asmenų (šeimų), kuriems suteiktos subsidijos valstybės iš dalies kompensuojamo būsto kredito daliai arba kredito likučiui apmokėti, skaičių bei suteiktų subsidijų sumas penkių didžiausių šalies miestų savivaldybėse (Vilniaus, Kauno, Klaipėdos, Šiaulių ir Panevėžio) laikotarpiu nuo 2017 m. sausio 1 d. iki 2017 m. birželio 30 d. pateikiami 6 lentelėje.

6 lentelė

Statistiniai duomenys apie valstybės subsidijų iš dalies kompensuojamo būsto kredito daliai arba kredito likučiui apmokėti paskirstymą Vilniaus, Kauno, Klaipėdos, Šiaulių ir Panevėžio miestų savivaldybėms 2017 m. sausio 1 d. – birželio 30 d.

Savivaldybė	Asmenų (šeimų) skaičius	Suteiktų subsidijų suma, eurai
Vilniaus	4	22808,34
Kauno	16	78190,14

Klaipėdos	3	16563,70
Šiaulių	4	11628,04
Panevėžio	8	28283,19

Šaltinis: LR socialinės apsaugos ir darbo ministerija, 2018.

Kaip matyti iš 6 lentelės, iš didžiausių penkių Lietuvos miestų savivaldybių subsidijos kompensuojamo būsto kredito daliai ar kredito likučiui apmokėti teikiamos Kauno miesto savivaldybėje. Tačiau bendras subsidijas gavusių asmenų (šeimų) skaičius yra itin mažas. Tai rodo, jog būsto subsidijavimo politika Lietuvoje yra vangi, subsidijos teikiamos tik labiausiai socialiai remtiniams asmenims (našlaičiams, daugiavaikėms ir invalidų šeimoms). Subsidijų išdavimo sistema gana sudėtinga, subsidijas gauti norintys asmenys turi pateikti savivaldybėms pažymą apie šeimos sudėtį, pajamų ir turto deklaracijas, turto vertę ir kt. Taigi, reikia kreiptis į daug skirtingų institucijų („Sodra“, Valstybinę mokesčių inspekciją, Registrų centrą, socialinės apsaugos skyrių ir kt.), o pateikus duomenis laukti, ar prašymas skirti subsidijas bus patenkintas. Visa tai riboja šalies nekilnojamojo turto rinkos plėtrą.

Nors teorinio modelio, kuris leistų tiksliai įvertinti valstybės paramos įtaką būsto sektoriui, vis dar nėra (o toks modelis būtų labai vertingas), pastangas sukurti tokį modelį riboja gana platus veiksmų spektras:

1. Vidinis nacionalinių būsto subsidijavimo sistemų vangumas ir sudėtingumas (kai subsidijos teikiamos tik labiausiai socialiai remtiniams asmenims (šeimoms), o norint gauti subsidiją būstui, reikia kreiptis į tuziną skirtingų kanalų) daro valstybinį būsto finansavimą sunkiai prieinamą piliečiams.
2. Ekonominis būsto subsidijavimo programų efektyvumas priklauso nuo daugelio veiksmų, įskaitant ir pačios subsidijavimo sistemos decentralizacijos laipsnį, hipotekų rinkos išsivystymo lygį, bankų sistemos svarbą bei būsto rinkų reguliavimo politiką.

Tradicinės nekilnojamojo turto viešojo finansavimo priemonės yra obligacijų, skolos komercinių vertybinių popierių leidimas, pradinių viešųjų pasiūlymų teikimas, teisių į tam tikro nekilnojamojo turto valdymą suteikimas, akcijų turto finansavimui persikirstymas, nekilnojamojo turto pardavimo–grąžinimo mechanizmų naudojimas bei valstybinis subsidijavimas. Pagrindinė problema, įžvelgiama viešuosiuose investicijų į nekilnojamąjį turtą finansavimo mechanizmuose, yra ta, kad didėjant rinkos rizikos lygiui, tik labai maža dalis viešojo sektoriaus subjektų yra pajėgūs išleisti papildomomis garantijomis neparemtus aukšto reitingo skolos vertybinius popierius. Iš dalies šią problemą padeda spręsti nekilnojamuoju turtu laiduotų vertybinių popierių (ABS), komercinių hipotekomis laiduotų vertybinių popierių (CMBS) bei su nekilnojamuoju turtu susietų išvestinių finansinių priemonių leidimas. Tačiau pažymėtina, kad ABS ir CMBS išleidimas

sumažina juos išleidusio subjekto lankstumą valdant savo apsaugotą portfelį. Be to, leidžiant obligacijas bei komercinius vertybinius popierius ar didinant jų kreditingumą, patiriama papildomų kaštų. Su nekilnojamoju turtu susietos išvestinės finansinės priemonės nėra itin populiarios dėl jų apyvartos skaidrumo trūkumo bei sudėtingo informacijos prieinamumo. Teikiant valstybės subsidijas, pastebimas poslinkis nuo statytojo / vystytojo į vartotoją. Tačiau valstybės paramos įtaką nekilnojamojo turto rinkos plėtrai įvertinti yra gana sunku dėl pačių subsidijavimo sistemų sudėtingumo bei sunkumų, apskaičiuojant subsidijavimo programų efektyvumą.

3.2.3. Inovatyvūs nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai

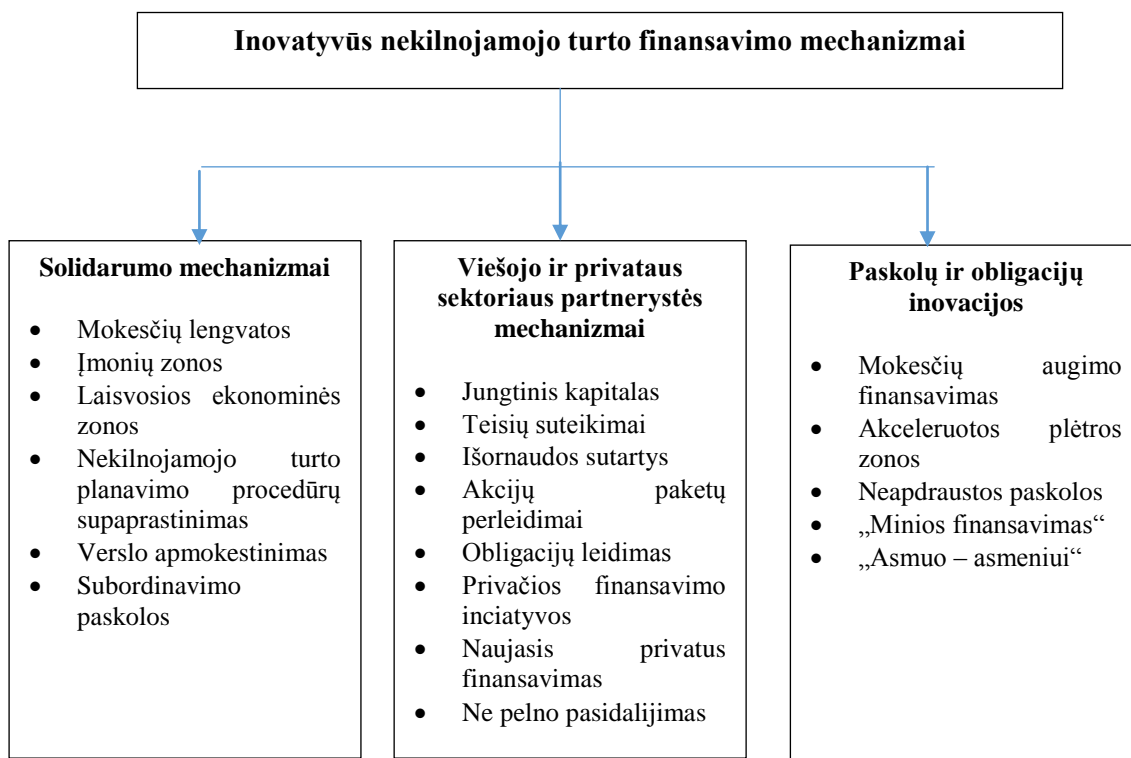
Siekiant tvarkytis sudėtingomis šiuolaikinės ekonomikos sąlygomis, realus nekilnojamojo turto finansavimas daugiausia yra grindžiamas paskolomis ir dotacijomis (Bilal ir Kratke, 2013). Tačiau ši finansavimo forma yra nelanksti – paskolos gavimo iš banko procesas yra gana ilgas, turint omenyje projekto parengimą, reikalingos dokumentacijos, garantijų ir užstatų bankui pateikimą, svarstymo laikotarpį ir pan. Be to, jeigu valstybėje laikomasi paskolų išdavimo ribojimo politikos (o tokia politika įsivyravo silpnesnės ekonomikos šalyse, įskaitant ir Lietuvą, po 2007–2008 m. finansų krizės, iki kurios pernelyg laisvas paskolų dalijimas į kairę ir į dešinę, dažnai net nepatikrinus skolininko realaus mokumo, sukėlė skaudžių nemokumo problemų bei turto nusavinimo atvejų), nėra jokių garantijų, kad paskola bus suteikta iš viso. Norint gauti valstybės dotacijas, procesas yra dar ilgesnis, kadangi, be projekto parengimo, subjektas (fizinis ar juridinis) – pretendentas į dotacijas dar turi laimėti konkursą šioms dotacijoms gauti (paprastai dotacijų lėšos valstybėje yra ribotos, ir suteikiamos konkurso tvarka perspektyviausiems, ekonomiškiausiems, aktualiausiems ir pan. projektams).

Todėl, skirtingai nei tradiciniai finansavimo būdai, naujoviški nekilnojamojo turto plėtros finansavimo mechanizmai yra skirti ne tik lėšoms suteikti, bet ir pasidalyti riziką tarp projekte dalyvaujančių subjektų (savininko, investuotojo, finansų institucijų, valstybės, tarptautinių organizacijų ir kt.) bei užtikrinti didesnę finansavimo lankstumą (Carter, 2006).

Rizika yra vienas iš pagrindinių komponentų, kuriant finansų mechanizmus, taip pat ir modernios kartos finansų mechanizmus (Bartke, 2013). Nepaisant galimybių, siūlomų modernaus finansavimo stambiams projektams, šiuose mechanizmuose taip pat svarbus yra rizikos veiksnys, tad riziką ir čia reikia vertinti kartu su potencialia finansine grąža iš projekto. Kaip pažymi Squires et al. (2016), daugelis finansinių mechanizmų nekilnojamojo turto rinkoje, tokių kaip vertės fiksavimo obligacijų mechanizmai (angl. *value capture bond mechanisms*), apima inovatyvią riziką, kai rizika nėra itin didelė, tačiau pagrįstas atsargumas yra reikalingas (Squires, 2012). Nors bendraja

prasme nekilnojamojo turto plėtra gali būti rizikinga, rizika čia gali būti sušvelninta, padidinus finansinių investicijų diversifikavimo laipsnį (Harvard, 2013). Be to, investuotojo motyvacija uždirbti pelną veikia kaip akstinas tolesnei plėtrai, kad ir kuriuo būdu rizika būtų valdoma (Weber, 2002). Pasitelkus racionalias rizikos valdymo priemones, ilgalaikis ir stabilus finansų vystymasis didelės apimties nekilnojamojo turto projektuose turi būti formuojamas efektyviai, t. y. atsižvelgiant tiek į riziką, tiek į pelno veiksnį.

Inovatyvus nekilnojamojo turto finansavimas gali būti vykdomas naudojant solidarumo, viešojo ir privataus sektoriaus partnerystės (angl. *public-private partnership*) bei paskolų ir obligacijų inovacijų mechanizmus (Grishankar, 2009 ir kt.). Inovatyvių nekilnojamojo turto mechanizmų bei jiems priskirtinų priemonių detali schema pateikiama 13 pav.



13 pav. Inovatyvūs nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai

Šaltinis: sudaryta autorės.

Iš solidarumo priemonių visų pirma pažymėtinos įvairios mokesčių lengvatos, kurios yra laikomos modernaus finansavimo mechanizmu, jeigu palaipsniui skatina nekilnojamojo turto rinkos vystymąsi (Williams ir Boyle, 2012). Atleidimo nuo mokesčių sistemos, tokios kaip įmonių zonų kūrimas, laisvosios ekonominės zonų kūrimas ir pan., pasitarnauja kaip stimulas steigti verslą bei plėsti esamą verslą (Squires, Hall, 2013; Birch, Squires, 2014). Finansinės paskatos gali būti įvairios: nuo verslo mokesčių sumažinimo iki supaprastintų planavimo procedūrų, skirtų kaštų

sumažinimui (HMSO, 2014). Didelė dalis Europos savivaldybių konkuruoja dėl naujų investicijų, nustatydamos ir išlaikydamos žemės mokesčius dirbtinai žemus. Be to, pasirinktos dirbtinės mokesčių lengvatos, skirtos investuotojų, plėtros projekto vykdytojų bei gyventojų motyvavimui, gali labai pasitarnauti, gerinant miestų fizinę ir ekonominę aplinką (Williams ir Boyle, 2012). Šiomis mokesčių lengvatomis pagrįstos priemonės privalo derėti su aiškiu planavimu, reguliavimo ir biudžeto valdymo mechanizmais, ypač atsižvelgiant į tai, jog mokestinės priemonės gali smarkiai skirtis tiek nacionalinėje, tiek vietinėje mokesčių struktūroje (Squires, 2013).

Kita vertus, nekilnojamojo turto finansavimui gali būti taikomi verslo apmokestinimo priedai. Šis mechanizmas leidžia miestams vykdyti infrastruktūros projektus ir juos finansuoti per verslui taikomus mokesčius šalia nacionalinių verslo mokesčių (Harrison, Marshall, 2007). Verslo mokesčių urbanistinei plėtrai fondai yra kaupiami ir laikomi lokaliai bei naudojami specifinių plėtros projektų finansavimui, kartu sujungiant vietinės valdžios ir vietinio verslo lėšas. Kitos naujoviškos finansavimo formos yra projekto vystytojo indėlis ir planuojama nauda, t. y. vystymo mokesčiai, tokie kaip įtakos mokesčiai (angl. *impact fees*) ar infrastruktūros rinkliavos, pavyzdžiui, bendruomenės infrastruktūros rinkliavos (Lord, 2009).

Galiausiai kaip atskirą solidarumo mechanizmo priemonę galima paminėti kai kurias valstybės paskolų rūšis, tokias kaip subordinuotos paskolos. Subordinuotos paskolos gali užpildyti finansų spragas tarp paskolų ir turto. Šios paskolos gali būti gražinamos, kai projektas vyksta taip, kaip tikėtasi, ir projekto rezultatai leidžia valstybės institucijoms gauti dalį pajamų iš projekto palūkanų pavidalu (PriceWaterhouse Coopers, 2011).

Partnerystė tarp viešojo ir privataus sektorių yra laikoma vienu iš moderniausių būdų, finansuojant nekilnojamojo turto plėtrą. Tokio pobūdžio partnerystė palengvina viešojo biudžeto suvaržymus bei padeda pagerinti viešųjų paslaugų kokybę, tuo pačiu skatinant inovacijas ir optimizuojant rizikos pasidalijimą (Liu ir Wilkinson, 2014). Viešojo ir privataus sektorių partnerystė apima didelę įvairovę susitarimų, pradedant privačia finansų iniciatyva, jungtiniu kapitalu ir teisių suteikimais ir baigiant išorinės sutartimis bei akcijų paketų pardavimais (McQuaid, Scherrer, 2008). Viešojo ir privataus sektorių partnerystės finansavimas, kaip nekilnojamojo turto rinkos plėtros forma, yra įprasta priemonė, naudojama šalyse, kuriose privataus sektoriaus schemas turi ilgalaikius įsipareigojimus, kuriuos reikia suderinti su ilgalaikiu turto. Iblher ir Lucius (2003) tyrimo duomenimis, jungtinio kapitalo paklausa Vokietijos rinkoje auga, ir šis augimas siejamas su nekilnojamojo turto paklausos didėjimu didžiuosiuose Vokietijos miestuose. Jungtinio kapitalo mechanizmas taip pat dažnai naudojamas, kai tarp bendradarbiaujančių institucijų metams bėgant užsimezga glaudūs ryšiai. Pagrindinis šio mechanizmo privalumas – atsakomybės pasidalijimas.

Kaip dar vieną inovatyvių nekilnojamojo turto finansavimo priemonių naudojimo pavyzdį galima pateikti „Lammenschans“ nekilnojamojo turto plėtros projektą Leiden mieste (120000 gyventojų), Vakarų Nyderlanduose. Turto geografinė vieta buvo pietinis Leiden miesto pakraštys, šalia geležinkelio stoties. Miesto savivaldybė sukūrė strategiją, pagal kurią projekto plotas buvo suskirstytas į skirtingų pastatų kompleksus, ir žemės naudojimas šiuose kompleksuose buvo apribotas. Teritorija turėjo būti pertvarkyta į mišraus naudojimo žemės pogrūpius, tarp kurių nustatytuose žemės plotuose turėjo būti statoma ir mokykla, gyvenamieji pastatai (studentų bendrabučiai, butai), mažmeninės prekybos centrai, parkai ir aikštės, pramoniniai pastatai bei paslaugų centrai. Esamieji žemės savininkai bei projektu besidominčios nekilnojamojo turto plėtros kompanijos ėmėsi iniciatyvos apsaugoti savo finansus bei susiderėti dėl žemės nuosavybės ribų. Inovatyvus finansų požiūriu dalykas šiame projekte buvo žemės perplanavimo finansavimo modelio bei miesto žemės perplanavimo modelio naudojimas (van der Krabben, Needham, 2008). Minėti modeliai yra viešojo planavimo instrumentai, priderinti siekiant sumažinti nekilnojamojo turto projekto riziką bei sukurti potencialią grąžą iš turto vertės privačios nuosavybės savininkams ir projekto vystytojams (van der Krabben, Heurkens, 2015). Remdamiesi šiuo mišriu nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmu, žemės savininkai pakeitė savo nuosavybės teises – jie įgavo teises keisti žemės paskirtį, t. y. panaudoti žemę statyboms pagal numatytą projektą. Vėliau žemės teisės buvo perleistos savivaldos subjektui. Ši finansinė inovacija leido nuosavybės savininkams dalyvauti viešai kontroliuojame regiono vystymo projekte. Po „Lammenschans“ nekilnojamojo turto plėtros projekto ši inovacija tapo plačiau naudojama žemės paskirties ir regionų plėtros projektų vykdymui kaip priemonė, leidžianti žemės savininkams ir nekilnojamojo turto plėtros vykdytojams atgaivinti merdinčias teritorijas. Partnerystės tarp viešojo ir privataus sektorių iniciatyvos kartais yra finansuojamos obligacijomis, dažniausiai susietomis su tam tikrais indeksais (šios obligacijos dar vadinamos su indeksais susieta skola), ir sukelia jų turėtojams potencialiai didelę infliacijos riziką (Europos viešojo ir privataus bendradarbiavimo ekspertizės centras, 2010). Žemės sklypų perskirstymo praktika, vykdoma savivaldybių, siekiant išjudinti tam tikrus žemės sklypus iš sąstingio, gali pasitarnauti šio tipo partnerysčių sudarymui (van der Krabben, Heurkens, 2015).

Analizuojant viešojo ir privataus sektoriaus bendradarbiavimo mechanizmus, galima paminėti ir partnerystes tarp užsienio institucinių turto fondų bei privačių plėtros paskolų teikėjų. Pasak Squires et al. (2016), pastarasis mechanizmas tinka gyvenamosios paskirties būsto nuomos projektams, didelės apimties nekilnojamojo turto plėtros projektams, infrastruktūros projektams, t. y. didelė dalis institucijų galėtų būti pritrauktos investuoti į tam tikrą turto klasę, siūlant joms stabilią, ilgalaikę, mažos rizikos grąžą, kuri nekoreliuotų su kitų turto klasių grąža. Nesvarbu, ar nekilnojamojo turto ciklas auga, ar lėtėja, didelės apimties projektams yra būdinga ilgesnė

įgyvendinimo fazė, tad reikia laiko, kad pasirinkus tikslingus investavimo skatinimo stimulus, būtų pašalintas galimas rinkos neefektyvumas. Finansinės inovacijos gali padėti „užrakinti“ turto vertę įvairiose projekto plėtros stadijose (pvz., įsigyjant žemę, pradėdant ir baigiant statybas ir pan.). galima ginčytis, kad finansų paskirstymas įvairioms projekto vykdymo stadijoms yra „ilgas reikalas“ ir kad ilgojo laikotarpio investicijos yra palankesnės, vykdamas stambius projektus, finansuojamus institucinių investuotojų. Tačiau institucinio finansavimo ieškoma tada, kai ryšiai su bankais tampa sudėtingi, ir ilgojo laikotarpio skolinimosi apribojimai tampa pernelyg griežti.

Privačios finansavimo iniciatyvos, kaip inovatyvaus mechanizmo, taikymas yra ganėtinai ginčytinas, kadangi privati finansavimo iniciatyva yra siejama su didelės rizikos, susijusios su statybomis ir veikla, perkėlimu privačiam sektoriui, remiantis tik argumentu, kad privatus sektorius neva geriau geba valdyti šio tipo riziką (Adair et al., 2011). Paslaugos yra teikiamos sutarties pagrindu tarp privataus konsorciumo ir įgaliotos valstybės institucijos. Kaip ir partnerystės tarp viešojo ir privataus sektorių atveju, privačios finansavimo iniciatyvos gali pasiūlyti vertę už pinigus, paskirstyti riziką bei padidinti bendrąjį privataus sektoriaus efektyvumą (Wall ir Connolly, 2009). Privačių finansavimo iniciatyvų finansavimas yra sutvarkomas taip, kad būtų užtikrinta, jog konsorciumo patirti kaštai bus visiškai padengti gautos grąžos ir papildomai bus gautas atsipirkimas palūkanų pavidalu iš skolinto kapitalo ir grąžos iš investicijų (Greenhalgh ir Squires, 2011). Nepaisant pradinių privačių finansavimo iniciatyvų sunkumų, tokių kaip nepakankamas lankstumas veiklos laikotarpiu, šalių vyriausybės pristato šių iniciatyvų pakeitimus, kad atsvertų kai kuriuos šios finansavimo formos trūkumus (HM Treasury, 2012). Dabartinė nauja privačios finansavimo iniciatyvos forma yra privatus finansavimas (vadinamoji PF2 forma). Škotijoje ne pelno pasidalijimas šiuo metu išstūmė privačias finansavimo iniciatyvas. Ne pelno pasidalijimas, kaip pranešama, turi papildomos naudos – ribotą grąžą, o grąžos perteklius reinvestuojamas į valstybinį sektorių, ir taip ne pelno pasidalijimo struktūros valdymo pagrindu atstovaujamas viešasis interesas (Scottish Futures Trust, 2011).

Obligacijų inovacijos bei jų indėlis į nekilnojamojo turto plėtros finansavimą apima mokesčių augimo finansavimą (angl. *tax increment financing (TIFs)*) bei akceleruotos plėtros zonas. Pastarosios tapo itin reikšmingos, finansuojant infrastruktūros projektus (Britanijos nuosavybės federacija, 2008; Webber, 2010). Pavyzdžiui, „BatterSea“ jėgainės projektas Londone pradžioje buvo vykdomas pagal mišrią apgyvendinimo ir komercinės paskirties nekilnojamojo turto plėtros schemą. Jis buvo finansuojamas tradiciniu skolų ir turto derinimo principu, gaunant lėšas iš užsienio investuotojų, pensijų fondų bei tarptautinių bankų. Kartu su pastatais buvo finansuojama ir transporto infrastruktūros plėtra, tačiau jos finansavimui pasirinktas privataus ir viešojo sektoriaus partnerystės bendradarbiavimo mechanizmas, kuris tuo metu atrodė gana pažangus. „Batter Sea“

projekto atvejis parodė, kad projektas nebuvo sėkmingas: jis sustabdytas 1983 m. Vėliau keitėsi jėgainės savininkai, bankroto administratoriai, ir visa tai vyko iki 2006-ųjų, kai 750000 kv. m plotas su 600 namų ir komercinių erdvių buvo parduotas už 400 milijonų svarų Airijos nekilnojamojo turto plėtros kompanijai „Treasury Holdings“. Projektas buvo vėl nutrauktas 2011-aisiais, kai kompanija „Treasury Holdings“ perėmė jo administravimą, palikdama Nacionalinę turto valdymo agentūrą (angl. *National Asses Management Agency – NAMA*) vienintele šio nekilnojamojo turto savininke. 2012 m. rugsėjį nuosavybė buvo perleista Malaizijos konsorciumui „SP Setia“, ir nuo šio momento projekto plėtrai pradėti taikyti modernūs finansavimo mechanizmai. Turėdamas nesąlyginę nuosavybės teisę, konsorciumas „SP Setia“ suformavo specialią „Battersea“ jėgainės plėtros kompaniją, kuri ėmėsi vietovės atgaivinimo darbų, vykusių etapais 12 m. laikotarpiu. Bendroji nekilnojamojo turto atgaivinimo darbų vertė apytikriai siekė 8 milijardus Didžiosios Britanijos svarų (Squires et al., 2016). Iš modernių finansavimo būdų buvo pasirinktas mokesčių augimo finansavimo būdas, kadangi jis leido suderinti kaštus ir grąžą, padidinant nuosavybės vertę bei fiksuojant bet kokių patobulinimų vertę. „Battersea“ projekte naudotas finansinis modelis daugiausia buvo orientuotas į gyvenamųjų namų dalį – buvo siekiama, kad gyvenamųjų namų pardavimų pajamos taptų lėšų šaltiniu kitų projekto etapų finansavimui. Dabartiniu metu pajamos iš gyvenamųjų namų pardavimo ir eksploatacijos yra gaunamos ir dėl Londono būsto rinkos gyvybingumo. Tolesniam finansavimui Viešojo sektoriaus paskolų valdyba (angl. *Public Sector Loans Board*) garantavo suteikti 1 milijardo vertės paskolą transporto ryšio iki Londono finansavimui. Tikimasi, kad šis finansavimas atsipirks nustačius įtakos mokesčius – tokiu būdu bus išplėsta Šiaurinė metro linija (Squires et al., 2016).

Coleman (2009), Medda (2012) savo darbuose nagrinėja vertės padidėjimo mokestį (angl. *Betterment tax*) ir prieinamumo pagerinimo įmoką (angl. *Accessibility increment contribution*).

Nekilnojamojo turto pagerinimas yra nekilnojamojo turto vertės padidėjimas, sąlygotas viešųjų sprendimų ar intervencijų. Toks pagerėjimas gali būti susijęs su įvairių apribojimų sklypui panaikinimu, žemės sklypo paskirties pasikeitimu, pakeitus bendrąjį planą ar pagerinus susisiekimo ar komunalinių paslaugų infrastruktūrą. Norint išvengti nepelnyto turto savininko pasipelnymo iš tokio vertės padidėjimo bei kompensuoti valstybei ar bendruomenei dalį kaštų, išleistų infrastruktūrai gerinti, ar tiesiog gražinti dalį vertės padidėjimo, toks pagerinimas yra apmokestinimas vertės padidėjimo mokesčiu (angl. *Betterment tax*).

Coleman, Grimes (2009) aptaria du pagerinimo scenarijus – infrastruktūros pagerinimą ir žemės paskirties keitimą, pavyzdžiui, iš žemės ūkio į gyvenamosios paskirties žemę. Žemės vertės padidėjimas vadinamas pagerinimu. Coleman, Grimes (2009) siūlo abu apmokestinti – bendrąjį žemės mokestį ir papildomą (angl. *Incremental*) žemės mokestį.

Medda (2012) visus fiskalinius instrumentus, kurie nukreipia būsimas pajamas finansuoti dabartines išlaidas, jungia į vieną grupę, vadinamą prieinamumo pagerinimo įmoka (angl. *Accessibility increment contribution*). Šie įrankiai skirti vystyti miesto teritorijoms, kuriose susisiekimas yra prastas; jų tikslas yra viešais pagerinimais sukurti atitinkamos vietovės ekonomikos augimą.

Paskolų ir obligacijų mechanizmai, tiek fiksuojant vertę, tiek kitais atvejais yra dažniau naudojami nekilnojamojo turto plėtrai, norint pritraukti privačias investicijas į gerai funkcionuojančias kapitalo rinkas, kadangi obligacijas leidžia instituciniai investuotojai, tokie kaip pensijų fondai su ribota rizika ir stabilia grąža (Merk et al., 2012; Squires ir Moate, 2012; Ellison et al., 2015). Vadinamasis neapdraustų paskolų finansavimas yra skolų ir turto finansavimo hibridinė forma, kuri suteikia skolintojui teisę pareikšti savo nuosavybės ar turtinius interesus skolininko įsipareigojimų nevykdymų atveju tik po to, kai yra įvykdyti įsipareigojimai jungtinio kapitalo įmonėms ir vyresniesiems skolintojams. Neapdraustų paskolų finansavimas dažniausiai vykdomas, nereikalaujant iš skolininko pusės jokio turto įkeitimo. Ši finansavimo forma yra laikoma turtu įmonės balanso struktūroje.

Norėdama pritraukti neapdraustų paskolų finansavimą, įmonė paprastai turi pagrįsti savo reputaciją, istorinį pelningumą, verslo plėtros planus ir pan. Neapdraustų paskolų palūkanų norma gali svyruoti nuo 12 iki 20 proc., tad grąža didelės rizikos sąlygomis taip pat yra gana didelė. Neapdraustomis paskolomis dažniausiai finansuojama ta kapitalo dalis, kurią investuotojai priešingu atveju turėtų pateikti turtu. Pavyzdžiui, privataus turto įmonė perka 200 milijonų vertės verslą. Vyresnieji skolintojai sutinka skirti 150 milijonų eurų. Tad privataus turto įmonei lieka padengti likusią 50 milijonų eurų dalį. Įmonė gali nuspręsti skirti tam 20 milijonų eurų nuosavo turto, o 30 milijonų eurų finansuoti nepadraustomis paskolomis. Pasitelkdama šio tipo paskolas, perkančioji įmonė subalansuoja savo grąžą įdėdama mažiau nuosavo kapitalo.

Neapdraustų paskolų finansavimo forma turi ir savų privalumų, ir trūkumų. Privalumai skolintojams yra tie, kad skolintojai gali įgyti tam tikrą verslo turto dalį ar garantijų perkant turtą vėliau. Tai gali ženkliai padidinti investuotojo grąžos iš investicijų rodiklį. Be to, skolintojas gauna reguliarias palūkanas (mėnesio, ketvirčio ar metų). Pavyzdžiui, korporacija „Triangle Capital Corporation“ uždirba iki 19 proc. metinių palūkanų nuo kiekvienos suteiktos neapdraustos paskolos. Tad šios korporacijos grąžos iš investicijų rodiklis yra daug aukštesnis nei palūkanos už vyriausybės vertybinius popierius, kurios paprastai būna apie 2 proc. Skolininkai teikia pirmenybę neapdraustoms paskoloms, kadangi sumokėtos palūkanos yra išskaičiuojamos iš apmokestinamojo pelno. Be to, neapdraustų paskolų finansavimo būdas yra lengviau valdomas nei kitos skolų struktūros, kadangi skolininkai gali įtraukti palūkanas į paskolų balansą, o įmonė įgyja daugiau apyvartinio kapitalo. Pavyzdžiui, 2016 m. gegužės mėn. kompanija „Silicon Valley Bank“ suteikė

kompanijai „IPG“ (chirurginių ir implantavimo prietaisų sprendimų lyderei rinkoje) 15 milijonų JAV dolerių vertės neapdraustą paskolą. Tokiu būdu kompanija „IPG“ gavo daugiau apyvartinių lėšų išleisti į rinką papildomų produktų bei sumažinti sveikatos priežiūros paslaugų kaštus savo klientams. Jeigu skolininkas negali nustatyti laiku sumokėti palūkanų, tam tikra sutarta palūkanų mokėjimų dalis gali būti atidėta, o tai ne visada yra įmanoma, imant kitokios rūšies paskolas. Greit augančios kompanijų vertė taip pat sparčiai didėja, tad neapdraustas paskolas vėliau galima restruktūrizuoti į kitų formų paskolas su mažesnėmis palūkanomis. Tačiau nerestruktūrizavus paskolų, ilguoju laikotarpiu sumokama daugiau palūkanų.

Paskolų teikimas galimas ir pasitelkiant vadinamąsias „minios finansavimo“ (angl. *crowd funding*) sistemas. Tai būdas finansuoti tam tikrą projektą ar veiklą, kai lėšos surenkamos iš didelio skaičiaus asmenų. Lėšos gali būti renkamos paštu, renginių metu, per interneto tarpininkus ir pan. „Minios finansavimo“ modelis yra pagrįstas trijų pagrindinių veikėjų – projekto iniciatoriaus, rėmėjų bei tarpininkų (tarpininkavimo platformų, kurios sujungia projekto iniciatorius ir rėmėjus) – dalyvavimu. Apskaičiuota, kad 2015 m. šiuo būdu visame pasaulyje buvo surinkta daugiau nei 34 milijardai lėšų įvairių projektų finansavimui (Barnett, 2015). Finansavimo modelis „asmuo – asmeniui“ (angl. *peer-to-peer*) – tai skolų finansavimo būdas, kuris leidžia asmenims skolinti pinigus ir juos skolintis nesikreipiant į finansų institucijas kaip tarpininkes (Steinisch, 2012). Skolinimasis paprastai vyksta internetu, suderinus skolininkų ir skolintojų interesus. Naudojimosi šiuo metodu privalumas skolintojams yra tas, kad jie gali uždirbti daugiau pajamų iš palūkanų nei tradicinėmis priemonėmis (pvz., laikydami lėšas bankų sąskaitose). Skolininkams tai galimybė gauti lėšų projektams ar veiklai, kurių vykdymui jiems būtų sudėtinga ar brangu gauti lėšų kitais kanalais. Pagrindiniai „asmuo – asmeniui“ metodo trūkumai yra tokie, kad skolintojas turi mažai skolininko patikimumo garantijų. Be to, kai kuriais atvejais mainais už prisiimamą didelę riziką skolintojai gali reikalauti gerokai didesnių palūkanų (Kennard, Bond, 2011).

Gerėjantis ekonominis klimatas bei nekilnojamojo turto vystymosi intensyvėjimas skatina finansų institucijas demonstruoti didesnę norą skolinti lėšas nekilnojamojo turto plėtros finansavimui labiau komerciškai patraukliomis palūkanomis. Tradiciniai ir dabartiniai nekilnojamojo turto plėtros finansavimo mechanizmai nėra drastiškai besiskiriantys savo pobūdžiu, nors pažymėtina, jog modernūs finansavimo mechanizmai yra sudėtingesni ir labiau tarpusavyje persipynę nei tradiciniai finansavimo mechanizmai. Europos šalių praktikoje galima aptikti pavyzdžių, kai lėšos skolinamos labiau turto, o ne skolų finansavimui.

Pagrindinis modernaus nekilnojamojo turto finansavimo bruožas yra paskolų ir garantijų kombinavimas, taip pridėdant vertės tiek žemei, tiek pastatams. Svarbiausios naujovės nekilnojamojo turto finansavimo srityje apima solidarumo mechanizmą, privataus ir viešojo

sektorius partnerystės bei paskolų ir obligacijų inovacijų mechanizmus. Lėšos, sukauptos įvairaus pobūdžio mokesčių ir rinkliavų pavidalu, tapo nekilnojamojo turto plėtros finansavimo dalimi, kaip ir žemės vertės fiksavimas ar mokesčių lengvatos, kurios žada investuotojams į nekilnojamojo turto projektus žemesnius apmokestinimo tarifus. Privataus ir viešojo sektoriaus partnerystės priemonės pasitelkiamos, kai privataus sektoriaus ilgalaikių įsipareigojimų schemas reikia suderinti su ilgalaikiu turtu. Privatus nekilnojamojo turto finansavimas, tiek turint omenyje viešosios ir privačios partnerystės projektus, tiek privačias finansavimo iniciatyvas, leidžia sujungti valstybinio ir privataus sektoriaus lėšas bendram tikslui bei paskirstyti su investicijomis į nekilnojamąjį turtą susijusių riziką. Galiausiai paskolų ir obligacijų inovacijos padeda pritraukti privačias investicijas į gerai organizuotas kapitalo rinkas. Transporto ir žemės vertės fiksavimo integracija taip pat yra finansavimo inovacijų dalis. Laikantis refinansavimo požiūrio, modifikuojami turto plėtros etapai, turto plėtra yra garantuojama padidintais gyvenamojo nekilnojamojo turto pardavimais ir komercinėmis pajamomis.

Apibendrinant galima teigti, kad auga partnerystės tarp privačių užsienio institucinių turto fondų ir privačių plėtros paskolų teikėjų svarba, ypač įgyvendinant stambius nekilnojamojo turto projektus, kuriems reikia plačios infrastruktūros. Finansavimo formų kaita įvairiuose nekilnojamojo turto gyvavimo ciklo etapuose yra itin lanksti finansavimo forma. Vertės fiksavimo finansavimas bei koncentracija į turto vertės padidėjimą gali būti laikoma efektyviu priedu. Nors finansavimas, pagrįstas turto vertės padidėjimo ateityje lūkesčiais, yra gana rizikingas, svarbu pasitelkti priemones rizikai sušvelninti (pvz., fiksuojant turto vertę įvairiuose projekto vykdymo ciklo etapuose). Nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų įvairovė yra svarbi nekilnojamojo turto vystymo sąlyga, kadangi ji leidžia sumažinti investicijų į nekilnojamąjį turtą kaštus ir riziką, sumažinti privalomas vieno subjekto investicijų apimtis bei sutrumpinti investicijoms reikalingą laiką. Kitaip tariant, pasitelkiant modernius nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmus, sukuriamos sąlygos sudaryti efektyvius bei gerai struktūrizuotus nekilnojamojo turto sandorius. Vis dėlto naujoviški nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai ne visada yra laikomi lygiaverte alternatyva tradicinėms finansavimo formoms. Kai kuriais atvejais jie laikomi papildomomis nekilnojamojo turto rinkos plėtros skatinimo priemonėmis.

Kalbant apie Lietuvą, galima teigti, jog paprastai nekilnojamojo turto finansavimas vykdomas bankinių paskolų ar išleidžiamų obligacijų pavidalu. Kitos nekilnojamojo turto finansavimo formos yra nepopuliarios dėl įstatyminės bazės netolygumų, būsto subsidijavimas labai menkas, valstybės lengvatos PVM ar kitos nuolaidos, įsigyjant nekilnojamąjį turtą, nėra įtvirtintos.

4. INVESTAVIMO Į ŽEMĘ, KAIP Į NEKILNOJAMĄJĮ TURTA, SPECIFIŠKUMAS

4.1. Investavimo į žemę, kaip į nekilnojamąjį turta, teoriniai aspektai

XX a. pradžioje aukščiausias pasaulinio kapitalizmo lygmuo sumažėjo dėl įvykusios finansinės krizės (Knuth, 2015). Vienas iš ekonomiškai reikšmingų šios krizės padarinių buvo kapitalo nutekėjimas į ne tokias įprastas investavimo sritis. Suintensyvėjusios investicijos į žemę buvo viena iš tokių sričių. Praėjus dvejiems metams po 2008-ųjų finansų krizės, dirbamosios žemės bei miškų įsigijimų mastas besivystančiose šalyse viršijo 38 milijonus hektarų (Ward et al., 2011; Knuth, 2015). Investicijos į žemę JAV bei kitose industrinėse šalyse taip pat padidėjo, ir tai sąlygojo besitęsiantį žemės kainų kilimą („HighQuest Partners“, 2010).

Atsižvelgiant į investicijų į žemę didėjimo globalines tendencijas, tikslinga ištirti investicijų į žemę tendencijas ir šių investicijų finansavimo galimybes Lietuvoje. Kadangi žemė yra specifinis nekilnojamas turtas, investavimo į žemę tendencijas bei finansinių mechanizmų, skirtų investicijų į žemę finansavimui, prieinamumą tikslinga analizuoti atskirai nuo investicijų į kitas nekilnojamojo turto klases. Šiame monografijos skyriuje pagrindžiamas žemės, kaip nekilnojamojo turto formos, specifiškumas, apžvelgiamos žemės klasės pagal jos paskirtį, pateikiami žemės finansų teorijos pagrindai bei analizuojami investavimo į žemę tikslingumo ir rizikos aspektai.

4.1.1. Žemės, kaip nekilnojamojo turto formos, specifiškumas

Žemės naudojimo pokyčiai pastaruoju metu susilaukia vis daugiau dėmesio tiek globalios aplinkos, tiek ekonomikos diskusijose. Nors nekilnojamas turtas yra apibūdinamas kaip nejudama nuosavybė, tokia kaip žemė, ir viskas, kas ilgalaikiu pagrindu yra susiję su žeme (pvz., pastatai), žemė skiriasi nuo kito nekilnojamo turto tuo, kad ji gali būti savarankiškas investicijų objektas ir be susijusios infrastruktūros (pvz., pastatų), o kitų rūšių nekilnojamas turtas (komercinės, prekybinės ar gyvenamosios paskirties) visada yra susijęs su žeme. Tai reiškia, kad žemė gali iš karto būti naudojama, kai kito nekilnojamojo turto plėtrai pirmiausia reikia turėti žemės.

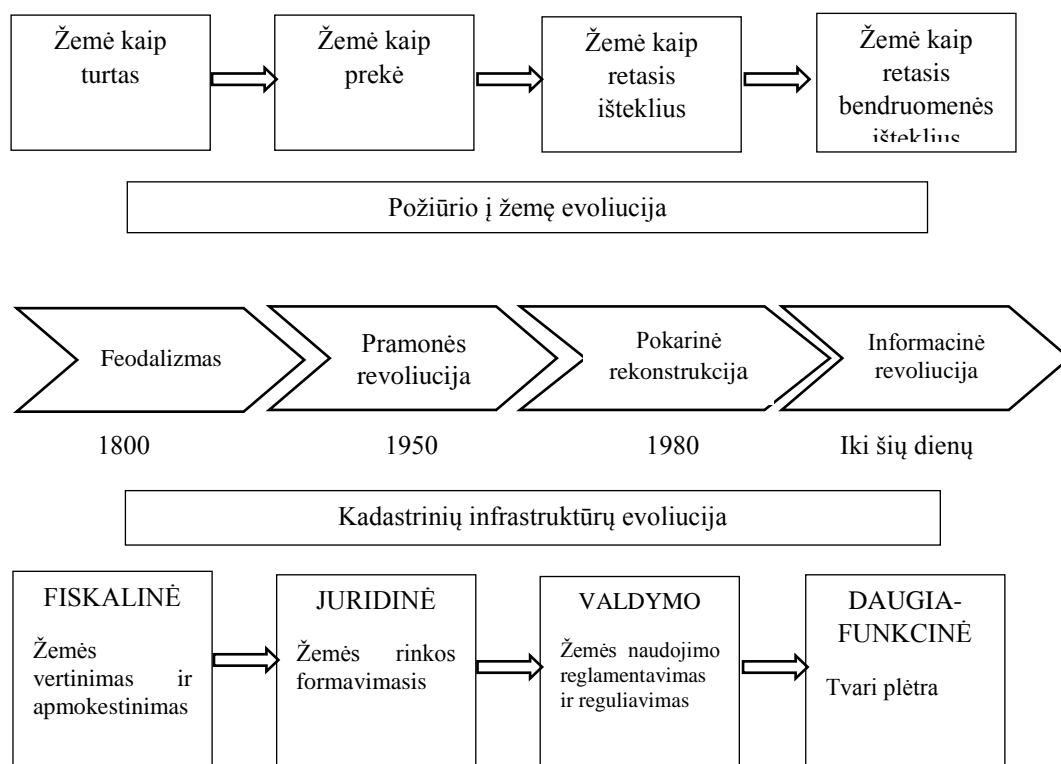
Kalbant apie žemę, dažnai ginčijamasi, ką iš tiesų reiškia terminas „tuščia žemė“ (angl. *vacant land*). Pažymėtina, kad „tuščia žemė“ nėra tas pats, kas „neapdirbta žemė“ (angl. *raw land*), kadangi pastaroji reiškia žemę, kuri nėra paliesta žmogiškosios veiklos. Tuo tarpu „tuščia žemė“ gali būti žmogiškosios veiklos patobulinta „neapdirbta žemė“, kuri dabartiniu metu yra neužimta (pvz., joje gali būti išvedžiotos komunikacijos, komunalinės infrastruktūros, nutiestas kelias ir pan.) (Grant, 2016). Kalbant apie investicijas į žemę, dažniausiai turimos omenyje investicijos į „tuščią“,

o ne į „neapdirbtą“ žemę, ir ši kategorija apima ne tik statyboms skirtus tuščius žemės plotus, kuriuose dar nepastatyti jokie pastatai, bet ir ūkinės paskirties žemę (Williams, 2013b).

Žemei, kaip nekilnojamajam turtui, yra būdinga dar viena ekonominė savybė, išskirianti žemę iš kitų nekilnojamojo turto formų: žemės naudojimas yra išvestinio pobūdžio, t. y. žemė gali būti reikalinga ne kaip turtas pats savaime, o kaip kapitalas, kurio reikia, norint vykdyti kokią nors žmogiškąją ūkinę veiklą (pvz., žemės ūkio, gamybos, vartojimo, investavimo, rekreacijos ir pan.), kadangi bet kokiai žmogiškajai veiklai reikia kokios nors geografinės vietos. Ekonominė veikla yra projektuojama tam tikroje geografinėje erdvėje, kurioje sukurtas nekilnojamasis turtas įgauna įvairias formas, priklausomai nuo planuojamų vykdyti ar vykdomų ekonominių funkcijų (pvz., būstas, infrastruktūra, žemės ūkis, žaliosios erdvės miestuose ir kt.).

Dar vienas specifinis žemės bruožas – retumas. Kadangi žemė yra neatsinaujinantis gamtos išteklius, jos kiekiai (vadinasi, ir pasiūla) yra riboti. Remiantis Pasaulio Banko (2018) duomenimis, 1961–2015 m. laikotarpiu dirbamos žemės hektarų, tenkančių vienam pasaulio gyventojui, dalis sumažėjo nuo 0,371 iki 0,194. Vertinant pokytį Lietuvoje pažymėtina, jog iki 1992 m., t. y. iki šalies nepriklausomybės atkūrimo, minėti statistiniai duomenys nebuvo kaupiami, o hektarų, tenkančių vienam Lietuvos gyventojui, dalis 1992–2015 m. laikotarpiu sumažėjo labai nežymiai: nuo 0,78 iki 0,748 hektaro vienam gyventojui. Nors situacija Lietuvoje šiuo požiūriu yra gana stabili, vertinant pasaulines tendencijas, rodančias, kad planetos gyventojų skaičiaus procentinis pokytis yra gerokai didesnis, nei žemės išteklių prieinamumo procentinis pokytis, galima teigti, jog gyventojų skaičiui ateityje toliau augant (remiantis Jungtinių Tautų prognozėmis, 2083 m. gyventojų skaičius pasaulyje sieks apie 10 milijardų (Rosenberg, 2017)), žemės ištekliai taps itin reti, ir tai sąlygos žemės kainų augimą nekilnojamojo turto rinkose. Pasaulinės žemės kainų augimo tendencijos ateityje gali sąlygoti ir žemės kainų augimą Lietuvos nekilnojamojo turto rinkoje.

Žemės naudojimo pokyčiai visuomet lydi ekonominio vystymosi tendencijas. Istorinė patirtis byloja apie progresyvią natūralios žemės plotų transformaciją į žemės ūkio, urbanistines ar industrines teritorijas. Šią transformaciją sąlygoja tokie socialiniai-ekonominiai veiksniai, kaip gyventojų skaičiaus augimas, maisto gamyba, pajamos, medienos gamyba bei žemės nuosavybės pripažinimas. XX a. pradžioje žemė buvo laikoma reikmeniu (kapitalu) (Enemark, 2001) žemės ūkio produkcijai bei pramoninei gamybai (būtent dėl šios priežasties su žemės naudojimu susijusios teisinės nuostatos buvo orientuotos į žemės ūkio produktyvumo bei socialinio gyvenimo sąlygų kaimo vietovėse gerinimą), vėliau žemė tapo retu bendruomenės ištekliumi. Požiūriu į žemę bei kadastrinių infrastruktūrų evoliucijos grafinė schema pateikiama 14 pav.



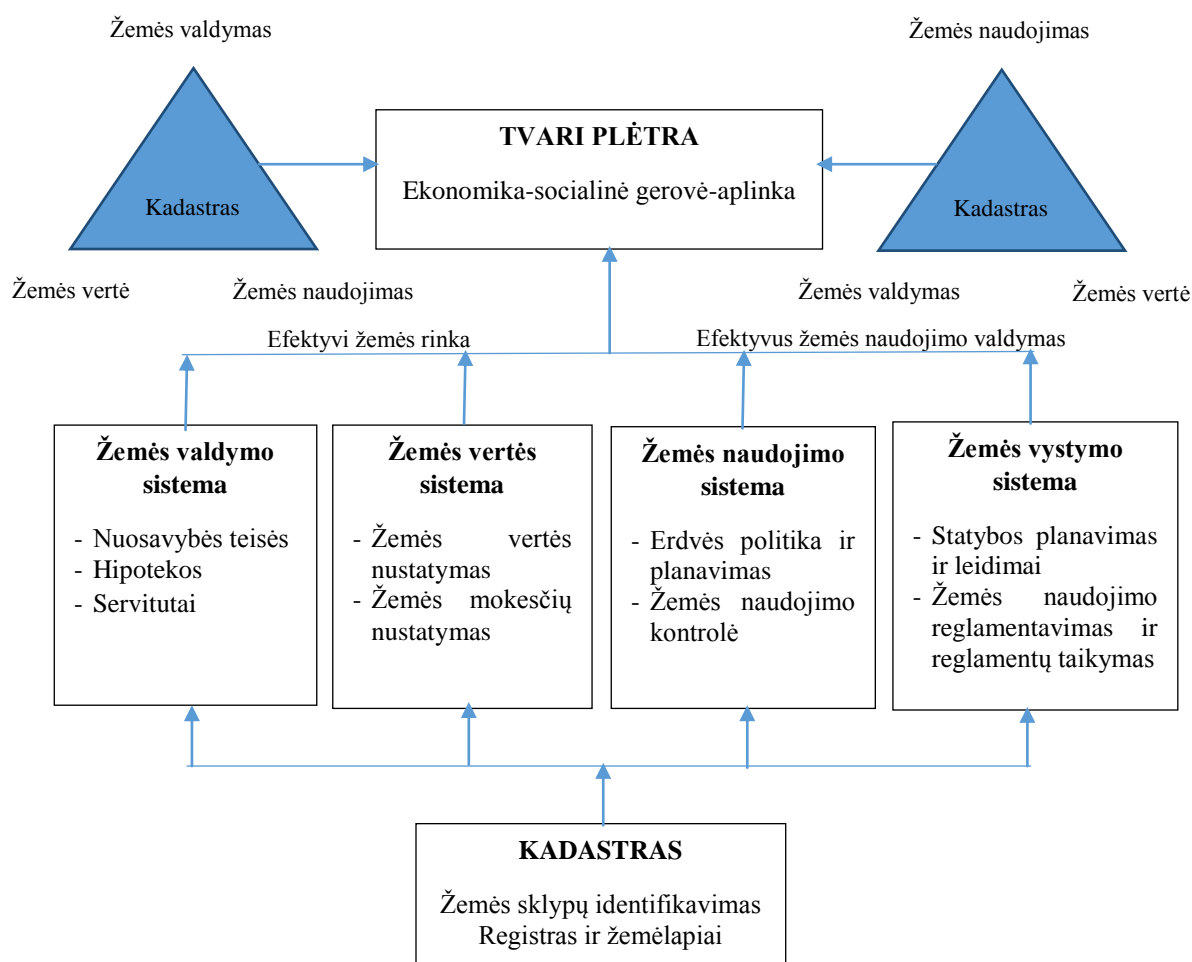
14 pav. Požiūrio į žemę ir kadastrinių infrastruktūrų evoliucija

Šaltinis: Enemark, 2001, p. 370.

Kaip matyti iš 14 pav., feodalizmo amžiuje žemė buvo laikoma asmens turtu, pramoninės revoliucijos eroje ji tapo preke, pokarinės rekonstrukcijos laikotarpiu – retuoju ištekliumi, o dabartiniame informacinės revoliucijos amžiuje žemę galima laikyti retuoju bendruomenės ištekliumi. Kartu su visuomenės požiūriu į žemę istoriškai kito ir kadastrinių infrastruktūrų funkcijos: pradinė kadastro infrastruktūros funkcija buvo fiskalinė (t. y. pagrindinis jos funkcionavimo tikslas buvo sukurti žemės vertinimo ir apmokestinimo pagrindus, vėliau juridinė kadastro infrastruktūra sąlygojo žemės rinkos formavimąsi, dar vėliau kadastrinė valdymo infrastruktūra sukūrė pagrindus efektyviam žemės naudojimo reglamentavimui ir reguliavimui, kol galiausiai dabartiniais laikais kalbame ne tik apie pramoninį ar ekonominį žemės naudojimą, bet ir apie tvarios visuomenės ekonomikos, socialinės gerovės ir aplinkos plėtros tikslus, keliamus daugiafunkcinei žemės kadastro infrastruktūrai.

Knuth (2015) apibūdina interesą į žemę kaip su žemės nuosavybe susijusias teises, atsakomybes ir apribojimus. Kadastruose paprastai pateikiami tokie duomenys, kaip žemės sklypų geometrinis apibūdinimas, savininko interesų į žemės sklypą pobūdis, šių interesų nuosavybė ir kontrolė bei duomenys apie žemės sklypo vertę bei tobulinimą (Enemark, 2001).

Žemės administravimo struktūrinė schema, kuri leidžia užtikrinti įvairių žemės valdymo sričių tarpusavio suderinamumą, nenusižengiant tvarios plėtros principams, pateikiama 15 pav.



15 pav. Žemės administravimo infrastruktūra tvariai plėtrai

Šaltinis: Enemark, 2001, p. 369.

Kaip matyti iš 15 pav., tvarios plėtros principus atitinkančioje žemės administravimo infrastruktūroje tarpusavyje dera žemės valdymo sistema (kurios pagrindinė funkcija – užtikrinti žemės nuosavybės teises, reguliuoti hipotekų ir servitutų sąlygas), žemės vertės sistema (kurios pagrindinė funkcija – leisti objektyviai nustatyti žemės vertę bei šios vertės pagrindu fiksuoti žemės mokesčius), žemės naudojimo kontrolės sistema (kurios pagrindinė funkcija – užtikrinti visapusišką žemės naudojimo planavimą ir kontrolę) bei žemės vystymo sistema (kurios pagrindinė funkcija – užtikrinti žemės paskirties keitimo reglamentavimą bei reglamentų taikymą).

Pagrindiniai bruožai, skiriantys žemę nuo kitų nekilnojamojo turto rūšių, yra jos, kaip investicijų objekto, savarankiškumas, kadangi žemė nepriklauso nuo susijusių objektų (pvz., pastatų), o pastarieji yra visada priklausomi nuo žemės, išvestinio pobūdžio žemės naudojimas, kai

žemės paklausą sąlygoja geografinės vietos poreikis žmogiškosios ūkinės veiklos vykdymui, ir žemės, kaip gamtinio išteklių, retumas. Tikrasis ekonominis ir fizinis žemės bei su ja susijusios nuosavybės naudojimas sąlygoja žemės vertę. Be to, žemės vertei įtakos turi galimas žemės naudojimas ateityje (šiuo atveju tai priklauso nuo žemės naudojimo politikos ir planavimo nuostatų). Efektyviai veikiančių žemės valdymo ir žemės vertės sistemų funkcionavimas padeda sukurti efektyvią žemės rinką, tuo tarpu efektyvių žemės naudojimo bei žemės vystymo sistemų funkcionavimas pasitarnauja efektyviam žemės naudojimo valdymui. Kadangi žemės kaip kapitalo bei gamtinio išteklių paklausa ateityje nemažės, investicijos į žemę bei šių investicijų finansavimo formos tampa aktualia šiandienos problema.

4.1.2. Žemės klasifikavimas pagal paskirtį

Lietuvoje žemės klasifikavimas pagal paskirtį yra reglamentuojamas LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro 2005 m. sausio 20 d. įsakymu Nr. 3D-37/D1-40 „Dėl pagrindinės tikslinės žemės naudojimo paskirties žemės naudojimo būdų turinio, žemės sklypų naudojimo pobūdžių sąrašo ir jų turinio patvirtinimo“ (LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro 2013 m. gruodžio 11 d. įsakymo Nr. 3D-830/D1-920 redakcija).

Pagrindinės šiuo įstatymu įtvirtintos žemės klasės pateikiamos 2 priede. Remiantis 2 priede pateikta informacija, mėgėjiškų sodų žemės sklypams priskiriami sklypai, skirti mėgėjų sodininkystei, vieno buto gyvenamosios paskirties pastatams su pagalbinio ūkio paskirties pastatais, kitos (sodų) paskirties pastatams. Specializuotuose sodininkystės, gėlininkystės, šiltnamių, medelynų ir kitų specializuotų ūkių žemės sklypuose gali būti užsiimama augalininkystės, gyvulininkystės produkcijos gamyba, žuvų veisimu, auginimu, žvejyba akvakultūros tvenkiniuose.

Rekreacinio naudojimo žemės sklypuose gali būti teikiamos kaimo turizmo paslaugos. Kituose žemės ūkio paskirties žemės sklypuose galima žemės ūkio, maisto produktų gamyba ir apdorojimas, ūkyje pagamintų ir apdorotų žemės ūkio produktų perdirbimas ir šių produktų realizavimas, taip pat paslaugų žemės ūkiui teikimas ir geros agrarinės bei aplinkosauginės žemės būklės išlaikymas. Šiuose sklypuose galimi ūkininkų sodybų ir žemės ūkio veiklai ar alternatyviajai veiklai reikalingi statiniai.

Miškų ūkio paskirties žemei priskirtini ekosistemų apsaugos miškų sklypai, rekreaciniai miškų sklypai, apsauginių miškų sklypai bei ūkinių miškų sklypai, o vandens ūkio paskirties žemei – ūkinei veiklai naudojami vandens telkiniai, rekreaciniai vandens telkiniai, ekosistemas saugantys vandens telkiniai ir bendrojo naudojimo vandens telkiniai.

Konservacinės paskirties žemės pogrupyje gamtinių rezervatų žemės sklypams priskiriami žemės sklypai, skirti valstybiniams rezervatams ir rezervatinėms apyrubėms, valstybinių parkų ar biosferos stebėsenos (monitoringo) teritorijų rezervatams, gamtos paveldo objektams, kuriuose draudžiama ūkinė veikla. Kultūros paveldo žemės objektų sklypams priskiriami sklypai, kuriems nustatomos šių sklypų ir kitų nekilnojamųjų daiktų tvarkymo ir naudojimo specialiosios sąlygos.

Kitos paskirties žemės pogrupis yra pats didžiausias. Jam priskiriama žemė, skirta vienbučių ir dvibučių bei daugiabučių gyvenamųjų namų statybai ir bendrabučių teritorijoms, visuomeninės paskirties teritorijos (žemės sklypai administracinių pastatų statybai, religinių bendruomenių pastatų statybai, mokslo, kultūros, sporto, sveikatos apsaugos pastatų statybai), pramonės ir sandėliavimo objektų teritorijos (žemės sklypai, skirti gamybos ir pramonės įmonių, sandėlių statiniams), komercinės paskirties objektų teritorijos (žemės sklypai, skirti viešbučių paskirties pastatams; administracinės paskirties pastatams, prekybos paskirties pastatams; paslaugų paskirties pastatams; maitinimo paskirties pastatams ir sporto paskirties pastatams), susisiekimo ir inžinerinių komunikacijų aptarnavimo objektų teritorijos (žemės sklypai, kurie skirti transporto paskirties pastatams ir garažų paskirties pastatams, elektroninių ryšių infrastruktūros, inžinerinių tinklų maitinimo šaltinių statiniams ir įrenginiams; susisiekimo komunikacijoms, inžineriniams tinklams ir vandenvietėms), rekreacinės teritorijos (ilgalaikis poilsis su poilsio paskirties pastatais, išskyrus kaimo turizmo pastatus), bendrojo naudojimo teritorijos (žemės sklypai, skirti bendram viešam naudojimui: botanikos ir zoologijos sodams, kapinėms ir palaikų laikymo statiniams), naudingųjų iškasenų teritorijos (karjerai, šachtos, gręžiniai), krašto apsaugos tikslams skirtos teritorijos (žemės sklypai specialiesiems krašto apsaugos tikslams), atliekų saugojimo, rūšiavimo ir utilizavimo teritorijos (žemės sklypai, kuriuose neterminuotai kaupiamos, neribotą laiką specialiame tam skirtame įrenginyje ar teritorijoje laikomos atliekos, siekiant jas naudoti ar šalinti, rūšiuoti surinktas atliekas pagal medžiagas, siekiant jas perdirbti ar naudoti), teritorijos valstybės sienos apsaugos tikslai (žemės sklypai, skirti valstybės sienos apsaugos specialiesiems tikslams) ir atskirųjų želdynų teritorijos (žemės sklypai, skirti atskiriesiems rekreacinės, mokslinės, kultūrinės ir memorialinės bei apsauginės ir ekologinės paskirties želdynams įrengti).

Pažymėtina, jog pagal LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro 2005 m. sausio 20 d. įsakymą Nr. 3D-37/D1-40 „Dėl pagrindinės tikslinės žemės naudojimo paskirties žemės naudojimo būdų turinio, žemės sklypų naudojimo pobūdžių sąrašo ir jų turinio patvirtinimo“ (LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro 2013 m. gruodžio 11d. įsakymo Nr. 3D-830/D1-920 redakcija) vienam žemės sklypui gali būti nustatyti du ar daugiau žemės naudojimo būdų, jeigu tai numatyta teritorijų planavimo dokumente ar žemės valdos projekte. Inžinerinės infrastruktūros teritorijos, konservacinės paskirties žemė, bendrojo naudojimo teritorijos, naudingųjų iškasenų teritorijos,

krašto apsaugos tikslams skirtos teritorijos bei atliekų saugojimo, rūšiavimo ir utilizavimo teritorijos paprastai priklauso valstybės ar savivaldybėms institucijoms, o ne privatiems investuotojams.

4.1.3. Žemės finansų teorija

Ekonomistai yra sukūrę įvairių teorijų, kurios aiškina finansų ryšį su žeme kaip turtu. Kai kuriuose tyrimuose apibendrinama, kaip K. Marksas bei kiti politiniai ekonomistai (pvz., D. Rikardo) išryškina darbo vertę, kuri, kaip teigiama, yra pagrindinis kapitalo akumuliacijos variklis (Harvey, 1982). Tuo tarpu žemės nuosavybė ir bankinė veikla yra laikomos visiškai neproduktyviomis vertės požiūriu. Kaip pastebi Coakley (1994), iki pat 1990-ųjų finansinės institucijos nelaikė žemės galimu finansiniu turtu investicijų portfelyje. Žemė buvo daugiau laikoma alternatyviu turtu, kurio nemobilumas ir nelikvidumas gali investuotojui sudaryti sunkumų, nebūdingų neapčiuopiam turtui, tokiam, kaip, pavyzdžiui, akcijos ar obligacijos.

Tačiau vėlesniuose ekonomikos darbuose teigiama, jog marksistinės prielaidos buvo klaidingos, ir būtent žemės nuosavybės bei finansinių interesų derinys sąlygoja realiosios ekonomikos augimą (Gunnoe, 2014). Taigi, remiantis pastarąja teorija, žemė turi būti įsisavinta „geriausiam jos naudojimui“ (Knuth, 2015). Kaip teigia Harvey (2003), išvystytoje kapitalistinėje visuomenėje visa žemė yra atvira spartiems kapitalo srautams, todėl ji funkcionuoja kaip finansinis turtas, t. y. ji gali veikti panašiai kaip kapitalo srautai likvidžiose, giliose finansų rinkose. Arrighi (2010) apibūdina finansus kaip kapitalo dalį, kuriai būdinga didžiausia laisvė erdvėje ir laike. Dėl šios savybės pastebimas investuotojų finansinis dalyvavimas ne tik produktyviose, bet ir neproduktyviose spekuliacijose bei periodinis turto kainų burbulų, įskaitant ir žemės kainų burbulus, formavimasis (Harvey, 2003). Šios tendencijos aiškinamos investuotojų noru užsitikrinti turto likvidumą bei laisvę ekonominių krizių metu, ypač jei investicijos žada būti gerai atlyginamos. Taigi, investuotojai gali perkelti savo kapitalą iš paprasto gamybos ciklo į ilgesnio laikotarpio investavimo schemas, skirtas geografinėi gamybos infrastruktūros plėtrai ar tiesiog investuoti už gamybos sektoriaus ribų į kitų geografinių zonų (pvz., urbanistinių, žemės ūkio ir kt. zonų) plėtrą. Toks požiūris sąlygoja šiuolaikines investicijas į žemę (Harvey, 2010).

Žemės, kaip finansinio turto, traktavimas kapitalistinėje visuomenėje skatina idėjų apie tai, kokios įtakos finansų sistemų vystymasis gali turėti žemės ir nuosavybės vystymuisi, generavimą. Pagal vertės grandinės metodą Wojcik (2012) nagrinėjo finansų sistemą kaip atskirą šaką. Šis tyrimas atskleidžia ne konkretaus turto, o jo vertės (taip pat ir žemės vertės) svarbą, kuriant finansinius instrumentus.

Remiantis vertės grandinės požiūriu, struktūriniai pokyčiai tam tikroje ūkio šakoje padeda paaiškinti didėjantį susidomėjimą investicijomis į žemę. Wojcik (2012) apibūdina šiandienos finansų industriją kaip iš dalies organizuotą iš pasiūlos pusės, t. y. didžiąją dalį finansinių mechanizmų ir priemonių kuria bankai, investiciniai bankai, holdingo kompanijos ir pan. Veikdami didelės konkurencijos sąlygomis bei išnaudodami sudėtingas kompiuterines technologijas, šie bankai kuria ir pristato rinkai naujoviškas investicijų į nekilnojamąjį turtą (ir į žemę) finansavimo priemones, daugiausia nekilnojamuoju turtu laiduotus vertybinius popierius ir hipotekas. Į pasiūlos pusės žingsnius reaguoja ir paklausos pusė: instituciniai investuotojai (pensijų fondai, savitarpio fondai, ribotos atsakomybės fondai, draudimo kompanijos ir kt.), kurie naudojami didžiąja dalimi finansinio turto, įtraukia per naujus finansavimo mechanizmus įsigytą turtą į savo investicinius portfelius. Per institucinius investuotojus šis turtas pasiekia ir individualius investuotojus.

Kaip ir bendrųjų finansų srityje, instituciniai investuotojai dažniausiai remiasi įprastais turto rizikos ir gražos vertinimo modeliais (Clark, 2000; Laulajainen, 2003; Knuth, 2015). Finansinis turtas yra reitinguojamas skalėje nuo „saugių investicijų“ iki „labai rizikingų investicijų“. Finansinės institucijos tikisi gauti didesnę pelną iš spekuliacinės veiklos bei naujų rinkų. Besivystančių šalių žemės (t. y. turto, su kuriuo net Volstryto investuotojai turi mažai patirties) plėtra yra laikoma labai rizikinga investicija, tuo tarpu investicijos į žemę išvystytose šalyse (pvz., JAV) laikomos palyginti saugiomis. Vis dėlto, nepaisant modernių finansinių mechanizmų vystymosi, žemės įsigijimas (dažniausiai kaip alternatyvi investicija) laikomas gana rizikingu, ypač instituciniams investuotojams (Knuth, 2015). Pavyzdžiui, Thomas (2012) atlikto tyrimo rezultatai parodė, kad 2012 m. tik 11 nekilnojamojo turto pasitikėjimo fondų (REITs) agentūros „Standart & Poors“ buvo įvertinti kaip saugūs. Šie fondai investavo lėšas į labiau išvystytas investicijų rinkas, tokias kaip Manhatano biurų patalpos, o ne į eksperimentinį turtą, tokį kaip kaimo žemė. Fondai, investuojantys į miškų plotus, (tokie, kaip „Potlatch“, „Weyerhaeuser“) nebuvo įtraukti į saugių fondų sąrašą.

Rizikingumo reitingai gali padėti tiksliau įvertinti, kokios naujos investicijos į žemę, kur ir kodėl galėtų dominti investuotojus. Įvairūs nekilnojamojo turto fondai pasižymi skirtingu rizikos tolerancijos lygiu bei skirtinga priklausomybe nuo akcininkų ar valstybės. Ši rizikos toleravimo diferenciacija turi įtakos ir atliekant investicijas į žemę (Shepard, 2012). Tarp institucinių investuotojų labiausiai riziką toleruojančiomis laikomos tokios, kaip privatūs turto fondai ir rizikos atsvaros fondai (angl. *hedge funds*). Jų atstovai paprastai teigia, kad minėtų fondų vaidmuo yra „kurti rinką“. Kritikai dažnai apibūdina šiuos fondus kaip spekuliantus, kurie „įpučia“ turto kainų burbulus, tačiau visuomet randa būdų gauti pelno net kai šie burbulai sprogs (Knuth, 2015), tad

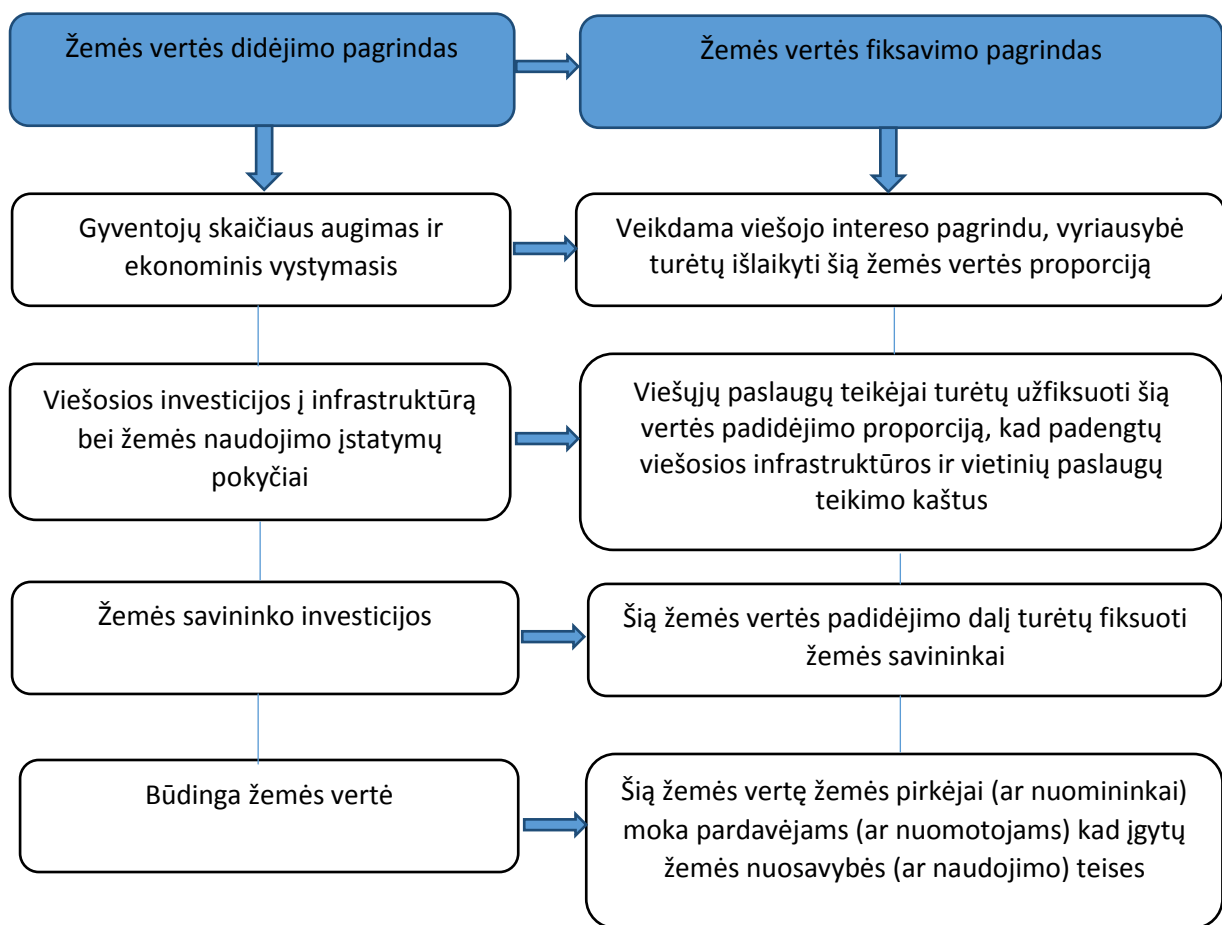
nenustabu, jog globaliu mastu minėti pirmauja investicijų į žemę srityje (tiek išsivysčiusiose, tiek besivystančiose šalyse) (Buxton et al., 2012; Shepard, 2012).

Struktūrinio streso atvejai finansų sistemose padeda paaiškinti, kodėl finansų institucijos stengiasi finansuoti investicijas į kaimo žemę. Fairbairn (2014a, 2014b) nagrinėjo modelius, kuriuos finansų institucijos diegia, norėdamos pateisinti žemės ūkio paskirties žemės kainų augimą JAV Vidurio Vakaruose. Autorė (Fairbairn, 2014a, 2014b) nustatė, jog žemės ūkio paskirties žemės kainos gali kilti ne tik dėl paklausos didėjimo (t. y. laikino kainų „burbulo“ susiformavimo), bet ir dėl struktūrinių pokyčių ekonomikoje. Pavyzdžiui, tarpusavio ryšiai tarp energetikos ir žemės ūkio sektorių (žemės ūkyje pagaminama vis didesnė dalis biokuro) gali sąlygoti didesnę žemės ūkio paskirties žemės produktyvumą, sąlygojantį žemės kainų didėjimą (McMichael, 2012; Gunnoe, 2014). Šiuo atveju investicijos į žemę turėtų būti ilgalaikės. Kita vertus, kiti autoriai (Ghosh, 2010; van der Ploeg, 2010) nustatė, kad investicijos į žemę gali būti trumpalaikės spekuliacinės (pvz., 2007–2008 m. investuotojai greit perkėlė lėšas iš griūvančios JAV būsto rinkos į žemės ūkio sektorių, o 2009-aisiais, kylant žemės ūkio paskirties žemės kainoms, žemės pirkimai tapo masiniai (Cotula, 2012; McMichael, 2012)).

Analitikai taip pat akcentuoja tai, kad didelės reikšmės investicijų į žemę intensyvumui turi unikalios žemės savybės, kurios tampa itin aktualios ekonominių krizių ir nepastovumo finansų rinkose laikotarpiais. Pavyzdžiui, pasak Laulajainen (2003), ekonominės krizės visiškai nėra tas laikotarpis, kai investuotojai nenori tiesiogiai investuoti į žemę. Esama nemažai istorinių įrodymų, kad kapitalas nuteka į nekilnojamąjį turtą, kai kapitalo turėtojai baiminasi, jog infliacija pernelyg sumažins jų turto vertę (Eichengreen, 2008). Investicijų į žemę analitikai šiandien dažnai pabrėžia, kad investicijos į žemę yra viena iš priemonių, naudojamų turto vertės apsaugai nuo infliacijos (Buxton et al., 2012; Cotula, 2012; Gunnoe, 2014). Pasak Mackenzie (2006), finansinės rizikos valdymo prielaidos pagal portfelio diversifikavimo teoriją rodo, kad ne visi procesai bei ne visos ekonomikos struktūrinės dalys kinta vienu metu. Kai kurie procesai yra labiau izoliuoti (struktūriškai, geografiškai arba ir struktūriškai, ir geografiškai), o kai kurie net anticikliški. Kitaip tariant, kai kurių rūšių turto vertė ekonominių krizių metu mažai keičiasi ar net padidėja. Harvey (2003), Fairbairn (2014a) ir kitų mokslininkų nuomone, žemė gali būti panaudojama kaip investicijų portfelio diversifikavimo bei bendrosios investicijų rizikos sumažinimo priemonė dėl menkų žemės istorinių ryšių su tradicinėmis finansų rinkomis bei dėl to, kad žemė yra kapitalas, kuris išlaiko savo vertę net ekonominių krizių metu, skirtingai nei abejotinos vertės finansiniai produktai. Fairbairn (2014a) žemę vadina „esminiu kapitalu“, kaip ir auksą. Vis dėlto, kaip pastebi Knuth (2015), žemės laikymo saugiu turtu prielaidas šiuolaikinės ekonomikos sąlygomis tikslinga išanalizuoti plačiau, kadangi finansų sistemų pažanga leido sukurti glaudžius ryšius tarp finansų ir

kapitalo rinkų (vaidinasi, tarp žemės ir finansinių produktų). Pavyzdžiui, investicijos į žemę, naudojantis nekilnojamojo turto pasitikėjimo fondais (REITs), yra modernus investicijų į žemę finansavimo mechanizmas, kuris gali tarnauti ir kaip finansinis produktas, gerokai padidinantis investicijų į žemę likvidumą (žemės, kaip investavimo objekto, nelikvidumas ilgą laiką buvo pateikiamas kaip vienas iš pagrindinių kontrargumentų (Laulajainen, 2003; Edelstein, 2011 ir kt.)), tad šiuolaikinėje ekonomikoje investicijos į žemę gali būti laikomos ir finansiniu turtu. Dėl pastarosios priežasties investicijos į žemę gali tapti rizikingesnės, ypač kai jos vykdomos dalyvaujant mažiau patikimiems investavimo tarpininkams. Be to, skirtingai nuo kitų finansinių investicijų, investicijoms į žemę gali būti būdinga aplinkos bei aplinkosauginė rizika (pvz., tuo atveju, jei žemės sklypas, į kurį investuota, būtų paskelbtas rezervatu, jame būtų uždrausta ūkinė veikla, investuotojo, kuris tikėjosi, jog perspektyvoje žemės sklypas bus panaudotas komercinei veiklai, lūkesčiai nepasiteisintų) (Johnson, 2013). Kita vertus, tik ilgalaikes perspektyvas vertinančios finansų institucijos labiau nori susisaistyti investicijomis į nekilnojamąjį turtą bei prisiimti darnios plėtros riziką (Hanchett, 2000; Wissoker, 2013).

Kaip teigia McMichael (2012), turtui būdinga tam tikra ekonominė vertė, kuri turi būti fiksuojama, ypač kalbant apie netradicinį turtą (tokį kaip žemė) bei kuriant šiam turtui rinkas. Jeigu turtas yra nepakankamai įvertintas, jo negalima išnaudoti maksimaliai potencialiai grąžai gauti. Pagrindinė teorinė žemės vertės fiksavimo prielaida yra ta, kad kai žemės vertė didėja grynai dėl privataus sektoriaus asmenų veiksmų, tuomet visa žemės vertės didėjimo nauda atitenka privačiam žemės savininkui. Tačiau kai žemės vertė didėja dėl viešojo sektoriaus institucijų veiksmų (pvz., kelių, vamzdynų, elektros linijų tiesimo), didėja tiek privataus žemės savininko gaunama nauda, tiek bendroji nekilnojamojo turto vertė, ir nauda iš šio žemės vertės padidėjimo turėtų būti pasidalyta tarp privataus žemės savininko ir vietinių ar centrinių valdymo institucijų (Ingram, Hong, 2012; Walters, 2012; Kitchen, 2013; Mathur, 2013; Munshifwa, 2017 ir kt.). Žemės vertės konfigūracijos ir jos bruožų struktūrinė schema pateikiama 16 pav.



16 pav. Žemės vertės konfigūracijos ir jos bruožų struktūrinė schema

Šaltinis: Munshifwa, 2017, p. 4.

Kaip matyti iš 16 pav., žemės vertės didėjimo pagrindą sudaro gyventojų skaičiaus augimas ir ekonominis vystymasis, viešosios investicijos į infrastruktūrą bei privačios investicijos. Žemės vertės fiksavimo pagrindu tampa viešasis interesas išlaikyti žemės vertę ekonominio vystymosi sąlygomis, viešosios infrastruktūros bei viešųjų paslaugų teikimo kaštų mažinimas bei žemės savininkų interesas.

Nors žemės vertės fiksavimo koncepcija nėra nauja, pastaruoju metu ji sulaukia daugybės šalininkų. Pavyzdžiui, Ingram ir Hong (2012) teigia, jog valstybė turėtų gauti naudos iš bet kokio privačios žemės vertės padidėjimo, kai šį padidėjimą sąlygoja viešieji veiksmai ir viešosios išlaidos. Smolka ir Ambroski (2000) bei Smolka (2013) pripažįsta, kad žemės vertės padidėjimas dažniausiai yra sąlygotas ne žemės savininkų, o kitų subjektų (pvz., viešųjų institucijų, demografinių veiksnių ir kt.) įtakos. Įtakos veiksniai dažniausiai apima žemės plėtros, žemės naudojimo pagal specifinę paskirtį leidimų išdavimą, infrastruktūros investicijas, rinkos jėgų įtaką ar bendrąjį gyventojų skaičiaus augimą.

Vadinasi, pagrindinis argumentas žemės vertės fiksavimo teorijoje yra tas, kad privatūs žemės savininkai neturi teisės į visą žemės vertės padidėjimo naudą, kai pastaroji yra sąlygota viešosios iniciatyvos. Dėl šios priežasties, norint užfiksuoti žemės vertės padidėjimą, žemės savininkams skiriami įvairūs mokesčiai (žemės mokestis, nuosavybės mokestis, valstybinės žemės nuomos mokestis, žemės plėtros teisių suteikimo mokesčiai, transporto infrastruktūros mokesčiai ir kt.). Kad būtų galima suderinti visų dalyvaujančių šalių interesus, kai kurie autoriai siūlo subalansuotus žemės vertės fiksavimo politikos modelius (Thomas, Bertolini, 2017) ar žemės vertės fiksavimo instrumentus (demografinių ir ekonominių sąlygų kontrolę, sisteminių ilgojo laikotarpio žemės vystymo planavimą, institucines priemones ir kt.) (Xu, 2015). Tuomet nauda, gaunama iš žemės vertės padidėjimo, paskirstoma atsižvelgiant į su žemės naudojimu susijusios veiklos efektyvumu, tvarumu bei įgyvendinamumu (Zhao et al., 2012).

Remdamosi turto vertės teorija, finansų institucijos pradeda laikytis kitokio požiūrio į investicijas į žemę ekonominių krizių metu ir po jų. Kituose finansų tyrimuose (Mackenzie, 2006) nagrinėjama ekonominės erdvės kūrimo idėja, kuri taip pat atskleidžia naujų ekonominės vertės formų generavimo ir integravimo svarbą šiuolaikiniuose finansuose. Studijos apie intensyvėjančias investicijas į žemę (Gunnoe, Gellert, 2011; Gunnoe, 2014; Fairbairn, 2014a, 2014b) patvirtina minėtų požiūrių pagrįstumą. Fairbairn (2014a, 2014b) tyrime pristatomos žemės ūkio fondų, investicijų į dirbamą žemę valdymo organizacijų (FIMOs) bei pasitikėjimo fondų (REITs) funkcijos finansuojant investicijas į žemę, o Gunnoe ir Gellert (2011) bei Gunnoe (2014) tyrime pristatoma investicijų į dirbamą žemę ir miškus logika bei struktūra. Pastebima bendroji tendencija, jog paskutiniuosius du dešimtmečius mokslinėje literatūroje daugiau dėmesio buvo skiriama kapitalinėms investicijoms į žemę urbanistinėse zonose, ypač dideliuose miestuose (Ma, Wu, 2005; Hsing, 2006, 2010; Lin, 2007, 2009a; McGee et al., 2007; Huang, 2008; Tiwari, White, 2014; Knuth, 2015). Dėmesys tokio pobūdžio kapitalo urbanizavimui yra sąlygotas trijų pagrindinių priežasčių:

- 1) žemės sandorių mokesčiai, surinkti vietos savivaldybių, yra plačiai naudojami finansuojant miestų plėtrą, gyvenimo sąlygų gerinimo bei statybų projektus ir pan.; vykdomi projektai leidžia pritraukti daugiau užsienio investicijų bei dar labiau išplėsti mokestinę bazę (Wu, 2010);
- 2) valstybei priklausanti miesto žemė yra nuomojama įvairiems vartotojams įvairiais tikslais; kadangi padidėję užsienio investicijų srautai skatina ekonominę augimą bei didina žemės vertę, įvairios žemės rūšys nuomojamos komerciniais bei nekilnojamojo turto plėtros tikslais aukštesnėmis kainomis, ir taip kompensuojami pramonės plėtros nuostoliai (Lin, 2009; Lin, Yi, 2011);

- 3) miesto žemė yra naudojama savivaldybės įsteigtų investavimo ir plėtros korporacijų kaip užstatas imant bankų paskolas ir mobilizuojant kapitalą, kuris reikalingas miesto statybų aplinkos atnaujinimui ir vystymuisi (Xu, Yeh, 2009; McGee et al., 2007).

Investicijos į žemės ūkio paskirties žemę ir ne žemės ūkio paskirties žemę dažniausiai analizuojamos atskirai. Tačiau, kaip pastebi Lin ir Yi (2011), šie sektoriai yra tarpusavyje glaudžiai susiję, kadangi didelė dalis žemės, kuri anksčiau buvo žemės ūkio paskirties, buvo transformuota į urbanistinės, komercinės ar rezidentinės paskirties žemę, t. y. panaudota urbanistiniam vystymuisi.

Naujoviški turto vertės fiksavimo mechanizmai yra pagrįsti nekilnojamojo turto vystymusi ir vis plačiau pritaikomi praktikoje (Merk et al., 2012). Žemės vertės finansavimas yra pasitelkiamas, norint kompensuoti kapitalo kaštus ir ateityje išvengti žemės vertės padidėjimo, kuris padidintų projekto kaštus, palyginus su pradine sąmata (Medda, Modelewska, 2009; Medda et al., 2012). Žemės vertės fiksavimo finansai, finansuojant viešosios paskirties objektus ir kapitalizuojant žemės vertę žemės nuomos pavidalu, yra ilgas tradicijas turinti viešųjų finansų praktika, kadangi vertės fiksavimas gali stimuliuoti tolesnę žemės raidą, ekonomikos augimą bei nuosavybės vertės didėjimą (Starrett, 1981; Roukouni, Medda, 2012). Inovatyvus finansavimas žemės nuosavybėje pripažįstamas esmine nekilnojamojo turto vystymosi forma, nors gali būti ginčijamasi, kad fragmentiška žemės nuosavybė trukdo finansų plėtros mechanizmams (Louw, 2008). Pavyzdžiui, gali kilti komplikacijų dėl privalomų įsigijimo orderių nuginklėjimo, sunkumų skiriant investuotojams į žemę aplinkosauginės prievolos ir kt. (Biddulph, 2011). Viešojo sektoriaus perteklinių objektų pardavimas privačiam sektoriui gali būti pasitelkiamas kaip priemonė surinkti lėšas kitų objektų plėtrai (Fisher et al., 2007). Žemė su jos plėtros galimybe gali būti parduodama išleidžiant viešojo sektoriaus obligacijas, o ne tiesioginio apmokėjimo būdu. Pavyzdžiui, jeigu savivaldybė turi užterštą ar apleistą teritoriją ir pati nėra pajėgi šių teritorijų atgaivinti, ji gali pasiūlyti šią žemę privačiam sektoriui už kainą, žemesnę nei rinkos kaina ar siūlydama kitokias paskatas. Ši praktika užsienio šalyse (pvz., Nyderlanduose) skatina veikti verslininkus, kurie atgaivina apleistus objektus, ir tuomet arba plečia veiklą juose, arba parduoda rinkai (Meyer, Lyons, 2000).

Šiuolaikinių žemės finansų praktika rodo, jog ryšiai tarp investicijų į žemės ūkio paskirties bei urbanistinės paskirties žemę darosi vis glaudesni. Nesvarbu, į kokios paskirties žemę norima investuoti, šiuolaikiniai finansavimo mechanizmai leidžia padidinti investicijų į žemę likvidumą bei gauti naudos tiek iš dalyvavimo sparčiai augančiose nekilnojamojo turto rinkose, tiek užsitikrinti pastovų pelną iš investicijų, pastarąsias išlaikant tol, kol rinkose atsiras kas nors patrauklesnio.

4.1.4. Investicijų į žemę motyvai ir rizika

Investicijos į žemę istoriškai buvo tiek stambių kompanijų, tiek turtingų ūkininkų, tiek kitų pasiturinčių asmenų turto kaupimo pagrindas. Investicijos į žemę yra laikomos ilgalaikėmis investicijomis, ir kai žemės kainos daugelyje pasaulio kraštų didėja, sakoma, jog būtent šios investicijos yra saugiausias ir protingiausias būdas investuoti perteklinius pinigus (Williams, 2013a). Žinoma, nauda iš investicijų į žemę lengvai pastebima, kai žemės kainos kyla. Investicijos į žemę gali būti pelningos esant ribotai žemės pasiūlai. Tačiau realioji investicijų į žemę vertė priklauso nuo su investicijomis susijusios rizikos. Tai reiškia, jog investicijos į žemę gali pasiteisinti tuomet, kai investuojant išvelgiamos patrauklios verslo galimybės, kai galima gauti nuomos pajamų, kai galima žemę panaudoti kaip garantą imant paskolas, kai žemės nuosavybė gali padėti sumažinti apmokestinamųjų pajamų dydį ar kai galima gauti pelno žemę perparduodant. Net tuščios žemės plotai gali sukurti gana didelius pinigų srautus. Mokslinės literatūros analizė leido nustatyti svarbiausius investavimo į žemę motyvus (žr. 7 lentelę).

7 lentelė

Investavimo į žemę motyvai

Motyvai	Komentaras
Finansiniai motyvai	
Nedidelės išlaikymo sąnaudos	Išlaikymo sąnaudos praktiškai apsiriboja žemės bei su žeme susijusiais mokesčiais
Palyginti mažas pradinio kapitalo poreikis	Žemės sklypai kainuoja pigiau nei pastatai
Prognozuojami vertės pokyčiai skirtingose ekonominio ciklo fazėse	Ekonomikos nuosmukio metu žemės kaina krinta, o ekonominio pakilimo metu – kyla
Investicijų sektorinio paskirstymo galimybė	Galimybė investuoti įvairios paskirties (urbanistinės, žemės ūkio, miškų, vandens ir kt.) žemę
Būdas diversifikuoti investicijų portfelį	Ilgojo laikotarpio investicijų portfelio diversifikavimo priemonė, kai galima gauti naudos iš žemės vertės kilimo ateityje
Nefinansiniai motyvai	
Stipri motyvacija parduoti	Investuotojai neturi emocinio ryšio su žeme
Maža konkurencija	Pasiūla žemės rinkoje yra mažesnė nei kitų tipų nekilnojamojo turto rinkose
Turto saugumas	Žemė pasižymi tokiomis fizinėmis savybėmis, kaip nejudamumas, nesunaikinamumas
Turto savybė išlaikyti vertę	Žemės, kaip reto gamtinio išteklių, vertė yra didelė

Šaltinis: sudaryta autorės.

Kaip matyti, iš informacijos, pateiktos 7 lentelėje, motyvus investuoti į žemę galima grupuoti į finansinius ir nefinansinius. Vienas iš finansinių investavimo į žemę motyvų yra gana nedidelės žemės priežiūros sąnaudos. Išskyrus prievolę mokėti žemės bei su žeme susijusius mokesčius, žemės savininkas praktiškai nepatiria kitų sąnaudų, skirtingai, nei pavyzdžiui, biuro patalpų pastato savininkas, kuris turi nuolat rūpintis pastato technine ir reprezentacine būkle, vidaus ir lauko apšvietimu, parkavimo aikštelių tvarkymu, šalia pastato esančiais želdynais ir pan. (Williams, 2013a). Be to, žemei, kaip investavimo objektui, nėra būtini patobulinimai (Grant,

2016). Kaip teigia Knuth (2015), Grant (2016) ir kiti, investicijų į žemę pradinio kapitalo poreikis yra palyginti nedidelis, ypač investuojant į žemę ne tiesiogiai, o naudojant modernius investicijų finansavimo mechanizmus. Todėl įsigyti žemės plotą investuotojas dažnai gali savo lėšomis, nesinaudodamas bankinėmis paskolomis. Įsigijus žemę nuosavomis lėšomis, ji tampa labai nebrangia ilgalaikė investicija, kadangi išvengiama paskolų palūkanų mokėjimų (Williams, 2013a).

Kaip žinia, ekonomika yra jautri pakilimo ir nuosmukio cikliniams pokyčiams. Ekonominio pakilimo laikotarpiais šalyse ir regionuose pastebimas gyventojų skaičiaus augimas ir jo bei padidėjusių gyventojų pajamų sąlygota didesnė visuminė paklausa. Šiomis sąlygomis žemės paklausa ir žemės vertė didėja, kadangi auga būsto, komercinių, pramoninių patalpų paklausa ir t. t. Vadinasi, finansiniu požiūriu yra naudingiau žemę pirkti ekonominių nuosmukių metu, o parduoti ekonominių pakilimų metu (Grant, 2016). Vertės dinamikos prognozuojamumas skirtingose ekonominio ciklo fazėse skiria žemę nuo kitų finansinių investicijų (pvz., vertybinių popierių, brangiųjų metalų ir kt.), kurių vertės pokyčius dažnai sunku prognozuoti. Atliekant investicijas į žemę, galima jas paskirstyti pagal numatomą augimą tam tikruose sektoriuose. Pavyzdžiui, laukiant miestų plėtros, galima įsigyti žemės urbanistinėse teritorijose, o numatant žemės ūkio sektoriaus plėtrą – investuoti į žemės ūkio paskirties žemę. Papildomai yra galimybių investuoti į miškus, vandens ūkio paskirties žemę ir kt. Žemė, kurios geografinė vieta yra netoli išvystytų regionų, kainuoja daugiau nei žemė, esanti šalia neišvystytų ar mažiau išvystytų regionų. Be to, žemės pritaikytos komercinio pobūdžio plėtrai, ir žemės, pritaikytos gyvenamųjų namų statybai, vertė taip pat skiriasi. Taigi, investicijas į žemę galima suderinti su įvairių sektorių plėtros tendencijomis (Knuth, 2015). Be to, žemė yra laikoma gera investicijų portfelio diversifikavimo priemone ilguoju laikotarpiu (Wyman et al., 2011; Williams, 2013a,b; Tiwari, White, 2014 ir kt.). Pavyzdžiui, Grant (2016), rekomenduoja investicijas į žemę asmenims, kuriems liko mažiausiai 10 m. iki pensinio amžiaus, tačiau asmenims, kurie ketina išeiti į pensiją greičiau, ši investicija nerekomenduojama, kadangi šie asmenys nebegali nuosavybės laikyti tiek ilgai, jog galėtų gauti naudos iš žemės vertės kilimo ateityje.

Kalbėdamas apie nefinansinius investavimo į žemę motyvus, Williams (2013a) pastebi, jog investuotojai į žemę turi stiprią motyvaciją žemę parduoti, kadangi negyvendami žemėje, į kurią investuoja, jie neturi glaudaus emocinio ryšio su žeme. Todėl sulaukė palankios progos, jie žemę parduoda kaip ir bet kurią kitą investiciją. Kaip pastebi Williams (2013a), asmenys, turintys glaudų emocinį ryšį su žeme, paprastai neranda „tinkamo“ laiko ją parduoti, nežino ar nieiško būdų, kaip optimizuoti turimos žemės naudojimą, tad jie yra pasyvūs, o ne aktyvūs investuotojai. Autoriai Williams (2013a) bei Grant (2016) pabrėžia mažesnę konkurenciją žemės rinkoje, palyginus su konkurencija gyvenamosios ar komercinės paskirties patalpų nuomos rinkoje, t. y. gyvenamosios ar

komercinės paskirties patalpų pasiūla rinkoje yra didesnė nei žemės plotų pasiūla, tad investicijos į žemę laikomos saugesnėmis nei investicijos į kitų rūšių nekilnojamąjį turtą. Dar vienas nefinansinis žemės privalumas yra tas, kad ji laikoma saugiu turtu, turint galvoje jos fizines savybes – žemė nenusidėvi, niekas jos negali pavogti ar sunaikinti (Simanavičienė et al., 2012; Amadeo, 2017). Kadangi žemė yra retas gamtinis išteklius, jai būdinga savybė išlaikyti vertę (Enemark, 2001; Grant, 2016).

Šalia investavimo į žemę motyvų būtina tinkamai įvertinti ir šių investicijų *riziką*. Williams (2013b) pabrėžia, kad prieš investuojant yra svarbu suprasti, kam žemė, į kurią investuojama, gali būti panaudota (pvz., gyvenamųjų pastatų statyboms, pramoninio komplekso statybai, infrastruktūros plėtrai ir kt.), kadangi tik tokiu atveju investicijos į žemę tampa tikslinės. Pačios savaime investicijos į žemę yra betikslės, kadangi nežinant žemės panaudojimo paskirties, vėliau gali būti labai sunku ar net visai neįmanoma pakeisti paskirties (Eberlin, 2017). Apibrėžiant investicijų į žemę tikslą, atsižvelgiama ir į žemės topografines savybes (t. y. ar žemėje yra įgriuvų, nuošliaužų, kalnų griūčių, potvynių ir pan. zonoje), kadangi pastarosios gali smarkiai apriboti komunikacijų (jeigu jų nėra) įdiegimo žemės sklype galimybes, o kartu ir žemės panaudojimo galimybes bei vadinamąsias „zonos apribojimų“ (angl. *zoning restrictions*) savybes, reiškiančias, kad įsigyjant žemės ateities plėtrai, gali būti nustatyti būsimų pastatų atstumo nuo kitų objektų reikalavimai, statinio aukštų, struktūros ir pan. reikalavimai (Eberlin, 2017). Vertinant poveikio aspektą, „zonos apribojimų“ rizika yra artima politinės, teisinės bei ekologinės aplinkos pokyčių rizikai. Šalia minėtų rizikos tipų dar galima paminėti subjekto riziką – autorius Grant (2016) siūlo vengti įsigyti žemę kaip investiciją iš subjektų, kurie žemės savininkais yra buvę tik trumpą laiką, ypač jeigu subjektas yra nekilnojamojo turto plėtros vykdytojas ar statybų bendrovė. Anot autoriaus, faktas, jog subjektas nori parduoti žemę greitai, gali reikšti, kad šis subjektas turi vidaus informacijos apie tai, jog žemė nėra vertinga ar nėra tokia vertinga, kaip manoma, kad artimiausiu metu bus apribotos jos panaudojimo galimybės ir pan. Panaši rizika tikėtina ir perkant žemę už labai mažą kainą.

Investuojant į žemę, visada patiriama ir finansinė rizika, t. y. žemė, į kurią investuojama, gali generuoti ne pajamas, bet išlaidas. Kadangi pagrindinę žemės išlaikymo sąnaudų dalį sudaro mokesčiai, labai aktuali yra turto išlaikymo kaštų padidėjimo rizika, ypač turint galvoje nuolat kintančią nekilnojamojo turto apmokestinimo politiką bei didėjančius žemės ir nekilnojamojo turto mokesčius vietas ir užsienio subjektams (Eberlin, 2017). Iš kitų finansinės rizikos rūšių paminėtinos nepasiteisinsusių lūkesčių rizika, kai investuotojas subjektyviai įvertina situaciją, remdamasis ne ateities prognozėmis, bet rinkos praeities tendencijomis (būtent šiuo pagrindu formuojasi

nekilnojamojo turto kainų „burbulai“) bei turto perlaikymo rizika, kai investuotojas neparduoda investicijos palankiausiu metu, ir dėl to patiria nuostolių (Williams, 2013b).

Titman (1985) pabrėžė dilemą žemės savininkui laikyti vertingą žemę, neplečiant jos paskirties ilguoju laikotarpiu. Jis analizavo atvejį, kai buvo priimami sprendimai dėl nepakankamai išnaudojamų automobilių parkavimo aikštelių, išsidėsčiusių išskirtiniame Westvudo mikrorajone, Los Andželo mieste, JAV. Remiantis realaus pasirinkimo teorija (angl. *real option theory*), sprendimas nevystyti didelę vertę turinčio nekilnojamojo turto yra neracionalus. Nors toks sprendimas iš pirmo žvilgsnio gali pasirodyti racionalus, kadangi nekilnojamojo turto ekonominis tvarumas yra išlaikomas ir nepriklauso nuo itin neprognozuojamos rinkos kaitos, Titman (1985) matematiniais skaičiavimais įrodė, jog nekilnojamojo turto potencialas yra kapitalizuojamas, išlaikant šį turtą gyvybingą. Kadangi analizuojamu atveju tai buvo didelės vertės žemė, buvo kalbama apie pačios žemės kaip nekilnojamojo turto gyvybingumo išlaikymą, nepradedant statyti ant jos kad ir optimaliau apskaičiuoto dydžio pastatų.

Kalbant realios pasirinkimo teorijos terminologija, žemės paketo įsigijimas yra lygiavertis „call“ opciono įsigijimui vertybinių popierių biržoje, kadangi šis pirkinys, ypač jeigu jis įsigytas pardavėjo nustatyta kaina, įpareigoja investuotoją mąstyti, koks pastatas galėtų ant šios žemės išdygti. Įsigijimo kaina šiuo atveju yra laikoma bendraisiais nekilnojamojo turto plėtros kaštais, patirtais statybų pradžioje. Tačiau žemės vertė nėra vien tik žemės įsigijimo vertė. Prie žemės įsigijimo vertės turėtų būti pridedama ir vertė grynųjų pinigų srautų, kurie gali būti sukurti pasinaudojant žeme kaip investicija. Taip pat pridedama ir vadinamoji laukimo premija, t. y. kompensacija investuotojui už laukimą, kol žemė bus paruošta eksploatavimui. Williams (1991) ir Quigg (1993) siūlo du skirtingus tęstinio laikotarpio realaus pasirinkimo modelius, pagrįstus prielaida, kad pajamos ir kaštų kintamieji kinta laikui bėgant. Inkorporuojant masto elastingumo veiksnį (angl. *elasticity of scale factors*), kurie skiriasi nuo požiūrio, jog „daugiau yra geriau“, pastebėta, jog pastarasis požiūris nebėra optimalus nekilnojamojo turto plėtrai. Kitaip tariant, masto disekonomija gali atsirasti tuomet, kai projekto dydis viršija nustatytą ribą (Sing, 2001).

Investicijos į žemę ne visada sukuria pastovią naudą. Jos ne visada atsiperka trumpuoju ar vidutiniu laikotarpiu, tačiau tikėtina, jog atsiperks ilguoju laikotarpiu. Pagrindiniais investavimo į žemę finansiniais motyvais laikomi tokie privalumai, kaip nedidelės žemės išlaikymo sąnaudos, gana mažas pradinio kapitalo poreikis, prognozuojami vertės pokyčiai skirtingose ekonominio ciklo fazėse, investicijų sektorinio paskirstymo galimybė bei būdas diversifikuoti investicijų portfelį. Investicijų į žemę rizika siejama su žemės topografinėmis bei „zonos apribojimų“ savybėmis, žemės paskirties pokyčiais, politinės, teisinės bei ekologinės aplinkos pokyčiais (didėjantys aplinkosaugos reikalavimai gali sukurti papildomų su žemės nuosavybe susijusių kaštų). Iš

svarbiausių finansinės rizikos tipų paminėtina turto išlaikymo kaštų padidėjimo rizika (ypač žemės bei nekilnojamojo turto mokesčių išaugimo rizika), nepasiteisusių lūkesčių rizika (nekilnojamojo turto kainų „burbulai“), turto perlaikymo rizika, pinigų srautų pokyčių rizika bei projekto masto disekonomijos rizika.

4.2. Investavimo į žemę, kaip į nekilnojamąjį turtą, Lietuvoje specifika

Lietuvoje žemės įsigijimą reglamentuoja LR žemės įstatymas (1994 m. balandžio 26 d., 2004. Nr. 28-686), LR žemės ūkio paskirties žemės įsigijimo įstatymas (nauja redakcija nuo 2018 m. sausio 1 d. pagal LR 2017 m. lapkričio 23 d. įstatymą Nr. XIII-801; 2017 m. gruodžio 7 d., Nr. 19742) ir LR miškų įstatymas (1994 m. lapkričio 22 d. Nr. I-674).

„Nuo 2018 m. sausio 1 d. įsigaliojo Žemės ūkio paskirties žemės įsigijimo įstatymo pakeitimai, kuriais panaikinti kvalifikaciniai reikalavimai žemės įgijėjams. Nors pakeitimais yra išplečiamas potencialių įgijėjų ratas, tačiau tikėtina, kad artimiausiu metu šį sektorių palies ir platesnės reformos, užtikrinančios efektyvų maksimalios žemės valdos (500 ha) reikalavimo įgyvendinimą. Kalbant apie kitos paskirties žemę, nors paskutiniai teisės aktų projektai buvo pateikti derinti dar 2017 m. vasarą, tikėtina, kad 2018 m. gali būti atnaujinti lengvatine tvarka išnuomotų kitos paskirties žemės sklypų klausimai, susiję su sąlygų statyti naujus ar rekonstruoti esamus statinius nuomojamuose valstybinės žemės sklypuose nustatymu“ (Inreal, 2018, p. 16).

Naujasis žemės ūkio paskirties žemės įsigijimo įstatymas numato, kad asmuo ir susiję asmenys gali įsigyti žemės ūkio paskirties žemės iki 300 ha (iš LR) ar iki 500 ha (iš LR ir kitų asmenų), išskyrus atvejus, kai žemė įgyjama paveldėjimo ir nuosavybės teisės atkūrimo būdais, taip pat įsigyjant žemės sklypus mėgėjų sodo teritorijoje (sodininkų bendrijose). Svarbu paminėti, jog asmens turima žemė, kurią sudaro žemė mėgėjų sodo teritorijoje, neįskaičiuojama į bendrą plotą, įsigyjant žemės ūkio paskirties žemės. Tačiau, jeigu asmens turimą žemę sudaro paveldėjimo ar nuosavybės teisių atkūrimo būdu įgyta žemė, ji įskaičiuojama į bendrą plotą įgyjant žemę pirkimo, dovanojimo ar mainų būdu.

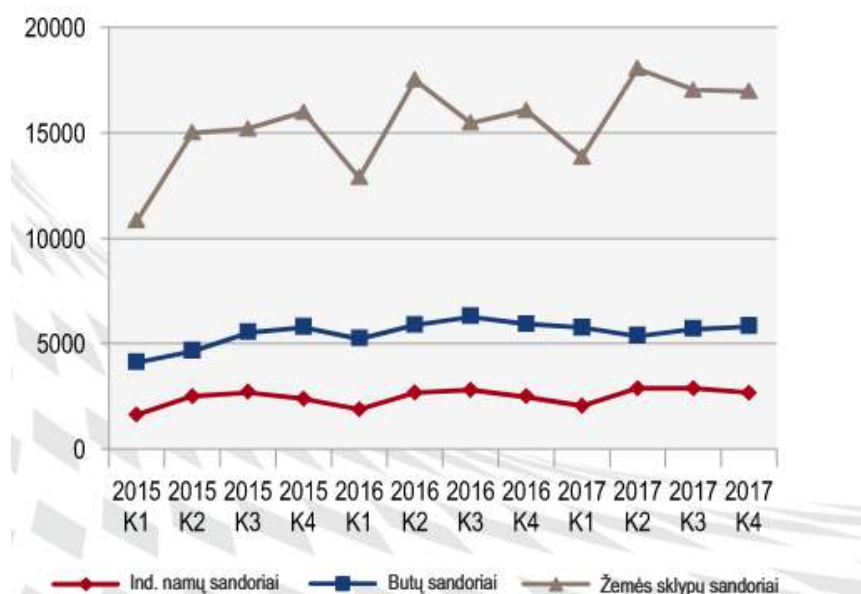
Įstatyme numatytas ribojimas asmeniui ar susijusiems asmenims įsigyti tiek žemės, kad bendras jiems priklausantis iš valstybės ir kitų asmenų įsigytos žemės ūkio paskirties žemės sklypas nebūtų didesnis kaip 500 ha, netaikomas, jeigu žemės ūkio paskirties žemės įsigyjama gyvulininkystei plėtoti ir įsigytos žemės ūkio paskirties žemės kiekis neviršija hektarų, tenkančių vienam asmens laikomam sąlyginiam gyvuliui, skaičiaus (1 sąlyginis gyvulys / 1 ha). Vienas asmuo gali įsigyti tiek žemės ūkio paskirties žemės, kiek jis turi sąlyginių gyvulių, neatsižvelgiant į

susijusių asmenų turimą sąlyginių gyvulių skaičių. Žemės ūkio paskirties žemės hektarų skaičius, tenkantis vienam sąlyginiam gyvuliui, įskaičiuojamas į didžiausią leistiną įsigyti 500 ha plotą.

Už žemę, kai mokesčio objektas, fiziniams ir juridiniams asmenims nuosavybės teise priklausanti LR esanti privati žemė, išskyrus miško žemę ir žemės ūkio paskirties žemę, kurioje įveistas miškas, LR įstatymų ir kitų teisės aktų nustatyta tvarka mokesčio tarifas svyruoja nuo 0,01 proc. iki 4 proc. žemės mokestinės vertės. Konkrečius žemės mokesčio tarifus nustato kiekviena savivaldybė individualiai.

Žemės kainos pokyčiai rinkoje.

2017 m. nekilnojamojo turto rinka Lietuvoje išlaikė aktyvumą ir didelį likvidumą. VĮ Registrų centro duomenimis, per 2017 m. Lietuvoje sudaryta 65858 vnt. (6,2 proc. daugiau negu 2016 m.) žemės sklypų pirkimo–pardavimo sandorių (Inreal, 2018). Palyginamoji individualių namų, butų ir žemės sklypų sandorių statistika pateikiama 17 pav.



17 pav. Butų, individualių namų ir žemės sklypų sandoriai Lietuvoje (vnt.)
Šaltinis: Inreal, 2018.

Remiantis metine Baltijos šalių nekilnojamojo turto rinkos apžvalga (2017), 2016 m. nekilnojamojo turto rinkoje išliko didelis sklypų (didesnio ploto žemės sklypų Vilniuje) pirkimo aktyvumas. Nekilnojamojo turto vystytojai ypač domėjosi įvairios paskirties žemės sklypais centrinėje Vilniaus miesto ir kitose prestižinėse miesto dalyse. Per nagrinėjamus metus šių žemės sklypų kainos išaugo maždaug po 10–15 proc. Tuo tarpu žemės sklypų rinka, esanti toliau nuo centrinės miesto dalies (gyvenamieji rajonai), išliko stabili, kainos nesikeitė.

Žemės centrinėje Vilniaus dalyje ar kitame prestižiniame rajone, kuris tinkamas gyvenamųjų namų plėtrai (su detaliais planais ar statybos leidimais), kaina siekė 400–1500 eurų už kvadratinį metrą žemės, arba apytiksliai 300–1000 eurų bruto už pastatytą gyvenamojo ploto kvadratinį metrą.

Sklypų gyvenamuosiuose priemiesčiuose (su detaliu planu ar statybos leidimu) kaina varijavo tarp 60 ir 200 eurų už kvadratinį metrą, arba apytiksliai 700–200 eurų bruto už pastatytą gyvenamojo ploto kvadratinį metrą.

Per pastaruosius penkerius metus jokių žemės kainos pokyčių nebuvo užfiksuota individualių namų rinkoje. Tai lėmė sparčiai auganti žemės sklypų pasiūla Vilniaus miesto pakraštyje. Žemės sklypai, tinkami individualių namų statybai, siūlomi tiek privačių asmenų, tiek vystytojų, kurie iki galo parengia žemės sklypą pardavimui, t. y. įrengia komunikacijas, paruošia prieigą prie pagrindinių kelių bei užtikrina bet kitą gerovę. Dėl šių priežasčių pirkėjai turėjo geras pasirinkimo galimybes. 2016 m. pabaigoje privačių namų su daline ar pilna infrastruktūra žemės sklypas kainavo 20–30 eurų už kvadratinį metrą pigesniuose priemiesčiuose, 40–80 eurų už kv. m – Visoriuose, Riešėje, Bajoruose, Kalnėnuose, Gulbinuose.

2016 m. Lietuvoje aukštas rinkos aktyvumas padidino žemės ūkio paskirties kainas 5–10 proc. Šiuo metu, priklausomai nuo vietos (žemės produktyvumo) ir dydžio, žemės ūkio paskirties žemės kaina svyravo nuo 1000 iki 5000 eurų už hektarą.

Centrinio registro duomenimis, 2016 m., palyginti su 2015 m., bendras žemės sandorių Lietuvoje skaičius išaugo 9 proc. Žemės rinkos aktyvumas išliko toks pat, kaip ir 2013–2015 m. laikotarpiu.

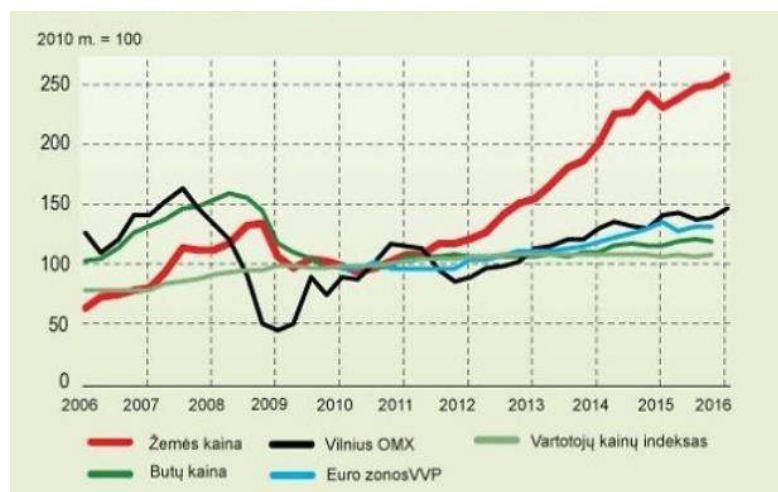
2016 m. žemės ūkio paskirties kainos Lietuvoje buvo didžiausios per praėjusius 15 m. Vidutiniškai vienas hektaras žemės, išskyrus sodus ir sodininkų bendrijų žemę, 2016 m. pirmąjį ketvirtį kainavo 2,7 tūkst. eurų. 2015 m. kainų augimas buvo pastebimai sulėtėjęs. Įtakos tam turėjo įsigalioję nauji žemės įsigijimo ribojimai, kurie gerokai susiaurino investuotojų ratą. Kritus aktyvumui, per 2015 m. žemės kainos ūgtelėjo 2,0 proc. Tačiau 2016 m. pradžioje jų augimas vėl paspartėjo ir sudarė 11,3 proc. (Lietuvos bankas, 2017). Žemės kaina ir jos metinė kaita 2007–2016 m. laikotarpiu pateikiama 18 pav.



18 pav. Žemės kaina ir jos metinė kaita

Šaltinis: Lietuvos bankas, 2016.

Remiantis Lietuvos banko (2016) teigimu, žemė per 2012–2016 m. laikotarpį Lietuvoje buvo viena iš pelningiausių investicijų dėl šių priežasčių: žemė įsigyjama ne tik žemės ūkio veiklai vykdyti, bet ir kaip saugi investicija, esant nepalankiems kainų pokyčiams finansų ar kito turto rinkose. Statistiniai duomenys byloja, jog padidėjus žemės kainai, išaugo žemės, kaip alternatyviosios investicijos, patrauklumas, lyginant su kitomis turto rūšimis (žr. 19 pav.).



19 pav. Skirtingų rūšių turto kainų kaita

Šaltinis: VĮ Registrų centras, Statistikos departamentas, Bloomberg, Lietuvos bankas.

Kaip matyti iš pateiktų statistinių duomenų (žr. 19 pav.), akcijų, būsto kainų kaitos tempai ar skolos vertybinių popierių pelningumo didėjimas pastaruosius kelerius metus buvo gerokai mažesni nei žemės kainų augimas. Pavyzdžiui, vidutinė žemės hektaro vertė Lietuvoje per pastaruosius

penkerius metus išaugo 137,2 proc., euro zonos vyriausybių vertybinių popierių vertė tuo tarpu padidėjo 34,7 proc., Vilniaus vertybinių popierių biržoje esančių įmonių akcijų vertė ūgtelėjo 18,6 proc., o būsto kainos – 16,8 proc. Tuo pačiu laikotarpiu vartotojų kainos Lietuvoje padidėjo tik 6,3 proc.

Kaip kitą priežastį, lėmusią žemės kainos nuolatinį augimą, Lietuvos banko vyriausiasis ekonomistas įvardija *paramą žemės ūkio veiklai*, kadangi užsienio šalių patirtis parodė, jog žemės ūkiui teikiamos paramos padidėjimas paprastai nulemia ir žemės vertės augimą. Subsidijos, teikiamos žemės ūkio veiklai ar žemės turėtojams, yra linkusios pavirsti žemės pardavimo ar nuomos kainos dalimi. Deja, žemės ūkiui skiriamų subsidijų pirminė paskirtis yra sukurti darbo vietų, kelti produktyvumą žemės ūkyje. Šalių patirtis labai nevienoda, tačiau didžioji dalis atliktų tyrimų rodo stiprų tiesioginį ryšį tarp žemės kainų ir teikiamos paramos, todėl galima prielaida, jog parama žemės ūkiui ženkliai prisideda prie žemės turėjimo patrauklumo ir skatina kainų kilimą.

Lietuvoje per pastarąjį dešimtmetį žemės ir maisto ūkiui bei kaimo plėtrai skirta parama sudarė beveik 8 mlrd. eurų. Be jos, įvairios institucijos teikia dar apie 20 skirtingų rūšių paramos (pvz., draudimo įmokų, paskolų palūkanų kompensavimas ir pan.). Žemės ūkio sektorius Lietuvoje naudoja ir 25 išskirtinėmis mokestinėmis lengvatomis. Dalis ūkių apskritai gali dirbti pelningai tik dėl gaunamos paramos. Pavyzdžiui, 2013 m. ir 2014 m. savo jėgomis, t. y. be paramos, pelningai veikė iš esmės tik mažus (iki 20 ha) ir tik didelius (nuo 100 ha) žemės plotus turintys ūkininkai. 20–100 ha žemės turinčių ūkių veikla be viešojo sektoriaus teikiamos įvairialypės paramos būtų nuostolinga (Lietuvos bankas, 2016).

Prognozuojant žemės kainas ir poreikį ją įsigyti investiciniais tikslais ateityje žemės vertė išliks. Ši prielaida formuojama neatsitiktinai. Lietuvos banko apskaičiavimais, anksčiau skirtos didelės investicijos technikai ir turimi pakankami pajėgumai (pvz., grūdinių augalų derlingumas per 2006–2014 m. padvigubėjo. 2004 m. žemės ūkyje iš vieno hektaro sukurtos bendrosios produkcijos vertė sudarė beveik 500 eurų, o 2013 m. – jau beveik 900 eurų) lems didėjančią poreikį plėstis, turėti daugiau žemės. Išlieka ribotumai žemės kainos augimui ateityje trumpuoju laikotarpiu – tinkamos dirbamos žemės trūkumas, ilguoju laikotarpiu – sparti Lietuvos ekonomikos raida. Dėl padarytos sparčios pažangos naujasis Europos paramos nuo 2020 m. etapas gali būti mažesnės apimties, o tai atitinkamai lemtų mažesnę paramą žemės ūkiui. Daliai investuotojų žemės ūkio veikla dėl to veikiausiai taptų mažiau patraukli, o tai lemtų mažesnę žemės paklausą.

Verta paminėti, jog šiuo metu pasireiškia aktyvesnis bankų dalyvavimas žemės rinkoje. Per metus bankų suteikiamų paskolų žemės sklypams įsigyti suma, palyginti su per metus sudaromų visų žemės sandorių verte, nuo 2009 iki 2015 m. vidurio padidėjo daugiau nei 4 kartus – nuo 1,3 iki 6,0 proc. Nors bankų paskolomis finansuojamų žemės sandorių dalis padidėjo kelis kartus, tačiau ji

laikytina per menka, kad galėtų daryti įtaką žemės kainoms. Pavyzdžiui, gyvenamojo būsto rinkoje bankų paskolomis finansuojama daugiau nei pusė visų sandorių. Įsigyjant žemę, bankai daugiau kredituoja ūkininkus, o ne kitus žemės pirkėjus. Nepagrįstas žemės kainų augimas, kurį gali sukelti spekuliantų skolinimasis iš bankų, siekiant pasipelnyti iš žemės kainų padidėjimo, yra suvaržytas (Lietuvos bankas, 2016). Toliau monografijoje pristatomas atliktas empirinis tyrimas, siekiant išsiaiškinti investavimo į žemę Lietuvoje perspektyvas.

4.3. Investavimo į žemę Lietuvoje perspektyvos praktiniu požiūriu

Siekiant įgyvendinti empirinio tyrimo tikslą – nustatyti investavimo į žemę, kaip investavimo objekto, perspektyvas, pasirinktas ekspertinio vertinimo metodas (interviu ir iš anksto sudarytas klausimynas), įtraukiant į tyrimą šiuos nekilnojamąjį turto rinką atstovaujančius ekspertus:

Marius Dubnikovas, šiuo metu einantis „Compensa Life Vienna Insurance Group SE“ verslo plėtros vadovo pareigas, nekilnojamojo turto ir jos vertinimo srityje, finansų sektoriuje turi daugiau nei 15 m. profesinės ir praktinės veiklos patirties. Savo darbinę karjerą pradėjo kaip Finansų maklerių asociacijos prezidentas, vėliau ėjo klientų investavimo vadovo pareigas UAB „Finasta“. Ekspertas yra ir Lietuvos verslo konfederacijos Mokesčių komisijos pirmininkas. Finansų analitikas itin aktyviai pasisako apie nekilnojamojo turto rinką ir jos tendencijas žiniasklaidoje, informaciniuose leidiniuose „Veidas“, „Investuok“, „Verslo žinios“ publikuojami aktualiausi pranešimai nekilnojamojo turto tematika nacionaliniu ir pasauliniu lygiu.

Saulius Vagonis – UAB „OBER-HAUS“ Vertinimo ir rinkos tyrimų departamento vadovas, darbo su nekilnojamuoju turto patirties įgijęs per 20 m. Eksperto karjeros metu atlikta daugiau nei 3000 turto vertinimų, apie 100 užsakomųjų rinkos tyrimų ir analizių. Saulius Vagonis yra Lietuvos turto vertintojų asociacijos valdybos narys bei Lietuvos turtą ir verslą vertinančių įmonių asociacijos valdybos narys bei Mokslo ir švietimo komisijos pirmininkas. Saulius Vagonis viešumoje (publicistiniuose žurnaluose, laikraščiuose) yra paskelbęs straipsnių ir analizių nekilnojamojo turto rinkos tematikomis. Aktyviai dalyvauja nekilnojamojo turto konferencijose.

Dr. Vytautas Azbainis investicinių projektų nekilnojamojo turto srityje, rengiant žemės sklypų detaliuosius planus darbinės patirties įgijo per 13 savo profesinės veiklos metų. Nuo 2005 m. užėmė direktoriaus pareigas UAB „Vilniaus namai“. 2014 m. apgynė mokslo disertaciją „Nekilnojamojo turto rinkos ciklą valdymo vertinimas ir modeliavimas“.

Romualdas Paulauskas yra sukaupęs daugiau kaip 15 m. patirties nekilnojamojo turto sektoriuje. Šiuo metu užima UAB „OBER-HAUS“ Panevėžio biuro vadovo pareigas, yra

nekilnojamojo turto ekspertas. Savo profesines įžvalgas publikuoja leidiniuose „Verslo žinios“, „Lietuvos rytas“, „Vakarų ekspresas“ ir kt.

Emilijus Gedvilas – „Akorus Real Estate“ brokeris, tikslingai dirbantis žemės, kaip nekilnojamojo turto, pirkimo ir pardavimo, nuomos ir nekilnojamojo turto objektų vystymo srityje 4 m.

Atliekant empirinį tyrimą šioje monografijoje investicijos į žemę bus analizuojamos bendrai, neatskiriant investicijų į žemės ūkio paskirties ir ne žemės ūkio paskirties žemę.

4.3.1. Ekspertinio vertinimo metodika

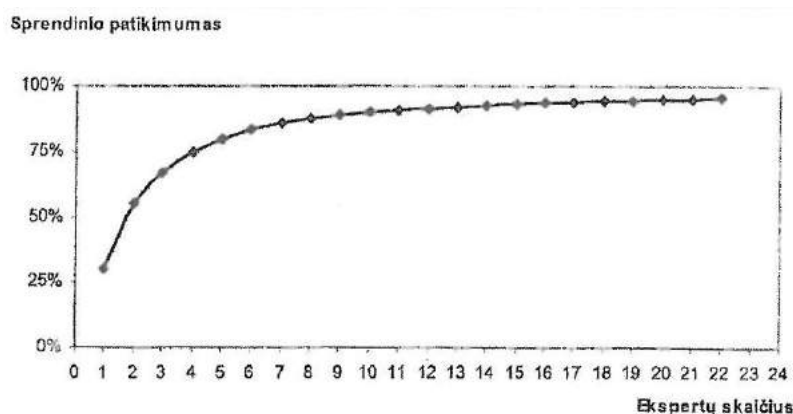
Ekspertinis vertinimas – vienas iš plačiausiai pasaulyje taikomų įžvalgos metodų. Mokslininkai ekspertinį vertinimą taiko įvairių ūkio šakų tyrimuose (Baležentis, Žalimaitė, 2011). Remiantis Rudzkiene, Burinskiene (2007), ekspertinio vertinimo metodą galima suprasti kaip apibendrintą ekspertų grupės nuomonę. Ekspertinio vertinimo metodas – tai procedūra, leidžianti suderinti atskirų ekspertų nuomones ir suformuoti bendrą sprendimą. Ekspertinis vertinimas dažniausiai taikomas tam tikros problemos, proceso ar reiškinių tyrimui, reikalaujančiam specialių žinių ir gebėjimų, tyrimo rezultatus pateikiant motyvuotose išvadose ar rekomendacijose (Rudzkiene, Burinskiene, 2007).

Ekspertu (lot. k. žodis *expertus* – patyręs) paprastai laikomas specialistas, turintis tam tikros srities žinių ir patirties. Ekspertinių vertinimų tikslas – žinių iš žmogaus eksperto gavimo sisteminis organizavimas, kodavimas, struktūrinis perdirbimas ir interpretavimas, taikant loginius ir matematinius metodus. Nagrinėjamos problemos sprendimui svarbi profesionali eksperto kompetencija, kuri ekspertinio tyrimo metodologijoje vadinama eksperto kompetencija. Ekspertinių vertinimų gavimui sukurti ir taikomi įvairūs metodai, tokie kaip individualus ar grupinis ekspertinis vertinimas (Rudzkiene, Burinskiene, 2007). Praktikoje egzistuoja keli ekspertinio vertinimo atlikimo būdai. Vienu atveju ekspertas veikia atskirai, jis net nežino, kad yra traktuojamas kaip ekspertas. Šis būdas padeda išvengti žinomų autoritetų nuomonės įtakos. Kitu atveju ekspertai susirenka ir kartu aptaria problemą, įvertina išsakytus samprotavimus ir atmets neteisingus. Pasak Baleženčio, Žalimaitės (2011), ekspertiniams vertinimams būtina turėti specialių ekspertinių žinių ir patyrimo, o tokių specialistų yra mažai.

Remiantis Makridakis et al. (1998) nuomone, atliekant tyrimą šiuo metodu tikslinga apklausti nuo 10 iki 100 ekspertų, priklausomai nuo atliekamo tyrimo tikslų bei atsižvelgiant į ekspertų kompetenciją nagrinėjamoje srityje. Pasak Augustinaičio et al. (2009), siekiant išlaikyti ekspertinio vertinimo tikslumą ir patikimumą, į ekspertų grupę rekomenduojama įtraukti ne mažiau

kaip 5 ekspertus. Ši rekomendacija ir buvo išlaikyta, atliekant empirinį tyrimą. Atliekant tyrimą, buvo orientuotasi ne į anketinės apklausos masiškumą, bet į ekspertų kompetenciją, jų specifines žinias, sukauptas nekilnojamojo turto srityje, susipažinimą su verslo aplinkos sąlygomis ir jo problemomis. Vadovaujantis paminėtais kriterijais, į ekspertų grupę buvo įtraukti 5 asmenys.

Remiantis Augustinaičiu et. al. (2009), nustatant priimtina ekspertų skaičių, reikia vadovautis metodologinėmis priemonėmis, suformuluotomis klasikinėje testų teorijoje, kuri teigia, kad agreguotų sprendimų patikimumą ir priimančiųjų sprendimą (šiuo atveju ekspertų) skaičių sieja greitai slopstantis netiesinis ryšys (žr. 20 pav.).



20 pav. Ekspertų skaičiaus įtaka vertinimo patikimumui

Šaltinis: Augustinaitis et al., 2009.

Augustinaitis et al. (2009) savo darbe mini Libby, Blashfield (1978), kurie įrodė, kad agreguotų ekspertinių vertinimų moduliuose su vienodais svoriais nedidelės ekspertų grupės sprendimų ir vertinimų tikslumas nenusileidžia didelės ekspertų grupės sprendimų ir vertinimų tikslumui, bet trijų ekspertų grupės vertinimų tikslumas kartais žymiai pranoksta vieno ar dviejų ekspertų vertinimo tikslumą. Toliau didinant ekspertų grupę, gautų įverčių tikslumas truputį didėja ir didžiausias tampa 5–9 ekspertų grupėje. Tais atvejais, kai 5–9 ekspertų grupės vertinimo tikslumas yra nepakankamas, tikslinga didinti ne ekspertų grupę, o ekspertų kompetenciją.

Loginė empirinio tyrimo eiga pateikiama taip:

- Ekspertinis interviu su Mariumi Dubnikovu ir Sauliumi Vagoniu, siekiant nustatyti pagrindinius investuotojų į žemę motyvus bei priežastis, kodėl žemės sklypų rinkos aktyvumas auga. Interviu metu buvo pateikti šie atvirojo tipo klausimai:
- Kokios pagrindinės investavimo į žemę, kaip nekilnojamąjį turtą, priežastys?
- Kokie yra žemės, kaip nekilnojamojo turto, įsigijimo finansavimo šaltiniai?
- Kokios numatomos tendencijos dėl žemės kainų ateityje ir kokios pagrindinės priežastys nulems kainos žemės rinkoje pokyčius?

1. Ekspertinio vertinimo atlikimas, pateikiant uždarojo tipo klausimus sudarytoje anketoje (žr. 1 priedą). Anketos sukūrimo tikslas – nustatyti investicijų į žemę galimybes, pagrindinį dėmesį skiriant veiksniams, veikiantiems žemės vertę ir finansavimo mechanizmų Lietuvoje prieinamumui identifikuoti. Remiantis surinktais duomenimis, formuojamos išvalgos apie investavimo į žemę Lietuvoje perspektyvas.

Anketos pristatymas. Pateikta ekspertams anketa sudaryta iš 4 dalių. Pirmoji dalis skiriama investuotojo į žemę profiliui nustatyti, ekspertams pateikiant klausimus, susijusius su subjektų tipu, rizikos toleravimo lygiu ir investavimo į žemę būdais, t. y. investuojama tiesiogiai ar dalyvaujant tarpininkams. Antroji anketos dalis skiriama žemės, kaip investavimo objekto, vertę lemiantiems veiksniams nustatyti. Naudojantis Likerto skale, ekspertų buvo prašoma išranguoti bendruosius veiksnis, suskirstytus į grupes (finansų rinkų tarpusavio priklausomybės veiksniai, ekonominiai veiksniai, socialiniai veiksniai, teisiniai veiksniai, politiniai veiksniai, demografiniai veiksniai, instituciniai veiksniai ir statybos sektoriaus veiksniai) ir mikroaplinkos veiksnis (objekto veiksnis, objekto aplinkos veiksnis ir investuotojų elgsenos veiksnis) pagal svarbą.

Trečioji dalis sudaryta iš klausimų, skirtų investavimo į žemę finansiniams mechanizmom Lietuvoje vertinti. Remiantis teorinių tyrimų rezultatais, pasaulinėje praktikoje egzistuojantys finansiniai mechanizmai buvo suskirstyti į tris pagrindines grupes (privataus investavimo mechanizmai, viešojo investavimo priemonės ir inovatyvūs NT finansavimo mechanizmai) ir prašoma ekspertų įvardyti, kuri grupė Lietuvoje yra prieinamiausia žemės, kaip investicinio objekto, finansavimui.

Ketvirtoji klausimyno dalis vertina investavimo į žemę tendencijas Lietuvoje. Susistemintas anketos turinys pateikiamas 8 lentelėje.

8 lentelė

Anketoje suformuluotų klausimų tikslingumas

Anketos dalis	Klausimai/teiginiai	Klausimų suformavimo tikslingumas
1 dalis. Investuotojo į žemę profilio nustatymas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kurie subjektai Lietuvoje į žemę investuoja daugiausia? 2. Kokio lygio riziką dažniausiai toleruoja investuotojai į žemę? 3. Kokiais būdais į žemę dažniausiai investuojama? 	Tikslas – identifikavus investuotojo į žemę „portretą“, galima parinkti atitinkamas priemones (finansavimo šaltiniai ir kt.) investuotojų pritraukimui į žemės rinką.
2 dalis. Žemės, kaip investavimo objekto, vertę lemiantys veiksniai	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bendrųjų veiksnių išrangavimas pagal svarbą; 2. Mikroaplinkos veiksnių išrangavimas pagal svarbą. 	Tikslas – nustačius, kurie veiksniai turi svarbiausią įtaką žemės vertei, atsiranda galimybė numatyti signalus,

		informuojančius tikėtinus žemės vertės pokyčius ateityje.
3 dalis. Investicijų į žemę finansavimo mechanizmų vertinimas	Finansavimo mechanizmų prieinamumo išrangavimas, atliekant investicijas į žemę Lietuvoje.	Tikslas – nustačius finansavimo mechanizmų, investuojant į žemę Lietuvoje, prieinamumą atsiranda poreikis plėsti finansavimo mechanizmų tinklą ir įvesti inovatyvesnių NT finansavimo šaltinių.
4 dalis. Investavimo į žemę tendencijų Lietuvoje vertinimas	Tendencijų išvalgoms buvo pateikti uždarojo tipo klausimai su keliais atsakymų pasirinkimų variantais: 1. Kuriai iš įvardytų kategorijų priskirtumėte žemę pagal Lietuvoje vyraujančias žemės naudojimo tendencijas? 2. Kurios iš šių strategijų dažniausiai laikosi investuotojai į žemę Lietuvoje? 3. Į kokios paskirties žemę Lietuvoje investuojama daugiausia? 4. Kokie, Jūsų nuomone, yra pagrindiniai investavimo į žemę Lietuvoje motyvai? 5. Su kokiais rizikomis susiduria investuotojai, siekdami investuoti į žemę Lietuvoje?	Tikslas – ištirti investavimo į žemę Lietuvoje būklę pagal investuotojų motyvus, prisiimamas rizikas ir pagrindines investavimo į žemę į kryptis.

Tyrimui atrinkti ekspertai 4–6 klausimus turėjo įvertinti skalėje nuo 1 iki 5. „Visiškai nesutinku / visiškai nesvarbu“ skaitinė reikšmė – 1, „visiškai sutinku / visiškai svarbu“ – 5. Priklausomai nuo sutikimo stiprumo, ekspertai galėjo pasirinkti tarpines skaitines reikšmes 2, 3 arba 4.

Atliekant ekspertinį tyrimą, surinktiems anketiniams duomenims apdoroti naudojama statistinė programa SPSS („Statistical Package for Social Sciences“) ir „Microsoft Excel“ programinės įrangos paketas. Gautų įvertinimų skaitinės reikšmės buvo surašytos į specialią rangų lentelę (žr. 9 lentelę).

9 lentelė

Ekspertinio vertinimo rezultatų matrica

Ekspertai	Veiksniai (V)					
	1	2	...	i	...	N
1	V ₁₁	V ₁₂	...	V _{1i}	...	V _{1n}
2	V ₂₁	V ₂₂	...	V _{2i}	...	V _{2n}
3	V ₃₁	V ₃₂	...	V _{3i}	...	V _{3n}
4	V ₄₁	V ₄₂	...	V _{4i}	...	V _{4n}
5	V ₅₁	V ₅₂	...	V _{5i}	...	V _{5n}
M	V _{m1}	V _{m2}	...	V _{mi}	...	V _{mn}
Rangų suma						
Kendalo konkordacijos						

koeficientas, W						
p-reikšmė						
Požymio pažymėjimo dažnis						

9 lentelėje skaičius V_{11} parodo, koku svarbumo lygiu I ekspertas įvertino I teiginį anketoje. Gauti lentelėje duomenys susisteminti, apskaičiuota rangų suma V_i i -ajam teiginiui, rangų sumos S_i i -ajam teiginiui vidurkis \bar{s} , nustatytas kiekvieno teiginio svarbumas bei ekspertų nuomonių vieningumą parodantis Kendalo konkordancijos koeficientas W . Kendalo konkordancijos koeficientas gali kisti intervale $0 \leq W \leq 1$. Kuo koeficientas arčiau 1, tuo ekspertų nuomonės labiau sutampa.

Ekspertų vertinimų patikimumas priklauso nuo atskirų ekspertų žinių lygio ir narių skaičiaus. Imant prielaidą, kad ekspertai yra pakankamai tikslūs matuotojai, galima teigti, kad didėjant jų skaičiui, visos ekspertų grupės ekspertizės patikimumas didėja. Eksperto kompetencijos laipsnis kiekybiškai vertinamas kompetencijos koeficientu. Kompetentingumas – eksperto tam tikros žinių srities kvalifikacijos laipsnis. Empiriniame tyrime jis nebuvo vertinamas.

Reikėtų atkreipti dėmesį į *Cronbach alpha* koeficiento interpretavimą, pateikiant ekspertinio tyrimo išvadas. *Cronbach alpha* koeficientas parodo, ar sudaryta anketa pakankamai tiksliai atspindi tiriamąjį objektą. Vieni mokslininkai, pvz., Nunnally ir Bernstein (1994), teigia, kad *Cronbach alpha* koeficientas turi būti ne žemesnis už 0,7, kiti mokslininkai, pvz., Malhotra ir Birks (2003), teigia, kad anketos patikimumo kritinė žemiausia riba yra 0,6. Kritinės žemiausios ribos pasirinkimas yra subjektyvus dalykas, o pasirenkant šią ribą, gali būti atsižvelgiama į konkretaus tyrimo pobūdį ir kokybinius aspektus. Šiame darbe pateikiamame empiriniame tyrime pasirinkta žemiausia *Cronbach alpha* koeficiento reikšmė 0,7.

4.3.2. Ekspertinio vertinimo rezultatai

Pirmajame empirinio tyrimo etape buvo atliktas interviu su ekspertais Mariumi Dubnikovu ir Sauliumi Vagoniu.

Į klausimą „Kokios pagrindinės investavimo į žemę, kaip nekilnojamąjį turtą, priežastys?“ Marius Dubnikovas atsakė taip:

- 1) ***Kainų kilimas žemės rinkoje.*** *Stebint Vakarų šalių žemės kainų tendencijas, Lietuvoje žemės vertė ateityje turėtų augti. 2016–2017 m. laikotarpiu pradėtas fiksuoti žemės sklypų kainų kilimas tam tikruose segmentuose ir vietovėse. Nekilnojamojo turto plėtotojai, investuotojai ir spekuliantai, remdamiesi lūkesčių teorija, jog kainos ateityje kils, nulemia pasiūlos traukimąsi, kuris prisideda prie labiau pastebimo kainų kilimo ir pozityvių lūkesčių formavimosi.*

- 2) **Investavimo į nekilnojamąjį turtą alternatyvų stoka.** Nors žemės sklypai ilgai buvo mažai patraukli investavimo priemonė, pastaraisiais metais padėtis sparčiai pasikeitė. Investuotojai, turėdami perteklinio kapitalo, ryžtasi įsigyti šios klasės turto. Lietuvoje žemės sklypai iš esmės negeneruoja jokio nuomos srauto ir yra įsigijami tik spekuliaciniais tikslais, siekiant uždirbti arba iš perpardavimo, arba pastačius ir pardavus naują nekilnojamąjį turtą.
- 3) **Siekis uždirbti iš nekilnojamojo turto plėtros.** Kelerius metus būsto kainoms, ypač butų, kylant į viršų, vis patrauklesnis darėsi individualių namų ir kotedžų segmentas, kuris dėl didelės pasiūlos beveik nefiksavo kainų didėjimo. Augant gyventojų pajamoms, kurios leidžia įpirkti ar pasistatyti aukštesnės klasės būstą, vis daugiau dėmesio sulaukia žemės sklypų (namų valdų) segmentas.
- 4) **Žemė, kaip investavimo objektas, apsaugo nuo infliacijos,** nes istoriškai žemės ūkio paskirties žemės vertė augo sparčiau nei infliacija, todėl žemės ūkio paskirties žemė yra efektyvus draudimas nuo infliacijos ir kapitalo išsaugojimo priemonė.
Iš tiesų, pagrindinis investavimo į žemę motyvas – spekuliacinis, t. y. žemė įsigijama, turint tikslą plėtoti ant jos nekilnojamojo turto projektus/objektus, o juos perpardavus, galima uždirbti iš kainų kilimo. Jeigu investuojama į žemės ūkį, populiariausia Lietuvoje žemę išnuomoti ūkininkams arba parengti infrastruktūrą atitinkamai verslo sričiai vykdyti.

Sauliaus Vagonio teigimu, žemės įsigijimo motyvai priklauso nuo investuotojo tikslų. Pirmasis motyvas susijęs su žemės vertės augimo lūkesčiais, tikintis, jog ateityje žemė brangs, siekiant investuoti laisvas lėšas, norint gauti grąžos ateityje iš įsigytos žemės vertės augimo. Dažnai investuotojas investuoja būtent į žemę, nes žemės sklypų įsigijimo kaina (ypač priemiesčių ir užmiesčio teritorijose) paprastai yra mažesnė už būsto ar komercinės paskirties patalpų kainą. Kitas motyvas – pasyvi investicija, nes žemė nereikalauja nuolatinės priežiūros, kai tuo tarpu kitą nekilnojamąjį turtą reikia papildomai prižiūrėti. Jeigu siekiama stabilios investicijų grąžos, rekomenduotina investuoti į žemės ūkio paskirties žemę, kuri garantuos stabilias pajamas iš nuomos. Siekdami uždirbti nepasyvių pajamų iš žemės, investuotojai žemę renkasi kaip statybų elementą, kai uždirbama iš nekilnojamojo turto projektų vystymo.

- Kokie yra žemės, kaip nekilnojamojo turto, įsigijimo finansavimo šaltiniai?

Lietuvos banko turimais duomenimis, tik labai nedidelė dalis sandorių žemės rinkoje finansuojama bankų paskolomis, to priežastis – Skandinavijos bankų politika, nes skandinavų turto rinka išgyvena krizę, todėl žemės kreditavimui keliami pertekliniai reikalavimai. Kitas finansavimo šaltinis – verslo įmonių leidžiamos obligacijos. Teoriškai galėtų būti ir minios finansavimas (angl.

crowd funding), tačiau Lietuvoje kol kas tokio finansavimo atvejo įsigyjant žemę neteko užfiksuoti (Mariaus Dubnikovo interviu).

Pasak Sauliaus Vagonio, žemės sklypų įsigijimo finansavimas praktiškai Lietuvoje neegzistuoja ir yra labai ribotas. To priežastis – 2008 m. finansų krizės padariniai, kai bankai skolino pinigų investuotojams, ketinantiems įsigyti žemės sklypų, turintiems nepagrįstų turto brangimo lūkesčių bei realių galimybių susigražinti pasiskolintus pinigus. Iki krizės investuotojai įsigijo nelikvidžių sklypų, kurių vėliau niekas nepirko, todėl žemės sklypų kaina krito iki 80 proc. Po nekilnojamojo turto burbulo sprogo bankai nustojo finansuoti žemės sklypus. Paprastai žemė įsigijama nuosavomis lėšomis ir paskolų pavidalu iš bankinių institucijų (dažniais atvejais – iš kredito unijų), dažnai papildomai įkeičiant likvidesnę turtą.

- Kokios numatomos tendencijos dėl žemės kainų ateityje ir kokios pagrindinės priežastys nulems kainos žemės rinkoje pokyčius?

Ateityje numatomas žemės kainų kilimas, tačiau esant pagrindiniam žemės kreditavimui iš finansinių institucijų egzistuoja didelė priklausomybė nuo bazinių palūkanų normų. Jų pokytis atitinkama linkme turės įtakos žemės paklausos tendencijoms (Mariaus Dubnikovo komentaras).

Žemės ūkio paskirties kaina tiesiogiai priklausys nuo ES paramos politikos, tuo tarpu žemės sklypų kaina bus nulemta bendrosios ekonomikos padėties ir miestų plėtros tendencijų, t. y. žemės kaina kils tose vietovėse, kuriose plėsis miestai, ir priešingai (Sauliaus Vagonio komentaras).

Ekspertinio vertinimo anketos rezultatai.

Siekiant atsakyti į pagrindinį empirinio tyrimo tikslą, toliau susistemunami atlikto ekspertinio vertinimo rezultatai. Samprata, veiksnys ar kitas vertinamas aspektas autorės laikomas svarbiu tas, kurio vidurkio reikšmės lygios 3,5 balo ir daugiau. Cronbach alpha anketos reikšmė sudarytai lygi 0,98¹, vadinasi, anketa tiksliai atspindi tiriamąjį dydį.

Investuotojo į žemę profilis

Ekspertai apibūdino investuojančiojo į žemę „portretą“: tai mažo lygio riziką prisiimantys investuotojai, verslo įmonės ir namų ūkiai, apimantys individualius asmenis ir šeimas, į žemę dažniausiai investuojantys be tarpininkų.

Žemės, kaip investavimo objekto, vertę lemiantys bendrieji veiksniai

9 lentelėje pateikiamas veiksmų klasifikavimas į svarbius, mažiau svarbius ir neturinčius įtakos žemės, kaip investavimo objekto, vertei.

¹ Cronbach alpha reikšmės apskaičiavimas atliktas SSPS programa.

Svarbiais veiksniais laikytini veiksniai, surinkę balų skalėje nuo 4 iki 5 balų; mažiau svarbiais veiksniais laikytini veiksniai, surinkę nuo 3,5 iki 3,99 balo; nesvarbiais veiksniais – 3,4 ir mažiau balų.

10 lentelė

Žemės, kaip investavimo objekto, vertę lemiančių veiksnių suskirstymas pagal svarbą

Svarbūs veiksniai	Vidur- kio reikšmė	Mažiau svarbūs veiksniai	Vidur- kio reikšmė	Nesvarbūs veiksniai	Vidurkio reikšmė
1. Ekonominio ciklo fazė	5	1. Valdžios stabilumas šalyje	3,80	1. Tvarumas	3,4
2. Infliacijos lygis	4,40	2. Migracijos lygis	3,8	2. Tiesioginių užsienio investicijų srautai	3,4
3. Pokyčiai kreditų rinkoje	4,20	3. Finansinių institucijų įtaka	3,8	3. Žemės mokesčiai	3,4
4. BVP pokyčiai	4,00	4. Nekilnojamojo turto mokesčiai	3,8	4. Statybos leidimų kontrolė	3,4
5. Darbo užmokesčio lygis	4,00	5. Globalizacija	3,6	5. Statybos leidimų išdavimo laikas	3,4
6. Valstybės politika	4,00	6. Inovatyvumas	3,6	6. Baigtų pastatų skaičius	3,2
		7. Teisinis nuosavybės reglamentavimas	3,6	7. Gyventojų išsilavinimas	3,2
		8. Teisių į nuosavybę perleidimo reglamentavimas	3,6	8. Gimstamumo lygis	3,2
		9. Būsto paskolų apimtis	3,6	9. Politinių partijų įtaka	3,2
				10. Nedarbo lygis	3,2
				11. Užimtumo lygis	3,0
				12. Gyventojų skurdo lygis	3,0
				13. Gyventojų amžius	3,0
				14. Baigtų pastatų naudingasis plotas	3,0
				15. Gyventojų soc. apsaugos lygis	2,2
				16. Santuokų skaičius	1,80

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis ekspertinio vertinimo rezultatais.

Kaip matyti, iš bendrųjų veiksnių didžiausią įtaką žemės, kaip investavimo objekto vertei, pasak ekspertų, turi **ekonominei ir politinei veiksnių grupėms** priklausantys veiksniai: *ekonominio ciklo fazė* (plėtra, klestėjimas, traukiamasis, nuosmukis) buvo įvardyta kaip vienas svarbiausių įtakos žemės vertei turinčių veiksnių. Kiti ekonominiai veiksniai, tokie, kaip infliacijos lygis, pokyčiai kreditų rinkoje, BVP pokyčiai, darbo užmokestis lygis, taip pat buvo išskirti kaip vieni didžiausių įtaką žemės vertei turinčių veiksnių. Iš politinių veiksnių grupės paminėtina šalyje vykdoma valstybės politika – taip pat svarbų poveikį žemės, kaip investicinio objekto, vertei turintis veiksnys.

Remiantis Lietuvos banko (2017) duomenimis, infliacija 2017 m. buvo 3,7 proc.; prognozuojama, jog 2018 m. ji bus mažesnė. Prie bendrosios infliacijos prisidės nuosaikesnė

pasaulinių žaliavų kainų raida. Prognozuojama, kad 2018 m. infliacija Lietuvoje sudarys 2,6 proc. Beveik trečdalį infliacijos sudaro kylančios paslaugų kainos, kurios iš visų vartotojų kainų labiausiai siejamos su padėtimi darbo rinkoje ir vidaus paklausa. Darbo užmokestis kilo gana ženkliai (2017 m. – +6,5 proc., 2018 m. – +5,7 proc.), aplenkdamas darbo našumą, todėl darbo sąnaudos turėjo didinamąjį poveikį kainoms. Didesnės gyventojų pajamos taip pat sukuria spaudimą kainoms, nes didėja vidaus paklausa.

Šalies realusis BVP 2017 m., palyginti su 2016 m., padidėjo 3,3 proc. Prognozuojama, jog 2018 m. BVP augimo procentinis pokytis bus šiek tiek mažesnis nei 2017 m. ir sudarys 2,8 proc. Iš pagrindinių makroekonominių rodiklių matyti, jog šalis yra ekonomikos klestėjimo fazėje 2018 m. klestėjimas, Lietuvos banko duomenimis, toliau tęsis, o 2019 m. tikimasi ekonomikos „atvėsimo“ dėl tokių rizikų, kaip JAV geopolitinių konfliktų galimybės, Kinijos kredito ciklo pokyčio įtaka pasauliui bei galimai netvarus kainų lygis kai kuriose finansų ir turto rinkose.

Būsto kredito direktyvos perkėlimas į Lietuvos teisę įtvirtino vienodas konkuravimo sąlygas ir bankams, ir ne bankams, naujasis nuo 2017 m. liepos 1 d. įsigaliojęs LR su nekilnojamuoju turto susijusio kredito įstatymas taip pat paveikė investuotojų į nekilnojamojo turto rinką elgseną.

Prie mažiau svarbių veiksnių, ekspertų nuomone, priskirtinos **finansų rinkų tarpusavio priklausomybės veiksnių grupė** (globalizacija ir inovatyvumas, kuris pasireiškia finansinių inovacijų ir technologijų plėtros metu); **teisinių veiksnių grupė** (teisinis nuosavybės reglamentavimas, teisių į nuosavybę perleidimo reglamentavimas, NT mokesčiai), būsto paskolų apimtis, migracijos lygis ir valdžios stabilumas šalyje. Pasak ekspertų, didžioji dalis institucinių, demografinių ir statybos sektoriaus veiksnių nepriskirti prie reikšmingų ir svarbią įtaką žemės vertei turinčių veiksnių. Todėl galima teigti, jog žemės vertę nulemia ekonominių, politinių, teisinių ir finansų rinkų tarpusavio priklausomybės veiksnių grupės, todėl siekiant pelningai investuoti, reikia išsamiai išanalizuoti išskirtų veiksnių poveikio žemei tikėtinas tendencijas ir perspektyvas (žr. 4.2 poskyrį).

Mikroekonominių veiksnių įtaka žemės vertei

Maksimalias vidurkio reikšmes (vidurkio reikšmė 5) surinko, pasak ekspertų, žemės ploto vieta, kitų nekilnojamojo turto objektų pardavimo kainos rinkoje, ateities pajamų srautų lūkesčiai, ateities lūkesčiai dėl nekilnojamojo turto kainos pokyčių, investuotojų racionalumas/neracionalumas. Šie veiksniai, ekspertų manymu, turi didžiausią poveikį žemės vertei. Po 4,8 balo surinko tokie mikroekonominiai veiksniai, kaip žemės ploto dydis, investicijų į žemės plotą finansinis tikslingumas, regiono ekonominio išsivystymo lygis, investuotojo aplinkos įtaka. Po 4,6 balo surinko galimai geriausi žemės panaudojimo veiksniai (žemės tinkamumas žemės ūkio veiklai, patrauklumas statyboms ir kt.). 4,4 balo atiteko sprendimų priėmimui dabartyje remiantis

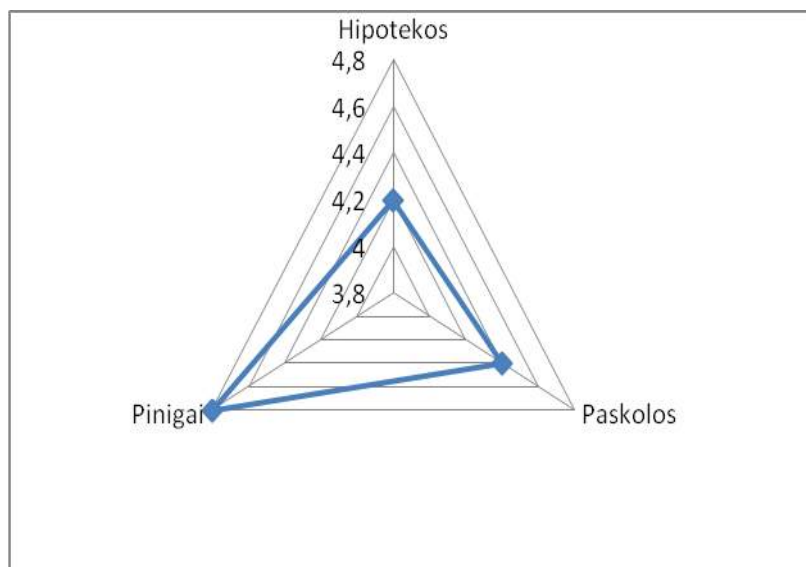
praeities tendencijomis; 4 balai – nekilnojamojo turto objektų nuomos kainoms ir atitikmeniui tarp objekto savybių ir investuotojo skonio bei poreikio.

Mažiau svarbūs veiksniai žemės investicinei vertei (vidurkio reikšmė 3,6) – žemės kokybė, išlaikymo išlaidos, kaimyninė gamtinė aplinka; nesvarbūs (vidurkio reikšmė 3,2) – žemės ploto esamoji būklė ir užterštumas. Iš ekspertinio vertinimo rezultatų galima daryti išvadą, jog mikroekonominių veiksnių įtaka žemės, kaip investicinio objekto vertei, buvo įvardyta kaip svarbi daugumos veiksnių atžvilgiu, išskyrus žemės ploto esamą būklę ir užterštumą.

Apibendrinant antrosios anketos dalies rezultatus, galima teigti, jog tyrimo metu buvo identifikuoti didžiausią poveikį žemės vertei turintys bendrieji ir mikroekonominiai veiksniai. Bendrųjų veiksnių grupėje ekonominė ciklo fazė, infliacijos lygis, pokyčiai kreditų rinkoje, BVP pokyčiai, darbo užmokesčio lygis ir valstybės politika – vieni iš svarbiausių žemės vertei, kaip investiciniam objektui, įtakos turinčių veiksnių. Tuo tarpu mikroekonominių veiksnių grupė, itin veikianti žemės vertę, pasižymėjo gausiu veiksnių skaičiumi, darančių įtaką žemės vertei: žemės ploto vieta, kitų nekilnojamojo turto objektų pardavimo kainos rinkoje, ateities pajamų srautų lūkesčiai, ateities lūkesčiai dėl nekilnojamojo turto kainos pokyčių, investuotojų racionalumas/neracionalumas, žemės ploto dydis, investicijų į žemės plotą finansinis tikslingumas, regiono ekonominio išsivystymo lygis, investuotojo aplinkos įtaka, geriausi žemės panaudojimo veiksniai (žemės tinkamumas žemės ūkio veiklai, patrauklumas statyboms ir kt.), sprendimų priėmimas dabartyje remiantis praeities tendencijomis, nekilnojamojo turto objektų nuomos kainos ir atitikmuo tarp objekto savybių ir investuotojo skonio bei poreikio.

Finansavimo mechanizmų prieinamumas, atliekant investicijas į žemę Lietuvoje

Trečiosios dalies klausimynui Kendall konkordancijos koeficientas yra lygus 0,578 ($p = 0.000$). Ekspertai vienodai išskyrė, kokie finansavimo mechanizmai, atliekant investicijas į žemę Lietuvoje, yra labiausiai prieinami (žr. 22 pav.): tai – pinigai, paskolos ir hipotekos, kaip garantas už paskolą įkeičiant įgyjamą turtą, priklausantys privataus investavimo mechanizmo grupei.



21 pav. Finansavimo mechanizmų prieinamumas Lietuvoje, atliekant investicijas į žemę

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis ekspertinio vertinimo rezultatais.

Kiti finansavimo mechanizmai, tokie kaip privatūs ir viešojo investavimo, Lietuvoje yra nepopuliarūs, investuojant į žemę. Tai galima sieti ne tik su įstatymine baze Lietuvoje, bet ir rinkos ne itin dideliu patrauklumu, lyginant su išsivysčiusiomis valstybėmis. Šią išvadą leido suformuoti ekspertų atsakymų vidurkiai, susisteminti 11 lentelėje.

11 lentelė

Nepopuliarūs finansavimo mechanizmai, investuojant į žemę Lietuvoje

Finansavimo mechanizmas	Vidurkio reikšmė	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė	Standartinis nuokrypis
Privataus finansavimo mechanizmai				
Dalies akcinio kapitalo panaudojimas (įmonėms)	3,40	3	4	0,548
Nekilnojamojo turto ribotos partnerystės fondai (RELPs)	2,00	1	3	1,000
Mišrūs nekilnojamojo turto fondai (CREFs)	1,80	1	3	1,095
Investavimo į nekilnojamąjį turtą pasitikėjimo fondai (REITs)	2,20	1	3	1,095
Nekilnojamojo turto savitarpio fondai (angl. <i>mutual funds</i>)	2,20	1	3	1,095
Suverenūs gerovės fondai (SWFs)	2,00	1	3	1,000
Viešojo investavimo priemonės				
Obligacijų leidimas	2,60	1	4	1,517
Pradiniai vieši pasiūlymai (IPO)	2,60	1	4	1,517
Pardavimas ir grąžinimas (angl. <i>sale and leaseback</i>)	3,00	1	5	1,871
Nekilnojamuoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai (ABS)	2,20	1	3	1,095
Komeraciniai hipotekomis laiduoti vertybiniai popieriai (CMBS)	2,20	1	3	1,095
Su nekilnojamuoju turtu susietos išvestinės finansinės priemonės (nuosavybės indekso sertifikatai,	2,20	1	3	1,095

išankstiniai sandoriai)				
Valstybinis nekilnojamojo turto projektų subsidijavimas	2,60	1	4	1,140
Žemesni PVM tarifai būsto statyboms	2,00	1	3	1,000
Inovatyvūs nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai				
Įmonių zonos	3,40	2	4	1,140
Subordinavimo paskolos	3,20	3	4	0,447
Jungtinis kapitalas	3,40	3	4	0,548
Teisių suteikimai	3,20	2	4	0,837
Išorinės sutartys	2,60	1	4	1,517
Akcijų paketų perleidimai	3,40	1	5	1,517
Privačios finansavimo iniciatyvos (PFI arba PFI2)	2,80	1	4	1,643
Grąžos pertekliaus reinvestavimas į valstybinį sektorių	2,80	1	5	1,789
Mokesčių augimo finansavimas (TIF)	2,80	1	5	1,789
Akceleruotos plėtros zonos	2,80	1	4	1,304
Neapdraustos paskolos	2,40	1	4	1,517
„Minios finansavimas“ (angl. <i>crowd funding</i>)	2,80	1	4	1,643
„Peer-to-peer“ (P2P) modelis	2,80	1	4	1,643

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis ekspertinio vertinimo rezultatais.

Nagrinėjant inovacijas, finansuojant nekilnojamąjį turtą, buvo pastebėta, jog inovatyvių nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų grupėje *mokesčių lengvatos* (vidurkio reikšmė 3,6), *laisvosios ekonominės zonos* (vidurkio reikšmė 3,8), *nekilnojamojo turto planavimo procedūrų supaprastinimas* (vidurkio reikšmė 3,6) ir *papildomas verslo apmokestinimas* (vidurkio reikšmė 3,6) ekspertų buvo priskirti prie svarbių, nors ir mažesnę prieinamumą turinčių veiksnių. Kiti likusieji veiksniai iš minėtos veiksnių grupės taip pat, pasak ekspertų, nėra populiarūs, investuojant į žemę (žr. 10 lentelę). *Apibendrinant galima teigti, kad pinigai, paskolos ir hipotekos – labiausiai prieinami tradiciniai finansavimo mechanizmai Lietuvoje, atliekant investicijas į žemę.*

Investavimo į žemę tendencijų Lietuvoje vertinimas

Didžioji dalis atsakymų (36,4 proc.) žemę pagal Lietuvoje vyraujančias žemės naudojimo tendencijas priskyrė prie „*nuolatinės pajamos generuojančio turto (žemė išnuojama ir gaunamos pastovios nuomos pajamos)*“. 27,3 proc. sprendimų nurodė, jog „*tai vienkartinės pajamos generuojantis turtas (žemė perkama ne ją nuomoti, o vėliau parduoti ir gauti pajamų iš pirkimo ir pardavimo kainų skirtumo)*“. 18,2 proc. atsakymų nurodė, jog „*žemė – nuolatinių pajamų generavimui tinkantis turtas (žemės savininkai einamuoju laikotarpiu jos nenuomoja ir negauna nuomos pajamų, nors potencialiai galėtų tą padaryti)*“.

Po 9,1 proc. ekspertų atsakymų surinko šie galimi pasirinkimo variantai:

- Lietuvoje žemė – turtas, naudojamas kaip sandorių garantas (pvz., užstatas imant paskolas ir pan.);
- Lietuvoje žemė – pajamų negeneruojantis turtas (savininkai daugiausia naudoja žemę savo reikmėms).

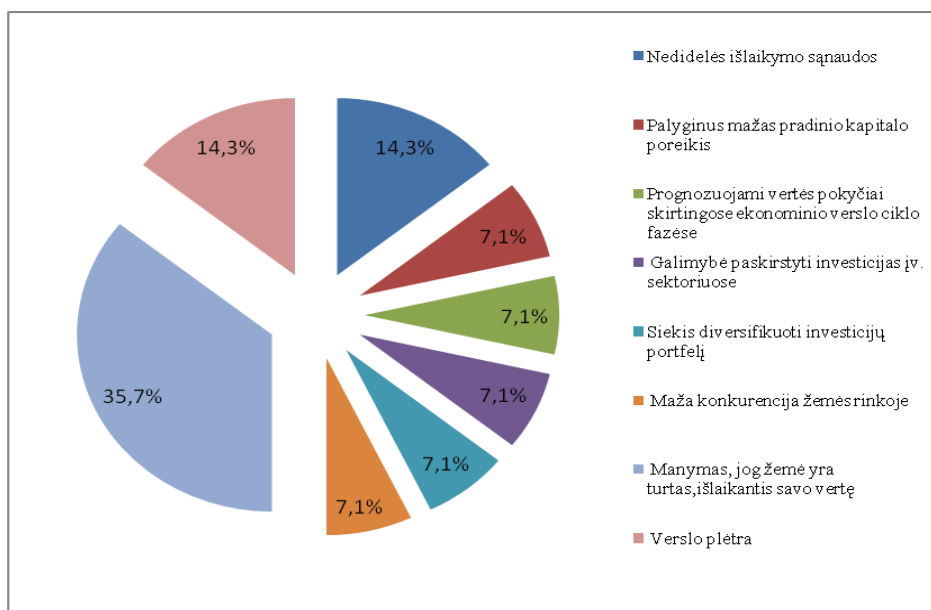
Lietuvoje nėra vyraujančios investuotojų strategijos:

1. Pirkti ir parduoti (21,4 proc. ekspertų nurodė šį variantą);
2. Pirkti ir išnuomoti (21,4 proc.);
3. Pirkti, vystyti ir parduoti (21,4 proc.);
4. Pirkti, vystyti ir išnuomoti (21,4 proc.).

Tik 14,3 proc. ekspertų mano, jog Lietuvoje investuotojai nusiperka žemės ir ją laiko.

Lietuvoje daugiausia investuojama į **žemės ūkio paskirties žemės sklypus rekreacinei veiklai** (23,5 proc. ekspertų nurodė šią investavimo į žemę kryptį). Antroje vietoje atsidadė **sklypai žemės ūkio veiklos vykdymui** (17,6 proc.) ir **žemės sklypus gyvenamosios paskirties statybai** (17,6 proc.). Trečiąją vietą dalijasi trys investavimo į žemę kryptys: miškų ūkio paskirties žemė (11,8 proc.); žemės sklypai gamybos ir sandėliavimo veiklai (11,8 proc.) ir žemės sklypai komercinei veiklai (11,8 proc.). Tik 5,9 proc. ekspertų nurodė, jog į žemę Lietuvoje investuojama, įsigyjant žemės sklypus mėgėjiškose sodų bendrijose.

Ekspertai identifikavo pagrindinius investavimo į žemę motyvus: **manymas, jog žemė yra turtas, išlaikantis savo vertę** (35,7 proc.), **verslo plėtrai** (14,3 proc.) ir **nedidelės išlaidos** (14,3 proc.). Kiti motyvai pateikiami 22 pav.



22 pav. Investavimo į žemę motyvai, atsakymų pasiskirstymas proc.

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis ekspertinio vertinimo rezultatais.

Daugiau negu pusė ekspertų (57,1 proc.) nurodė, jog **nepasiteisusių investuotojų lūkesčių rizika** yra daugiausia su investavimu į žemę Lietuvoje susijusi rizika. Kitos rizikos (turto išlaidų kaštų padidėjimo rizika, turto perlaikymo rizika, pinigų srautų pokyčių rizika, projekto srautų pokyčių rizika ir projekto masto disekonomijos rizika) buvo įvertintos vienodai (po 14,3 proc.).

40 proc. ekspertų įvardijo ir dar vieną investavimo į žemę riziką – tai **ūkininkų galima bankroto banga dėl žemų produkcijos kainų ir klimato kaitos.**

Statistinių duomenų analizė, interviu ir ekspertinio vertinimo metu gauta informacija atskleidė, jog investicijos į žemę laikytina saugia investicija (žemė yra turtas, išlaikantis savo vertę), be to, kainų augimas šioje srityje yra pastovus bei nagrinėjamu laikotarpiu viršijo kitų turto klasių pelningumus. Lietuvoje investuotojai investuoja į žemę šiais būdais: 1) dėl spekuliacinių tikslų, tikėdamiesi, jog išvysčius nekilnojamojo turto infrastruktūrą žemės vertė padidės ir dėl kainų skirtumų bus galima uždirbti. Jeigu įsigijus žemės sklypą ant jo nevydomas nekilnojamojo turto projektas, visi investuotojo lūkesčiai susiveda tik į turto (žemės) kainų augimo prognozes.

2) investuojama į žemės ūkio paskirties žemę, siekiant gauti grąžos iš nuomos bei galimą pelną iš žemės ūkio paskirties žemės kainų augimo. Neabejotinai Lietuvoje žemės ūkio paskirties žemės vertė yra mažesnė už ES šalių senbuvį vidurkį. Brangstant žemės ūkio produkcijai, atsiranda jų deficitas, todėl ir ateityje žemės vertė turėtų augti. Statistiniai duomenys byloja, jog investicijos į žemę apsaugo investuotojo pinigus nuo infliacijos.

Ekspertinis vertinimas patvirtino teorinių tyrimų rezultatus, jog ekonominiai veiksniai yra vieni iš labiausiai veikiančių žemės vertę, nors gali būti, jog žemės sklypų kainos brangimas gali būti nebūtinai susijęs su pačios rinkos pokyčiais, o priklausyti ir nuo kaimynystėje vykstančių procesų.

Renkantis žemės sklypą investicijai, svarbūs tampa mikroaplinkos veiksniai, pavyzdžiui, sklypo įsigijimas besivystančiuose rajonuose, kuriuose planuojama gerinti infrastruktūrą, asfaltuoti pagrindines gatves, tiesti komunikacijas, vystyti visuomenines erdves. Ateityje brangti linkę tik tie sklypai, kurie nuo centro nutolę santykinai nedidelį atstumą, aplink juos jau yra išvystyti gyvenamieji kvartalai arba greta statomi stambūs komerciniai objektai. Žemės sklypai, kurių paskirtis vis dar nepakeista, pavyzdžiui, žemės ūkio paskirties žemė, be infrastruktūros nėra itin populiarūs tarp investuotojų, todėl ir jų kaina beveik nesikeičia. Tokiu atveju kyla nepasiteisinsiu investuotojų lūkesčių rizika.

Jeigu žemės sklypas yra žemės ūkio paskirties žemė, svarbiausiais mikroaplinkos veiksniais laikytini žemės našumas (pvz., didžiausią paklausą turi žemės sklypai, kuriuose iš hektaro prikuliama daugiausia grūdų), žemės sklypo plotas (kuo sklypas didesnis, tuo jis brangesnis. Pvz., tokio pat našumo žemės 1 ha ir 10 ha kaina už hektarą gali skirtis iki 20 proc.). Iš bendrųjų veiksmių grupės žemės ūkio paskirties žemės vertei daugiausia įtakos turėjo įstatyminiai suvaržymai, naujaisi įstatymų sugriežtinimai, kai žemės paskirties žemę trečiasis asmuo gali įsigyti tik atsisakius žemės bendraturčiui, nuomininkui ar panaudos gavėjui ir galiausiai kaimynui, ir ES struktūrinių fondų parama. Kone svarbiausias dalykas yra tas, jog žemės ūkio paskirties žemės pasiūla tendencingai mažėja, o Lietuvoje likęs laisvų sklypų rezervas yra laikinas.

IŠVADOS

Monografijoje, skirtingai nei kituose moksliniuose darbuose (kuriuose daugiausia tiriamos gyvenamosios ar komercinės paskirties patalpų rinka), ištirti investavimo į specifinę nekilnojamojo turto rūšį – žemę, kurios pagrindinis privalumas, jog jos negalima nei pagaminti, nei padauginti, ypatumai ir investavimo galimybės.

Atlikta mokslinės literatūros analizė leidžia formuoti šias išvadas:

1. Nekilnojamas turtas iš kitų investavimo objektų išsiskiria savo daugiafunkcionalumu, nes yra siejamas su žemės ištekliais, su nematerialiųjų teisių rinkiniu, su ekonominėmis veiklomis bei specifinėmis charakteristikomis. Nekilnojamojo turto specifiškumas, jo klasifikavimo įvairovė, skirtingais investavimo motyvais pasižyminčių subjektų gausa bei galimi nekilnojamojo turto įsigijimo būdai lėmė investavimo į nekilnojamojo turto rinką patrauklumą.
2. Nekilnojamojo turto vertei poveikį daro mikroaplinkos ir bendrieji veiksniai, kurių apstu mokslinėje literatūroje (šiam veikale pristatyta daugiau nei 50 skirtingų nekilnojamojo turto vertę lemiančių veiksnių). Siekiant nustatyti, kuris veiksnys (veiksnių grupė) vaidina lemiamą vaidmenį nekilnojamojo turto vertei, reikia atlikti kompleksinį jų vertinimą pasirinktoje geografinėje zonoje.
3. Nekilnojamojo turto finansavimas buvo paveiktas naujosios ekonomikos sąlygų, todėl atsirado inovatyvių nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmų, tokių, kaip paskolų ir garantijų kombinavimas, paskolų ir obligacijų inovacijos, transporto ir žemės vertės fiksavimo integracija ir pan. Nekilnojamojo finansavimo plėtra paskatino atsirasti ir naujus finansų rinkos žaidėjus (privačios užsienio institucijos, privatūs paskolos teikėjai ir kt.).

Monografijoje pristatyta tiriamoji dalis turėtų pagelbėti tiems, kas turi užmojų investuoti į žemę. Pasitelkiant šios srities ekspertų nuomonę, buvo gauti rezultatai, padėsiantys priimti investavimo sprendimus būtent į žemę, o ne į kitos rūšies nekilnojamąjį turtą:

- Investicijos į žemės sklypus. Pagrindiniai investavimo į žemės sklypus motyvai tarp lietuvių yra pasyvių pajamų gavimas dabartyje (žemės išlaikymo kaštai nėra dideli, palyginti su kito nekilnojamojo turto išlaikymo kaštais), tikintis, jog ateityje žemės kaina kils, todėl atsiras galimybė uždirbti iš pirkimo–pardavimo kainų skirtumo. Antroji priežastis – spekuliacinis motyvas, t. y. nusipirkus žemės sklypą ir pastačius ant jo nekilnojamojo turto objektą, tikimybė užsidirbti pajamų ženkliai išauga. Be bendrųjų ekonominių veiksnių, reikia ištirti mikroaplinkos veiksnius, veikiančius žemės sklypo vertę. Svarbiausiais jų laikytini vieta (besiplečiantis regionas, miestas), infrastruktūros

prieinamumas ir išvystymas. Šiomis rinkos sąlygomis žemės sklypų kainos, priklausomai nuo geografinės vietos, tendencingai augs, lyginant su kitomis turto klasėmis (tai prognozuoja bendroji ekonominė situacija šalyje ir pasaulyje) bei priklausys nuo miestų ir regionų plėtros politikos. Rekomenduojama įsigyjant žemės sklypą pasidomėti apie toje vietovėje planuojamus infrastruktūros plėtros projektus. Vis dėl to žemės sklypų kainų pokyčiai glaudžiai susiję su psichologiniais veiksniais, kuriuos labiausiai veikia lūkesčių teorijos principai.

- Investicijos į žemės ūkio paskirties žemę. Lietuvoje šio tipo žemės rūšies kaina glaudžiai susijusi su ES paramos politika, kuri ir diktuoja poreikį įsigyti ar neįsigyti žemės ūkio paskirties žemės. Investuotojai, nusprendę tai padaryti, gali tikėti nuolatinių pajamų iš jos nuomos ūkininkams, nors sugriežtėję žemės ūkio paskirties žemės įstatymai apriboja investuotojų teises į šios paskirties turtą. Pagrindiniai mikroaplinkos veiksniai, įsigyjant žemės ūkio paskirties žemės, susiję su jos plotais ir derlingumu / našumu. Verta pažymėti ir tai, jog šio turto pasiūla Lietuvoje yra labai ribota, todėl ateityje bus susiduriama su investicijų šiai turto klasei ribotumu.
- Nors pasaulyje egzistuoja inovatyvūs nekilnojamojo turto finansavimo mechanizmai (paskolų ir garantijų kombinavimas, solidarumo mechanizmų, privataus ir viešojo sektoriaus partnerystės, paskolų ir obligacijų inovacijų mechanizmas), Lietuvoje išlieka didžiulė finansinių mechanizmų prieinamumo stoka ir problematika, investuojant į žemę. Pagrindinis finansavimas ir toliau išlieka nuosavo kapitalo ir skolinto kapitalo (paskolos, hipotekos) modelis. Bankinių institucijų išmoktos 2008 m. finansų krizės pamokos, įstatyminiai netobulumai bei Lietuvos rinkos nepatrauklumas užsienio investuotojams neleidžia atsirasti inovacijų finansavimo mechanizmų srityje proveržiui.

LITERATŪRA

1. Abdul-Rasheed, A., Tajudeen, A. B.; Bashar, N. M.; Olufemi, S. M. (2008). Real estate security and other investment assets: a comparison of investment characteristics in the Nigerian stock markets. *Journal of Property Investment & Finance*, 26 (2), p. 151–161. doi: <https://doi.org/10.1108/14635780810857890>.
2. Abidoje R. B.; Chan A. P. C. (2016). Critical determinants of residential property value: professionals' perspective. *Journal of Facilities Management*, 14(3), p. 283–300.
3. Adair, A.; Bery, J.; Gulati, M.; Haran, M.; Hutchison, N.; Kashyap, A.; McCord, M.; McGreal, S.; Oyedele, J.; Tiwari, P. (2011). The future of private finance initiative and public private partnership. RICS Research. Londonas: Royal Institution of Chartered Surveyors.
4. Admidinš, D.; Zvanitajs J. (2011). Factors affecting the dwelling space market price in Latvia. *Intellectual economics*, 5(4/12), p. 513–525.
5. Akerlof, G.; Shiller, R. (2009). *Animal spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princetonas: Princetono universiteto leidykla.
6. Amable, B. (2000). International specialisation and growth. *Structural Change and Economic Dynamics*, 11(4), p. 413–431. doi: [https://doi.org/10.1016/S0954-349X\(00\)00026-6](https://doi.org/10.1016/S0954-349X(00)00026-6).
7. Arrighi, G. (2010). *The long twentieth century: money, power and the origins of our times (atnaujintas leidimas)*. Niujorkas: Verso.
8. Augustinaitis, A.; Rudzkienė, V.; Petrauskas, R. A., Dagtė, I.; Martinaitytė, E.; Leichteris, E.; Malinauskienė, E.; Višnevskā, V.; Žilionienė, I. (2009). Lietuvos e. valdžios gairės: ateities įžvalgų tyrimas. *Kolektyvinė monografija*, Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.
9. Badev, A.; Beck, T.; Vado, L.; Walley, S. (2014). *Housing finance across countries : new data and analysis*. Policy Research working paper, Nr. WPS 6756. Vašingtonas, Pasaulio Banko grupė.
10. Bagdžiūnienė, V. (2011). *Kaip valdyti nekilnojamąjį turtą*. Vilnius: VšĮ „Conto Litera“.
11. Baležentis, A.; Žalimaitė, M. (2011). Ekspertinių vertinimų taikymas inovacinių veiksmų plėtros analizėje: Lietuvos inovatyvių įmonių vertinimas. *Management theory and studies for rural business and infrastructure development*, 3(27), p. 23–31.
12. Bardhan, A.; Kroll, C. A. (2007). *Globalization and the real estate industry: issues, implications, opportunities* [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 09]. Prieiga per internetą: <http://web.mit.edu/sis07/www/kroll.pdf>.
13. Barnett, C. (2015). Trends show crowdfunding to surpass VC in 2016 [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 03]. Prieiga per internetą: <https://www.forbes.com/forbes/welcome/?toURL=https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016&refURL=&referrer=>>.
14. Barras, R. (2004). Property and the economic cycle: building cycles revisited. *Journal of Property Research*, 11(3), p. 183–197.
15. Bartke, S. (2013). Science for environment policy – thematic issue: Brownfield regeneration. Europos Komisija [interaktyvus] [žiūrėta 2017 07 26]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/environment/integration/research/newsalert/pdf/39si.pdf>.

16. Beck, T.; Buyukkarabacak, B.; Rioja F.; Valev, N. (2012). Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries. *B. E. Journal of Macroeconomics, Contributions* 12.
17. Beck, T.; Maimbo, S.; Issa, G.; Thouraya, T. (2011). *Financing Africa: through the crisis and beyond*. Vašingtonas: Pasaulio Bankas.
18. Bergdolt, C.; Mittal, A. (2012). *Betting on world agriculture*. Ouklandas, Ouklando instituto leidykla. [interaktyvus] [žiūrėta 2017 07 20] <<http://www.oaklandinstitute.org/betting-world-agriculture-us-private-equity-managers-eyeagricultural-returns>>.
19. Bhide, A. (1993). The hidden cost of stock market liquidity. *Journal of Financial Intermediation*, 34, p. 1–51.
20. Bible, D. S.; Joiner, G. (2009). Adjustable rate mortgages and the mortgage crisis. *Property Management*, 27(3), p. 152–162. [interaktyvus] [žiūrėta 2017 07 20] <<http://dx.doi.org/10.1108/02637470910964642>>.
21. Biddulph, M. (2011). Urban design, regeneration and the entrepreneurial city. *Progress in Planning*, 76, p. 63–103.
22. Bilal, S.; Krätke, F. (2013). Blending loans and grants for development: an effective mix for the EU? *Europos plėtros politikos valdymo centras, Apžvalga Nr. 55*.
23. Birch, J.; Squires, G. (2014). Building heritage in enterprise zones: the latest threat or opportunity? *Structural Survey*, 32(3), p. 209–218.
24. Blakemore, A.; Herrendorf, B. (2009). Economic growth: the importance of education and technological development, productivity and prosperity project. W. P. Carey Verslo Mokykla, Arizonos valstijos universitetas.
25. BNP Paribas. (2014). €600 million financing for mall of Berlin (Leipziger Platz Quartier) [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 18]. Prieiga per internetą: <www.reim.bnpparibas.de/fileadmin/mediapool/downloads/Pressemitteilungen/englisch/BNPP_REIM_Germany_Press_release_2014_08_25.pdf>.
26. Bokpin, G. A. (2010). Financial market development and corporate financing: evidence from emerging market economies. *Journal of Economic Studies*, 37(1), p. 96–116.
27. Бондарь, А. В. (2013). The concept of „the new economy“ and specifics of its development. *Economics and management*, 1, p. 7–18.
28. Borsuk, S. (1999). Nowhere, yet everywhere, the space place paper [interaktyvus] [žiūrėta 2017 06 14]. Prieiga per internetą: <www.thespaceplace.net>.
29. Boulton, R.; Libert, B.; Samek, S. (2000). *Cracking the value code: how successful businesses are creating wealth in the new economy*. Niujorkas: Harper Business.
30. Breuer, W., Nadler, C. (2012). *Real Estate Finance*. Gabler Verlag, p. 132. doi: 10.1007/978-3-8349-3864-0.
31. British Property Federation. (2008). Tax increment financing: a new tool for funding regeneration in the UK? [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 29]. Prieiga per internetą: <[www.bpf.org.uk/en/files/bpf_documents/finance/B PF_TIFS_Paper_Final_A4.pdf](http://www.bpf.org.uk/en/files/bpf_documents/finance/BPF_TIFS_Paper_Final_A4.pdf)>.
32. Brown, D. (2003). Investment fund vehicles for pan-European real estate: a technical and commercial review. *Briefings in Real Estate Finance*, 2(4), p. 289–301.

33. Brown, R.; Klingenberg, B. (2015). Real estate risk: heavy tail modelling using Excel. *Journal of Property Investment & Finance*, 33(4), p. 393–407.
34. Brueggeman, W. B.; Fisher, J. D. (2008). *Real estate finance and investments* (3-iasis leid.). Bostonas: McGraw-Hill International Edition.
35. Business Dictionary. (2017). Real estate [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 19]. Prieiga per internetą: <<http://www.businessdictionary.com/definition/real-estate.html>>.
36. Buxton, A.; Campanale, M.; Cotula, L. (2012). *Farms and funds: investment funds in the global land rush*. Londonas: Tarptautinis aplinkos ir plėtros institutas.
37. Carter, A. (2006). Building an investment market for economic development. *Local Economy*, 21(1), p. 65–72.
38. Cassidy, J. (2009). *How markets fail: the logic of economic calamities*. Niujorkas: Farrar, Strauss and Giroux leidykla.
39. Cebula, R. J. (2009). The hedonic pricing model applied to the housing market of the city of Savannah and its Savannah historic landmark district. *The Review of Regional Studies*, 39(1), p. 9–22.
40. Chinloy, P. (1998). Real estate – institutional and legal environment. *Real Estate: Investment and Financial Strategy* [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 03]. Prieiga per internetą: <https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-94-009-2663-9_2>.
41. Choudhury, M. A. (2013). Complexity and endogeneity in economic modeling. *Kybernetes*, 42(2), p. 226–240.
42. Chuah, S.-H.; Devlin, J. (2011). Behavioural economics and financial services marketing: a review. *International Journal of Bank Marketing*, 29(6), p. 456–469.
43. Ciarlone, A. (2015). House price cycles in emerging economies. *Studies in Economics and Finance*, 32 (1), p. 17–52.
44. Clark, G. (2000). *Pension fund capitalism*. Niujorkas: Oksfordo universiteto leidykla.
45. Coakley, J. (1994). The integration of property and financial markets. *Environmental and Planning, A* 26(5), p. 697–713. doi: 10.1068/a260697.
46. Cohen. V. (2012). Komercinio nekilnojamojo turto rinkos modeliai ir veiksniai globalizacijos kontekste. Turto vertinimo teorijos ir praktikos apybraižos. Lietuvos turto vertintojų asociacija. Vilnius: Vilniaus universiteto ekonomikos fakultetas, p. 18–29.
47. Cohen. V. (2014). Globalizacijos poveikis komercinio nekilnojamojo turto rinkai. Lietuvos turto vertintojai – 20 metų veiklos patirtis nacionalinės ir Europos ekonominės erdvės kontekste: konferencijos, vykusios Vilniuje 2014 m. kovo 28 d., Mokslo darbai. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, p. 42–52. ISBN: 9786094592997.
48. Coleman, A., Grimes, A. (2009). Fiscal, Distributional and Efficiency Impacts on Land and Property taxes. Motu Working Paper 09-14. [interaktyvus] [žiūrėta 2018 04 28]. Prieiga per internetą: <<https://treasury.govt.nz/sites/default/files/2017-11/tfr-lpt-1nov09.pdf>>.
49. Coopchik, S. J.; Yildirim, Y. (2015). Drafting and securitizing participation mortgages: a re-introduction. *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, 8(2), p. 467–497. doi: <https://digitalcommons.pepperdine.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1128&context=jbel>.

50. CORENET. (2004). Corporate real estate 2010. Atlanta: Corenet.
51. Cotula, L. (2012). The international political economy of the global land rush: a critical appraisal of trends, scale, geography and drivers. *Journal of Peasant Studies* 39(3/4), p. 649–680. doi:10.1080/03066150.2012.674940.
52. Didžiosios Britanijos Vyriausybė. (2017). Buying or selling your home [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 14]. Prieiga per internetą: <<https://www.gov.uk/buy-sell-your-home/energy-performance-certificates>>.
53. Dietzel, M. A.; Braun, N.; Schafers, W. (2014). Sentiment-based commercial real estate forecasting with Google search volume data. *Journal of Property Investment & Finance*, 32(6), p. 540–569. doi: <https://doi.org/10.1108/JPIF-01-2014-0004>.
54. Dixon, T.; Thompson, B. (2005). Connectivity, technological change and commercial property in the new economy. Europos nekilnojamojo turto visuomenės konferencija, Dublinas, birželio mėn.
55. Dong, Z.; Sing, T. F. (2017). Developers' heterogeneity and real estate development timing options. *Journal of Property Investment & Finance*, 35(5), p. 472–488. doi: <https://doi.org/10.1108/JPIF-07-2016-0058>.
56. Dubinas V. (1997). Nekilnojamojo turto rinka. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas.
57. Eberlin, E. (2017). Strategies and risks to consider when buying land [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 29]. Prieiga per internetą: <<https://www.thebalance.com/strategies-and-risks-to-buy-land-4135603>>.
58. Edelstein, R.; Qian, W.; Tsang, D. (2011). How do institutional factors affect international real estate returns? *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 43(1/2), p. 130–151. doi: 10.1007/s11146-010-9245-4.
59. Eichengreen, B. (2008). Globalizing capital: a history of the international monetary system (antrasis leidimas). Niujorkas: Princtono universiteto leidykla.
60. Eichwald, D. (2012). Financing real estate – concepts and collateralization. Publikuota M. Mutze, T. Senff, J. C. Moller „Real estate investments in Germany: transactions and development“, 2 leid. Berlynas: Springer.
61. Ellison, A.; Squires, G.; Dempsey, P. (2015). Problematic differentiation between property bonds and leases in healthcare provision. *Journal of Property Management*, 33(1), p. 83–94.
62. Enemark, S. (2001). Land administration infrastructures for sustainable development. *Property Management*, 19(5), p. 366–383. doi: <https://doi.org/10.1108/02637470110410194>.
63. Europos Komisija. (2013). VAT rates applied in the member states of the European Union – situation at 1st July 2013 [interaktyvus] [žiūrėta 2017 07 27]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf>.
64. Europos Komisija. (2016). The 2016 EU agricultural outlook conference [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 21]. Prieiga per internetą: <<https://ec.europa.eu/agriculture/sites/agriculture/files/events/2016/outlook-conference/outlook-conference-2016-12-07-mondelaers.pdf>>.

65. Europos PPP Ekspertizių Centras. (2010), Capital markets in PPP financing: where we were and where are we going? Liuksemburgas: Europos investicijų bankas.
66. Eurostat. (2016). Government expenditure on housing and community amenities [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 18]. Prieiga per internetą: <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Government_expenditure_on_housing_and_community_amenities#Expenditure_on_.27housing_and_community_amenities.27>.
67. Fairbairn, M. (2014a). Like gold with yield: evolving intersections between farmland and finance. *Journal of Peasant Studies*, 41(5), p. 777–795. doi: 10.1080/03066150.2013.873977.
68. Fairbairn, M. (2014b). Just another asset Class? Neoliberalism, finance and the construction of farmland investment. *Publikuota leidinyje „Neoliberal Regime in the Agri-Food Sector: Crisis, Resilience and Restructuring”*, red. Alessandro Bonanno ir Steven Wolf, p. 245–262. Londonas: Earthscan.
69. Faulkner, D. (2016). The chinese real estate market: development, regulation and investment. *Journal of Property Investment & Finance*, 34(6), p. 670–671. doi: <https://doi.org/10.1108/JPIF-07-2016-0057>.
70. Fereidouni, H. G.; Masron, T. A. (2013). Real estate market factors and foreign real estate investment. *Journal of Economic Studies*, 40(4), p. 448–468. doi: <https://doi.org/10.1108/JES-05-2011-0066>.
71. Figari, F.; Paulus, A.; Sutherland, H.; Tsakloglou, P.; Verbist, G.; Zantomio, F. (2012). Taxing home ownership: distributional effects of including net imputed rent in taxable income. IZA DP Working Paper No. 6493. Bona: Darbo studijų institutas.
72. Fisher, P.; Robson, S.; Todd, S. (2007). The disposal of public sector sites by development competition. *Property Management*, 25(4), p. 381–399.
73. French, N. (2013). The discounted cash flow model for property valuations: quarterly cash flows. *Journal of Property Investment & Finance*, 31(2), p. 208–212.
74. French, N. (2015). Real estate investment: a strategic approach. *Journal of Property Investment & Finance*, 33(6), p. 594–595.
75. Friedman, M. (1953). *Essays in positive economics*. Čikaga: Čikagos universitetas.
76. Fuerst, F.; McAllister, P.; Sivitanides, P. (2015). Flight to quality?: an investigation of changing price spreads in commercial real estate markets. *Studies in Economics and Finance*, 32(1), p. 2–16.
77. Galinienė, B. (2004). Turto ir verslo vertinimo sistema. Formavimas ir plėtros koncepcija. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
78. Galinienė, B. (2015). Turto ir verslo vertinimo sistemos transformacijos: monografija. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
79. Gau, G. (1987). Efficient real estate markets: paradox or paradigm? *Real Estate Economics*, 15(2), p. 1–12.
80. Geltner, D.; Fisher, J. (2007). Pricing and index considerations in commercial real estate derivatives [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 10]. Prieiga per internetą: <<https://kelley.iu.edu/CRES/files/research/FisherGeltner.pdf>>.

81. Gholipour, H. F.; Masron, T. A. (2011). The effect of tourism agglomeration on foreign real estate investment. *International Journal of Strategic Property Management*, 15(3), p. 222–230.
82. Ghosh, J. (2010). The unnatural coupling: food and global finance. *Journal of Agrarian Change*, 10(1), p. 72–86. doi: 10.1111/j.14710366.2009.00249.x.
83. Glindro, E. T.; Subhanij, T.; Szeto, J.; Zhu, H. (2008). Determinants of house prices in nine Asia-Pacific economies [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 12]. Prieiga per internetą: <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap52t.pdf>>.
84. Goddard, G. J.; Marcum, B. (2012). *Real estate investment: a value based approach*. Berlin: Springer-Verlag.
85. Gómez-Baggethun, E.; de Grootb, R.; Lomasa, P. L.; Montesa, C. (2010). The history of ecosystem services in economic theory and practice: from early notions to markets and payment schemes. *Ecological Economics*, 69(6), p. 1209–1218. doi: 10.1016/j.ecolecon.2009.11.007.
86. Graaskamp, J. A. (1981). *The fundamentals of the real estate development process*. Vašingtonas: Urbanistinės žemės institutas.
87. Grabowski, L. J.; Mathiassen, L. (2013). Real estate decision making as actor networks. *Journal of Corporate Real Estate*, 15(2), p.136-149. doi: <https://doi.org/10.1108/JCRE-11-2012-0023>.
88. Grant, T. (2016). Is raw land a good investment? [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 19]. Prieiga per internetą: <<http://budgeting.thenest.com/raw-land-good-investment-21604.html>>.
89. Greenhalgh, B.; Squires, G. (2011). *Introduction to building procurement*. Abingdonas: Taylor and Francis.
90. Griggs, J.; Kemp, P. A. (2012). Housing allowances as income support: comparing European welfare regimes. *International Journal of Housing Policy*, 12(4), p. 391–412.
91. Grishankar, N. (2009). Innovating development finance: from financing sources to financial solutions [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 14]. Prieiga per internetą: <http://siteresources.worldbank.org/CFPEXT/Resources/CFP_Working_Paper_No1.pdf>.
92. Grum B.; Salaj A. T. (2013). The comparison of expressed satisfaction and expectations of potential real estate buyers in Slovenia and Japan. *Facilities*, 31(1/2), p. 6–23.
93. Gunnoe, A. (2014). The political economy of institutional landownership: neorentier society and the financialization of land. *Rural Sociology*, 79(4), p. 478–504. doi: 10.1111/ruso.12045.
94. Gunnoe, A.; Gellert, P. (2011). Financialization, shareholder value, and the transformation of timberland ownership in the US. *Critical Sociology*, 37(3), p. 265–284. doi: 10.1177/0896920510378764.
95. Gupta, S. D. 2009. Comparative advantage and competitive advantage: an economics perspective and a synthesis advantage [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 11]. Prieiga per internetą: <<https://economics.ca/2009/papers/0534.pdf>>.
96. Haffner, M. E. A. (1994). Effects of financial policy on housing expenses for owner occupiers of newly-built dwellings: a comparison of six countries in north-western Europe. *Housing Studies*, 9(1), p. 125–143.
97. Haffner, M. E. A.; Boelhouwer, P. (2006). Housing allowances and economic efficiency. *International Journal of Urban and Regional Research*, 30(4), p. 944–959.

98. Hanchett, T. W. (2000). Financing suburbia: prudential insurance and the post–World War II transformation of the American city. *Journal of Urban History*, 26(3), p. 312–328. doi: 10.1177/009614420002600302.
99. Harrison, B.; Marshall, A. (2007). Briefing paper No. 5: city solutions: financing local growth – towards a supplementary business rate? Londonas: Centre for Cities.
100. Harvey, D. (1982). *The Limits to Capital*. Niujorkas: Verso.
101. Harvey, D. (2003). *The new imperialism*. Niujorkas: Oksfordo universiteto leidykla.
102. Harvey, D. (2010). *The enigma of capital*. Niujorkas: Oksfordo universiteto leidykla.
103. Hassler, O. (2011). Housing and real estate finance in Middle East and North Africa countries [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 26]. Prieiga per internetą: <<http://siteresources.worldbank.org/INTMNAREGTOPPOVRED/Resources/MENAFflagshipHousingFinance.pdf>>.
104. Havard, T. (2013). *Financial feasibility studies for property development: theory and practice*. Londonas: Routledge leidykla.
105. Hegedüs, J.; Lux, M.; Sunega, P. (2011). Decline and depression: the impact of the global economic crisis on housing markets in two post-socialist states. *Journal of Housing and the Built Environment*, 26(3), p. 315–333.
106. Herring, R. J.; Wachter, S. (2002). *Real estate bubbles*. Leidinyje „Asset price bubbles: implications for monetary, regulatory and international policies. Kembridžas: MIT Press.
107. HighQuest Partners. (2010). *Private financial sector investment in farmland and agricultural infrastructure*. Paryžius: Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacija.
108. Hin, K.; Ho, D.; Addae-Dapaah, K. (2014). Real estate market cyclical dynamics: the prime office sectors of Kuala Lumpur, Singapore and Hong Kong. *International Journal of Managerial Finance*, 10(2), p. 241–262. doi: <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2013-0108>.
109. HM Treasury. (2012). *A new approach to public private partnerships*. Londonas: HM Treasury.
110. HMSO. (2014). *Policy: supporting economic growth through local enterprise partnerships and enterprise zones* [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 14]. Prieiga per internetą: <www.gov.uk/government/policies/supporting-economic-growth-through-local-enterprise-partnerships-and-enterprise-zones/supporting-pages/enterprise-zones>.
111. Ho, K. H. D.; Muhammad, F. bin I. (2010). Explaining the macro-economy and retail real estate sector dynamic interaction between prime and suburban retail real estate sectors. *Journal of Property Investment & Finance*, 28(2), p. 77–108.
112. Hong, L. (2014). The dynamic relationship between real estate investment and economic growth: evidence from prefecture city panel data in China. *IERI Procedia*, 7, p. 2–7.
113. Hott, C.; Monnin, P. (2008). Fundamental real estate prices: an empirical estimation with international data. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 36(4), p. 427–450.
114. Hsing, Y. T. (2006). Land and territorial politics in urban China. *The China Quarterly*, 187, p. 1–18.

115. Hsing, Y. T. (2010). *The Great Urban Transformation*. Niujorkas: Oksfordo universiteto leidykla.
116. Hu, J. c. (2011). *Asset securitization: theory and practice*. Naujasis Džersis: John Wiley & Sons.
117. Huang, Y. (2008). *Capitalism with Chinese characteristics: entrepreneurship and the State*. Niujorkas: Kembridžo universiteto leidykla.
118. Hui, E. C.; Zheng, X. (2012) The dynamic correlation and volatility of real estate price and rental: an application of MSV model. *Applied Economics*, 44(3), p. 2985–2995. doi: 10.1080/00036846.2011.568409.
119. Hui, E.; Yam, P.; Wright, J.; Chan, K. (2014). Shall we buy and hold? Evidence from Asian real estate markets. *Journal of Property Investment & Finance*, 32(2), p. 168–186.
120. Hutchison, N.; Liu, N.; Adair, A.; Berry, J.; Haran, M.; McGreal, S. (2012). Tax increment financing – an opportunity for the UK? RICS Research, Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Londonas.
121. Yates, J. (2012). Housing subsidies. Publikuota Clapham, D., Clark, W., Gibb, K. (Eds), *The SAGE Handbook of Housing Studies*, p. 397–418. Londonas: Sage.
122. Iblher, F.; Lucius, D. I. (2003). Innovative real estate financing in Germany – a financial desert? *Property Management*, 21(1), p. 82–96. doi: <https://doi.org/10.1108/02637470310464490>.
123. Iblher, F.; Lucius, D. I. (2003). Innovative real estate financing in Germany – a financial desert? *Property Management*, 21(1), p. 82–96.
124. Ibrahim, M.; Faizah, A.; Norazriyati, W. (2012). Exploiting town planning factors in land development: case study of urban housing in Kuala Lumpur, Malaysia. *Journal of Facilities Management*, p. 307–317.
125. Ingram, G. K.; Hong, Y. H. (2012). Land value capture: types and outcomes. *Value Capture and Land Policies*. Kembridžas: Linkolno žemės politikos institutas.
126. Investologija. (2015). Investavimas į nekilnojamąjį turtą [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 19]. Prieiga per internetą: <<http://investologija.lt/investavimas/kur-investuoti/investicijos-inekilnojama-turta/>>.
127. Investopedia. (2017). Real estate investing: a guide [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 18]. Prieiga per internetą: <<http://www.investopedia.com/mortgage/real-estate-investing-guide/>>.
128. Inreal (2018). 2017/2018 ekonomikos ir NT rinkos apžvalga drauge su Šiaulių banku ir advokatų kontora COBAL. [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 02]. Prieiga per internetą: <http://www.inreal.lt/file/1/0/2/5/2017-2018_NT_rinkos_Apžvalga_Inreal_SB_Cobalt.pdf>.
129. International Valuation Standards. (2007). [interaktyvus] [žiūrėta 2018 04 28]. Prieiga per internetą: <<https://www.ivsc.org>>.
130. International Association of Assessing Officers (IAAO). [interaktyvus] [žiūrėta 2018 04 28]. Prieiga per internetą: <<http://www.e-teisininkai.lt/rinkos-vertes-savoka-uzsienio-valstybes/>>.

131. Iqbal, Z.; Dad, A. M. (2013). Outsourcing: a review of trends, winners & losers and future directions. *International Journal of Business and Social Science*, 4(8), p. 91–107.
132. Jajuga, K. (2003). Inwestycje w nieruchomości – klasyczna teoria finansów a praktyka. *Inwestycje i gospodarowanie nieruchomościami, Dydaktyka i badania, Akademia Ekonomiczna w Krakowie*.
133. Jiang, L.; Phillips, P. C. B.; Yu, J. (2014). A new hedonistic regression for real estate prices applied to the Singapore residential market [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 06]. Prieiga per internetą: <<http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d19/d1969.pdf>>.
134. JLL. (2012). Perspectives on ESS: four sustainability trends to watch in 2012. Čikaga: Jones Lang LaSalle.
135. Johnson, L. (2013). Catastrophe bonds and financial risk: securing capital and rule through contingency. *Geoforum*, 45, p. 30–40. doi: 10.1016/j.geoforum.2012.04.003.
136. Kagochi, J. M.; Mace, L. M. (2009). The determinants of demand for single family housing in Alabama urbanized areas. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 2(2), p. 132–144.
137. Kahkonen, K. (2015). Role and nature of systemic innovations in construction and real estate sector. *Construction Innovation*, 15(2), p. 130–133.
138. Keynes, J. M. (1921). *A treatise on probability*. Londonas: Macmillan leidykla.
139. Kemp, P. (1990). Income-related assistance with housing costs: a cross-national comparison. *Urban Studies*, 27(6), p. 795–808.
140. Kemp, P. (2007). *Housing allowances in comparative perspective*. Bristolis: The Policy Press.
141. Kennard, M.; Bond, Shannon. (2011). Interest soars in US peer-to-peer lending 2016 [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 03]. Prieiga per internetą: <<https://www.ft.com/content/2345e94a-0bb1-11e1-9a61-00144feabdc0#ixzz21aKdQtwL>>.
142. Khanna, S. (2012). Launching REITs for India's real estate [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 18]. Prieiga per internetą: <<http://www.mbaskool.com/business-articles/finance/2044-launching-reits-for-indias-real-estate.html>>.
143. Kimmons, J. (2017). Learn to calculate property value with capitalization rate [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 06]. Prieiga per internetą: <<https://www.thebalance.com/calculating-property-value-with-capitalization-rate-2866800>>.
144. Kindleberger, C. P.; Aliber, R. Z. (2005). *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Niujorkas: John Wiley & Sons.
145. Kingfisher Property. (2017). Property partnerships typical fund structure [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 18]. Prieiga per internetą: <<http://kingfisherproperty.co.uk/typical-fund-structure/?tc=ok>>.
146. Kinnard, W. N. K. (1968). Reducing uncertainty in real estate decisions. *The Real Estate Appraiser*, 34(7), p. 10–16. Perspausdinta: Sirmans, C. F., Worzala, E. (Eds), *Essays in Honor of William N. Kinnard, Jr.* Amerikos nekilnojamojo turto visuomenė, Bostonas: Kluwer Press, 2003.

147. Kitchen, H. (2013). Property tax: a situational analysis and overview. Publikuota: McCluskey W. J., Cornia, G. C. Walters, L. C. (Eds.), *A Primer on property tax administration and policy*, p. 1–40. Vakarų Saseksas: Blackwell Publishers.
148. Klimczak, K. (2010). Determinants of real estate investment [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 26]. Prieiga per internetą: <<http://www.economics-sociology.eu/files/07%5b7%5d.pdf>>.
149. Klotz, P.; Lin, T. C.; Hsu, S.-H. (2016). Modeling property bubble dynamics in Greece, Ireland, Portugal and Spain. *Journal of European Real Estate Research*, 9(1), p. 52–75.
150. Knight, F. H. (1921). *Risk, uncertainty, and profit*. Bostonas: Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co. leidykla.
151. Knuth, S. E. (2015). Global finance and the land grab: mapping twenty-first century strategies. *Canadian Journal of Development Studies* 36(2), p. 163–178. doi: 10.1080/02255189.2015.1046373.
152. Kumar, S.; Goyal, N. (2015). Behavioural biases in investment decision making – a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(1), p. 88–108.
153. Kumar, S.; Goyal, N. (2016). Evidence on rationality and behavioural biases in investment decision making. *Qualitative Research in Financial Markets*, 8(4), p. 270–287.
154. Kun, W. (2010). The interaction between real estate and national economy. *Management Science and Engineering*, 1(2), p. 81–86.
155. Kuzmicka, L. (2011). Nekilnojamojo turto rinka Lietuvoje, 2000–2010 metais ir jos perspektyvos 2011–2013 metais [The real estate market in Lithuania between 2000 and 2010 and its prospects in 2011–2013]. *Magistro baigiamasis darbas*. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, p. 1–108 [interaktyvus] [žiūrėta 2017 05 29]. Prieiga per internetą: <http://vddb.library.lt/fedora/get/LT-eLABa-0001:E.02~2011~D_20120124_134709-59343/DS.005.0.01.ETD>.
156. Lam, E. (2012). REITs without the volatility [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 26]. Prieiga per internetą: <<http://business.financialpost.com/uncategorized/reits-without-the-volatility>>.
157. Landers, I. (2012). How to use economic indicators in residential real estate investing [interaktyvus] [žiūrėta 2017 07 23]. Prieiga per internetą: <<http://www.nuwireinvestor.com/howtos/how-to-use-economic-indicators-in-residential-real-estate-investing-59245.aspx>>.
158. Laposa, S.; Mueller, A. (2017). The Great Recession and real estate cycles – challenges, opportunities, and lessons learned. *Journal of Property Investment & Finance*, 35(3), p. 321–340.
159. Larkin, D. E.; Babin, M. L.; Rose, C. A. (2003). Structuring European real estate private equity funds. *Briefings in Real Estate Finance*, 3(3), p. 229–235.
160. Laulajainen, R. (2003). *Financial geography: a banker's view*. Niujorkas: Routledge.
161. Lee, K. (2017). Residential property price-stock price nexus in Hong Kong: new evidence from ARDL bounds test. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 10(2), p. 204–220.

162. Ley, D. (2015). Global China and the making of Vancouver's residential property market. *International Journal of Housing Policy*, 17(1), p. 15–34. doi:10.1080/14616718.2015.1119776.
163. Levine, R. (2001). Bank based or market based financial system: which is better? [interaktyvus] [žiūrėta 2017 06 18]. Prieiga per internetą: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.708.9582&rep=rep1&type=pdf>>.
164. Li, J.; Chiang, Y.-H. (2012). What pushes up China's real estate price?. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 5(2), p. 161–176. doi: <https://doi.org/10.1108/17538271211225913>.
165. Lietuvos Respublikos Seimas. (2000). Lietuvos Respublikos nekilnojamojo turto kadastro įstatymas [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 09]. Prieiga per internetą: <<https://eseimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/TAIS.105518?positionInSearchResults=0&searchModelUUID=fd123f62-a25e-4d7a-a952-fb3c5b15ca3a>>.
166. Lietuvos finansų rinkų institutas (2017). Baltijos šalių nekilnojamojo turto verslo plėtra ir finansavimas. [interaktyvus] [žiūrėta 2018 01 31]. Prieiga per internetą: <<http://lfmi.lt/lt/88-baltijos-saliu-nekilnojamojo-turto-verslo-pletra-ir-finansavimas.html>>.
167. Lietuvos bankas (2016). Kas lėmė žemės ūkio paskirties žemės kainų šuolį ir ko tikėtis ateityje? [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 02]. Prieiga per internetą: <<https://www.lb.lt/lt/naujienos/v-rutkauskas-kas-leme-zemes-ukio-paskirties-zemes-kainu-suoli-ir-ko-tiketis-ateityje>>.
168. Lietuvos bankas (2017). Lietuvos ekonomikos apžvalga: 2017 m. gruodis. [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 21]. Prieiga per internetą: <https://www.lb.lt/uploads/documents/files/musu-veikla/ekonomikos-analize-prognozes/2017_12_19_LT_ekonomikos_raida_ir_perspektyvos_VIESAS_PRISTATYMAS_LT.pdf>.
169. Lim, J.; Lee, J. H. (2013). Demographic changes and housing demands by scenarios with ASFRs. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 6(3), p. 317–340. doi: /10.1108/IJHMA-06-2012-0023.
170. Lin, G. C. S. (2007). Reproducing spaces of Chinese urbanization: new city-based and land-centered urban transformation. *Urban Studies*, 44, p. 1827–1855.
171. Lin, G. C. S. (2009). *Developing China: land, politics, and social conditions*. Londonas: Routledge.
172. Lin, G. C. S.; Yi, F. (2011). Urbanization of capital or capitalization on urban land? Land development and local public finance in urbanizing China. *Urban Geography*, 32(1), p. 50–79. doi: 10.2747/0272-3638.32.1.50.
173. Lin, W. S.; Tou, J. C.; Lin, S. Y.; Yeh, M. Y. (2014). Effects of socioeconomic factors on regional housing prices in the USA. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 7(1), p. 30–41.
174. Lind, H.; Lindqvist, T. (2005). Real estate management in the Swedish public sector. *Journal of Corporate Real Estate*, 7(2), p. 178–190. doi: <https://doi.org/10.1108/14630010510812594>.

175. Ling, D. C.; Naranjo, A. (2015). Returns and information transmission dynamics in public and private real estate markets. *Real Estate Economics*, 43(1), p. 163–208. doi: 10.1111/1540-6229.12069.
176. Ling, D. C.; Ooi, J. T. L.; Le, T. T. T. (2015). Explaining house price dynamics: isolating the role of non-fundamentals. *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(S1), p. 87–125.
177. Liow, K. H. (2016). Linkages between cross-country business cycles, cross-country stock market cycles and cross-country real estate market cycles: Evidence from G7. *Journal of European Real Estate Research*, 9(2), p. 123–146.
178. Liow, K. H. (2016). Linkages between cross-country business cycles, cross-country stock market cycles and cross-country real estate market cycles: evidence from G7. *Journal of European Real Estate Research*, 9(2), p. 123–146. doi: <https://doi.org/10.1108/JERER-05-2015-0024>.
179. Liu, T.; Wilkinson, S. (2014). Large-scale public venue development and the application of public-private partnerships (PPPs). *International Journal of Project Management*, 32(1), p. 88–100.
180. Lizieri, C.; Ward, C.; Lee, S. (2001). Financial innovation in property markets: implications for the city of London. *Londono Korporacija bendradarbiaujant su RICS tyrimų fondu*.
181. Lord, A. (2009). The community infrastructure levy: an information economics approach to understanding infrastructure provision under England's reformed spatial planning system. *Planning Theory and Practice*, 10(3), p. 333–349. PriceWaterhouse Coopers. (2011). *Funding infrastructure: time for a new approach?* Niujorkas: PriceWaterhouse Coopers.
182. Louw, E. (2008). Land assembly for urban transformation: the case of 's-Hertogenbosch in the Netherlands. *Land Use Policy*, 25, p. 69–80.
183. LR Civilinis Kodeksas. (2016). Ketvirtoji knyga. Daiktinė teisė [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 05]. Prieiga per internetą: <http://www.infolex.lt/portal/start_ta.asp?act=doc&fr=pop&doc=18140>.
184. LR finansų ministro įsakymas (2012). „Dėl turto ir verslo vertinimo metodikos patvirtinimo“, NR. 1K-159. [interaktyvus] [žiūrėta 2018 05 02]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.14FE4917B8E1>>.
185. LR Seimas. (1993). LR kooperatinių bendrovių (kooperatyvų) įstatymas, Nr. I-164 330 [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 10]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.94DB985EB965>>.
186. LR Seimas. (2001). LR žemės ūkio bendrovių įstatymas, Nr. IX-330 [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 10]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.4A9B29FE9E04/nCgqizMPRh>>.
187. LR Seimas. (2002). LR pridėtinės vertės mokesčio įstatymas, Nr. IX-751 [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 06]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.ED68997709F5>>.

188. LR Seimas. (2016). LR kooperatinių bendrovių (kooperatyvų) įstatymo Nr. I-164 2 ir 3¹ straipsnių pakeitimo ir įstatymo papildymo 3² straipsniu įstatymas, Nr. XII-2266 330 [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 10]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/3bdde810f28c11e5989ee743dd0efbb0>>.
189. LR socialinės apsaugos ir darbo ministerija. (2018). Parama būstui įsigyti ir išsinuomoti [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 12]. Prieiga per internetą: <<https://socmin.lrv.lt/lt/veiklos-sritys/socialine-integracija/parama-bustui-isigyti-ir-issinuomoti>>.
190. LR Vyriausybė (2004). Nutarimas Nr. 1367 „Dėl kooperatinių bendrovių (kooperatyvų) pripažinimo žemės ūkio kooperatinėmis bendrovėmis (kooperatyvais) taisyklių patvirtinimo [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 17]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/acc/legalAct.html?documentId=TAR.0FA9516E1E80>>.
191. LR Vyriausybė. (2014). Nutarimas Nr. 1487 „Dėl LR Vyriausybės 2001 m. balandžio 25 d. nutarimo Nr. 472 „Dėl valstybės ir savivaldybių gyvenamųjų patalpų nuomos mokesčio apskaičiavimo tvarkos aprašo patvirtinimo“ pakeitimo“ [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 19]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/9ad5dd80902e11e4bb408baba2bddd3>>.
192. LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro įsakymas „Dėl žemės ūkio ministro ir aplinkos ministro 2005 m. sausio 20 d. įsakymo Nr. 3D-37/D1-40 „Dėl Pagrindinės žemės naudojimo paskirties žemės naudojimo būdų turinio, žemės sklypų naudojimo pobūdžių sąrašo ir jų turinio patvirtinimo“ pakeitimo 2013 m. gruodžio 11 d. Nr. 3D-830/D1-920 [interaktyvus] [žiūrėta 2018 01 09]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.89EB5C8EBB8A>>.
193. LS Seimas. (2014). LR paramos būstui įsigyti ar išsinuomoti įstatymas Nr. XII-1215 [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 18]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/e944ee00600111e4bad5c03f56793630>>.
194. Lucius, D. I. (2001). Real options in real estate development. *Journal of Property Investment and Finance*, 19(1), p. 73–78.
195. Lusht, K. (1986). *Finance theory and real estate valuation*. Publikuotas: Kinnard, W.N. (Ed.), *A Redefinition of Real Estate Appraisal Precepts and Processes*. Nekilnojamojo Turto Koliokviumas, Linkolno Žemės Politikos Institutas. Bostonas: Oelgeschlager, Gunn & Hain leidykla.
196. Ma, L. J. C.; Wu, F. (2005). Restructuring the Chinese city: diverse processes and reconstituted spaces. Publikuota: L. J. C. Ma, F. Wu, *Restructuring the Chinese City*, p. 1–20. Londonas: Routledge.
197. Ma, X.; Heerink, N.; van Ierland, E.; van der Berg, M.; Shi, X. (2013). Land tenure security and land investments in Northwest China. *China Agricultural Economic Review*, 5(2), p. 281–307.
198. Mackenzie, D. (2006). *An engine, not a camera: how financial models shape markets*. Kembridžas: The MIT Press.
199. Makridakis, S.; Wheelwright, S. C.; Hyndman, R. J. (1998). *Forecasting: methods and applications*. New York: John Wiley & Sons.

200. Malhotra, D.; Bazerman, M. (2008). Psychological Influence in Negotiation: An Introduction Long Overdue. *Journal of Management*, 34 (3), p. 509–553
201. Manganelli, B. (2014). Real estate investing: market analysis, valuation techniques, and risk management. Cham: Springer International Publishing.
202. Mathur, S. (2013). Land value capture to fund public transportation infrastructure: examination of joint development projects' revenue yield and stability. *Transport Policy*, 30, p. 327–335.
203. McCann, J. D.; Gross, P. S. (2012). Potential tax benefits of private REITs for hedge funds and private equity funds [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 18]. Prieiga per internetą: <<http://www.marcumllp.com/publications-1/potential-tax-benefits-of-private-reits-for-hedgefunds-andprivate-equity-funds>>.
204. McCartney, J. (2008). An empirical analysis of development cycles in the Dublin office market 1972-2008. *Quarterly Economic Commentary*. Dublinas: ESRI.
205. McCord, M.; McGreal, S.; Berry, J.; Haran, M.; Davis, P. (2011). The implications of mortgage finance on housing market affordability. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 4(4), p. 394–417.
206. McDonald, J. (2015). Capitalisation rates for commercial real estate investment decisions. *Journal of Property Investment & Finance*, 33(3), p. 242–255.
207. McGee, T. G.; Lin, G. C. S.; Marton, A. M.; Wang, M. Y. L.; Wu, J. (2007). China's urban space: development under market socialism. Londonas: Routledge.
208. McMichael, P. (2012). The land grab and corporate food regime restructuring. *Journal of Peasant Studies*, 39(3/4), p. 681–701. doi: 10.1080/03066150.2012.661369.
209. McQuaid, R. W.; Scherrer, W. (2008). Public private partnerships in the European Union: experiences in the UK, Germany and Austria. *Uprava*, 6(2), p. 7–34.
210. Medda, F. M.; Modelewska, M. (2009). Land value capture as a funding source for urban investment [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 19]. Prieiga per internetą: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Land_value_capture_as_a_funding_source_for_urban_investment.pdf/\\$FILE/Land_value_capture_as_a_funding_source_for_urban_investment.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Land_value_capture_as_a_funding_source_for_urban_investment.pdf/$FILE/Land_value_capture_as_a_funding_source_for_urban_investment.pdf)>.
211. Medda, F. R.; Caschili, S.; Modelewska, M. (2011). Innovative financial mechanisms for urban heritage brownfields. Vašingtonas: Pasaulio Bankas.
212. Medda, F. R.; Caschili, S.; Modelewska, M. (2012). Financial mechanisms for historic city core regeneration and Brownfield redevelopment. Publikuota: Licciardi, G. and Amirtahmasebi, R. (Eds), *The Economics of Uniqueness: Investing in Historic City Cores and Cultural Heritage Assets for Sustainable Development*. Vašingtonas: Pasaulio Bankas.
213. Medda, F. R. (2012). Land value capture finance for transport accessibility: a review. *Journal of Transport Geography* 25, 154–161.
214. Meyer, P. B.; Lyons, T. S. (2000). Lessons from private sector Brownfield redevelopers. *Journal of the American Planning Association*, 66(1), p. 46–57.

215. Merk, O.; Saussier, S.; Staropoli, C.; Slack, E.; Kim, J. H. (2012). Financing green urban infrastructure. OECD Regional Development Working Papers 2012/10. Vašingtonas: OECD Publishing.
216. Myerson, R.; Ross, P. (2003). The 21st century office. Londonas: Laurence King Publishing.
217. Misati, R. N.; Nyamongo, E. M. (2012). Asset prices and monetary policy in Kenya. *Journal of Economic Studies*, 39(4), p. 451–468.
218. Munshifwa, E. (2017). Land value capture in support of city infrastructure in Zambia: challenges and door-step conditions for adoption practice [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 22]. Prieiga per internetą: <https://www.researchgate.net/publication/315767376_LAND_VALUE_CAPTURE_IN_SUPPORT_OF_CITY_INFRASTRUCTURE_IN_ZAMBIA_CHALLENGES_AND_DOOR-STEP_CONDITIONS_FOR_ADOPTION>.
219. Nase, I.; Berry, J.; Adair, A. (2013). Real estate value and quality design in commercial office properties. *Journal of European Real Estate Research*, 6(1), p. 48–62.
220. Nekilnojamojo turto terminų žodynas. (2006). Vilnius.
221. Nekilnojamojo turto valdymo kompanija „LaSalle”. (2016). Public and private real estate [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 05]. Prieiga per internetą: <http://www.lasalle.com/documents/Public_and_Private_Real_Estate.pdf>.
222. Nowacki, P. (2006) Nieruchomości w strategiach przedsiębiorstw. *Nieruchomości C. H. Beck*, 8(96), rugpjūtis.
223. Nunnally, J. C.; Bernstein, I. H. (1994). *Psychometric theory*, 3rd edition. New York, NY: McGraw–Hill.
224. Oktay, E.; Karaaslan, A.; Alkan, O.; Celik, A. K. (2014). Determinants of housing demand in the Erzurum province, Turkey. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 7(4), p. 586–602.
225. Oxley, M.; Haffner, M. (2010). Housing taxation and subsidies: international comparisons and the options for reform. JRF (Joseph Rowntree Foundation) programos straipsnis, Jorkas: De Montfort Universitetas [interaktyvus] [žiūrėta 2017 07 28]. Prieiga per internetą: <www.jrf.org.uk/sites/files/jrf/housing-taxation-systems-full.pdf>.
226. Palm, P. (2016). Measuring customer satisfaction: a study of the Swedish real estate industry. *Property Management*, 34(4), p. 316–331. doi: <https://doi.org/10.1108/PM-08-2015-0041>.
227. Pareto, C. (2017). Understanding investor behavior [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 27]. Prieiga per internetą: <<http://www.investopedia.com/articles/05/032905.asp>>.
228. Pasaulio Bankas. (2011). *Global development horizons 2011 multipolarity: the new global economy*. Vašingtonas: Pasaulio Bankas.
229. Pasaulio Bankas. (2018). Arable land (hectares per person) [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 21]. Prieiga per internetą: <<https://data.worldbank.org/indicator/AG.LND.ARBL.HA.PC>>.

230. Pasaulio Banko grupė. (2015). Housing Finance [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 26]. Prieiga per internetą: <<http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/housing-finance>>.
231. Patterson, G. A. (2013). Investment in the global real estate market. Hung-gay Fung, Yiuman Tse (ed.) International Financial Markets (Frontiers of Economics and Globalization, Nr. 13) Emerald Group Publishing Limited, p. 69–89.
232. Pyhrr, S. A.; Roulac, S. E.; Born, W. L. (1999). Real estate cycles and their strategic implications for investors and portfolio managers in global economy. *Journal of Real Estate Research*, 18(1), p. 7–68.
233. Pomogajko, K.; Vogtlander, M. (2012). Co-movement of house price cycles – a factor analysis. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 5(4), p. 414–426.
234. Post, J. E., Berkhout, T. (2014). Risk perceptions in the European real estate industry [interaktyvus] [žiūrėta 2017 06 14]. Prieiga per internetą: <http://www.ingwb.com/media/969310/flyer_nyenrode-int_read.pdf>.
235. Pumput, K.; Šliogerienė, J. (2014). NT rinkos ir jos cikliškumų analizė makroekonominio aspektu [The analysis of real estate markets and their cyclicity from macroeconomic point of view]. 17-oji teminė Lietuvos jaunųjų tyrėjų konferencija „Mokslas – Lietuvos ateitis“. Vilnius: Gedimino technikos universitetas [interaktyvus] [žiūrėta 2017 06 19]. Prieiga per internetą: <<http://jmk.statyba.vgtu.lt/index.php/conference/statyba2014/paper/viewFile/94/77>>.
236. Quigg, L. (1993). Empirical testing of real option-pricing models. *The Journal of Finance*, 48(2), p. 621–640. doi: 10.1111/j.1540-6261.1993.tb04730.x.
237. Rahadi R. A.; Wiryono, S. K.; Koesrindartoto, D. P.; Syamwil, I. B. (2015). Comparison of the property practitioners and consumer preferences on housing prices in the Jakarta metropolitan region. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 8(3), p. 335–358. doi: <https://doi.org/10.1108/IJHMA-10-2014-0043>.
238. Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed in arms length debt. *Journal of Finance*, 47(4), p. 1367–1400.
239. Rapoport, E. (2014). Utopian visions and real estate dreams: the eco-city past, present and future. *Geography Compass*, 8(2), p. 137–149.
240. Raslanas, Š.; Šliogerienė, J. (2012). Nekilnojamojo turto vertinimas. Vilnius: Technika, p. 173.
241. Real estate market report (2017). [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 02]. Prieiga per internetą: <<https://www.ober-haus.lt/wp-content/uploads/Ober-Haus-Market-Report-Baltic-States-2017.pdf>>.
242. Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global cycle and monetary policy independence. *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, p. 1–2.
243. Rey, H. (2014). The international credit channel and monetary autonomy. CEPR & NBER Mundell-Fleming Lecture IMF, lapkritis [interaktyvus] [žiūrėta 2017 06 14]. Prieiga per internetą: <<https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/Mundell.pdf>>.
244. Rymarzak, M.; Siemińska, E. (2012). Factors affecting the location of real estate. *Journal of Corporate Real Estate*, 14(4), p. 214–225. doi: 10.1108/JCRE-11-2012-0027.

245. Robertson, M. M. (2006). The nature that capital can see: science, state, and market in the commodification of ecosystem services. *Environment and Planning D: Society and Space*, 24(3), p. 367–387. doi:10.1068/d3304.
246. Rogers, D.; Koh, S. Y. (2017). The globalisation of real estate: the politics and practice of foreign real estate investment. *International Journal of Housing Policy*, 17(1), p. 1–14.
247. Rosenberg, M. (2017). Current world population [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 19]. Prieiga per internetą: <<https://www.thoughtco.com/current-world-population-1435270>>.
248. Roukouni, A.; Medda, F. (2012). Evaluation of value capture mechanisms as a funding source for urban transport: the case of London's Crossrail. *Procedia – Social and Behavioural Sciences*, 48, p. 2393–2404.
249. Rudzkienė, V.; Burinskienė, M. (2007). Plėtros kryptių vertinimo ir valdymo informaciniai modeliai. *Monografija*. Vilnius, Technika. ISBN 978–9955–28–217–4.
250. S&P Global. (2010). S&P corelogic Case-Shiller home price indices [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 26]. Prieiga per internetą: <<http://us.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>>.
251. Saita, Y.; Shimizu, C.; Watanabe, T. (2016). Aging and real estate prices: evidence from Japanese and US regional data. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 9(1), p. 66–87. doi: <https://doi.org/10.1108/IJHMA-11-2014-0053>.
252. Sandor, E.; Scott, S.; Benn, J. (2009). Innovative financing to fund development: progress and prospects. OECD Publications [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 18]. Prieiga per internetą: <www.oecd.org/dac/effectiveness/44087344.pdf>.
253. Sawyer, S.; Wigand, R. T.; Crowston, K. (2005). Redefining access: uses and roles of information and communication technologies in the US residential real estate industry from 1995 to 2005. *Journal of Information Technology*, 20(4), p. 213–223.
254. Scanlon, K.; Elsinga, M. (2014). Policy changes affecting housing and mortgage markets: how governments in the UK and the Netherlands responded to the GFC. *Journal of Housing and the Built Environment*, 29(2), p. 335–360.
255. Schachter, R. (2012). Rebounding of the real estate investment trust (REIT) – tax considerations and potential legislation. *Privatus investavimo forumas* [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 18]. Prieiga per internetą: <<http://www.marcumllp.com/publications-1/rebounding-of-the-real-estate-investment-trust-reit-tax-considerations-and-potential-legislation>>.
256. Scottish Futures Trust. (2013). Revenue funded infrastructure investment in Scotland. Edinburgas: Scottish Futures Trust.
257. Sharma, R. A.; Murphy, L. (2015). The housing experiences of Fijian migrants in Auckland. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 8(3), p. 396–411.
258. Shen, J.; Pretorius, F. (2013). Binomial option pricing models for real estate development. *Journal of Property Investment & Finance*, 31(5), p. 418–440. doi: <http://dx.doi.org/10.1108/JPIF-10-2012-0046>.
259. Shepard, D. (2012). Situating private equity capital in the land grab debate. *Journal of Peasant Studies*, 39(3/4), p. 703–729. doi: 10.1080/03066150.2012.674941.

260. Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*. Oksfordas: Oksfordo universiteto leidykla.
261. Simanavičienė Ž., Keizerienė, E.; Žalgirytė, L. (2012). Lietuvos nekilnojamojo turto rinka: nekilnojamojo turto ir statybos sąnaudų kainų analizė. – *Ekonomika ir vadyba*, 17(3), p. 1034–1041.
262. Sing, T. F. (2001). Optimal timing of a real estate development under uncertainty. *Journal of Property Investment & Finance*, 19(1), p. 35–52. doi: <https://doi.org/10.1108/14635780110365352>.
263. Skidelsky, R. J. A. (2009). *Keynes: the return of the master*. Niujorkas: Public Affairs.
264. Śliwiński, A.; Śliwiński, B. (2006). *Facility Management*. Varšuva: CH Beck.
265. Smith, A. (2012). The pros and cons of outsourcing. UNLV Theses, Dissertations, Professional Papers, and Capstones, 1478, p. 1–24.
266. Smolka, M. O. (2013). *Implementing value capture in Latin America: Policies and tools for Urban development (Policy Focus Report)*. Kembridžas, Linkolno žemės politikos institutas.
267. Smolka, M. O.; Ambroski, D. (2000). Value capture for urban development: an inter-American comparison. Kembridžas, Linkolno žemės politikos institutas.
268. Snieška, V.; Drakšaitė, A. (2007). The role of knowledge process outsourcing in creating national competitiveness in global economy. *Engineering economics*, 3(53), p. 35–41.
269. Soo, K. T. (2011). The gains from specialization and comparative advantage [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 11]. Prieiga per internetą: <<http://www.etsg.org/ETSG2011/Papers/Soo.pdf>>.
270. Sorri, J.; Kähkönen, K.; Rannisto, J. (2013). Construction business with innovative cellular structures, modules and buildings. Pasaulio statybos kongresas/CIB Komisija, W065 – Statybos organizavimas ir vadyba, CIB Publikacija, p. 385.
271. Spence, J.; Smith, J.; Dardier, P. (2012). Overview of financial instruments used in the EU multiannual financial framework period 2007-2013 and the Commission's proposals for 2014–2020: analytical study. Europos Parlamentas [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 18]. Prieiga per internetą: <www.europarl.europa.eu/studies>.
272. Sproul, D. (1990). Convertible mortgages. *Journal of Property Finance*, 1(2), p. 120–139.
273. Squires, G. (2012). A review of tax increment financing (TIF) for regeneration and renewal. *Journal of Urban Regeneration and Renewal*, 5(4), p. 356–366.
274. Squires, G. (2013). *Urban and environmental economics*. Londonas: Routledge leidykla.
275. Squires, G.; Hall, S. (2013). Lesson (un)learning in spatially targeted fiscal incentive policy: enterprise zones (England) and empowerment zones (US). *Land Use Policy*, 33, p. 81–89.
276. Squires, G.; Hutchinson, N.; Adair, A.; Berry, J.; McGreal, S.; Organ, S. (2016). Innovative real estate development finance – evidence from Europe. *Journal of Financial*

- Management of Property and Construction, 21(1), p. 54–72. doi: <http://dx.doi.org/10.1108/JFMPC-09-2015-0036>.
277. Squires, G.; Hutchison, N. (2014). The life and death of tax increment financing (TIF) for redevelopment: lessons in affordable housing and implementation. *Journal of Property Management*, 32(5), p. 368–377.
278. Squires, G.; Lord, A. (2012). The transfer of tax increment financing (TIF) as an urban policy for spatially targeted economic development initiatives. *Land Use Policy*, 29(4), p. 817–826.
279. Squires, G.; Moate, J. (2012). Socially responsible property investment (SRPI) in urban regeneration: priorities and behaviours by institutional investors in practice. *Journal of Urban Regeneration and Renewal*, 5(2), p. 152–163.
280. Starrett, D. A. (1981). Land value capitalization in local public finance. *Journal of Political Economy*, 89, p. 306–327.
281. Steinisch, M. (2012). Peer-to-peer lending survey [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 03]. Prieiga per internetą: https://www.consumer-action.org/news/articles/2012_p2p_lending_survey/.
282. Stibbe, R.; Voigtlander, M. (2014). Corporate sustainability in the German real estate sector. *Journal of Corporate Real Estate*, 16(4), p. 239–251.
283. Stiglitz, J. E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), p. 133–152.
284. Sullivan, S. (2013). Banking nature? The spectacular financialization of environmental conservation. *Antipode*, 45(1), p. 198–217. doi: 10.1111/j.1467-8330.2012.00989.x.
285. Švogžlys, P.; Chlivickas, E. (2016). Globalizacijos procesų įtaka Europos Sąjungos nekilnojamojo turto rinkoms. *Science: Future of Lithuania*, 8(2), p. 221–229.
286. Taleb, N. (2004). *Fooled by randomness: the hidden role of chance in life and in the markets*. Niujorkas: Random House.
287. Taleb, N. (2007). *The black swan: the impact of the highly improbable*. Niujorkas: Random House.
288. Tarptautiniai Apskaitos Standartai. (2000). *Standard IAS 40 Investment Property*. Londonas: Tarptautinių apskaitos standartų komitetas.
289. Tarptautinis žemės ūkio plėtros fondas. (2008). Growing demand on agriculture and rising prices of commodities: an opportunity for smallholders in low-income, agricultural-based countries? [interaktyvus] [žiūrėta 2017 11 22]. Prieiga per internetą: <http://www.fao.org/es/esc/common/ecg/538/en/RisingPricesIFAD.pdf>.
290. Thaler, R. (2015). Behavioural economics and the human side of investing [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 17]. Prieiga per internetą: <https://www.vanguardcanada.ca/advisors/articles/research-commentary/investing/behavioural-economics-of-investing.htm>.
291. The Economist. (2010). The world turned upside down: a special report on innovation in emerging markets. Londonas: “The Economist” leidykla.

292. thisMatter. Real estate, real property and land – basic definitions and concepts [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 19]. Prieiga per internetą: <<http://thismatter.com/money/real-estate/realty.htm>>.
293. Thomas, B. (2012). 11 investment grade REITs for income-oriented investors [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 18]. Prieiga per internetą: <<http://www.forbes.com/sites/investor/2012/02/06/11-investment-grade-reits-for-income-oriented-investors/>>.
294. Thomas, R; Bertolini, L. (2017). Defining critical success factors in TOD implementation using rough set analysis. *The Journal of Transport and Land Use*, 10(1), p. 139–154.
295. Titman, S. (1985). Urban land prices under uncertainty. *The American Economic Review*, 75(3), p. 505–514.
296. Tiwari, P.; White, M. (2014). *Real estate finance in the new economy*. Naujasis Džersis: Wiley-Blackwell.
297. Too, L.; Harvey, M.; Too, E. (2010). Globalisation and corporate real estate strategies. *Journal of Corporate Real Estate*, 12(4), p. 234–248. doi: <https://doi.org/10.1108/14630011011094676>.
298. Tupėnaitė, L.; Naimavičienė, J.; Bagdonavičius, A.; Sabaliauskas, K. (2015). *Management of construction and real estate under the conditions of market instability*. Vilnius: VGTU Press Technika.
299. Tversky, A.; Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, 185(4157), p. 1124–1131.
300. ULI. (2011). *What's next? Real estate in the new economy*. Vašingtonas: Urbanistinės žemės institutas.
301. UNCTAD. (2009). *World investment report 2009: transnational corporations, agricultural production and development*. Ženeva: Jungtinių Tautų prekybos ir plėtros konferencija.
302. Valstybės žinos Nr. 29. (2005). LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro 2005 m. sausio 20 d. įsakymas Nr. 3D-37/D1-40 „Dėl pagrindinės tikslinės žemės naudojimo paskirties žemės naudojimo būdų turinio, žemės sklypų naudojimo pobūdžių sąrašo ir jų turinio patvirtinimo [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 24]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.404A6B65C695>>.
303. Valstybinės mokesčių inspekcijos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos mokesčių informacijos departamentas. (2017). Nekilnojamojo turto pardavimo bei paslaugų, susijusių su nekilnojamoju turto, apmokestinimas PVM [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 18]. Prieiga per internetą: <<https://www.vmi.lt/cms/documents/10174/8274962/KD-8695/b606cd56-7e0c-4f90-beba-e35ee1d3b620>>.
304. Valstybinės mokesčių inspekcijos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos viršininkas. (2004). Pasirinkimo skaičiuoti pridėtinės vertės mokestį deklaravimo taisyklės (patvirtintos 2004-03-01 įsakymu Nr. VA-26) [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 20]. Prieiga per internetą: <<https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.BADEA34E8D0C>>.

305. van der Heijden, H.; Dol, K.; Oxley, M. (2011). Western European housing systems and the impact of the international financial crisis. *Journal of Housing and the Built Environment*, 26(3), p. 295–313.
306. van der Krabben, E.; Heurkens, E. (2015). Real estate development in the Netherlands, surviving the crisis by searching for smart alternative strategies from neighbouring countries. Publikuota Squires, G., Heurkens, E. (Eds), *International Approaches to Real Estate Development* (4 skyrius). Londonas: Routledge leidykla.
307. van der Krabben, E.; Needham, B. (2008). Land readjustment for value capturing, a new planning tool for urban redevelopment. *Town Planning Review*, 79(6), p. 651–672.
308. van der Ploeg, J. D. (2010). The food crisis, industrialized farming and the imperial regime. *Journal of Agrarian Change*, 10(1), p. 98–106. doi: 10.1111/j.1471-0366.2009.00251.x.
309. Vanderblue, H.B. (1927). The Florida land boom. *Journal of Land and Public Utility Economics*, 3(2), p. 113–131.
310. Vasiliauskienė, L. (2009). Sandorio kaštų įtaka išorinaudos kontraktams. Daktaro disertacija. Kaunas: Kauno technologijos universitetas. Aleph ID: 000021054; LDB: LT-LDB-0001:E.02~2009~1367166993955.
311. Venclauskienė, D.; Snieška, V.; Vasiliauskienė, L. (2011). Different prices for the same residential real estate objects in a country of transition economy? *Economics and Management*, 16, p. 441–445.
312. Verslo žinios. (2017). Rinkodara. *Euristika [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 17]*. Prieiga per internetą: <<http://zodynas.vz.lt/euristika>>.
313. VĮ Žemės ūkio informacijos ir kaimo verslo centras. (2010). Ūkininkų ūkių registras [interaktyvus] [žiūrėta 2018 02 02]. Prieiga per internetą: <<https://www.vic.lt/?mid=210>>.
314. Wall, A.; Connolly, C. (2009). The private finance initiative. *Public Management Review*, 11(5), p. 707–724.
315. Walters, L. C. (2012). Land value capture in Policy and Practice [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 22]. Prieiga per internetą: <www.landandpoverty.com/agenda/pdfs/paper.walters_full_paper.pdf>.
316. Ward, A.; Wily, L. A.; Cotula, L.; Taylor, M. (2011). Land rights and the rush for land: findings of the global commercial pressures on land research project. Roma: Tarptautinė žemės koalicija.
317. Webber, C. (2010). Tax increment financing. Londonas: Centre for Cities.
318. Weber, R. (2002). Extracting value from the city: neoliberalism and urban redevelopment. *Antipode*, 34(3), p. 519–540.
319. Wen, H.; Jin, Y.; Zhang, L. (2017). Spatial heterogeneity in implicit housing prices: evidence from Hangzhou, China. *International Journal of Strategic Property Management*, 21(1), p. 15–28. doi: 10.3846/1648715X.2016.1247021.
320. Wenger, E.; Kaserer, C. (1998). The German system of corporate governance: a model which should not be imitated. Publikuota: *Competition and Convergence in Financial Markets: the German and Anglo-American models* (ed. W. Stanley), p. 41–78. Niujorkas: North-Holland Press.

321. White, B.; Saturnino, M. B. Jr.; Hall, R.; Scoones, I.; Wolford, W. (2012). The new enclosures: critical perspectives on corporate land deals. *Journal of Peasant Studies*, 39(3/4), p. 619–647. doi: 10.1080/03066150.2012.691879.
322. Whitt, R. S.; Schultze, S. J. (2009). The new emergence economics of innovation and growth, and what it means for communications policy. *Journal on Telecommunications & High Technology Law*, 7(1), p. 216–316.
323. Wieser, R.; Mundt, A. (2014). Housing subsidies and taxation in six EU countries. *Journal of European Real Estate Research*, 7(3), p. 248–269. doi: <<http://dx.doi.org/10.1108/JERER-01-2014-0006>>.
324. Williams, B.; Boyle, I. (2012). The role of property tax incentives in urban regeneration and property market failure in Dublin. *Journal of Property Tax Assessment and Administration*, 9(2), p. 5–21.
325. Williams, J. T. (1991). Real estate development as an option. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 4(2), p. 191–208.
326. Williams, S. (2013a). 10 rock-solid reasons why you should be investing in land [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 29]. Prieiga per internetą: <<https://retipster.com/landinvesting/>>.
327. Williams, S. (2013b). The truth about land investing: 15 warning signs to look for when buying vacant land [interaktyvus] [žiūrėta 2017 08 29]. Prieiga per internetą: <<https://retipster.com/truthaboutlandinvesting/>>.
328. Wyman, D.; Seldin, M.; Worzala, E. (2011). A new paradigm for real estate valuation? *Journal of Property Investment & Finance*, 29(4/5), p. 341–358. doi: <https://doi.org/10.1108/14635781111150286>.
329. Wyman, D.; Worzala, E.; Seldin, M. (2013). Hidden complexity in housing markets: a case for alternative models and techniques. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 6(4), p. 383–404.
330. Windahl, C. (2015). Understanding solutions as technology-driven business innovations. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 39(3/4), p. 378–393. doi: <https://doi.org/10.1108/JBIM-11-2013-0253>.
331. Wissoker, P. (2013). From insurance to investments: financialization and the supply side of life insurance and annuities in the United States. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 6(3), p. 401–418. doi: 10.1093/cjres/rst020.
332. Wójcik, D. (2012). The end of investment bank capitalism? An economic geography of financial jobs and power. *Economic Geography*, 88(4), p. 345–368. doi: 10.1111/j.1944-8287.2012.01162.x.
333. Wu, W. (2010). Urban infrastructure financing and economic performance in China. *Urban Geography*, 31, p. 648–667.
334. Xiao, Q. (2010). Crashes in real estate prices: causes and predictability. *Urban Studies*, 47(8), p. 1–20.
335. Xiao, Q.; Tan, G. K. R. (2007). Signal extraction with Kalman filter: a study of the Hong Kong property price bubbles. *Urban Studies*, 44(4), p. 865–888.

336. Xu, Y. (2015). Under what circumstances will land value capture work to finance public transit? Kolumbijos universitetas: Honkongo, Tokijo ir Niujorko atvejų studijos.
337. Xu, J.; Yeh, A. G. O. (2009). Decoding urban land governance: state reconstruction in contemporary Chinese cities. *Urban Studies*, 46, p. 559–581.
338. Zhao, Z.; Iacono, M.; Lari, A.; Levinson, D. (2012). Value capture for transportation finance. *Procedia - Social Science and Behavioral Science*, 48, p. 435–448.
339. Zibel, A.; Choi, C. (2010). Questions and answers about the foreclosure freeze [interaktyvus] [žiūrėta 2017 09 08]. Prieiga per internetą: <www.signonsandiego.com/news/2010/oct/15/questions-and-answers-about-the-foreclosure-freeze/>.

PRIEDAI

1 PRIEDAS

Gerbiamas (-a) Eksperte,

Nuoširdžiai dėkojame už tai, kad sutikote atsakyti į šios anketos klausimus.

Lietuvos agrarinės ekonomikos instituto mokslo darbuotoja Rita Remeikienė rengia monografiją „Investavimo į nekilnojamąjį turtą transformacijos“, kurios tikslas – nustatyti investavimo į žemę, kaip investavimo objekto, transformacijas.

Jūsų dalyvavimas tyrime yra itin svarbus. Jeigu pageidausite, Jums bus pateikti tyrimo rezultatai.

Užpildytą klausimyną prašome siųsti el. pašto adresu: rita.remeikiene@laei.lt

I. INVESTUOTOJO Į ŽEMĘ PROFILIS

Pažymėkite teisingą variantą (galimi keli teisingi atsakymai):

1. Lietuvoje į žemę daugiausia investuoja:

- Instituciniai investuotojai (bankai, investiciniai, pensijų ir draudimo fondai, vyriausybės)
- Neinstituciniai investuotojai (ne pelno siekiančios organizacijos, bendruomenės, bendrijos ir pan.)
- Namų ūkiai (individualūs asmenys ir šeimos)
- Verslo įmonės
- Kiti subjektai (įrašykite) _____

2. Kokio lygio riziką dažniausiai toleruoja investuotojai į žemę?

- Gana didelę
- Vidutinę
- Mažą
- Sunku pasakyti

3. Į žemę dažniausiai investuojama:

- Tiesiogiai be tarpininkų
- Per tarpininkus

II. ŽEMĖS, KAIP INVESTAVIMO OBJEKTO, VERTE LEMIANTYS BENDRIEJI VEIKSNIAI

4. Balais nuo 1 (visiškai nesvarbus) iki 5 (visiškai svarbus) įvertinkite bendrųjų veiksnių įtaką žemės vertei

Veiksny	Balai				
	1	2	3	4	5
Finansų rinkų tarpusavio priklausomybės veiksniai					
Globalizacija					
Tvarumas (išteklų taupymo, taršos mažinimo strategijos, ES darnios plėtros reikalavimų vykdymas)					
Inovatyvumas (pvz., finansinių inovacijų plėtra, technologinė plėtra)					
Ekonominiai veiksniai					
Ekonominio ciklo fazė (plėtra, klestėjimas, traukimasis, nuosmukis)					
Pokyčiai kreditų rinkoje (kreditų plėtra, kreditų suvaržymai)					
BVP pokyčiai (ekonominės sąlygos)					
Infliacijos lygis					
Darbo užmokesčio lygis					
Palūkanų normos					

Nedarbo lygis					
Užimtumo lygis					
Tiesioginių užsienio investicijų srautai					
Socialiniai veiksniai					
Gyventojų socialinės apsaugos lygis					
Gyventojų skurdo/turtingumo lygis					
Teisiniai veiksniai					
Teisinis nuosavybės reglamentavimas					
Teisių į nuosavybę perleidimo reglamentavimas					
NT mokesčiai					
Žemės mokesčiai					
Politiniai veiksniai					
Valstybės politika					
Valdžios stabilumas šalyje					
Politinių partijų įtaka					
Demografiniai veiksniai					
Migracijos lygis					
Gimstamumo lygis					
Santuokų skaičius					
Gyventojų amžius					
Gyventojų išsilavinimas					
Instituciniai veiksniai					
Finansų institucijų įtaka (pvz., reikalavimai potencialiems NT paskolų gavėjams)					
Būsto paskolų apimtis					
Statybos leidimų kontrolė					
Statybos leidimų išdavimo laikas					
Statybų sektoriaus veiksniai					
Baigtų pastatų skaičius					
Baigtų pastatų naudingasis plotas					

5. Balais nuo 1 iki 5 įvertinkite mikroekonominių veiksnių įtaką žemės vertei:

Veiksnyss	Balai				
	1	2	3	4	5
Objekto veiksniai					
Galimo geriausio žemės panaudojimo veiksniai (žemės tinkamumas žemės ūkio veiklai, patrauklumas statyboms ir pan.)					
Žemės kokybė					
Žemės ploto esamoji būklė					
Žemės ploto vieta					
Žemės ploto dydis					
Investicijų į žemės plotą finansinis tikslingumas					
Išlaidų išlaidos					
Objekto aplinkos veiksniai					
Regiono ekonominio išsivystymo lygis					
Kaimyninė gamtinė aplinka					
Užterštumas					
Kaimyninė infrastruktūra					
Atstumas iki kitų objektų					
Nekilnojamojo turto objektų nuomos kainos rinkoje					
Kitų nekilnojamojo turto objektų pardavimo kainos rinkoje					
Investuotojų elgsenos veiksniai					
Ateities pajamų srautų lūkesčiai					
Ateities lūkesčiai dėl nekilnojamojo turto kainos pokyčių					
Sprendimų priėmimas dabartyje remiantis praeities tendencijomis rinkoje					
Investuotojų elgsenos racionalumas/neracionalumas					
Investuotojų aplinkos įtaka (pažįstamų, draugų rekomendacijos)					
Atitikmuo tarp objekto savybių ir investuotojo skonio ir poreikių					

III. INVESTICIJŲ Į ŽEMĘ FINANSAVIMO MECHANIZMŲ VERTINIMAS

6. Balais nuo 1 iki 5 įvertinkite lentelėje išvardytų finansavimo mechanizmų prieinamumą, atliekant investicijas į žemę Lietuvoje.

Finansavimo mechanizmai	Balai				
	1	2	3	4	5
Privataus investavimo mechanizmai					
Pinigai					
Paskolos					
Hipotekos (kaip garantą už paskolą įkeičiant įsigyjamą objektą)					
Dalies akcinio kapitalo panaudojimas (įmonėms)					
NT ribotos partnerystės fondai (RELPs)					
Mišrūs NT fondai (CREFs)					
Investavimo į NT pasitikėjimo fondai (REITs)					
NT savitarpio fondai (mutual funds)					
Suverenūs gerovės fondai (SWFs)					
Viešojo investavimo priemonės					
Obligacijų leidimas					
Pradiniai vieši pasiūlymai (IPO)					
Pardavimas ir gražinimas (<i>sale and leaseback</i>)					
Nekilnojamoju turtu laiduoti vertybiniai popieriai (ABS)					
Komerčiniai hipotekomis laiduoti vertybiniai popieriai (CMBS)					
Su NT susietos išvestinės finansinės priemonės (nuosavybės indekso sertifikatai, išankstiniai sandoriai)					
Valstybinis NT projektų subsidijavimas					
Žemesni PVM tarifai būsto statyboms					
Inovatyvūs NT finansavimo mechanizmai					
Mokesčių lengvatos					
Įmonių zonos					
Laisvosios ekonominės zonos					
NT planavimo procedūrų supaprastinimas					
Papildomas verslo apmokestinimas					
Subordinavimo paskolos					
Jungtinis kapitalas					
Teisių suteikimai					
Išorinės sutartys					
Akcijų paketų perleidimai					
Privačios finansavimo iniciatyvos (PFI arba PFI2)					
Gražos pertekliaus reinvestavimas į valstybinį sektorių					
Mokesčių augimo finansavimas (TIF)					
Akceleruotos plėtros zonos					
Neapdraustos paskolos					
„Minios finansavimas“ (<i>crowd funding</i>)					
„Peer-to-peer“ (P2P) modelis					

VI. INVESTAVIMO Į ŽEMĘ TENDENCIJŲ LIETUVOJE VERTINIMAS

7. Kuriai iš šių kategorijų priskirtumėte žemę pagal Lietuvoje vyraujančias žemės naudojimo tendencijas?

- Tai nuolatinės pajamas generuojantis turtas (žemė išnuomojama ir gaunamos pastovios nuomos pajamos)
- Tai nuolatinių pajamų generavimui tinkantis turtas (žemės savininkai einamuoju laikotarpiu jos nenuomoja ir negauna nuomos pajamų, nors potencialiai galėtų tą padaryti)
- Tai vienkartinės pajamas generuojantis turtas (žemė perkama ne ją nuomoti, o vėliau parduoti ir gauti pajamų iš pirkimo ir pardavimo kainų skirtumo)

- Tai turtas, naudojamas kaip sandorių garantas (pvz., užstatas imant paskolas ir pan.)
 - Tai pajamų negeneruojantis turtas (savininkai daugiausiai naudoja žemę savo reikmėms)
 - Kita (įrašykite) _____
8. Kurios iš šių strategijų dažniausiai laikosi investuotojai į žemę Lietuvoje?
- Pirkti ir parduoti
 - Pirkti ir laikyti
 - Pirkti ir išnuomoti
 - Pirkti, vystyti ir laikyti
 - Pirkti, vystyti ir parduoti
 - Pirkti, vystyti ir išnuomoti
9. Į kokios paskirties žemę Lietuvoje investuojama daugiausia?
- Žemės sklypus mėgėjiškose sodų bendrijose
 - Sklypus žemės ūkio veiklos vykdymui (sodininkystei, gėlininkystei, uogininkystei, šiltnamiams, medelynams ir kt.)
 - Žemės ūkio paskirties žemės sklypus rekreacinei veiklai (kaimo turizmui, rekreacijos statiniams ir kt.) vykdyti
 - Miškų ūkio paskirties žemę
 - Vandens ūkio paskirties žemę
 - Žemės sklypus gyvenamųjų namų statybai
 - Žemės sklypus gamybos ir sandėliavimo veiklai
 - Žemės sklypus komercinei veiklai (prekybai, paslaugų teikimui)
 - Žemės sklypus ne žemės ūkio paskirties rekreacinei veiklai (paplūdimiams, stovyklavietėms, turistinėms ir sportinėms trasoms, gyventojų trumpalaikiam poilsiui ir pan.)
 - Kita (įrašykite) _____
10. Kokie, Jūsų nuomone, yra pagrindiniai investavimo į žemę Lietuvoje motyvai?
- Nedidelės išlaidų sąnaudos
 - Palyginus mažas pradinio kapitalo poreikis
 - Prognozuojami vertės pokyčiai skirtingose ekonominio ciklo fazėse
 - Galimybė paskirstyti investicijas įvairiuose sektoriuose (žemės ūkio, gyvenamųjų patalpų, komercinių patalpų, miškų ir kt.)
 - Siekis diversifikuoti investicijų portfelį
 - Maža konkurencija žemės rinkoje
 - Manymas, jog žemė yra turtas, išlaikantis savo vertę
 - Verslo plėtra
 - Kita (įrašykite) _____
11. Investavimo į žemę Lietuvoje rizika, Jūsų nuomone, daugiausia yra susijusi su:
- Turto išlaidų kaštų padidėjimo rizika
 - Nepasiteisusių investuotojo lūkesčių rizika
 - Turto perlaikymo rizika
 - Pinigų srautų pokyčių rizika
 - Projekto masto disekonomijos rizika
 - Kita (įrašykite) _____

LABAI AČIŪ UŽ JŪSŲ BENDRADARBIAVIMĄ!

LR įstatymais įtvirtintos žemės klasės pagal žemės naudojimo paskirtį

Žemės sklypų naudojimo būdas	Žemės sklypų naudojimo būdo turinys
I. Žemės ūkio paskirties žemė	
1. Mėgėjų sodo žemės sklypai	Mėgėjų sodo teritorijos žemės sklypai, skirti mėgėjų sodininkystei, vieno buto gyvenamosios paskirties pastatams su pagalbinio ūkio paskirties pastatais, kitos (sodų) paskirties pastatams.
2. Sodininkų bendrijų bendrojo naudojimo žemės sklypai	Žemės sklypai, skirti sodininkų bendrijoms priklausantiems bendrojo naudojimo statiniams ir įrenginiams statyti bei eksploatuoti, taip pat rekreacijai ir kitoms bendroms reikmėms.
3. Specializuotų sodininkystės, gėlininkystės, šiltnamių, medelynų ir kitų specializuotų ūkių žemės sklypai	Žemės sklypai, skirti specializuotiems ūkiams tam tikros rūšies augalininkystės ar gyvulininkystės produkcijos gamybai, kurių ne mažiau kaip 50 proc. visos gaminamos prekinės produkcijos sudaro specializacijos krypties produkcija, taip pat ūkiams, užsiimantiems žuvų veisimu, auginimu ir žvejyba akvakultūros tvenkiniuose.
4. Rekreacinio naudojimo žemės sklypai	Žemės sklypai, skirti kaimo turizmo paslaugoms teikti.
5. Kiti žemės ūkio paskirties žemės sklypai	Kiti žemės sklypai, nepriskirti 1 – 4 punktuose nurodytiems žemės naudojimo būdams, kuriuose galima žemės ūkio veikla: žemės ūkio, maisto produktų gamyba ir apdorojimas, ūkyje pagamintų ir apdorotų žemės ūkio produktų perdirbimas ir šių produktų realizavimas, taip pat paslaugų žemės ūkiui teikimas ir geros agrarinės bei aplinkosauginės žemės būklės išlaikymas. Šiuose sklypuose galimi ūkininkų sodybu ir žemės ūkio veiklai ar alternatyviajai veiklai reikalingi statiniai.
II. Miškų ūkio paskirties žemė	
6. Ekosistemų apsaugos miškų sklypai	Telmologinių, pedologinių, botaninių, zoologinių, botaninių-zoologinių, miško genetinių, kraštovaizdžio draustinių miškai, kitų draustinių dalyse, kuriose saugomos biologinės vertybės, esantys miškai, gamtos paveldo objektų, buveinių ir augalų genetinių išteklių plotų miškai, Baltijos jūros ir Kuršių marių pakrančių miškai ir priešeroziniai miškai.
7. Rekreacinių miškų sklypai	Miško parkai, miesto miškai, valstybinių parkų rekreaciniai miško sklypai ir kiti miškai, naudojami gyventojų poilsiui.
8. Apsauginių miškų sklypai	Geologinių, geomorfologinių, hidrografinių, kultūrinių ir kraštovaizdžio draustinių, kuriuose nėra biologinių vertybių, miškai, valstybinių parkų apsauginių zonų miškai, valstybinių rezervatų ir valstybinių parkų apsaugos zonų miškai, sanitarinių apsaugos zonų miškai, kelių apsauginės ir estetinės reikšmės miškai, laukų apsauginiai miškai, miško sėkliniai medynai ir vandens telkinių apsaugos zonų miškai.
9. Ūkinių miškų sklypai	Kiti miškų ūkio paskirties žemės sklypai, nepriskirti 6 – 8 punktuose nurodytiems žemės naudojimo būdams.
III. Vandens ūkio paskirties žemė	
10. Ūkinei veiklai naudojami vandens telkiniai	Vandens telkiniai, skirti laivybai, hidrotechnikos statiniams, verslinei žvejybai (išskyrus priskirtus akvakultūros tvenkiniams), vandeniui išgauti, nuotekoms išleisti ir kita.
11. Rekreaciniai vandens telkiniai	Vandens telkiniai, skirti mėgėjų žūklei, vandens sportui, poilsiui, turizmui.
12. Ekosistemas saugantys vandens telkiniai	Ekosistemas saugantys vandens telkiniai, esantys saugomose teritorijose, kurių funkcijos susijusios su ekosistemų apsauga.
13. Bendrojo naudojimo vandens telkiniai	Kiti vandens ūkio paskirties žemės sklypai, nepriskirti 10 – 12 punktuose nurodytiems žemės naudojimo būdams.
IV. Konservacinės paskirties žemė	
14. Gamtinių rezervatų žemės sklypai	Žemės sklypai, skirti valstybiniais rezervatams ir rezervatinėms apyrubėms, valstybinių parkų ar biosferos stebėsenos (monitoringo) teritorijų rezervatams, gamtos paveldo objektams, kuriuose draudžiama ūkinė veikla.
15. Kultūros paveldo objektų žemės sklypai	Saugomiems kultūros paveldo objektams ar vietovėms skirti žemės sklypai, kuriems nustatomos šių sklypų ir kitų nekilnojamųjų daiktų tvarkymo ir naudojimo specialiosios sąlygos.
V. Kitos paskirties žemė	
16. Vienbučių ir dvibučių gyvenamųjų	Žemės sklypai, skirti vieno ar dviejų butų gyvenamosios paskirties

pastatų teritorijos	pastatams su pagalbinio ūkio paskirties pastatais.
17. Daugiabučių gyvenamųjų pastatų ir bendrabučių teritorijos	Žemės sklypai, skirti trijų ir daugiau butų (daugiabučiams) gyvenamosios paskirties pastatams ir įvairių socialinių grupių (bendrabučiai, vaikų namai, prieglaudos, globos namai, šeimos namai, vienuolynai) gyvenamiesiems pastatams su pagalbinio ūkio paskirties pastatais.
18. Visuomeninės paskirties teritorijos	Žemės sklypai, skirti valstybės ir savivaldybės institucijų, kitų iš valstybės ar savivaldybių biudžetų išlaikomų įstaigų administraciniams pastatams ir jų funkcijoms vykdyti; religinės paskirties pastatams ir religinių bendruomenių ir bendrijų veiklai; socialinei infrastruktūrai – mokslo paskirties pastatams, kultūros paskirties pastatams; gydymo paskirties pastatams; sporto paskirties pastatams ir sporto inžineriniams statiniams; specialiosios paskirties statiniams.
19. Pramonės ir sandėliavimo objektų teritorijos	Žemės sklypai, skirti gamybos ir pramonės įmonių, sandėlių statiniams, įskaitant branduolinės energetikos objektus ir statinius (atominė elektrinė, branduolinis reaktorius, branduolinių medžiagų ir radioaktyviųjų atliekų saugykla, jų perdirbimo objektas, taip pat radioaktyviųjų atliekų tvarkymo įrenginys – radioaktyviųjų atliekų kapinynas ir kita), atliekų naudojimo, atliekų paruošimo naudoti ar šalinti, atliekų surinkimo ir atliekų laikymo (naudoti skirtų atliekų laikymo ne ilgiau kaip 3 metus, šalinti skirtų atliekų laikymo ne ilgiau kaip 1 metus) statiniams ir (ar) įrenginiams.
20. Komerčinės paskirties objektų teritorijos	Žemės sklypai, skirti viešbučių paskirties pastatams; administracinės paskirties (išskyrus valstybės ir savivaldybės institucijų, kitų iš valstybės ar savivaldybių biudžetų išlaikomų įstaigų administraciniams pastatams) pastatams; prekybos paskirties pastatams; paslaugų paskirties pastatams; maitinimo paskirties pastatams ir sporto paskirties pastatams.
21. Susisiekimo ir inžinerinių komunikacijų aptarnavimo objektų teritorijos	Žemės sklypai, skirti transporto paskirties pastatams ir garažų paskirties pastatams, elektroninių ryšių infrastruktūros (perdavimo bokštams, radijo ryšio statiniams, ryšio retransliatoriams ir kitiems inžineriniams statiniams), inžinerinių tinklų maitinimo šaltinių (įvairių tipų elektrinėms, katilinėms, transformatorių pastotėms, skirstykloms, naftos perdirbimo ir kitiems pastatams, skirtiems energijos ar energijos išteklių gavybai, gamybai, perdirbimui, išskyrus atominę elektrinę ir branduolinį reaktorių) statiniams ir įrenginiams.
22. Susisiekimo ir inžinerinių tinklų koridorių teritorijos	Žemės sklypai, skirti susisiekimo komunikacijoms, inžineriniams tinklams ir vandenvietėms.
23. Rekreacinės teritorijos	Žemės sklypai, skirti ilgalaikiam (stacionariam) poilsiui su poilsio paskirties pastatais, išskyrus kaimo turizmo pastatus, ar trumpalaikiam poilsiui.
24. Bendrojo naudojimo (miestų, miestelių ir kaimų ar savivaldybių bendrojo naudojimo) teritorijos	Žemės sklypai, skirti bendram viešajam naudojimui: botanikos ir zoologijos sodams, kapinėms ir palaikų laikymo statiniams, urbanizuotų teritorijų viešosioms erdvėms.
25. Naudingųjų iškasenų teritorijos	Žemės sklypai, skirti naudingųjų iškasenų gavybai ir kasybai atviruose kasiniuose (karjeruose), požeminiuose kasiniuose (šachtose) ir gręžiniuose, taip pat joms sandėliuoti.
26. Teritorijos krašto apsaugos tikslams	Žemės sklypai, skirti specialiesiems krašto apsaugos tikslams.
27. Atliekų saugojimo, rūšiavimo ir utilizavimo (sąvartynai) teritorijos	Žemės sklypai, skirti atliekų šalinimo veiksams: naudoti skirtoms atliekoms laikyti daugiau nei 3 metus, šalinti skirtoms atliekoms laikyti daugiau nei 1 metus, taip pat atliekų naudojimo veiksams: atliekų paruošimui naudoti ar šalinti, atliekoms surinkti ir laikyti (naudoti skirtoms atliekoms laikyti ne ilgiau kaip 3 metus, šalinti skirtoms atliekoms laikyti ne ilgiau kaip 1 metus).
28. Teritorijos valstybės sienos apsaugos tikslams	Žemės sklypai, skirti valstybės sienos apsaugos specialiesiems tikslams.
29. Atskirųjų želdynų teritorijos	Žemės sklypai, skirti atskiriesiems rekreacinės, mokslinės, kultūrinės ir memorialinės bei apsauginės ir ekologinės paskirties želdynams įrengti.

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis informacija leidinyje „Valstybės žinios“, 2005 m. sausio 29 d., Nr. 14-450 (LR žemės ūkio ministro ir LR aplinkos ministro 2013 m. gruodžio 11d. įsakymo Nr. 3D-830/D1-920 redakcija)