

# ЕНДАВМЕНТ-ФОНДИ В ІНВЕСТИЦІЙНІЙ СТРАТЕГІЇ ЗАРУБІЖНИХ УНІВЕРСИТЕТІВ

Л. ШЕВЧЕНКО,

доктор економічних наук

Національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого, м. Харків

*Проаналізовано сутність, моделі, типи та види освітніх ендавмент-фондів. Досліджено особливості створення і функціонування ендавментів найбільших університетів США. Особливу увагу приділено інвестиційній стратегії ендавмент-фондів та її ризикам.*

*Проанализированы сущность, модели, типы и виды образовательных эндаумент-фондов. Исследованы особенности создания и функционирования эндаументов наиболее крупных университетов США. Особое внимание уделено инвестиционной стратегии эндаумент-фондов и ее рискам.*

*The essence, models, types and kinds of educational endowments are analyzed. The features of the establishment and functioning of endowments of the largest universities in the USA are investigated. Particular attention is given to the endowment's investment strategy and its risks.*

Ключові слова: *університет, ендавмент, інвестиційна стратегія.*

**П**остановка проблеми. Закон України «Про вищу освіту» (ст. 70, п. 3) надав право вищим навчальним закладам у порядку, визначеному законом, та відповідно до статуту засновувати сталий фонд (ендавмент). Український законодавець визначає сталий фонд (ендавмент) як суму коштів або вартість іншого майна, призначену для інвестування або капіталізації на строк не менше 36 місяців. Пасивні доходи від цієї діяльності використовуються вищим навчальним закладом з метою здійснення його статутної діяльності у порядку, визначеному благодійником або уповноваженою ним особою (ст. 1).

Для вітчизняних освітян така практика є новою. Натомість ендавмент-фонди провідних зарубіжних університетів стали великими гравцями на ринках капіталу, створили ендавмент-модель інвестування економіки, якій притаманні не тільки висока прибутковість, а й значні ризики.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблему формування освітніх ендавментів досліджують Дж. Ванг, Б. Джонстоун, К. Калхун, Дж. Лернер, Х.-Л. Лі, Д. Ньюман, А. Скоар, Г. Хансманн, Е. Шумахер; у Росії – Т. Абанкіна, І. Борисова, Т. Котрікова, Я. Міркін, Т. Хабеев; в Україні – М. Кушнір. Утім, відповідних публікацій у вітчизняній науковій періодиці обмаль, багато аспектів проблеми залишаються не тільки не дослідженими, а навіть не усвідомленими, причому переважає розуміння освітнього ендавменту лише як джерела фінансування діяльності ВНЗ.

**Метою статті** є аналіз створення ендавмент-фондів провідними університетами світу та перспектив використання такого досвіду в Україні.

Виклад основного матеріалу. Ендавмент (від англ. endowment – вклад, дар, пожертвування) – це

ресурсний капітал, який надається пожертвувачами у вигляді грошових або інших ресурсів на безоплатній основі для фінансування статутних потреб і діяльності неприбуткових організацій – закладів освіти, медицини, культури, релігійних або спортивних організацій. Пожертвувачі спрямовують свої кошти до ендавмент-фонду, не ставлячи за мету отримання особистої користі або досягнення власних цілей у будь-якій формі, але залишаючи за собою право координації та контролю діяльності фонду і тієї організації, для підтримки якої він був створений. Далі ендавмент-фонд передає капітал у довірче управління спеціальній структурі (створеній фондом або самостійній управлінській компанії), яка інвестує кошти в акції, нерухомість, пайові фонди або розміщує на банківських депозитах. Прибуток від управління капіталом (інвестиційний дохід) належить організації і використовується для фінансування її програм, але сам капітал ендавменту залишається недоторканим. У такий спосіб ендавмент гарантує формування довгострокових джерел фінансування діяльності організації, її фінансову самостійність і стабільність. Крім того, тіло основного капіталу може бути використане як порука під час залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел або позикових коштів. Найбільш відомі ендавмент-фонди – Нобелівський, Фонд Сороса, аналітичні центри провідних партій США, Фонд Карнегі за міжнародний мир (Carnegie Endowment for International Peace – CEIP), Олімпійський ендавмент США (U.S. Olympic Endowment).

Важливий досвід створення ендавмент-фондів накопичили американські та британські університети. Історики вважають, що перший аналог сучасних

Таблиця 1

Найбільші ендавменти університетів США, млрд дол.<sup>4-8</sup>

Університет	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Harvard University</b>	36,4	32,334	30,435	31,728	27,557	25,662	36,556	34,635	28,916	25,473
<b>Yale University</b>	23,9	20,780	19,345	19,374	16,652	16,327	22,870	22,530	18,031	15,224
<b>University of Texas System (system-wide)</b>	...	20,448	18,264	17,149	14,052	12,163	16,111	15,614	13,235	11,610
<b>Stanford University</b>	21,4	18,688	17,036	16,503	13,851	12,619	17,200	17,165	14,085	12,205
<b>Princeton University</b>	21,0	18,200	16,954	17,110	14,391	12,614	16,349	15,787	13,045	11,207
<b>Massachusetts Institute of Technology</b>	12,425	11,005	10,150	9,713	8,317	7,982	10,069	9,980	8,368	6,712

ендавментів з'явився у 1502 р. у Великій Британії, коли Леді Маргарет Бюфорт, бабуся Короля Генрі VIII, внесла пожертвування на створення кафедр богослів'я в університетах Оксфорду і Кембриджу. У США першопрохідцем у створенні ендавменту став Гарвардський університет: у 1649 р. чотири його випускники заповідали Alma Mater невеличку ділянку землі. Зараз на цій території знаходиться університетська бібліотека Уайднер. Аналогічно був створений Стенфордський університет: у 1884 р. великий залізничний магнат, сенатор США і колишній губернатор Каліфорнії Л. Стенфорд-старший у пам'ять про єдиного сина, який помер від тифу в 15-річному віці, створив благодійний траст, у який передав значні фінансові кошти та 3,5 тис. га землі, що належала родині Стенфордів, ранчо Пало-Альто з місцевістю навкруги. Статутною метою трасту

було формування ендавменту для створення і фінансування університету для молоді Каліфорнії, який був би доступним для всіх верств суспільства, орієнтованим на практичні потреби суспільства і не пов'язаним із церквою. У 1891 р. університет прийняв перших студентів<sup>1</sup>.

Нинішні розміри провідних університетських ендавмент-фондів є достатньо значними. У США шість університетів – Гарвард, Єль, Техаський університет, Стенфорд, Принстон і Масачусетський технологічний інститут (МТІ) – на кінець 2014 фінансового року мали ендавмент-фонди понад \$10 млрд кожний (табл. 1). Найбільші ендавменти в Європі належать Кембриджу – 4,3 млрд фунтів стерлінгів та Оксфорду – 3,3 млрд фунтів стерлінгів<sup>2</sup>. До ендавментів-мільярдерів відносять також кілька університетських фондів Японії та Австралії.

<sup>1</sup>Стенфордський університет [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://usedu.ru/stanford/58-stanford-university.html>

<sup>2</sup>Кембриджу доверяют больше, чем Королеве [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://superinvestor.ru/archives/8404>

<sup>3</sup>Кушнір, М. Ендавмент як правове уявлення спроможностей державного управління: зарубіжний досвід та національна перспектива [Текст] / М. Кушнір // Ефективність державного управління : збірник наукових праць. – 2012. – Вип. 30. – С. 22–28.

<sup>4</sup>List of colleges and universities in the United States by endowment [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_colleges\\_and\\_universities\\_in\\_the\\_United\\_States\\_by\\_endowment](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_colleges_and_universities_in_the_United_States_by_endowment)

<sup>5</sup>Vilensky, M. Yale University endowment jumps to \$24 billion [Електронний ресурс] / M. Vilensky. – Режим доступу : <http://www.marketwatch.com/story/yale-university-endowment-jumps-to-24-billion-2014-11-06>

<sup>6</sup>Vaccaro, A. Harvard's Endowment Is Bigger Than Half the World' Economies [Електронний ресурс] / A. Vaccaro. – Режим доступу : <http://www.boston.com/business/news/2014/09/25/harvard-endowment-bigger-than-half-the-world-economies/UA0Y9V4lg6fcjArrSyCgWJ/story.html>

<sup>7</sup>Stanford Management Company releases 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.stanford.edu/news/2014/september/mp-investment-return-092414.html>

<sup>8</sup>MIT releases endowment figures for 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://newsoffice.mit.edu/2014/institute-endowment-figures-0912>

Таблиця 2

**Порівняльна таблиця розмірів ендавментів університетів США з ВВП окремих країн світу у 2013 р., дол.<sup>9</sup>**

Університет	Ендавмент університету, дол.	Країна та її ВВП, дол.
<b>Harvard University</b>	32,334,293,000	Йорданія, 31,015,239,496
<b>Yale University</b>	20,780,000,000	Замбія, 20,590,283,022
<b>University of Texas System (system-wide)</b>	20,448,313,000	Афганістан, 20,497,77,409
<b>Stanford University</b>	18,688,868,000	Гондурас, 18,434,022,403
<b>Princeton University</b>	18,200,433,000	Габон, 18,377,083,881
<b>Massachusetts Institute of Technology</b>	11,005,932,000	Буркіна Фасо, 10,726,304,841
<b>Texas A&amp;M System</b>	8,732,010,000	Мальта, 8,721,923,077
<b>Columbia University</b>	8,197,880,000	Гаїті, 7,843,484,458
<b>Northwestern University</b>	7,883,323,000	Таджикистан, 7,632, 614,221

Політолог і президент Eurasia Group Ян Бремер зазначає, що розміри ендавментів американських університетів зіставні з ВВП окремих країн (табл. 2). Причому максимальні ендавменти мають саме ті університети, які посідають провідні місця у рейтингах кращих університетів світу (THE World University Rankings, QS World University Ranking, Academic Ranking of World Universities та ін.) та рейтингу репутації світових ВНЗ World Reputation Rankings. Ендавмент Гарварду є найбільшим у світі.

Зарубіжні університети дотримуються різних моделей формування ендавмент-фондів. Серед них<sup>10</sup>:

1) **закрита модель** (ендавмент «великих власників», «оптова» модель): незначна кількість пожертвувачів; великий розмір пожертвувань; рідке поповнення фонду; низька інформаційна прозорість функціонування фонду;

2) **відкрита модель** (ендавмент «середнього класу», «роздрібна», демократична модель): велика кількість пожертвувачів; диверсифікована структура пожертвувань (з боку співробітників, випускників та їх асоціацій, політичних діячів, батьків студентів, підприємств-роботодавців, організацій-партнерів, представників бізнесу, некомерційних орга-

нізацій тощо); пожертвування різних розмірів; постійне поповнення фонду; висока інформаційна прозорість його функціонування. Наприклад, наповнення ендавменту Стенфорду здійснюється у понад двадцять різних способів, включаючи переводи з мобільного телефону та електронні гроші, але основний збір коштів проходить у рамках спеціальних кампаній, присвячених до певних подій. МТІ свого часу дуже допомогли пожертвування Джорджа Істмена – засновника компанії Kodak і колишнього випускника. Потім МТІ заручився підтримкою 200 промислових компаній і Білла Гейтса, ставши ВНЗ із привабливою для бізнесу екосистемою та з 12-мільярдним ендавмент-фондом. Зараз у МТІ мають місце як індивідуальні, так і корпоративні пожертвування, хоча обсяги перших майже втричі перевищують надходження від корпорацій<sup>11,12</sup>;

3) **змішана модель** – має всі риси відкритої моделі, однак значна частина активів формується за рахунок великих пожертвувань, насамперед фізичних осіб. Скажімо, основна частина активів Гарвардського ендавменту (90% фонду) була сформована за рахунок великих донорів, а зараз фонд поповнюється переважно за рахунок пожертвувань

<sup>9</sup>America's 10 Richest Universities Match These Countries' GDPs [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.newrepublic.com/article/117591/top-10-us-university-endowments-vs-country-gdps-map>

<sup>10</sup>Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала) государственных и муниципальных образовательных учреждений: организация деятельности, состояние и перспективы развития [Текст]: практ. руководство / Я. М. Миркин (руководитель проекта), К. Б. Бахтараева, А. В. Левченко, М. М. Кудинова (при участии Т. В. Жуковой). – М.: Финансовый университет, 2010. – 144 с. – С. 36–37.

<sup>11</sup>Как собрать 11 миллиардов, или самое главное про эндаументы [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.edutainme.ru/post/kak-sobrat-11-milliardov>

<sup>12</sup>Алашеев, Ю. Университетские эндаумент-фонды. Российский и мировой опыт [Электронный ресурс] / Ю. Алашеев. – Режим доступа: [http://www.iep.ru/files/Gaidarovskij\\_Forum2014/4\\_Alasheev.pdf](http://www.iep.ru/files/Gaidarovskij_Forum2014/4_Alasheev.pdf)

студентів університету, які при випуску відраховують невеликі суми (у 2012 р. це зробили 80,4% випускників; у 2013 р. – 83,6 %).

Нерідко роботу з формування фондів зарубіжні університети проводять у вигляді проектів чи програм, розробляючи різні фондоутворюючі продукти, які реалізуються на постійній або циклічній основі. Зокрема, такий продукт, як «Плановані дарування» (Planned Giving) може включати програми: заповіт (Bequest), дарчий ануйтет (Gift Annuity), спільний фонд доходів (Pooled Income Fund), траст із подальшим благодійницьким майновим правом (Charitable Remainder Trust), траст з основною благодійницькою метою (Charitable Lead Trust), нерухоме майно, що передається частково (Retained Life Estate), та інші. Пожертвування відбуваються відповідно до юридично вивіреного алгоритму, а за окремими програмами – протягом кількох років. Достатньо популярним у зарубіжних ВНЗ є продукт «Щомісячні внески» (Recurring/Monthly Giving), який є зручним і для фандрайзерів, і для донорів, адже припускає можливість автоматичного списування внесків із зарплати донорів<sup>13</sup>. При цьому, оскільки донорів (дарувальників) може бути кілька і заповідати свої активи вони можуть на різні цілі, університети

мають можливість засновувати кілька або навіть багато ендавментів.

Університети створюють не тільки класичні (постійні, сталі, чисті, справжні), а й ендавмент-подібні фонди. Класичний ендавмент-фонд поповнюється за рахунок коштів внутрішніх донорів, базовий капітал повинен бути збереженим назавжди і не може витратитися; дохід може витратитися або під контролем ради управляючих, або з урахуванням установлених донором обмежень-умов. У виняткових випадках, аби запобігти надмірному збільшенню капіталу, від 5 до 10% ендавменту можуть витратитися у цільовий спосіб. Ендавмент-подібні фонди функціонують на засадах ендавментів, проте механізм створення і використання їхніх коштів інший (табл. 3).

Для управління ендавмент-фондами університети формують спеціальні підрозділи з професійних фінансистів та інвестиційних аналітиків, створюють Наглядові ради, які розробляють політику інвестування та управління ризиками, визначають склад портфелю інвестицій та стратегії інвестування. Управління ендавментом або його частиною може доручатися також спеціальним компаніям з управління активами. Наприклад, Гарвардський універ-

Таблиця 3

**Типи і види ендавмент-фондів зарубіжних університетів<sup>14-16</sup>**

<b>Види ендавмент-фондів</b>
<i>Фонд на загальні цілі (необмежений фонд) – не має обмежень щодо сфери використання його коштів. Рішення про напрями використання коштів приймаються після створення фонду.</i>
<i>Фонд під спеціальний проект (Special Purpose Endowment) – створюється виключно для реалізації раніше визначеного проекту, цілі якого можуть установлюватися донором або керівництвом вишу.</i>
<i>Фонд, рекомендації щодо використання якого видаються донором (Donor Advised Fund) - дає можливість донору здійснити вкладення у фонд у будь-який зручний час, а напрями витрат коштів визначити пізніше.</i>

<sup>13</sup>Хижняк, В. Д. Развитие эндаумент-фонда высшего учебного заведения [Электронный ресурс] / В. Д. Хижняк, О. В. Новикова. – Режим доступа : <http://institutiones.com/general/2363-razvitie-endaument-fonda-vysshego-uchebnogo-zavedeniya.html>.

<sup>14</sup>Эндаумент-фонды (фонды целевого капитала) государственных и муниципальных образовательных учреждений: организация деятельности, состояние и перспективы развития [Текст] : практ. руководство / Я. М. Миркин (руководитель проекта), К. Б. Бахтараева, А. В. Левченко, М. М. Кудинова (при участии Т. В. Жуковой). – М. : Финансовый университет, 2010. – 144 с. – С. 16–21.

<sup>15</sup>Абанкина, Т. В. Целевой капитал образовательного учреждения [Электронный ресурс] / Т. В. Абанкина. – Режим доступа : [http://www.resobr.ru/materials/370/5079/?sphrase\\_id=14081](http://www.resobr.ru/materials/370/5079/?sphrase_id=14081)

<sup>16</sup>Нестеренко, Ю. Н. Организация фондов целевого капитала в России и за рубежом [Электронный ресурс] / Ю. Н. Нестеренко, Е. М. Волкова // Экономический журнал. – 2010. – № 19. – С. 141–146. – С. 144, 145. – Режим доступа : <http://cyberleninka.ru/article/n/organizatsiya-fondov-tselevogo-kapitala-v-rossii-i-za-rubezhom>

Таблиця 3 (закінчення)

<p><i>Агентський фонд (Agency Funds)</i>, яким управляє спеціальна організація (управляюча компанія) в інтересах ВНЗ; така організація може управляти й іншими фондами.</p>
<p><i>Строковий ендавмент-фонд (Term Endowment)</i> передбачає, що всі кошти або їх частина можуть бути витраченими тільки після закінчення установленого періоду часу або настання певних подій, залежно від бажання донорів. Може існувати у двох варіантах:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– як фонд, який передбачає поступове витрачання основної суми ендавменту (Capital Depletion);</li> <li>– як фонд, створюваний під покриття дефіциту оборотного капіталу (Working Capital Reserve).</li> </ul>
<p><i>Квзієндавмент-фонд</i> створюється самим університетом із власних коштів під інвестиційні цілі, але функціонує на засадах ендавменту. Обмеження з боку донорів відсутні, тому університет може в будь-який момент прийняти рішення використати основну суму ендавменту. У США ендавмент-фонди застраховані законодавчо від утрат через несприятливу кон'юнктуру ринку та кризи. Однак існує можливість компенсації втрати вартості саме за рахунок коштів, накопичених у сприятливі періоди і переведених у квзієндавменти рішенням адміністрації університетів, або за рахунок нових пожертвувань, які не пов'язані обмеженнями з боку спонсорів.</p>
<p><i>Фонд «відстрочених дарів» (Deferred Gifts)</i> означає, що вся сума дарів і одержуваного доходу від ендавменту надходить у розпорядження університету не відразу, а через певний період часу (строк життя донора, бенефіціарів, установлений фіксований строк). Основними формами є:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) юнітраст (Unitrusts), у якому разовий платіж із доходів фонду на користь університету встановлюється як процент від чистої ринкової вартості активів трасту;</li> <li>2) ануїтетний траст (Annuity Trusts), у якому разовий платіж із доходів фонду на користь університету встановлюється у фіксованій сумі;</li> <li>3) об'єднаний фонд доходів (Pooled Income Funds), у якому об'єднуються кілька фондів, а дохід виплачується як частина чистого доходу всього пулу. Такий фонд протягом «строку життя» донора виплачує постійні ануїтетні суми донору, розраховані виходячи із строку життя донора; також передбачено виплату коштів університету з заробленого фондом доходу протягом життя донора;</li> <li>4) фонд пожиттєвої ренти (Gift Annuity Fund, Annuity and Life Income Fund), який протягом «строку життя» донора виплачує йому постійні ануїтетні суми, розраховані виходячи із строку життя донора (Gift Annuity Fund); бенефіціарами є кілька університетів або інших суб'єктів, а у випадку ліквідації або смерті інших суб'єктів дар переходить у розпорядження кінцевого бенефіціара (Annuity and Life Income Fund). Після завершення «строку життя» основна сума дару надходить або в розпорядження університету, або призначеній благодійницькій організації, або в інший фонд відповідно до розпорядження донора. Існує різновид даного фонду – відстрочений фонд пожиттєвої ренти (Deferred Gift Annuity), у якому виплати донору робляться не відразу, а через певний час.</li> </ol>

Таблиця 4

**Портфельна стратегія провідних університетських ендавмент-фондів США, %<sup>19-22</sup>**

	Harvard University (2015 рік)	Yale University (2015 рік)	Stanford University (2014 рік)
Вкладення на внутрішньому ринку	11,0	6,0	-
Вкладення на зовнішніх ринках	11,0	13,0	-
Цінні папери зростаючих ринків	11,0	-	-
Позабіржові вкладення	18,0	31,0	23,0
Біржові вкладення (у публічні компанії, цінні папери яких котируються на фондовій біржі)	-	-	25,0
<i>Усього фінансових активів</i>	<i>51,0</i>	<i>50,0</i>	<i>48,0</i>
Товари, які торгуються публічно	-	-	-
Природні ресурси	11,0	8,0	12,0
Нерухомість	12,0	17,0	8,0
<i>Усього реальних активів</i>	<i>23,0</i>	<i>25,0</i>	<i>20,0</i>
<i>Фонди абсолютної дохідності</i>	<i>16,0</i>	<i>20,0</i>	<i>22,0</i>
<i>Активи з фіксованою дохідністю (облігації) і готівка</i>	<i>10,0</i>	<i>5,0</i>	<i>10,0</i>
<i>Усього</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

ситет для управління своїм портфелем інвестицій у 1974 р. утворив Harvard Management Company (HMC) як структурний підрозділ університету. Власними силами HMC управляє тільки третиною ендавменту, решту надає в управління спеціалізованим командам інших інвестиційних фондів, що забезпечує диверсифікацію фондів та краще бачення ринкових можливостей. Крім ендавменту, HMC управляє ще понад 12 тис. індивідуальних фондів, серед них: пенсійні, трастові та такі, що мають специфічне спрямування (на підтримку дослідницьких центрів, запрошення провідних професорів з інших країн світу тощо)<sup>17</sup>. Для управління ендавментами у Колумбійському університеті утворено The Columbia Investment Management Company (IMC), у Принстоні – The Princeton University Investment Co. (PRINCO), у MIT – Massachusetts Institute of Technology Investment Management Co.

Розміщуючи кошти, менеджери фондів переслідують дві основні цілі. Перша – генерувати достатньо високу дохідність для реалізації своїх поточних завдань без використання основної суми капіталу. Друга – зберегти реальну вартість капіталу від інфляції, спрямовуючи частину доходу на збільшення основної суми капіталу. Причому для вимірювання інфляції ендавменти використовують свій власний показник – індекс цін вищої освіти (the Higher Education Price Index (HEPI), який ураховує ціни на товари і послуги, характерні для вищої освіти. Уважають, що HEPI зазвичай перевищує індекс споживчих цін для всіх міських споживачів на 1 %<sup>18</sup>.

Тривалий час університети вкладали кошти ендавмент-фондів винятково на внутрішньому ринку – в цінні папери національних компаній і банківські депозити. Однак у 1980-ті рр. дохідність таких вкладень виявилася нижчою за інфляцію,

<sup>17</sup>Harvard University Endowment Delivers 15,4 % Return for Fiscal Year 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.hmc.harvard.edu/docs/2014\\_HMC\\_Endowment\\_Results\\_Press\\_Release.pdf](http://www.hmc.harvard.edu/docs/2014_HMC_Endowment_Results_Press_Release.pdf)

<sup>18</sup>Singh, Manoj. How To Invest Like An Endowment [Електронний ресурс] / M. Singh. – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/ivy-league-endowments-money-management.asp>.

<sup>19</sup>Investment return of 20.2% brings Yale endowment value to \$23.9 billion [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.yale.edu/2014/09/24/investment-return-202-brings-yale-endowment-value-239-billion>

<sup>20</sup>Final Annual Report 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.hmc.harvard.edu/docs/Final\\_Annual\\_Report\\_2014.pdf](http://www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2014.pdf)

<sup>21</sup>McLaughlin, Tim. Harvard endowment grows to \$36.4 billion, nears pre-crisis level [Електронний ресурс] / T. McLaughlin, R. Valdmans. – Режим доступу : <http://www.reuters.com/article/2014/09/23/harvard-endowment-results-idUSL6N0RO5K720140923>

<sup>22</sup>Powers, John F. Stanford Management Company. Merged Pool Update 2014 [Електронний ресурс] / J. F. Powers. – Режим доступу : [http://www.smc.stanford.edu/sites/default/files/site\\_files/SMC%20Merged%20Pool%20Update%202014.pdf](http://www.smc.stanford.edu/sites/default/files/site_files/SMC%20Merged%20Pool%20Update%202014.pdf)

тобто реально капітал знецінювався. Тому університети переорієнтувалися на зарубіжні ринки і на ризиковані альтернативні активи, а їхня портфельна стратегія стала диверсифікованою і значною мірою ризикованою (табл. 4). Кошти ендавментів зараз спрямовуються у різні класи активів: private equity (позабіржові вкладення – придбання частки в капіталі, паю або акцій компаній, які не котируються на фондовій біржі); хеджеві фонди, фонди абсолютної доходності (у формі хедж-фондів та роздрібних фондів), нейтральні ринкові фонди (хеджеві та взаємні) та деривативи; венчурний капітал; нерухомість поза кампусом; природні ресурси; товари і ф'ючерси на товари і навіть у так звані «токсичні активи» – прострочені кредити банків, видані ними колись на купівлю житла та інші цілі.

Особливі небезпеки створює вкладення коштів ендавментів у приватні хедж-фонди, які управляються професійними менеджерами, проте слабо врегульовані нормативно. За даними HedgeFund.net, 55% хедж-фондів зареєстровано в офшорних зонах, а під їх управлінням перебувають 64% усіх капіталів<sup>23</sup>. Хедж-фонди займаються купівлею цінних паперів та хеджуванням через опціони на акції, роблять це одночасно на різних ринках, вилучаючи вигоду від різниці цін та орієнтуючись на кінцевий баланс по всьому портфелю; вкладають кошти у деривативи; зазвичай диверсифікують портфель інвестицій, аби компенсували ризики по одних активах доходами по інших; практикують залучення позикових коштів, що уможливорює купівлю-продаж активів на значно більшу суму, ніж вартість їх власних чистих активів.

Від такої практики університети не відмовилися навіть після фінансової кризи 2007–2008 рр., коли альтернативні активи виявилися неліквідними, і ендавменти були змушені продавати їх за заниженими цінами. Якщо ендавмент Єля у 1988 р. близько 75% коштів вкладав в американські акції, облігації та готівку, то в 2008 р. 86% інвестицій були спрямовані вже на зарубіжні ринки і в альтернативні стра-

тегії<sup>24</sup>. У 2014 р. ендавмент Єльського університету планував інвестувати 20,2% своїх активів саме у хедж-фонди<sup>25</sup>. На використання можливостей хедж-фондів роблять ставку і в Гарварді: у 2014 р. такі інвестиції університету зросли з 15% до 16%, у той час як частка інвестицій у приватний сектор скоротилася з 18% до 16%<sup>26</sup>. Ендавмент Гарварда зараз скуповує землі в Африці і навіть придбав на \$100 млн акцій російського ВТБ. У середньому в 2014 фінансовому році, за даними Wilshire Trust Universe Comparison Service, ендавменти, капітал яких перевищує \$1 млрд, 58% коштів інвестували саме в ризиковані альтернативні стратегії порівняно з 53% у 2013 р.<sup>27</sup>

Ефективність функціонування ендавментів оцінюється за зростанням їх абсолютних розмірів та за динамікою прибутковості інвестицій із цих фондів. Так, середньорічна прибутковість ендавменту Гарварду становить 11,6% за останні п'ять років, 8,9% – за останні десять років, 12,3% – за останні двадцять і сорок років. Утім, у 2014 р. набагато вищу доходність показали ті університети Ліги Плюща, які не мали найбільших ендавментів (табл. 5).

Як результат – у США близько 20% університетів та загальноосвітніх коледжів мають можливість за рахунок інвестиційних доходів повністю фінансувати навчальні і науково-дослідницькі проекти. Гарвард за останні п'ять років спрямував \$11,6 млрд своїх інвестиційних доходів на виконання цільових програм, фундаментальні відкриття у наукових дослідженнях, у тому числі в медицині, додаткове заохочення (виплату стипендій) професорів із різних академічних галузей<sup>28,29</sup>. У 2014 фінансовому році кошти від ендавменту сформували третину операційного бюджету Гарварду і дали можливість виділити 60% студентам стипендії на загальну суму \$ 170 млн, а сімейним студентам, які того потребували, – надати матеріальну допомогу на навчання й оплату проживання. Єль у 2014 р. зможе використати на розвиток університету \$4 млрд інвестиційних доходів<sup>30</sup>.

<sup>23</sup>Кропельницька, С. О. Хедж-фонди – альтернативна форма інвестування капіталу [Електронний ресурс] / С. О. Кропельницька. – Режим доступу : <http://finmarket.lviv.ua/khedzh-fond/5-khedzh-fondi-alternativna-forma-investuvannya-kapitalu.html>

<sup>24</sup>Singh, Manoj. How To Invest Like An Endowment [Електронний ресурс] / M. Singh. – Режим доступу : <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/ivy-league-endowments-money-management.asp>.

<sup>25</sup>Yale University Endowment Notches 20.2 % Gain for Fiscal 2014 [Електронний ресурс] // The Wall Street Journal. – 2014. – Sept. 24. – Режим доступу : <http://online.wsj.com/articles/yale-university-endowment-notches-20-2-gain-for-fiscal-2014-1411569144>

<sup>26</sup>Новый управляющий эндаументом Гарварда не откажется от хедж-фондов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://www.europe-finance.ru/hedge\\_funds\\_news/2970](http://www.europe-finance.ru/hedge_funds_news/2970)

<sup>27</sup>Fitzpatrick, Dan. Harvard vs. Yale: Which Is the Best Investor? [Електронний ресурс] / D. Fitzpatrick // The Wall Street Journal, 2014, Nov. 3. – Режим доступу : <http://online.wsj.com/articles/yales-endowment-tops-harvards-again-in-battle-of-investment-returns-1415048450>

<sup>28</sup>Vaccaro, A. Harvard's Endowment Is Bigger Than Half the World' Economies [Електронний ресурс] / A. Vaccaro. – Режим доступу : <http://www.boston.com/business/news/2014/09/25/harvard-endowment-bigger-than-half-the-world-economies/UA0Y9V4lg6fcjArrSyCgWJ/story.html>

<sup>29</sup>The Mission of Harvard Management Company [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.hmc.harvard.edu>

<sup>30</sup>Investment return of 20.2% brings Yale endowment value to \$23.9 billion [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.yale.edu/2014/09/24/investment-return-202-brings-yale-endowment-value-239-billion>

Таблиця 5

**Середня прибутковість інвестицій з ендавмент-фондів університетів США у 2014 фінансовому році<sup>31-35</sup>**

Університет	Середня прибутковість інвестицій з ендавмент-фонду, %
Yale University	20,2
Princeton University	19,6
Dartmouth College	19,2
Massachusetts Institute of Technology	19,2
Columbia University	17,5
University of Pennsylvania	17,5
Stanford University	17,0
Brown University	16,1
Cornell University	15,8
Harvard University	15,4
Середня прибутковість інвестицій по найбільших університетах США	16,7

Тим часом практика створення і використання університетських ендавментів має своїх опонентів. Предметом критики є:

по-перше, надмірне нагромадження коштів в ендавментах. На думку американського вченого Г. Хансмана, використання моделі ендавменту, з точки зору економіки добробуту, є заощадженням коштів для майбутніх поколінь. Але це суперечить не тільки теорії економічного зростання (майбутнє завжди потребує коштів менше, ніж сьогодні, оскільки університети з часом стають багатшими завдяки впровадженню результатів інтелектуальної діяльності і нових технологій навчання та управління, поглибленню спеціалізації і проведенню фандрайзингових кампаній), а й ідеї справедливості (спря-

мування значних сум інвестиційних доходів ендавментів на реінвестування не дає можливості зменшити плату за навчання та компенсувати інші поточні витрати університетів; більш справедливим буде, якщо майбутні покоління субсидуватимуть нинішні, тобто якщо університети будуть позичати кошти, а не відкладати їх)<sup>36</sup>. Деякі дослідники до цього додають, що як тільки реінвестований дохід починає перевищувати інші інвестиції в ендавмент, університет перестає бути зацікавленим в успішних випускниках і викладачах, у зборі додаткових коштів, а адміністрація принаймні теоретично стає менш відповідальною за свої дії<sup>37</sup>. Висловлено й судження про те, що, накопичивши значні кошти і здійснюючи ризиковане інвестування, університет-

<sup>31</sup>Vilensky, M. Yale University endowment jumps to \$24 billion [Електронний ресурс] / M. Vilensky. – Режим доступу : <http://www.marketwatch.com/story/yale-university-endowment-jumps-to-24-billion-2014-11-06>

<sup>32</sup>MIT releases endowment figures for 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://newsoffice.mit.edu/2014/institute-endowment-figures-0912>

<sup>33</sup>Fitzpatrick, Dan. Harvard vs. Yale: Which Is the Best Investor? [Електронний ресурс] / D. Fitzpatrick // The Wall Street Journal, 2014, Nov. 3. – Режим доступу : <http://online.wsj.com/articles/yales-endowment-tops-harvards-again-in-battle-of-investment-returns-1415048450>

<sup>34</sup>Investment return of 20.2% brings Yale endowment value to \$23.9 billion [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.yale.edu/2014/09/24/investment-return-202-brings-yale-endowment-value-239-billion>

<sup>35</sup>Healy, Beth. Endowment investment returns for Stanford and Yale top Harvard's [Електронний ресурс] / B. Healy // The Boston Globe. – 2014. – Sept. 24. – Режим доступу : <http://www.bostonglobe.com/business/2014/09/24/investment-return-for-stanford-endowment-tops-harvard/KW1wLmxjTu6IuUeCk9EWcI/story.html>

<sup>36</sup>Hansmann, H. Why do universities have endowments? [Електронний ресурс] / H. Hansmann // The Journal of Legal Studies. – Vol. 19, No. 1 (Jan., 1990), pp. 3-42. – Режим доступу : [http://www.law.yale.edu/documents/pdf/Faculty/Hansmann\\_why\\_do\\_universities\\_have\\_endowments.pdf](http://www.law.yale.edu/documents/pdf/Faculty/Hansmann_why_do_universities_have_endowments.pdf)

<sup>37</sup>List of colleges and universities in the United States by endowment [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_colleges\\_and\\_universities\\_in\\_the\\_United\\_States\\_by\\_endowment](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_colleges_and_universities_in_the_United_States_by_endowment)



ські ендавмент-фонди перетворилися на великих гравців на світових ринках капіталу, створивши, по суті, тіньову банківську систему<sup>38</sup>;

по-друге, виведення з-під оподаткування значних коштів. Річ у тім, що в багатьох країнах, у тому числі США, діють спеціальні податкові пільги для компаній або індивідуальних благодійників із метою розширення їх партнерства з університетськими ендавментами. Р. Рейч наводить такий приклад. Кілька років тому М. Уїтман, тепер генеральний директор компанії Hewlett-Packard, пожертвувала \$30 млн Принстону, одержавши податкові пільги близько \$10 млн. Тобто, по суті, Принстон здобув \$20 млн від М. Уїтман і \$10 млн із казначейства, а точніше – від платників податків. Якщо додати до цієї суми недоодержані податки на приріст капіталу і на майбутні доходи, то загальних державних витрат стане ще більше. За оцінками економіста Р. Веддера, щорічна «урядова субсидія» Принстону становить близько \$54 тис. на одного студента. Аналогічна картина і по інших елітних університетах<sup>39</sup>. Через це в окремих штатах уже намагаються запровадити податки для найбільших ендавментів;

по-третє, створювані ендавментами нерівні умови діяльності приватних і державних університетів. Якщо перші мають і державну підтримку, і значні кошти від ендавментів, які до того ж постійно поповнюються, то державні університети функціонують виключно за рахунок державного фінансування, яке поступово скорочується. При цьому вони практично не мають доходів у вигляді пожертвувань. Середньорічна державна субсидія на одного студента державного ВНЗ у 2014 р. становила менш ніж \$ 4 тис., тобто лише десяту частину урядових субсидій на студентів елітних ВНЗ;

по-четверте, постійне відтворення бази соціальної нерівності в суспільстві. Вісім університетів Ліги Плюща навчають менш ніж 1% студентів США, але володіють майже 17% усіх коштів освітніх

ендавментів. Приріст ендавментів п'яти американських університетів (Гарвард, Єль, Принстон, Стенфорд та Університет Техасу) у 2014 р. перевищив зростання загальної суми ендавментів більш ніж 90% університетів країни<sup>40</sup>. Проте багаті університети не використовують свої можливості, аби дати шанс навчатися студентам із малозабезпечених родин, які відповідно до законодавства США можуть отримувати освітні гранти Пелла (максимум \$5645). За даними NACUBO, у 2014 р. такі гранти мали тільки 11% студентів Гарварду, 14% – Єля, 12% – Принстону, 17% – Стенфорду. У середньому у ВНЗ із великими ендавментами за грантами Пелла навчалися 16% студентів, у той час, як у навчальних закладах із малими ендавментами – 59% студентів, а Каліфорнійський університет у Берклі навчає стільки студентів за грантами Пелла, як усі університети Ліги Плюща разом<sup>41</sup>.

**Висновки.** Досвід створення ендавмент-фондів зарубіжними університетами має бути ретельно вивченим керівництвом українських ВНЗ. Проте не слід сподіватися на його негайне застосування в Україні. На заваді створенню освітніх ендавментів стоять: украй низька репутація окремих університетів, відсутність вільних коштів для благодійництва у випускників та негативні спогади про навчання (недостатню кваліфікацію та увагу викладачів, хабарництво тощо); сумніви потенційних благодійників щодо можливих напрямів ефективного розміщення коштів університетських ендавментів (економіка корумпована; банківським депозитам ніхто не довіряє; фондовий ринок багатьох своїх функцій не виконує; легального ринку землі немає; вкладення у житлову нерухомість проблематичні; інвестування університетів у зарубіжні активи юридично не врегульоване); нерозвиненість практики благодійництва в цілому та форм її державної підтримки; брак фахівців, які б уміли працювати з коштами таких фондів.

<sup>38</sup>Educational endowments and the financial crisis: social costs and systemic risks in the shadow banking system. A study of six New England schools [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.insidehighered.com/sites/default/server\\_files/Tellusendowmencrisis.pdf](http://www.insidehighered.com/sites/default/server_files/Tellusendowmencrisis.pdf)

<sup>39</sup>Reich, R. How Taxpayers Unknowingly Fund Elite Private Universities as Public School Subsidies Shrink [Електронний ресурс] / R. Reich. – Режим доступу : [http://www.truthdig.com/report/item/taxpayers\\_fund\\_elite\\_private\\_universities\\_public\\_school\\_subsidies\\_20141014](http://www.truthdig.com/report/item/taxpayers_fund_elite_private_universities_public_school_subsidies_20141014)

<sup>40</sup>Perry, Mark J. What about the significant wealth inequality of university endowments? [Електронний ресурс] / M. J. Perry. – Режим доступу : <http://www.aei.org/publication/what-about-the-significant-wealth-inequality-of-university-endowments>

<sup>41</sup>Reich, R. How Taxpayers Unknowingly Fund Elite Private Universities as Public School Subsidies Shrink [Електронний ресурс] / R. Reich. – Режим доступу : [http://www.truthdig.com/report/item/taxpayers\\_fund\\_elite\\_private\\_universities\\_public\\_school\\_subsidies\\_20141014](http://www.truthdig.com/report/item/taxpayers_fund_elite_private_universities_public_school_subsidies_20141014)