

Б. І. Пишук,
д. е. н., професор, професор кафедри фінансових технологій та консалтингу, Львівський
національний університет імені Івана Франка

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-7930-0791>

М. С. Адамик,
доктор філософії, начальник регіонального управління Центру обслуговування клієнтів,
Львівська філія ТОВ "Газорозподільчі мережі України"

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-2987-0969>

DOI: 10.32702/2306-6814.2024.13.27

СУЧАСНІ МОДЕЛІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ЦІЛЬОВОГО КАПІТАЛУ: ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД І ПРАКТИКА

B. Pshyk,
Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department
of Financial Technologies and Consulting, Lviv National Ivan Franko University
M. Adamyk,
PhD, Head of the Regional Department of the Customer Service Center,
Lviv branch of Gas Distribution Networks of Ukraine LLC

MODERN MODELS OF FUNCTIONING OF PURPOSE CAPITAL: FOREIGN EXPERIENCE AND PRACTICE

Розглянуто особливості досвіду створення, функціонування та підтримки ендавмент-фондів в окремих країнах (США, Великобританія, Канада, Німеччина, Франція, Чехія, Австрія, Італія). Наведено результати порівняння обсягу активів 10 найбільших ендавмент-фондів з ВВП окремих країн світу. Проведено детальний аналіз статистичних даних, які характеризують основні показники діяльності ендавмент-фондів у США та Великобританії. На основі вивчення зарубіжного досвіду у сфері діяльності ендавмент-фондів запропоновано класифікацію моделей функціонування цільового капіталу за такими критеріями: характером участі економічних агентів у формуванні цільового капіталу — класична або донорська (США), державно-приватна (Франція, Великобританія, Італія, Філіппіни, Сінгапур), конкурсно-грантова (Канада, Хорватія, Албанія, Угорщина); характером управління та використання цільового капіталу — регламентована (Німеччина, Чехія), вільно-диверсифікована (Україна), довірча або трастова (Японія); за можливістю створення ендавмент-фонду — зобов'язальна (Австрія, Греція, Словаччина), добровільна (більшість країн світу). Визначено напрями адаптації зарубіжного досвіду у сфері управління цільовим капіталом в Україні.

The article summarizes the foreign experience of a number of countries in the field of endowment funds. The peculiarities of the experience of creation, operation and support of endowment funds in individual countries (USA, Great Britain, Canada, Germany, France, Czech Republic, Austria, Italy) are considered.

The results of a comparison of the volume of assets of the 10 largest endowment funds with the GDP of individual countries of the world are presented. A detailed analysis of statistical data characterizing the main performance indicators of endowment funds in the USA and Great Britain (number, volume of contributions, dynamics of the effective rate of expenditure, structure of the investment portfolio) was carried out. The dependence of the asset structure and profitability of American endowment funds on their size and the ability to attract qualified managers to manage the investment portfolio has been revealed.

Based on the study of foreign experience in the field of endowment funds, a classification of models of the operation of the target capital is proposed according to the following criteria: the nature of the participation of economic agents in the formation of the target capital — classical or donor (USA), public-private (France, Great Britain, Italy, the Philippines, Singapore), competition-grant (Canada, Croatia, Albania, Hungary); the nature of management and use of target capital — regulated (Germany, the Czech Republic), freely diversified (Ukraine), trust or trust (Japan); on the possibility of creating an endowment fund — mandatory (Austria, Greece, Slovakia), voluntary (most countries of the world).

The areas of adaptation of foreign experience in the field of target capital management in Ukraine have been determined: the formation of the institutional and legal basis of target capital management, the construction of endowment trust management technologies and effective investment strategies, active grant and state incentive support of endowment funds in the field of financing socially significant projects, practice receiving endowment grants.

Ключові слова: активи, ендавмент-фонди, інвестиційний портфель, некомерційні (неприбуткові) організації, управління, фандрайзинг, фінансування, цільовий капітал.

Key words: assets, endowment-funds, investment portfolio, non-commercial (non-profit) organizations, management, fundraising, financing, endowment capital.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У зарубіжних країнах, особливо тих, у яких, де найкраще розвинута ринкова економіка, некомерційні організації (НКО) не могли б успішно виконувати завдання поточного характеру без втілення найкращих світових практик фінансування своєї діяльності, у тому числі й за рахунок цільового капіталу, тобто через створення та функціонування ендавмент-фондів. Саме ендавмент-технології нині стають важливою складовою загальної системи управління організацією, що впливають на всі напрями її діяльності, визначають моделі функціонування цільового капіталу, які формують фінансове підґрунтя для досягнення стратегічних цілей та подальшого розвитку. Цей факт ще раз підкреслює актуальність проблематики вибору оптимальних моделей цільового капіталу, на базі яких відбувається функціонування ендавмент-фондів як важливих учасників фінансових відносин і соціально-економічних змін у суспільстві.

На сьогодні явище ендавмент-фонду є доволі поширеним в окремих країнах Північної Америки, Західної Європи та Азії, що створює неабиякі можливості для забезпечення фінансової стабільності у сфері освіти, науки, культури, соціального забезпечення тощо. Натомість досвід українських НКО у формуванні ендавмент-фондів є надзвичайно мізерним порівняно із зарубіжними країнами, щоб говорити про суттєві зміни у структурі фінансування. Потрібно провести аналіз найкращих світових ендавмент-практик, умов інвестуван-

ня цільового капіталу з тим, що виокремити та імплементувати у вітчизняних умовах найбільш прийнятні елементи зарубіжного досвіду, виходячи з відмінностей в особливостях економічного, політичного та культурного життя тієї чи іншої країни.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідженням проблем управління цільовим капіталом та підвищення ефективності функціонування ендавмент-фондів займалися такі зарубіжні вчені як Анджеліні Д., Браун С., Джилберт Т., Діммок С., Ло А., Тобін Дж., Хансманн Х., Янг Дж. Однак їхні теоретичні обґрунтування і прикладні розробки, розраховані на країни з розвинутою ринковою економікою, практично не відповідають умовам розвитку вітчизняної економіки. Адаптація в зарубіжних розробках до умов і специфіки функціонування цільового капіталу в Україні становить значний науковий і практичний інтерес і потребує спеціальних досліджень.

Заслужують на увагу результати досліджень вітчизняних науковців у сфері, зокрема Гернего Ю.О., Горина В.П., Дропи Я.Б., Козарезенко Л.В., Осецького В.Л., Ткачук І.Я., Шевченко Л.С. Опубліковані результати їхніх досліджень свідчать, що вони переважно стосуються окремих аспектів цільовим капіталом та його ролі у процесах розвитку соціальної сфери. Невирішеними залишається низка конкретних теоретико-методологічних і

науково-практичних завдань, спрямованих на обґрунтування оптимальної моделі функціонування цільового капіталу в Україні.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є узагальнення і класифікація моделей функціонування цільового капіталу на базі аналізу зарубіжного досвіду у сфері діяльності ендавмент-фондів.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБґРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Сама ідея формування цільового капіталу набула особливого поширення в тих країнах, де державна підтримка освіти, науки і культури є незначною, або ж відсутня, але національні традиції та менталітет країни заохочують приватну благодійність. Так, наприклад, за допомогою ендавмент-фондів чимало НКО у США, Канаді, Великобританії, Японії та інших країн світу мають можливість фінансувати різні напрями суспільної діяльності, надавати грантову підтримку життєво важливих проєктів, сприяти у вирішенні широкого кола соціальних проблем.

Показовим є явище активного створення НКО ендавмент-фондів практично у більшості іноземних держав, яке отримало спільну назву "цільовий капітал". Цей термін запропонував у 1974 році Дж. Тобін, який у своїх працях звернув увагу на інший аспект цього питання, а саме — проблему рівності можливостей різних поколінь, яка сьогодні є у світі однією із найбільш актуальних і обговорюваних, зокрема з позиції норм витрачання цільового капіталу. З цього було зроблено висновок, що ризиковано повністю витрачати отриманий дохід через зростання темпів інфляції, падіння фондових ринків, а також інших економічних потрясінь, що може вплинути на зниження обсягів або ж зумовити відсутність нових пожертвувань. Це може призвести до витрачання тіла ендавмент-фонів — основного цільового капіталу, що йде у протиріччя ідеї збереження і множення зібраних пожертвувань для відповідних потреб майбутніх поколінь [1, с. 128—129].

Так, на початок 2023 року активи 50 найбільших ендавмент-фондів світу у загальному підсумку складають 1059,512 млрд доларів США (табл. 1), що перевищує показник ВВП Нідерландів (991,115 млрд дол.

Таблиця 1. ТОП — 50 ендавмент-фондів у світу станом на 01 січня 2023 року

№	Назва фонду	Обсяг фонду, млрд дол. США	Region
1	2	3	4
1.	Ендавмент-фонд Церкви мормонів	124,000	Північна Америка
2.	Японське агентство з науки і технологій	80,700	Азія
3.	Стенфордський університет	75,144	Північна Америка
4.	Гарвардський університет*	72,781	Північна Америка
5.	Єльський університет	56,223	Північна Америка
6.	Прінстонський університет	44,460	Північна Америка
7.	Массачусетський технологічний університет*	42,526	Північна Америка
8.	Університет Дьюка	30,386	Північна Америка
9.	Нью-Йоркський університет	27,841	Північна Америка
10.	Колумбійський університет (м. Нью-Йорк)	24,699	Північна Америка
11.	Університет Нотр-Дам	24,599	Північна Америка
12.	Науково-технічний університет короля Абдулли*	23,500	Середній Схід
13.	Університет Еморі	20,458	Північна Америка
14.	Університет Джонса Гопкінса	18,038	Північна Америка
15.	Церковний пенсійний фонд	17,764	Північна Америка
16.	Чиказький університет	17,276	Північна Америка
17.	Університет штату Огайо	16,007	Північна Америка
18.	Північно-Західний університет	15,856	Північна Америка
19.	Вашингтонський університет у Сент-Луїсі	15,104	Північна Америка
20.	Університет штату Пенсильванія*	15,017	Північна Америка
21.	Університет Нотр-Дам Меріленд	14,939	Північна Америка
22.	Корнельський університет	14,851	Північна Америка
23.	Університет Південної Каліфорнії	14,495	Північна Америка
24.	Університет Вандербільта	13,883	Північна Америка
25.	Університет штату Вірджинія*	13,811	Північна Америка
26.	Токійський університет	13,285	Азія
27.	Національний університет Сінгапуру	12,626	Азія
28.	Університет Північної Кароліни*	11,987	Північна Америка
29.	Мічиганський університет*	11,900	Північна Америка
30.	Фонд влади Акуаф	11,238	Середній Схід
31.	Фонд «Уповноважені церкви в Англії»	11,198	Європа
32.	Фонд компанії J.PaulGetty *	10,79	Північна Америка
33.	Єпископальна церква Трійці на Уолл-стріт	9,932	Північна Америка
34.	Університет штату Юта	9,828	Північна Америка
35.	Університет Брауна	9,793	Північна Америка
36.	Школи Камехамеха	9,326	Північна Америка
37.	Дартмутський коледж	9,078	Північна Америка
38.	Гонконгський жокейний клуб	8,604	Азія
39.	Університет Райса	8,425	Північна Америка
40.	Благодійний фонд Леони М. і Гаррі Б. Хелмслі	8,313	Північна Америка
41.	Піттсбурзький університет	8,011	Північна Америка
42.	Фонд охорони природи	7,870	Північна Америка
43.	Університет Торонто*	7,330	Північна Америка
44.	Рочестерський університет	7,149	Північна Америка
45.	Університет Співдружності Вірджинії	6,985	Північна Америка
46.	Університет Пердью	6,756	Північна Америка
47.	Університет Маямі	6,583	Північна Америка
48.	Університет Мінесоти*	6,305	Північна Америка
49.	Каліфорнійський технологічний інститут	6,253	Північна Америка
50.	Метрополітен-музей Нью-Йорка	5,589	Північна Америка
ВСЬОГО		1059,512	

Примітка: * — заклади, які мають власні інвестиційні підрозділи.

Джерело: сформовано за даними [33].

США) та наближається до значення аналогічного показника Саудівської Аравії (1108,150 млрд доларів США) [33].

На думку Я. Бремера, президента Eurasia Group, з огляду на значні обсяги ендавментів їх доцільно порівнювати із ВВП окремих країн [3], про що свідчать дані у табл. 2. ТОП-10 найбільших ендавментів світу представлені переважно фондами найвідоміших і найпопулярніших закладів вищої освіти (ЗВО) США. А взагалі університети володіють 39 із 50 найбільших ендав-

Таблиця 2. Порівняльна таблиця розмірів найбільших ендавмент-фондів з ВВП окремих країн світу у 2022 фінансовому році*, млрд. доларів США

Назва фонду	Обсяг фонду	Країна	Обсяг ВВП
Ендавмент-фонд Церкви мормонів	124,000	Ефіопія	126,783
Японське агентство з науки і технологій	80,700	Узбекистан	80,391
Стенфордський університет	75,144	Панама	76,522
		Танзанія	75,709
		Шрі-Ланка	74,404
Гарвардський університет	72,781	Гана	72,839
		Білорусь	72,793
		Уругвай	71,177
		Хорватія	70,964
Єльський університет	56,223	Конго	58,065
Прінстонський університет	44,460	Бахрейн	44,390
		Камерун	44,342
Массачусетський технологічний університет	42,526	Болівія	43,069
		Парагвай	41,722
Університет Дьюка	30,386	Папуа-Нова Гвінея	30,633
Нью-Йоркський університет	27,841	Ісландія	27,42
		Тринідад і Тобаго	27,899
		Грузія	24,605
Колумбійський університет (м. Нью-Йорк)	24,699	Боснія і Герцеговина	24,528

* Календарний рік використовується як фінансовий рік приблизно 65% публічних компаній у Сполучених Штатах і для більшості великих корпорацій у Великобританії. Так відбувається в багатьох країнах світу за кількома винятками, такими як Австралія, Нова Зеландія та Японія. Багато університетів мають фінансовий рік, який закінчується влітку, щоб узгодити фінансовий рік з навчальним роком (у деяких випадках, коли йдеться про державні університети), а також тому, що університет зазвичай менш зайнятий протягом літніх місяців. У США це період з липня по червень наступного року [5].

Джерело: сформовано за даними [2; 4].

ментів, до того ж 35 із них є американськими. Найбільшим у світі цільовим капіталом серед ЗВО володіє Стенфордський університет, обсяги активів якого становлять понад 75 млрд. доларів США. В останні роки він випе-

Таблиця 3. Кількість ендавмент-фондів ЗВО у США та ринкова вартість пожертв, отриманих ними на кінець 2022 фінансового року (за розміром пожертв)

Активи ендавмент-фондів ¹	За чисельністю		За обсягом пожертв	
	Кількість	Частка, %	Сума	Частка, %
понад 1 млрд доларів США	132	19,5	679,560,816	84,2
501 млн - 1 млрд доларів США	77	11,3	55,889,875	6,9
251 – 500 млн доларів США	97	14,3	34,467,611	4,3
101 до 501 млн доларів США	161	23,7	26,083,647	3,2
51 - 100 млн доларів США	111	16,4	8,195,416	1,0
25 - 50 млн доларів США	71	10,5	2,642,819	0,3
менше 25 млн доларів США	29	4,3	491,355	0,1
РАЗОМ	678	100	807,331,538	100

¹ У США ендавменти фонди класифікуються за розміром (обсягом активів) таким чином: фонди з активами понад 1 млрд.; від 501 млн. до 1 млрд.; від 251 до 500 млн.; від 101 до 501 млн.; від 51 до 100 млн.; від 25 до 50 млн.; фонди з активами до 25 млн. доларів США. За таким принципом формує статистичну звітність про підсумки функціонування ендавментів у сфері вищої освіти Національна асоціація освіти в коледжах та університетах (NACUBO) National Association of College and University Business Officers [8].

Джерело: сформовано за даними [8].

редив за розміром ендавмент-фонд Гарвардського університету, який до цього впродовж тривалого часу займав лідерські позиції. А цільовий капітал кожного із цих університетів перевищує обсяг ВВП більш ніж половини країн світу.

Діяльність ендавмент-фондів у США набула неабиякої популярності та широкого розповсюдження на рубежі XIX—XX століть. Формуючи власну ресурсну базу, чимало великих НКО намагаються організувати власну фінансову структуру так як і корпорації, шукаючи можливості збільшувати власний капітал при мінімальному рівні залежності від акціонерів. Це змушує їх вдаватися до формування цільового капіталу та управляти ним задля отримання доходу.

Основним джерелом формування цільового капіталу та поповнення ресурсної бази ендавмент-фондів є саме благодійні внески від зовнішніх донорів. Найбільше таких пожертвувачів отримують ЗВО від своїх випускників, студентів та їхніх батьків. Так, наприклад, до ендавменту Принстонського університету тривалий час перераховує благодійні внески лівова частина випускників, причому ця цифра варіюється у межах 55 — 60 % щороку [6, с. 222]. Також мають місце надходження від благодійних організацій, приватного бізнесу та інших меценатів. Так, наприклад, обсяг однієї з найбільших пожертв до ендавмент-фонду Гарвардського університету становив 400 млн доларів США.

Проте, не лише найбільш відомі і розвинуті ЗВО володіють суттєвим цільовим капіталом. Так, на основі дослідження, проведеними українськими науковцями К. Рябковим і В. Поکیدіною у 2015 році, на ринку цільового капіталу США спостерігаються випадки, коли невеликі коледжі, кількість студентів у яких не перевищує 2000 осіб, можуть розпоряджатися ендавмент фондами обсягом понад 2 млрд. доларів США [7, с. 4].

За даними таблиці 3, у 2022 фінансовому році загальна ринкова вартість благодійних пожертв 678 ендавмент-фондів (які подали фінансову звітність) становила 807,3 млрд. доларів США. Найбільше цих внесків припадала на групу ендавмент-фондів з обсягом активів у понад 1 млрд доларів США, до якої увійшло 132 фонди (19,5%) від загальної кількості. Сукупна їх ринкова вартість становила майже 680 млрд доларів США, або 84% від загального обсягу.

Задля фінансування конкретних напрямів діяльності, освітніх програм чи стипендій, зовнішні донори в межах одного ендавмент-фонду можуть створювати окремі цільові капітали, висувати умови щодо використання коштів та контролювати цей процес [9, с. 27]. За рахунок цільового капіталу активно підтримується й соціальний напрямок, який передбачає здійснення значних витрат на утримання університетських поліклінік та шпиталів, розвиток бібліотечної справи, проведення спортивних заходів, підтримку та розбудови соціальної інфраструктури ЗВО.

У таблиці 4 наведено динаміку середньорічних значень ефективної норми витрат (відношення витрат на управління ендавмент-фондом до ринкової вартості його активів) для ендавмент-фондів коледжів і університетів США. З її

даних можна побачити загальну її тенденцію до зниження з 4,4 до 4,2%. Однак лише для групи ендавмент-фондів, які володіють активами у межах від 25 до 50 млн доларів США, вона є помітно вищою і коливалася в межах 4,1—5,6%. Зниження показника характеризує зростання рівня ефективності витрат, а зростання — навпаки. Тому, входячи зі значень цього показника, можна зробити висновок, що витрати на управління були найефективнішими у фондів цільового капіталу, активи яких становили в межах 501 млн — 1 млрд доларів США.

Ці колосальні обсяги грошових коштів не залишаються для непоміченими для суспільства, тому й елітні університети стикаються з дедалі більшою критикою в деяких колах у питаннях використання багатства, доступного їм у межах ендавмент-фондів. І незважаючи на те, що вони є НКО, загальні активи чималої кількості фондів перевищують активи багатьох інших типів інституційних інвесторів, таких як суверенні фонди добробуту, хедж-фонди та ін. Це підтверджує теза, висловлена відомим професором, автором багатьох наукових праць з маркетингу Скоттом Гелловеем: "Коли загальна кількість першкурсників у Гарварді становить 1400 осіб — і вони сплачують внески, що дорівнюють ВВП Сальвадору, — університет не є неприбутковою організацією, він є хедж-фондом, який навчає дітей своїх інвесторів" [2].

Найпопулярніші ендавмент-фонди мають значний вплив у світі фінансів. Хоча всі вони володіють колосальними сумами для інвестування, у кожного з них дуже різні цілі та наміри щодо того, як розмістити свій капітал, виходячи зі стану кон'юнктури ринку, характеру довгострокових цілей, очікуваного прибутку, обмеження витрат тощо. Впродовж останніх років найбільш ефективна стратегія управління цільовим капіталом передбачає диверсифікацію за різними класами активів, які є окремими різновидами портфельних або ж альтернативних інвестицій. Остання група характеризується низьким рівнем ліквідності, але є найприбутковішою порівняно з портфельними інвестиціями. Тому існує суттєва кореляція між обсягом ендавмент-фонду і співвідношенням між окремими видами активів в інвестиційному портфелі: чим більший обсяг фонду, тим більшою буде частка альтернативних інвестицій (табл. 5).

Таблиця 4. Динаміка середньорічних значень ефективної норми витрат для ендавмент-фондів коледжів і університетів США, %

Обсяг ендавмент-фондів	2022	2021	2020	2019	2018
понад 1 млрд доларів США	3,9	4,8	4,5	4,6	4,6
501 млн - 1 млрд доларів США	3,6	4,4	4,4	4,4	4,2
251 – 500 млн \$	4,0	4,5	4,4	4,2	4,4
101 до 501 млн \$	4,2	4,9	4,7	4,7	4,4
51 - 100 млн \$	4,2	4,8	5,0	4,6	4,6
25 - 50 млн \$	5,3	5,6	4,6	4,5	4,1
менше 25 млн \$	3,8	4,3	4,1	4,1	4,1
Середнє значення (за усіма фондами)	4,2	4,8	4,6	4,5	4,4

Джерело: сформовано за даними [8].

Що ж стосується прибутковості вкладень цільового капіталу у ринкові активи, він теж є неоднаковим у розрізі різних типів ендавмент фондів (табл. 6). Так, для фондів з активами у понад 1 млрд доларів США є характерними найвищі значення середньорічного рівня прибутковості за трьох-, п'яти — і десятирічними вкладеннями, які визначені на рівні 10,49%, 9,41% і 8,91% відповідно.

Окремі дослідники доводять залежність між обсягами і рівнем прибутковості ендавментів: чим більший за розміром фонд, тим більшою є частка його вкладень в альтернативні класи активів і прибутковість [11—13]. Головним чинником такої залежності є аж ніяк не ризиковість активів, а управлінські можливості, адже чимало інвестиційних підрозділів великих фондів сформовані з більше як 10 фахівців (в деяких є понад 20, а то й 50 аналітиків). До того ж фонди можуть отримувати вищі доходи, оскільки через низький рівень ліквідності і диверсифікацію активів виникають додаткові ризики, а відтак вища прибутковість активів.

Серед 50 найбільших НКО, що володіють цільовим капіталом (табл. 1), 10 з них мають власні підрозділи, які здійснюють управління ним. Зокрема, 3 організації мають у власній структурі інвестиційні офіси (Каліфорнійський технологічний інститут, Мічиганський університет, Університет штату Пенсильванія), 7 установ є засновниками інвестиційних компаній, яким передано в управління ендавмент-фонди (Корпорація управління активами університету Торонто; компанія J.Paul Getty Trust, яка управляє ендавментом музею Дж. Пола Гетті;

Таблиця 5. Структура активів ендавмент-фондів коледжів і університетів США на кінець 2022 фінансового року

Обсяг ендавмент-фондів	Акції американських емітентів	Активи з фіксованою доходністю	Акції зарубіжних емітентів	Акції глобальних компаній	Альтернативні стратегії	Інше
понад 1 млрд доларів США	8,80	9,54	9,26	6,80	62,61	2,99
501 млн - 1 млрд доларів США	21,43	14,94	13,96	5,73	42,87	1,07
251 – 500 млн доларів США	21,04	15,83	11,26	9,00	40,55	2,32
101 до 501 млн доларів США	28,19	19,16	13,27	8,66	30,11	0,61
51 - 100 млн доларів США	34,34	23,70	12,65	7,76	20,39	1,16
25 - 50 млн доларів США	39,12	26,44	14,04	3,62	16,05	0,73
менше 25 млн доларів США	44,71	32,68	13,10	1,34	7,77	0,40

Джерело: сформовано за даними [8].

Таблиця 6. Середня річна прибутковість ендавмент-фондів ЗВО США за один, три, п'ять і десять років (станом на кінець 2022 фінансового року)

Обсяг ендавмент-фондів	Термін, роки / кількість фондів			
	1 р. / 678	3 р. / 629	5 р. / 620	10 р. / 554
понад 1 млрд доларів США	- 4,46	10,49	9,41	8,91
501 млн - 1 млрд доларів США	- 5,70	8,52	7,84	7,93
251 - 500 млн доларів США	- 7,76	7,65	7,24	7,56
101 до 501 млн доларів США	- 9,02	6,84	6,97	7,83
51 - 100 млн доларів США	- 9,71	5,75	5,94	6,89
25 - 50 млн доларів США	- 10,66	5,40	6,20	7,14
менше 25 млн доларів США	- 11,47	4,40	5,54	7,05
Середнє значення (за усіма фондами)	- 7,96	7,50	7,53	7,83
Медіанне значення (за усіма фондами)	- 8,65	6,82	6,69	7,50

Джерело: сформовано за даними [8].

компанії з управління інвестиціями Гарвардського, Масачусетського технологічного університетів, університетів Вірджинії та Північної Кароліни, а також інвестиційна компанія KAUST, яка управляє ендавментом Університету Короля Абдулли. Наприклад для управління цільовим капіталом Гарвардський університет у 1974 р. створив Гарвард Менеджмент Компані, зі штатом у кількості майже 300 осіб. При цьому компанія управляє тільки третинною ендавменту, решту передає в управління командам професіоналів, що забезпечують диверсифікацію активів. Окрім власного ендавменту, компанія управляє додатково понад 14 тис. пенсійних, трасових, академічних та інших фондів [14].

У європейських та інших країнах практика ендавмент-фондів також використовується, хоча менш інтенсивно і є не настільки поширеною порівняно зі США. В окремих країнах (Франції, Японії, Великобританії та інших) є чинними відповідні нормативно-правові документи, які регламентують процеси формування цільового капіталу та управління ним. А в окремих країнах Європи, зокрема таких як Австрія, Греція, Словаччина кожна благодійна організація ще до моменту її реєстрації, або впродовж визначеного часу з початку функціонування, обов'язковою умовою є створення та формування ендавмент-фонду [15, с. 7].

Ендавмент-фонд у Чехії створюється на підставі засновницького договору або статуту, а управління ним здійснює рада директорів. Цей орган формується складі не менше трьох осіб, призначених засновниками фонду. Фонд має право використовувати свої активи виключно на цілі, передбачені установчими документами. Натомість у німецькому законодавстві відсутні чіткі межі між поняттями "благодійний фонд", "благодійна організація" або "ендавмент-фонд".

Доцільно звернути увагу на досвід Франції, у якій ендавмент-фонд є НКО приватного права, яка на безоплатній і безповоротній основі отримує й управляє майновими активами та правами. А і доходи від управління ними (або від їх капіталізації) можуть бути використані НКО у два способи: 1) з метою проведення діяльності та виконання місії, що становлять суспільний (загальний) інтерес; 2) з метою передачі цього доходу як благодійної допомоги іншим НКО для виконання ними функцій, що становлять суспільний інтерес.

Основними особливостями створення та функціонування ендавмент-фондів у Франції є такі [16, с. 88—89]: створюються та функціонують лише у статусі юридич-

ної особи приватного права — неприбуткової організації; створення одним чи кількома засновниками — фізичними та/або юридичними особами на конкретний або на невизначений строк; основний капітал ендавмент-фонду може бути сформований за рахунок таких джерел: добровільних благодійних внесків фізичних та юридичних осіб, передачі за заповітом майна у спадок, внесків засновників, доходів від інвестування власних активів; управління ендавмент-фондом здійснюється радою директорів, яка складається мінімум із трьох членів, призначених засновниками.

Найбільш відомі і значні за обсягами фонди в Європі сформували такі заклади освіти як Технічний університет Цюриха у Швейцарії, Центральнорієвропейський університет у Будапешті (Угорщина), Оксфордський та Кембриджський університети у Великобританії, у якій передбачено можливість функціонування двох типів ендавментів: витратний або споживний ендавмент-фонд, управителі якого мають право використовувати, у тому числі відчужувати передані їм в управління активи; незмінний ендавмент-фонд, дохід від управління яким має спрямовуватися суто на благодійні цілі [16, с. 99].

За функціональним призначенням в англійському праві розрізняють: а) функціональний ендавмент-фонд, основу якого складає нерухоме майно, яке разом з доходом від управління ним використовується суто на благодійні цілі; б) інвестиційний ендавмент-фонд, основний капітал якого формується, як правило за рахунок грошових коштів та інвестується з метою отримання доходу.

За результатами аналізу TOP — 40 ендавмент-фондів за обсягами пожертв, накопичених за 2018 — 2022 рр, найбільші обсяги і частки припадають на групу ендавментів, які володіють внесками на суму понад 1 млрд фунтів стерлінгів [17]. Ця група представлена двома фондами — Кембриджського та Оксфордського університетів, які загалом більш ніж утричі наросили обсяги благодійних пожертвуваль — з 5043 до 15479,4 млн фунтів стерлінгів, а їхня частка у сукупному обсязі 40 провідних ендавмент-фондів зростає з 63,5 до 82,4%. За всіма іншими фондами спостерігається зниження їхньої частки за даним показником. За показником співвідношення обсягу ендавменту до кількості студентів лідерські позиції знову ж таки займають Кембриджський (321 417 фунтів стерлінгів) та Оксфордський (270 015 фунтів стерлінгів) університети. Суттєві значення даного показника спостерігаються й за іншими ЗВО, зокрема Лондонської школи бізнесу, Лондонської школи гігієни і тропічної медицини, та Лондонської школи економіки, де на одного студента відповідно припадає 23550, 18646 та 17900 фунтів стерлінгів цільового капіталу.

Також відомі випадки виділення із державного бюджету коштів на створення спеціального ендавмент-фонду для фінансування проєктів фондів місцевих громад. Іншим прикладом державної підтримки є спільна програма Міністерства культури, засобів масової інформації та спорту Великобританії, Ради з культури з фор-

Таблиця 7. Особливості моделей функціонування цільового капіталу

Назва моделі	Характерні особливості	Приклад країни
<i>За характером участі економічних агентів у формуванні цільового капіталу</i>		
Класична (донорська)	1) Основний капітал ендавмент-фондів формується виключно за рахунок благодійних пожертв зовнішніх донорів – фізичних і юридичних осіб. 2) Можливе реінвестування отриманих доходів від цільового капіталу.	США
Державно-приватна	1) Виділення державних коштів на створення та функціонування нових ендавмент-фондів та державні субсидії створеним раніше фондам. 2) Державна фінансова підтримка ендавмент-фондів шляхом проведення державних лотерей, відрахувань від спеціальних зборів 3) Законодавче встановлення податкових та інших пільг для стимулювання зовнішніх донорів формувати та поповнювати основний капітал ендавмент-фондів.	Франція Великобританія Італія Філіппіни Сінгапур
Конкурсно-грантова	1) Виділення зовнішніми донорами ендавмент-грантів для реалізації визначених цілей на конкурсній основі; 2) Фінансування проєктів за рахунок цільового капіталу на засадах співфінансування та партнерських програм	Канада, Хорватія, Албанія Угорщина
<i>За характером управління та використання цільового капіталу</i>		
Регламентована	1) чітка законодавча регламентація напрямів використання доходів від основного капіталу та його реінвестування; 2) обмеження обсягів використання цільового капіталу; 3) наявність вимог та обмежень до структури інвестиційних вкладень цільового капіталу.	Німеччина Чехія
Вільно-диверсифікована	1) відсутність вимог та обмежень до використання основного капіталу та реінвестування доходу від нього; 2) самостійне визначення органами управління ендавмент-фондів обсягів та структури інвестиційних вкладень.	Україна Казахстан
Довірча	1) управління ендавмент-фондами здійснюють фінансові установи чи спеціалізовані компанії, які передаються їм НКО	Японія
<i>За можливістю створення ендавмент-фонду</i>		
Зобов'язальна	1) наявність обов'язкової умови щодо створення НКО чи благодійною організацією ендавмент-фонду до моменту державної реєстрації або впродовж визначеного періоду часу	Австрія, Греція, Словаччина
Добровільна	1) відсутність обов'язкових умов щодо створення ендавмент-фондів	Більшість країн світу

Джерело: розроблено авторами.

мування благодійного ендавмент-фонду Heritage Lottery Fund на основі надходжень від проведення національної лотереї. Ця програма була оголошеною у 2012 році як складова нової стратегії Уряду Великобританії щодо розширення джерел фінансування організацій культури, залучення до цієї сфери приватних коштів та їх розподілу на конкурсній основі між установами сфери культури. Доцільно звернути увагу на програму "Каталізатор: ендавмент-фонди", яка передбачає не лише фінансову підтримку ендавмент-фондів, а й стимулювання розвитку фондрайзингових технологій, залучення приватних донорів до фінансування розвитку та збереження культурної спадщини Великобританії.

Також державна підтримка ендавмент-фондів, яка реалізується через державні субсидії, спеціальні акцизні збори, а також спрямування частини доходів від випуску державних лотерей та продажу приватизаційних цінних паперів, присутня в таких країнах як Франція, Хорватія і Чехія.

В останні роки набув популярності підхід до фінансування пріоритетних для держави сфер діяльності через створення спеціального ендавмент-фонду. Красномовним прикладом подібної практики є формування цільового капіталу для Філіппінського фонду захисту навколишнього середовища, для заснування якого були використані кошти від реструктуризації державного боргу. Виділення цих коштів сприяло швидкому станов-

ленню НКО, яка одразу розпочала реалізацію своїх екологічних програм. Уряд Сінгапуру також вирішив внести значні кошти (загалом в еквіваленті 1,5 млрд дол. США) до ендавменту спеціально створеної НКО "ComCare" на реалізацію програм підтримки соціально незахищених груп населення, створивши новий механізм фінансування соціальної сфери.

Також слід звернути увагу на регуляторні обмеження щодо використання ендавмент-фондами як основного капіталу, так й інвестиційного доходу. Наприклад, у Німеччині лише 1/3 доходу ендавмент-фонду має витратитися на благодійні цілі, а решта може поповнювати основний капітал на розсуд благодійника. До того фізичні особи — засновники ендавмент-фондів мають законне право витратити до 1/3 інвестиційного доходу на визнані законом власні потреби або оплату освіти чи лікування прямих родичів. У цій же країні і, зокрема, в Австрії дозволяється залучати до 1/3 інвестиційного доходу від основного капіталу ендавмент-фонду постійно або до досягнення таким капіталом певного розміру. Дозволяється також здійснювати відшкодування за рахунок інвестиційного доходу втрат, викликаних зменшенням вартості основного капіталу внаслідок змін валютних чи біржових курсів, оцінки фінансових активів тощо. А в Чехії заборонено інвестувати понад 30% основного капіталу ендавмент-фонду в активи, номіновані в іноземних валютах та у відкриті інвестиційні фонди.

Інший підхід до фінансування ендавмент-фондів, який спостерігається в нинішній час у багатьох країнах, є надання НКО на конкурсній основі так званих "ендавмент-грантів", коли грантові кошти спрямовуються до ендавмент-фонду НКО, а доходи від інвестування цільового капіталу мають бути витрачені на визначені донором цілі. Кошти виділяються на конкурсній основі, зокрема на умовах співфінансування, а також створення партнерських програм. В основному такі ендавмент-гранти надаються на підтримку ЗВО (кафедр, дослідницьких центрів, професорських позицій та ін.), організацій культури (музеїв, театрів, галерей, музичних шкіл та шкіл мистецтв), фондів місцевих громад тощо.

Так, уряд Канади сприяє розвитку ендавмент-фондів, вважаючи, що саме цей механізм підтримки зможе забезпечити фінансово у довгостроковій перспективі освітні, наукові та культурні організації, тощо, а також зробити сфери їх діяльності більш незалежними від джерел фінансування. Починаючи з 2001 р. Канадський Інвестиційний фонд у сфері культури у межах своєї спеціальної програми зі стимулювання створення ендавмент-фондів надав 170 організаціям, що працюють у сфері культури, кошти на формування цільового капіталу на умовах, що вони залучать пожертвування з боку приватних та корпоративних донорів. Ціль даної програми — сприяти створенню в країні певного середовища, яке б стимулювала донорів (громадян та компаній) робити пожертвування до ендавмент-фондів організацій культури [11]. Ще одним яскравим прикладом є підтримка Театрального фестивалю у Чемейнусі (Cheminus Theatre Festival) щорічно проводиться у Ванкувері некомерційною організацією. У 2015 р. під час фестивалю було засновано ендавмент-фонд, який керується благодійною організацією Ванкувера. Ця організація, у свою чергу, управляє різними фондами цільового капіталу на суму понад 1 млн канадських доларів. Індивідуальні пожертвування до ендавмент-фонду фестивалю підтримуються Канадським Інвестиційним фондом у сфері культури. Грошові кошти виділяються у формі гранту, який надається на умовах "долар за долар": грант виділяється на суму всіх зібраних пожертв, подвоюючи таким чином розмір ендавмент-фонду.

Заслугує уваги і європейська практика виділення ендавмент-грантів. Наприклад, Фонд розвитку громадянського суспільства в Албанії отримав ендавмент від ЄС; фонд у Хорватії також володіє цільовим капіталом і отримує щорічні асигнування від ЄС; в Естонії, Угорщині, Хорватії та Чехії подібні фонди мають щорічне фінансування в розмірі 350-900 тис. євро на підставі договорів з урядами Норвегії та Швейцарії [15].

Узагальнюючи викладений вище зарубіжний досвід у сфері формування ринку цільового капіталу, у табл. 7 наведемо основні моделі функціонування цільового капіталу, особливості їх прояву, а також країни, у яких та чи інша модель найбільш яскраво виражена і можуть слугувати зразками кожної з них.

При цьому слід наголосити, що ці всі моделі є еталонними і доволі нечасто трапляються в чистому вигляді. Дуже часто в одній і тій же країні можуть одночасно проявляти характерні ознаки різних моделей. До того ж динамічний вплив різноманітних чинників, викликаний розвитком благодійництва, філантропії, фінансових та

інвестиційних ринків стирає усі грані між ними, стимулюючи таким чином їх взаємопроникнення. З плином часу та зміною ситуації на ринках цільового капіталу постане потреба в уточненні або навіть зміні запропонованої нами типізації. Проте на даний час вона може стати зручним інструментом у процесі компаративного аналізу процесів формування та використання цільового капіталу.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Проведений аналіз зарубіжного досвіду дав змогу виокремити низку моделей функціонування цільового капіталу за такими критеріями: характером участі економічних агентів у формуванні цільового капіталу — класична або донорська (США), державно-приватна (Франція, Великобританія, Італія, Філіппіни, Сінгапур), конкурсно-грантова (Канада, Хорватія, Албанія, Угорщина); характером управління та використання цільового капіталу — регламентована (Німеччина, Чехія), вільно-диверсифікована (Україна, Казахстан), довірча або трастова (Японія); за можливістю створення ендавмент-фонду — зобов'язальна (Австрія, Греція, Словаччина), добровільна (більшість країн світу).

Узагальнення зарубіжного досвіду у сфері функціонування цільового капіталу дає змогу стверджувати, що формування ринку цільового капіталу у різних країнах світу не було б ефективним без державної підтримки у напрямку популяризації ідеї ендавмент-фондів, а також здійснення належного регулювання та фінансової підтримки процесів їх функціонування, застосовуючи при цьому максимально можливий спектр найбільш дієвих інструментів, виходячи із зарубіжного досвіду та вітчизняної практики. Проте, з іншого боку, досягнення даної цілі залежить і від менеджменту ендавмент-фондів, прозорості їх діяльності, дієвості технологій фандрайзингу, налагоджених відносин із наявними і потенційними донорами, а також репутації некомерційних організацій, яких вони представляють на ринку цільового капіталу. Все це спричиняє значний вплив на привабливість фондів перед усіма можливими партнерами та стейкхолдерами.

На основі узагальнення досвіду зарубіжних країн визначено можливості його адаптації в процесі формування ринку цільового капіталу в Україні: побудова ефективної взаємодії ендавмент-фондів із зовнішніми донорами та застосування сучасних фандрайзингових технологій; вибір ефективних інвестиційних стратегій, формування ендавмент-фондами оптимального інвестиційного портфеля та застосування дієвого інструментарію управління цільовим капіталом; державна підтримка та стимулювання ендавмент-фондів щодо фінансування ними пріоритетних напрямів соціально-економічного розвитку та суспільно-значимих проєктів; практика отримання на конкурсній основі ендавмент-грантів, співфінансування та реалізації партнерських програм з використанням цільового капіталу; формування правової та регуляторної основи у сфері управління цільовим капіталом.

Література:

1. Моліна О.В. Фонди цільового капіталу як джерело довгострокового розвитку вузів. ЕКОНОМІКА: реалії часу. 2014. № 2 (12). С. 126—131.
2. Aran Ali. Ranked: The World's Top 50 Endowment Funds. Visualcapitalist. 16/05/2023. URL: <https://www.visualcapitalist.com/worlds-top-endowment-funds/> (дата звернення: 16.01.2024 р.).
3. America's 10 Richest Universities Match These Countries' GDPs. URL: Top 10 U.S. University Endowments vs. Country GDPs. URL: <https://newrepublic.com/article/117591/top-10-us-university-endowments-vs-country-gdps-map> (дата звернення 31.05.2024).
4. GDP by Country. URL: <https://www.worldometers.info/gdp/gdp-by-country/> (дата звернення: 25 липня 2023 р.).
5. Fiscal year. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Fiscal_year. (дата звернення: 28.05.2024 р.).
6. Козарезенко Л. В. Фонд цільового капіталу як альтернатива бюджетного фінансування розвитку людського потенціалу. Економічний вісник університету. 2014. Вип. 22 (1). С. 218—225.
7. Рябков К., Поکیدіна В. Ендавмент у вищій освіті: світова практика і українське сьогодення. Популярна економіка: ціна держави. 2015. № 34. 18 с.
8. Study of Endowments (NTSE). Results. URL: <https://www.nacubo.org/Research/2022/Public-NTSE-Tables> (дата звернення: 18 вересня 2023 р.).
9. Hansmann H. Why Do Universities Have Endowments? The Journal of Legal Studies. 1990. vol. 19. No. 1. pp. 3—42.
10. University Endowments A Primer. CFA Institute Research Foundation. 2019. URL: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/rfbrief/rf-brief-franz-university-endowments.ashx> (дата звернення: 28.05.2024 р.).
11. Angelini D. An Analysis of University Endowment Spending. Doctoral dissertation. Worcester Polytechnic Institute, 2020.
12. Gilbert T., Hrdlicka C. Why are university endowments large and risky? The Review of Financial Studies. 2018. vol. 28 (9). pp. 2643—2686.
13. Dimmock S.G., Neng Wang, Jinqiang Yang. The endowment model and modern portfolio theory: [working papers № 25559]. National Bureau of Economic Research, 2019. 50 p.
14. Harvard Management Company. URL: <http://www.hmc.harvard.edu/> (дата звернення: 29.01.2024 р.).
15. Створення та управління ендавментами в Україні: метод. посіб. Київ. Програма розвитку ООН в Україні, 2014. 76 с.
16. Бесарабчик В.О., Максименко С.В. Сучасний стан використання ендавментів в Україні ТА ЄС. IUS PRIVATUM. 2018. № 2. С. 91—103.
17. List of universities in the United Kingdom by endowment. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_universities_in_the_United_Kingdom_by_endowment. (дата звернення: 24.05.2024).
18. tions", EKONOMIKA: realiyi chasu, vol. 2 (12), pp. 126—131.
19. 2. Aran, Ali. (2023), "Ranked: The World's Top 50 Endowment Funds", Visualcapitalist [Online], vol. 16/05., available at: <https://www.visualcapitalist.com/worlds-top-endowment-funds/> (Accessed 4 Jan 2024).
20. 3. The New Republic. (2014), "America's 10 Richest Universities Match These Countries' GDPs", available at: <https://newrepublic.com/article/117591/top-10-us-university-endowments-vs-country-gdps-map> (Accessed 31 May 2024).
21. 4. Worldometer. (2023), "GDP by Country", available at: <https://www.worldometers.info/gdp/gdp-by-country> (Accessed 25 July 2023).
22. 5. Wikipedia. (2024), "Fiscal year", available at: https://en.wikipedia.org/wiki/Fiscal_year. (Accessed 28 May 2024).
23. 6. Kozarezenko, L. V. (2014), "The target capital fund as an alternative to budget financing for the development of human potential", Ekonomichnyy visnyk universytetu, vol. 22 (1), pp. 218—225.
24. 7. Ryabkov, K. & Pokidina, V. (2015), "Endowment in higher education: world practice and Ukrainian present", Populyarna ekonomika: tsina derzhavy, vol. 34, pp.1—18.
25. 8. NACUBO-TIAA. (2023), "Study of Endowments (NTSE) Results", available at: <https://www.nacubo.org/Research/2022/Public-NTSE-Tables> (Accessed 28 Sept 2024).
26. 9. Hansmann, H. (1990), "Why Do Universities Have Endowments?", The Journal of Legal Studies, vol. 1, pp. 3—42.
27. 10. CFA Institute Research Foundation. (2019), "University Endowments A Primer", available at: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/rfbrief/rf-brief-franz-university-endowments.ashx> (Accessed 28 May 2024).
28. 11. Angelini, D. (2020), "An Analysis of University Endowment Spending", Doctoral dissertation, Worcester Polytechnic Institute, Worcester, United Kingdom
29. 12. Gilbert, T. & Hrdlicka, C. (2018), "Why are university endowments large and risky?", The Review of Financial Studies, vol. 28 (9), pp. 2643—2686.
30. 13. Dimmock, S.G., Neng, Wang, & Jinqiang, Yang. (2019), "The endowment model and modern portfolio theory", National Bureau of Economic Research: [working papers № 25559], 50 p.
31. 14. Harvard Management Company. (2024), "Harvard Management Company", available at: <http://www.hmc.harvard.edu/> (Accessed 29 Jan 2024).
32. 15. The UN Development Program in Ukraine, (2014). Stvorenniya ta upravlinnya endavmentamy v Ukrayini [Creation and management of endowments in Ukraine], Kyiv, Ukraine.
33. 16. Besarabchik, V.O. & Maksimenko, S.V. (2018), "The current state of vikoristannya endamentiv in Ukraine and the EU", IUS PRIVATUM, vol. 2, pp. 91—103.
34. 17. Wikipedia. (2024), "List of universities in the United Kingdom by endowment", available at: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_universities_in_the_United_Kingdom_by_endowment. (Accessed 24 May 2024).

References:

1. Molina O.V. (2014), "Target capital funds as a source of long-term development of higher education institu-