

# Управление доходами от целевого капитала в университетах

Э. А. Дьячкова

---

**Дьячкова Эльза Анатольевна** — ведущий эксперт Центра международной конкурентоспособности высшего образования Института образования НИУ ВШЭ, аспирант НИУ ВШЭ. Адрес: 101000, Москва, Мясницкая ул., 20. E-mail: edyachkova@hse.ru

**Аннотация.** Рассматриваются существующие в мировой практике методики управления доходами от эндаумента и возможность их применения в российских университетах. Наиболее актуальными в исследовании расходования средств от эндаумента являются такие вопросы, как реинвестирование дохода от целевого капитала; определение объема доходов от целевого капитала, который может быть использован; использование самого «тела» эндаумента, а не только процентов; определение направлений расходования эндаумента. Представлен обзор показателей финансовой деятельности фондов целевых капиталов и направлений расходования доходов от целевого капитала в российской практике. На примере Фонда целевого капитала НИУ ВШЭ проанализировано применение методов для опре-

деления сумм расходования и смоделированы финансовые показатели за период 2008–2014 гг. Политика, которой руководствуется университет в распределении доходов Фонда целевого капитала, позволяет реализовать принцип сохранности. В стабильных условиях такая политика целесообразна, но в период кризиса и с учетом того, что капитал в основном рублевый, обоснованность следования данному принципу может быть поставлена под сомнение. При использовании методов, основанных на стоимости чистых активов, эндаумент НИУ ВШЭ смог бы обеспечить принцип равенства поколений с ежегодным распределением доходов в пользу будущего и настоящего поколений.

**Ключевые слова:** высшее образование, университеты, фонд целевого капитала, эндаумент, эндаумент-фонд, управление фондом целевого капитала, доход от целевого капитала, реинвестирование дохода, расходование дохода от целевого капитала, принцип равенства поколений, принцип сохранности.

**DOI:** 10.17323/1814-9545-2016-1-225-244

Статья поступила в редакцию в октябре 2015 г.

---

Существует ряд задач, которые необходимо решить университетам при расходовании доходов от эндаумент-фондов<sup>1</sup>: вос-

---

<sup>1</sup> Фонд целевого капитала (эндаумент-фонд, эндаумент), созданный для поддержки деятельности университета, — особый вид фонда, который привлекает благотворительные пожертвования в целях финансирования деятельности вуза. Привлеченные фондом средства передаются в

производство капитала, а именно покрытие инфляции и увеличение «тела»<sup>2</sup> эндаумента; управление объемом операционных издержек, связанных с администрированием, размер которых не должен значительно отражаться на объеме эндаумента; баланс выплат дохода с точки зрения их периодичности, размера и направлений расходования и ряд других.

Проблемы рационального использования доходов от эндаумент-фондов в университетах обсуждаются в современной научной литературе и разрабатываются в прикладных исследованиях. В частности, нобелевский лауреат Джеймс Тобин [Tobin, 1974] ввел в качестве ключевой концепцию баланса выплат в пользу настоящего и будущего поколений, которая обеспечивает принцип равенства. Реализуя данный принцип, университеты сохраняют и приумножают капитал в пользу своей будущей деятельности и обеспечивают текущую финансовую устойчивость вуза, покрывая свои годовые бюджеты за счет доходов от эндаумента в размере от нескольких процентов до более 30% [Дьячкова, 2013].

В основании концепции равенства поколений, предложенной Д. Тобином, лежит представление о необходимости обеспечивать справедливое финансирование в настоящем и будущем за счет устойчивого использования ресурсов. Каждое поколение должно заботиться о будущем: получив средства от предыдущих поколений, оно обязано сохранить справедливое количество капитала для последователей и обеспечить собственную деятельность в адекватном объеме. Справедливо распределить ресурсы между поколениями можно только в том случае, если воспринимать их как единое коллективное целое: нельзя думать только о себе и растрачивать все ресурсы сейчас, лишая потомков этой возможности, так же как бессмысленно все откладывать на потом, не учитывая сегодняшние потребности. Будущие поколения продолжают осуществлять наши проекты, так же как мы реализуем вклад предшественников. Безусловно, данный принцип невозможно зафиксировать через договорные отношения между поколениями, он может быть лишь частью политики, провозглашаемой фондами целевого капитала.

В современных концепциях рассматриваются как ограниченные, или целевые (*restricted*), пожертвования в фонд целевого капитала, так и не ограниченные по цели расходования

---

доверительное управление управляющей компании, задача которой — получение постоянного дохода и передача его вузу. Таким образом, пожертвования вместо того, чтобы сразу быть израсходованными, вносятся в фонд, передаются в управление управляющей компании и ежегодно приносят доход от доверительного управления, при этом тратятся заработанные средства, а основной капитал не подлежит расходованию (за исключением минимальных сумм, определяемых законодательством).

<sup>2</sup> Нерасходуемая часть эндаумент-фонда.

(unrestricted) — направления их применения лимитированы лишь уставом фонда. При ограниченных пожертвованиях, как правило, в договоре пожертвования или в завещании донор устанавливает определенную цель или направление расходования. В условиях российской институциональной среды для этого должен быть создан отдельный целевой капитал в фонде.

Анализ отчетов российских фондов и вузов показал, что большая часть средств не ограничена по целям расходования, тогда как за рубежом более распространены ограниченные пожертвования. Если же донор оговаривает определенные цели расходования доходов от эндаумента, то чаще всего средства направляются на развитие кадрового потенциала, т. е. на поддержку профессоров и студентов, а также на создание и продвижение инновационных образовательных программ, на исследования и библиотеки. Бывают и очень специфичные цели, на которые доноры выделяют средства, например стипендии определенному типу студентов или финансирование профессорской ставки преподавателя в конкретной дисциплине или области исследования.

Зарубежные эксперты в обзорах практики использования доходов от целевого капитала подчеркивают, что нередко эндаументы используются для поддержки структурных подразделений университета, но основная часть пожертвований приходится все же на университет в целом. В российской практике поддержка отдельных структурных подразделений распространена значительно меньше в силу того, что при целевом пожертвовании на поддержку структурного подразделения создается отдельный целевой капитал в фонде. Но существуют и отдельные фонды целевого капитала структурных подразделений. В зарубежной практике соотношение ограниченных и неограниченных пожертвований в среднем составляет 3 к 1 (75 и 25% соответственно). В российской практике нет пока единой модели соотношения ограниченных и неограниченных пожертвований. В некоторых университетских эндаумент-фондах ограниченные пожертвования отсутствуют, а в среднем по ведущим вузам их объем составляет от 30 до 60%.

Наиболее актуальными направлениями в исследованиях расходования средств от эндаумента сегодня являются реинвестирование дохода от целевого капитала; определение объемов использования дохода от целевого капитала; использование «тела» эндаумента, а не только процентов; определение направлений расходования эндаумента. Экспертное обсуждение этих вопросов базируется на практиках применения, такие практики стали особо актуальны и для России, поскольку накопленный опыт заставляет подходить к использованию доходов с позиций рациональности. Опора на зарубежный опыт позволяет избежать ошибок и рисков. Задача статьи состоит в том, чтобы проанализировать существующие методики управления доходами от эндаумента и возможность их применения в российской практике.

**Исследования  
использования  
доходов  
от эндаумента**

Для обобщения практик управления университетскими пожертвованиями Фонд Форда в 1967 г. сформировал Консультативный комитет по управлению эндаументами [Ford Foundation, 1972]. На основании анализа докладов университетов он пришел к выводу, что университеты США имеют низкие репутационные показатели управления эндаумент-фондами. Причина состоит в том, что управление фондами нацелено на избежание потерь и сохранение доходов, тогда как наиболее важной задачей для университетов является максимизация долгосрочного дохода: нужно наращивать прибыль с таким расчетом, чтобы иметь возможность ежегодно производить крупные расходы и при этом обеспечивать долгосрочный рост и значительное увеличение эндаумента в будущем.

Один из ключевых прикладных вопросов, который обсуждают сегодня ведущие экспертные организации, — какую норму расходования принять в качестве целесообразной при распределении дохода от эндаумента? Эксперты Фонда Форда устанавливают годовой объем расходования на уровне 5% от объема эндаумента. Именно их рекомендации стали стандартом для большинства университетов США [Mehrling, 2003]. Даже имея в течение 10 лет средний доход фонда около 10%, почти все университеты продолжали придерживаться «правила пяти процентов». В результате значительноросло «тело» эндаументов. Такой подход сегодня вызывает справедливую критику с научных позиций, ведется разработка альтернативных норм расходования дохода от эндаумент-фонда.

Новые дискуссии по поводу расходования доходов от эндаумента были вызваны тем, что, как показал анализ Американского совета по образованию, большинство университетов США приняли финансовую политику, основанную на сглаживании расходов (*smooth spending*) [American Council on Education, 2014]. Типовая модель сглаженного расходования состоит в том, чтобы отказаться от использования всего дохода в годы экономического роста и тем самым создать возможность использовать средства на поддержку университета в «сложные» годы в том же объеме. В среднем инвестиционная стратегия эндаументов позволяет получать ежегодную доходность в размере 8%, так что, покрывая инфляцию и обеспечивая необходимые расходы на управление, можно приблизиться к 5%-ной норме расходования. Но при прогнозировании долгосрочных темпов роста доходов или «тела» эндаумента университеты отклоняются от принятых правил расходования: в периоды систематического укрепления финансового рынка они увеличивают нормы расходования, в то же время создавая дополнительные резервы для тех лет, когда рынки не будут отвечать их долгосрочным ожиданиям.

Сегодня для всех очевидна необходимость масштабного исследования деятельности эндаумент-фондов на основе тех до-

кладов, которые ежегодно готовят крупнейшие корпорации NACUBO<sup>3</sup> и Commonfund<sup>4</sup>, в том числе анализа норм расходования. Судя по докладам 2005–2014 гг., средняя доходность университетских эндаументов в США составила 7,4%. Минимальным ее значение было в 2009 г. (–18,7%), максимальным — в 2011 г. (19,2%). За последние 10 лет средняя ставка расходования университетских фондов составила 4,5%. В 2014 г. она была равна 4,4%, а в 2010 и 2011 г. эндаументы университетов размером свыше 500 млн долл. расходовали более 5% в год.

Согласно результатам проведенного в 2012 г. исследования Commonfund Institute [Rogers, 2012] в планировании расходования доходов эндаумент-фондов университеты в своем большинстве придерживаются одного из трех методов: метода «скользящего среднего», планирования с учетом инфляции или гибридного метода. При использовании метода «скользящего среднего» нормы расходования (как правило, 4–5%) определяют в зависимости от рыночной стоимости эндаумента в течение определенного периода времени, обычно за 3–5 лет. В 2005 г. данное правило расходования использовали более 82% университетов США [Субанова, 2011]. Подход, основанный на учете инфляции, подразумевает корректировку на инфляцию суммы расходов предыдущего года. Гибридный метод объединяет оба этих подхода: норма расходования определяется исходя из средней рыночной стоимости эндаумента в течение определенного периода времени и корректировки на инфляцию суммы расходов предыдущего года.

Таким образом, с накоплением опыта управления университетскими эндаумент-фондами и с появлением новых вызовов методы определения объемов расходования средств эндаумента совершенствовались. Если изначально перед фондами стояли вопросы определения целесообразности расходований, баланса выплат, покрытия инфляции, то в дальнейшем волны кризисов вызвали к жизни стратегию сглаживания расходов, в том числе с использованием стабилизационных фондов, и гибридные методы планирования расходов, учитывающие воздействующие на объем эндаумента факторы в совокупности.

Способы использования доходов от целевого капитала могут быть сгруппированы в пять основных категорий, каждая из них имеет свои отличительные черты.

К категории **простых способов** относят *использование всего полученного дохода* (за минусом расходов на управление эн-

**Способы использования доходов от целевого капитала в мировой практике**

<sup>3</sup> Национальная ассоциация бизнес-администраторов колледжей и университетов.

<sup>4</sup> Независимая некоммерческая инвестиционная организация <http://www.nacubo.org/>

даументом) и ежегодное принятие решения об уровне расходов [Sedlacek, Jarvis, 2010]. Достоинство этих методов в том, что они просты в применении. Однако использование всего полученного дохода зачастую ограничивает рост фонда в целом и ставит под угрозу соблюдение принципа справедливости выплат в пользу будущих поколений. Минус стратегии ежегодного принятия решений об уровне расходов заключается в том, что он не гарантирует стабильность выплат и долгосрочную устойчивость.

Вторая категория методов, применяемых для определения объема средств из дохода от эндаумента, подлежащих расходованию, — это **методы, основанные на стоимости активов**. Первый вариант метода, основанного на стоимости активов, — *установление определенной нормы расходованию*, которая используется из года в год. Сюда относится, в частности, «правило пяти процентов», о котором шла речь ранее. Эндаумент Лувра, например, использует норму расходованию в 3%. Максимальная норма расходованию определяется университетами как ожидаемый уровень доходности за вычетом всех расходов на управление эндаументом и ожидаемой инфляции. Норму расходованию следует устанавливать с большой осторожностью и на основе реалистичной оценки. Она требует корректировки при существенных изменениях конъюнктуры финансового рынка. Формула расходованию определяется следующим образом:

$$(1.1) \quad \begin{aligned} [\text{Сумма расходованию}]_{\text{год } n} &= \\ &= [\text{Норма расходованию}] \times [\text{Рыночная стоимость активов}]_{\text{год } n-1}. \end{aligned}$$

Вторым вариантом метода, основанного на стоимости активов, является метод *«скользящего среднего»*, при котором норма расходованию применяется к среднему значению стоимости активов за установленный период. Пример формулы расходованию при учете стоимости активов за три года:

$$(1.2) \quad \begin{aligned} [\text{Сумма расходованию}]_{\text{год } n} &= [\text{Норма расходованию}] \times \frac{1}{3} ([\text{Рыночная} \\ &\text{стоимость активов}]_{\text{год } n-1} + [\text{Рыночная стоимость активов}]_{\text{год } n-2} + \\ &+ [\text{Рыночная стоимость активов}]_{\text{год } n-3}). \end{aligned}$$

В условиях большой волатильности финансового рынка (средняя доходность управления эндаументами в США в 2014 г. составила 15,5%, в 2013 г. — 11,7%, в 2012 г. — -0,3%) сглаживание, которое происходит при использовании метода «скользящего среднего», является инструментом нивелирования рисков.

Плюсы данных методов состоят в том, что они позволяют инвестировать совокупный доход, который со временем дает возможность получать более высокие доходы, и выплаты равномерно распределены по отношению к стоимости основного капитала.

Однако метод установления определенной нормы расходования не свободен от недостатков: в расчет берется лишь определенный момент рыночных условий, выплаты в разные годы могут быть весьма неравномерными. Метод «скользящего среднего» обеспечивает более устойчивые распределения выплат, но при учете аномальных лет он оказывает влияние на весь срок применения метода и сдерживает быструю адаптацию к росту.

Третья категория способов использования доходов от целевого капитала — **методы, основанные на инфляции**. Они бывают двух типов: учитывающий инфляцию и учитывающий диапазон инфляции, рассчитываемый по формуле:

$$[\text{Сумма расходования}]_{\text{год } n} = [\text{Сумма расходования}] \times (1 + [\text{Уровень инфляции}]). \quad (2)$$

Различие методов, основанных на инфляции, заключается в том, что во втором случае дополнительно устанавливаются верхняя (6% текущей стоимости эндаумента) и нижняя (3% текущей стоимости эндаумента) границы суммы расходования. Планирование расходов текущего года производится с учетом корректировки на инфляцию в случае попадания в установленный диапазон, в случае непопадания используются установленные верхняя/нижняя граница.

Преимущество данного метода состоит в том, что выплаты из года в год остаются относительно устойчивыми. Однако при этом в расчет не берется стоимость активов, что создает угрозу стабильности будущих выплат.

При использовании **α-β метода** эндаумент делится на два фонда: текущий и стабилизационный [Mehrling, 2005]. Нормой расходования текущего фонда является α, а стабилизационного — β, сумма расходования вычисляется по формуле:

$$[\text{Сумма расходования}]_{\text{год } n} = \alpha [\text{Рыночная стоимость активов текущего фонда}]_{\text{год } n-1} + \beta [\text{Рыночная стоимость активов текущего фонда}]_{\text{год } n-1}. \quad (3)$$

Текущий фонд состоит из первоначального капитала и инвестиционного дохода. Во времена, когда основной фонд зарабатывает сверхдоходы, нераспределенная прибыль инвестируется в стабилизационный фонд. Во времена, когда основной фонд зарабатывает недостаточно, средства могут быть взяты из стабилизационного фонда. Обычно норма расходования стабилизационного фонда выше. При данном способе планирования расходов также можно использовать «скользящее среднее» для текущего и/или стабилизационного фондов.

Плюсами данного метода являются умеренно стабильные выплаты из года в год, адаптация к изменениям в рыночной стоимости портфеля, эффективность в разных рыночных услови-



ях. Минусами — зависимость от весов, определенных для  $\alpha$  и  $\beta$ , и чувствительность к волатильности рынка.

**Гибридные методы** устанавливают расходование доходов от эндаумента в конкретном году на основании формулы, которая объединяет фактор стабильности (расходы предыдущего года с поправкой на инфляцию) и рыночный фактор (долгосрочная устойчивая норма расходования рыночной стоимости эндаумента). Данные методы используют самые известные университеты США с большими эндаумент-фондами — методы даже носят названия этих университетов.

По правилу Стэнфорда [Sedlacek, Jarvis, 2010] сумма расходования определяется как:

$$(4.1) \quad [\text{Сумма расходования}]_{\text{год } n} = 0,6 [\text{Сумма расходования}]_{\text{год } n-1} \times (1 + [\text{Уровень инфляции}]) + 0,4 [\text{Норма расходования}] \times [\text{Рыночная стоимость активов}]_{\text{год } n-1}.$$

Правило Йеля<sup>5</sup> выглядит как формула:

$$(4.2) \quad [\text{Сумма расходования}]_{\text{год } n} = 0,8 [\text{Сумма расходования}]_{\text{год } n-1} \times (1 + [\text{Уровень инфляции}]) + 0,2 [\text{Норма расходования}] \times [\text{Рыночная стоимость активов}]_{\text{год } n-1}.$$

Аналогичное йельскому правилу использует и MIT<sup>6</sup>, предпочитая называть его правилом Тобина. (Лауреат Нобелевской премии в области экономики 1981 г. Джеймс Тобин долгое время был управляющим эндаументом Йеля.) Преимуществом данного метода являются стабильные выплаты из года в год, адаптация к изменениям в рыночной стоимости портфеля и обеспечение политики баланса потребностей за счет наличия весов. Нельзя, однако, забывать, что компромисс не может привести к оптимальному результату в достижении ни одной из основных целей: сохранение капитала, справедливость распределения средств между поколениями, стабильность выплат.

### **Использование доходов от целевого капитала в России**

Применение рассмотренных способов использования доходов от целевого капитала в российской практике, естественно, имеет ряд особенностей, обусловленных, в частности, нормативно-правовым полем. Так, например, необходимо учитывать специфику трактовки основных понятий в российском законодательстве (табл. 1)<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> <http://investments.yale.edu/>

<sup>6</sup> <http://web.mit.edu/>

<sup>7</sup> Федеральный закон от 30.12.2006 № 275-ФЗ (ред. от 23.07.2013) «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций».



**Таблица 1. Особенности нормативного регулирования использования доходов от целевого капитала в российской практике**

Доход от целевого капитала	Доход от доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал, и часть имущества, составляющего целевой капитал (не более 10%), которые передаются получателям дохода от целевого капитала
Доход от доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал	Сумма увеличения стоимости чистых активов в результате доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал, за отчетный период
Расходы по доверительному управлению и административно-управленческие расходы	<p>До распределения дохода от целевого капитала фонд целевого капитала несет расходы по доверительному управлению и административно-управленческие расходы.</p> <p>За счет дохода от доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал, оплачивается возмещение расходов, связанных с доверительным управлением, таких как расходы управляющей компании на ежегодный обязательный аудит бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности.</p> <p>В случае если этого дохода недостаточно, возмещение таких расходов может осуществляться за счет дохода от целевого капитала (не более 1%).</p> <p>Вознаграждение управляющей компании выплачивается за счет дохода от доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал (не более 10% такого дохода).</p> <p>На административно-управленческие нужды может расходоваться не более 15% суммы дохода от доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал, или не более 10% дохода от целевого капитала</p>
Передача получателю дохода от целевого капитала	Фонд целевого капитала может использовать на расходы и для передачи получателю дохода от целевого капитала не весь полученный доход от доверительного управления имуществом, составляющим целевой капитал, при этом размер неиспользованного дохода не может быть более 50% такого дохода за два года подряд
Использование дохода от целевого капитала	Доход от целевого капитала должен использоваться в соответствии с целями, предусмотренными уставом организации, договором пожертвования или завещанием либо решением попечительского совета фонда. Использование дохода от целевого капитала осуществляется в соответствии с финансовым планом фонда целевого капитала
Бухгалтерская отчетность	<p>Расходы получателя дохода от целевого капитала, финансируемые за счет дохода от целевого капитала, и расходы, финансируемые из других источников, подлежат отдельному бухгалтерскому учету.</p> <p>Бухгалтерский учет получателя дохода от целевого капитала подлежит обязательному ежегодному аудиту в части использования дохода от целевого капитала, если размер финансирования этого получателя дохода от целевого капитала за счет дохода от целевого капитала в течение отчетного года составляет более 5 млн руб.</p>

Таблица 2. Финансовые показатели деятельности фондов целевого капитала в 2014 г.

№	Получатели дохода	Стоимость чистых активов на 31.12.2014, руб.	Доход, руб.	Пожертвования, руб.	Доходность, %	Выплата дохода, руб.
1	МГИМО	1262 000 000	47 000 000	118 000 000	5,5	80 000 000
2	ЕУСПб	1253 674 313	10 871 692	68 657 000	1,39	67 117 128
3	СПбГУ	1040 360 714	8 829 112	14 855 634	0,84	35 086 391
4	РЭШ	329 678 000	н/д	120 000	н/д	28 250 000
5	СВФУ	152 340 023	4 161 232	51 056 610	4,67	4 581 869
6	ВШЭ	92 700 000	2 250 000	55 000 000	3,8	6 130 000
7	МИСИС	68 097 787	1 827 376	32 904 182	4,7	956 090
8	УРФУ	49 889 195	834 081	18 755 551	3,4	1 277 705
9	ТПУ	16 856 000	527 000	4 926 000	4,42	485 000
10	ЮФУ	14 566 095	903 336	1 690 000	6,29	0,00
11	ТГУ	10 115 833	485 000	3 798 000	4,31	295 378
12	СПбПУ	8 990 067	268 117	358 100	6,94	184 552

Институциональные особенности российских финансовых показателей обуславливают необходимость некоторой адаптации предложенных методов, для того чтобы сформировать полноценное представление о деятельности фондов целевого капитала.

В табл. 2 приведены финансовые показатели деятельности нескольких фондов целевого капитала с максимально открытой отчетностью, получателями дохода от которых являются университеты. Из таблицы видно, что доля расходов вуза, покрываемая доходом от целевого капитала, в большинстве государственных вузов не достигает и 1%, только МГИМО приближается по данному показателю к 3%. Важно обратить внимание на низкую доходность по результатам доверительного управления в 2014 г.: в среднем она составила 4% при уровне инфляции 11,4%<sup>8</sup>. Для сравнения: в 2008 г. большинство фондов получило доходы, превышающие инфляцию. Из приведенных в таблице данных видно, что университеты тратят гораздо меньше установленных законодательством нормативов на расходы на доверительное управление, вознаграждение управляющей компании и административно-управленческие нужды.

Определить системный подход, на основе которого определяются объемы дохода от целевого капитала, который направляется получателю дохода — университету, не представляется возмож-

<sup>8</sup> <http://www.cbr.ru/>

Бюджет вуза, руб.	Выплаты к бюджету, %	Административно-управленческие расходы, руб.	Расходы на доверительное управление, руб.	Вознаграждение управляющей компании, руб.
2 850 133 000	2,81	н/д	н/д	н/д
3 810 393 300	17,61	3 260 000	824 546	716 002
12 846 124 600	0,27	1 306 900	89 363	357 452
4 423 354 200	6,39	н/д	н/д	н/д
5 573 686 500	0,08	571 580	н/д	27 100
14 962 023 100	0,04	1 500 000	13 700	118 600
6 188 513 000	0,02	100 000	28 261	182 737
8 640 200 000	0,01	36 405	0,00	42 456
6 633 059 200	0,01	291 000	0,00	42 000
5 920 777 900	0	н/д	н/д	н/д
5 034 803 800	0,01	н/д	н/д	14 500
7 755 290 200	0,002	424 072	24 721	462 359

*Источники:* <http://indicators.miccedu.ru/monitoring/>; <http://fund.mgimo.ru/>; <http://eu.spb.ru/university/eusp-fund/>; <http://fund.spbu.ru/>; <http://www.nes.ru/ru/school/dev/endowment/>; <http://www.s-vfu.ru/universitet/o-vuze/fond-tselevogo-kapitala/>; <http://endowment.hse.ru/>; <http://endowment.misis.ru/>; <http://urfu.ru/ru/ehndaument/>; <http://endowment.tpu.ru/>; <http://www.endowment.sfedu.ru/>; <http://fond.tsu.ru/>; <http://fund.spbu.ru/>

ным (табл. 2 и 3). Налицо также нерегулярность пожертвований, которая затрудняет планирование сумм расходования.

Существенным отличием российских фондов целевого капитала от зарубежных является использование упрощенных схем для определения сумм расходования из доходов от целевого капитала: использование всего полученного дохода (за минусом расходов на управление эндаументом) или ежегодное принятие решения об уровне расходов. Зачастую используется практика ежегодного определения уровня расходования доходов от целевого капитала и направлений расходования попечительским советом или специально созданными комиссиями. О методах использования дохода от эндаумента, широко применяемых за рубежом и основанных на норме расходования, учете инфляции, средней стоимости активов, речь пока не идет. Очевидно, финансовый менеджмент российских университетов не осведомлен о современных методах управления доходами от целевого капитала.

Какие же области деятельности и подразделения университета прежде всего финансируются за счет доходов от эндаумента?

Таблица 3. **Финансовые показатели деятельности фондов целевого капитала в 2012–2013 гг.** (руб.)

№	Получатели дохода	2013 г.			
		Стоимость чистых активов на 31.12	Доход	Пожертвования	Выплата дохода
1	МГИМО	1 205 000 000	89 300 000	68 200 000	30 000 000
2	ЕУСПб	1 213 052 748	96 702 000	97 000 000	39 525 000
3	СПбГУ	1 054 180 000	79 120 000	25 880 000	63 508 708
4	ВШЭ	43 135 000	2 400 000	0	0
5	МИСиС	34 396 515	689 890	28 360 000	382 725
6	ТПУ	11 926 000	915 000	1 784 000	915 000
7	ТГУ	6 317 827	474 065	1 313 091	450 000

Таблица 4. **Направления расходования доходов от целевого капитала**

	Студенты	Научно-педагогические работники	Материально-техническая база	Приглашение зарубежных профессоров	Библиотека	Исследования	Структурные подразделения
ФУ	✓	✓	✓	✓			
МИСиС	✓		✓				
ВШЭ			✓		✓		
МГИМО	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
СПбГУ	✓	✓	✓				
ТПУ			✓		✓		✓
ТГУ	✓						

В табл. 4 приведены основные направления расходования доходов от целевого капитала по результатам анализа отчетов фондов нескольких университетов.

Самыми популярными направлениями расходования доходов от целевого капитала являются укрепление материально-технической базы (особенно спортивные объекты и общежития) и поддержка студентов (стипендиальные программы, студенческие проекты, студенческая мобильность и др.). Реже всего эти средства направляют на развитие исследований.

2012 г.			
Стоимость чистых активов на 31.12	Доход	Пожертвования	Выплата дохода
1 091 000 000	78 000 000	221 800 000	45 000 000
831 353 186	67 957 778	62 087 830	18 207 024
1 012 750 000	63 410 000	281 810 000	3 779 665
40 700 000	2 800 000	0	0
5 772 831	71 056	2 265 235	0
10 146 000	762 000	2 483 000	701 000
5 051 319	442 741	484 800	65 000

Таким образом, российские университеты пока не освоили за-рекомендовавшие себя за рубежом методы использования дохода от целевого капитала, они выбирают упрощенные решения и, как следствие, отстают от современных технологий управления.

Исследуем потенциальную эффективность общепризнанных методов использования дохода от целевого капитала на кейсе НИУ ВШЭ: на примере Фонда целевого капитала НИУ ВШЭ проанализируем применение методов определения сумм расходования и смоделируем финансовые показатели за 2008–2014 гг. при допущении, что уровни годовой доходности, расходов на доверительное управление, вознаграждения управляющей компании и административно-управленческих расходов неизменны.

В табл. 5 представлены финансовые показатели деятельности Фонда целевого капитала на развитие НИУ ВШЭ.

Фонд целевого капитала НИУ ВШЭ ежегодно принимает решение об уровне расходования дохода от целевого капитала. В 2008–2013 гг. доход от целевого капитала реинвестировался, в 2014 г. этот доход в объеме 6,1 млн руб. был распределен в пользу НИУ ВШЭ. На конец 2014 г. объем целевого капитала составил 67,5 млн руб.

Если бы фонд применял метод использования всего полученного дохода, то при сохранении на неизменном уровне годовой доходности, расходов на доверительное управление, вознаграждения управляющей компании и административно-управленческих расходов на конец 2014 г. целевой капитал составил бы 45,1 млн руб. (табл. 6) с нестабильным распределением выплат от года к году (от 0 до 4,5 млн руб.).

### **Рекомендации по управлению доходами от целевого капитала в России**

Таблица 5. Показатели деятельности ФЦК НИУ ВШЭ в 2008–2014 гг.

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Рыночная стоимость на начало года (млн руб.)	43,1	40,7	38,0	35,4	30,7	25,6	26,0
Доход от доверительного управления (млн руб.)	2,0	2,4	2,8	2,6	4,7	5,1	-0,4
Годовая доходность (%)	3,8	5,9	7,1	7,3	15,3	20,0	-1,5
Уровень инфляции в России (%)*	11,4	6,5	6,6	6,1	8,8	8,8	13,3
Расходы, связанные с доверительным управлением, вознаграждением УК, и административно-управленческие расходы** (%)	3,7	0,7	0,5	1,1	1,6	2,3	0
Расходы (млн руб.)	1,6	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0
Выплата дохода (млн руб.)	6,1	0	0	0	0	0	0
Рыночная стоимость на конец года (млн руб.)	67,5	43,1	40,7	38,0	35,4	30,7	25,6

Примечание: В соответствии с международной практикой представления финансовых показателей деятельности эндаументов здесь и далее показатели располагаются от текущего периода к более ранним.

\* Данные по инфляции приведены на основании официального бюллетеня Центрального банка России.

\*\* Далее — расходы.

Таблица 6. Использование всего полученного дохода

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Рыночная стоимость на начало года (млн руб.)	15,1	16,0	17,1	18,2	21,1	25,6	26
Годовая доходность (%)	3,8	5,9	7,1	7,3	15,3	20	-1,5
Доход от доверительного управления (млн руб.)	0,6	0,9	1,2	1,3	3,2	5,1	-0,4
Расходы (%)	3,7	0,7	0,5	1,1	1,6	2,3	0
Расходы (млн руб.)	0,6	0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	0
Выплата дохода (млн руб.)	0,0	0,8	1,1	1,1	2,9	4,5	0
Пожертвования (млн руб.)	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Рыночная стоимость на конец года (млн руб.)	45,1	15,1	16,0	17,1	18,2	21,1	25,6

Таблица 7. Максимальная норма расходования

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Годовая доходность (%)	3,8	5,9	7,1	7,3	15,3	20	-1,5
Расходы (%)	3,7	0,7	0,5	1,1	1,6	2,3	0
Уровень инфляции в России (%)	11,4	6,5	6,6	6,1	8,8	8,8	13,3
Максимальная норма расходования (млн руб.)	-11,3	-1,3	0	0,1	4,9	8,9	-14,8

Таблица 8. «Правило пяти процентов»

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Рыночная стоимость на начало года (млн руб.)	19,8	20,9	21,9	23,1	24,3	25,6	26
Годовая доходность (%)	3,8	5,9	7,1	7,3	15,3	20	-1,5
Доход от доверительного управления (млн руб.)	0,8	1,2	1,6	1,7	3,7	5,1	-0,4
Расходы (%)	3,7	0,7	0,5	1,1	1,6	2,3	0
Расходы (млн руб.)	0,8	0,1	0,1	0,3	0,4	0,6	25,6
Выплата дохода (млн руб.)	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	0
Пожертвования (млн руб.)	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Рыночная стоимость на конец года (млн руб.)	48,8	19,8	20,8	21,9	23,1	24,3	25,6

Таблица 9. Норма расходования 3%

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Рыночная стоимость на начало года (млн руб.)	22,0	22,7	23,4	24,1	24,8	25,6	26
Годовая доходность (%)	3,8	5,9	7,1	7,3	15,3	20	-1,5
Доход от доверительного управления (млн руб.)	0,9	1,3	1,7	1,8	3,8	5,1	-0,4
Расходы (%)	3,7	0,7	0,5	1,1	1,6	2,3	0
Расходы (млн руб.)	0,8	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	25,6
Выплата дохода (млн руб.)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Пожертвования (млн руб.)	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Рыночная стоимость на конец года (млн руб.)	51,3	22,0	22,7	23,4	24,1	24,8	25,6

Чтобы воспользоваться методом, основанным на стоимости чистых активов, определим максимальную норму расходования как доходность за минусом расходов и инфляции (табл. 7).

В связи с высокой инфляцией норма расходования не соответствует мировым уровням в 4–5%, даже если не принимать во внимание особенно сложные в финансовом отношении 2008 и 2014 г. Но все же попробуем применить «правило пяти процентов» в отношении целевого капитала на развитие НИУ ВШЭ (табл. 8).

Судя по приведенному расчету, «правило пяти процентов» показывает лучший результат с точки зрения сохранности капитала (48,8 млн руб.) при равномерных выплатах дохода (1–1,3 млн руб.), по сравнению с использованием всего полученного дохода.

В табл. 9 приведен расчет при использовании нормы расходования в 3%. На основании расчета максимальной нормы рас-



Таблица 10. Метод «скользящего среднего»

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Рыночная стоимость на начало года (млн руб.)	21,8	22,6	23,3	24,1	24,8	25,6	26
Годовая доходность (%)	3,8	5,9	7,1	7,3	15,3	20	-1,5
Доход от доверительного управления (млн руб.)	0,8	1,3	1,7	1,8	3,8	5,1	-0,4
Расходы (%)	3,7	0,7	0,5	1,1	1,6	2,3	0
Расходы (млн руб.)	0,8	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	25,6
Выплата дохода (млн руб.)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Пожертвования (млн руб.)	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Рыночная стоимость на конец года (млн руб.)	51,1	21,8	22,6	23,3	24,1	24,8	25,6

ходования можно сделать заключение, что норма в 3% больше подходит для российских реалий, чем 5%. Рыночная стоимость на конец 2014 г. составила бы 51,3 млн руб. при ежегодных отчислениях в пользу университета 0,7–0,8 млн руб.

При использовании метода «скользящего среднего» с нормой доходности в 3% и учете стоимости активов за 5 лет результат получается очень близкий к варианту планирования при учете стоимости активов лишь предыдущего периода: 51,1 млн руб. — стоимость активов фонда на конец 2014 г. при тех же ежегодных выплатах в размере 0,7–0,8 млн руб. (табл. 10).

$\alpha$ - $\beta$  метод невозможно применить в российской практике в силу законодательных ограничений, а именно из-за невозможности создать стабилизационный фонд внутри фонда целевого капитала.

Методы, основанные на инфляции, неприменимы к целевому капиталу на развитие НИУ ВШЭ в связи с тем, что основываются на прежних уровнях расходования. Поскольку доход от целевого капитала долгое время реинвестировался, а впервые был направлен получателю дохода в 2014 г. и аккумулировал в себе доходы прошлых периодов, расчеты будут некорректными. Аналогичная ситуация и с гибридными методами, в которых не менее 60% составляет доля фактора инфляции.

Итак, сравнив распределение дохода, которое было реализовано Фондом целевого капитала, с потенциальными результатами применения других методов, можно сделать вывод, что при примененной политике в большей степени реализуется принцип сохранности, а при использовании методов, основанных на стоимости чистых активов, эндаумент НИУ ВШЭ смог бы обеспечить принцип равенства поколений, ежегодно распределяя доход в пользу будущего и настоящего поколений. Соблюдение принципа сохранности, безусловно, позволяет обеспечить более высо-

кие показатели объема Фонда целевого капитала, но в условиях кризиса и с учетом того, что капитал в основном рублевый, деньги «сгорают», так что правильность выбора именно этого принципа оказывается под сомнением. В условиях стабильности такая политика может быть целесообразной, но при резких изменениях экономических условий чревата упущенными возможностями.

На первом этапе развития фондов целевого капитала в России сообщество эндаументов был накоплен опыт по их формированию, в дальнейшем нарабатывался опыт по управлению ими, сейчас активно развиваются фандрайзинговые стратегии. Эффективному расходованию средств фондами целевого капитала многие университеты пока не уделяют достаточного внимания. Скорее всего, это будет следующим этапом развития сообщества целевых капиталов в России.

## **Выводы**

При этом в мировой практике выработаны методы по определению сумм расходования доходов от эндаумент-фондов, накоплен значительный опыт по их применению, закономерности расходования этих средств на протяжении последних 50 лет активно исследуют специалисты в области экономики и образования.

В зарубежных университетах применяются методы, основанные на учете стоимости активов, методы, учитывающие инфляцию, и гибридные методы. В России используемые в мировой практике методы, с помощью которых определяются суммы расходования доходов от целевого капитала, пока не применяются. Более того, их внедрение осложняется существующими особенностями законодательства и тем, что практика расходования пока что не стала системной. Фонды целевого капитала в России в основном ежегодно принимают решения об уровне расходов или используют весь полученный доход за вычетом расходов на управление эндаументом.

Балансирование текущих и будущих выплат с целью соблюдения принципа равенства поколений пока еще не стало основой для принятия решений при определении ежегодных сумм расходования дохода от целевого капитала. Хотя приведенный в статье анализ метода, основанного на стоимости активов, показывает, что данный способ планирования расходов применим в практике российских вузов уже на данном этапе развития и он обеспечил бы принцип равенства поколений и стабильные выплаты из года в год.

Перед финансовым менеджментом университетов стоит задача освоить тонкие финансовые инструменты, которые позволяют не только обеспечивать стабильность (размеры российских эндаументов пока не дают такой возможности), но и поддерживать выпадающие направления. В нынешних условиях федеральный бюджет перестает финансировать научные и прикладные ис-

следования, трудно поддерживать кадровый потенциал и сохранять в университетах профессоров-лидеров, существует угроза снижения академической мобильности, сокращения доли иностранных студентов и преподавателей и т. п. То есть вузам необходимо все время поддерживать данные направления за счет точек роста и развития, которые у них есть. В условиях кризиса зарубежные страны пытаются расширить возможности для студентов, для семей и для бизнеса инвестировать в сферу образования. В российской же системе образования не только не расширяются эти институциональные возможности, но и происходит концентрация поддержки государства исключительно на определенных направлениях деятельности и только на сильных университетах. Даже ведущим университетам сегодня сложно развивать кадровый потенциал, обеспечивать высокую мобильность и т. д. Эндаумент-фонды как новый финансовый инструмент могли бы помочь компенсировать трудности, но ключевыми кейсами фонды — даже в ведущих университетах — выбирают упрощенные схемы, которые приводят их к тактике сохранения за счет сокращения расходов на текущую деятельность. Такой выбор можно квалифицировать как односторонний, наносящий ущерб возможностям демпфировать возникшие риски. Анализ деятельности зарубежных эндаументов показывает, что они выполняют функцию компенсации рисков внешней среды. Потери эндаументов крупнейших зарубежных вузов в условиях кризиса были весомыми, и все же именно они оказались тем стабилизационным фондом, который позволял вузам финансировать точки роста. Безусловно, это не означает, что необходимо использовать доход от эндаумента и его «тело» по максимуму, но поставленная Тобином задача сбалансировать текущее и будущее финансирование действительно является сегодня одной из самых острых и актуальных, и на примере российских университетов, в частности кейса НИУ ВШЭ, мы видим, что она пока не получила оптимального решения.

## Литература

1. Дьячкова Э. А. Фонды целевого капитала российских университетов: динамика развития // Университетское управление: практика и анализ. 2013. № 5. С. 74–89.
2. Субанова О. С. Фонды целевых капиталов некоммерческих организаций: формирование, управление, использование. М.: КУРС, 2011.
3. American Council on Education (2014) Understanding College and University Endowments. Washington: American Council on Education. <http://www.acenet.edu/news-room/Documents/Understanding-Endowments-White-Paper.pdf>
4. Ford Foundation (1972) Managing Educational Endowments. New York: The Ford Foundation.
5. Mehrling P. (2005) A Robust Spending Rule: The  $\alpha$ - $\beta$  Approach. [http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/a\\_robust\\_spending\\_rule.pdf](http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/a_robust_spending_rule.pdf)

6. Mehrling P. (2003) Endowment Spending Policy: An Economist's Perspective. [http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/endowment\\_spending\\_policy.pdf](http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/endowment_spending_policy.pdf)
7. Rogers F. (2012) Endowment Spending: A Look Back. <https://www.inphilanthropy.org/sites/default/files/resources/Endowment%20Spending%20A%20Look%20Back-Commonfund%20Institute-2012.pdf>
8. Sedlacek V. O., Jarvis W. F. (2010) Endowment Spending: Building a Stronger Police Framework. Commonfund White Paper.
9. Tobin J. (1974) What is Permanent Endowment Income? // American Economic Review. Vol. 64. No 2. P. 427–432.

## Managing Endowment Fund Income in Universities

Authors **Elza Dyachkova**

Leading Expert, Center for International Competitiveness of Higher Education, Institute of Education, National Research University—Higher School of Economics; Graduate Student at NRU HSE. Address: 20 Myasniitskaya str., 101000 Moscow, Russian Federation. E-mail: edyachkova@hse.ru

**Abstract** In this paper, we discuss the methods of endowment management existing in the world and their applicability to the Russian university system. The endowment spending research focuses on the following issues: reinvesting endowment income; identifying the size of expendable endowment income; using the endowment body, not only income; choosing endowment spending policy, rule and rate endowments, etc. We provide an overview of endowment fund financial indicators and endowment spending allocation in Russia. Based on the example of the HSE Endowment Fund, we analyze the use of endowment spending rules and model of financial indicators for 2008–2014. The University's Endowment Fund endowment spending policies implement the preservation principle, which may be reasonable in a stable economy. However, the viability of the principle is questionable in the crisis, the more so since the endowment is mostly in rubles. Using net asset valuation methods, the HSE Endowment Fund could provide equity between generations with annual distribution of income in favor of the next and current generations.

**Keywords** higher education, universities, higher education institutions, endowment fund, endowment, revenue, endowment spending, pact between generations, preservation principle.

- References**
- American Council on Education (2014) *Understanding College and University Endowments*. Washington: American Council on Education. Available at: <http://www.acenet.edu/news-room/Documents/Understanding-Endowments-White-Paper.pdf> (accessed 1 February 2016).
- Dyachkova E. (2013) Fondy tselevogo kapitala rossiyskikh universitetov: dinamika razvitiya [Endowment Funds of Russian Universities: The Dynamics of Development]. *Universitetskoe upravlenie: praktika i analiz*, no 5, pp. 74–89.
- Ford Foundation (1972) *Managing Educational Endowments*. New York: The Ford Foundation.
- Mehrling P. (2005) *A Robust Spending Rule: The  $\alpha$ - $\beta$  Approach*. Available at: [http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/a\\_robust\\_spending\\_rule.pdf](http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/a_robust_spending_rule.pdf) (accessed 1 February 2016).
- Mehrling P. (2003) *Endowment Spending Policy: An Economist's Perspective*. Available at: [http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/endowment\\_spending\\_policy.pdf](http://economics.barnard.edu/sites/default/files/inline/endowment_spending_policy.pdf) (accessed 1 February 2016).
- Rogers F. (2012) *Endowment Spending: A Look Back*. Available at: <https://www.inphilanthropy.org/sites/default/files/resources/Endowment%20Spending%20A%20Look%20Back-Commonfund%20Institute-2012.pdf> (accessed 1 February 2016).
- Sedlacek V. O., Jarvis W. F. (2010) *Endowment Spending: Building a Stronger Police Framework*. Commonfund White Paper.
- Subanova O. (2011) *Fondy tselevykh kapitalov nekommercheskikh organizatsiy: formirovanie, upravlenie, ispolzovanie* [Endowment Funds of Non-Profit Organizations: Creation, Management and Spending]. Moscow: KURS.
- Tobin J. (1974) What is Permanent Endowment Income? *American Economic Review*, vol. 64, no 2, pp. 427–432.