

## ՎԵՆՉՈՒՐԱՅԻՆ ԿԱՊԻՏԱԼԸ

### ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ

DOI: 10.52174/2579-2989\_2023.3-67

**Հիմնաբառեր.** վենչուրային կապիտալ, վենչուրային ֆոնդ, համաթիվ, սպարտափ, ներդրում

Հոդվածում ուսումնասիրվել են ՀՀ-ում հասանելի վենչուրային ֆոնդերի ցուցանիշները, ՀՀ գրավչությունը վենչուրային կապիտալ ներգրավելու առումով՝ ըստ «Վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության» համաթվի, կատարվել են համեմատություններ փարածաշրջանի երկրների հետ, վերլուծվել է դինամիկան, կատարվել են փորձագիտական հարցումներ ֆոնդերի հիմնադիրների հետ: Հետազոտության արդյունքները վկայում են, որ Հայաստանում միջավայրն ընդհանուր առմամբ բարենպաստ է օրենսդրության և հարկային արտոնությունների տեսանկյունից, մինչդեռ օրենքների կիրարկման, կապիտալի շուկայի խորության և մարդկային կապիտալի զարգացման ուղղությամբ անելիքները դեռևս շատ են: Ուստի, առաջարկում ենք քաղաքականություն մշակողներին ոչ թե վենչուրային ֆոնդին ուղակի մասնակցություն ունենալ համահավասար ներդրման միջոցով, այլ կենտրոնանալ այս ցուցանիշների լավարկման, ընդհանուր ենթակառուցվածքների սպեղծման և ոլորտի համար մրցակցային միջավայրի բարելավման վրա, քանի որ նման պայմաններում շուկայական մեխանիզմներն ինքնին կհանգեցնեն անհրաժեշտ ծավալով և թվով ֆոնդերի սպեղծմանը:


Անհնար է պատկերացնել ստարտափների զգոյությունն առանց վենչուրային հիմնադրամների առկայության: Ստարտափը, որը զարգացման նախնական փուլում գտնվող ընկերություն է և ունի «հեղափոխական» գաղափար, որի հիման վրա էլ հավանական է՝ շուկա մուտք գործի յուրօրինակ ապրան-



### Ռուզաննա ԹԱԴԵՎՈՍՅԱՆ

ՀՊՏՀ «Ամբերդ»  
հետազոտական կենտրոն

2014 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ-ն և ընդունվել ասպիրանտուրա: 2018 թ.-ից աշխատում է «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնում: 2018-2020 թթ. սովորել է Texas A&M համալսարանի Ագրոբիզնեսի մագիստրատուրայում: Վերապարտարարվել է աշխարհի տարբեր երկրների համալսարաններում:

 <https://orcid.org/0000-0003-2226-6435>

քով կամ ծառայությամբ, այս ամենը կազմակերպելու համար կարիք ունի ֆինանսական միջոցների: Եվ քանի որ նշված ճանապարհը բազմաթիվ ռիսկեր է ենթադրում, հետևաբար՝ ֆինանսավորման ավանդական աղբյուրները և ներդրողները խուսափում են այսպիսի ընկերություններում ներդրումներ կատարելուց: Ուստի նման ռիսկային ընկերությունների համար առաջանում է ֆինանսավորման այլ աղբյուրների հայթայթման անհրաժեշտություն, որից ելնելով էլ՝ ստեղծվում են վենչուրային հիմնադրամներ և «հրեշտակներդրողների ակումբներ»: Շնորհիվ վենչուրային կապիտալի՝ ստարտափները կարողանում են աճել և վերածվել միջազգային ընկերությունների, ստեղծվում են աշխատատեղեր, որոնց արդյունքում շահում է ողջ տնտեսությունը: Չնայած վենչուրային կապիտալիստների մեծ փորձին և գիտելիքին՝ ստարտափների 90%-ը՝ ձախողում է, այնուամենայնիվ, ֆինանսավորում ստացած ընկերություններից 10%-ի հաջող ելքով հնարավոր է ոչ միայն բազմապատիկ վերադարձնել ներդրված գումարը, այլև ծածկել մյուս ընկերությունների ձախողումից կրած վնասները:

Սովորաբար, վենչուրային հիմնադրամները հակված են կենտրոնանալու որոշակի ոլորտների վրա և կատարում են խոշոր ներդրումներ փոքրաթիվ ստարտափներում: Հայաստանում նույնպես յուրաքանչյուր վենչուրային հիմնադրամ ունի որոշակի ուղղվածություն: Ինչպես նշում են վենչուրային հիմնադրամների որոշ ներդրողներ, նրանց հետաքրքրում է ոչ թե 2 տարում 5-10 անգամ, այլ հորիզոնում առնվազն 20-30 անգամ աճի հնարավորություն ունեցող ստարտափը<sup>1</sup>:

Թե՛ Հայաստանում, թե՛ ամբողջ աշխարհում ստարտափների, վենչուրային հիմնադրամների և վենչուրային գործարք-

ների թիվը տարեցտարի աճում է: 2021 թվականը բեկումնային տարի էր վենչուրային գործարքների քանակի (38644 գործարք) և ծավալի (671 մլրդ ԱՄՆ դոլար<sup>3</sup>) առումով, մինչդեռ 2022 թ.-ին՝ Ուկրաինայում պատերազմի, մատակարարման գլոբալ արժեզրթանների շարունակական խնդիրների, գնաճի և մոտալուտ ռեցեսիայի համապատկերում, ներդրողները որոշակիորեն կրճատեցին նոր ներդրումները՝ ուշադրությունը կենտրոնացնելով արդեն գոյություն ունեցող պորտֆելներին աջակցելու վրա: 2023 թ. առաջին եռամսյակում վենչուրային ներդրումների աճը դարձյալ վերականգնվել է՝ նախորդ եռամսյակի համեմատ աճելով 37%-ով<sup>4</sup>:

Հայաստանում առաջին վենչուրային հիմնադրամը՝ «Գրանատուս վենչուրսը», հիմնվել է 2013 թ.-ին՝ Համաշխարհային բանկի «Էլեկտրոնային հասարակության և մրցունակության համար նորարարության ծրագրի» շրջանակում՝ Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամի կողմից իրականացվող «Սկսնակ և սկզբնական փուլի ֆինանսավորման հիմնադրամ» բաղադրիչի աջակցությամբ<sup>5</sup>: ՀՀ կառավարության 2013 թ. հոկտեմբերի 3-ի N1083-Ա որոշմամբ հաստատվել է պետության մասնակցությունը «Գրանատուս վենչուր ֆոնդ I» փակ բաժնետիրական ընկերության կանոնադրական կապիտալում՝ 3,000 հատ՝ A դասի արտոնյալ մարվող բաժնետոմսերում, 3,000 հատ՝ B դասի արտոնյալ փոխարկելի բաժնետոմսերում և 3,000 հատ՝ C դասի արտոնյալ բաժնետոմսերում, որոնց հանրագումարային արժեքը՝ պետության կողմից ներդրված ողջ գումարը, չպետք է գերազանցեր 3,3 մլն ԱՄՆ դոլարը<sup>6</sup>: Իսկ արդեն 2019 թ. ՄԱԿ-ի զարգացման ծրագրի և «Գրանատուս վենչուրսի» հետ համաձայնագրի ստորագրմամբ ստեղծվեց «Գրանատուս

<sup>1</sup> Why do so many startups fail? World Economic Forum, May 26, 2015 [https://www.weforum.org/agenda/2015/05/why-do-so-many-startups-fail/?DAG=3&gclid=EAlaQobChMlptnz15fU\\_wiVERkGAB1vgwD4EAMYASAAEgK5hfD\\_BwE](https://www.weforum.org/agenda/2015/05/why-do-so-many-startups-fail/?DAG=3&gclid=EAlaQobChMlptnz15fU_wiVERkGAB1vgwD4EAMYASAAEgK5hfD_BwE)

<sup>2</sup> Տեղեկությունը ձեռք է բերվել փորձագիտական հարցումների արդյունքում:

<sup>3</sup> KPMG, Global venture capital annual investment shatters records following another healthy quarter <https://kpmg.com/xx/en/home/media/press-releases/2022/01/global-venture-capital-annual-investment-shatters-records-following-another-healthy-quarter.html>

<sup>4</sup> EY, Q1 VC investment rises, with headwinds increasing for 2023, [https://www.ey.com/en\\_us/growth/venture-capital/q1-2023-venture-capital-investment-trends](https://www.ey.com/en_us/growth/venture-capital/q1-2023-venture-capital-investment-trends)

<sup>5</sup> Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, <https://www.eif.am/arm/projects/venture-capital-firm-granatus/>

<sup>6</sup> ՀՀ կառավարության 2013 թ. դեկտեմբերի 3-ի N 1083-Ա որոշում, <https://www.irtek.am/views/act.aspx?aid=72728>

թեր4ԷսԴիՋի» (Granatus Tech4SDG) հիմնադրամը՝ 40 մլն ԱՄՆ դոլար ներդրամամբ<sup>7</sup>: Վերջինիս նպատակն է բարձր տեխնոլոգիաներն ու տեխնոլոգիական ներուժն ուղղել սոցիալական և բնապահպանական խնդիրների լուծմանը: «Գրանատուս վենչուրսն» աջակցում է ստարտափներին ամբողջ աշխարհում, որոնք օգտագործում են Հայաստանի ներուժը՝ որպես զարգացող տեխնոլոգիական կենտրոն: 2023 թ. հունիսի դրությամբ՝ հիմնադրամի պորտֆելային ընկերությունների թիվը հասել է 18-ի (աղյուսակ 1): Պորտֆելային ընկերությունների թիվը (21 ընկերություն) ներկայում առաջատարը «Սմարթգեյթ» և «Հայվ վենչուրս» հիմնադրամներն են (գրանցված չեն ՀՀ-ում), որոնք թեև ավելի ուշ են ստեղծվել, սակայն հասցրել են ավելի մեծաթիվ ընկերություններում ներդրումներ կատարել: Ներդրումային ակտիվությամբ աչքի են ընկնում ընդամենը 2021 թ. ստեղծված «Բիգթեք» ՎիՍի և «Ֆորմուլա ՎիՍի» վենչուրային հիմնադրամները, որոնք այս կարճ ժամանակահատվածում հասցրել են համապատասխանաբար՝ 13 և 14 ընկերություններում ներդրումներ կատարել, թեև ներդրման ծավալն ավելի փոքր է, քան վերը նշված հիմնադրամներին: Աղյուսակ 1-ում նշված են ՀՀ ստարտափների համար առավել հասանելի վենչուրային հիմնադրամներն այն առումով, որ վերջիններս ներդրումներ են կատարում հայկական ստարտափներում ամբողջ աշխարհում, այսինքն՝ շեշտադրվում է համահիմնադրի հայ լինելու հանգամանքը, և որոշ դեպքերում պարտադիր չէ, որ ստարտափը գրանցված լինի կամ գործունեություն ծավալի Հայաստանում, ավելին, աղյուսակում նշված որոշ հիմնադրամներ ՀՀ-ում գրանցված չեն: ԿԲ կայքում, որպես գրանցված վենչուրային հիմնադրամներ, վերոնշյալ աղյուսակից նշված են միայն «Գրանատուս վենչուրսի» 2 հիմնադրամ, «Ֆորմուլա ՎիՍին», «ՇՏԻԳԵՆ ՎիՍին», ինչպես նաև աղյուսակում չնշված «ՍԵՐԱՖԻՄ ՎԵՆ-

ՉՈՒՐՍ» ՓԲԸ հաստատուն կապիտալով ոչ հրապարակային կորպորատիվ փակ մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդը և «ԱրմԹեք իմփաքթ վենչուրս» ՍՊԸ «ԱրմԹեք իմփաքթ ֆոնդ» փակ ոչ հրապարակային պայմանագրային ներդրումային հիմնադրամը: Սակայն, վերջիններիս մասին այլ տեղեկություն, բացի ԿԲ ոչ հրապարակային ներդրումային ֆոնդերի ցանկում նշվածից, առկա չէ:

2018 թ.-ից սկսած՝ ՀՀ կառավարությունը պարբերաբար շրջանառում էր Ազգային վենչուրային ֆոնդ (ԱՎՖ) ստեղծելու գաղափարը: Նախատեսվում էր պետության մասնակցությամբ, ինչպես նաև մասնավոր համահավասար ներդրումներով (9-ական մլն ԱՄՆ դոլար) հիմնադրել ԱՎՖ, որի համար 2021 թ. սեպտեմբերին ազգային վենչուրային ֆոնդի կառավարչի մրցույթ էր հայտարարվել<sup>8</sup> ԲՏԱ նախարարության կողմից: Սակայն, թե մրցույթի, թե ԱՎՖ հիմնելու մասին տեղեկությունները հանվել են նախարարության կայքից, ուստի կարող ենք ենթադրել, որ դա դեռևս չի հիմնադրվել: Միաժամանակ, կարևոր է ընդգծել, որ պետության մասնակցությունը վենչուրային հիմնադրամներին ունի ոչ միանշանակ ազդեցություն: «Պետական մասնակցությամբ վենչուրային կապիտալի ազդեցությունները. միջազգային փորձից բխող ապացույցներ» հետազոտության հեղինակները, օգտագործելով Thomson Reuters-ի Thomson One (T1) տվյալների բազայի 2000-2008 թթ. վենչուրային կապիտալ ներդրումների բոլոր գործարքները, ընդհանուր առմամբ ընդգրկելով 25 երկրի 21852 ձեռնարկություն՝ 6307 առանձին վենչուրային կապիտալիստներով, կատարել են հետազոտություն և եկել այն եզրակացության, որ կառավարության կողմից փոքր աջակցությամբ ձեռնարկությունների կատարողականի մակարդակը բարձրանում է՝ համեմատած այն ձեռնարկությունների հետ, որոնք ներդրումներ են ստացել բացառապես մասնավոր վենչուրային ֆոնդե-

<sup>7</sup> UNDP Armenia, <https://www.undp.org/armenia/press-releases/undp-supports-launch-granatus-ventures-new-fund-targeting-sdg-oriented-tech-ventures>  
<sup>8</sup> Տե՛ս Ճապոնիայում Հայաստանի դեսպանության կայքէջ, <https://japan.mfa.am/hy/news/2021/09/07/%D5%A1%D5%A6%D5%A3%D5%A1%D5%B5%D5%AB%D5%B6-%D5%BE%D5%A5%D5%B6%D5%B9%D5%B8%D6%82%D6%80%D5%A1%D5%B5%D5%AB%D5%B6-%D6%86%D5%B8%D5%B6%D5%A4%D5%AB-%D5%AF%D5%A1%D5%BC%D5%A1%D5%BE%D5%A1%D6%80%D5%B9%D5%AB-%D5%A2%D5%A1%D6%81-%D5%B4%D6%80%D6%81%D5%B8%D6%82%D5%B5%D5%A9/9459>

ԱՂՅՈՒՍԱԿ 1

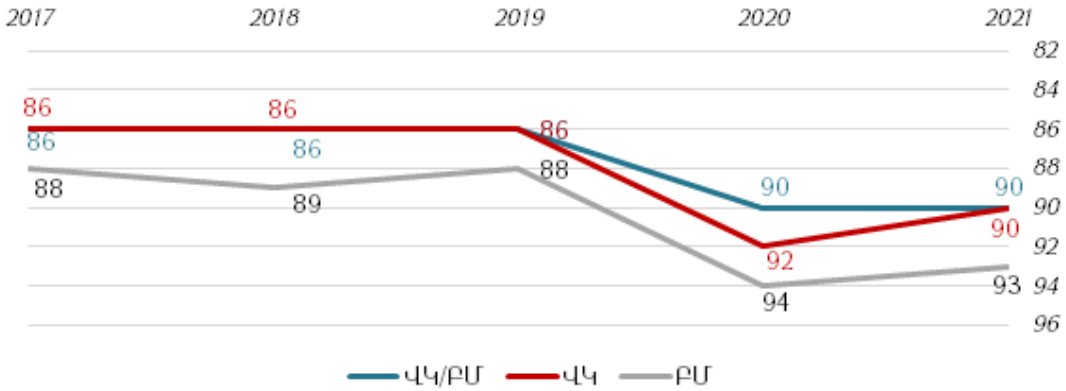
**«ՎՍՏԱՐՈՒՄՆԵՐԻ ԻՏԱՐԱՎԱԿԱՆ ԿՐԹՈՒՄՆԵՐԻ ՎԵՆՉՈՐԱՅԻՆ ԻԿՄԱՆՊՐԱՄՆԵՐԸ»<sup>9</sup>**

Անվանումը	Ռոբոտային և հարվածային ուղղվածությունը	Հիմնադրման տարեթիվը	Մեկ տարածափոխի ֆինանսավորման չափը	Ստարտափի կայացման փուլը	Պորտֆոլյային ընկերությունների թիվը
Գրանատուս Վենչուրս (Granatus Ventures) <sup>10</sup> Գրանատուս Թեքնոլոգի (Granatus Tech4SDG)	Առողջապահություն, կրթություն մանրամասն/ազրոտեխնիկա, ռեսուրսների արդյունավետություն Արհեստական բանականություն, սովորելի լիարարություն, կենսապրոթեոմիկա, ռոբոտիկա	2013	1.5 մլն ԱՄՆ դոլար	Նախնական փուլ (Early stage)	18
Հայվ Վենչուրս (Hive Ventures) <sup>11</sup>	Առանձնացված չէ	2014		Նախնական փուլ (Early stage)	21
ՍմարթԳեյթ ՎիՍԻ (SmartGate VC) <sup>12</sup>	Առողջապահություն, անվտանգություն Արհեստական բանականություն, կենսապրոթեոմիկա, իրերի ինտերնետ	2017	100 հազ- 1.5 մլն ԱՄՆ դոլար	Նախասաղմնային և սաղմնային փուլ (Pre Seed and Seed stage)	21
ԲիգՍթորի ՎիՍԻ (BigStory VC) <sup>13</sup>	Առանձնացված չէ	2021	150-300 հազ ԱՄՆ դոլար	Նախնական փուլ (Early stage)	13
Ֆորմուլա ՎիՍԻ (Formula VC) <sup>14</sup>	Նրագրային ապահովումը՝ որպես ծառայություն (SAAS), իրերի ինտերնետ (IoT), արհեստական բանականություն (AI)	2021	մինչև 230 հազ. ԱՄՆ դոլար	Նախնական փուլ (Early stage)	14
Հիմք կապիտալ (Himk Capital) <sup>15</sup>	Բոլոր ոլորտներ և տեխնոլոգիաներ	2021	մինչև 500 հազ ԱՄՆ դոլար	Սաղմնային փուլ (Seed Stage)	-
Թրիբլ Ս Վենչուրս (Triple S (3S) Ventures) <sup>16</sup>	Նրագրային ապահովումը որպես ծառայություն (SAAS), արհեստական բանականություն (AI), բլոքչեյն տեխնոլոգիաներ, ֆինանսական տեխնոլոգիաներ, սարձարար տեխնոլոգիաներ	2022	մինչև 250 հազար ԱՄՆ դոլար	Նախասաղմնային և սաղմնային փուլ (PreSeed and Seed Stage)	-
Շտիգեն ՎիՍԻ (Shtigen VC) <sup>17</sup>	Կանաչ էներգետիկա, կանաչ նախագծեր	2022	-	-	-

րից: Միաժամանակ, ի հակադրություն դրա, պետական աջակցությամբ վենչուրային ֆոնդերի աջակցության մեծ ծավալները զուգորդվում են ցածր կատարողականի հետ: Այլ կերպ ասած, կառավարության փոքր աջակցությունն ավելացնում է ներդրումներից եկամուտները,

մինչդեռ մեծ աջակցությունը հակառակ ազդեցություն է ունենում: Ըստ հեղինակների՝ զգալի է տարբերությունը պետական աջակցությամբ և պետության սեփականությամբ (մասնակցությամբ) վենչուրային ֆոնդերի միջև՝ այն առումով, որ վերջիններիս արդյունավետությունն ավել-

<sup>9</sup> Աղյուսակը կազմել է հեղինակը՝ ֆոնդերի պաշտոնական կայքերի, նրանցից հայցված տեղեկությունների և crounchbase տվյալների բազայի հիման վրա:  
<sup>10</sup> Granatus Ventures, <https://www.granatusventures.com/>  
<sup>11</sup> Hive Ventures <https://hiveventures.co/>  
<sup>12</sup> SmartGate VC <https://www.smartgate.vc/>  
<sup>13</sup> BigStory VC <https://www.bigstory.vc/>  
<sup>14</sup> Formula VC <https://formula.vc/>  
<sup>15</sup> Himk Capital <https://www.himkcapital.com/>  
<sup>16</sup> Triple S ventures <https://triples.vc/en>  
<sup>17</sup> Shtigen VC <https://shtigen.com/>



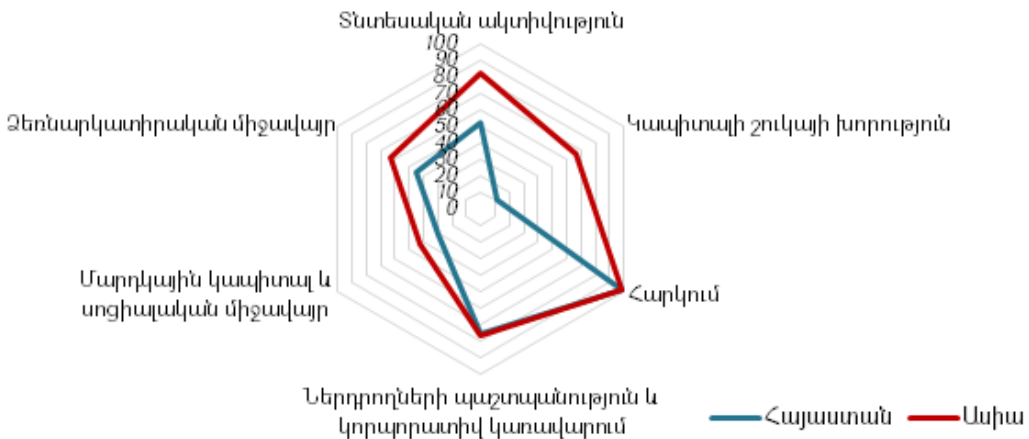
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

**«Վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության համաթիվը, 2017-2021 թթ.»<sup>18</sup>**

լի ցածր է<sup>19</sup>:

Ինչպես կարելի է նկատել աղյուսակ 1-ից, ՀՀ-ում գրանցված ստարտափների համար հասանելի վենչուրային հիմնադրամները նախասահմանային, սահմանային և նախնական փուլում են ներդրումներ կատարում, իսկ ավելի բարձր փուլերում (Series A, B, C, D) ներդրումներ ներգրավելու համար հայկական ստարտափները կարիք ունեն դիմելու միջազգային վենչուրային հիմնադրամների: Երկրում վենչուրային կապիտալի ներգրավման համար կա-

րևոր են ներդրումային միջավայրի գրավչությունն ընդհանրապես և վենչուրային կապիտալի ներգրավման գրավչությունը՝ մասնավորապես: Վերջինիս գնահատման նպատակով օգտագործվում է «Վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության» համաթիվը, որը հաշվի է առնում տնտեսական ակտիվությունը, կապիտալի շուկայի չափն ու իրացվելիությունը, հարկային համակարգը, ներդրողների պաշտպանությունը և կորպորատիվ կառավարումը, մարդկային և սոցիալական միջավայրը, ձեռ-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

**Վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության համաթիվի առանձին ցուցանիշների արժեքը Հայաստանում և Ասիայում<sup>20</sup>**

<sup>18</sup> The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index <https://blog.iese.edu/vcpeindex/armenia/>  
<sup>19</sup> James A. Brander & Qianqian Du & Thomas F. Hellmann, 2010. "The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence," NBER Working Papers 16521, National Bureau of Economic Research, Inc., [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w16521/w16521.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16521/w16521.pdf)  
<sup>20</sup> The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index <https://blog.iese.edu/vcpeindex/armenia/>

նարկատիրական մշակույթն ու հնարավորությունները: Վերջին՝ 2021 թ. համաթիվը վարկանշավորում է աշխարհի 125 երկրներն ըստ այդ բաղադրյալ ցուցանիշների, որոնց համընդհանուր գնահատականը ցույց է տալիս, թե ինչքանով է այս կամ այն երկիրը գրավիչ վենչուրային կապիտալի ներգրավման համար:

Հայաստանը 2020-2021 թթ. զբաղեցրել է 90-րդ հորիզոնականը՝ որոշակի հետընթաց գրանցելով 2017-2019 թթ.-ի համեմատ (գծապատկեր 1): Համաթվի ամենախնդրահարույց ցուցանիշը Հայաստանի համար «Կապիտալի շուկայի խորությունն» է՝ իր բոլոր ենթացուցանիշներով, որոնք նկարագրում են բաժնային շուկայի իրացվելիությունն ու չափը, բորսայական շրջանառության ծավալը, հրապարակային թողարկման գործառնությունները, միաձուլումների և կլանումների շուկան, պարտքային և վարկային շուկան, ինչպես նաև ֆինանսական հասանելիությունը: Այս ենթացուցանիշների համախմբի կշիռն ամենաբարձրն է համաթվում՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ արժեթղթերի շուկան է ապահովում ներդրված գումարի վերադարձն ու իրացվելիությունը, ինչը կարևորագույն նշանակություն ունի վենչուրային կապիտալի համար: Հայաստանի պարագայում հաջորդ խոցելի տվյալը տրնտեսական ակտիվության ցուցանիշն է (գծապատկեր 2)՝ առավելապես պայմանավորված գործազրկության բարձր մակարդակով և ՀՆԱ փոքր ծավալով, ինչը հատուկ է փոքր ու զարգացող երկրներին: Պետք է նշել, սակայն, որ վերջին տարիներին գործազրկության մակարդակը նվազել է՝ 2020 թ. 18.1%-ից 2022 թ. նախնական տվյալներով հավասարվելով 13%-ի<sup>21</sup>: Համաթվի հեղինակները պնդում են, որ տնտեսության չափը և զբաղվածության մակարդակը բարեկեցության, կորպորացիաների թվի, ինչպես նաև ընդհանուր ձեռնարկատիրական գործունեության մոտարկում են, հետևաբար՝ որոշակի կշռով պետք է հաշվի առնել համաթվի հաշվարկներում<sup>22</sup>:

Համաթվում Հայաստանի մյուս թույլ կողմը «Ձեռնարկատիրական միջավայր» ցուցանիշի գծով է, որտեղ հատկապես խնդրահարույց են գիտական ամսագրերում հրապարակումների թիվը (87-րդ հորիզոնական՝ 125 երկրների շարքում)<sup>23</sup> և մասնավոր հատվածի կողմից կատարվող ՀուՄ ծախսերը (81-րդ հորիզոնական՝ 125 երկրների շարքում): Կարևոր է ընդգծել, որ երբ մինչև 2018 թ. SS ոլորտի վիճակագրության ցուցանիշները հավաքագրում էր Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամը, առնվազն SS ընկերությունների կատարած ՀուՄ ծախսերի և դրանցում նաև օտարերկրյա կապիտալի մասնաբաժնի վերաբերյալ որոշ տվյալներ առկա էին, մինչդեռ այդ գործառույթը ԲՏԱ նախարարությանը փոխանցելուց հետո մասնավորի կողմից ՀուՄ ծախսերի կառուցվածքի վերաբերյալ որևէ տվյալ չի հրապարակվում: Թեև ՀՀ հարկային օրենսգիրքը տալիս է որոշ արտոնություններ (հոդված 64, 121, 230)<sup>24</sup> ՀուՄ ծախսեր կատարած ընկերություններին՝ այդ ծախսերի չափով հարկվող եկամտի նվազեցման տեսքով, սակայն պատշաճ վիճակագրության բացակայությունը զրկում է կազմակերպությունների կողմից այդ արտոնությունից օգտվելու արդյունավետությունը կամ առհասարակ արտոնության մասին տեղեկացվածությունը գնահատելու հնարավորությունից:

Ինչ վերաբերում է գիտական ամսագրերում հրապարակումների թվին, ապա 2022 թ. Scopus-ում Հայաստանի հրապարակումների թիվը կազմել է 1411<sup>25</sup>, որով 233 երկրների շարքում վերջինս զբաղեցրել է 100-րդ հորիզոնականը՝ Մալթայի և Վենեսուելայի «հարևանությամբ»: Իսկ Հարավային Կովկասի մյուս երկրների հետ համեմատության առումով, պետք է նշել, որ մինչև 2014 թ.՝ Հայաստանի և Վրաստանի գիտական հրապարակումների թիվը գրեթե հավասար է եղել, իսկ Ադրբեջանը հետ է մնացել երկու երկրից էլ: Սակայն, Վրաստանի պետական քաղաքականու-

<sup>21</sup> ՀՀ ՎԿ, [https://www.armstat.am/file/article/sv\\_02\\_23a\\_141.pdf](https://www.armstat.am/file/article/sv_02_23a_141.pdf)  
<sup>22</sup> The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2021, Tenth edition <https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2021/06/report2021.pdf>  
<sup>23</sup> ՀՀ հարկային օրենսգիրք, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?DocID=177027>  
<sup>24</sup> ՀՀ Հարկային օրենսգիրք <https://new.arlis.am/am/acts/71427>  
<sup>25</sup> Scimago Journal and Country Rank <https://www.scimagojr.com/countryrank.php?year=2022>

թյան արդյունքում, որով վրացական համալսարաններին և գիտական կազմակերպություններին հասանելիություն տրվեց Elsevier գիտական էլեկտրոնային բազային, հոդվածների թիվն էականորեն աճեց՝ գերազանցելով Հայաստանի ցուցանիշը<sup>26</sup>: Ադրբեջանի հրապարակումները ևս, 2014 թ.-ից սկսած, շեշտակիորեն աճել են, ինչի արդյունքում 2017 թ.-ից ի վեր վերջինս այդ առումով գերազանցել է ՀՀ-ին: Սակայն, պետք է նշել, որ 1996-2022 թթ. հոդվածների ընդհանուր թվով Հայաստանը դեռևս առաջ է ընկնում Ադրբեջանից:

Ձեռնարկատիրական միջավայրի մյուս ենթացուցանիշներով, մասնավորապես՝ բիզնես սկսելու և վարելու դյուրինությամբ, ինչպես նաև բիզնեսը փակելու ընթացակարգի պարզությամբ Հայաստանը բավական լավ դիրքերում է՝ զբաղեցնելով համապատասխանաբար 11-րդ և 57-րդ հորիզոնականները: Ինչպես վկայում են մեր կատարած հարցումները վենչուրային ֆոնդերի հիմնադիրների շրջանում, ՀՀ-ում միջավայրը շատ բարենպաստ է օրենսդրական կարգավորումների առումով, վարչարարությունը հեշտ է (ԿԲ-ին՝ վերահսկող մարմնին ներկայացվում է ընդամենը 3 հաշվետվություն ֆոնդի ընդհանուր ցուցանիշների վերաբերյալ), բացելը տևում է

մի քանի շաբաթ, բացման և գործունեության հետ կապված վարչական ծախսեր գրեթե չկան, և եթե համեմատենք այլ երկրների հետ, դրանք անհամեմատ ավելի փոքր են: Այնուամենայնիվ, այս ամենին զուգընթաց, ֆոնդերի հիմնադիրները նշում են մեկ բացասական գործոնի մասին. օրենսդրության համաձայն («Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքի 8-րդ հոդվածի 3-րդ կետ<sup>27</sup>)՝ ոչ հրապարակային ֆոնդերը կարող են ունենալ սահմանափակ թվով՝ 49 մասնակից, ինչն էականորեն խոչընդոտում է դրանց մեծացումը՝ թույլ չտալով ավելի շատ մարդկանց ներգրավվել, որն էլ ստիպում է մեծացնել մուտքավճարները: Ուստի նրանք առաջարկում են տարբերակել վերահսկվող և խիստ վերահսկվող ֆոնդերն ու ավելի ուժեղ հսկողություն սահմանել հրապարակային ֆոնդերի վրա, որոնք վերաբերում են ավելի լայն հանրությանը և առավել մեղմ հսկողություն՝ ոչ հրապարակային ֆոնդերի վրա, որտեղ առավել կարևոր է ֆոնդի կառավարչի և ներդրողների փոխադարձ պայմանավորվածությունը՝ հանելով ֆոնդերի մասնակիցների թվի սահմանափակումը:

Վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության համաթվի մյուս ցուցանիշներ

ԱՐՅՈՒՍԱԿ 2

**Տարածաշրջանի երկրների զբաղեցրած դիրքերն ըստ վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության համաթվի ցուցանիշների, 2021 թ.<sup>28</sup>**

Երկրներ	Համաթիվը	Տեղեկական ակտիվություն	Կապիտալի շուկայի խորություն	Հարկումը	Ներդրողներին պայմանագրերի և կորպորատիվ մրտավաճառողի կարգավորումներ	Մարդկային կապիտալի և սոցիալական մրտավաճառողի արդյունքներ	Վենչուրային մրտավաճառողի արդյունքներ
Ռուսաստան	30	9	32	72	72	41	28
Թուրքիա	39	49	35	27	55	55	51
Ղազախստան	54	41	55	76	36	76	68
Բելառուս	73	68	75	70	93	40	62
<b>Հայաստան</b>	<b>90</b>	115	96	40	43	66	70
Վրաստան	92	104	103	38	29	49	58
Ադրբեջան	94	77	105	37	31	74	77
Ղրղզստան	98	116	93	122	76	111	95

<sup>26</sup> Շ.Մովսիսյան, Հայաստանի գիտությունը՝ թվերով, «Ամբերդ» տեղեկագիր, 2022 (1), [https://asue.am/upload/files/amberd/6\(1\).pdf](https://asue.am/upload/files/amberd/6(1).pdf)

<sup>27</sup> «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքը, <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=64518>

<sup>28</sup> Կազմել է հեղինակը՝ The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index-ի տվյալների հիման վրա:

րը, տարածաշրջանի երկրների համեմատությամբ, ներկայացված են աղյուսակ 2-ում:

Տարածաշրջանի երկրներից առաջատարը ՌԴ-ն է, որին հաջորդում են Թուրքիան և Ղազախստանը: Հայաստանը ԵԱՏՄ երկրներից առաջ է միայն Ղրղըզստանից, իսկ Հարավային Կովկասի երկրներից գերազանցում է թե՛ Վրաստանին, թե՛ Ադրբեջանին: Վենչուրային կապիտալի ներգրավման գրավչության առումով, աշխարհում առաջատարն ԱՄՆ-ն է, որին հաջորդում են Մեծ Բրիտանիան, Ճապոնիան, Գերմանիան և Կանադան:

Հարկման ցուցանիշով Հայաստանը զբաղեցրել է 40-րդ հորիզոնականը, ինչը ևս լավ արդյունք է և դրանով գերազանցում է տարածաշրջանի առաջատար երկրներից Ռուսաստանին, Ղազախստանին և Բելառուսին, սակայն փոքր-ինչ հետ է մնում Վրաստանից և Ադրբեջանից: Այնուամենայնիվ, կարող ենք նշել, որ թե՛ ՏՏ ոլորտի, թե՛ վենչուրային ֆոնդերի համար հարկային միջավայրը Հայաստանում բավական բարենպաստ է, ինչի մասին են վկայում նաև մեր կատարած փորձագիտական հարցումների արդյունքները: Մասնավորապես, համաձայն դրանց, հարկային միջավայրի վերաբերյալ գնահատականները դրական են, ֆոնդերը 0.01% շահութահարկ են վճարում, իսկ կապիտալի արժևորումն ընդհանրապես չի հարկվում: Հատկապես ռեզիդենտ ներդրողների տեսանկյունից, միջավայրը բարենպաստ է հայկական ֆոնդում ներդրում անելու համար, քանի որ կապիտալի արժևորումը հետագայում չի հարկվելու: Ինչ վերաբերում է ստարտափների հարկմանը, ապա դեռևս 2014 թ. Հայաստանում ընդունվել է «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին» ՀՀ օրենքը, որով ՏՏ ոլորտի սկսնակ ընկերություններին, որոնց աշխատակիցների թիվը չի գերազանցում 30-ը, հավաստագիր ստանալու պահից սկզբնական շրջանում 5 տարի ժամկետով, իսկ 2019 թ. հունվարի 1-ից հետո հավաստագիր տացածներին՝ մինչև 2023 թ. դեկտեմ-

բերի 31-ը<sup>29</sup>, տրվում է հարկային արտոնություն՝ շահութահարկի 0% և եկամտային հարկի 10% դրույքաչափերի կիրառման տեսքով: Ուստի պատահական չէ, որ, հարկային արտոնությունների առումով, Հայաստանը բավական լավ դիրքերում է:

Առավելությունների շարքում կարելի է դիտարկել նաև «Ներդրողների շահերի պաշտպանություն և կորպորատիվ կառավարում» ցուցանիշը, որով Հայաստանը զբաղեցրել է 43-րդ հորիզոնականը: Մինչդեռ «Օրենքի կիրարկման որակ» ենթացուցանիշը որոշակի առումով կարելի է խնդրահարույց համարել: Թեև այն շարունակաբար բարելավվում է, սակայն դեռևս չի հասել ցանկալի մակարդակի, ինչի կարևորության մասին վկայում են նաև մեր փորձագիտական հարցումները: Մասնավորապես՝ ոլորտի ներկայացուցիչները կարծում են, որ պետության դերը պետք է լինի ոչ այնքան ներդրումներ կատարելը, որքան օրենքի կիրարկումն ապահովելն ու արտաքին ներդրողների մեջ, օրենքի կիրարկման տեսանկյունից, վրստահելի պետության կերպար ձևավորելը: Այսինքն՝ պետությունը պետք է ստեղծի ենթակառուցվածքներ և մրցունակ միջավայր, այլ ոչ թե կրկնի մասնավորի գործողությունները (ներդրումներ կատարելը): Որոշ հետազոտողներ պնդում են, որ երկրի իրավական համակարգի որակն ավելի սերտորեն է կապված ՎՖ-ից ներդրում ստացած սրարտափների ելքի դյուրինության հետ, քան նույնիսկ երկրում կապիտալի շուկայի չափը<sup>30</sup>: Ուստի այս խնդիրը պետք է ավելի մեծ ուշադրության արժանանա քաղաքականություն մշակողների կողմից:

Ինչ վերաբերում է համաթվի «Մարդկային կապիտալ և սոցիալական միջավայր» ցուցանիշին, ապա պետք է նշել, որ Հայաստանը զբաղեցնում է ընդամենը 66-րդ տեղը՝ հետ մնալով Ռուսաստանից, Թուրքիայից, Բելառուսից և Վրաստանից, միաժամանակ, առաջ անցնելով Ադրբեջանից, Ղրղզստանից և Ղազախստանից: Ընդ որում, Հայաստանի համար այս ցուցանիշի խմբում առավել խնդրահարույց

<sup>29</sup> ՀՀ օրենքը «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին», <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=130329>

<sup>30</sup> Cumming D, Fleming G, Schwienbacher A. Legality and venture capital exits. Journal of Corporate Finance 2006; 12; 214-245.



է «Կրթություն և մարդկային կապիտալ» ենթացուցանիչը (99-րդ հորիզոնական), որը հաշվի է առնում շրջանավարտների հմտությունները և հետազոտական ինստիտուտների համբավը: Այս ցուցանիչն էական նշանակություն ունի, նախ և առաջ, ստարտափների ձևավորման, ապա նաև վենչուրային կապիտալի ներգրավման համար, ուստի շրջանավարտների հմտությունների որակական աճի ապահովումը պետք է միշտ լինի քաղաքականություն մշակողների ուշադրության կենտրոնում: Հաջորդ խնդրահարույց կողմը կոռուպցիայի ցուցանիչն է, որով Հայաստանը զբաղեցնում է 66-րդ հորիզոնականը, թեև շարժընթացը դրական է, սակայն դեռևս բարելավման չափազանց մեծ անհրաժեշտություն կա: Ի տարբերություն վերոնշյալ ենթացուցանիչների, Հայաստանը բավական լավ դիրքերում է աշխատանքային օրենսդրության ենթացուցանիչով՝ զբաղեցնելով 25-րդ հորիզոնականը:

Այսպիսով, թեև ըստ վենչուրային կապիտալի և բաժնեմասնակցության համաթվի, 2021 թ., նախորդ տարիների համեմատ, Հայաստանի դիրքը որոշակիորեն վատթարացել է, սակայն վենչուրային հիմնադրամների ստեղծման առումով առա-

վել աշխուժացում է նկատվել հենց 2021-2022 թթ.: Պատճառներից մեկն այն է, որ 2021 թ. համաթվի հաշվարկման համար օգտագործվել են դրան նախորդող տարիների ցուցանիչները: Իսկ աշխուժացումը պայմանավորված է ընդհանուր ստարտափ էկոհամակարգի զարգացմամբ, այսինքն՝ վենչուրային ֆոնդերը ստեղծվել են՝ արձագանքելով ստարտափների քանակական և որակական աճին: Հետազոտության արդյունքներից ելնելով՝ կարող ենք հավաստիացնել, որ Հայաստանում միջավայրն ընդհանուր առմամբ բարենպաստ է օրենսդրության և հարկային արտոնությունների առումով, մինչդեռ օրենքների կիրարկման, կապիտալի շուկայի խորության և մարդկային կապիտալի զարգացման ուղղությամբ անելիքները դեռևս շատ են: Հետևապես՝ պետության գործառույթն առավելապես պետք է լինի այս ցուցանիչների լավարկումը, ընդհանուր ենթակառուցվածքների ստեղծումը և ոլորտի համար մրցակցային միջավայրի ապահովումը: Կարծում ենք՝ նման պայմաններում շուկայական կառուցակարգերը կհանգեցնեն անհրաժեշտ ծավալով և թվով ֆոնդերի ստեղծմանը՝ նույնիսկ առանց պետության ուղղակի ներդրումային մասնակցության:

### ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. ՀՀ կառավարության 2013 թ. դեկտեմբերի 3-ի N1083-Ա որոշում, <https://www.irtek.am/views/act.aspx?aid=72728>
2. ՀՀ հարկային օրենսգիրք, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?DocID=177027>
3. ՀՀ օրենքը «Ներդրումային ֆոնդերի մասին», <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=64518>
4. ՀՀ օրենքը «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին», <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=130329>
5. ՀՀ ՎԿ, [https://www.armstat.am/file/article/sv\\_02\\_23a\\_141.pdf](https://www.armstat.am/file/article/sv_02_23a_141.pdf)
6. Շ. Մովսիսյան, Հայաստանի գիտությունը՝ թվերով, «Ամբերդ» տեղեկագիր, 2022 (1), [https://asue.am/upload/files/amberd/6\(1\).pdf](https://asue.am/upload/files/amberd/6(1).pdf)
7. Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, <https://www.eif.am/arm/projects/venture-capital-firm-granatus/>
8. Ճապոնիայում Հայաստանի դեսպանություն, <https://japan.mfa.am/hy/news/2021/09/07/%D5%A1%D5%A6%D5%A3%D5%A1%D5%B5%D5%AB%D5%B6-%D5%BE%D5%A5%D5%B6%D5%B9%D5%B8%D6%82%D6%80%D5%A1%D5%B5%D5%AB%D5%B6-%D6%86%D5%B8%D5%B6-%D5%A4%D5%AB-%D5%AF%D5%A1%D5%BC%D5%A1%D5%BE%D5%A1%D6%80%D5%B9%D5%AB-%D5%A2%D5%A1%D6%81-%D5%B4%D6%80%D6%81%D5%B8%D6%82%D5%B5%D5%A9/9459>
9. BigStory VC <https://www.bigstory.vc/>
10. Cumming D, Fleming G, Schwiensbacher A. Legality and venture capital exits. Journal of Corporate Finance 2006; 12: 214-245.
11. EY, Q1 VC investment rises, with headwinds increasing for 2023, [https://www.ey.com/en\\_us/growth/venture-capital/q1-2023-venture-capital-investment-trends](https://www.ey.com/en_us/growth/venture-capital/q1-2023-venture-capital-investment-trends)
12. Formula VC <https://formula.vc/>
13. Granatus Ventures <https://www.granatusventures.com/>

- tures.com/
- 14. Himk Capital <https://www.himkcapital.com/>
- 15. Hive Ventures <https://hiveventures.co/>
- 16. James A. Brander & Qianqian Du & Thomas F. Hellmann, 2010. "The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence," NBER Working Papers 16521, National Bureau of Economic Research, Inc., [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w16521/w16521.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16521/w16521.pdf)
- 17. KPMG, Global venture capital annual investment shatters records following another healthy quarter; <https://kpmg.com/xx/en/home/media/press-releases/2022/01/global-venture-capital-annual-investment-shatters-records-following-another-healthy-quarter.html>
- 18. Shtigen VC <https://shtigen.com/>
- 19. SmartGate VC <https://www.smartgate.vc/>
- 20. Scimago Journal and Country Rank <https://www.scimagojr.com/countryrank.php?year=2022>
- 21. Triple S ventures <https://triples.vc/en>
- 22. The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2021, Tenth edition <https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2021/06/report2021.pdf>
- 23. UNDP Armenia, <https://www.undp.org/armenia/press-releases/undp-supports-launch-granatus-ventures-new-fund-targeting-sdg-oriented-tech-ventures>
- 24. Why do so many startups fail? World Economic Forum, May 26, 2015; [https://www.weforum.org/agenda/2015/05/why-do-so-many-startups-fail/?DAG=3&gclid=EAlaQobChMlptnz15fU\\_wlVERkGAB1vgwD4EAMYASA-AEgK5hfD\\_BwE](https://www.weforum.org/agenda/2015/05/why-do-so-many-startups-fail/?DAG=3&gclid=EAlaQobChMlptnz15fU_wlVERkGAB1vgwD4EAMYASA-AEgK5hfD_BwE)
- 25. <https://www.crunchbase.com/>

**Рузанна ТАДЕВОСЯН**

*Младший исследователь исследовательского центра «Амберд», АГЭУ*

ՕԲՐԱԶՈՎԱՆԻԵ, ԻՆՈՎԱՑԻԱԿԱՆՆԵՐ, ԶՆԱՆԻԱԿԱՆՆԵՐ

### **ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ В АРМЕНИИ**

Статья исследует показатели венчурных фондов, доступных в РА, и оценивает привлекательность РА с точки зрения привлечения венчурного капитала с использованием индекса привлекательности стран для венчурного капитала и частного эквити. Были проведены сравнения с другими странами региона, и проанализирована динамика. Кроме того, были проведены экспертные опросы с основателями фондов. Результаты исследования показывают, что общая среда в Армении благоприятна с точки зрения законодательства и налоговых льгот. Однако существуют области, требующие улучшения, такие как соблюдение законов, глубина рынка капитала и развитие человеческого капитала. Поэтому мы предлагаем политикам сместить свое внимание с прямого участия в венчурных фондах через равные инвестиции на улучшение этих показателей. Это может быть достигнуто путем создания общей инфраструктуры и развития конкурентной среды для этого сектора. Таким образом, рыночные механизмы сами приведут к созданию необходимого объема и количества фондов.

**Ключевые слова:** *венчурный капитал, венчурный фонд, индекс, стартап, инвестиции*

**Ruzanna TADEVOSYAN**

*Junior Researcher at «Amberd» Research Center, ASUE*

EDUCATION, INNOVATION, KNOWLEDGE

### **VENTURE CAPITAL IN ARMENIA**

The paper examines the indicators of venture funds available in the RA and assesses the attractiveness of the country in terms of attracting venture capital by utilizing the Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness index. In addition, we draw comparisons with other countries in the region and analyze the dynamics. Furthermore, we conducted expert surveys with fund founders. The results of the research indicate that the overall environment in Armenia is favorable in terms of legislation and tax benefits. However, several areas require improvement, including law enforcement, the depth of the capital market, and human capital development.

As a proposed solution, we recommend that policymakers shift their focus from direct participation in venture funds through equal investment to enhancing these indicators. This can be achieved by creating common infrastructures and fostering a more competitive environment for the sector. By doing so, market mechanisms will naturally lead to the establishment of the necessary volume and number of funds.

**Keywords:** *venture capital, venture fund, index, start-up, investment*