



ՄԱՐԵ ԽԱՉԱՏՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասիստենտ,
յրնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

ՀԱՅԿ ՔԱԼԱՆԹԱՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ հաշվապահական հաշվառման և
աուդիտի ֆակուլտետի 4-րդ կուրսի ուսանող

ՎԵՆՉՈՒՐԱՅԻՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱՀԱՐՑԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ՝ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԻ ՀԱՄԱՏԵՔՍՈՒՄ

Սույն հոդվածի շրջանակներում ներկայացվել է վենչուրային ֆինանսավորման անհրաժեշտությունը երկրի ֆինանսական համակարգի և սրարտափ էկոհամակարգի զարգացման գործում, քննարկվել են դրանց ներդրման անհրաժեշտությունից բխող օրենսդրական և շուկայական մեխանիզմների արդյունավետության հիմնահարցերը: Դիտարկվել են վենչուրային հիմնադրամների գործունեության առանձնահատկությունները, ներդրումների ուղղությունները, պեդական աջակցության կարևորությունը՝ ելնելով միջազգային փորձից և ՀՀ տնտեսական ու շուկայական առանձնահատկություններից: Վերլուծելով «Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր բաժնեմասնակցության» ինդեքսը՝ ներկայացվել են ՀՀ վենչուրային գրավության ցուցանիշները, բացերն ու հիմնախնդիրները, ուսումնասիրվել են գործող հիմնադրամների առանձնահատկություններն ու ներդրումային նախապատվությունները: Կարարվել է նաև ՀՀ-ում գործող վենչուրային հիմնադրամների ներդրումային քաղաքականության առաջնային գնահատում ելնելով ներդրման արդյունաբերությունում գրանցված (IPO, M&A), ինչպես նաև շուկայական արժեքի գնահատման ցուցանիշներից:

Հիմնաբառեր. վենչուրային կապիտալ, սրարտափ, ներդրումային միջավայր, նորարարություն, վենչուրային հիմնադրամ

Ներածություն: Հետազոտության անհրաժեշտությունը պայմանավորված է զարգացող աշխարհում ճգնաժամային երևույթների պատճառով աճող գործազրկությանը և կենսամակարդակի անկման խորացմամբ, երբ մարդիկ սկսում են գոյատևման նոր միջոցներ փնտրել և ընդառաջ գնալ նոր հնարավորություններին, ինչն էլ, իր հերթին, շահադրդում է ձեռնարկատերերին՝ ստեղծելու նոր նախագծեր: Միննույն ժամանակ, անիմաստ է հրաժարվել այլ երկրներում արդեն իսկ ստեղծված արդյունքներից: Հարկ է «բաց լինել» նոր տեխնոլոգիաների ներդրման համար և ողջունել ողջ աշխարհի ձեռներեցների հետաքրքիր գաղափարները: Այս առումով, վենչուրային հիմնադրամները համակարգված աջակցություն են տեխնոլոգիական նախագծերին. ներդրումային կապիտալ են տրամադրում նորաստեղծ ձեռնարկություններին և մեծ հնարավորություններ՝ ձեռնարկատերերին, ովքեր ցանկանում են կառուցել համաշխարհային մակարդակի ընկերություններ: Վենչուրային հիմնադրամները նպաստում են բիզնես գործընթացների ձևավորմանը և զարգացմանը: Նրանք գտնում են հեռանկարային տեխնոլոգիական ընկերություններ և դուրս բերում միջազգային շուկա՝ դրանք վերածելով համաշխարհային մակարդակի առաջնորդների:

«Վենչուրային կապիտալ» հասկացության տարբեր սահմանումներ կան: Սակայն, ընդհանրական կերպով, դա ներկայացվում է որպես համապատասխան դրամական միջոցների տրամադրմամբ որոշակի ձեռնարկության (բիզնեսի) կայացմանն օժանդակություն՝ վերջինիս կապիտալում բաժնեմասնակցություն ձեռք բերելու պայմանով: Վենչուրային կապիտալը սկզբում եղել է մասնավոր նորարարական բիզնեսի ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուր: Գաղափարի հեղինակը Նյու Յորքի ներդրումային ընկերության աշխատող Արթուր Ռոքն է՝ Սիլիկոնյան հովտի ռահվիրան: ԱՄՆ-ում, Եվրոպայում վենչուրային ֆինանսավորման գաղափարը տարբեր իմաստներ ունի: Սովորաբար, վենչուրային կապիտալը միտված է գիտատեխնիկական նորույթների կիրառման ոլորտ, որը ենթադրում է բարձր ռիսկայնություն և գերշահույթի ստացում:

Գործնականում վենչուրային ներդրողները նախընտրում են ներդրումներ կատարել այն ձեռնարկություններում, որոնց արժեթղթերը չեն շրջանառվում կարգավորվող շուկաներում: Ըստ էության, դրանք փոքր և միջին ձեռնարկություններն են, որտեղ վենչուրային ֆինանսավորումը ամենաարդյունավետ միջոցն է բիզնեսի կայացման համար: Նկատի ունենալով ՀՀ-ում ՓՄՁ զարգացման ռազմավարական նշանակությունը՝ միանշանակ է, որ արդյունավետ վենչուրային համակարգի ներդրումը էականորեն կնպաստի ոլորտում ներդրումային ռեսուրսների նկատմամբ առկա պահանջարկի բավարարմանը¹:

Մեր խնդիրն է՝ պարզաբանել վենչուրների առանձնահատկությունները, բացահայտել զգալի նվաճումներ գրանցած երկրների փորձը և հասկանալ ներկայիս դրությունը ՀՀ-ում: Հոդվածի հիմնական նպատակն է պարզել՝ ո՞ր օրենսդրական մոտեցումներն են ընդունելի ՀՀ-ում հիմնադրամների զարգացման և կանոնավոր գործունեության համար, ելնելով միջազգային փոր-

¹ Տե՛ս Հայաստանում վենչուրային համակարգի ներդրման հայեցակարգ, Կորպորատիվ կառավարման կենտրոն, Եր., 2005:

ծից՝ մշակել սկզբունքներ, որոնք կնպաստեն վենչուրային հիմնադրամների զարգացման ու արդյունավետ գործունեության հնարավորությունների մեծացմանը:

Գրականության ակնարկ: Մասնագիտական գրականության մեջ հաճախ է քննարկվում մասնավոր կապիտալի վրա հիմնված ընկերությունների՝ այլ ընկերությունների համեմատությամբ հաճախ ավելի լավ կառավարվելու հանգամանքը: Նիկոլաս Բլումի, Ջոն Վան Ռինենի, Ռաֆայելա Սադունի (Nicholas Bloom, Raffaella Sadun, and John Van Reenen)² մշակած կառավարման գնահատման միավորի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ մասնավոր բաժնեմասնակցության վրա հիմնված ընկերությունները կառավարման զգալիորեն ավելի լավ փորձառություն ունեն, քան սեփականության գրեթե բոլոր մյուս խմբերը՝ ընտանեկան, հիմնադիրներին պատկանող կամ պետական ձեռնարկությունները, բացառությամբ բաժնետիրական և այն ընկերությունների, որոնք ղեկավարում են արտաքին գործադիր տնօրենները (ոչ ընտանեկան), և որոնք, ըստ էության, ունեն կառավարման նմանատիպ ցուցանիշներ:

Սեմ Քորթումի և Ջոշ Լերների (Sam Kortum, Josh Lerner)³ վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ «մեկ ԱՄՆ դոլար վենչուրային կապիտալը արտոնագրերի խթանման գործում ավելի քան յոթ անգամ հզոր է, քան կորպորատիվ R&D-ն»: Նշված հեղինակները կիրառական վերլուծության մեջ փորձում են հիմնավորել նաև վենչուրային հիմնադրամների և նորարարության միջև կապը՝ նշելով, որ վենչուրային կապիտալը նույնպես ավելի մեծ ազդեցություն ունի նորարարության վրա, քան կորպորատիվ R&D-ն: Քրիստիան Քեուշնիգն էլ (Christian Keuschnigg)⁴ անդրադառնում է վենչուրային ներդրողներին՝ նշելով, որ հիմնադրամները ստեղծված են «սկսնակ ձեռնարկատերերին ոչ միայն ֆինանսավորելու, այլև խորհուրդ տալու և դրանով իսկ նոր արժեք ստեղծելու համար»: Նա ընդգծում է նաև հարկային արտոնությունների կարևորությունը, որոնք կհանգեցնեն ավելի ինտենսիվ վենչուրային համակարգի: Հիմնադրամները ոչ միայն դիտարկվում են իբրև ներդրումների աղբյուր, այլև ստարտափները շուկայական տատանումներից ավելի պակաս խոցելի են դարձնում: Միաժամանակ, Քեուշնիգը նշում է, որ «...վենչուրային կապիտալիստները բիզնեսի առաջացման բանալիներն են: Դրանք կարող են այնպես անել, որ սկսնակ ընկերություններն ավելի արագ աճեն, ավելի մեծ արժեք ստեղծեն և ավելի շատ զբաղվածություն և նորարարություն առաջացնեն»:

Վենչուրային գործունեության վերաբերյալ հայրենական հետազոտությունները սակավաթիվ են, ինչը, մասամբ, պայմանավորված է ՀՀ-ում նշված ոլորտի համեմատաբար նոր լինելու հանգամանքով, մինչդեռ այսօր վենչուրային կապիտալը տնտեսությունների զարգացման հզոր գործիք է համարվում: Ուստի, ուսումնասիրության թեմա ընտրելով Հայաստանում վենչուրային գործունեության զարգացման հիմնահարցերը, նպատակ ենք ունեցել դիտարկելու ոլորտի առանձնահատկությունները և առաջարկելու դրա զարգացման հնարավոր տարբերակներ: Մեր առջև դրված խնդիրների լուծմանը փորձել ենք հասնել՝ որպես հիմք ընդունելով տարբեր տնտեսագիտական

² Տե՛ս https://nbloom.people.stanford.edu/sites/g/files/sbiybj4746/f/aer_ep20151000.pdf

³ Տե՛ս <https://www.nber.org/papers/w6846.pdf>

⁴ Տե՛ս https://www.researchgate.net/publication/5149949_Venture_Capital_Backed_Growth

տեսություններ, մեթոդներ, վերլուծություններ ու գնահատումներ:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Վենչուրինգին վերաբերող կարևոր հիմնահարցերը դարձել են մեր հետազոտության առարկան, իսկ ուսումնասիրությունն իրականացվել է համակարգային (տնտեսական, քաղաքական, սոցիալական տեսանկյուններից), կառուցվածքային և ֆունկցիոնալ (կառավարող մարմինների, պետական հիմնարկների, հասարակական կազմակերպությունների գործառույթային փոխկապվածության առումներով), համեմատական (տարբեր երկրներում վենչուրային գործընթացների առանձնահատկությունների բացահայտում, կարևորում, երկրի տնտեսական զարգացման վրա դրական և բացասական ազդեցությունների պարզաբանում) վերլուծության մեթոդների զուգակցմամբ:

Ինչպես նշել ենք, վենչուրային կապիտալը, որպես մասնավոր բիզնեսի ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուր, ձևավորվել է ԱՄՆ-ում: Սկզբնական շրջանում վենչուրային ներդրումների հիմնական աղբյուրը առանձին անհատ մեծահարուստների կամ, ինչպես ընդունված է նրանց անվանել, «բիզնես հրեշտակների» (business angels) միջոցներն էին: Հետագայում՝ անցյալ դարի 60-ական թվականներին, Թոմ Պերկինսը, Յուջին Կլեյնբերը, Ֆրանկ Քոֆիլդը, Բրուկ Բայերսը և ուրիշներ մշակեցին վենչուրային ֆինանսավորման հիմնարար հայեցակարգային սկզբունքները, որոնք, ըստ էության, անփոփոխ են մնում մինչև օրս: Դրանք ենթադրում են ստեղծել տնտեսական ընկերակցություններ վենչուրային հիմնադրամների տեսքով, հավաքագրել դրամական միջոցներ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերություններից՝ սահմանելով նրանց շահերի պաշտպանության հստակ մեխանիզմներ, վենչուրային հիմնադրամների միջոցների կառավարման ընթացքում կիրառել «լիակատար ընկերոջ» սկզբունքը:

Շնորհիվ նշված սկզբունքների կենսունակության՝ շատ կարճ ժամանակահատվածում վենչուրային ներդրումները պայմանավորեցին ԱՄՆ-ում տեղեկատվական և կենսատեխնոլոգիաների ոլորտներում գիտատեխնիկական հսկայական առաջընթացը⁵:

Վերլուծություն: Նորարար ձեռնարկությունների և առանձին գյուտերի վենչուրային ֆինանսավորումն իրականացնում են հիմնականում մասնագիտացված ֆինանսական հաստատությունները: Դրանք ձևավորվում են որպես բիզնես գործընկերություններ և, օգտագործելով ֆինանսական տարբեր աղբյուրներ, ձևավորում են ներդրումային վենչուրային հիմնադրամներ: Հայտնի են մասնավոր, պետական-մասնավոր և կորպորատիվ հիմնադրամները (վերջիններս ներդրումներ են կատարում՝ ելնելով մայր կորպորացիաների շահերից):

Վենչուրային ֆինանսավորումը պետք է ընկալվի որպես ՓՄՁ զարգացման նպատակով վենչուրային կապիտալի անհատույց և անվճար տրամադրում՝ ուղղված գիտության, տեխնոլոգիաների և տեխնիկայի զարգացմանը՝ արտադրելու զանգվածային նորարարական արդյունք: Իսկ վենչուրային գործունեություն ասելով պետք է հասկանալ վենչուրային հիմնադրամների՝ վենչուրային ընկերությունների ստեղծմանն ու կառավարմանն ուղղված գոր-

⁵ Տե՛ս Lerner J., Leamon A., Garcia-Robles S., Best Practices in creating a Venture capital ecosystem, 2012:

ծունեությունը, որի նպատակն է նորարարությունների կենսագործման ֆինանսավորումը: Ընդ որում, վենչուրային հիմնադրամների՝ որպես ֆինանսական իրավունքի սուբյեկտի գործունեությունը կարգավորվում է պետության կողմից:

Երկրի վենչուրային համակարգը պետք է լինի տարբեր հաստատությունների, կազմակերպչական կառույցների, փոխկապակցված նորարարությունների, ներդրումային, տեխնոլոգիական, տեղեկատվական և իրավական գործընթացների համադրություն՝ սահմանելով կազմակերպչական և գործառության տարրերի, կարգավորող և իրավական նորմերի փոխգործակցության և փոխկապվածության միասնացված շարք:

Ընդհանրական ձևով վենչուրային գործունեությունը վերլուծելիս կարելի է առանձնացնել հիմնական բնութագրիչները (աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

Վենչուրային գործունեության SWOT վերլուծություն⁶

Ուժեղ կողմեր	Թույլ կողմեր
Ֆինանսավորման ծավալը և շարունակականությունը չունեն խիստ ընդգծված սահմանափակումներ:	Ստարտափը պետք է մեծ ներուժ ունենա՝ մինչև 7 տարի մարման ժամկետ և ընդլայնվելու հնարավորություն:
Հնարավորություններ	Վտանգներ
Փորձառու ներդրողի կողմից մենթորությանն աջակցություն, նորարարական համայնքին ինտեգրում, ինկուբացիոն և աքսելերացիոն ծրագրերի իրականացում՝ հնարավոր ներդրումներ ներգրավելու կամ ներթվորքինգ ապահովելու համար:	Ղեկավարման կորստի վտանգ, քանզի ֆինանսավորումը տեղի է ունենում բաժնեմասերի փոխանցման պայմանով: Շփոթեցնող և անկայուն կանոնակարգեր և ընթացակարգեր ⁷ :

Ներկայացնենք վենչուրային ներդրումների ներկայիս նորարարական նախագծերի ընտրության համաշխարհային փորձը՝ հիմնվելով դրանց իրականացման արդյունքների վրա.

- շատ հաջողված նախագծերը կազմում են ներդրումների մոտ 10%-ը,
- միջին եկամտաբերությամբ նախագծերը՝ 20%-ը,
- նախագծերի ավելի քան 30%-ը կունենա զրոյական եկամտաբերություն,
- նորարարական նախագծերի 40%-ը կձախողվի՝ կորցնելով ներդրված գումարը:

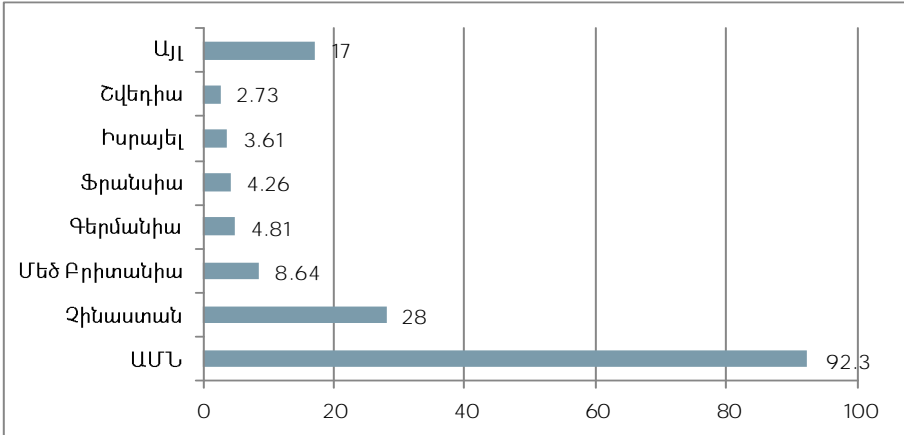
Միաժամանակ, հաջողված ծրագրերի իրականացման արդյունքում ստացված շահույթը թույլ է տալիս փոխհատուցել ներդրված միջոցները 30-200 անգամ⁸:

Ուշագրավ է, որ վենչուրային նախագծի 3 առանցքային տարրերից ստարտափը, որը դրական է գնահատվում ներդրողների կողմից, առաջին հերթին թիմ է: Պատահական չէ, որ ստարտափների արժեքի գնահատման մեթոդներից Scorecard Valuation Method-ը, որը հայտնի է նաև որպես Բիլ Փեյնի մեթոդ⁹, գնահատման առաջարկվող 7 գործոններից ամենամեծ գոր-

⁶ Կազմել են հեղինակները՝ սեփական վերլուծության և ուսումնասիրության հիման վրա:
⁷ Տե՛ս https://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/54276/12/12_chapter%206.pdf
⁸ Տե՛ս **Гаврилова Ж. Л.**, Государственное регулирование венчурного инвестирования: мировой и российский опыт. «Проблемы современной экономики», 2011:
⁹ Տե՛ս <https://www.semanticscholar.org/paper/SCORECARD-VALUATION-METHODOLOGY-Establishing-the-of-Payne/e97709f963bf19d548d9e7dc8fdb30610717dae6>

ծակիցը տալիս է կառավարման թիմի հզորությանը (0.3x), իսկ CBInsight-ից ստացվող տվյալներից¹⁰ նկատելի է, որ ստարտափների մի մասն էլ ձախողվում է թույլ թիմ ունենալու պատճառով:

Ներկայում համաշխարհային շուկայում վենչուրային կապիտալի մասնաբաժնով առաջին տեղում է ԱՄՆ-ն, որը զբաղեցնում է վենչուրային շուկայի ընդհանուր ծավալի մոտ 57%-ը, երկրորդ տեղում Չինաստանն է՝ 17.2% մասնաբաժնով¹¹, Ռուսաստանի մասնաբաժինը կազմում է ընդամենը 0.34% (գծապատկեր 1):



Գծապատկեր 1. Համաշխարհային շուկայում երկրների վենչուրային կապիտալի մասնաբաժինն ըստ երկրների (մլրդ ԱՄՆ դոլար)

Երիտասարդ նորարարական ընկերությունների վենչուրային ֆինանսավորումն առանձնահատուկ դերակատարում ունի ԱՄՆ-ում, ԵՄ և այլ երկրների ներդրումային գործունեության պետական կարգավորման գործում:

Ամեն երկիր ունի վենչուրային գործունեության իր առանձնահատկությունները, և երկրի ներսում այս գործունեության զարգացման ու ֆինանսավորման համար կարևոր է արտասահմանյան փորձի ուսումնասիրումը: Փորձենք համառոտ ներկայացնել տարբեր երկրներում վենչուրային բիզնեսի ֆինանսավորման լավագույն մեխանիզմները:

ԱՄՆ: Ի տարբերություն եվրոպական և ասիական երկրների՝ ԱՄՆ-ն ունի լավ զարգացած և իրացվելի արժեթղթերի շուկաներ, ինչը շատ կարևոր է վենչուրային կապիտալի արդյունաբերության համար: ԱՄՆ-ում աշխատանքի շուկան ճկուն է, որը ընկերություններին թույլ է տալիս ավելի հեշտությամբ վարձել և աշխատանքից ազատել աշխատողներին: Պետք է նշել, որ վենչուրային բիզնեսի վրա ազդելու գործող մեխանիզմները առանձնահատուկ նշանակություն ունեն: Դրանք ներառում են.

- «սնանկության մասին» օրենք, որը արգելում է ձախողված ձեռնարկատերերին մեկ այլ ընկերություն հիմնել,
- հարկային համակարգ, որը ձեռներեցներին թույլ է տալիս պահել շահույթից ավելի մեծ տոկոս,

¹⁰ Տե՛ս <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>

¹¹ Տե՛ս VenturePulse 4Q 2019. Global Analysis of Venture Funding. – KPMG, CB Insight, 2020. <https://www.statista.com/statistics/1071129/value-of-investments-by-venture-capital-international/>

- մտավոր սեփականության ուժեղ պաշտպանություն,
- լավագույն միջազգային բիզնես դպրոցներ: Միացյալ Նահանգներում ձեռնարկատերերը սերտ կապեր ունեն համալսարանների, պետական լաբորատորիաների և մասնավոր ընկերությունների հետ, ինչը դրական է նրանց գործունեության համար¹²:

Եվրոպա: Ի տարբերություն ԱՄՆ-ի՝ Եվրոպայում ուղղակի ներդրումային և վենչուրային հիմնադրամների միջև տարանջատում չկա: Այստեղ առավել կենտրոնացումը ՓՄՁ աջակցման ուղղությամբ է, չնայած շատ հարցերում եվրոպացիները կրկնում են ամերիկյան փորձը: Կարևոր ռազմավարական խնդիրներ են համարվում վենչուրային կապիտալում ներդրումների կատարմանը հնարավորությունները ներդրողների ուշադրության հրավիրումը: Հիմնական վենչուրային ներդրողներն են ապահովագրական ընկերությունները, կենսաթոշակային ֆոնդերը, խոշոր արդյունաբերական կազմակերպությունները, բանկերը: Վենչուրային ներդրումներում «հասարակ» անհատների մասնակցության բաժինը մոտ 2% է: Եվրոպական վենչուրային հիմնադրամները գործնականում ներդրումներ են կատարում տնտեսության բոլոր ոլորտներում, ի տարբերություն ԱՄՆ-ի, ինչը ևս առանձնահատկություն է: Մեկ այլ առանձնահատկություն է, որ եվրոպացի ներդրողները խուսափում են ցածր իրացվելիությամբ, առավել փոքր ձեռնարկություններում ներդրումներ կատարելուց: Այս առումով, հավանական է, որ շատ փոքր՝ վենչուրային կապիտալով ձեռնարկությունները այլ կազմակերպության կողմից կգնվեն՝ բորսայում բազում ներդրողների կողմից բաժնետոմսերի ձեռքբերման փոխարեն (տարածված է ԱՄՆ-ում և Ճապոնիայում)¹³:

Ճապոնիա: Ասիական վենչուրային ներդրողները, ի տարբերություն ամերիկացիների, նախընտրում են ներդրումներ կատարել հասուն՝ ոչ սկսնակ ընկերություններում: Վենչուրային կապիտալի ամենամեծ աղբյուրներ են կորպորացիաները (46%), բանկերը (30%) և ապահովագրական ընկերությունները (10%):

Ճապոնական վենչուրային հիմնադրամներից շատերը խոշոր կորպորացիաների դուստր ձեռնարկություններ են: Ու թեև Ասիայում ամենամեծ շուկան Ճապոնիայինն է, սակայն այն չի զարգացել մի քանի պատճառով.

- ֆինանսների նախարարությունը վարում է կոշտ փողերի քաղաքականություն, և ներդրումներ չեն կատարվում վենչուրային հիմնադրամներում,
- շատ դժվար է վարկեր ստանալը,
- հարկերի բարձր դրույքաչափերը և այլ հանգամանքներ հանգեցրին բազմաթիվ վենչուրային ձեռնարկությունների գործունեության ձախողման¹⁴:

Իսրայել: Իսրայելի դեպքում հետաքրքրական է Յոզմայի ծրագիրը, որը ներդրվել է 1992 թ. Արդյունաբերության և առևտրի նախարարության ղեկավարության ներքո: Ծրագրին հատկացվել է 20 միլիոն ԱՄՆ դոլար, որից հիմ-

¹² Տե՛ս Romans A., The Entrepreneurial Bible to Venture Capital: Inside Secrets From the Leaders in the Startup Game, Aug 28, 2016:

¹³ Տե՛ս Аммосов Ю.П., Венчурный капитализм: от истоков до современности. СПб.: ПАВИ, 2004:

¹⁴ Տե՛ս Kirihata T., Japanese government venture capital: what should we know? Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship 12(1), April 2018, էջ 14-31:

նադրամին վճարվել է 8 միլիոնը, և դա ենթակա չէր վերադարձման՝ ճախողման դեպքում: Իսկ հաջողության պարագայում գործընկերները հնարավորություն ունեին նույն չափով ձեռք բերելու կառավարության բաժնեմասը, բացի խորհրդանշական տոկոսադրույքից (այդ մասնաբաժինը շահույթի 7%-ն է), հետևաբար՝ եկամտի ավելի քան 90%-ը բաժին է ընկել ծրագրի մասնավոր մասնակիցներին: Կարճ ասած՝ կառավարությունը պարզապես վճարեց՝ Իսրայելում վենչուրային հիմնադրամները երկարատև պահելու համար¹⁵:

Միևնույն ժամանակ, հարկ է նշել, որ վենչուրային կապիտալով արդյունաբերության ստեղծմանը պետության մասնակցության «ֆոնդային» նման սխեման ենթադրում է պետության վստահությունը մասնավոր հատվածի նկատմամբ: Զարգացման ցածր մակարդակ ունեցող երկրներում ֆոնդային սխեմայի արդյունավետությունը կարող է ցածր լինել:

Ռուսաստան: ՌԴ-ում վենչուրային ներդրումների բումը 2012-ին էր, երբ 127 գործարք կնքվեց 371 միլիոն ԱՄՆ դոլար արժողությամբ¹⁶: ՏՏ ոլորտը առաջատար է վենչուրային գործարքների քանակի և ներգրավված ներդրումների չափի առումով: ՏՏ գործարքները կազմում էին գործարքների ընդհանուր թվի 70%-ը և ընդհանուր գումարի 90%-ը¹⁷: Ցավոք, ՌԴ-ում գործարարները չեն ցանկանում տեղում գործունեություն ծավալել՝ նախընտրելով կուտակված կապիտալը արտահանել օֆշորային գոտիներ: Եվ չնայած կառավարության ակտիվ օժանդակությանը, հայրենական վենչուրային էկոհամակարգը թերզարգացած է և ի վիճակի չէ ամբողջությամբ բավարարելու վենչուրային շուկայի մասնակիցների կարիքները: Դա պայմանավորված է հետևյալ խնդիրներով.

1. *Երկրում անկայուն քաղաքական և տնտեսական իրավիճակ:* Համաշխարհային առաջնորդների հետ տարաձայնությունները հանգեցրել են պատժամիջոցների կիրառման ՌԴ խոշոր ընկերությունների և բանկերի նկատմամբ, ինչը բացասաբար է անդրադառնում երկրի վրա և չի խթանում ներդրումները տնտեսության մեջ:
2. *Իրավական դաշտի անկադրարություն:* Վենչուրային ֆինանսավորումը նույնացվում է սովորական ներդրումային գործունեության հետ և կարգավորվում է ընդհանուր օրենսդրությամբ, ինչը բավականին ընդարձակ է, բայց, միևնույն ժամանակ, ունի իր թերությունները: Դրանք հիմնականում վերաբերում են հարկային օրենսդրությանը, ներդրողների իրավունքների և մտավոր սեփականության պաշտպանությանը:

Հատկապես դժվար կլինի առաջիկա 2-3 տարիներին սկսնակ ստարտափների համար, քանի որ ներդրողները ՌԴ նորաստեղծ շուկան ընկալում են որպես՝ «գնելը դարձել է էժան, բայց հետո հնարավոր չէ վաճառել» տարբերակ: ՌԴ վենչուրային ներդրումների առավել հեռանկարային ոլորտներն են համացանցը, FinTech (ֆինանսական ծառայությունները), շարժական տեխնոլոգիաները, ռոբոտաշինությունը, տեղեկատվական անվտանգությունը, ամպային լուծումները, արհեստական բանականությունը (հեռանկարում):

¹⁵ Տե՛ս Гаврилова Ж. Л., նշվ. աշխ.:

¹⁶ Տե՛ս Обзор рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России за 2012 год. СПб., 2013, էջ 218:

¹⁷ Տե՛ս Данные Росстата. Официальная статистика / Наука, инновации и информационное общество:

http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/

Հայաստան: Ժամանակակից վենչուրային բիզնեսի ստեղծման և դինամիկ զարգացման միջազգային փորձի համատեքստում անչափ կարևոր է իրավիճակի վերլուծությունը Հայաստանում: Ըստ էության, զարգացած վենչուրային համակարգեր ունեցող երկրներում հիմնականում եղել են մի շարք գործոններ, որոնք և պայմանավորել են համակարգի կայացումն ու հետագա զարգացումը: Նշված գործոններից կարելի է առանձնացնել երեք ամենահիմնականները՝

- փոքր նորարարական ձեռնարկությունների կողմից իրականացվող գիտատեխնիկական մշակումների առևտրայնացման բարձր ներուժը,
- համապատասխան ներդրողների և, առաջին հերթին, ինստիտուցիոնալ ներդրողների առկայությունը,
- պրոֆեսիոնալ կառավարիչների ինստիտուտի ձևավորումը, որոնք, կարողանալով գնահատել տվյալ բիզնեսի զարգացման հեռանկարները, դառնում են յուրատեսակ կապող օղակ կապիտալի և դրա որոշակի կիրառման միջև¹⁸:

ՀՀ-ում վենչուրային ներդրումների ազգային համակարգ ստեղծելիս, մեր կարծիքով, ողջամիտ է առաջնային համարել հետևյալ նպատակներն ու խնդիրները.

- ներդրումային օժանդակության ավելացում նորարարական գործունեության դեպքում՝ հատկապես փոքր բիզնեսի ոլորտ այլ ֆինանսական ռեսուրսների ուղղորդում,
- նորարարական, այդ թվում՝ տեխնոլոգիական նախագծերում վենչուրային ներդրումների համար արդյունավետ ֆինանսական, կադրային, կազմակերպչական և իրավական պայմանների ստեղծում,
- փոքր նորարարական ձեռներեցության զարգացում տնտեսության իրական հատվածում՝ գիտական ու տեխնոլոգիական (հիմնվելով ԳԱԱ ինստիտուտների վրա) և ՏՏ ոլորտներում, ռազմարդյունաբերական համալիրում,
- գիտական, տեխնոլոգիական և նորարարական գործունեության արդյունքների առևտրայնացման համար տարբեր, արդյունավետ և իրական մեխանիզմների ստեղծում,
- բնակչության խնայողությունների ակտիվ մասնակցության ավելացում երկրի ներդրումային գործընթացներում:

ՀՀ-ում վենչուրային ներդրումների համակարգի ձևավորման կարևոր ուղղություն է բիզնես կառույցների և բարձրագույն կրթության միասնացումը: Արդյունքը հսկայական կլինի առաջին հերթին այն առումով, որ նորարարությունների առաջարկը կաճի՝ հիմքում դրականապես նոր գիտական ներուժ ունենալով: Ըստ այդմ՝ կաճի նաև արտադրական ոլորտում դրանց նկատմամբ պահանջարկը, վենչուրային ֆիրմաների առաջացման և զարգացման գործընթացը զգալիորեն կհեշտացվի, և վենչուրային նորարարական ձեռնարկությունների ֆինանսական հնարավորությունները կընդլայնվեն բանկային վարկերի հասանելիության շնորհիվ:

¹⁸ Տե՛ս Հայաստանում վենչուրային համակարգի ներդրման հայեցակարգ: Կորպորատիվ կառավարման կենտրոն, Եր., 2005:

Այսօր երկրում զարգացման զգալի ցուցանիշներ է արձանագրում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտը: «Ձեռնարկությունների ինկուբատոր» հիմնադրամի տվյալներով ներկայում այս բնագավառում գործում են շուրջ 800 ձեռնարկություններ, որոնց կազմում տեղական ընկերությունների մասնաբաժինը 52.5% է: 2008-2018 թթ. տարեկան, միջին հաշվով, հիմնվել է 53.8 ՏՀՏ ձեռնարկություն (1990-ականներին այդ ցուցանիշը եղել է տարեկան 5-6 ձեռնարկություն): 2018-ին այս ոլորտի շրջանառությունը 730.2 մլն ԱՄՆ դոլար էր, ինչը կազմում է 19.2% միջին տարեկան աճ: 2010-2018 թթ. միջին տարեկան աճի տեմպը 32.6% էր¹⁹:

Հայաստանում արդեն իսկ մշակվել է «Վենչուրային հիմնադրամների մասին» ՀՀ օրենքի նախագիծը,²⁰ որով սահմանվում է հիմնադրամների իրավակազմակերպական ձևը՝ նշելով, որ հիմնադրամի կարգավիճակ կարող է ստանալ ցանկացած առևտրային իրավաբանական անձ, բացառությամբ բաց բաժնետիրական ընկերության՝ արգելելով ընկերություններին միջոցներ ներգրավել կամ կանոնադրական կապիտալը համալրել հրապարակային առաջարկի միջոցով, իսկ սահմանված կարգով համալրելու դեպքում՝ միայն դրամական տեսքով: Այստեղ հատկանշական է բաժնետիրակաբ կապիտալի նվազագույն շեմը, որը կազմում է 500 միլիոն ՀՀ դրամ:

2013 թ. «Գրանատուս վենչուր» հիմնադրամի ստեղծմամբ հիմք դրվեց ՀՀ-ում վենչուրային կապիտալի զարգացմանը: Նույն թվականի հոկտեմբերին ՀՀ Կառավարության որոշմամբ հաստատվեց պետության մասնակցությունը «Գրանատուս Վենչուր Ֆոնդ I» ՓԲԸ կանոնադրական կապիտալում՝ ներդնելով «3000 հատ A դասի արտոնյալ մարվող բաժնետոմսերում, 3000 հատ B դասի արտոնյալ փոխարկելի բաժնետոմսերում և 3000 հատ C դասի արտոնյալ բաժնետոմսերում, համապատասխանաբար»²¹: Ընդ որում, ներդրված գումարը չի կարող գերազանցել 3.300.000 ԱՄՆ դոլարին համարժեք դրամը:

«PitchBook Data»-ից ստացվող տվյալների համաձայն՝ հիմնադրամը մինչ օրս կատարել է 18 ներդրում («Krisp», «Menu Group», «SoloLearn» և այլն), հիմնադրամի պաշտոնական կայքէջում նշվում է երկու՝ «gg» և «SoloLearn» ընկերությունների ելքի մասին, որոնք դարձել են ՓԲԸ-ներ, իսկ «Pitchbook»-ը ելքի տեսակը նշում է որպես երկրորդային գործարք (secondary transaction)²²: 2019 թ. ապրիլին ՀՀ ՄԱԿ-ի Զարգացման ծրագրի և «Գրանատուս վենչուրսի» համագործակցության արդյունքում ստեղծվեց «Granatus Tech4SDG» հիմնադրամը՝ 40 մլն ԱՄՆ դոլար ներդրմամբ, որի հիմնական նպատակն է ներդրումներ կատարել բարձրտեխնոլոգիական ընկերություններում, որոնք ազդեցություն ունեն սոցիալական և էկոլոգիական խնդիրների լուծման գործում: Սա կարող ենք համարել նաև ՄԱԿ-ի կայուն զարգացման

¹⁹ Տե՛ս Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների հետազոտություն: Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, դեկտեմբեր, 2018.
<https://www.eif.am/arm/researches/report-on-the-state-of-the-industry/>

²⁰ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Վենչուրային հիմնադրամների մասին» (Սախագիծ, Դ-081-11.09.2012-ՏՀ-010/0).

<http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=5698&Reading=0>

²¹ Տե՛ս Հայաստանի Հանրապետության Կառավարության N 1083-Ա որոշումը, 03.10.2013.
<http://www.irtek.am/views/act.aspx?aid=72728>

²² Տե՛ս <https://pitchbook.com/profiles/investor/91428-04#investments>

նպատակներին ուղղված քայլ, որը նպաստավոր է ՀՀ-ի համար թե՛ ձեռնարկատիրական և թե՛ իր առջև դրված նպատակների իրագործման տեսանկյունից²³:

Սրան հաջորդեց «Hive ventures» և «SmartGateVC» հիմնադրամների ստեղծումը, որոնք, ըստ «CrunchBase»-ից ստացվող տվյալների, այս ընթացքում իրականացրել են համապատասխանաբար՝ 26 և 13 ներդրում: Ընդ որում, հիմնադրամները նախապատվությունը տալիս են տեխնոլոգիական ընկերություններին, որոնք գտնվում են իրենց գործունեության վաղ շրջանում և շարունակում են ներդրումը մնացած ներդրումային շրջափուլերում ևս: «SmartGate»-ն իրականացնում է pre-seed և seed ներդրումներ²⁴, մինչդեռ «Hive»-ի դեպքում զգալի է նաև Series A, B, C շրջափուլերին մասնակցությունը (Krisp, Vineti), ինչով էլ պայմանավորված է նաև ներդրված գումարների տարբերությունը վերոնշյալ հիմնադրամներում: Հետաքրքրական է, որ ՀՀ-ում գործող հիմնադրամները հաճախ են միասին իրականացնում ներդրումներ: Օրինակ՝ 2019 թ. դեկտեմբերին SmartGate-ը (Lead investor) և Hive Ventures-ը միասին ներդրում կատարեցին «Exppeer Technologies» ընկերությունում՝ որպես pre-seed շրջափուլի ներդրում: Փորձենք վերլուծել ՀՀ-ի համար նշյալ ցուցանիշը և համեմատականներ անցկացնենք հարևան երկրների հետ (աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2*

Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր կապիտալի՝ երկրի գրավչության ինդեքսը²⁵

Երկիր	Տնտեսական ակտիվություն	Կապիտալի շուկայի խորություն	Հարկեր	Ներդրողների պաշտպանություն և կորպորատիվ կառավարում	Մարդկային կապիտալ և սոցիալական միջավայր	Ձեռնարկատիրական հնարավորություններ
Հայաստան	112	76	39	49	59	62
Վրաստան	96	70	38	31	45	73
Ադրբեջան	93	113	35	38	76	53

* Ներկայացված թվերը ցույց են տալիս ընտրված երկրների զբաղեցրած հորիզոնականը տվյալ կարգադրիայում:

Դիտարկենք «The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index»-ը²⁶, որում ներառված է 125 երկիր: Ինդեքսը հնարավորություն է տալիս հասկանալու այս ոլորտում ծագող, զարգացող, զարգացած երկրների ընդհանրական պատկերը, կառավարությունների համար գործիք է՝ նկատելի բացթողումները բացահայտելու, շտկելու և երկրի ներդրումային գրավչությունը մեծացնելու համար, իսկ հատկապես օտարերկրյա ներդրողներին օգնում է, ըստ իրենց ներդրումային և ռիսկային նախապատվությունների, գնահատել տվյալ ցուցանիշները և երկրների գրավչությունը:

²³ Տե՛ս <https://www.un.am/en/news/849>

²⁴ Նախասաղմնային և սաղմնային փուլում գտնվող ընկերությունները բնութագրվում են ամենամեծ ռիսկայնությամբ, քանի որ դեռևս նախնական շրջանում են և կարիք ունեն ներդրումների, որպեսզի կատարեն գիտահետազոտական աշխատանքներ, զարգացնեն, ընդլայնեն քիզնես պլանը:

²⁵ <https://blog.iese.edu/vcpeindex/ranking/>

²⁶ Տե՛ս նույն տեղը:

Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշ խումբը ներառում է ՀՆԱ-ն, դրա աճի տեմպը և գործազրկությունը: Գործազրկության և վենչուրների միջև կոռելյացիան հիմնավորվում է այս հիմնադրամների գործունեության արդյունքում ստեղծված աշխատատեղերի քանակով: Թեպետև վենչուրային ֆինանսավորումը կազմում է ԱՄՆ-ի ՀՆԱ ընդամենը 0.2%-ը, վենչուրային ֆինանսավորմամբ ընկերություններում զբաղվածության աճի տեմպը 8 անգամ բարձր է, քան այլ միջին մասնավոր ընկերություններում²⁷: ԱՄՆ-ի «Վենչուրային կապիտալի ազգային ասոցիացիայի» հետազոտության արդյունքում էլ նշվում է, որ 2010 թ. ԱՄՆ-ի մասնավոր հատվածի աշխատատեղերի 11%-ն ապահովվել է վենչուրային ֆինանսավորում ստացած ընկերությունների կողմից²⁸: Առհասարակ, պետության համար ստարտափ էկոհամակարգի զարգացման կարևորագույն շարժառիթներից է աշխատատեղերի ստեղծումը: Նույն կենտրոնի տվյալներով՝ 1980-2010 թթ. բարձր աճ գրանցած ստարտափների կողմից ստեղծվել է 2.9 մլն աշխատատեղ, որը կազմում է նույն ժամանակաշրջանում ԱՄՆ-ում ստեղծված աշխատատեղերի 50%-ը: 2018 թ. ՏՀՏ ոլորտում աշխատողների թիվը հասավ 19.552-ի՝ 2017 թ. համեմատությամբ աճելով 4200-ով:

ՀՀ-ում, սկսած 2015 թ., գործազրկության մակարդակը կայուն կերպով նվազել է՝ 2019 թ. հասնելով 17.9%-ի²⁹ (նախնական): Չնայած իրական ՀՆԱ կանխատեսվող աճի տեմպերն էլ այդքան հուսադրող չեն, այնուամենայնիվ, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի³⁰ կանխատեսումներով, կովկասյան 3 երկրներից ամենաքիչ նվազումը ակնկալվում է Հայաստանում՝ -1.5%: Կարծում ենք՝ բացի գործազրկությունից, մնացած երկու ցուցանիշներով ՀՀ-ն մասնավոր կապիտալի և վենչուրային կապիտալի գրավչությամբ առաջիկայում կհայտնվի ավելի նպաստավոր դիրքում:

Կապիտալի շուկայի խորությունը ամենակարևոր ցուցանիշն է վենչուրային և մասնավոր կապիտալի զարգացման համար: Գաղտնիք չէ, որ արժեթղթերի շուկան ՀՀ-ում զարգացած չէ. հիմնականում ակտիվ է պարտատոմսերի շուկան, սակայն վենչուրային հիմնադրամների համար մեծ նշանակություն ունի բաժնետոմսերի շուկան: Այս երևույթը մեծապես ազդում է երկրի վենչուրային գրավչության վրա, քանի որ արժեթղթերի շուկա դուրս գալը, իրացվելիությունը, երկրորդային շուկաներում արժեթղթերի ազատ շրջանառվելը մեծ խնդիր են:

Թերևս M&A (միավորում և ձեռքբերում) ցուցանիշներով էլ ՀՀ-ն նպաստավոր դիրքերում չէ, իսկ առանց վերոնշյալների թե՛ ստարտափների և թե՛ հիմնադրամների համար հեռանկարային մեծ անորոշություն է ստեղծվում, որն էլ պատճառներից մեկն է, որ շատ հայկական ընկերություններ գրանցվում են ԱՄՆ-ում, որպեսզի ավելի գրավիչ դառնան ներդրողների համար:

²⁷ Տե՛ս <https://www.brookings.edu/research/as-the-venture-capital-game-gets-bigger-the-midwest-keeps-missing-out/#footnote-1>

²⁸ Տե՛ս | National Venture Capital Association and IHS/Global Insight, Venture Impact, edition 6.0, (NVCA, 2011). <https://nvca.org/>

²⁹ Տվյալները վերցվել են ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի պաշտոնական կայքէջից. <https://www.armstat.am/am/?nid=12&id=08010&submit=%D5%93%D5%B6%D5%BF%D6%80%D5%A5%D5%AC>

³⁰ <https://www.imf.org/en/Countries>

Հարկերն այն միակ ցուցանիշն է, որով երեք երկրներն էլ հավասարապես և ավելի բարձր են ինդեքսավորված: ՀՀ-ում սա կապված է ՏՀՏ ոլորտին տրվող հարկային արտոնությունների հետ³¹:

ՀՀ-ն համեմատական առավելություն ունի **Ներդրողների պաշտպանություն և կորպորատիվ կառավարում** ցուցանիշի խմբում, որտեղ զբաղեցնում է 49-րդ հորիզոնականը: Այնուամենայնիվ, այս խմբում ցածր է օրենքի կիրառելիության որակային ցուցանիշը, որով ՀՀ-ն զբաղեցնում է 67-րդ հորիզոնականը: Հարկ է նշել, որ այս ցուցանիշի դինամիկան աճող է, ուստի կարելի է դրա հետագա բարելավում ակնկալել: Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր բաժնեմասնակցության ինդեքսի առավել թույլ կողմ է **Մարդկային կապիտալ և սոցիալական միջավայր** ցուցանիշի խումբը, ըստ որի ՀՀ-ն առավել հետ է գիտական ամսագրերում հոդվածների թվով և Ձեռնարկությունների կողմից հետազոտությունների իրականացման ծախսերով ու վերջիններիս հնարավոր սոցիալական ազդեցությամբ:

Ձեռնարկատիրական հնարավորությունների համաձայն՝ ամենանորարարական տնտեսությունը, համեմատվող 3-ից, Հայաստանն է՝ 54-րդ հորիզոնական: *Նորարարություն* ենթացուցանիշով 2017-ին ՀՀ-ն գտնվում էր ավելի բարենպաստ դիրքում, մինչդեռ, եթե դիտարկում ենք «Գլոբալ նորարարական ինդեքսը»³², ապա կնկատենք, որ 2018-ից Վրաստանը ՀՀ-ից առաջ է անցնում: Վերոնշյալ ինդեքսի ենթացուցանիշների մեջ երկու երկրների համար ամենամեծ խզվածքը ստեղծվում է *ինսպիրացիաների* (քաղաքական, օրենսդրական և բիզնես միջավայր) ու *մարդկային կապիտալ* և *հեղափոխություն* ենթակատեգորիաներում (կրթություն, բարձրագույն կրթություն, R&D): Ինչ վերաբերում է *գիտահեղափոխական աշխատանքներին*, ապա նկատելի է, որ ՀՀ-ն ու Վրաստանը բավականին հետ են կորպորատիվ R&D ցուցանիշով, մինչդեռ Ադրբեջանը, համեմատության մեջ, բավականին լավ ցուցանիշ է արձանագրել, քանզի, ի տարբերություն ՀՀ-ի և Վրաստանի, այստեղ R&D-ի հիմնական ապահովողը կորպորացիաներն են: Եթե M&A գործարքները դիտարկում ենք որպես վենչուրային ֆինանսավորմամբ ստարտափների ելքի հիմնական սցենարներից մեկը, ապա R&D կատարող ընկերությունը կարող է էլ ավելի գրավիչ դառնալ տվյալ ճյուղում խոշոր ընկերությունների կողմից ձեռքբերման նախապատվության հարցում: R&D-ի խթանման համար անհրաժեշտ գործիքներից մեկը, որը կարող է որդեգրել ՀՀ-ն, հարկային վարկերն են (Tax credits)՝ ելնելով այս քաղաքականությամբ հաջողություն գրանցած երկրների փորձից: Հարկային վարկերը թույլ կտան փոքր ընկերությունների կողմից իրականացված R&D ծախսերը նվազեցնել ոչ թե համախառն եկամտից, այլ հարկային պարտավորության գումարից՝ այսպիսով նպաստավոր պայմաններ սահմանելով հարկային պարտավորությունները R&D-ի միջոցով նվազեցնելու համար, միաժամանակ մեծացնելով ընկերությունների աճի ներուժը և տնտեսական աճը (R&D-ի, նորարարության և տնտեսական աճի փոխհարաբերությունը հիմնվում է շումպետերյան տնտեսական աճի մոդելի վրա):

³¹ Տե՛ս «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին» ՀՀ օրենքը, 17.12.2014.

<https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=130329>

³² Տե՛ս <https://www.globalinnovationindex.org/gii-2020-report>

Ամփոփելով վերոնշյալ ցուցանիշները՝ ակնհայտ է դառնում, որ մասնավոր կապիտալի զարգացման հարցում ՀՀ-ն դեռևս շատ բացեր ունի՝ հատկապես կապիտալի շուկայի խորության ցուցանիշով, որն ուղղակիորեն և մեծապես ազդում է վենչուրային ֆինանսավորման վրա: Թերևս երկրորդային շուկաների ակտիվությանը կնպաստեն քրաուդֆանդինգային շուկաների ներդրման արդյունավետ մեխանիզմների մշակումն ու իրագործումը՝ միաժամանակ ապահովելով անուղղակի մրցակցություն քրաուդֆանդինգային և վենչուրային շուկաների միջև:

Փորձենք գնահատել նաև ՀՀ-ում գործող վենչուրային հիմնադրամների գործունեությունը: Գնահատման համար որպես մեթոդաբանական հիմք է ծառայում EV/EBITDA ցուցանիշների³³ հաշվարկը տվյալ արդյունաբերությունների համար, ինչպես նաև IPO (Initial Public offering-առաջնային հրապարակային առաջարկ) և M&A (Mergers and Acquisitions- միաձուլում և ձեռքբերում) գործարքների վերլուծությունը:

Առհասարակ, EV/EBITDA ֆինանսական գործակիցը օգտագործվում է ներդրումների վերլուծության, ձեռքբերումների արդյունավետության գնահատման համար.

$$EV (\text{Ձեռնարկատիրական արժեք}) = \text{շուկայական կապիտալացում} + \text{ընդհանուր պարտավորություններ} - \text{դրամական միջոցներ և դրանց համարժեքներ}$$

Գործակիցը շուկայական կապիտալացման այլընտրանքային ցուցանիշն է, քանի որ ձեռքբերումների ժամանակ ենթադրվում է, որ ձեռք բերողը իր վրա է վերցնում ընկերության պարտավորությունները, իսկ դրամական միջոցները և դրանց համարժեքները նվազեցվում են, քանի որ ենթադրվում է, որ այդպիսով կվճարվի ձեռք բերվող ընկերության պարտավորությունների մի մասը:

EBITDA-ն ցույց է տալիս ընկերության շահույթը մինչև հարկերը, տոկոսագումարները, ամորտիզացումը և արժեզրկումից կորուստները: Բանաձևի տնտեսական բովանդակությունը զուտ եկամուտների այլընտրանքային ցուցանիշ է, քանի որ ենթադրվում է, որ հարկերը կարող են փոփոխվել, եթե, օրինակ, ԱՄՆ-ում ընկերությունը փոխի իր գրանցման նահանգը, իսկ տոկոսագումարները ներառվում են, քանի որ ընկերությունը կարող է փոփոխել իր կապիտալի կառուցվածքը, իսկ ամորտիզացումը և արժեզրկումը մեծ մասամբ կախված չեն կազմակերպությունից (աղյուսակ 3):

Քանի որ IPO-ն և M&A-ները ելքի հիմնական սցենարներն են, ուստի ներդրումներն ուղղվում են հենց այն ոլորտներ, որտեղ այս սցենարները հեշտ կիրառործվեն: IPO-ների հետ համեմատած՝ M&A գործարքները գերակշռող են: Միայն 2019 թ. գրանցվել է 49849 M&A (-5.2%) գործարք³⁴, մինչդեռ արժեթղթերի շուկայում ցուցակագրվել է ընդամենը 1242 (-20%) ընկերություն³⁵: Սա, թերևս, չենք կարող ընդունել որպես բացարձակ ցուցանիշ, քա-

³³ St'u Schueler A., Valuation with multiples: averaging, links, aggregation and the impact of capital structure, 2019. https://www.researchgate.net/publication/331276946_Valuation_with_multiples_averaging_links_aggregation_and_the_impact_of_capital_structure

³⁴ St'u <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

³⁵ St'u <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2019/12/ipo-index-2019#:~:text=Key%20findings,4%25%20to%20USD%20167.4%20billion>

նի որ արժեթղթերի շուկա դուրս գալը կապված է մեծ ծախսերի, օրենսդրական խոչընդոտների, առանձին երկրների կապիտալի շուկայի խորության աստիճանի հետ: Այնուամենայնիվ, հատկանշական է այն փաստը, որ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտը ունեցավ 12% արժեքային աճ: Իսկ 2019 թ. ԱՄՆ-ում վենչուրային ֆինանսավորմամբ ընկերությունները ապահովել են ընդհանուր IPO-ների 43%-ը³⁶, որը ևս մեկ անգամ փաստում է վենչուրային ֆինանսավորման դրական ազդեցությունը տնտեսության զարգացման վրա:

Աղյուսակ 3

Վենչուրային ֆինանսավորմամբ ընկերությունների գործունեության վերլուծություն³⁷

Կազմակերպություն	Արդյունաբերություն/Ոլորտ	Ձեռքբերումների (Acquisitions) քանակ	Առաջնային հրապարակային առաջարկների (IPO) քանակ	IPO-ի ընդհանուր արժեք, ԱՄՆ դոլար	IPO-ների արժեքային մեդիան (Median IPO Valuation), ԱՄՆ դոլար	IPO-ների տարեկան միջին քանակ
Krisp	ԱԲ (AI)	266	89	10.6 մլրդ	96.5 մլն	2011
Forgefiction	Հրատարակում (Publishing)	1031	216	6.1 մլրդ	309.6 մլն	2006
Netris	SAAS	1142	170	124.7 մլրդ	488.1 մլն	2011
Expper Technologies	Ռոբոտաշինություն (Robotics)	262	148	3.7 մլրդ	101.5 մլն	2010
IntelinAir	Գյուղատնտեսություն	692	598	11.3 մլրդ	212.8 մլն	2005
3Dzook	Լուսանկարների խմբագրում (Photo editing)	79	7	Առկա չէ	Առկա չէ	2007

Անդրադառնալով M&A գործարքներին՝ նշենք, որ ՀՀ-ում գործունեություն ծավալող վենչուրային հիմնադրամների ներդրումները հիմնականում ուղղված են «առողջ» արդյունաբերության զարգացմանը: Օրինակ՝ վերոնշյալ ընկերություններից «ForgeFiction»-ը (պլատֆորմի միջոցով տարբեր անհատների համատեղ ջանքերով ստեղծվում են պատմություններ, գրքեր, կոմիքսներ և այլն) գործում է հրատարակման արդյունաբերությունում, ինչպես նաև շարունակական զարգացման շնորհիվ հնարավորություն ունի սպասարկելու ֆիլմարտադրության և տեսախաղերի ոլորտը՝ ապահովելով յուրօրինակ բովանդակություն:

Ժամանցային ոլորտում (Entertainment industry) 2019 թ. EV/EBITDA-ն կազմում էր 13.85x, հրատարակությունների և ամսագրերի ոլորտում (Publishing and newspapers)՝ 9.2x³⁸: Սա, թերևս, նշանակում է, որ վերոնշյալ

³⁶ Տե՛ս National Venture Capital Association (NVCA), 2020 Yearbook, 2020. <https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf>

³⁷ Աղյուսակի համար օգտագործվել են <https://www.crunchbase.com/> կայքի տվյալները:

³⁸ Տե՛ս Statista: Average EV/EBITDA multiples in the media & advertising sector worldwide in 2019 and 2020, by industry, 2020 (վերցվել են 2019 թ.տվյալները, քանզի ներդրումն իրականացվել է այդ թվականին). <https://www.statista.com/statistics/1030100/enterprise-value-to-ebitda-in-the-media-and-advertising-sector-worldwide/#:~:text=EV%2FEBITDA%20in%20the%20media,worldwide%202019%2D2020%2C%20by%20industry&text=Worldwide%2C%20the%20average%20value%20of,multiple%20of%20a%20approximately%2013.25x>

բնագավառներում արժեքային բազմարկիչները (valuation multiples) տատանվում են 10x միջակայքում, որը, ըստ էության, կարող ենք համարել «առողջ» ցուցանիշ, քանզի սրանից բարձրի դեպքում կնշանակեր, որ ընկերությունների շուկայական արժեքը գերազանհատված է, իսկ փոքրի դեպքում՝ թերազանհատված: Սակայն տեսախաղերի արդյունաբերությունում EV/EBITDA-ն կազմել է 20.4x³⁹: Սա պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ, օրինակ, գրքերի հրատարակման ոլորտից ստացվող եկամուտները 2012-2018 թթ. աճել են ընդամենը 9.1%-ով՝ հասնելով 118.07 միլիարդ ԱՄՆ դոլարի, մինչդեռ տեսախաղեր դիտողների թիվը 2016-2018 թթ. գրանցել է մոտավորապես 40% աճ՝ հասնելով 850 միլիոն մարդու: Ֆիլմերի արդյունաբերությունից սկսկավվող հնարավոր ելքի սցենարներից մեկն էլ կարող է ապահովվել արդյունաբերության խոշոր ներկայացուցիչների կողմից՝ Amazon Prime Video, Netflix, The Walt Disney Company, որոնք պատրաստ են մեծ գումարներ վճարել որակյալ և ինքնատիպ բովանդակություն ապահովողներին: Վառ օրինակ է Lucasfilm ընկերության ձեռքբերումը TheWalt Disney-ի կողմից 4.05 մլրդ ԱՄՆ դոլարով՝ 8.84x EV/EBITDA ցուցանիշով⁴⁰: Միաժամանակ, նախատեսվում է, որ 2020 թ. Netflix ընկերությունը կծախսի 17.3 մլրդ ԱՄՆ դոլար յուրօրինակ կոնտենտի համար⁴¹:

Եզրակացություններ: Գրեթե բոլոր զարգացած երկրներում վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը պետականորեն մշտապես խթանվել է: Ոլորտի զարգացմանը նպաստող պետական քաղաքականությունը, սովորաբար, ներառում է տարբեր միջոցառումներ՝ սկսած պետական գործակալությունների անմիջական ֆինանսական ներգրավման տարբերակներից մինչև հարկային արտոնություններ և ներդրումները խթանող հատուկ կառույցների ստեղծում:

Այսպիսով՝ կատարված հետազոտության արդյունքում, կարևորելով վենչուրային ներդրումները՝ որպես երկրի տնտեսության արագ զարգացման միջոց, կարող ենք փաստել հետևյալը: Նախ՝ բյուջետային միջոցները համարվում են վենչուրային բիզնեսի ֆինանսավորման ամենակարևոր աղբյուրը: Դրանք, առաջին հերթին, օգտագործվում են պաշտպանական արդյունաբերության ոլորտներում հետազոտությունների և զարգացման ուղղությամբ ներդրումներ կատարելու համար, այդ թվում՝ բյուջետային կազմակերպությունների ֆինանսավորման, ինչպես նաև բուհերում և գիտական հաստատություններում կիրառական ու հիմնարար ուսումնասիրությունների նպատակով:

Խնդիրները, որոնց առնչվում է այս համակարգը ՀՀ-ում, կարելի է պայմանականորեն տարբերակել հետևյալ կերպ.

1. ֆինանսական,
2. ենթակառուցվածքային,
3. իրավական:

³⁹ Տե՛ս https://www.biz.uiowa.edu/henry/download/s19_Video_Game.pdf

⁴⁰ Տե՛ս <https://www.coursehero.com/file/p76udeh3/The-EBITDA-earnings-before-interests-taxes-depreciation-and-amortization-of/>

⁴¹ Տե՛ս <https://www.nasdaq.com/articles/netflix-will-spend-%2417.3-billion-on-content-this-year-but-growth-is-slowing-2020-01-23>

Ակնհայտ է, որ նորարարական համակարգը զգալի ֆինանսական ռեսուրսների պահանջ ունի: Այդպիսի պահանջարկի բավարարման աղբյուրները ՀՀ-ում սահմանափակ են, և նույնիսկ պետական միջոցների ու երկրի ֆինանսական պաշարների ամենամեծ կուտակում ունեցող կառույցների՝ բանկերի հզորությունները բավարար չեն:

Ենթակառուցվածքային խնդիրներից առաջնայինը, անշուշտ, պրոֆեսիոնալ կառավարիչների ինստիտուտի կայացումն է:

Հայաստանում վենչուրային ձեռնարկատիրությունը զարգացնելու, տնտեսությունում ուղղակի մասնավոր ներդրումների ծավալներն ավելացնելու, դրանք գիտատար ուղղություններում ներդնելու, նոր տեխնոլոգիաների կիրառմամբ ձեռնարկությունների ստեղծմանը նպաստելու և համեմատաբար բարձր տնտեսական աճի ներուժ ունեցող ձեռնարկները խթանելու նպատակով առաջարկվում է ընդունել «Վենչուրային հիմնադրամների մասին» օրենք:

Ըստ կատարված հետազոտության՝ կարող ենք անել հետևյալ եզրակացություններն ու առաջարկությունները.

1. Նորարական կենտրոնների ստեղծման գործում էական դեր պետք է ունենա պետությունը՝ լինելով հիմնական ներդրողը: Վերջինս ուղղակի ֆինանսական և հարկային արտոնություններ պետք է տրամադրի գիտատեխնիկական բնույթի հետազոտություններ իրականացնող ընկերություններին:
2. Վենչուրային բիզնեսը պետք է խթանվի պարզ և հստակ օրենսդրական դաշտի միջոցով:
3. Պետք է խրախուսել վենչուրային կապիտալի ուղղվածությունը դեպի փոքր և միջին ձեռնարկատիրության ոլորտ՝ ստեղծելով հարկային արտոնյալ պայմաններ նման ներդրումների իրականացման համար: Վենչուրային բիզնեսի կազմակերպչական ձևերի մշակման գործընթացում Կառավարության սկզբնական ներդրումային աջակցությունը կարող է փոխարինվել աջակցության այլ ձևերով, առաջին հերթին՝ հարկային արտոնությունների սահմանման միջոցով:
4. Վենչուրային բիզնեսում ներդրումների ֆինանսավորման համակարգը պետք է ներառի նորարարական ձեռնարկություններում ներդրվող կապիտալի համար հարկերի սահմանումը, այսինքն՝ ներդրումային հարկի կիրառումը:
5. Անհրաժեշտ է ստեղծել վենչուրային բիզնեսի աջակցման միջտարածաշրջանային և տարածաշրջանային գործակալություններ:
6. Հարկ է ստեղծել ապահովագրական հիմնադրամներ, որոնք կօգնեն բարձրացնել գիտական և տեխնիկական ապրանքներ արտադրողների և հաճախորդների տնտեսական և իրավական պաշտպանվածությունը՝ հատկապես վենչուրային ֆինանսավորման ոլորտում: Ի վերջո, ընկերությունները, որոնք ֆինանսական դժվարություններ են կրում, պետք է պաշտպանված լինեն անմիջական սնանկությունից:
7. Ուշագրավ է միջազգային մակարդակում «տեխնիկական գաղափարների բանկեր» ստեղծելու առաջարկությունը, որի գործառույթներում ներառված է պատրաստի արդյունքների և նույնիսկ գաղափարների գնումը՝ դրանց հետագա հնարավոր վերավաճառմամբ այն կազմակերպություններին, որոնք զբաղվելու են դրանց առևտրայինացմամբ:

Գաղափարների բանկի կարևոր գործառույթը պետք է լինի այն նախագծերի որոնումը, ընտրությունը, ֆինանսավորումն ու տարբեր տեսակի խորհրդատվական օգնության տրամադրումը, որոնք կարող են գործնական կիրառություն ունենալ ինչպես ներկայում, այնպես էլ ապագայում:

Պետք է նշել, որ ֆինանսական և առևտրային կառույցներից ստացված միջոցները նշանակալի դեր են խաղում վենչուրային ձեռնարկություններին աջակցելու գործում: Վենչուրային բիզնեսին աջակցելն ընդլայնվում է արտասահմանյան և տեղական բարեգործական հիմնադրամների դրամաշնորհների և միջոցների շնորհիվ: Եթե նորարարական ընկերությունները կարող են ինքնուրույն այս կամ այն չափով զարգանալ անձնական միջոցների, ինչպես նաև մասնավոր հատվածի աջակցության հաշվին, ապա փոքր նորարարական բիզնեսին աջակցելու համար ենթակառուցվածքային հաստատությունների ձևավորումը պահանջում է պետական ներդրումներ:

Օգտագործված գրականություն

1. Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների հետազոտություն: Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, 2018:
2. Հայաստանում վենչուրային համակարգի ներդրման հայեցակարգ: Կորպորատիվ կառավարման կենտրոն, Եր., 2005:
3. ՀՀ Կառավարության 03.10.2013 թ. N1083-Ա որոշումը («ԳՐԱՆԱՏՈՒՍ ՎԵՆՉՈՒՐ ՖՈՆԴ 1» ՓԲԸ կանոնադրական կապիտալում միջամտության մասին):
4. «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին» ՀՀ օրենքը (ընդունվել է 17.12.2014 թ., ՀՕ-245-Ն):
5. Аммосов Ю. П., Венчурный капитализм: от истоков до современности. СПб.: РАВИ, 2004.
6. Гаврилова Ж. Л., Государственное регулирование венчурного инвестирования: мировой и российский опыт. «Проблемы современной экономики», 2011.
7. Обзор рынка. Прямые и венчурные инвестиции в России за 2012 год. СПб., 2013.
8. Romans A., The Entrepreneurial Bible to Venture Capital: Inside Secrets From the Leaders in the Startup Game. Aug 28, 2016.
9. Schueler A., Valuation with Multiples: Averaging, Links, Aggregation, and the Impact of Capital Structure, 2019.
10. Keuschnigg Ch., Venture Capital Backed Growth, 2004.
11. Kim Daniel S. and Jun Yong-Nam, Orrick Herrington & Sutcliffe LLP: Venture Capital Investment in the United States: Market and Regulatory Overview, 2020.
12. Lerner Josh, Leamon Ann, Garcia-Robles Susana, Best Practices in Creating a Venture Capital Ecosystem, 2012.
13. Bloom Nicholas, Sadun Raffaella and Reenen John Van, Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?, 2015.
14. KiriataTetsuya, Japanese Government Venture Capital: What Should We Know? Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship, 12(1), April 2018.

15. Statista: Average EV/EBITDA Multiples in the Media & Advertising Sector Worldwide in 2019 and 2020, by industry, 2020.
16. National Venture Capital Association (NVCA), 2020 Yearbook. <https://nvca.org/>
17. www.armstat.am
18. www.un.am
19. www.gks.ru
20. www.nasdaq.com
21. www.coursehero.com
22. www.crunchbase.com
23. www.cbinsights.com
24. www.brookings.edu
25. www.globalinnovationindex.org
26. www.researchgate.net
27. www.semanticscholar.org
28. www.statista.com

МАРЕ ХАЧАТРЯН

Ассистент кафедры финансов АГЭУ, кандидат экономических наук, доцент

АЙК КАЛАНТАРЯН

Студент 4-ого курса факультета бухгалтерского учета и аудита АГЭУ

Вопросы развития венчурной деятельности в Армении в контексте международного опыта. – В рамках данной статьи была представлена необходимость венчурного финансирования в развитии финансовой системы и стартап-экосистемы страны, также обсуждены вопросы эффективной реализации законодательных рыночных механизмов, возникающие в связи с необходимостью их внедрения. Далее представлены особенности деятельности венчурных фондов, направления инвестирования, необходимость государственной поддержки, исходя из международного опыта, экономических и рыночных особенностей Республики Армения. В ходе анализа индекса прямых инвестиций «Венчурный капитал и частный акционерный капитал» были представлены показатели венчурной привлекательности Республики Армения, проблемы и проблемы, изучены особенности существующих фондов и их инвестиционные предпочтения. В статье также проведена предварительная оценка инвестиционной политики действующих в Республике Армения венчурных фондов на основе показателей, зарегистрированных в инвестиционной отрасли (IPO, M&A), а также показателей оценки рыночной стоимости.

Ключевые слова: венчурный капитал, стартап, инвестиционная среда, инновации, венчурный фонд.

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_1_79

JEL: F21, G24, P33

MARE KHACHATRYAN

*Assistant Professor of the Chair of Finance at ASUE,
PhD in Economics, Associate Professor*

HAYK KALANTARYAN

*4th year BA Degree Student of the Department of
Accounting and Auditing at ASUE*

Issues of Development of Venture Activities in Armenia in the Context of International Experience.- The paper represents the need for venture financing in the development of the country's financial system and startup ecosystem, as well as discusses the issues of effective implementation of legislative and market mechanisms arising from the need for their introduction. Then, reference is made to the peculiarities of venture fund activities, investment directions, the need for state support, based on international experience and economic and financial market specifics of the Republic of Armenia. Investment attractiveness in Armenia is valued based on the "Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index", which enables us to discuss the indicators of venture attractiveness of the Republic of Armenia, gaps and current issues and then the peculiarities of existing funds and their investment preferences. A preliminary assessment of the investment policy of venture capital funds operating in the Republic of Armenia was carried out based on the indicators registered in the investment industry (e.g. IPOs, M&A deals), as well as the indicators of market value assessment.

Key words: venture capital, start-up, investment environment, innovation, venture fund.

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_1_79

JEL: F21, G24, P33