

კავკასიის საერთაშორისო უნივერსიტეტი

ალექსანდრე ხვედელიანი

სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს
საბანკო სისტემაში

სადოქტორო პროგრამა - ბიზნესის-ადმინისტრირება
შიფრი 02

წარმოდგენილია ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური
ხარისხის მოსაპოვებლად

კავკასიის საერთაშორისო უნივერსიტეტი
თბილისი, 0192, საქართველო
2017

საავტორო უფლება © 2017 წელი, „ალექსანდრე ხვედელიანი“

კავკასიის საერთაშორისო უნივერსიტეტი

ბიზნესის ფაკულტეტი

ჩვენ, ქვემოთ ხელისმომწერნი ვადასტურებთ, რომ გავეცანით ალექსანდრე ხვედელიანის მიერ შესრულებულ სადისერტაციო ნაშრომს დასახელებით: „სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში“ და ვაძლევთ რეკომენდაციას კავკასიის საერთაშორისო უნივერსიტეტის ბიზნესის ფაკულტეტის სადისერტაციო საბჭოში მის განხილვას ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად.

” 16 ” მარტი 2017 წელი

ხელმძღვანელი: **ირინა მამალაძე**

ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
პროფესორი

რეცენზენტი: **თეა კასრაძე**

ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
პროფესორი

რეცენზენტი: **მზევინარ ნოზაძე**

ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
პროფესორი

კავკასიის საერთაშორისო უნივერსიტეტი

2017 წელი

ავტორი: ალექსანდრე ხვედელიანი

დასახელება: „სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს

საბანკო სისტემაში“

ფაკულტეტი: ბიზნესის

აკადემიური ხარისხი: დოქტორი

სხდომა ჩატარდა: ” 16 ” მარტი 2017 წელი

ინდივიდუალური პიროვნების ან ინსტიტუტების მიერ ზემოთ მოყვანილი დასახელების დისერტაციის გაცნობის მიზნით მოთხოვნის შემთხვევაში მისი არაკომერციული დანიშნულებით კოპირებისა და გავრცელების უფლება მინიჭებული აქვს კავკასიის საერთაშორისო უნივერსიტეტს.

ავტორის ხელმოწერა

ავტორი ინარჩუნებს დანარჩენ საგამომცემლო უფლებებს და არც მთლიანი ნაშრომის და არც მისი ცალკეული კომპონენტების გადაბეჭდვა ან სხვა რაიმე მეთოდით რეპროდუქცია დაუშვებელია ავტორის წერილობითი ნებართვის გარეშე.

ავტორი ირწმუნება, რომ ნაშრომში გამოყენებული საავტორო უფლებებით დაცულ მასალებზე მიღებულია შესაბამისი ნებართვა (გარდა იმ მცირე ზომის ციტირებებისა, რომლებიც მოითხოვს მხოლოდ სპეციფიკურ მიმართულებას ლიტერატურის ციტირებაში, როგორც ეს მიღებულია სამეცნიერო ნაშრომის შესრულებისას) და ყველა მათგანზე იღებს პასუხისმგებლობას.

რეზიუმე

შესავალში განხილულია თემის აქტუალობა, რომელიც იმაში მდგომარეობს, რომ უკანასკნელ წლებში აქტიურად ცდილობდნენ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების თეორიული საფუძვლის ახსნას. უცხოური ქვეყნების მაგალითებზე, სხვადასხვა მიმართულებით, საქართველოსათვის გამოსადეგი გამოცდილების გამოვლენა ხდებოდა, მაგრამ ქართულ სინამდვილეში, ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების დონის თავისებურებების გათვალისწინებით მისი ფორმირებისა და რეგულირების მკაფიო დეფინიციების განსაზღვრა ჯერჯერობით ვერ მოხერხდა. არსებული სტატუს-კვოს გათვალისწინებით, საბაზრო ურთიერთობების გაღრმავება, შემდგომი განვითარება და საინვესტიციო პოლიტიკის სახელმწიფო დონეზე ფორმირება შეუძლებელია ამ პრობლემის მოგვარების გარეშე. მდგომარეობას ამწვავებს ის გარემოებაც, რომ საქართველოს დამოუკიდებლობის ბოლო ოცწლეულის მანძილზე, საკმაოდ ხშირად იცვლებოდა ეკონომიკური და სოციალური სიტუაცია, საგადასახადო სისტემა თუ სხვა საკანონმდებლო აქტები. ამგვარად, საქართველოს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების გადაუდებელი საჭიროება განპირობებულია, როგორც საინვესტიციო პროცესის გამოცოცხლების, ასევე მისთვის ინტენსიური ხასიათის მიცემის აუცილებლობით.

აგრეთვე დასაბუთებულია პრობლემის შესწავლის აუცილებლობა. განსაზღვრულია კვლევის მიზნები და ამოცანები, კვლევის საგანი და ობიექტი, სადაც საგანს წარმოადგენს ეკონომიკური ურთიერთობები, რომლებიც წარმოიქმნება ვენჩურული კაპიტალის ფორმირებისა და ფუნქციონირების პროცესში. კვლევის ობიექტს წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში. შესავალში ასევე დასახულია კვლევის სიახლეები და მოსალოდნელი შედეგები.

ნაშრომის პირველ თავში, - „ვენჩურული კაპიტალის ეკონომიკური არსი და მისი ბრუნვის თავისებურებანი“ - განხილულია ძირითადი თეორიული

დებულებები, კერძოდ, სარისკო კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის ფუნქციები, რის საფუძველზეც ჩამოყალიბდა ვენჩურული კაპიტალის კვლევის ძირითადი თეორიულ-მეთოდოლოგიური მიდგომები.

ამავე თავში ჩატარებულია კატეგორიის „ვენჩურული კაპიტალი“ ანალიზი, შემოთავაზებულია ამ ცნების ავტორისეული განმარტება, განსაზღვრულია ვენჩურული ინვესტიციების სოციალურ-ეკონომიკური როლი, გამოვლენილია ვენჩურული კაპიტალის ფუნქციები და გაანალიზებულია ვენჩურული დაფინანსების ეტაპები და მექანიზმები.

ნაშრომის მეორე თავში, - **„ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების თავისებურებანი“** - გაანალიზებულია აშშ, შვედეთის, დიდი ბრიტანეთისა და სხვა ქვეყნების ვენჩურული კაპიტალების ბაზრები, განსაზღვრულია ვენჩურული კაპიტალის გამოყენების შესაძლო მიმართულებები, დამტკიცებულია, რომ ინვესტირებისათვის პრიორიტეტულ მიმართულებას ინოვაციური საქმიანობა წარმოადგენს.

ამავე თავშია მოცემული ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის თანამედროვე მდგომარეობა და განვითარების ტენდენციები. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების პოტენციალი დასაბუთებულია, როგორც პირველი თავის თეორიულ დებულებებზე, ისე მეორე თავში მოცემული იმავე პრობლემატიკის კვლევის მასალებზე დაყრდნობით. თავში გაანალიზებულია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სუბიექტები და ობიექტები და მასზე მოთხოვნა-მიწოდება, როგორც მოკლე, ისე გრძელვადიანი პერიოდისათვის.

გარდა ამისა, მეორე თავში მოცემულია ვენჩურული ბაზრის საბანკო დაფინანსების არსებითი თავისებურებები და დასასრულს მოცემულია ავტორის მიერ შემუშავებული ქართული ვენჩურული ბაზრის ფუნქციონირების ორიგინალური მოდელი.

ნაშრომის მესამე თავში, - **„ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის რეგულირების თეორიული საფუძვლები“** - განხილულია სახელმწიფოს ზეგავლენა ვენჩურული

ინვესტირების პროცესზე, როგორც განვითარებულ ქვეყნებში, ისე საქართველოში, გაანალიზებულია ვენჩურული ინდუსტრიის ძირითადი სახელმწიფო პროგრამები ისრაელში, ფინეთში, აშშ, საქართველოსა და სხვა ქვეყნებში. შემუშავებულია რეკომენდაციები სახელმწიფო პოლიტიკის ფორმირებისთვისა და გამოყენებისათვის ვენჩურული ბაზრის მხარდაჭერის სფეროში.

ნაშრომი მთავრდება დასკვნებით, წინადადებებითა და გამოყენებული ლიტერატურის სიით.

Summary

The introduction discusses the importance of topic, which lies in the fact, that in recent years many attempts have been made to explain the theoretical basis of the venture capital market functioning. Typically, these were examples of foreign countries in particular directions and observed the helpful experience for Georgia. But in Georgian reality, considering the characteristics of the country's economic development level, a clear definition of its formation and regulation can't be verified. But according to the status quo, further development of market relations, investment and innovative policy development at the state level is impossible without solving this problem. Condition is aggravated by the fact that in recent two decades of the independence of Georgia, the economic and social situation, the tax system and other legislative acts were often changed. Thus, the urgent need of formation and development of the venture capital market is not only due to the need to revitalize the process, but also to give the intense nature to it.

Also justified the need of studying the problem. Defined goals and objectives of the research, the subject and object of the study, where the subject is economic relations, which arise in the process of formation and functioning of venture capital.

The object of the study is the venture capital market in the transition economies. In the introduction are also set the expected results of the research.

In the first chapter - "The economic essence of the venture capital and its' circulation features" - the author analyzes the basic theoretical provisions, in particular, the functions of venture capital as investment resource, which was the basis of forming the main theoretical and methodological approaches of venture capital research.

The analysis of category "venture capital" is made in the same Topic, there is offered author definition of this concept, is defined the social and economic role of the venture capital investments, is detected the functions of venture capital and analyzed funding stages and mechanisms of the venture capital.

In the second chapter - "Features of the operation of venture capital market" – is discussed the venture capital markets of the US, Sweden, Great Britain and other countries, is defined possible directions of using venture capital, is proved that the innovative activity represents the priority areas of investment.

This chapter examines the current state and development trends of the Georgian venture capital market. The venture capital market development potential is substantiated, based as well as on the first chapter theoretical provisions, also due the second chapter study on the same problems. In the chapter is analyzed subjects and objects of the venture capital market, and its' demand-supply in both, short and long-term period.

In addition, the second section contains the essential features of the bank financing of the venture capital market and in the end is given the original model of Georgian venture capital market performance.

The third chapter - "The theoretical foundations of the venture capital market regulation" - explains the impact of the venture capital investment process in the developed countries, as well as in Georgia. In the same chapter is analyzed the state programs of the venture capital industry in Israel, Finland, the US, Georgia and other countries. Also are formulated recommendations for forming state policy and using it in the supporting area of the venture capital market.

The work ends with the conclusions, suggestions and used literature list.

ნ ა შ რ ო მ ი ს შ ი ნ ა ა რ ს ი

რეზიუმე	iv
ცხრილების წუსხა	viii
დიაგრამების წუსხა	viii
ნახაზების წუსხა.....	ix
შესავალი	x
ლიტერატურის მიმოხილვა	xxix
I. შედეგები და მათი განსჯა	
თავი I. ვენჩურული კაპიტალის არსი და მისი ბრუნვის თავისებურებანი	
1.1. ვენჩურული კაპიტალის არსი და ფუნქციები.....	30
1.2. ვენჩურული კაპიტალის როლი ინოვაციურ ეკონომიკაში	41
1.3. ვენჩურული კაპიტალის წრებრუნვის თავისებურებანი.....	51
თავი II. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების თავისებურებანი	
2.1. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის არსებული მოდელების საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში (შედარებითი ანალიზი).....	72
2.2. ვენჩურული კაპიტალის ფორმირების თავისებურებები გარდამავალ ეკონომიკაში. ბანკების მონაწილეობა ვენჩურულ დაფინანსებაში (საქართველოს მაგალითზე).....	94
2.3. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საავტორო მოდელი.....	117
თავი III. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის რეგულირების მოდელები	
3.1. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება საქართველოში და უცხო ქვეყნებში.....	133
3.2. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების, ბანკების მიერ მისი დაფინანსებისა და შემდგომი განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის დახვეწის ძირითადი მიმართულებები....	151
 II. დასკვნები და რეკომენდაციები	 162
 გამოყენებული ლიტერატურა.....	 166
 დანართები.....	 170

ცხრილების ნუსხა

ცხრილი 1. ინვესტირებადი კაპიტალის რისკის დონეების მიხედვით კლასიფიკაცია.....	36
ცხრილი 2. სხვადასხვა ქვეყნების დანახარჯები სამეცნიერო-კვლევით სამუშაოებზე.....	41
ცხრილი 3. დაფინანსების წყაროების სტრუქტურა.....	86
ცხრილი 4. ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობა ლიდერ ქვეყნებში 2006-2015 წწ.მლრდ. აშშ დოლარი.....	86
ცხრილი 5. ქართული და უცხოური ვენჩურული კაპიტალის შედარებითი დახასიათება.....	97

დიაგრამების ნუსხა

დიაგრამა 1. ინოვაციური განვითარების ძირითადი ტალღების პერიოდიზაცია (ი. შუმპეტერის და კ. ფრიდმენის მიხედვით).....	44
დიაგრამა 2. საწარმოს განვითარების ძირითადი მაჩვენებლების საშუალო ყოველწლიური ზრდა.....	48
დიაგრამა 3. დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობის და მათში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის გადანაწილება კომპანიის განვითარების სტადიების მიხედვით ტაივანში 2015 წელს.....	69
დიაგრამა 4. დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობის და მათში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის გადანაწილება კომპანიის განვითარების სტადიების მიხედვით ავსტრალიაში 2015 წელს.....	70
დიაგრამა 5. ევროპაში ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობა 1990-2014 წლების პერიოდისთვის.....	85
დიაგრამა 6. ვენჩურული კაპიტალის გადანაწილება ინვესტორების შემადგენლობის მიხედვით ქვეყნებსა და საქართველოში.....	110
დიაგრამა 7. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო სამიზნე პროგრამის ელემენტები.....	135

ნახაზების ნუსხა

ნახაზი 1. ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის მიზეზები აშშ-ში.....	76
ნახაზი 2. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საავტორო მოდელი.....	118
ნახაზი 3. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის მატერიალური, ფინანსური და ინფორმაციული ნაკადების სტრუქტურა.....	122
ნახაზი 4. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ამერიკული სახელმწიფო პროგრამის - SBIR-ის ალგორითმი.....	142
ნახაზი 5. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ებრაული სახელმწიფო პროგრამის - Yozma-ს ალგორითმი.....	143
ნახაზი 6. საფინანსო სისტემით არასაკმარისად მოცული ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების შემადგენლობა.....	152
ნახაზი 7. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების ორგანიზების ალგორითმი.....	156

შესავალი

ზოგადი დახასიათება. მსოფლიო საზოგადოება დღეს დამაჯერებელ ნაბიჯებს დგამს, მსოფლიო ეკონომიკის განვითარების იმ სტადიისაკენ, რომელსაც ტრადიციულად „ცოდნის ეკონომიკა“ ეწოდება. ეს განვითარების უალტერნატივო გზაა. ამდენად, მნიშვნელოვანია როგორც საკუთარ ცოდნაში ინვესტირება, ასევე მისი გარდაქმნა წარმოების იარაღად გარდაქმნა. ახალი ტექნოლოგიების, მრეწველობის ახალი დარგების, ახალი ეკონომიკების დაფინანსების საფუძველს ვენჩურული, იგივე სარისკო კაპიტალი წარმოადგენს.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა პირველად პირველად 1940-იან წლებში, ამერიკის შეერთებულ შტატებში დაიწყო ფორმირება. ევროპაში ამ მოვლენამ შედარებით გვიან, 1970-იან წლებში მოიკიდა ფეხი, საქართველოში კი მის შესახებ საუბარი მხოლოდ 2000-იანი წლების ბოლოს დაიწყო. ამდენად, ვენჩურული კაპიტალის ინვესტირება, საბანკოსგან განსხვავებით, ეკონომიკური აზრის გამოყენებითი სფეროს საკმაოდ ახალი მოვლენაა, რომელიც აერთიანებს ისეთ ორ მნიშვნელოვან მიმდინარეობას, როგორიცაა საინვესტიციო და ინოვაციური მენეჯმენტი, დაგეგმვა, პროგნოზირება, ტექნიკური და ეკონომიკური ანალიზი.

თემის აქტუალობა იმაში მდგომარეობს, რომ უკანასკნელ წლებში ბევრი მცდელობა იქნა განხორციელებული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების თეორიული საფუძვლის ასახსნელად. როგორც წესი, ეს უცხოური ქვეყნების მაგალითებზე ხდებოდა და აღინიშნებოდა ამა თუ იმ მიმართულების საქართველოსათვის გამოსადეგი გამოცდილება. თუმცა ქართულ სინამდვილეში, ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების დონის თავისებურებების გათვალისწინებით მისი ფორმირებისა და რეგულირების მკაფიო დეფინიციების განსაზღვრა ჯერჯერობით ვერ მოხერხდა.

არსებული სტატუს-კვოს გათვალისწინებით, საბაზრო ურთიერთობების გაღრმავება, შემდგომი განვითარება და საინვესტიციო პოლიტიკის სახელმწიფო დონეზე ფორმირება შეუძლებელია ამ პრობლემის მოგვარების გარეშე.

მდგომარეობას ამწვავებს ის გარემოებაც, რომ საქართველოს დამოუკიდებლობის ბოლო ოცწლეულის მანძილზე, საკმაოდ ხშირად იცვლებოდა ეკონომიკური და სოციალური სიტუაცია, საგადასახადო სისტემა თუ სხვა საკანონმდებლო აქტები. ამდენად, საქართველოსთვის ვენჩურული კაპიტალის ფორმირება და განვითარების გადაუდებელი საჭიროება განპირობებულია, როგორც საინვესტიციო პროცესის გამოცოცხლების, ასევე მისთვის ინტენსიური ხასიათის მიცემის აუცილებლობით.

მიუხედავად პატივისცემისა ყოველივე იმის მიმართ, რაც ქართველმა მეცნიერებმა და პრაქტიკოსებმა გააკეთეს ამ სფეროში, მაინც უნდა აღვნიშნოთ, რომ ვენჩურული კაპიტალის ფორმირებისა და შემდგომი განვითარების ბევრი საკითხი კვლავ გადაწყვეტის მოლოდინშია.

სწორედ საქართველოს ეკონომიკისთვის რთულმა პერიოდმა, ზემოთ ჩამოთვლილი პრობლემების აქტუალობამ და მათი გადაჭრის საჭიროების პრაქტიკულმა მნიშვნელობამ განაპირობა აღნიშნული სადისერტაციო კვლევის თემის შერჩევა და მისი მიმართულება.

პრობლემის შესწავლის მდგომარეობა. ამ მიმართულების სამეცნიერო ლიტერატურის შესწავლის პროცესში ჩამოგვიყალიბდა აზრი, რომ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის კვლევების უდიდესი ნაწილი დაწერილია ვენჩურული ფონდების მართვის სპეციალისტების მიერ, ამდენად ჩვენთვის იგი ძვირფას პრაქტიკულ მასალას წარმოადგენს. ამასთან ერთად, საკმაოდ იშვიათად გვხვდებოდა კვლევები, რომლებიც სფეროს თეორიულ ასპექტებს ეხება. შედეგად, ზოგიერთი ტერმინისა და ცნების შინაარსი, ისევე როგორც საბაზისო დეფინიციებისა, მხოლოდ პრაქტიკულ ასპექტშია წარმოდგენილი და არასაკმარისად ასახავს ვენჩურული დაფინანსების ეკონომიკურ არსს. საქართველოს ეკონომიკის გარდამავალი პერიოდისათვის არ არის შექმნილი მწყობრი მიკრო და მაკროეკონომიკური წარმოდგენა ვენჩურული დაფინანსების თავისებურებების შესახებ. გარდა ამისა, საკმარისად არ არის გახსნილი ანალიზის მეთოდები, რომლებსაც ქართული

კომპანიები და ფონდები ვენჩურული წინადადებებისა და საინვესტიციო ვენჩურული პროექტების შეფასებისას იყენებენ.

ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში ვენჩურული კაპიტალის განვითარების სოციალურ-ეკონომიკური პირობები წარმოდგენილია აღნიშნულ ნაშრომებში, მაგრამ შედეგებს ფრაგმენტული ხასიათი აქვს, წარმოდგენილი არ არის საკითხის კომპლექსური ხედვა და ავტორები იფარგლებიან ვენჩურული კაპიტალის განვითარების ერთი რომელიმე პირობის განხილვით. მაგრამ, რაღა თქმა უნდა, მათი ნაშრომები პოზიტიურია იმ თვალსაზრისით, რომ მთლიანობაშია შეფასებული ვენჩურული კაპიტალის მნიშვნელობა საქართველოს ეკონომიკის განვითარებაში და შესწავლილია დაფინანსების ამ სფეროს ქართული სპეციფიკა.

უცხოურ ეკონომიკურ ლიტერატურაში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების საკითხი შედარებით ფართოდ და ღრმად არის დამუშავებული რაც ისტორიულად გამართლებულიცაა, თუ გავითვალისწინებთ, რომ ვენჩურულ ბაზარს იქ განვითარების ხანგრძლივი ისტორია გააჩნია. ვენჩურული კაპიტალის ინვესტირების პრობლემები ასახულია ისეთი მეცნიერების ნაშრომებში, როგორებიცაა უ. ბიგრევი (Bygrave), ი.კუპერი (Cooper), ჯ.ლერნერი (Lerner), ჯ.პოტერბა (Poterba), ე.რობერტსი (Roberts), ვ.ფრიდი (Fried), რ.ჰიზრიჩი (Hizrich) და სხვა. მაგრამ ვენჩურული ბაზრის ზოგიერთი მიმართულების შექმნა, რომელსაც ასაბუთებენ ჩამოთვლილი ავტორები, საეჭვოა, მთლიანად გამოადგეს საქართველოს, სადაც სრულიად განსხვავებული სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობა და განვითარების ძირეულად განსხვავებული ისტორიული პირობები გვხვდება.

დაფინანსებისა და დაკრედიტების საერთო პრობლემების თეორიული ასპექტების განხილვისას ვეყრდნობოდით ისეთი მეცნიერ-მკვლევარების ნაშრომებს, როგორებიცაა ე.დოლანი, პ.დრუკერი, ა.მარშალი, მ.პორტერი, ბ.სანტო, ბ. ტრევისი, ი.შუმპეტერი, ე.ჰანსენი.

გარდა ამისა, სადისერტაციო ნაშრომზე მუშაობის პროცესში გამოვიყენეთ ინგლისურ და ფრანგულ ენაზე ავსტრიაში, ავსტრალიაში, დიდ ბრიტანეთში, საფრანგეთში, აშშ და სხვა ქვეყნებში გამოქვეყნებული ლიტერატურა.

კვლევის მიზნები და დანიშნულება. კვლევის მიზანი იყო, ვენჩურული კაპიტალის არსის ახსნის საფუძველზე მისი ეფექტიანი ფუნქციონირებისთვის აუცილებელი პირობების განსაზღვრა და ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ორგანიზებისა და რეგულირებისათვის პრაქტიკული რეკომენდაციების შემუშავება.

ამ მიზნის მისაღწევად სადისერტაციო კვლევა იდგა შემდეგი ამოცანების წინაშე:

- კატეგორიის „ვენჩურული კაპიტალი“ შინაარსის დაზუსტება, მისი მახასიათებლებისა და ფუნქციების განსაზღვრა;
- იმ ფაქტორების დაზუსტება, რომლებიც ახდენენ მოთხოვნა-მიწოდების ფორმირებას ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე;
- ვენჩურული კაპიტალის უცხოურ ქვეყნებში ფორმირებისა და განვითარების ძირითადი ეტაპების გამოვლენა მათი კომპლექსური შედარებითი ანალიზის საფუძველზე;
- უცხოურ ქვეყნებში ფუნქციონირებადი ვენჩურული კაპიტალის ბაზრების განვითარების პირობების შესწავლა;
- საქართველოში, განვითარების თანამედროვე ეტაპზე, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების შესაძლებლობებისა და მისი გამოყენების ყველაზე ეფექტიანი მიმართულებების გამოვლენა;
- ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ორგანიზებისა და რეგულირებისათვის რეკომენდაციების შემუშავება.

კვლევის საგანს წარმოადგენს ეკონომიკური ურთიერთობები, რომლებიც წარმოიქმნება ვენჩურული კაპიტალის ფორმირებისა და ფუნქციონირების პროცესში.

კვლევის ობიექტს წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზარს გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში.

კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები. ესაა ქართველი და უცხოელი მეცნიერებისა და პრაქტიკოს-სპეციალისტების ნაშრომები ინოვაციურ და საინვესტიციო მენეჯმენტში, კაპიტალის თეორიაში, მისი კონცენტრაციისა და ინტეგრაციის საკითხებში, ინოვაციების სტრატეგიულ მართვაში. სადისერტაციო თემაზე მუშაობა მიმდინარეობდა არა მარტო საზღვარგარეთის ქვეყნების ინოვაციურ-საინვესტიციო პროცესების შესწავლის, არამედ საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ამუშავების მაგალითების საფუძველზეც. ასევე, განიხილება ინოვაციური ინვესტირების თეორიული და პრაქტიკული საკითხები საზღვარგარეთის ქვეყნებისა (აშშ, ფინეთი, ნორვეგია, საფრანგეთი), და საქართველოს მაგალითებზე დაყრდნობით. გარდა ამისა, შესწავლილ იქნა ქართული კანონმდებლობა, რომელიც არეგულირებს მოცემულ სფეროს.

დასმული საკითხების გადაწყვეტა ხორციელდებოდა სისტემური მიდგომის საერთო პრინციპებზე დაყრდნობითა და ზოგადი სამეცნიერო მეთოდების გამოყენებით (დიალექტიკა, ანალიზი, სინთეზი, ანალოგია, დედუქცია, ინდუქცია, ისტორიზმი და სხვა).

სადისერტაციო ნაშრომის მეცნიერული სიახლეები. მიგვაჩნია, რომ სადისერტაციო ნაშრომის სამეცნიერო სიახლეს წარმოადგენს ის, რომ:

1. დაზუსტებულია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ცნება, რაც მისი არსის გაღრმავებულად წარმოდგენის საშუალებას იძლევა; გამოვლენილი და შესწავლილია ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკური ფუნქციები, რომელთა შემდგომ კვლევებში გამოყენება უზრუნველყოფს ვენჩურული ბაზრის ფუნქციონირების ეფექტიანობას;
2. აშშ-ის, შვედეთის, დიდი ბრიტანეთის და სხვა ქვეყნების ბაზრების კომპლექსური კვლევის საფუძველზე, შესწავლილია ვენჩურული ბაზრის ფორმირების პირობები და განვითარების ეტაპები, ასევე ვენჩურული კაპიტალის ზეგავლენა ეკონომიკის კომპლექსურ განვითარებაზე, რაც შემდგომში აუცილებლად შეუწყობს ხელს ვენჩურული დაფინანსების შედეგიანობის ამაღლებას;

3. შემუშავებულია ქართული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საავტორო ორიგინალური მოდელი, დადგენილია ის ფაქტორები, რომლებიც ზეგავლენას ახდენს ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნა-მიწოდებაზე. თუ მხედველობაში მივიღებთ იმას, რომ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ეკონომიკური მნიშვნელობა განპირობებულია ეკონომიკის ინოვაციური და საინვესტიციო სფეროების განვითარების დონით, მაშინ ამ მოდელის გამოყენება შესაძლებელი ხდება ვენჩურული ბაზრის რეგულირებისა და ეფექტიანობის ამაღლება;

4.შეთავაზებულია ვენჩურული ფონდების ორგანიზაციის წესი, აგრეთვე შვედური, ამერიკული, ისრაელისა და სხვა ქვეყნების გამოცდილების გათვალისწინებით გამოვლენილია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების შესაძლებლობანი საქართველოში, რაც ხელს შეუწყობს ვენჩურული ფონდების ეფექტიან და ორგანიზებულ გამოყენებას ქართულ ეკონომიკაში;

5.შემუშავებულია რეკომენდაციები ვენჩურული კაპიტალის სახელმწიფო რეგულირების ორგანიზებისათვის ქართული ეკონომიკის მზაობისა და განვითარების დონის, ვენჩურულ ბაზარზე მოსალოდნელი მოთხოვნა-მიწოდების, კაპიტალის მოცულობის, ქართული ბაზრის ტევადობისა და სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით.

ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა. თეორიული დებულებები და დასკვნები, რომელსაც სადისერტაციო ნაშრომი მოიცავს, აფართოებს რა წარმოდგენას ვენჩურული დაფინანსებისა და ინვესტირების მეცნიერულ ასპექტებზე, ამავედროულად ქმნის საფუძველს ამ წარმოდგენების ვენჩურული კაპიტალის რეალურ ბაზარზე გამოყენებისთვის. ნაშრომში მოცემული ბაზრის მოდელი შესაძლებელს ხდის ვენჩურული ბაზრის პროცესებისა და ეკონომიკაზე მათი ზეგავლენის კომპლექსურ კვლევას იგი წარმოადგენს ინვესტირებისა და ინოვაციების დარგში არსებული ცოდნისა და გამოცდილების ახალ ელემენტს.

სადისერტაციო ნაშრომის შედეგების პრაქტიკული მნიშვნელობა მდგომარეობს იმაში, რომ მათი გამოყენება შეიძლება ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო

კონცეფციის შემუშავების პროცესში. ასევე საქართველოს ინოვაციური პოლიტიკისა და ვენჩურული ბაზრის განვითარების, რეალური პროფესიული სუბიექტების სტრატეგიებისა და ტექტიკის შექმნის პროცესებში. სადისერტაციო კვლევის ცალკეული ასპექტების გამოყენება შეიძლება პედაგოგიურ პრაქტიკაში კურსების „ეკონომიკური თეორია“, „ინოვაციური ეკონომიკა“, „ინოვაციების ეკონომიკური ანალიზი“ და სხვათა სწავლებაში.

სადისერტაციო ნაშრომის მოცულობა და სტრუქტურა: სადისერტაციო ნაშრომი მოიცავს კომპიუტერზე ნაბეჭდ 170 გვერდს. დისერტაცია შედგება შესავლის, სამი თავის, 8 პარაგრაფის, დასკვნებისა და წინადადებებისაგან. ტექსტში ჩართულია, 10 ცხრილი, 17 დიაგრამა და 3 ნახაზი. ნაშრომს თან ერთვის 170-ზე მეტი დასახელების ლიტერატურა.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ეკონომიკურ ლიტერატურაში არსებობს სხვადასხვა თეორიულ-მეთოდოლოგიური, კონცეპტუალური მიდგომა კაპიტალის კატეგორიის განსაზღვრის მიზნით. თავისი განვითარების გზაზე კაპიტალის ეკონომიკურმა თეორიამ გაიარა რთული და გრძელი გზა, სადაც თითოეული ეკონომიკური სკოლა სცემდა პასუხს კითხვაზე კაპიტალის არსის, მისი ბუნების, სტრუქტურის და ა.შ. შესახებ, შეესაბამებოდა თავის ეპოქას, ასახავდა მის თავისებურებებს და პასუხობდა მის მოთხოვნებს.

პირველადი კაპიტალი, როგორც შემოსავლის წყარო, გაჩნდა სავაზმო და სავაჭრო ფორმით, ხოლო პირველიც და მეორეც ქურდობიდან, მარცვიდან, კოლონიალურ ქვეყნებთან არა ექვივალენტური ვაჭრობიდან. ეს პროცესი მეტ-ნაკლებად დასრულდა ბაზრის ეროვნულიდან, მსოფლიოდ გარდაქმნასთან ერთად (XVI – XVII საუკუნეები). ამავე პერიოდში, თითქმის XVIII საუკუნემდე კაპიტალი იქმნება, როგორც კუსტარულ წარმოებაში და მანუფაქტურებში მუშების

ექსპლუატაციის შედეგი. XVI – XVII საუკუნეების ლიტერატურაში დამკვიდრებული ტერმინოლოგიის სიმწირის გამო, დღემდე მიმდინარეობს კამათი იმაზე, შეესაბამება სინამდვილეს თუ არა ის ფაქტი, რომ მერკანტილისტები აიგივებდნენ ფულსა და კაპიტალს (ჟღერად მონეტასა და სიმდიდრეს)? „ინგლისელი ავტორებიდან საუკეთესონი ვაჭრობის დარგში“, – როგორც აღიარებს ადამ სმითი, თომას მანისა და ჯონ ლოკის ციტირებისას, – „იწყებდნენ შენიშვნით, რომ ქვეყნის სიმდიდრე მდგომარეობს არა მარტო მისი ოქროს და ვერცხლის მარაგებში, არამედ მიწაშიც, შენობა-ნაგებობაშიც და სხვადასხვა სახის სამომხმარებლო სარგებელშიც; თუმცა როგორც ჩანს მათ მსჯელობისას ავიწყდებათ მიწაც, შენობა-ნაგებობებიც და სამომხმარებლო სარგებელიც, და მათ არგუმენტებში სიმდიდრე ხშირად შემოიფარგლება ოქროთი და ვერცხლით“. [1, 10].

ფიზიოკრატებმა, კერძოდ ფ. კენემ თავის ნაშრომში „ანალიზი“ (1766) [2,42], საფუძველი ჩაუყარა კაპიტალის განხილვის ტრადიციას, როგორც „ავანსების“ (advances) რამდენიმე ჯგუფისგან შემდგარს. პირველ რიგში ეს არის ძირითადი კაპიტალი „პირველადი ავანსების“ – საქონელი, შენობა-ნაგებობები და შრომის იარაღები. მეორე, ეს არის ძირითად კაპიტალი „მიწათმფლობელობის აქტივების“ – გამოშრობა, შემოღობვა და მიწის ხარისხის სხვა პერმანენტული გაუმჯობესება. და ბოლოს, საბრუნავი კაპიტალი ან „ყოველწლიური ავანსი“ – სოფლის მეურნეობის მუშების შრომის ანაზღაურება, თესვები და სხვა წლიდან წლამდე განმეორებადი ხარჯები.

კლასიკური პოლიტიკური ეკონომიკის წარმომადგენელი ადამ სმითი კაპიტალის დაგროვებას ეკონომიკური პროგრესის მთავარ მამოძრავებელ ძალად მიიჩნევდა. კაპიტალში იგი გულისხმობს „დაუსრულებელი პროდუქციის მარაგს, რომელიც მეწარმეს აძლევს საშუალებას გადალახოს დროის ინტერვალი რესურსების დახარჯვასა და საბოლოო შედეგების გამოჩენას შორის“ [3,18]. სმითი კაპიტალს ყოფს ძირითადად, სადაც მან, გარდა შრომის იარაღებისა და შენობა-ნაგებობებისა, ჩართო „ადამიანური“ კაპიტალი – „ყველა მაცხოვრებლების და საზოგადოების წევრის

შეძენილი და სასარგებლო უნარების“ კაპიტალიზირებულ ფასეულობას, და საბრუნავ კაპიტალად, რომელიც, მისი თვალთახედვიდან, შედგება თავისი მფლობელებისთვის სარგებლის მომტანი და სამეწარმეო ციკლში, თავისი მფლობელის ცვლით დახასიათებული საქონლისგან.

მრავალი ტერმინის, მათ შორის კაპიტალის, მნიშვნელობის დაზუსტება მოხდა XIX საუკუნეში. ამ დროს თავი იჩინა კაპიტალის რამდენიმე თეორიამ და განსაზღვრებამ. ეკონომისტების უმრავლესობა აგრძელებდა კაპიტალის, როგორც სასაქონლო მარაგის განსაზღვრას, მაგრამ, არა საერთო მარაგს, არამედ საქონლის გარკვეულ კატეგორიას. აღნიშნული თვალთახედვის საპირისპიროდ ირვინგ ფიშერმა [4,58] განსაზღვრა კაპიტალი, როგორც მოცემულ მომენტში არსებული სიმდიდრის მარაგი. ეს გულისხმობს იმ ფაქტის აღიარებას, რომ სიმდიდრის ნებისმიერი, თავისი მფლობელისთვის გრძელვადიანი პერიოდის განმავლობაში მუდმივი შემოსავლის მომტანი, ელემენტი შეიძლება განიხილებოდეს როგორც კაპიტალი. ასეთი გზით, მან განასხვავა კაპიტალის ეკონომიკური ცნება და საბუღალტრო კაპიტალური აქტივები.

ამავე დროს გარდა „ფიზიკურებისა“ თავს იჩენენ კაპიტალის „არაფიზიკური“ კონცეფციებიც. დაიწყეს კაპიტალის, როგორც ფონდის ან აქტივების ერთობლიობის განხილვა, რომლებსაც გააჩნიათ ფულის ფორმა ან გამოსახულებას ჰპოვებს ფულში. ეს ტენდენცია ცალსახად მიკვლევადია მენგერის ნაშრომებშიც, რომელიც თავდაპირველად თავის ნაშრომში „საფუძვლები“ კაპიტალი, როგორც „უმაღლესი რანგის სარგებელი“ განსაზღვრა, თუმცა მოგვიანების მას „სამეწარმეო ქონება...“, რომელიც [განიხილება] როგორც პროდუქტიულად გამოყენებული ფულადი რესურსების ერთობლიობა“ უწოდა [5,297]. ეკონომისტმა ჟან-ბატისტ სეიმ [6,32] განსაზღვრა კაპიტალი, როგორც ფასეულობათა ჯამი, რომლის ხარჯზეც ნარჩუნდება წარმოება. აღსანიშნავია მისი აზრიც იმის შესახებ, რომ კაპიტალის სიდიდე განისაზღვრება გაცვლითი ფასეულობით. კაპიტალი ზოგადად, თავისი მფლობელისთვის ან შემოსავლის მოტანით, ან მისი მოხმარებისთვის მსახურებით ასრულებს სასარგებლო „მუშაობას“.

წარუმატებლად დასრულდა კაპიტალის რაოდენობრივი დახასიათების მცდელობები. კაპიტალის რაოდენობრივი დახასიათების ერთ-ერთი ყველაზე ამბიციური მცდელობა ქონდა ჯ. ბ. კლარკს [7,48]. კაპიტალური სარგებლის ცნებაში მან მოიცვა მიწა, და კაპიტალურ სარგებელთან ერთად მან შემოიყვანა ახალი ცნება - „წმინდა კაპიტალი“, - რომელიც ემსახურება აბსტრაქტული სამეწარმეო ძალების მარაგის განსაზღვრას. იგი მას წარმოიდგენდა, როგორც ფიზიკურ არსებას, რომელიც არსის გადმოცემას ანალოგიებით ცდილობდა. ჩანჩქერი წამის ნებისმიერ მოცემულ მესამედში შედგება წყლის ცალკეული წვეთებისგან, მაგრამ ეს ცალკეული წვეთები ქრება და ჩანაცვლდება სხვებით, მაშინ როდესაც ჩანჩქერი უცვლელი რჩება. ანალოგიურად წმინდა კაპიტალი ნებისმიერ მომენტში შედგება ცალკეული კაპიტალური სარგებლისგან; ეს კაპიტალური სარგებელი (ამ მისი უმეტესი ნაწილი) ქრება და სხვებით ჩანაცვლდება, მაშინ როდესაც წმინდა კაპიტალი რჩება (ან შეუძლია დარჩეს მდგრად მდგომარეობაში) იგივე წმინდა კაპიტალად.

კაპიტალის კატეგორიის ყველაზე სრულფასოვანი და ლოგიკურად დასრულებული კვლევა ჩაატარა კ. მარქსმა. კაპიტალის ფუნქციონირების კონკრეტული ფორმების განხილვასთან ერთად მან აღმოაჩინა მოცემული კატეგორიის შინაარსიც, მისი არა მხოლოდ როგორც მშვიდად გაჩერებული ნივთის, არამედ როგორ მოძრაობის ანალიზის შედეგად. მარქსის ნაშრომში „კაპიტალი“ [8,60] მოცემულია კაპიტალის სამგანზომილებიანი განსაზღვრება. პირველ რიგში, კაპიტალი - არის დამატებითი ფასეულობის მომტანი ღირებულება. ამ მიდგომას შეგვიძლია დავეთანხმოთ: კაპიტალს მოაქვს სარგებელი, პროცენტი. მართლაც, კაპიტალი - არის თვითმზარდი ღირებულება. მეორე, კაპიტალი - არის ეკონომიკური ურთიერთობა, თან ექსპლუატაციური ურთიერთობა. მესამე, კაპიტალი, მაქსის თანახმად, - ეს არის ღირებულება, რომელიც გამოყენებას მოაქვს დამატებითი ღირებულება ან სარგებელი.

თავის ნაშრომში „კაპიტალი“ მარქსი გვთავაზობს დავყოთ კაპიტალი საწარმოო პროცესში მისი ღირებულის ცვლილების თვისების მიხედვით, და გამოყოფს მუდმივ და ცვალებად კაპიტალს .

„კაპიტალის ის ნაწილი, რომელიც გარდაიქმნება წარმოების სახსრებად და საწარმოო პროცესში არ იცვლის თავისი ღირებულების სიდიდეს, მე ვუწოდებ, კაპიტალის მუდმივ ნაწილს, მოკლედ, მუდმივ კაპიტალს. კაპიტალის ის ნაწილი, რომელიც გარდაიქმნა სამუშაო ძალად, საწარმოო პროცესში იცვლის თავის ღირებულებას - აწარმოებს საკუთარ ექვივალენტს და სიჭარბეს - შეუძლია იცვალოს სახე, შემცირდეს ან გაიზარდოს. მუდმივი სიდიდიდან კაპიტალის ეს ნაწილი განუწყვეტლივ გარდაიქმნება ცვალებადად, სწორედ ამიტომ, მე მას ვუწოდებ, კაპიტალის ცვალებად ნაწილს, ან მოკლედ, ცვალებად კაპიტალს“ [8,60].

„კაპიტალი“-ს მესამე ტომში მარქსი განასხვავებდა საწარმოო კაპიტალს, სავაჭრო კაპიტალს და სასესხო კაპიტალს. შემდგომში მან გამოყო კაპიტალის სამი ფუნქციონალური ფორმა: ფულადი, პროდუქტიული და სასაქონლო.

$$\text{ფ-ს...პ...ს-ფ}^1, \text{სადაც } \text{ფ}^1 > \text{ფ} \quad (1)$$

ამასთან, ყველა ფორმის ერთობა შესაძლებელია მხოლოდ სამეწარმეო კაპიტალის ფარგლებში, რომელიც არა მხოლოდ თანმიმდევრულად გადადის ერთიდან მეორეში, არამედ ამავედროულად თითოეულ მათგანში იმყოფება. კაპიტალის ფუნქციონალური ფორმების მოძრაობის საერთო ფორმულა შეიძლება გამოსახულ იქნას ფორმულით (1). საწარმოო კაპიტალი პირველადია და ყველა დანარჩენი მასთან მიმართებაში წარმოქმნილს წარმოადგენს, რადგან მხოლოდ სამეწარმეო კაპიტალი „წარმოაქმნის“ დამატებით ღირებულებას. სავაჭრო კაპიტალში წარმოდგენილია ფულადი და სასაქონლო ფორმების ერთობა, ხოლო მათი კავშირი პროდუქტიულ ფორმასთან ფარულია. სავაჭრო კაპიტალი წარმოქმნის სავაჭრო მოგებას, რაც თავის მხრივ წარმოადგენს დამატებით ღირებულებას, რომელიც მას მოაქვს. სასესხო კაპიტალი, კ. მარქსის აზრით, წარმოდგენილია მხოლოდ ერთი

ფორმით - ფულადით, და მისი კავშირი სხვა ფორმებთან მთლიანად შეუმჩნეველი ხდება.

მარქსი ზედმიწევნით იკვლევს სასესხო კაპიტალის მოძრაობასთან დაკავშირებულ ნებისმიერ კავშირებს, და ასევე იკვლევს პროცენტის, როგორც ამ კაპიტალის ფასის ბუნებას. კ. მარქსი განსაკუთრებით იკვლევს აქციებსა და ობლიგაციებს, და ამტკიცებს, რომ ისინი წარმოადგენენ ფიქტიურ კაპიტალს. ფიქტიური კაპიტალის ბუნების გამოკვლევის შემდეგ, მარქსმა არ შეიყვანა სამეცნიერო ბრუნვაში ფინანსური კაპიტალის ცნება, რადგან ფინანსური კაპიტალის საკითხი წამოიჭრა XIX-XX საუკუნეების ზღვარზე. კ. მარქსის დროს არ შეიქმნა ფინანსური კაპიტალის ფორმირების ობიექტური წინაპირობები. კ. მარქსის ეპოქისთვის დამახასიათებელია ინდივიდუალური კაპიტალის მოძრაობა და განვითარება, სწორედ ამიტომ მის ფუნდამენტალურ ნაშრომში „კაპიტალი“ საუბარი არ არის ფინანსურ კაპიტალზე, თუმცა ამ კატეგორიის შესწავლამ თავის ასახვა ჰპოვა სხვა მეცნიერების ნაშრომებში ცოტა მოგვიანებით.

განსაკუთრებულ ყურადღებას ფინანსური კაპიტალის კატეგორიის შემადგენლობას უთმობს რუდოლფ გილფერდინგი, ამასთან მას გააჩნდა ყოველად საპირისპირო მიდგომების ან კატეგორიის განსაზღვრისთვის. რ.გილფერდინგი და სხვა მარქსისტები, კ. მარქსის თეორიის შემუშავების გაგრძელებისას, სამეცნიერო ბრუნვაში შემოიღეს ახალი კატეგორია: ფინანსური კაპიტალი. კ. მარქსისგან განსხვავებით, რომელმაც თავის ნაშრომს უწოდა „კაპიტალი“, რ. გილფერდინგმა თავის ნაშრომი ფინანსური კაპიტალის შესწავლას მიუძღვნა. რ. გილფერდინგი წერდა, რომ „...საბანკო კაპიტალი, შესაბამისად კაპიტალი ფულად ფორმაში, რომელიც ასეთი გზით სინამდვილეში გარდაქმნილია სამეწარმეო კაპიტალად, მე ვუწოდებ მას ფინანსურ კაპიტალს“ [9, 265]. ამ გამონათქვამიდან, ნათელია, რომ რ.გილფერდინგი გამოყოფდა ფინანსური კაპიტალის ბუნების ორ მხარეს. პირველი ხაზს უსმევდა ფინანსური კაპიტალის გარდამავლობას, რაც განსაზღვრავს ფინანსური კაპიტალის წარმოქმნას. მეორის თანახმად, ფინანსური კაპიტალი

წარმოიქმნება საბანკო და სამეწარმეო კაპიტალების გაერთიანების პროცესში და ის თავის თავად წარმოადგენს კაპიტალის არსებობის, რაღაც ხარისხობრივად განსხვავებულ ფორმას.

როგორც პრაქტიკამ გვიჩვენა, ფინანსური კაპიტალი მოიცავს იმასაც, რაც განსაზღვრა რ. გილფერდინგმა, რადგან საბანკო კაპიტალი და საწარმოო კაპიტალი მუდმივად გარდაიქმნებიან ერთი - მეორედ და პირიქით. თუ ქვეყნის ეკონომიკა ეფუძნება ძლიერ საბანკო სტრუქტურას, მაშინ ბუნებრივია, რომ ფინანსური კაპიტალის ფორმირება ხდება საბანკო კაპიტალის საფუძველზე. ხოლო თუ ქვეყნის ეკონომიკაში ჭარბობენ კორპორაციული საბადოები, მაშინ ფინანსური კაპიტალი წარმოიქმნება, როგორც საბანკო და სამეწარმეო კაპიტალების გაერთიანების შედეგი.

თანამედროვე უცხოელი და ეროვნული ეკონომისტების აზრებიც კაპიტალის კატეგორიასთან მიმართება მნიშვნელოვნად საპირისპიროა. ასე, დოლან ე. და ლინდსეი დ. [10, 440] კაპიტალად მიიჩნევენ „წარმოების ყველა სახსრებს, რომლებიც შექმნილია ადამიანების მიერ, იარაღების, საწარმოო აღჭურვილობის და ინფრასტრუქტურის გათვალისწინებით“.

კ. მაკკონელი და ს. ბრიუ, სახელმძღვანელოს „ეკონომიქსი“ [11,57] ავტორები განსაზღვრავენ კაპიტალს, როგორც „წარმოების ოთხი ფაქტორიდან ერთ-ერთს, რომელიც წარმოდგენილია ყველა საწარმოო სახსრების სახით, რომლებიც შექმნილია ადამიანების მიერ, იმისათვის, რომ მათი მეშვეობით შექმნან სხვა საქონელი და მომსახურება და მიაწოდონ უკანასკნელნი მომხმარებლებს“. ასევე თვლიან, რომ ფინანსური კაპიტალი - არის ფულადი კაპიტალი, ამასთან ფულად კაპიტალში ნაგულისხმებია „საინვესტიციო საქონლის საყიდლად, განკარგულებაში არსებული ფული“.

რამდენიმე ამერიკელი ეკონომისტი (მაგალითად დ. ჰაიმანი) განსაზღვრავენ კაპიტალს, როგორც „ხანგრძლივი მოხმარების რესურს, რომელიც იქმნება უფრო დიდი რაოდენობით საქონლისა და მომსახურების წარმოების მიზნით. ფიზიკური კაპიტალი თავის თავში მოიცავს მანქანებს, შენობა-ნაგებობებს, გადაადგილების

საშუალებებს, იარაღებს და ნედლეულის და ნახევარფაბრიკატების მარაგებს (ფონდებს). ადამიანური კაპიტალი შედგება უნარებისგან...“ [12,106]. ანალოგიურ განმარტებებს იძლევიან პ. ჰეინე და პ. სამუელსონი.

თანამედროვე ეკონომიკური ლექსიკონი, გვთავაზობს კაპიტალის შემდეგ განმარტებას: „ფართო გაგებით კაპიტალი, წარმოადგენს ყველაფერს რასაც, ძალუძს შემოსავლის მოტანა, ან ადამიანების მიერ შექმნილ რესურსებს საქონლისა და მომსახურების შექმნის მიზნით. უფრო ვიწრო გაგებით - ეს არის საქმეში დაბანდებული, წარმოების საშუალებების სახით შემოსავლის წყაროდ მომუშავე კაპიტალი“ [13, 141].

საინფორმაციო რესურსი „გლოსარი“ ტერმინში „კაპიტალი“(ლათ. Capital - მთავარი) გულისხმობს, ფართო გაგებით სარგებლის, სიმდიდრის მიღების მიზნით გამოყენებული საქონლის, ქონების, აქტივების აკუმულირებულ ჯამს [14, 159].

ნათელია, რომ მოცემული კაპიტალის განმარტებები ავსებენ ერთმანეთს. განმარტებათა ერთი ჯგუფი აფიქსირებს წმინდად ეკონომიკურ მხარეს, მეორე - ნატურალურის, კაპიტალური საქონლის გამოყენების მიზნის გაშლასთან ერთად. განმარტებების მსგავსი ოჯახის ფარგლებში გამოვყოთ „კაპიტალის“ ცნების დამახასიათებელი რამდენიმე თვისება.

პირველ რიგში, კაპიტალი - ეს ყოველთვის დინამიური ცნებაა. კაპიტალის მოძრაობა ატარებს თავისებურ ციკლისებრ ხასიათს, ამ მოძრაობის არსი და მიზნობრივი ფუნქცია მდგომარეობს თვით მატებაში, ანუ მოგების მიღებაში. კაპიტალის ინერტულობა ეწინააღმდეგება საბაზრო ეკონომიკის ბუნებასა და კანონებს. საბაზრო მექანიზმის მეშვეობით დროებით თავისუფალი ფულადი კაპიტალი კვლავ ერთვება კაპიტალის ბრუნვაში, რაც კვლავწარმოებასა და მეწარმეების მიერ მოგების მიღების შეუფერხებლობას უზრუნველყოფს.

მეორე, ჩვენი აზრით, საკმაოდ არაკორექტულია კაპიტალის ის განმარტება, რომელიც ზღუდავს მას და დაჰყავს მხოლოდ ფულად სახსრებამდე. სამეცნიერო გაგებაში ფულსა და ფულს, როგორც კაპიტალს შორის არსებობს ღრმა განსხვავება.

ფული კაპიტალად მხოლოდ მაშინ გარდაიქმნება, როდესაც ხდება მისი ბრუნვაში ჩაშვება სარგებლის მიღებისა და პირველად დაბანდებასთან შედარებით, მეტი თანხის ამოღების მიზნით. თუმცა აუცილებელია ვაღიაროთ, რომ ფული წარმოადგენს ნებისმიერი კაპიტალის პირველად ფორმას. სწორედ ამიტომ, ჩვენი აზრით „კაპიტალის“ ცნების შემადგენლობაში უნდა შედიოდეს არა მარტო ფულადი რესურსი, არამედ შენობებიც, აღჭურვილობაც, ნედლეულის, ადამიანური კაპიტალიც და ა.შ.

მესამე, კაპიტალის ბუნების შესახებ ეკონომიკურ თეორიაზე დაყრდნობით, აუცილებელია ხაზგასმით აღინიშნოს კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის ფუნქცია.

ბევრი თანამედროვე ეკონომისტი, არსებობის ფორმის თვალსაზრისიდან გამომდინარე, ახდენს კაპიტალის დაყოფას ფიზიკურ კაპიტალად (საწარმოო კაპიტალი); ბუნებრივ კაპიტალად და ადამიანურ კაპიტალად. ამასთან, ფიზიკურ კაპიტალში ნაგულისხმებია საქმეში დაბანდებული კაპიტალი, რომელიც ასრულებს საწარმოო სახსრების სახით შემოსავლის მიღების წყაროს ფუნქციას. ფიზიკური კაპიტალი - ეს არის მანქანები, აღჭურვილობა და ნაგებობები, რომლებიც გამოიყენება საქონლისა და მომსახურების წარმოების მიზნით, პლიუს ნედლეულის, ნახევარფაბრიკატების და მზა პროდუქციის მარაგები. ფიზიკური კაპიტალის ბრუნვის მეთოდების თანახმად შეგვიძლია გამოვყოთ ორი დიდი ჯგუფი - ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალი. „ძირითადი კაპიტალის მატერიალურ-საგნობრივ მატარებლებს, როგორც წესი, წარმოადგენენ შრომის საშუალებები... შრომის საშუალებები მონაწილეობას იღებენ მთლიანად წარმოების პროცესში, მაგრამ თავისი ღირებულება საქონელზე გადააქვთ ნაწილებად, ფიზიკური ცვეთის მიხედვით. საბრუნავი კაპიტალის მატერიალურ-საგნობრივ მატარებლებს, როგორც წესი, წარმოადგენენ შრომის ნივთები და სამუშაო ძალა, რომლებიც ფუნქციონირებენ წარმოების პროცესში. შრომის ნივთები მთლიანად გამოიყენება თავისი ნატურალური ფორმით ერთი საწარმოო ციკლის მსვლელობისას და მთლიანად

გადააქვთ თავისი ღირებულება მზა პროდუქტზე“. კაპიტალის მსგავს დაყოფას ძირითად და საბრუნავ კაპიტალად, ემხრობოდნენ ფიზიოკრატები, კლასიკური პოლიტეკონომიკის წარმომადგენლები.

ბუნებრივი კაპიტალი წარმოადგენს, ბუნებრივი საწარმოო რესურსების მარაგებს, რომლითაც დაჯილდოებულია საზოგადოება და რომელთა გამოყენება შესაძლებელია საწარმოო მიზნებისთვის. ბუნებრივი რესურსების მთავარი თავისებურება მდგომარეობს მათ უნარში გამოეყონ ბუნებრივ გარემოს და ნედლეულის, საწვავის სახით ჩაერთონ წარმოებაში და შესაბამისად იქცნენ ეკონომიკის სწორედ იმ ნივთიერ ელემენტად. თუმცა, ყველა ობიექტს არ შეუძლია ბუნებრივი გარემოდან გამოყოფა და ეკონომიკის ნაწილად ქცევა. რამდენიმე მათგანი მონაწილეობს წარმოებაში ბუნებრივ გარემოსთან თავისი მიკუთვნებულობის შენარჩუნებით, როგორც არის, მაგალითად, ქარი, მზის გამოსხივება.

XX საუკუნეში ადგილი ჰქონდა მნიშვნელოვან ცვლილებებს ფუნდამენტური ეკონომიკური კატეგორიების ინტერპრეტირებაში, კერძოდ მოხდა „კაპიტალის ცნების მნიშვნელოვანი გაფართოება“, რომლისთვისაც საუკუნის მეორე ნახევარში დაიწყო ადამიანური, და მოგვიანებით ინტელექტუალური კაპიტალის მიკუთვნებაც. ეს კატეგორია, ასეთი გზით, სულ უფრო და უფრო შორდება თავის პირველად - ფიზიკური და ფულადი კაპიტალის - ინტერპრეტაციას“ [15,70].

ადამიანური კაპიტალი წარმოადგენს კაპიტალს ინტელექტუალური შესაძლებლობების და პრაქტიკული უნარ-ჩვევების ფორმით, რომლის მიღება მოხდა განათლების და ადამიანის პრაქტიკული საქმიანობის პროცესში [16,87]. ადამიანური კაპიტალი - ეკონომიკურ მეცნიერებაში - ეს არის ადამიანების უნარი მონაწილეობა მიიღონ საწარმოო პროცესში. „ადამიანური რესურსების“ ცნებამ ფართო გავრცელება ჰპოვა გ. ბეკკერის წიგნის „ადამიანური კაპიტალი“ (1964 წ.) გამოქვეყნების შემდგომ. ადამიანური კაპიტალი განისაზღვრება, როგორც ადამიანის უნარ-ჩვევების, ცოდნის და შესაძლებლობების ერთობლიობა, რომელთა მიღებაზეც (განათლების, შიდა კორპორატიული გადამზადების და ა.შ. გზით) გაწეულ დანახარჯებს შეუძლიათ

დროის განმავლობაში საგრძნობი სარგებლის მოტანა როგორც თვითონ დასაქმებულისთვის, ისევე მისი დამქირავებლისთვის. ეკონომისტებს შორის ფართოდ ცნობილია ტ. შულცის თეორია ადამიანური კაპიტალის როგორც ქვეყნაში სამუშაო ძალის აღზრდაზე გაწეული დაგროვებული დანახარჯების შესახებ, მიუხედავად მათი დაფარვის წყაროსა (საოჯახო ბიუჯეტი, წარმოების მიმდინარე დანახარჯები და ა.შ.). ტ. შულცი ასევე მიიჩნევდა, რომ ადამიანურ კაპიტალს გააჩნია პროდუქტიული ხასიათისთვის აუცილებელი თვისებები, ასევე აქვს დაგროვების და კვლავწარმოების თვისება განახლებად საფუძველზე.

ფიზიკური, ბუნებრივი და ადამიანური კაპიტალის თანაფარდობა ეროვნულ ეკონომიკებში განსხვავდება ერთმანეთისგან, იგი განსაზღვრავს სახელმწიფოს ეკონომიკის სტრუქტურასა და ორიენტაციას. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის, დამახასიათებელია ადამიანური კაპიტალის მაღალი ხვედრითი წილი, განვითარებადი ქვეყნებისთვის კი - ბუნებრივი კაპიტალის. [17,69].

რიგი ეკონომისტების (ჯ. რობინსონი, რ. დორნბუში და სხვები) ფინანსურ კაპიტალს უპირისპირებენ რეალურს: „ჩვენ, უნდა განვასხვავებდეთ ფიზიკურ კაპიტალს (physical capital), რომელიც გულისხმობს ქარხნებს, აღჭურვილობას, შენობა-ნაგებობებს, რასაც მოგვიანებით ვუწოდებთ უბრალოდ კაპიტალს და ფინანსურ კაპიტალს, ან ფულს და ფასიან ქაღალდებს“ [18,119]. ამდენად, ფინანსური კაპიტალი დაყვანილია ფულადი კაპიტალის ცნებამდე. აღნიშნული ეკონომისტების აზრით, ფინანსური კაპიტალი ასრულებს ყველანაირი სახის აქტივებისა და ფულის არსებობის გაერთიანებული ფორმის როლს და ასევე სახსრებს ინვესტირებისთვის, ანუ დაბანდებებს საწარმოო კაპიტალის სხვადასხვა სახეობებში.

ფინანსური კაპიტალის სტრუქტურა, მიუხედავად მისი ზოგადი მიმართულებისა, საკმაოდ არაერთგვაროვანია. ჯერ კიდევ, მისი აღმოჩენის პერიოდში ფინანსური კაპიტალი შედგებოდა საბანკო და საწარმოო კაპიტალებისგან. ისტორიულად ფინანსური კაპიტალი, გარკვეულ პირობებში წარმოქმნის შემდეგ

გამოდიოდა ფულადი ფორმით. ამ კატეგორიის სპეციფიკა იმაში მდგომარეობს, რომ მისი გამდიდრება დაკავშირებულია კაპიტალის ახალი ფინანსური ფორმების აღმოჩენასთან, რომლებიც თავის მხრივ დაკავშირებულია არა მარტო საბანკო და საწარმოო კაპიტალის, არამედ სხვა ბაზრების (მაგალითად, საფონდო) განვითარებაზეც. დღეს გრძელდება ფინანსური კაპიტალის ტრანსფორმაცია, მისი გარდაქმნა კაპიტალის ძირითად სახეობად, რომელიც თავის თავში მოიცავს კაპიტალის ყველა სახეობას, მათ შორის სავაჭრო კაპიტალს, რომლის ფორმირება მოხდება არა მხოლოდ მონოპოლიების ფინანსური სახსრების საფუძველზე, ასევე საშუალო და მცირე კაპიტალის ხარჯზე.

განსაკუთრებით აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ ფინანსური კაპიტალი თავის თავში მოიცავს კაპიტალის ისეთი სახეობის ელემენტებს, როგორიცაა ადამიანური კაპიტალი, რაც გამოისახება ინვესტირების მიერ, როგორც ფულადი, ასევე ეკონომიკური და ორგანიზაციულ-მმართველობითი (მმართველობითი უნარები, ბიზნესის წარმოების გამოცდილება და ა.შ.) სახსრების ინვესტირებაში. ადამიანური კაპიტალის ინვესტირება გულისხმობს ადამიანის მიერ ჯანმრთელობის, შესაძლებლობების, ცოდნის, უნარ-ჩვევების, მოტივაციის დაბანდებას (ინვესტორის ან/და მის მიერ დაქირავებული თანამშრომლის მიერ) ამა თუ იმ საზოგადოებრივ წარმოებაში. შედეგად შეიქმნება ფინანსური და ადამიანური კაპიტალის სპეციფიკური სიმბიოზი - ვენჩურული კაპიტალი, რომელიც უზრუნველყოფს ინოვაციების ეფექტურ გამოყენებას და ითვალისწინებს ევოლუციის პროცესისათვის დამახასიათებელ მოთხოვნებს.

ვთვლით, რომ ვენჩურული კაპიტალის უმნიშვნელოვანეს მახასიათებელს, რომელმაც განსაზღვრა მისი არსი, წარმოადგენს ის რომ, იგი წარმოიქმნა კაპიტალის ორი სახეობის - ფინანსურის და ადამიანურის - შერწყმის შედეგად.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის, და ასევე სხვა ბაზრების, ფუნქციონირების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ობიექტურ მიზეზად შეგვიძლია დავასახელოთ კაპიტალის ფუნქციონირების წრებრუნვის კანონზომიერებანი, როდესაც ბაზრის პირველ

სეგმენტებზე თავისუფლდება დროებით თავისუფალი კაპიტალი, ხოლო მეორე სეგმენტებში ჩნდება მოთხოვნა ამ თავისუფალ კაპიტალზე.

როგორც ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ, კაპიტალის ინერტულობა ეწინააღმდეგება თვით საბაზრო ეკონომიკის ბუნებასა და კანონებს.

კაპიტალის კატეგორიის განსაზღვრის რამდენიმე ძირითადი თეორიულ-მეთოდოლოგიური მიდგომის კვლევა, კაპიტალის ძირითადი მახასიათებლების გამოყოფა, კაპიტალის სახეობების და მათი ურთიერთკავშირების განხილვა, საშუალებას გვაძლევს, გადავიდეთ ვენჩურული კაპიტალის არსისა და ფუნქციების განხილვაზე.

თავი 1. ვენჩურული კაპიტალის არსი და მისი ბრუნვის თავისებურებანი

1.1. ვენჩურული კაპიტალის არსი და ფუნქციები

დღემდე თვითონ „ვენჩურული კაპიტალის“ ცნების სირთულისა და მრავალგანზომილებიანობის გამო არ არსებობს ამ ტერმინის საერთაშორისო საყოველთაოდ აღიარებული განმარტება. აღნიშნული კატეგორიის განმარტების ორაზროვნება განპირობებულია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განსხვავებული ისტორიული განვითარებით.

გამოვყოფთ „ვენჩურული კაპიტალის“ ცნების ინტერპრეტირების ორ მიდგომას: ამერიკულს და ევროპულს.

„ვენჩურული კაპიტალის“ ცნების პირველადი შინაარსი მჭიდროდ იყო დაკავშირებული სიტყვა „ვენჩური“-ს (ინგლ. «venture») ეტიმოლოგიურ მნიშვნელობასთან, რომელიც, ერთის მხრივ, ნიშნავს საწარმოს, და მეორეს მხრივ - რისკს. ვენჩურული კაპიტალის ცნების ძირითადი განმარტებების ჩამონათვალი მოყვანილია დანართში 1.

„ვენჩურული კაპიტალის“ ცნების ამერიკულ ინტერპრეტირებას შეგვიძლია ვიწრო ვუწოდოთ. ასე, აშშ-ში ვენჩურულ კაპიტალში იგულისმება მხოლოდ ის, რაც მოქმედებს მაღალტექნოლოგიური კომპანიის დამკვიდრების ადრეულ ეტაპებზე. აშშ-ს ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ასოციაციამ (NVCA) შემდეგნაირად განმარტა „ვენჩურული კაპიტალის“ ცნება: „კაპიტალი, უზრუნველყოფილი ამ სფეროს პროფესიონალებით, რომლებიც მენეჯმენტის განხრით ეხმარებიან კონკურენტუნარიან და მნიშვნელოვანი პოტენციალის მქონე ახალგაზრდა, სწრაფად განვითარებად კომპანიებს.“ [19,1]

ამერიკელი ეკონომისტის, კომპანიის «NGC Investment» მმართველის, ჯ.ნუხტერლეინის (J. Nuechterlein) [20.2] აზრით, ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს კომპანიის დაფინანსებას ადრეულ სტადიებზე, კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის შეძენისგან ან მისი დივერსიფიცირებისგან განსხვავებით. ამერიკული მიდგომით, MBO/MBI (management buy-out - გამოსყიდვა გარე მმართველების მიერ, management buy-in - გამოსყიდვა შიდა მმართველების მიერ) ტიპის გარიგებები არ უნდა შედიოდეს ვენჩურული კაპიტალის შემადგენლობაში. ვენჩურული კაპიტალი მოიაზრება, როგორც პირდაპირი ინვესტირების სახეობა.

ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ინტერპრეტირება უფრო ფართოა. ევროპაში აღნიშნულ ცნებაში მოიაზრება სააქციო ინვესტირებული ყველა სახეობა და ტიპი მცირე და საშუალო კომპანიები განვითარების ყველა ეტაპში, რომლებიც იყენებენ მაღალ ტექნოლოგიებს და არ არიან წარმოდგენილნი საფონდო ბირჟაზე.

პირდაპირი ინვესტირების და ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაციის (EVCA) [21.25] განმარტების თანახმად, ვენჩურული კაპიტალი არის „პროფესიული ფირმების მიერ შეთავაზებული სააქციო კაპიტალი და შემდგომი მართვა იმ ფირმებისთვის, რომელთაც განვითარების საწყის სტადიაზე უჩვენეს ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი“. ბევრი ევროპელი ეკონომისტისთვის ტერმინები ვენჩურული კაპიტალი და პირდაპირი ინვესტირება სინონიმებს წარმოადგენენ.

ავსტრალიელი ეკონომისტები ვენჩურულ კაპიტალს განიხილავენ, როგორც მაღალი რისკის მქონე კაპიტალს, რომლის ინვესტირება ხდება ახალ ან ახალგაზრდა, სწრაფი ზრდის პოტენციალის მქონე, საწარმოებში მოგების მაღალი ნორმის მიღების მიზნით.

[22.4]

აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების სპეციალისტებს აქვთ ვენჩურული კაპიტალის საკუთარი განმარტება. ასე, ბულგარელი ეკონომისტი ლ. დამიანოვა ვენჩურულ კაპიტალში გულისხმობს შემდეგს: „მაღალკვალიფიცირებული ინვესტორების მიერ სააქციო კაპიტალში განხორციელებული გრძელვადიანი დაბანდება და მასთან ერთად შევაზებული მმართველობითი გამოცდილება, რომელიც ახალბედა, მაგრამ მაღალი პოტენციალის საწარმოებს აძლევს მნიშვნელოვან ბიძგს ეკონომიკური განვითარებისათვის.“ [23.65].

ევროპის სხვა ეკონომისტები, მაგალითად ი. დვორჟაკი, ი. კოჩიშოვა, პ. პროხაზკა, ახასიათებენ ვენჩურულ კაპიტალს, როგორც „ეკონომიკური ინსტრუმენტს ახალი კომპანიის დაფინანსებისათვის, ანდა რესტრუქტურირების პროცესში ინვესტორის მიერ მისი გამოსყიდვის დროს. გამოიყენება, აგრეთვე, რესტრუქტურირებადი კომპანიის დასაპყობადაც“ [24.16].

ეროვნულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში „ვენჩურული კაპიტალის“ ცნების ერთიანი განსაზღვრების ფორმირება ჯერ კიდევ არ განხორციელებულა. თუ ვენჩურული კაპიტალი, როგორც კერძო ბიზნესის დაფინანსების ალტერნატიული წყარო, წარმოიქმნა აშშ-ში 1950-ანი წლებში, ევროპაში - 1970-ანი წლების მიწურულს, საქართველომდე ინფორმაციამ მის შესახებ „მოაღწია“ მხოლოდ 1990-ან წლებში. დღეს ყველაზე ტიპური დეფინიციებიდან შეგვიძლია მოვიყვანოთ მხოლოდ რამდენიმე, რომლებში ნათელია შეკუმშულ ფორმაში ვენჩურული კაპიტალის არსის ახსნის მცდელობა.

ქართველი ეკონომისტი ლარისა ყორღანაშვილი ვენჩურულ კაპიტალს განსაზღვრავს, როგორც „დამწყების კომპანიების, ახლად წარმოქმნილი კომპანიების, ან რთულ პირობებში მყოფი კომპანიების დაფინანსების წყაროს“. [25.17]

საწარმოთა ინოვაციური განვითარების ცენტრის დირექტორის, პროფესორი თ.ვაშაკიძის აზრით, ვენჩურული კაპიტალი - არის „გრძელვადიანი, სარისკო კაპიტალი, რომლის ინვესტირება ხდება ახალი და სწრაფად განვითარებადი კომპანიების აქციებში მაღალი მოგების მიღების მიზნით ამ კომპანიების აქციების საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებისთანავე“. [26.98]

აკადემიკოსი ა.ფრანგიშვილი ვენჩურულ კაპიტალს განიხილავს, როგორც „კაპიტალის დაბანდების განსაკუთრებულ ფორმას მაღალი ხარისხის რისკის მქონე ინვესტირების ობიექტებში შემოსავლის მაღალი ნორმის სწრაფად მიღების გათვლით“. [27.69]

მოყვანილი განმარტებებიდან ნათლად ჩანს, რამდენად განსხვავებულადაა გადანაწილებული აქცენტების ერთი და იგივე ცნებების ინტერპრეტირებისას. ჩვენი აზრით, ვენჩურული კაპიტალის ამერიკულ ინტერპრეტირებაში ძირითადი აქცენტი კეთდება იმაზე, თუ რა როლს ასრულებს ვენჩურული კაპიტალისტი, რომელიც გადასცემს სახსრებს ინვესტირების მიმღები კომპანიის განკარგულებაში; მაშინ, როდესაც ევროპული (კერძოდ, ბრიტანული დეფინიცია) გამოიყურება უფრო ფორმალურად და სემანტიკურად. ტერმინოლოგიის ეს თვალში საცემი განსხვავება მნიშვნელოვანი ხარისხით ასახავს იმ ადგილს, რომელიც მიჩნეულია დაფინანსების მოცემული სახეობისთვის სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკებში და მიუთითებს ძველი და ახალი მსოფლიოს სამეწარმეო კულტურებს შორის არსებულ განსხვავებებზე.

ქართველი ეკონომისტები ჯერ ვერ ჩამოყალიბდნენ თავის კუთვნილებზე ამა თუ იმ მიდგომისადმი. კერძოდ, ვენჩურული დაფინანსების საქართველოს ასოციაციის მიერ გამოცემულ წიგნში მიღებულია ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ინტერპრეტირება, ხოლო, მაგალითად, თ.ვაშაკიძე, ცნობილი ქართველი ექსპერტი ვენჩურული ინვესტიციების დარგში, იზიარებს ინტერპრეტირების ამერიკულ პოზიციას.

წინამდებარე ნაშრომში მიღებულია ვენჩურული კაპიტალის ევროპული განმარტება, რადგან სპეციფიკური ეკონომიკური და პოლიტიკური მდგომარეობიდან

გამომდინარე, საქართველოში სარისკოს წარმოადგენს არა მარტო განვითარების ადრეულ ეტაპებზე მყოფი საწარმოების დაფინანსება, არამედ იმ საწარმოებისაც, რომლებიც ფუნქციონირებენ ბიზნესის გაფართოების სტადიაზე და იმყოფებიან რესტრუქტურიზაციის პროცესში. აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ ზღვარი ვენჩურულ კაპიტალსა და პირდაპირ ინვესტიციებს შორის იმდენად პირობითი და ბუნდოვანია, რამდენადაც სქემატურია თვით კომპანიის განვითარების დონის სტადიებად დაყოფა.

ნებისმიერი კომპანია, თუ ის არ იმყოფება გაკოტრების პირას, ასე თუ ისე ფიქრობს სამომავლო განვითარებაზე. აქედან გამომდინარე, ნებისმიერი ზომის ფირმა შეგვიძლია მივაკუთვნოთ „განვითარების სტადიაზე მყოფის“ კატეგორიას: ან **ბაზრის წილის გაზრდის ხარჯზე**, ან **დივერსიფიცირების ხარჯზე** ახალი ბიზნესის შეძენის გზით, ან **კონსოლიდაციის ხარჯზე** - თითოეულ ამ შემთხვევაში სავარაუდოა გარე წყაროებიდან დამატებითი ფინანსური რესურსების მოძიების მოთხოვნის წარმოქმნა.

ჩვენი აზრით, ვენჩურულ კაპიტალში აუცილებლად უნდა იგულისხმებოდეს ეკონომიკური სისტემების ინოვაციური განვითარების ფაქტორი, რომელიც წარმოადგენს სპეციალიზებული ინვესტორის ფინანსური სახსრებისა და ეკონომიკური შესაძლებლობების ერთობლიობას, მაღალი მოგების მიღების და დაბანდებული სახსრების ზრდის მიზნით მიმართულს შექმნის, ჩამოყალიბების ან ლიკვიდურობის ეტაპზე მყოფი პერსპექტიული მაღალტექნოლოგიური კომპანიის განვითარებაზე, რომელსაც არ გააჩნია საკუთარი ფულადი სახსრები და ბიზნესის წარმართვის გამოცდილება,

ჩვენს მიერ ზემოთ განხილული კაპიტალის ნიშან-თვისებები სრული ხარისხით გამოიყენება ვენჩურული კაპიტალის მიმართაც. ამასთან, აღნიშნული ნიშან-თვისებების ანალიზი გაძლევს საშუალებას, გამოვყოთ ის თვისებები, რომლების უფრო სრულფასოვნად ახასიათებს ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკას.

ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკის განმსაზღვრელი ნიშან-თვისებების რიცხვს ჩვენ მივაკუთვნებთ შემდეგს:

- მაღალი მომგებიანობა მაღალი რისკის პირობებში;
- მისი ინვესტირებისას ინოვაციური ეფექტის წარმოქმნა;
- ინვესტირების სპეციფიკური სუბიექტები და ობიექტები.

ამდენად, ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს საინვესტიციო რესურსს ინოვაციური საქმიანობის უზრუნველყოფისთვის.

ჩვენი აზრით, საწარმოო პროცესში მონაწილეობის მიხედვით კაპიტალი შეიძლება დაიყოს სამ ჯგუფად: 1) დროებით თავისუფალი (უმოქმედო ან პოტენციური), 2) ინვესტირებადი, 3) დაბანდებული (ინვესტირებული).

მიგვაჩნია, რომ ქვეყნის ეკონომიკური ზრდისთვის გაცილებით მნიშვნელოვანს წარმოადგენს ინვესტირებადი კაპიტალი. პრაქტიკაში „კაპიტალის“ ცნება გამოიყენება უფრო ვიწრო გაგებით, როგორც ინვესტირებადი კაპიტალი (ინვესტიციების) და დაბანდებული კაპიტალი (კაპიტალდაბანდებები). აქ აუცილებელია ამ ცნებების უფრო დეტალური განხილვა.

თანამედროვე ეკონომიკური ლექსიკონი შემდეგნაირად განსაზღვრავს კაპიტალდაბანდების ცნებას: „ეს არის ძირითადი სახსრების კვლავწარმოებაზე მიმართული ეკონომიკური რესურსების ერთობლიობა“. ამავე წყაროში „ინვესტიციის“ ცნება განიხილება, როგორც „გრძელვადიანი დაბანდება სხვადასხვა დარგის საწარმოებში, სამეწარმეო პროექტებში, სოციალურ-ეკონომიკურ პროგრამებში, საინვესტიციო პროექტებში საკუთარ ქვეყანაში ან საზღვარგარეთ.[28.110]

ჩვენი აზრით, ძირითადი განსხვავება ინვესტირებად და დაბანდებულ კაპიტალს შორის მდგომარეობს კაპიტალის ინვესტირების პროცესის დასრულებასა ან დაუსრულებლობაში. ინვესტირებადი კაპიტალი - ეს არის ამა თუ იმ საინვესტიციო პროექტზე მიმართული კაპიტალის შემდგომი მოგების მიღების მიზნით. დაბანდებული კაპიტალი - ეს არის სხვა პირის განკარგულებაში გადაცემული და თავისი მფლობელისთვის გარკვეული შემოსავლის მომტანი კაპიტალი. თავის მხრივ, ინვესტირებადი კაპიტალი შეიძლება დაიყოს რისკიან ინვესტიციებად (ვენჩურული

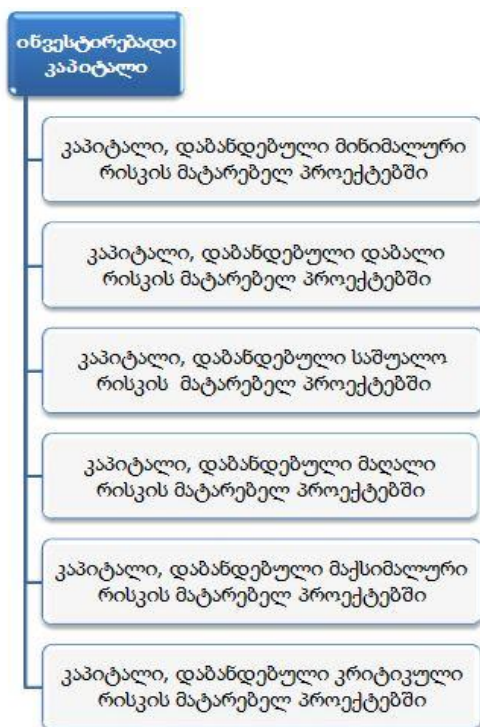
კაპიტალი), პირდაპირ ინვესტიციებად, პორტფელურ ინვესტიციებად და ანუიტეტად. ანუ, რისკიან ინვესტიციებში მოაზრებულია ინვესტიციები ახალი აქციების გამოშვების ფორმით, რომელთა გახორციელება ხდება დიდ რისკებთან დაკავშირებული საქმიანობის ახალ სფეროებში. პირდაპირი ინვესტიციები წარმოადგენს დაბანდებებს ეკონომიკური სუბიექტის საწესდებო კაპიტალში შემოსავლის ამოღების და მოცემული ეკონომიკური სუბიექტის მართვაში მონაწილეობის უფლებების მიღების მიზნით. საპორტფელო ინვესტიციებში იგულისხმება პორტფელის ფორმირება ფასიანი ქაღალდების და სხვა აქტივების შეძენის გზით. ანუიტეტი კი წარმოადგენს ინვესტორისთვის დროის რეგულარულ მონაკვეთებში გარკვეული შემოსავლის მომტან ინვესტიციებს.

ვენჩურული ინვესტირება წარმოადგენს განვითარების ადრეულ სტადიებზე მყოფი კომპანიის პირდაპირ კერძო დაფინანსებას. ანუ ვენჩურული ინვესტიციები - ეს არის პირდაპირი ინვესტიციების სპეციფიკური სახეობა (ევროპის რამდენიმე ქვეყანაში აღნიშნული ცნებები ურთიერთჩანაცვლებადია) და, შესაბამისად, აუცილებელია, გავმიჯნოთ ინვესტიციები ინოვაციურ საქმიანობაში, რომელთათვისაც დამახასიათებელია დიდი განუსაზღვრელობა, მაგალითად ინვესტიციებისგან სახელმწიფოს ფასიან ქაღალდებში.

სწორედ ამიტომ, მიზანშეწონილი იქნებოდა ინვესტირებადი კაპიტალის დაყოფა რისკის ხარისხის კრიტერიუმის თანახმად რისკის მინიმალური ხარისხის მქონე ინვესტიციებად, რისკის დაბალი ხარისხის მქონე ინვესტიციებად, რისკის საშუალო ხარისხის მქონე ინვესტიციებად და რისკის მაღალი, მაქსიმალური და კრიტიკული ხარისხის მქონე ინვესტიციებად. იმ პირთა კლასიფიკაციისთვის, რომლებიც მიდიან სამეწარმეო რისკზე, გამოიყენება რისკის სკალები. ცხრილში 1. მოყვანილია რისკის ემპირიული სკალა, რომლის გამოყენება რეკომენდებულია მეწარმეებისთვის სარისკო მოვლენის დადგომის ალბათობის რისკის რაოდენობრივი შეფასების მიზნით.

საშუალოზე მაღალი ხარისხის რისკის მქონე ინვესტიციები განსხვავდება ცვალებადობით, შესაძლებელი შედეგების განუსაზღვრელობით, რისკის შემცირების მეთოდების მინიმალური ნაკრებით, და ასევე შედეგზე ზემოქმედების უნარის მქონე სუბიექტების დიდი რაოდენობით.

ცხრილი 1. ინვესტირებადი კაპიტალის რისკის დონეების მიხედვით კლასიფიკაცია



წყარო: [29]

ჩვენი აზრით, ინოვაციურ საქმიანობაში, რომლის რისკი საშუალო დონის ტოლია ან მეტი, ინვესტირებადი კაპიტალი შეგვიძლია ჩავთვალოთ ვენჩურულად. ინოვაციურ სფეროში კაპიტალის დაბანდების შედეგად ვენჩურული კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის, ბუნებრივი რისკის ხარისხი საგრძნობლად იზრდება, ინოვაციური პროცესისთვის დამახასიათებელი დამატებითი განუსაზღვრელობის გამო. თანამედროვე ეკონომიკურ თეორიაში გაურკვევლობის „ინდიკატორის“ ან „ორეულის“ როლში გამოდის რისკის ეკონომიკური კატეგორია. რისკსა და გაურკვევლობას შორის არსებული ძირითადი განსხვავება მდგომარეობს იმაში, იცის თუ არა გადაწყვეტილების მიმღებმა სუბიექტმა გარკვეული მოვლენების

განვითარების შემთხვევაში რაოდენობრივი ალბათობების შესახებ. ზოგადად გაურკვევლობისგან განსხვავებით, რისკი გაზომვადი სიდიდეა, და მის რაოდენობრივ ზომას წარმოადგენს არასასურველი შედეგების დდგომის ალბათობა. რისკის კატეგორიის და გაურკვევლობის ინტერპრეტირებისადმი მსგავსი მიდგომა აღიარებულია ნეოკეინსიანურ კონცეფციაშიც. ნეოკლასიკური სკოლა ამ ცნებებს ურთიერთ ჩანაცვლებადებად მიიჩნევს [30.92]. აღსანიშნავია, რომ ინვესტორს აქვს უფლება ნაწილობრივ გადასცეს რისკი ეკონომიკის სხვა სუბიექტებს, თუმცა მთლიანად თავის არიდებას ვერ მოახერხებს. უდავოა, რომ ინოვაციურ საქმიანობაში ინვესტიციების დაბანდება, კერძოდ ვენჩურული დაფინანსება, ხასიათდება მისი შედეგების განმსაზღვრელი ყველა ფაქტორის დინამიკის გაურკვევლობის მაღალი ხარისხით.

ვენჩურული კაპიტალის შემდეგ განმასხვავებელ ნიშანთვისებას, ჩვენი აზრით, წარმოადგენს მისი გამოყენების სპეციფიკური სფერო. ვენჩურული კაპიტალის დაბანდება ხდება სამეცნიერო-ტექნოლოგიურ განვითარებაში, ინოვაციურ საქმიანობაში. მთლიანად ეკონომიკა ეფუძნება სამეცნიერო ცოდნის ერთობლიობას, ხოლო მისი ინოვაციური განვითარება შესაძლებელია მხოლოდ ახალი სამეცნიერო ცოდნის და სამეცნიერო-ტექნიკური მიღწევების საშუალებით. კაპიტალი აღნიშნული სახეობა უნდა ხასიათდებოდეს ინოვაციური ეფექტების მიღების აუცილებლობით, რომლებიც ახასიათებენ მის გავლენას სამეცნიერო-ტექნიკურ განვითარებაზე. ასევე აუცილებელია ხაზგასმით აღნიშნოს ვენჩურული კაპიტალის სინერგიული შემადგენელი ნაწილების არსებობა: პირველ რიგში, ფინანსური რესურსი (ფინანსური კაპიტალი) და, მეორე, ინვესტორის ეკონომიკური და ფიზიკური შესაძლებლობები (ადამიანური კაპიტალი).

ვენჩურული კაპიტალის არსი გამოიხატება ვენჩურული კაპიტალის ფუნქციებში. გამოვყოფთ ვენჩურული კაპიტალის შემდეგი ძირითად ფუნქციებს:

პირველი - სახელმწიფოს, მოსახლეობის, საწარმოების, ფონდების, და ასევე უცხო ქვეყნების მოქალაქეების ფულადი დანაზოგების აკუმულაცია და მობილიზაცია.

კაპიტალის აკუმულირების და მისი პერსპექტიული ინოვაციების განვითარებაზე შემდგომი მიმართვის ფუნქციას ახორციელებენ სპეციალიზებული შუამავლები - ვენჩურული კაპიტალისტები.

მეორე - ინოვაციური საწარმოებისთვის მმართველობითი უნარ-ჩვევების და ბიზნესის წარმოების გამოცდილების შეთავაზება. აღნიშნული ფუნქციის შინაარსი მდგომარეობს ინვესტორების მიერ ინოვაციური ფირმისთვის არა მარტო ფინანსური სახსრების, არამედ ფინანსური კონსალტინგის, კორპორატიული სტრატეგიის შემუშავებაში დახმარების, ბაზრის შესახებ ინფორმაციის და კონტაქტების შეთავაზებაში. ფინანსური და ადამიანური კაპიტალის თანაფარდობა ვენჩურული ინვესტიციების საერთო მოცულობაში. ადამიანური ფაქტორის როლი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია კომპანიის არსებობის ადრეულ ეტაპებზე, ხოლო განვითარებასთან ერთად უფრო მნიშვნელოვანი ხდება ფინანსური ფაქტორის როლი.

მესამე - კაპიტალის გადანაწილება ინოვაციური საწარმოებისთვის ინვესტიციების შეთავაზების გზით (საშუამავლო ფუნქცია). შუამავლების როლის შესრულება შეუძლიათ ვენჩურულ კაპიტალისტებს, რომლებიც გაერთიანებულნი არიან ვენჩურული კაპიტალის ფონდის მმართველობით კომპანიაში. შუამავლების არსებობის აუცილებლობა განპირობებულია როგორც სამეწარმეო ფირმების მხრიდან, ისევე ინვესტორების მხრიდანაც. მეწარმეები იღებენ არა მარტო ფინანსურ კაპიტალს, არამედ ადამიანურსაც. ინვესტორები ვერ გაუმკლავდებიან ამას შუამავლების გარეშე, რადგან ინოვაციურ პროექტებში ინვესტირების თანხლება, ზუსტად ისევე, როგორც სხვადასხვა სამეცნიერო ცოდნის განვითარების ტენდეციების მონიტორინგი, ძვირი დაუჯდება ინვესტორს, რომლის ძირითადი საქმიანობა არ არის დაკავშირებული ინოვაციების განვითარებასთან.

მეოთხე - ინოვაციური საქმიანობის სტიმულირება. ვენჩურული კაპიტალის გამოდის კაპიტალის როლში, რომელსაც შეუძლია უზრუნველყოს ინოვაციების ეფექტური გამოყენება ევოლუციის პროცესის დამახასიათებელი მოთხოვნების გათვალისწინებით, რომელთა რიცხვში შედის მომატებული რისკი, ციკლის „იდეა-

პროდუქტი-საქონელი“ზანგრძლივობა, ინვესტიციებზე მოთხოვნის ეტაპობრივობა, დაბანდების უზრუნველყოფასთან დაკავშირებული სირთულეები.

მეხუთე - მეცნიერების, განათლების, წარმოების ინტეგრირება. ვენჩურული კაპიტალი უზრუნველყოფს მეცნიერებისა და ინოვაციური ბიზნესის ურთიერთქმედების ორგანიზებას, რაც იძლევა კვლევების ეფექტურობის ამაღლების, და მათი შედეგების წარმოებაში სწრაფად დანერგვის შესაძლებლობას.

მექვსე - გარდაქმნის ფუნქცია. საბაზრო სიტუაციის საკუთარი თავისთვის სასარგებლო მიმართულებით შეცვლისკენ სწრაფვისას ინოვაციური საქმიანობის ხარჯზე, მეწარმე არა მარტო ქმნის ახალ სარგებელს და ტექნოლოგიებს, არამედ ასევე ანგრევს დამკვიდრებულ საბაზრო გარემოს, კონკურენციის ფორმებს და წარმოების ორგანიზებულობას, არსებული ბაზრების მოდიფიცირების და ახლების შექმნის გზით.

მეშვიდე - სოციალური ფუნქცია. ინოვაციური საქმიანობის შედეგად იქმნება სამომხმარებლო არჩევნის ოპტიმიზაციის და კეთილდღეობის ზრდის, ასევე ეკოლოგიური პრობლემების გადაწყვეტის შესაძლებლობა. ბოლო წლების განმავლობაში შესამჩნევი გახდა ეკოლოგიურად-ორიენტირებული საწარმოების დაფინანსების მოცულობის ზრდის ტენდენცია.

ვენჩურული კაპიტალის კვლევის ძირითადი თეორიულ-მეთოდოლოგიური მიდგომების ანალიზი, მისი ძირითადი მახასიათებლების, ეკონომიკაში მისი ფუნქციების განხილვა გვაძლევს საშუალებას, გადავიდეთ ინოვაციურ ეკონომიკაში ვენჩურული კაპიტალის როლის და ადგილის განხილვაზე.

1.2. ვენჩურული კაპიტალის როლი ინოვაციურ ეკონომიკაში

თანამედროვე საზოგადოების ფორმირების ძირითად მსოფლიო ტენდენციას წარმოადგენს გადასვლა ნედლეულისა და ინდუსტრიული ეკონომიკიდან „ახალ ეკონომიკაზე“, რომელსაც ზოგჯერ ასევე „ცოდნის ეკონომიკას“ უწოდებენ (knowledge

based economy). ინოვაციური ეკონომიკა დაფუძნებულია ინტელექტუალურ რესურსებზე, სამეცნიერო და ინფორმაციულ ტექნოლოგიებზე. „ახალ ეკონომიკაში“ იგულისხმება „მთლიანად ეროვნული ეკონომიკის ხარისხობრივად ახალი ტექნოლოგიური დონე, საზოგადოების მოქმედი სამეწარმეო ძალის გათვალისწინებით“ [31.13]. ეკონომიკის აღნიშნული სახეობა აქცენტს აკეთებს არა მარტო საკუთარი ცოდნის დაფინანსებაზე, არამედ ამ ცოდნის ეფექტიან წარმოებად გარდაქმნაზეც. საქართველომ არაერთხელ განაცხადა ჩვენი ეკონომიკის განვითარების ინოვაციური გზაზე გადასვლის შესახებ. მაგრამ ამისათვის უბრალო დაანონსება არ მოგვითმს მოსალოდნელ შედეგს. წარმოების ფაქტორების სტრუქტურაში სისტემური ინოვაციების აღმოჩენა გამოიწვევს გარკვეულ დისბალანსს არსებულ სისტემაში და მოითხოვს ფაქტორების კომბინაციების გადახედვას, მათი ოპტიმალური შეხამების ძიებას და, შესაძლებელია, განაპირობებს ახალი და კომპლექსური ფაქტორების წარმოქმნას, რომლებიც შესაბამისობაში იქნება საბაზრო განვითარების თანამედროვე ეტაპთან.

უკვე არსებული ფაქტორების სინერგიის შედეგად მიღებული კომპლექსური ფაქტორებიდან ერთ-ერთს წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალი, რომელიც ინოვაციურ მიმართულებასთან ერთად ითვალისწინებს ეკონომიკური სისტემების მომატებულ რისკებს, ეკონომიკური გარემოს არასტაბილურობას, ინოვაციების ციკლს, მეწარმეების რიგებში მმართველობითი უნარ-ჩვევების და საინვესტიციო პროცესის ცოდნის უკმარისობას. მის მამოძრავებელ ძალას წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ინოვაციური ხასიათი, რომელიც ეყრდნობა მიღწევებს მეცნიერების დარგში, ახალი ტექნოლოგიების სწრაფ ათვისებას და ეფექტურ მენეჯმენტს. ის ქვეყნები, რომლებიც დღეს აკონტროლებენ ახალი ტექნოლოგიების შექმნის პროცესს, ხვალ გააკონტროლებენ უახლესი ტექნოლოგიების გამოყენებით შექმნილი პროდუქციის ბაზრებს. ამ პროცესის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ეკონომიკურ შედეგს წარმოადგენს *ლიდერი ქვეყნების სავარაუდო დომინირება მსოფლიოს*

ძირითად ბაზრებზე, ამ ბაზრებიდან პერიფერიული ქვეყნების (საქართველოს ჩათვლით) შეგნებული განდევნის თანხლებით.

2016 წლის 30 ოქტომბერს დაიდო გაეროს განათლების, მეცნიერებისა და კულტურის ორგანიზაციის (UNESCO) მიერ მომზადებული ანგარიში, სადაც მოცემულია ქვეყნების რეიტინგი მეცნიერებაზე და კვლევებზე დახარჯული თანხების მშპ-თან წილის მიხედვით. საქართველო ამ რეიტინგში რამდენიმე წელია საერთოდ არ მონაწილეობს. საერთაშორისო ორგანიზაციის KNOEMA მონაცემებით კი სურათი შემდეგია (ცხრილი 2):

ცხრილი 2. სხვადასხვა ქვეყნების დანახარჯები სამეცნიერო-კვლევით სამუშაოებზე

რეიტინგი	ქვეყანა	დანახარჯები (%)
1	ისრაელი	4,4
2	ფინეთი	3,88
3	სამხრეთი კორეა	3,74
4	შვედეთი	3,4
5	იაპონია	3,36
6	დანია	3,06
7	შვეიცარია	2,99
8	აშშ	2,9
9	გერმანია	2,82
10	ავსტრია	2,75
62	საქართველო	0,1

წყარო: <http://knoema.ru/atlas/topics...> [32]

საქართველო ჩამორჩება არა მარტო პოსტსაბჭოური და ჩვენთან საერთო წარსულის მქონე მეზობლებს (სომხეთი, აზერბაიჯანი, მოლდოვა, ყირგიზეთი, ტაჯიკეთი), არამედ „მესამე სამყაროს“ წარმომადგენლებს - ტოგოს, კვიპროსსა და სხვა. ამიტომაც ქვეყნის ახალი იმიჯის შექმნის საკვანძო ფაქტორებად უნდა იქცეს სამეცნიერო და ინოვაციური საქმიანობის, განათლების, სამეცნიერო და ინფორმაციული ტექნოლოგიების გავლენის გაძლიერება ეკონომიკაზე, სახელმწიფოზე და საზოგადოებაზე და მათ მიერ ხარისხობრივად ახალი მახასიათებლების და ფუნქციონირების მექანიზმების შექმნა.

წამყვან ინდუსტრიულ სახელმწიფოებში „ახალი ეკონომიკის“ შემოღება მნიშვნელოვანი ხარისხითაა განპირობებული ინოვაციების ტემპების, ინოვაციური პროცესების რეალიზების მიმართულებებისა და მექანიზმების ეკონომიკური როლის შეცვლით. არ შეიძლება არ გაითვალისწინო ეკონომიკაზე სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პოტენციალის ზეგავლენა, ვინაიდან მთლიანად ეკონომიკა ეფუძნება სამეცნიერო ცოდნას, ხოლო მისი ინოვაციური განვითარება შესაძლებელია მხოლოდ ახალი სამეცნიერო ცოდნის და სამეცნიერო-ტექნიკური მიღწევების ხარჯზე. საქართველოს გააჩნია მნიშვნელოვანი სამეცნიერო ბაზა და მაღალკვალიფიციური კადრები, თუმცა ამავდროულად ამ ინოვაციური პოტენციალის ორიენტაცია წარმოებაში და საქმიანობის სხვა სფეროებში საკმაოდ სუსტია.

საქართველო ვერ შეძლებს თავისი სამეცნიერო პოტენციალის შენარჩუნებას მისი ეროვნულ ეკონომიკასთან დაკავშირების გარეშე, ხოლო ეკონომიკა ვერ გახდება კონკურენტუნარიანი სამეცნიერო საყრდენის გარეშე. ინოვაციური საქმიანობას ეკონომიკური ურთიერთობების საერთო სისტემაში უკავია საკვანძო ადგილი, რადგან მის საბოლოო შედეგების (წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების, სამეცნიერო პროდუქციის გამოშვების მოცულობის ზრდის) მიხედვით განისაზღვრება ქვეყნის ეკონომიკური სიმძლავრე თანამედროვე პირობებში.

ინტეგრაცია მაღალტექნოლოგიურ გარე საბაზრო გარემოში საჭიროებს ახალ ინოვაციურ მენეჯმენტს, რომელიც ადეკვატურად და სწრაფად რეაგირებს მის მუდმივ ცვლილებებზე. ინოვაციებს აკავშირებს ხასიათით და მეთოდებით განსხვავებული ეკონომიკური საქმიანობის დარგები: მეცნიერება, წარმოება, ფინანსები.

თვით „ინოვაციის“ ცნება სამეცნიერო კვლევებში გამოჩნდა XX საუკუნეში. ითვლება, რომ ტერმინი „ახლის დანერგვა“ („ინოვაცია“) მოხმარებაში შემოიტანა იოზეფ შუმპეტერმა, რომელმაც განსაზღვრა იგი, როგორც საწარმოო ფაქტორების ახალი

სამეცნიერო-საორგანიზაციო კომბინაცია, რომელიც მოტივირებულია სამეწარმეო სულით.

დღეს ტერმინს „ინოვაცია“ სხვადასხვა ავტორები ხშირად სხვადასხვა დატვირთვას ანიჭებენ. გამომდინარე კვლევის ობიექტიდან ან საგნიდან, ინოვაცია შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც:

- პროცესი (ტ. ბაიანი, დ. მ. გვიშიანი, ი.პინინგსი, ბ. სანტო, ბ. ტვისი);
- სისტემა (ი. შუმპეტერი);
- ცვლილება (ფ. ვალენტა, ლ. ვოლდაჩევი);
- შედეგი (ლ. მ. გოხბერგი, ა. ლევინსონი).

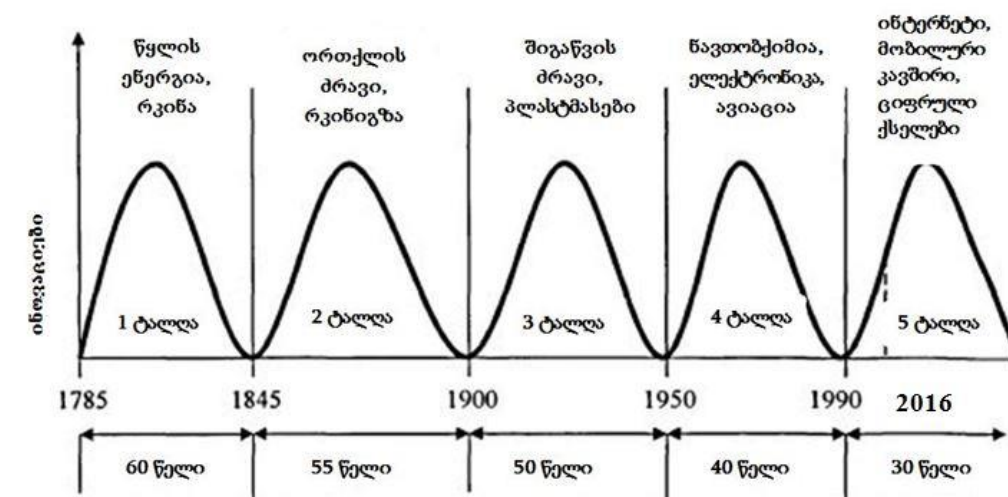
ასევე შესაძლებელია ინოვაციების კლასიფიკაცია შემდეგი თვისებების მიხედვით:

- გამოყენების საგანი და სფერო (ინოვაცია-საქონელი, ინოვაცია-პროცესები, ინოვაცია-სერვისები, ინოვაციები-ბაზრები);
- მოთხოვნების დაკმაყოფილების ხასიათი (ინოვაციები, რომლებიც ქმნიან ახალ მოთხოვნებს და ავითარებენ არსებულს);
- ინოვაციებში გამოყენებული ტექნოლოგიური პარადიგმები;
- სასიცოცხლო ციკლის დარგობრივი სტრუქტურა (წარმოქმნის დარგი, დანერგვის დარგი, მოხმარების დარგი) და ა.შ.

ინოვაციური პროცესების კვლევის და ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაში მათი ადგილის შეფასების ძლიერ იმპულსად იქცა ნ. კონდრატიევის ნაშრომები, განსაკუთრებით მის მიერ განხილული კონიუნქტურის დიდი ციკლები (გრძელი ტალღები), რომლებიც წარმოიქმნება „თითოეული საბაზისო სიახლისგან და წარმოადგენენ მეორადი, დახვეწილი ნოვაციების სიმრავლეს“. სიახლეს იგი „კუმულაციურ“ ელემენტებს მიაკუთვნებდა, რომლებიც განსაზღვრავს დინამიკას. როგორც შემდგომ გვაჩვენებს ი. ფრისტმა და მ. პორტერმა, განვითარების მსგავსი ხასიათი განპირობებულია რეალური, ღია „სოციო-ტექნიკურ სისტემებში“ ადგილის მქონე პროცესების მიერ. კონდრატიევის კვლევებმა მოახდინეს ამ ციკლების და მათი ხანგრძლივობის შემდგომი შესწავლის ინიცირება.

ი. შუმპეტერმა პირველმა მიუთითა ტექნიკურ ნოვაციაზე, როგორც მაღალი მოგების მიღწევის ეკონომიკური საშუალებაზე, ჯ. ფონ ნეიმანის ეკონომიკური ზრდის თეორიის საპირისპიროდ, რომელშიც ტექნიკური პროგრესი საერთოდ არ არის გათვალისწინებული. ნეიმანის ანალოგიურად ზრდის თავისი მოდელი ააგო ჰარროდმა, მაგრამ, როგორც მოგვიანებით შენიშნა რობერტ სოლოუმ, მან ვერ შეძლო ინოვაციების ეკონომიკურ ზემოქმედებასთან შეტაკებისთვის თავის არიდება. შემდეგ აღმოცენდა კალეცის განვითარების სცენარი, შმუკლერის კვლევები, რომლებიც ეფუძნებოდნენ ეკონომიკურ ზრდაზე ტექნიკური ცვლილებების დიდი ზეგავლენის ფაქტის აღიარებას.

დიაგრამა 1. ინოვაციური განვითარების ძირითადი ტალღების პერიოდიზაცია (ი. შუმპეტერის და კ. ფრიდმენის მიხედვით)[33]



მრავალი მკვლევარის აზრით, ნოვატორული საქმიანობა განიხილება, როგორც ძირითადი ფაქტორი, რომელიც იწვევს ეკონომიკაში ტალღისებრი ხასიათის დინამიურ ცვლილებებს. ინოვაციური განვითარების ძირითადი ტალღების პერიოდიზაცია ი.შუმპეტერის და კ. ფრიდმენის მიხედვით მოყვანილია დიაგრამაზე 1.

ამ და სხვა თეორიების საფუძველზე ევროპელი მეცნიერების მიერ შემუშავდა ტექნოლოგიური წყობის კონცეფცია. ტექნოლოგიური წყობის ცნება. „წყობის“ ცნება გულისმობს ნებისმიერი რამის მოწყობას ან დამკვიდრებულ წესს. ტექნოლოგიური

წყობა ხასიათდება მის შემადგენლობაში არსებული, კვალიფიციური სამუშაო ძალის საერთო რესურსებზე, საერთო სამეცნიერო-ტექნიკურ რესურსებზე და ა.შ. დაყრდნობილი ხარისხით ერთგვაროვანი რესურსების ვერტიკალური და ჰორიზონტალური ნაკადებით დაკავშირებული საწარმოების ერთიანი ტექნიკური დონით. მეცნიერები გამოყოფენ 5 ტექნოლოგიურ, ან დასავლური ტერმინოლოგიის მიხედვით - „მრეწველობის გრძელი ციკლების“ წყობას. თითოეული ასეთი ციკლი იწყება მაშინ, როდესაც ინოვაციების კომპლექტი შედის მეწარმეების განკარგულებაში. ჩვენი, მე-5 ციკლის დაწყებას უკავშირებენ კომუნიკაციების ახალი საშუალებების, ციფრული ქსელების, კომპიუტერული პროგრამების და გენური ინჟინერიის განვითარებას. თითოეული ციკლის დასაწყისისთვის დამახასიათებელია ეკონომიკის აღმავლობა, მაშინ როდესაც დასასრულისთვის დამახასიათებელია მისი დაღმავლობა (ამის ნათელ მაგალითს წარმოადგენს დიდი ამერიკული დეპრესია).

ტექნოლოგიური რევოლუციის თანამედროვე ეტაპზე კომპანიების მიისწრაფვიან ინოვაციებში განხორციელებული ნოვატორობის და სიახლეების ხვედრითი წილის ზრდისკენ, რაც საშუალებას აძლევს მათ, გაზარდონ მონოპოლიზმის დონე მოცემულ სფეროში და უკარნახონ მომხმარებლებს და კონკურენტებს საკუთარი პოლიტიკა. საზოგადოების კეთილდღეობა განისაზღვრება არა საწარმოო ფაქტორების მასით, არა ინვესტიციების მოცულობით, არამედ **ინოვაციური საქმიანობის ეფექტურობით**, რაც იძლევა საბოლოო დადებით შედეგს.

ჩვენი აზრით, ინოვაციური საქმიანობა იძლევა უთანხმოებების გადაჭრის საშუალებას, რომლებიც დაკავშირებულია იმასთან, რომ თითოეული საგანი (პროცესი, მოვლენა) მოიცავს განვითარების (პოტენციის) ობიექტურ ტენდენციებს. მათი რეალიზება ხორციელდება სოციალური და ეკონომიკური სუბიექტების მიზანმიმართული ინოვაციური საქმიანობის შედეგად.

თვით ინოვაციური საქმიანობა ასევე იწვევს შიდა წინააღმდეგობებს, რადგან ცნობილი ცდომილება მიზნებსა და შედეგებს შორის ინოვაციური საქმიანობის დროს გარდაუვალია, რაც დაკავშირებულია თვითონ ინოვაციებში ობიექტურობის და

სუბიექტურობის არსებობასთან. ინოვაცია მჟღავნდება საბოლოო შედეგში, როგორც ინოვაციური პროცესებში მონაწილე სუბიექტების განსხვავება და გულისხმობს საერთო ფუნქციის რეალიზებას, ანუ მიზანმიმართული საქმიანობის მეშვეობით არსებული წინააღმდეგობების გადაწყვეტას, რაც თავიდან გვარიდებს წინააღმდეგობებს ან არბილებს მათი გამომჟღავნების სიმძაფრეს.

ინოვაციურ საქმიანობას განიხილავენ ამ სიტყვის ფართო და ვიწრო მნიშვნელობით. სიტყვის ფართო მნიშვნელობით ინოვაციური საქმიანობა წარმოადგენს საზოგადოების სიცოცხლის მომენტს, რომელიც მოიცავს საზოგადოებრივი განვითარების ბუნებრივ და ხელოვნურ, სოციალურ-პოლიტიკურ, ეკონომიკურ და სხვა ფაქტორებს. სიტყვის ვიწრო („სპეციფიკურად ეკონომიკური“) მნიშვნელობით ინოვაციური საქმიანობა მიმართულია საწარმოო ფაქტორების ურთიერთქმედების ახალი დონის უზრუნველყოფაზე ახალი სამეცნიერო-ტექნიკური ცოდნის გამოყენების მეშვეობით. ნებისმიერ ცვლილება სოციალური სუბიექტის ბუნებასთან და საზოგადოებრივ გარემოსთან ურთიერთქმედების მეთოდებში ჩნდება მისი პრაქტიკული (მათ შორის სასულიერო) საქმიანობის შედეგად. ინოვაციური საქმიანობა, რომელიც განიხილება ინოვაციებში კაპიტალური დაბანდებების ეკონომიკური პროცესების კონტექსტში, წარმოადგენს საინვესტიციო-ინოვაციურ საქმიანობას.

თანამედროვე საქართველოსთვის ერთ-ყველაზე მნიშვნელოვან ფაქტორს, რომელიც აფერხებს ინოვაციურ საქმიანობას, და, შესაბამისად, ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას, წარმოადგენს ფინანსური ფაქტორი - ინოვაციური პროექტების დაფინანსებისთვის საჭირო სახსრების უკმარისობა და ხელმიუწვდომელობა.

ინოვაციების დაფინანსების ძირითადი წყაროების სახით გამოყოფენ:

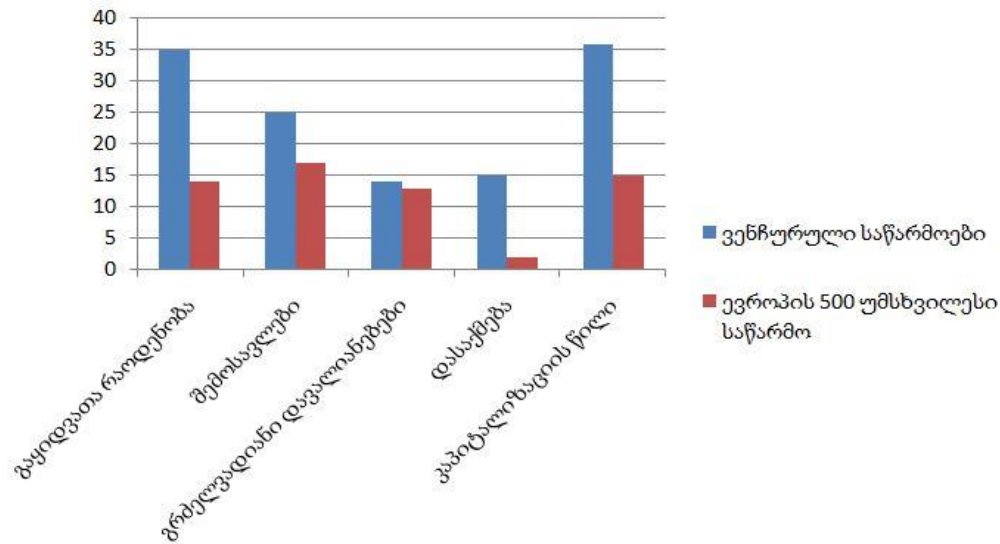
- საკუთარი და ნასესხები ფინანსური სახსრები, აქტივების სხვა სახეობები (ძირითადი ფონდები, მიწის ნაკვეთები, სამრეწველო საკუთრება და ა.შ.);
- ასიგნებები ცენტრალური, რეგიონული და ადგილობრივი ბიუჯეტებიდან;

- უცხოური ინვესტიციები, რომელთა წარდგენა ხდება ფინანსური სახით ან საწესდებო კაპიტალში სხვაგვარი მონაწილეობით;
- დაბრუნებადობის საფუძველზე გაცემული კრედიტები, მათ შორის სახელმწიფო, კომერციული ბანკებისა და უცხოელი ინვესტორების.

საწარმოების მიერ დიდი იმედების დამყარება საკუთარ სახსრებზე ხდება არა იმიტომ, რომ ისინი საკმარისად აქვთ, არამედ სხვა წყაროების სიმწირის ან ხელმიუწვდომელობის გამო. ასე, საკრედიტო სისტემა იშვიათად გამოიყენება ინოვაციების დაფინანსების მიზნით. საქართველოს საბანკო სისტემის უუნარობა, უზრუნველყოს განვითარებადი კომპანიების ადეკვატური დაფინანსება, ხელს უშლის ძირითადი ფონდების განახლებას და ინვესტირებას ახალ ტექნოლოგიებსა და ადამიანურ კაპიტალში. ეს პრობლემა უფრო მძაფრად დგას პატარა და საშუალო მაღალტექნოლოგიური საწარმოების წინაშე.

კაპიტალის ალტერნატიული ბაზრის განვითარება ინოვაციური ინვესტირების ფონდების ბაზაზე მოგვცემს ინვესტორების და მოწინავე ტექნოლოგიების შემქმნელების, რომელთაც დღეს არ გააჩნიათ საკმარისი სახსრები მათ განსახორციელებლად, ინტერესების შეთანხმების საშუალებას. **კაპიტალის თანამედროვე ალტერნატიული ბაზრის ერთ-ერთი ელემენტის როლში გამოდის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი.** ვენჩურული პროექტებისთვის დამახასიათებელია დროის ხანგრძლივი პერიოდი საინვესტიციო დანახარჯებსა და მოგების მიღებას შორის (5-10 წელი). ვენჩურული კაპიტალისტების ინვესტიციური აქტიურობა დიდადაა დამოკიდებული იმაზე, თუ განვითარების რომელ სტადიაზე იმყოფება პატარა მაღალტექნოლოგიური კომპანია და ასევე ვენჩურული ინვესტიციების განხორციელების პირობებზე ამა თუ იმ სახელმწიფოში. ვენჩურული კაპიტალის გავლენა ეროვნულ ეკონომიკაზე ძალზე მნიშვნელოვანია. ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაციის მონაცემების მიხედვით, ვენჩურული საწარმოები ყოველწლიურად ზრდიან სამუშაო ადგილებს 15%-ით, მაშინ როდესაც უმსხვილესი ევროპული საწარმოები მხოლოდ და მხოლოდ 2%-ით. (დიაგრამა 2). [34]

დიაგრამა 2. საწარმოს განვითარების ძირითადი მაჩვენებლების საშუალო ყოველწლიური ზრდა



ინოვაციურ საქმიანობაზე დანახარჯების წილი ვენჩურულ საწარმოებში შეადგენს 8,6% გაყიდვების მოცულობიდან შედარებით 1,3%-სა სხვა ევროპულ საწარმოებში.

თუმცა ვენჩურული დაფინანსების ყველაზე დიდ უპირატესობას მეწარმეებისთვის წარმოადგენს ის, რომ ფინანსურ მხარდაჭერასთან ერთად ისინი იღებენ საორგანიზაციო, მმართველობით და სხვა მხარდაჭერასაც. ვენჩურული საწარმოების მენეჯერების 80%-ის აზრით, მათი ბიზნესი ვერ იარსებებდა, ან ყოველ შემთხვევაში, ვერ განვითარდებოდა ამდენად ეფექტურად ვენჩურული ინვესტორების დახმარების გარეშე. ვენჩურული ინვესტირების ევროპული ასოციაციის მონაცემების თანახმად ინვესტიციების მიმღები კომპანიის ტიპური პორტრეტი უნდა გამოიყურებოდეს შემდეგნაირად: ტექნოლოგიებზე ორიენტირებული კომპანია, რომლის არსებობის პერიოდი 5 წელზე ნაკლებია, თანამშრომლების რიცხვი ვარირებს 100-დან 500 ადამიანამდე და ვარაუდობს ინვესტირებიდან „გასვლას“ 3-4 წელიწადში.

მეწარმის მიერ ამა თუ იმ სახის დაფინანსების არჩევა დამოკიდებულია რამდენიმე ფაქტორზე, ესენია: დაფინანსების წყაროს ხელმისაწვდომობა, გადასახადი (პროცენტი) დაფინანსებისთვის, მეწარმის პროფესიონალიზმი და ამბიციურობა, დაფინანსების შემადგენლობა (მხოლოდ ფინანსური სახსრები თუ თანმხლები მომსახურებებიც), და ა.შ. ვენჩურულ დაფინანსებას გააჩნია დიდი უპირატესობა

დაფინანსების დანარჩენ წყაროებთან შედარებით კომპანიის განვითარების დაწყებით ეტაპებზე, რადგან ფულად სახსრებთან, საორგანიზაციო, მმართველობით და სხვა ტიპის მხარდაჭერასთან ერთად, მეწარმეს შეიძლება შესთავაზონ ინვესტორის პირადი კავშირები, ინფორმაცია ბაზრებისა და ანალოგიური საქონლის შესახებ. კომპანიის განვითარებასთან ერთად ვენჩურული ინვესტორის მიერ შეთავაზებული ადამიანური კაპიტალის როლი მცირდება და უკვე ვენჩურული დაფინანსების ნაცვლად ხდება სტრატეგიული დაფინანსება.

ამდენად, თანამედროვე საზოგადოების ფორმირების ძირითად მსოფლიო ტენდენციას წარმოადგენს ნედლეულისა და სამრეწველო ეკონომიკიდან ინოვაციურზე გადასვლა, რომელიც ეფუძნება ინტელექტუალურ რესურსებს, სამეცნიერო და ინფორმაციულ ტექნოლოგიებს. საქართველოს მთავრობას ბოლო წლების განმავლობაში არაერთხელ გამოუცხადებია ეკონომიკის განვითარების ინოვაციურ გზაზე გადასვლის შესახებ, მაგრამ შედეგი ჯერჯერობით არ ჩანს. სისტემური ინოვაციების გამოჩენა საწარმოო ფაქტორების სტრუქტურაში გამოიწვევს ერთგვარ დისბალანსს უკვე არსებულ სისტემაში და შექმნის ფაქტორების კომბინაციის გადახედვის, მათი ოპტიმალური შეხამების ვარიანტების ძიების საჭიროებას, ხოლო ამან კი შესაძლოა განაპირობოს ახალი ან კომპლექსური ფაქტორების გამოჩენა, რომლებიც შესაფერისი იქნება საბაზრო განვითარების თანამედროვე ეტაპისთვის. ერთ-ერთი ინსტრუმენტის როლში, რომელიც მოგვცემს საშუალებას, უზრუნველყოთ ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის მდგრადი ტემპები და შევამციროთ სხვაობა ეკონომიკური განვითარების დონეებს შორის მსოფლიოს სხვა წამყვან ქვეყნებთან შედარებით, შეიძლება წარმოგვიდგეს ვენჩურული დაფინანსება.

1.3. ვენჩურული კაპიტალის წრებრუნვის თავისებურებანი

ვენჩურული კაპიტალის წრებრუნვაში მოვიაზრებთ შიდა ვენჩურული კაპიტალის მოძრაობის პროცესს, რომელშიც იგი გადის სამ სტადიას (რომელთაგანაც ორი განეკუთვნება გარდაქმნის სტადიას: ფ-ს და ს'-ფ', ხოლო მესამე - წარმოების სტადიას).

ამ დროს ვენჩურული კაპიტალი აკეთებს სრულ ბრუნს და, გაივლის რა სამივე ფორმას, უბრუნდება პირველყოფილ სახეს. სახეცვლილების სტადიებზე ვენჩურულ კაპიტალს სამი ფუნქციური ფორმა აქვს: ფულადი, სასაქონლო და საწარმოო.

შეგვიძლია გამოვყოთ ვენჩურული კაპიტალის წრებრუნვის სამი სტადია. პირველ სტადიაზე ვენჩურული კაპიტალისტი ახორციელებს თავისი პროფესიული შესაძლებლობების და ფულადი სახსრების ინვესტირებას ინოვაციურ კომპანიაში, რომელიც შემდგომ თავის იჩენს სასაქონლო ბაზარზე და შრომის ბაზარზე, როგორც საჭირო საწარმოო ფაქტორების, წარმოების სახსრების და სამუშაო ძალის მყიდველი. პროფესიული შესაძლებლობები და ფინანსური სახსრები შეიძლება შემოედინებოდეს როგორც ერთი (მაგალითად, ბიზნეს-ანგელოზისგან), ისე სხვადასხვა წყაროებიდან (მაგალითად, შშ და საინვესტიციო ფონდი).

მეორე სტადიაზე ხდება ვენჩურული კაპიტალისტის მიერ შემოთავაზებული სახსრებით ინოვაციური კომპანიის მიერ შეძენილი საქონლის საწარმოო პროცესებში მოხმარება, და თანამშრომელთა შრომის მეშვეობით ინოვაციური საქონლის შექმნა, რომლის ღირებულება აღემატება საწარმოო ფაქტორების ღირებულებას.

მესამე სტადიაზე ხდება წარმოებული ინოვაციური საქონლის რეალიზაცია, ამასთან ფულადი კაპიტალი აღემატება პირველად ავანსირებულს ინოვაციური შემოსავლის სიდიდით.

ამდენად, ვენჩურული კაპიტალის წრებრუნვის საბოლოო მიზანს წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალისტის და ინოვაციური კომპანიის მიერ ინოვაციური შემოსავლის მიღება, ამიტომაც განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ვენჩურული კაპიტალის წრებრუნვის პირველი, დაფინანსების სტადია. ვენჩურული დაფინანსების პროცესის სპეციფიკის გათვალისწინება იძლევა ვენჩურული კაპიტალის სუბიექტების საქმიანობის ეფექტიანობის ზრდის საშუალებას.

ვენჩურული დაფინანსების გამოჩენის აუცილებლობა განპირობებულია ტრადიციული ფინანსური სისტემის უუნარობით, შესთავაზოს მცირე და საშუალო

მაღალტექნოლოგიურ კომპანიების დაფინანსების მოქნილი ფორმები. ვენჩურულ დაფინანსებას შემდეგი უპირატესობები გააჩნია:

- იგი ქმნის საფინანსო ბაზას კომპანიის შემდგომი ზრდის უზრუნველყოფისა და მისი განვითარების შემდგომი ეტაპების რეალიზებისთვის.
- იგი მიეცემა ახალ კომპანიას, რომელიც გეგმავს სამეცნიერო პროდუქციის წარმოებას გრძელვადიან პერსპექტივაში.
- მაღალტექნოლოგიური კომპანიის განვითარების მთლიანი პერიოდის განმავლობაში ვენჩურული კაპიტალისტები არ ითხოვენ ინვესტიციებზე პროცენტების გადახდას, და, მით უმეტეს, კაპიტალის ანაზღაურებას; შესაბამისად, არ ახდენენ უარყოფით ზეგავლენას ფულად ნაკადებზე.
- ვენჩურულ დაფინანსებას წარმოადგენს არა მხოლოდ კაპიტალის შეთავაზება, არამედ მმართველობითი ცოდნის, რაც აუცილებელია კომპანიის საქმიანობის დაწყებისთვის, მისი ორგანიზებისა და მართვისთვის.
- ახალ მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებში ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალი იძლევა უფრო მაღალი ნამატის მიღების შესაძლებლობას, ხოლო ცალკეულ შემთხვევებში მას შეუძლია ისეთი მოგების უზრუნველყოფა, რომელიც შეიძლება ათჯერ აღემატებოდეს ბიზნესის ნებისმიერ სხვა სექტორში დაბანდებული სახსრებისგან მიღებულ შემოსავალს.
- ვენჩურული კაპიტალის ინვესტორი, კომპანიაში ფულის დაბანდებით, იქცევა კომპანიის დამფუძნებლის და მისი მენეჯმენტის ნამდვილ საქმიან პარტნიორად, რომელიც დაინტერესებულია პროექტის წარმატებულ განვითარებაში, და სწორედ ამიტომ ეხმარება კომპანიას არა მხოლოდ ფინანსურად, არამედ ასევე უწევს საკონსულტაციო, საექსპერტო და საორგანიზაციო მხარდაჭერას.
- ვენჩურული კაპიტალი უზრუნველყოფს ისეთი მნიშვნელოვანი ამოცანის გადაწყვეტას, როგორიც არის სამეცნიერო-ტექნიკური სფეროს კომერციალიზაცია მცირე და საშუალო კომპანიებში.

- ვენჩურული კაპიტალი ქმნის ახალგაზრდა მაღალტექნოლოგიური კომპანიების განვითარების, მოწინავე ტექნოლოგიების შემუშავების და სამეცნიერო-ტექნიკური ბაზის შექმნის გარემოსა და რეალურ პირობებს.
- წყაროების ფართო სპექტრის, ვენჩურული კაპიტალის სხვადასხვა ტიპების და სახეობების არსებობა ახალ მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებს აძლევს შესაძლებლობას, მიიღონ საჭირო ინვესტიციები განვითარების პრაქტიკულად ნებისმიერ ეტაპზე, მათ შორის ვენჩურული საწარმოს შექმნის ყველაზე ადრეულ სტადიებზეც. თუმცა ვენჩურული დაფინანსება ხორციელდება არა მხოლოდ მაღალტექნოლოგიური კომპანიის განვითარების ადრეულ სტადიაზე, ვენჩურული კაპიტალისტები ასევე ხშირად აბანდებენ თავის სახსრებს კომპანიის განვითარების გვიან ეტაპებზეც, მაგალითად MBI (management buy-in - თანამშრომლების მიერ გამოსყიდვა) ტიპის გარიგებები, რადგან ვენჩურული კომპანიის თანამშრომლებს არ გააჩნიათ მსგავსი გამოსყიდვის საკუთარი სახსრებით განხორციელების საშუალება.
- საბანკო დაკრედიტებისაგან განსხვავებით ვენჩურული კაპიტალდაბან-დებების შემთხვევაში კრედიტი გაიცემა პერსპექტიულ იდეაზე და შეიძლება არ გააჩნდეს მისი დაფარვის აუცილებლობის გარანტიების საკუთრების, ფონდების ან ფირმის სხვა აქტივების ხარჯზე. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, გათვალისწინებულია დაბანდებული სახსრების დაკარგვის შესაძლებლობა, თუ ინოვაციური პროექტი არ მოიტანს მოსალოდნელ შედეგებს თავისი რეალიზაციის შემდეგ.

ინოვაციური საქმიანობის დაფინანსების, კერძოდ, ვენჩურული დაფინანსების სისტემა შედგება ურთიერთდაკავშირებული ელემენტებისგან იერარქიული დაქვემდებარებით და სპეციფიური ფუნქციური თავისებურებებით, და მოიცავს:

- ინოვაციური საქმიანობის განხორციელებისთვის საჭირო ფინანსური სახსრების შემოდინების წყაროებს (დაფინანსების პროცესი);

- სხვადასხვა წყაროებიდან შემოდინებული ფინანსური სახსრების აკუმულირების მექანიზმს;
- მობილიზებული კაპიტალის დაბანდების პოლიტიკას (პრინციპები და პროცედურები);
- ინვესტიციების კონტროლის მექანიზმს;
- ინოვაციური პროცესებში ავანსად დაბანდებული სახსრების დაბრუნების მექანიზმს.

ვენჩურულ დაფინანსებას გააჩნია რიგი ფუძემდებელი პრინციპებისა, რომელთა შემუშავება მოხდა ვენჩურული ბიზნესების დამფუძნებლების - ტ.პერკინსის, ი. კლეინერის, ფ. კოფილდის და ა.შ. - მიერ. მათი შინაარსი ვენჩურული ფონდების სახით პარტნიორობაში, შეზღუდული პასუხისმგებლობის მქონე პარტნიორებისგან ფულის შეკრებასა და მათი ინტერესების დაცვის წესების შექმნაში მდგომარეობს.

ვენჩურული დაფინანსების მექანიზმი წარმოადგენს ერთ-ერთი ძირითად ეკონომიკურ ინსტრუმენტს, რომელიც უზრუნველყოფს წამყვანი დასავლური ინდუსტრიული ქვეყნების ინოვაციურ განვითარების ბოლო ათწლეულების განმავლობაში. ვენჩურული დაფინანსების მექანიზმში, ჩვენი აზრით, აუცილებელია, მოიაზრებოდეს ვენჩურული კაპიტალის განაწილების საქმიანობის განხორციელების ორგანიზაციულ-ეკონომიკური ფორმა და მისი განხორციელების ხელშეწყობა, ინოვაციური პროექტების ძიება, და ასევე ამ საქმიანობის სტიმულირებისა და რეგულირების ბერკეტები.

ვენჩურული დაფინანსების მექანიზმის პრინციპული სქემა, ჩვენი აზრით, შემდეგნაირია. ვენჩურული ფონდი (როგორც წესი ეს არის პროფესიული საფინანსო კომპანია (ბანკი), რომელიც მართავს კაპიტალს სხვისი სახელით (საპენსიო ფონდების, სადაზღვეო კომპანიების და ა.შ.)) ან მისი სახელით მოქმედი მმართველი კომპანია იძენს ახალგაზრდა, სწრაფად განვითარებადი ან ტრანსფორმაციის პროცესში არსებული კომპანიის წილს მინიმალურ ფასად და მისი მმართველობით ორგანოში შეყავს საკუთარი წარმომადგენლები, რომლებიც, როგორც წესი,

წარმოადგენენ პროფესიონალ მენეჯერებს. უკანასკნელნი აქტიურ მონაწილეობას იღებენ ინოვაციური პროცესის რეგულირებაში და სახსრების ხარჯვის კონტროლში. ასე ხდება ვენჩურული ინვესტორის დამბლოკავი პაკეტის უზრუნველყოფა, ამასთან საწარმოს ძირითად მფლობელების მიერ სამეწარმეო ინიციატივის თავისუფლების შენარჩუნება.

ვენჩურული დაფინანსების სამიზნე სეგმენტის როლში, ჩვენი აზრით, გამოდიან მცირე (იშვიათად - საშუალო), უპირატესად მაღალტექნოლოგიური საწარმოები. ამის ახსნა შესაძლებელია მცირე და საშუალო ბიზნესის რამდენიმე თავისებურებით.

მცირე კომპანიების კრიტერიუმები განსხვავდება ქვეყნების მიხედვით. ეს აიხსნება ეკონომიკის განვითარების თავისებურებებით, მისი სტრუქტურით, ეროვნული ტრადიციებით. მაგალითად, აშშ-ში მცირე საწარმოებს მიეკუთვნებიან 99-მდე თანამშრომლის მცოლი კომპანიები (მათ შორის 24-მდე ადამიანის მცოლი კომპანიები უმცირესთა რიცხვს მიეკუთვნებიან, ხოლო 25-დან 99-მდე - მცირეთა), 100-დან 499-მდე - საშუალოებს, 500-დან 999-მდე - მსხვილებს, და 1000-ს თანამშრომელზე ზემოთ - უმსხვილესებს. იაპონიაში მცირე საწარმოებს მომსახურების სფეროში განეკუთვნებიან არაუმეტეს 5 თანამშრომლის მცოლი კომპანიები, ხოლო სხვა დარგებში - არაუმეტეს 20 ადამიანისა.

საქართველში, მიკრო ბიზნესის სტატუსი შეიძლება მიენიჭოს ფიზიკურ პირს, რომელიც დამოუკიდებლად ეწევა ეკონომიკურ საქმიანობას და ჯამური ერთობლივი შემოსავალი კალენდარული წლის განმავლობაში არ აღემატება 30 ათას ლარს, ხოლო მცირე ბიზნესის სტატუსი - მეწარმე ფიზიკურ პირს, რომლის ეკონომიკური საქმიანობიდან მიღებული ერთობლივი შემოსავალი კალენდარული წლის განმავლობაში არ აღემატება 100 000 ლარს. "მცირე ბიზნესის შესახებ" კანონი საქართველოს პარლამენტს ჯერ არ მიუღია, სამაგიეროდ ფინანსთა სამინისტრომ თავის დასკვნაში აღნიშნა, რომ „მცირე ბიზნესს განეკუთვნებიან საწარმოები, როლებიც 2 მლნ. ლარის ბრუნვის მქონენი არიან“.

რა თქმა უნდა, ყველა მცირე კომპანიას არ ესაჭიროება ვენჩურული კაპიტალი, მორეს მხრივ, რომც მოინდომონ, მათგან მხოლოდ რამდენიმე თუ შეძლებს მის მიღებას, რადგან ვენჩურული კაპიტალისტები თავის სახსრებს აბანდებენ მხოლოდ ამბიციურ მზარდ სამეწარმეო კომპანიებში, რომლებსაც გააჩნიათ ისეთი ახალი საქონლის გაფართოებული წარმოების პერსპექტივა, რომელიც შეძლებდა დიდი მოთხოვნის მოპოვებას და მაღალი მოგების მოტანას. *როგორც წესი, თუ მცირე საწარმოს პოტენციურად არ შეუძლია წლიური საქონელბრუნვის 10%-ზე მეტი საშუალო ზრდის უზრუნველყოფა 5 წლის განმავლობაში, მაშინ იგი არ ჯდება ვენჩურული კაპიტალის ინვესტორების ინტერესების სფეროში.*

მრავალი ქვეყნის გამოცდილება მეტყველებს იმაზე, რომ ყველაზე მეტად ვენჩურული დაფინანსების მოთხოვნებს პასუხობენ ახალგაზრდა მაღალტექნოლოგიური კომპანიები, რადგან მათი ეკონომიკური ზრდის ტემპები ბევრად უფრო მაღალია ვიდრე ნებისმიერი სხვა კერძო კანონმდებლობით მცირე და საშუალო კომპანიისა, რომლის სპეციალიზაციის სფერო წარმოადგენს ბიზნესის ნებისმიერი სხვა სექტორი. გარდა ამისა, მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიები მოღვაწეობენ მეცნიერების და ტექნიკის ყველაზე მოწინავე საზღვრებზე და ამიტომ ძალუბით უზრუნველყონ სამეცნიერო საქონლის ექსპორტის სწრაფი ზრდა ან კონკურენტუნარიანი იმპორტის შემცვლელი პროდუქციის გამოშვება შიდა ბაზარზე. ამასთან, ასეთი სამეცნიერო საქონლის ღირებულება საგრძნობლად აღემატება ტრადიციული ნედლეულით წარმოებულ სხვა საქონლის ღირებულებას, რომლებიც არ არის დაკავშირებულნი მაღალი ტექნოლოგიების გამოყენებასთან. არანაკლებ მნიშვნელოვანია ის, რომ მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიები სწრაფად ქმნიან ახალ სამუშაო ადგილებს, მათ შორის ყველაზე მაღალ კვალიფიციური პერსონალისთვისაც (მეცნიერები, კონსტრუქტორები, მაღალი კვალიფიკაციის მქონე ტექნოლოგები), რაც იძლევა ქვეყნის სამეცნიერო პოტენციალის და მისი მოქალაქეების საერთო კულტურის შენარჩუნების და განვითარების შესაძლებლობას. სწორედ ასეთი მცირე კომპანიები არიან უფრო ეფექტური ინოვაციური პროცესების

განვითარებაში, რადგან ყოველთვის მუშაობენ მხოლოდ ნოვატორულ იდეებთან, ხოლო ეს ხელს უწყობს უახლესი ტექნოლოგიების სწრაფ გავრცელებას და გამოყენებას. როგორც მსოფლიო გამოცდილება გვიჩვენებს, ინოვაციურ ბიზნესში დაკავებული ფირმების და კომპანიების უდიდეს ნაწილს შეადგენენ მცირე საწარმოები. და ეს სრულებით კანონზომიერია, რადგან მცირე ბიზნესი უფრო გახსნილია სიახლისთვის, ვიდრე მსხვილი კორპორაციები. იგი უფრო სწრაფად ახდენს წარმოების გარდაქმნას და ინოვაციების დანერგვას. და არა მხოლოდ შეიმუშავებს ახალ ტექნოლოგიებს, არამედ მიყავს ის სამეცნიერო პროდუქციის სამრეწველო წარმოების სტადიამდე. ამასთან ასეთი ამოცანების გადაჭრაზე მცირე საწარმოების ხარჯავენ დაახლოებით 4-ჯერ ნაკლებ დროს, ვიდრე მსხვილი საწარმოები. მნიშვნელოვანი ხარისხით მსგავსი უდიდესი პროდუქტიულობა დაკავშირებულია იმასთან, რომ ფინანსური სახსრების შეზღუდულობის გამო მცირე კომპანიები უკიდურესად დაინტერესებულნი არიან კერძოდ ტექნიკური ინოვაციური პროექტების დაჩქარებულ განვითარებაში, ხოლო ეს უკიდურესად მნიშვნელოვანი და მომგებიანია ქვეყნის ეკონომიკური განვითარებისთვის რა კუთხიდანაც არ უნდა შეხედო.

მცირე ბიზნესი მდგრადია და წარმოადგენს პროგრესული ტექნოლოგიების გრძელვადიან მომხმარებელს. იგი უკიდურესად მობილურია, და ამიტომ მუდმივადაა დაინტერესებული მათ აკუმულირებაში. გამომდინარე წარმოების მცირე მოცულობიდან, ახალ ტექნოლოგიებზე გადასვლით გამოწვეული დანაკარგების რისკი შედარებით მცირეა. მცირე სამეწარმეო სტრუქტურების ოპერატიული მართვა იძლევა ტექნოლოგიების სწრაფი დახვეწის და დანერგვის შესაძლებლობას. მცირე საწარმოების მოქნილობა და ადაპტაციის უნარი ბაზრის მოთხოვნებთან და სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის მიღწევებთან ასევე აიხსნება მათი თანამშრომლების მცირერიცხოვნებით (რაც უფრო მცირეა სისტემა, მით უფრო ადვილია მისი მართვა). მცირე კომპანიების ინოვაციური საქმიანობის საბოლოო შედეგების უფრო მაღალი (თითქმის 2-ჯერ) ეფექტურობა და ინვესტიციებზე უფრო

სწრაფი უკუგება მსხვილ კომპანიებთან და კორპორაციებთან შედარებით ასევე განაპირობებს მცირე ბიზნესის პრიორიტეტულობას ვენჩურული დაფინანსებისთვის. აშკარაა, რომ ახლად შექმნილი მცირე კომპანიები ვერ მიაღწევენ წარმატებას კონკურენტულ ბრძოლაში გაუნაწილებელი მოგების საფუძველზე, რაც დამახასიათებელია ტრადიციული სექტორებისათვის. დამწყებ მცირე კომპანიებში საბანკო კრედიტები ასევე არ განიხილება, როგორც ინვესტიციების ძირითადი წყარო: მიზეზი მაღალ რისკში მდგომარეობს, რადგან ახალი კომპანიების შემქმნელებს ხშირად არ გააჩნიათ საკრედიტო ისტორია და არ შეუძლიათ შესაფერისი გირაოს უზრუნველყოფა. პრობლემა ასევე მდგომარეობს იმაში, რომ მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიების შემქმნელებს ხშირად არ გააჩნიათ ფინანსური და მმართველობითი უნარები.

არსებული მსოფლიო გამოცდილების დაჯამებით, შეგვიძლია მოვახდინოთ იმის კონსტატაცია, რომ ნებისმიერ სხვა კომპანიასთან და ფირმასთან შედარებით, მცირე ვენჩურულ საწარმოებს, რომლებიც შეიმუშავებენ და ნერგავენ ახალ ტექნოლოგიებს, გააჩნიათ შემდეგი უდაო უპირატესობანი:

1. სწრაფად ზრდიან სამუშაო ადგილების რაოდენობას და ქმნიან მაღალკვალიფიციური კადრების მაღალი დასაქმების დონის წინაპირობებს (აშშ-ში ყველაზე სწრაფად მზარდი კომპანიების 4%, რომელთა უმრავლესობა უზრუნველყოფილია ვენჩურული კაპიტალით, ქმნის ყველა ახალი სამუშაო ადგილების 70%, ხოლო ევროპაში 2011 წლიდან 2015 წლამდე ვენჩურული კაპიტალით უზრუნველყოფილ ფირმებში დასაქმებულთა რაოდენობა იზრდებოდა 15% წელიწადში, ხოლო საშუალოდ ეკონომიკაში - 1%-ე ნაკლებით ერთ წელიწადში);
2. აძლიერებენ კავშირებს მეცნიერებასა და წარმოებას შორის, უმნიშვნელოვანესი ფუნქციური ჯაჭვის - „მეცნიერება - ტექნოლოგია - წარმოება - ბაზარი“-კონსოლიდირების გზით;

3. უზრუნველყოფენ ქვეყნის სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პოტენციალის განვითარების მატერიალურ და მორალურ მხარდაჭერას;
4. ახდენენ მრეწველობის განვითარების ინოვაციური მიმართულების სტიმულირებას;
5. ზრდიან უფრო ძვირადღირებული მზა სამეცნიერო პროდუქციის წილს ექსპორტში და უზრუნველყოფენ ეროვნული სეგმენტის მოცულობის მატებას მაღალი ტექნოლოგიების მსოფლიო ბაზარზე;
6. ზრდიან სამეცნიერო საქონლის კონკურენტუნარიანობას, ამავდროულად ხელს უწყობენ მსგავსი პროდუქციის მწარმოებელი კომპანიების წარმოების კულტურის დონის არსებით ამაღლებას;
7. ხელს უწყობენ საწარმოო ინფრასტრუქტურების განვითარებას რეგიონებში და მათი სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობის გაუმჯობესებას;
8. ზრდიან სამეცნიერო ცოდნის მოთხოვნადობას წარმოების სხვადასხვა სფეროებში, რაც იწვევს მეცნიერების და ტექნიკის უახლესი მიღწევების ეკონომიკის რეალურ სექტორში;
9. ქმნიან პირობებს მსხვილი კომპანიების და კორპორაციების განვითარებისთვის მცირე კომპანიების მიერ შემუშავებული ტექნოლოგიების გამოყენების ხარჯზე;
10. ხელს უწყობს მოსახლეობის ახალ საქონელსა და მომსახურებაზე მოთხოვნის ოპერატიულ დაკმაყოფილებას;
11. ზრდის ეროვნულ ეკონომიკურ, ენერგეტიკულ, კვებით, ინფორმაციულ, ეკოლოგიურ და სხვა სახის დამოუკიდებლობას, ასევე, ქვეყნის თავდაცვის უნარს.

ამგვარად, ვენჩურული კაპიტალის არსებობა და ახალი მაღალტექნოლოგიური კომპანიების შექმნა არ არის შემთხვევითი, არამედ განპირობებულია ინვესტორების და ახალი ვენჩურული საწარმოების შექმნელების ურთიერთდინამიკური ურთიერთობებით; როგორც ვენჩურული კაპიტალის, ისე მეცნიერების და ტექნიკის უახლესი

მიღწევების კომერციალიზაციაზე ორიენტირებული მცირე კომპანიების, ობიექტურად არსებული თავისებურებებითა და უპირატესობებით.

მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიის განვითარების სტადიების ყველაზე დეტალურ რანჟირებას წარმოადგენს კლასიფიკაცია, რომელიც განიხილავს არა მარტო კერძოდ ვენჩურული დაფინანსების პერიოდს, არამედ კომპანიების განვითარებასთან დაკავშირებულ პერიოდებსაც დაფინანსებამდე და მის შემდეგ [33,22]. ეს, პირველ რიგში, დაკავშირებულია იმასთან, რომ მეწარმის და ინვესტორის ქმედებების წარმატებაზე ვენჩურულ დაფინანსებამდე პერიოდში დამოკიდებულია როგორც თვით კომპანიის შექმნა, ისე მისი შემდგომი მუშაობის ეფექტურობაც. მეორე: ვენჩურული დაფინანსების წარმატება კომპანიისთვის დიდად განისაზღვრება მისი შემდგომი დამოუკიდებელი განვითარების პერიოდში. ამგვარად, მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიის მთლიანი სასიცოცხლო ციკლის წარმოდგენა შემდეგნაირად არის შესაძლებელი:

I.წინასაინვესტიციო პერიოდი. ამ პერიოდში განასხვავებენ შემდეგ სტადიებსა და ფაზებს:

1.ვენჩურული კაპიტალისტების მიერ ინვესტიციების განხორციელების მიზნით კომპანიების, ხოლო მეწარმეების (მომავალი კომპანიის ინიციატორების) მიერ - პოტენციური ინვესტორების ძიება და შერჩევა. აღნიშნულ სტადიაზე გამოყოფენ სამ ფაზას:

- 1) კომპანიების ძიება ვენჩურული ინვესტირების მიზნით (search);
- 2) უკვე ნაპოვნი კომპანიებიდან შესაფერისი კომპანიების შერჩევა (screening);
- 3) იმ კომპანიებთან სერიოზული და ხანგრძლივი სამუშაოს დაწყება, რომლებიც საინტერესოდ მოეჩვენა მოცემულ ინვესტორს (deal flow).

აღნიშნულ სტადიაზე ხდება კომპანიის შესახებ ინფორმაციის მოგროვება, რომლის ძირითად წყაროებს საქართველოში წარმოადგენს პრესა, გამოფენები, სპეციალიზებული ასოციაციები, ბიზნესის მხარდამჭერი ქართული და უცხოური კომპანიების მიერ გამოშვებული ბიულეტენები და ბროშურები, ვენჩურული

ფონდების და კომპანიების მენეჯერების პირადი კონტაქტები. აღნიშნული ფაზის შედეგად უნდა იქცეს დასაბუთებული დასკვნა იმის შესახებ, თუ რამდენად ძალუმს მოცემულ კომპანიას სწრაფი განვითარება და დაბანდებულ კაპიტალზე საშუალოზე მაღალი დონის უკუგების უზრუნველყოფა, ანდა გადაწყვეტილების მიღება პოტენციურ ბიზნეს პარტნიორებთან მოლაპარაკებების დაწყების მიზანშეწონილობის თაობაზე;

2. შეგროვებული მონაცემების ყოველგვარი ზედმიწევნით და მიზანმიმართულად შესწავლის გარეშე მეწარმესთან პირველი რეალური კონტაქტების დამყარების სტადია (due diligence). ეს წინასაინვესტიციო პერიოდის ყველაზე ხანგრძლივი სტადიაა, რომელიც ზოგჯერ ერთ წელზე მეტი ხნის განმავლობაში მიმდინარეობს. აღნიშნულ ეტაპზე უნდა მოხდეს საერთო საქმიანობის შესაძლო ასპექტების ანალიზი (მეურნეობის საერთო მართვაში პარტნიორების მოვალეობები, „გასვლის“ შემთხვევაში ქონების გაყოფის პირობები, ინვესტიციების რაოდენობა და ტრანშების განრიგი, საწარმოს მენეჯერების გუნდი, პროექტის რეალიზების სტრატეგია და ა.შ.). მსგავსი ანალიზის შედეგების მიხედვით, იმ შემთხვევაში თუ მიიღება დადებითი გადაწყვეტილება, ხდება საინვესტიციო მემორანდუმის ხელმოწერა, რომელშიც ჯამდება ყველა დასკვნა და ხდება საინვესტიციო კომიტეტისთვის წინადადების ფორმულირება, რომელიც იღებს საბოლოო გადაწყვეტილებას. გარიგება მეწარმესა და ვენჩურულ კაპიტალისტს შორის ფორმდება შემდეგი სტანდარტული, ნოტარიუსით დამოწმებული, საბუთებით: აქციონერთა შორის შეთანხმებით - საწესდებო ხელშეკრულება, კომპანიის წესდებით, გადამოწმებული ინფორმაციის გამხელის ვალდებულებით, გაშლილი ბიზნეს გეგმით.

II.საინვესტიციო პერიოდი. ამ პერიოდში ხდება ინვესტიციების პირველი ტრანშის მიღება, კომპანიის ორგანიზების პირველადი ეტაპები, პროტოტიპის ან მოქმედი მოდელის შემუშავება, მარკეტინგული ღონისძიებების ჩატარება, პროდუქციის პირველი საცდელი პარტიის გამოშვება, წარმოების გაზრდა და ბაზრის გარკვეული სეგმენტის დაკავება, პროდუქციის რეკლამირება მომხმარებლების მოზიდვის და

მოთხოვნის გაზრდის მიზნით, *ინვესტირებიდან გასვლისთვის მომზადება, მენეჯმენტთან და ინვესტორთან ერთად ინვესტირებიდან გასვლის ერთობლივი ყველაზე მომგებიანი ვარიანტის შერჩევა*, ინვესტირებიდან გასვლის არჩეული გზის რეალიზება, ინვესტორის მიერ კომპანიაში დაბანდებული სახსრების და მოგების მიღება, ხოლო მენეჯმენტის მიერ კომპანიის შემდგომი განვითარების ან მისი მოდერნიზაციის განხორციელების შესაძლებლობის მიღება.

III.პოსტ-საინვესტიციო პერიოდი. მის დამახასიათებელ თავისებურებას წარმოადგენს ინვესტორისთვის კომპანიაში დაბანდებული სახსრების დაბრუნება და მისი ახალი მფლობელების გამოჩენა. მოცემული პერიოდი ინვესტორისთვის და მეწარმისთვის შეიძლება სხვადასხვაგვარად ვითარდებოდეს, კერძოდ:

მეწარმისთვის:

- 1) კომპანიის დამოუკიდებელი განვითარების ან შერწყმის შემთხვევაში, მისი გარკვეული რესტრუქტურიზაცია უფრო მსხვილი კომპანიის შემადგენლობაში;
- 2) ახალი კომპანიის შექმნა პროფილის ნაწილობრივი ცვლილებით;
- 3) მზადება ახალი კომპანიის ფორმირების დაწყებისთვის ბიზნესის მონათესავე სფეროში;

წინაინვესტორისთვის:

- 1) კომპანიაში დაბანდებული და დაბრუნებული ვენჩურული კაპიტალის ნაწილის და მოგების განთავსება ვენჩურული ფონდების ან არაფორმალური ვენჩურული სინდიკატების ანგარიშებზე;
- 2) ინვესტიციების სინდიცირებაში მონაწილეობის მიღება უფრო მსხვილი პროექტების დაფინანსების მიზნით;
- 3) დამოუკიდებელი ინვესტირება ახალ კომპანიებში.

უცხოელი და ეროვნული ავტორების უმრავლესობა [34, 35, 36] გამოყოფენ ვენჩურული დაფინანსების შემდეგ შვიდ სტადიას, რომლებიც შეესაბამება კომპანიის

განვითარების ეტაპებს და განსაზღვრავენ ვენჩურული პროექტის განხორციელების ხანგრძლივობას: ჩანასახის სტადია (seed-თესლი), სასტარტო სტადია (start-up), პირველი ადრეული სტადია (early), მეორე ადრეული სტადია (early expansion), გაფართოების სტადია (expansion), კომპანიის გამოსყიდვის სტადია მისი მენეჯერების (ან მესამე პირების) მიერ (MBO/MBI), „მეზონინური“ ინვესტირება (mezzanine).

მიუხედავად იმისა, რომ გამოყოფენ ვენჩურული კაპიტალის ინვესტირების შვიდ სტადიას, კომპანიების მხოლოდ მცირე რიცხვს ესაჭიროება გარე დაფინანსება თითოეულ სტადიაზე. მეტიც, მცირეა იმ ინვესტორების რიცხვი, რომლებსაც შეუძლიათ კომპანიის უზრუნველყოფა ყველა სტადიაზე. ვენჩურული დაფინანსების ხშირ შემთხვევაში განსხვავება სტადიებს შორის საკმაოდ პირობითია. ამასთან, ინვესტიციების მიმღებ მხოლოდ რამდენიმე კომპანიას შეუძლია მიაღწიოს ღია აქციონირების ეტაპს საკუთარი სრული სიმწიფის მომენტამდე და ვენჩურული პროექტის დასრულებამდე.

ვენჩურული კაპიტალის ინვესტირების სხვადასხვა სტადიის დეტალური შედარებითი ანალიზი, რომელიც ჩატარდა უცხოური და ეროვნული კომპანიების ფაქტიური მონაცემების საფუძველზე, წარმოდგენილია **დანართში 2**. მოკლედ შევხვით ვენჩურული ინვესტირების სტადიების შედარებითი ანალიზის ძირითად შედეგებს:

ჩანასახის სტადია (seed - თესლი, წარმონაქმნი). აღნიშნული სტადია ხასიათდება ახალი ტექნოლოგიის ან პროდუქტის იდეის წარმოშობით. პირველადი დამუშავება, როგორც წესი, ხორციელდება პირადი სახსრების და ე. წ. „სასიყვარულო ფულის“ (ოჯახის, მეგობრების, დაქალების და ა.შ. ფული) ხარჯზე. ორგანიზაციული გაფორმება თითქმის არ არსებობს, და კრახის ალბათობა ძალიან მაღალია - 90%-ზე მეტი. კომპანიას გააჩნია პერსპექტიული იდეა, პროდუქციის ცალკეული ნიმუშები, მაგრამ არ გააჩნია საბაზრო გამოცდილება და გაყიდვები. ამიტომ ვენჩურული კაპიტალისტების უმრავლესობა ხალისის გარეშე მიდიან საწარმოს განვითარების ამ ეტაპის დაფინანსებაზე. ეს ეტაპი, საშუალოდ მოიცავს ერთიდან ორ წლამდე ვადას.

სასტარტო სტადია (start-up) - თავისთავად კომპანიის დაბადება - ინოვაციური პროექტის ორგანიზაციული გაფორმება, რომელიც საჭიროებს დანახარჯებს პერსონალზე, საცდელი ნიმუშის წარმოებაზე, ბაზრის დაწყებით ტესტირებაზე. ამ სტადიაზე „სასიყვარულო ფული“, როგორც წესი, არ არის საკმარისი და ყველაზე მწვავე პრობლემად გვევლინება ახალი ინვესტიციების ძიება. ამ ეტაპზე იზრდება მარკეტინგის დანახარჯები, ხშირად თავს იჩენს პროფესიონალი მმართველების დაქირავების საჭიროება. კომპანიის განვითარების ამ ეტაპისთვის საშუალოდ გამოყოფენ 5 წელს, რომელთა განმავლობაში კომპანია ან დაადასტურებს თავის უფლებას არსებობაზე, ან წყვეტს საქმიანობას. ამ პერიოდს ვენჩურული ბიზნესმენები კიდევ უწოდებენ „სიკვდილის მდელს“ (death valley), რადგან სტატისტიკის მიხედვით, ფორმირებადი კომპანიების 70-80% განწირულია. ამიტომაც ვენჩურული ფონდები start-up კომპანიების მიმართ იჩენენ მწირ ინტერესს და ყველაზე სავარაუდო ინვესტორები ხდებიან „ბიზნეს-ანგელოზები“, შეძლებული ინდივიდები, რომლებმაც დაიჯერეს პროექტის წარმატება და აბანდებენ მასში საკუთარ სახსრებს (საკმაოდ ხშირად წარსულში, ისინი თვითონ იყვნენ მცირე ვენჩურული კომპანიების შემქმნელები, რომლებმაც მიაღწიეს წარმატებას). დასავლურ პრესაში „ბიზნეს-ანგელოზებს“ ზოგჯერ უწოდებენ „სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის გადამრჩენებს“. ამ განსაზღვრებაში ირონიის გარდა იგრძნობა საკმაოდ დიდი პატივისცემაც, რადგან „ანგელოზები“ რისკავენ ყველაზე საპასუხისმგებლო სტადიაზე.

პირველი ადრეული სტადია (early) დგება იმ შემთხვევაში, თუ პროტოტიპების გამოცდებმა და ბაზარზე პროდუქციის საცდელი პარტიის ტესტირებამ საკმაოდ წარმატებით ჩაიარა. მცირე კომპანია ჯერ არ იღებს მნიშვნელოვანი მოგების არანაირ სახეს, მაგრამ მისი ეკონომიკური მომავალი უკვე იწვევს ნაკლებ ეჭვებს. ეს არის ვენჩურული ფონდების ჩართვის მომენტი, სწორედ ამ სტადიაზე ახორციელებენ ისინი უმსხვილესი სახსრების დაბანდებას მსოფლიოს ინოვაციურ ბიზნესში (ათობით მილიარდი დოლარისა მხოლოდ აშშ-ში). ამ სტადიის შემდგომ,

ვენჩურული სტატისტიკის თანახმად, ათი ვენჩურული კომპანიიდან ორი ხდება „ვარსკვლავი“ და უზრუნველყოფს მოსალოდნელზე უფრო მაღალ რენტაბელობას, ორი კოტრდება და კიდევ ექვსი აღწევს განვითარების საშუალო დონეს, არ მოაქვს არც დანაკარგები და არც არსებითი მოგება. ზოგადად მოცემული სტადია გრძელდება 1-3 წლამდე. ვენჩურული ინვესტირების აღნიშნულ სტადიაზე რისკის დონე განისაზღვრება შემდეგი ფაქტორებით:

- პერსონალის კვალიფიკაცია და მენეჯერების პროფესიონალიზმი;
- უფრო მსხვილი კონკურენტის ყურადღების მიპყრობის შესაძლებლობა;
- საქონლის სწრაფი დამკველზე, მიუხედავად იმისა, სარგებლობს იგი მოთხოვნით თუ არა.

მეორე ადრეული სტადია (early expansion). ინვესტირების ამ სტადიაზე პირველად ვენჩურულ კაპიტალისტებს შეუძლიათ შეამცირონ თავისი მონაწილეობა მოცემულ ბიზნესში და გადაიტანონ კაპიტალის ნაწილი სხვა დარგში რისკის დივერსიფიცირების მიზნით. თუმცა ნებისმიერ შემთხვევაში ინვესტიციები მიმდებარე ფირმას ესაჭიროება შემდგომი დაფინანსება. ინვესტირების მეორე სტადიის აუცილებლობის ტიპიურ მიზეზებს წარმოადგენენ:

- ფულადი სახსრების ნამატი ხარჯვა, რომელიც მოხდა ახალი საქონლის შემუშავებისას;
- ახალი საქონლის წარუმატებელი რეალიზება;
- შემუშავებული საქონლის ბაზარზე ახლად პოზიციონირების საჭიროება;
- საქონლის დახვეწის საჭიროება საცდელი გაყიდვების პროცესში ამოჩენილი ნაკლოვანებების გამო;
- წარმოების დიდი მოცულობისთვის მომზადების საჭიროება პროგნოზირებული მოთხოვნის აღმატების შემთხვევაში.

ძირითადად ვენჩურული კაპიტალისტები ახორციელებენ ინვესტირების მეორე და შემდგომ რაუნდებს იმ წინაპირობით, რომ დამატებითი ინვესტირების ვალდებულებები გამოიწვევენ საგრძნობ გაზომვად სარგებელს ახლო მომავალში. ან

ეტაპზე კომპანიაში რამდენიმე ვენჩურული კაპიტალისტის მიერ გაერთიანებული (სინდიცირებული) ინვესტირების შემთხვევაში, ისინი ძალიან ზედმიწევნით განიხილავენ შემდგომ მზადყოფნას და მათ მიერ ფულადი სახსრების დაბანდების შესაძლებლობებს.

გაფართოების სტადია (expansion). მცირე ვენჩურული კომპანიისთვის, რომელმაც შეძლო წარმატებით დაეღახა განვითარების წინა სტადიები, დამახასიათებელია წლიური გაყიდვების მაღალი მოცულობა, ასევე საწარმოო სიმძლავრეების გაფართოების, მარკეტინგზე დახარჯული მიმდინარე სახსრების და გაყიდვების მოცულობის მატების საჭიროების ზრდა, ახალი მანქანა-დანადგარების შეძენის, მუშაობაში დამატებითი პერსონალის ჩართვის, ახალი პროდუქციის შემუშავები საჭიროება. გაფართოების ეტაპი, რომელიც გრძელდება 2-დან 4 წლამდე, შედგება რიგი შემდეგი თანმიმდევრული ფაზისგან:

- კომერციული პროდუქციის მზარდი მოცულობის წარმოებისთვის შესაბამისი პირობების შექმნის ფაზები;
- კონკურენტუნარიანი პროდუქციის მზარდი მოცულობის წარმოების ფაზები;
- გამოშვებული პროდუქციის გაზრდილი მოსულობის წარმატებული რეალიზაციის ფაზები, რასაც მოგება მოაქვს კომპანიისთვის.

ამ სტადიაზე მცირე ვენჩურულ კომპანიას უკვე შეუძლია კი არ ეძებოს ინვესტორები, არამედ არჩიოს ისინი - დიდ კორპორაციებს სურთ მისი ყიდვა, ბანკები მზად არიან მისცენ კრედიტები. ვენჩურული თვალსაზრისით ეს პერიოდი არის მოსამზადებელი პერიოდი ვენჩურული ფინანსისტების გასვლისთვის შემდგარი ახალი ბიზნესიდან.

ფირმის გამოსყიდვის სტადია მისი მენეჯერების მიერ (Management Buy-in/Management Buy-out, MBI/MBO). ამ შემთხვევაში ხდება ინვესტიციების მიმღები კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის შეძენა მენეჯერების მიერ ფინანსური თავმდებების ჯგუფის დახმარებით ამ კომპანიის კაპიტალის სამომავლო ნამატის იმედით. მსგავსი გარიგებების უმრავლესო ხორციელდება ვენჩურული

კაპიტალისტების ფულით. ამასთან ინვესტიციები მიმდები კომპანიის მენეჯერები განათავსებენ მცირე ფინანსურ სახსრებს არაპროპორციულად დიდ აქციების წილში. ამ სტადიაზე ვენჩურული კაპიტალი აუცილებელია ვენჩურული პროექტის განმახორციელებელი კომპანიის (ან ამ კომპანიის ნაწილის) ყიდვისთვის მისი არსებული მფლობელებისგან არსებულ მენეჯერთა (დაქირავებული თანამშრომელთა) გუნდის მიერ. მაშინ როდესაც გამყიდველი აქციონერი შეიძლება იყოს ან არ იყოს ჩართული კომპანიის მმართველობაში, მისი მყიდველი მენეჯერები აქტიურად მონაწილეობენ ყოველდღიურ მართვაში და შედეგად იქცევიან მმართველ-მფლობელებად. ყოველი შემთხვევისთვის კომპანიის გამოსყიდვა მისი მენეჯერების მიერ ხორციელდება შემდეგი მიზეზების გამო:

- სხვაობა მენეჯერებისა და კომპანიის მესაკუთრეების ინტერესებს შორის;
- მესაკუთრე აქციონერის პენსიაზე გასვლა;
- პრობლემები ინვესტიციის მიმდები კომპანიის შიგნით;
- როგორც თავდაცვითი სტრატეგია სხვა კომპანიის მიერ შთანთქმის საშიშროების წინაშე.

ამავდროულად კომპანიის გამოსყიდვის განსახორციელებლად მესამე პირების მიერ აუცილებელია შემდეგი პირობების არსებობა:

- მყიდველი მესამე პირების გუნდის არსებობა, რომელსაც ახასიათებთ საკმარისი კვალიფიკაცია და სასურველია იმავე სამრეწველო დარგში მოღვაწე მიზნობრივი კომპანიის წარმატებული მართვის გამოცდილება;
- კომპანიის საკუთარი მენეჯერების გუნდის არსებობა, რომლებსაც სურთ კომპანიაში დარჩენა მესამე პირების გუნდთან სამუშაოდ გარდამავალ პერიოდში;
- ინვესტორის (ვენჩურული კაპიტალისტის) არსებობა, რომელსაც შეუძლია მენეჯერების კარგი გუნდის პოვნა და კომპანიის მესამე პირების მიერ გამოსყიდვასთან დაკავშირებული უფრო მაღალი რისკის თავის თავზე აღება;

- ინვესტიციების მიმღები ფირმის არსებობა, რომელიც არასაკმარისად წარმატებულია მისი უუნარო მმართველობის გამო, რომლის მენეჯერები და აქციონერები გეგმავენ მის გაყიდვას.

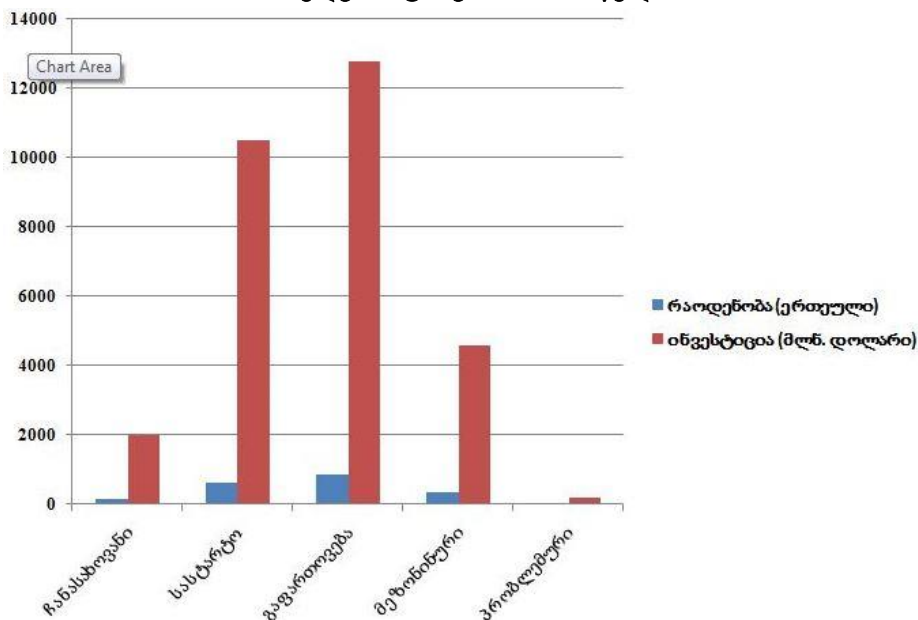
„მეზონინური“ დაფინანსება (mezzanine) წარმოადგენს ვენჩურული დაფინანსების დასკვნით სტადიას ამ კომპანიის მიერ თავისი აქციების საზოგადო (ღია) ემისიამდე საფონდო ბირჟაზე. დაფინანსების ეს ფორმა თავისი შინაარსით ძალიან ახლოს დგას ტრადიციულ საბანკო სესხთან. უფრო დაბალი შემოსავლიანობის და ინვესტირების უფრო მოკლე ვადის შეთავაზებით, ვიდრე ფულადი სახსრების ვენჩურული დაბანდების სხვა სტადიები, „მეზონინური“ ინვესტირება წარმოადგენს სააქციონერო და სასესხო კაპიტალის კომბინაციას. აქედან გამომდინარე იგი ნაკლებად პოპულარულია, ვიდრე მაგალითად კომპანიის ყიდვა მისი მენეჯერების მიერ.

ბევრ ქვეყანაში ვენჩურული კაპიტალისტები კომპანიის განვითარების დამოუკიდებლობის გარდა (ან მის სანაცვლოდ) აუცილებლად მიიჩნევენ ძირითად შვიდ სტადიას: ჩანასახოვანი, სასტარტო, გაფართოებული, მეზონინური დაფინანსება, და ასევე პრობლემური დაფინანსების სტადია. თუმცა ამ სტადიათა უმრავლესობა წარმოადგენს შვიდი ძირითადი სტადიის ნაწილს ან ფაზას. ვენჩურული კაპიტალისტების უმრავლესობა, როგორც გვიჩვენა კვლევამ, უპირატესობას ანიჭებს კაპიტალის დაბანდებას კომპანიებში, რომლებიც იმყოფებიან გაფართოების სტადიაზე, რადგან აღნიშნულ სტადიაზე ინვესტიციების დაკარგვის რისკი საგრძნობლად მცირეა ვიდრე, მაგალითად, ჩანასახოვან სტადიაზე და ასევე საგრძნობლად მცირდება ინვესტიციების ამოსყიდვის პერიოდი.

არსებობს საგრძნობი კორელაცია კომპანიაში მისი განვითარების სტადიის მიხედვით დაბანდებული კაპიტალის მოცულობასა და დაფინანსებული კომპანიების რიცხვს შორის. განვიხილოთ სტარტაპების რაოდენობითა და მათში ინვესტირებული თანხების მოცულობით ერთერთი მნიშვნელოვანი ქვეყანა - ტაივანი. კომპანიების რიცხვმა, რომლებიც იმყოფებიან განვითარების სტადიაზე, შედგინა 2015 წელს ტაივანში შეადგინა დაფინანსებული კომპანიების საერთო რიცხვის 46% (სულ 1850

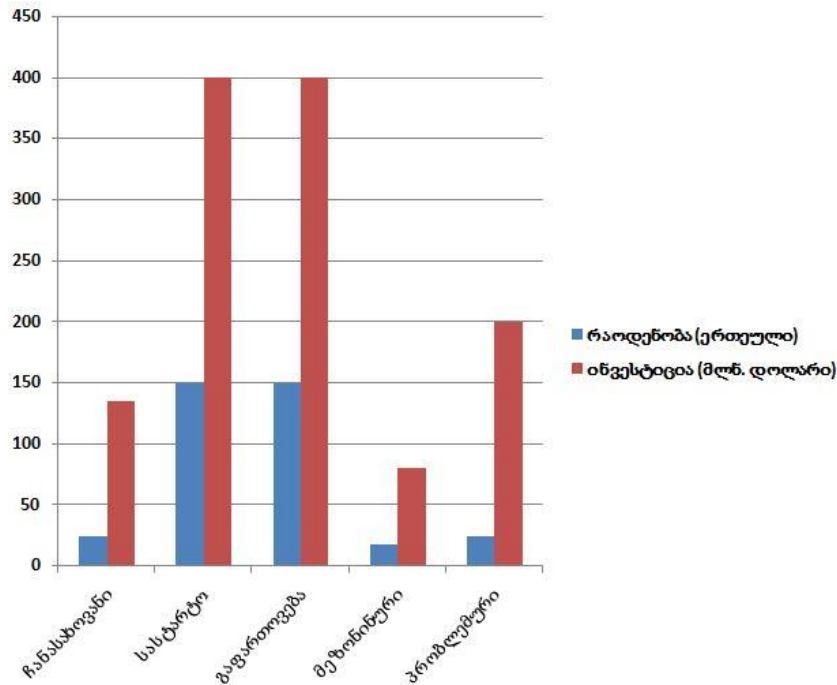
კომპანია). აღნიშნული მაჩვენებელი თავისი მნიშვნელობით უახლოვდება განვითარების სტადიაზე არსებულ კომპანიებში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალის ხვედრით წილს (42% ან 12972 მლნ. დოლარი) ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის (30803 მლნ. დოლარი) ჯამურ მოცულობაში 2015 წელს ტაივანში. სასტარტო სტადიაზე დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობამ ტაივანში 2015 წელს შეადგინა 562 ერთეული ან ყველა დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობის 30%. ეს ასევე კორელაციაშია ამ კომპანიებში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობასთან (33% ან 10110 მლრდ. დოლარი).

დიაგრამა 3. დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობის და მათში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის გადანაწილება კომპანიის განვითარების სტადიების მიხედვით ტაივანში 2015 წელს



დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობის დამოკიდებულება მათში ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობაზე განვითარების სტადიების მიხედვით გრაფიკულად არის მოყვანილი დიაგრამაზე. დამოკიდებულება თვალსაჩინოა არა მხოლოდ ტაივანის ვენჩურულ დაფინანსებაში, არამედ სხვა ქვეყნებშიც. დიაგრამაზე ასახულია მსგავსი კორელაცია ავსტრალიის ვენჩურული დაფინანსების სისტემაში.

დიაგრამა 4. დაფინანსებული კომპანიების რაოდენობის და მათში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის გადანაწილება კომპანიის განვითარების სტადიების მიხედვით ავსტრალიაში 2015 წელს



წყარო: [116]

ამდენად, ვენჩურული კაპიტალის ინვესტირების სტადიების განხილვის შეჯამებისას, აუცილებელია აღინიშნოს, რომ არსებობს დადებითი კორელაციური კავშირი ინვესტიციების მიმღები კომპანიის განვითარების ეტაპსა და ინვესტირებული კაპიტალის საერთო (ან საშუალო) ჯამს შორის, და ასევე განვითარების ეტაპის მიხედვით კომპანიაში დაბანდებული კაპიტალის მოცულობასა და დაფინანსებული კომპანიებს რაოდენობას შორის.

თავი II. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების თავისებურებანი

2.1. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის არსებული მოდელების საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში (შედარებითი ანალიზი)

მსოფლიო საზოგადოებრიობის განუწყვეტელი ევოლუცია გულისხმობს თანმიმდევრულ, რბილ გადასვლას ეკონომიკის ერთი ტიპიდან მეორეზე. როგორც უკვე აღვნიშნეთ პირველ თავში, თანამედროვე მსოფლიო საზოგადოებრიობის ძირითადი ტენდენცია ნედლეულისა და ინდუსტრიული ეკონომიკიდან ინოვაციურზე გადასვლაა. მსგავსი სიტუაცია შესაძლებელი გახდა სამეცნიერო-ტექნოლოგიური გარღვევის შედეგად, რომელიც მოხდა მეოცე საუკუნეში. ეს საუკუნე იქცა ლიდერად სიახლეების, გამოგონებებისა და ახალი ტექნოლოგიების მოცულობით. სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის პირობებში ჩნდება სწრაფვა დიდი კაპიტალების მოზიდვისა და ყველა არსებული რესურსის მობილიზაციისკენ. ეს იწვევს წარმოების, ბანკების კონცენტრაციას და მათი კაპიტალების გაერთიანებას მსხვილი ფინანსური ნაკადის ფორმირების მიზნით, რომლის მიმართვა მოხდება საქმიანობის ინტენსიურად განვითარებად დარგზე. კაპიტალი ფხიზლად რეაგირებს სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის ტემპებზე, ამასთან შეფერხება მეცნიერებაში იწვევს კრიზისულ მოვლენებს საფინანსო დარგში, ხოლო მეცნიერების და ტექნიკის სწრაფი განვითარება ბიძგს აძლევს ფინანსების მობილიზაციისა და გადანაწილებას. ამ პერიოდის დამახასიათებელ თვისებას წარმოადგენს დაფინანსების კარგად ორგანიზებული ეფექტური სისტემის ფორმირება, კაპიტალის ახალი ბაზრების გამოჩენა.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განხილვა ჩვენთვის საინტერესო გახდა „ბაზრების აღმოჩენის“ თეორიის კუთხით, რომელიც შემუშავებულ იქნა ამერიკელი ეკონომისტის მარკ ფაბერის (Mark Faber) მიერ [37,17]. მისი თეორიის თანახმად, თითოეული „გამოჩენილი კაპიტალის ბაზარი“ ციკლურად ვითარდება და თითოეულ ციკლში გადის 6 ძირითად ფაზას:

ფაზა 1 - ზრდის დასაწყისის სტადია. ამ სტადიისთვის დამახასიათებელია ეკონომიკური ზრდა, ბაზარზე შიდა ინვესტორების დომინანტური როლი, ეკონომიკურ პოლიტიკაში მასშტაბული ცვლილებები. ბაზარი არა საკმარისად არის შეფასებული და იწყებს სწრაფ ზრდას.

ფაზა 2 და 3 - ბაზრის სწრაფი ზრდის ფაზები. ამ ფაზებისთვის დამახასიათებელია - ეკონომიკის სწრაფი ზრდა, ბაზარზე უცხოელი ინვესტორების მასიური შემოჭრა. ამ ფაზების დროს, ფაბერის მიხედვით, ინვესტორები უშვებენ „ოპტიმიზმის შეცდომას“, ვარაუდით იმისა, რომ ბაზრის ზრდა პრაქტიკულად უსასრულოებამდე გაგრძელდება. „ოპტიმიზმის შეცდომაში“ ფაბერი გულისხმობს ინვესტორების დარწმუნებულობას ბაზრის თავისი სექტორის სამომავლო განვითარებაში, ხოლო სხვა ბაზრები განიცდიან მათ ნაკლებობას, რაც მეტყველებს კაპიტალდაბანდებების შესაძლებლობების არასაკმარისად კარგ შეფასებაზე. ეკონომიკის ერთი სექტორის შესაძლებლობების გადაფასება ავტომატურად ქმნის მეორე სექტორის არასაკმარის შეფასებას [38,48]. ბაზარს, რომელზეც ინვესტორები უშვებენ „ოპტიმიზმის შეცდომას“, ფაბერი უწოდებს „ბუშტს“, რომელიც ახლო მომავალში „გასკდება“. ამგვარად, მე-3 ფაზის შუა ეტაპისთვის ამ შეცდომის ხარჯზე და საპორტფელო ინვესტორების ფულის მასიური ნაკადების ხარჯზე, ბაზარი იქცევა გადაფასებულად. ხდება ბაზრის გარდატეხა, რომელსაც მოყვება გრძელვადიანი დაღმავლობა.

ფაზები 4 და 5 - დაღმავლობის სტადიები. საკუთარი შესაძლებლობების და ბაზრის შესაძლებლობების გადაფასება იწვევს იმას, რომ „ბაზარი-ბუშტი სკდება“. ინვესტორების იწყებენ საკუთარი კაპიტალის გადატანას ეკონომიკის სხვა სფეროებში მიუხედავად იმისა, რომ მოკლევადიანი აღმავლობა მე-4 ფაზაში ჯერ კიდევ შესაძლებელია, მაგრამ მე-5 ფაზაში ხდება საბოლოო დაცემა, რომელსაც თან სდევს კორპორაციების მოგების კლება.

ფაზა 6 - დასკვნითი და ციკლის ყველაზე დაბალი ფაზე, რომლის დროსაც ინვესტორები უშვებენ „პესიმიზმის შეცდომას“ - ბაზრის პოტენციალის არასაკმარის შეფასებას.

მარკ ფაბერი თავის თეორიას თან ურთავს სამხრეთ-აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნების კაპიტალის ბაზრების - კლასიკური „აღმოჩენილი ბაზრების“ - განვითარების მაგალითების ფართო არჩევანს. იგი აღნიშნავს, რომ 1993 წლის ბოლოს პრაქტიკულად ყველა ეს ბაზარი (ჩინეთის და ვიეტნამის გამოკლებით) იმყოფებოდა მე-3 და მე-4 ფაზებში. 80-ანი წლების მეორე ნახევარში უცხოელი ინვესტორების მიერ დაშვებული „ოპტიმიზმის შეცდომის“ შედეგად მოხდა ის, რომ რამდენიმე წლის განმავლობაში უცხოური საპორტფელო ინვესტიციების ნაკადის ხარჯზე ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იზრდებოდა უფრო სწრაფად, ვიდრე კომპანიების რეალური აქტივები. ამან, თავის მხრივ, გამოიწვია ის, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გადაფასებულ იქნა. 1997 წელს სამხრეთ-აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნების კაპიტალის ბაზრებზე განვითარებული კრიზისი, რომელსაც თან სდევდა ფასიანი ქაღალდები კურსის დაცემა, კიდევ ერთხელ ამტკიცებს ფაბერის ციკლების თეორიის მართებულობას.

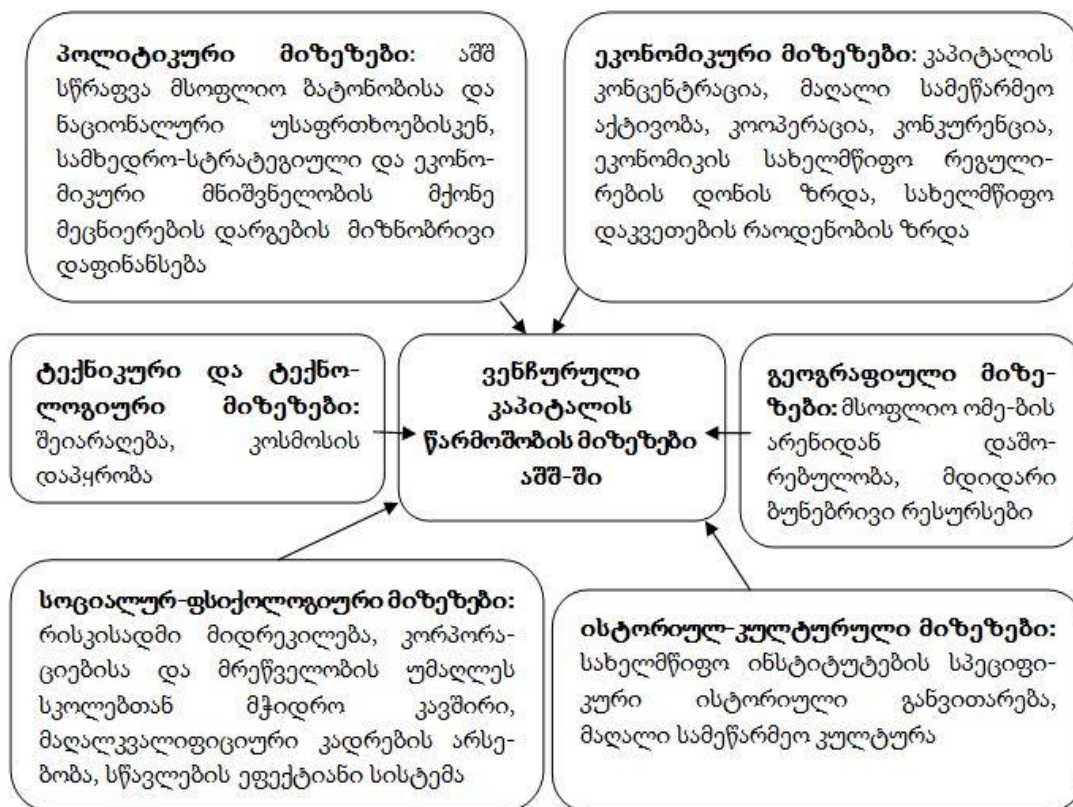
ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი შეგვიძლია მივაკუთვნოთ „აღმოჩენილი ბაზრების“ რიცხვს რამდენიმე მიზეზის გამო. პირველ რიგში, ვენჩურული კაპიტალი წარმოიქმნა შედარებით ახლახან: აშშ-ში 1940-ან წლებში, დასავლეთ ევროპის ქვეყნებში ხდება მისი, როგორც დაფინანსების ალტერნატიული წყაროს გაფორმება 1970-ან წლებში, აზიის (კორეა, ტაივანი, სინგაპური,) აფრიკის(კენია, განა), და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში, ავსტრალიასა და ინდოეთში 1980-ანი წლების დასასრულ, ხოლო 1990-ან წლებში პოსტსაბჭოეთის ზოგიერთ ქვეყანაში (საქართველო, უკრაინა და ბალტიისპირეთის ქვეყნები). მეორე, ვენჩურული კაპიტალის მსოფლიო ბაზრის დინამიკა მეტყველებს ინვესტორების ინტერესის ზრდას დაფინანსების აღნიშნული ტიპის მიმართ, ვენჩურული დაფინანსების სახელმწიფო და რეგიონული განვითარების პროგრამების რაოდენობის მატების მიმართ. ვენჩურული კაპიტალის მსოფლიო ბაზარი - ეს არის სხვადასხვა სახელმწიფოების ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრების ერთობლიობა, რომლებიც გაერთიანებულია ეკონომიკური კავშირებით, ეს არის ვენჩურული

კაპიტალის ბაზრის ხარისხობრივად ახალი დონე. ამერიკის, დიდი ბრიტანეთის, ავსტრალიის, ტაივანის, ახალი ზელანდიის და სხვა ქვეყნების ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრების დინამიკის ანალიზის შედეგად ჩვენ მივედით დასკვნამდე, რომ აღნიშნული „აღმოჩენილი“ ბაზრები იმყოფებიან განვითარების სხვადასხვა დონეზე (1-დან მე-4-მდე).

სხვადასხვა ქვეყნების ვენჩურული კაპიტალის „აღმოჩენილი“ ბაზრების განსხვავდებიან ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობის, დაფინანსების სტადიების, ინვესტორების ტიპების, ბაზრის რეგულირებაში სახელმწიფო როლის და სხვა პარამეტრების მიხედვით. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ანალიზის დროს ასევე აუცილებელია გავითვალისწინოთ თითოეული ქვეყნის სპეციფიური სამეურნეო-ეკონომიკური და სოციალურ-ფსიქოლოგიური პირობები, ასევე ტერმინების და ცნებების რიგის გაგებაში არსებული განსხვავებები.

ამასთან დაკავშირებით საინტერესო იქნებოდა ფაბერის განვითარების თეორიის მიხედვით ვენჩურული კაპიტალის რამდენიმე ეროვნული ბაზრის განვითარების განხილვა. ჩვენი თვალსაზრისით, ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი შეიქმნა და ყველა დიდი განვითარება ჰპოვა შეერთებულ შტატებში ისტორიული, გეოგრაფიული, სოციალურ-ფსიქოლოგიური და სხვა მიზეზების გამო (ნახაზი). შეგვიძლია აღვნიშნოთ, რომ მეორე მსოფლიო ომამდე აშშ-ში ჩამოყალიბდა კვლევითი სისტემა, რომელიც უფრო მიზანმიმართული იყო სამეცნიერო ცოდნის გავრცელებაზე მზარდი მრეწველობის მოთხოვნების შესაბამისად, ვიდრე შემეცნებითი საზღვრების ათვისებაზე. სახელმწიფო ლაბორატორიების და ინსტიტუტების ქსელის მნიშვნელოვანი გაფართოება, სახელმწიფო დაფინანსების წილის გაზრდა და სახელმწიფო დარეგულირების ფუნქციის გაძლიერება მეცნიერების დარგში იქცა მძლავრ ბიძგად მე-20 საუკუნის ნახევარში ეროვნული

ნახაზი 1. ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის მიზეზები აშშ-ში



ინოვაციური სისტემების ევოლუციისთვის. ეს ტენდენციები შეგვიძლია დავყოთ ვენჩურული კაპიტალი ამერიკული ბაზრის ფორმირების და განვითარების შემდეგ ეტაპებად:

პირველი ეტაპი, ანუ ჩანასახი (1946 წელი - 1970 წლების დასასრული). მას უწოდებენ კლასიკურ ეპოქას. მნიშვნელოვანი კაპიტალის და ქვეყნის მაღალი სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალის არსებობამ განაპირობა მცირე სამეცნიერო საწარმოების დიდი რაოდენობით წარმოქმნა ომის შემდგომ წლებში და, შედეგად, მათი დაფინანსების ვენჩურული ფორმების გამოჩენა. 1946 წელს აშშ-ში დაფუძნდა პირველი პირდაპირი ინვესტიციების ფონდი «**American Research and Development**» (ARD), რომლის სპეციალიზაციის დარგს წარმოადგენდა ახალგაზრდა მაღალი რისკის მქონე კომპანიების დაფინანსება. საბოლოოდ ვენჩურული კაპიტალი, როგორც კერძო ბიზნესის დაფინანსების ალტერნატიული წყარო, აშშ-ში 1950-ანი წლების შუა ეტაპზე დამკვიდრდა. პირველი ვენჩურული კაპიტალისტების რიგებში

შეგვიძლია დავასახელოთ არტურ როკი, ფრანკლინ პიტჩ ჯონსონი, ფრედ ადლერი და სხვები. 1950-ანი წლების მიწურულს აშშ-ს მთავრობამ ჩაატარა რიგი საკანონმდებლო ცვლილებებისა ინოვაციური საწარმოების წარმოქმნის პროცესის სტიმულირების მიზნით (მაგალითად, 1958 წლის **SBIC (Small Business Investment Company) Act**). ვენჩურული ინვესტორების რაოდენობა და მათი საწყისი საინვესტიციო ვალდებულებები ამ ეტაპზე იყო უმნიშვნელო - ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი არასაკმარისად შეფასდა ინვესტორების მიერ. ბაზარზე ქარბობდნენ ადგილობრივი ინვესტორები. არსებობს საინვესტიციო შეზღუდვები საპენსიო ფონდებისთვის - მათთვის აკრძალულია აქტივების დაბანდება მაღალი რისკის მქონე კაპიტალში. ბაზრის ინფრასტრუქტურა იწყებს ჩამოყალიბებას - ხდება SBA (Small Business Administration) ფორმირება, რომლის ფუნქციებშიც შედის ინვესტიციების მიმღები კომპანიების ლიცენზირება, მათი აქტივების ნაწილის გარანტია, კაპიტალის სესხება და ა.შ. ამ პერიოდის ამერიკული ვენჩურული დაფინანსების თავისებურებას წარმოადგენდა ასევე ვენჩურული კაპიტალის გახსნილობა - ერთობლივი ინვესტიციები, ერთმანეთისთვის მომგებიანი გარიგებების გადაცემა, ინფორმაციის მიწოდება. 1968 წელს დაიწყო ფასიანი ქაღალდებით საცალო ვაჭრობის ავტომატიზებული სისტემის შემუშავება, რომელმაც მომავალში მიიღო სახელწოდება „ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრეთა ავტომატიზებული კვოტირების ეროვნული ასოციაცია“ (**National Association of Securities Dealers Automated Quotation - NASDAQ**). აშშ-ში ვენჩურული დაფინანსების განვითარებას ხელი შეუწყო ასევე ვენჩურული კაპიტალისტების პროფესიულმა ორგანიზაციებმა. 1975 წელს შეიქმნა ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ასოციაცია, რომლის ფუნქციებში შედის არა მარტო ინფორმაციული და საკონსულტაციო საქმიანობა ვენჩურული ბიზნესის დარგში, არამედ ვენჩურული კაპიტალისტების ინტერების ლობირება სახელმწიფო ორგანოებში.

ამგვარად, ჩვენი აზრით, ვენჩურული კაპიტალის ბაზარისთვის აღნიშნულ პერიოდში დამახასიათებელია „აღმოჩენილი“ ბაზრის განვითარების 1 ფაზის შემდეგი

თვისებები: *საერთო ეკონომიკური ზრდა, ბაზარზე ეროვნული ინვესტიორების დომინანტი როლი, ეკონომიკურ პოლიტიკაში მასშტაბური ცვლილებები, ფინანსური რესურსების დეფიციტი ბაზრის არასაკმარისად შეფასების გამო.*

ვენჩურული კაპიტალის ამერიკული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპია ზრდის, ანუ ახალი ეპოქა (1970-ანი წლების დასასრული - 1990-ანი წლების შუალედი). მოცემულ ეტაპზე ვენჩურული კაპიტალი იძენს საბოლოო ინსტიტუციურ ფორმას, რომელიც ითვალისწინებს ყველა ფაქტორის ერთობლივ ინტერესს. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის აქტიურობის გაზრდის მიზნით აშშ-ს მთავრობამ მიიღო დაბეგვრის ცვლილებასთან დაკავშირებული ზომების რიგი. აღნიშნული ღონისძიებების შედეგი იყო მოგების გადასახადის ნიხრის შემცირება (1978 წლის კანონმა შემოსავლების შესახებ შეამცირა აღნიშნული გადასახადი 49,5%-დან 28%-მდე, ხოლო 1981 წელს 20%-მდე), საპენსიო გადარიცხვების უსაფრთხოების შესახებ კანონის (The Employee Retirement Income Security Act - ERISA) მიღება, რომელმაც ნება დართო აშშ-ს საპენსიო ფონდებს, საკუთარი კაპიტალის გარკვეული ნაწილის (5%-მდე) ვენჩურული დაფინანსებისთვის გამოყენებაზე. ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე საპენსიო ფონდების გამოსვლასთან დაკავშირებული ჭარბი ფულადი მასის ზემოქმედების ქვეშ ხარისხიანი პროექტების მცირე რაოდენობასთან ერთად, განხორციელდა დაბანდების რიგი, რომლებმაც გამოიწვია მსხვილი დანაკარგები. და თუ საპენსიო ფონდების შესახებ კანონის მიღებამდე ვენჩურული ინვესტიციების რენტაბელობის საშუალო წლიური ნორმა აშშ-ში აღემატებოდა 50%-ს (მაგალითად, 1980 წელს), ბაზარზე მრავალი გამოუცდელი ინვესტორის გამოჩენასთან ერთად 1984 წელს იგი 0-ზე დაეცა, და 1990 წლამდე არ აღემატებოდა 15% [39,132]. ამან გამოიწვია მრავალი ფონდისა და კომპანიის საინვესტიციო პოლიტიკის ცვლილება: მოხდა დაფინანსების გადანაცვლება საწარმოს განვითარების ადრეული სტადიებიდან უფრო გვიან სტადიებზე, სადაც ინვესტიციების დაკარგვის რისკი მნიშვნელოვნად მცირეა (15-20%), კომპანიების რიგმა დაიწყო ცალკეული გარიგებების დაფინანსება, სხვებმა გააფართოვეს თავისი საინვესტიციო სტრატეგიის საზღვრები და დაიწყეს

მომგებიანი პროექტების ძიება საქმიანობის ახალ დარგებში (მაგალითად, ბიოტექნოლოგიებში).

ამავე პერიოდში ხდება მცირე ბიზნესის საინვესტიციო კომპანიებიდან (SBIC), როგორც ვენჩურული კაპიტალი მართვის ორგანიზაციული ფორმიდან, გადასვლა დამოუკიდებელ პარტნიორობაზე. 1990-ანი წლების დასაწყისში აშშ-ს კონგრესმა გადახედა (SBIC) პროგრამას და 1992 წელს მიიღო აქტი მცირე ბიზნესის სააქციონერო კაპიტალის გაზრდის შესახებ (Small Business Equity Enhancement Act), რომელმაც საშუალება მისცა საინვესტიციო კომპანიებს, ობლიგაციური სესხების გადასახადების იმ დრომდე გადავადებისთვის, სანამ არ მიაღწეოდა შემოსავლიანობის გარკვეული დონე. საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგი საინვესტიციო კომპანიების რიცხვის მნიშვნელოვანი ზრდა იყო.

1980-ან წლებში ამერიკულმა ვენჩურულ ინდუსტრიამ გადაიტანა პერსონალური კომპიუტერების ბუმი. 1980 და 1990 წლების განმავლობაში პერსონალური კომპიუტერების მრეწველობის ღირებულება გაიზარდა ვირტუალური 0-დან 100 მლრდ დოლარამდე, ეს იყო ისტორიაში ყველაზე დიდი კაპიტალის კანონიერი დაგროვების მაგალითი. აღნიშნულ სფეროში კომპანიების 70%-ზე მეტი წარმოადგენდა ვენჩურულ კომპანიებს (Cisco, Compaq, Cray, Genentech, Lotus, Microsoft, Netscape, Starbucks, და Sun Microsystems).

ვენჩურული კაპიტალის უფრო დიდი მოცულობით მოზიდვის მიზნით რამდენიმე ამერიკულმა შტატმა გაატარა ფინანსური სტიმულირების პოლიტიკა და მიიღეს რეგიონული ვენჩურული პროგრამების რიგი. მიუხედავად ამერიკული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ციკლურობისა, მსგავსი - და რეგიონული პროგრამები მნიშვნელოვან მხარდაჭერა აღმოუჩინა დამწყებ კომპანიებს [40,157].

ამერიკული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების **მესამე, გარდამავალი ეტაპი**, ან უახლესი ეპოქა (1990-ანი წლების შუალედებიდან დღემდე). აღნიშნული ეტაპისთვის დამახასიათებელია ინვესტირებადი კაპიტალის მოცულობის მკვეთრი ზრდა (ინვესტიციების პიკი 2000 წელს დაემთხვა), აშშ-ს წილმა მსოფლიოს საერთო

ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობაში შეადგინა 50%-ზე მეტი. აშშ-სთვის დამახასიათებელია მაღალ ტექნოლოგიებზე დაფუძნებული დარგების მაღალი წილი ვენჩურული კაპიტალის რეციპიენტთა საერთო რიცხვში (ესენი არიან მაღალი ტექნოლოგიების, ბიოტექნოლოგიების, ეკოლოგიური და სამედიცინო ტექნოლოგიების სფეროებში მომუშავე მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიების სახით წარმოდგენილი დარგები). ასე, 1998 წელს ამ დარგებმა მიიღეს ყველა ინვესტიციების 78%. ასეთი დინამიკის მეშვეობით უკვე 1996 წელს მაღალი ტექნოლოგიების წილმა აშშ-ს მშპ-ში შეადგინა 10%, ხოლო 2015 წელს დაახლოებით 35%. მიუხედავად ამისა, ინვესტორების ფული მასიური ნაკადების და „ოპტიმიზმის შეცდომის“ (ანუ ინვესტორების მოგების ნორმის, ახალი მაღალტექნოლოგიური კომპანიების რიცხვის, მათ პროდუქციაზე მოთხოვნის და ა.შ. სამომავლო მატების ზედმეტი იმედი) შედეგად ვენჩურული კაპიტალი ხდება გადაფასებული. 2004 წელს ხდება ბაზრის გარდატეხა, რომელსაც თან სდევს ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობის კლება. 2014 წლისთვის, ფაბერის თეორიის თანახმად, აშშ იმყოფება განვითარების მე-3 და მე-4 ფაზების საზღვარზე. არ ვფიქრობთ, რომ უახლოეს 5-7 წელიწადში მოხდება ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის რაიმე ზრდა, რაც დაკავშირებულია ახალი მიზნობრივი ბაზრების განვითარებასთან. დიდი ალბათობით იგი შეეხება სამი ძირითად მიმართულების განვითარებას - ბიოტექნოლოგიები, უსაფრთხოება და ნანოტექნოლოგიები. ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობის ზრდის პროგნოზირება უკვე 2014 წელს ხდებოდა. VentureOne-ის და Emst&Youn-ის მიერ 2014 წლის თებერვალში გამოქვეყნებულმა გამოკითხვამ გვაჩვენა, რომ 2013 წლის ბოლო კვარტალში ვენჩურულმა ინვესტიციებმა აშშ-ში იმატა 22%-ით. 2001 წლის შემდეგ პირველად, ვენჩურულმა კაპიტალისტებმა დაიწყეს უფრო მეტი დაბანდების განხორციელება ახალ შექმნილ სტარტაპებში და ნაკლებად - მათ პორტფელში უკვე არსებული კომპანიების განმეორებადი შესყიდვის რაუნდებში. ასეთი გზით იკვლევს ვენჩურული ბიზნესი ზრდის ახალ ტრაექტორიას. [41,161]

ვენჩურული ინვესტირების მასშტაბებით მეორეა ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზარი. ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის განხილვა ამერიკულისგან დამოუკიდებლად რამდენიმე მიზეზი გამო მიგვაჩნია აუცილებელად. პირველ რიგში, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირება ევროპაში დაიწყო 1970-ან წლებში და, შესაბამისად, მისი ფორმირება და განვითარება მიმდინარეობდა სხვა სოციალურ-ეკონომიკური, ტექნიკური, პოლიტიკური ფაქტორების ზემოქმედების ქვეშ. მეორე, ვენჩურული კაპიტალის ევროპულ ბაზარს გააჩნია რიგი დამახასიათებელი თავისებურებებისა, რაც არ ახასიათებს ამერიკულ ბაზარს. კერძოდ, საწარმოს განვითარების გვიანი სტადიების პრიორიტეტული დაფინანსება. მესამე, ევროპული ქვეყნების მთავრობები გამოიმუშავებდნენ ვენჩურული ბიზნესის მხარდაჭერის საკუთარ სპეციფიურ პროგრამებს, რომლებმაც გავლენა მოახდინეს ვენჩურული საინვესტიციო ინსტიტუტების, საწარმოების საგადასახადო სისტემის და ა.შ. განვითარებაზე.

ევროპაში მე-20 საუკუნის შუა წლებამდე კომპანიის ინოვაციური საქმიანობის დაფინანსება ძირითადად ხორციელდებოდა საწარმოების ან თანამშრომლების საკუთარი სახსრების ან სახელმწიფო შეკვეთების ხარჯზე. თუმცა, უკვე 1929 წელს დიდი ბრიტანეთის ფინანსებისა და მრეწველობის კომიტეტმა (მაკმილანის კომიტეტი) გამოავლინა არსებული ბაზრის უუნარობა პატარა კომპანიების დაფინანსების თვალსაზრისით. 1945 წელს ინგლისის კლირინგული და შოტლანდიის ბანკები გაერთიანდნენ ინგლისის ბანკის ეგიდის ქვეშ და შექმნეს მრეწველობის და კომერციის დაფინანსების კორპორაცია (**The Industrial and Commercial Finance Corporation - ICFC**), რომელიც, შემდგომში იქცა დიდი ბრიტანეთის ერთ-ერთ უმსხვილეს ვენჩურულ ფონდად “**Investors in Industry 3i**”. აღნიშნული ორგანიზაცია ითვლებოდა ინოვაციური კომპანიების დაფინანსების ძირითად წყაროდ 1970-ანი წლების ბოლომდე. ამდენად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების წინაპირობების ევროპაშიც არსებობდა. ექსპერტების

შეფასების თანახმად, დიდ ბრიტანეთში კონცენტრირებულია ვენჩურული ინვესტიციების საერთო ევროპული მოცულობის დაახლოებით 45-50%.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა ევროპაში, ისევე, როგორც ამერიკაში, გაიარა განვითარების სამი ეტაპი, თუმცა თითოეული ეტაპის ხანგრძლივობა საგრძნობლად ნაკლები იყო. გამოვყოფთ ევროპის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების შემდეგ ეტაპებს:

ევროპული ვენჩურული კაპიტალის განვითარების **პირველი ეტაპი - ჩანასახი** (1970-ანი წლების დასაწყისი - 1980-ანი წლების შუა წლები) ხასიათდება ფრაგმენტულობით, ინვესტირებული კაპიტალის დაბალი მოცულობით, უცხოური, ძირითად ამერიკული წარმოშობის ვენჩურული ინვესტიციების სიჭარბით. ჩვენი აზრით, ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის შენელებული განვითარების მიზეზების რიცხვს, ამ პერიოდისთვის შეგვიძლია მივაკუთვნოთ, **პირველ რიგში** მცირე და საშუალო ინოვაციური კომპანიების უმნიშვნელო რაოდენობა; **მეორე**, საინვესტიციო პროექტების შეფასების სფეროში ევროპელი სპეციალისტების გამოცდილების, ცოდნის და უნარების არასაკმარისობა; **მესამე**, ევროპელი მეწარმეების უარყოფითი დამოკიდებულება რისკის მიმართ და, **მეოთხე**, არაეფექტური სახელმწიფო პოლიტიკა.

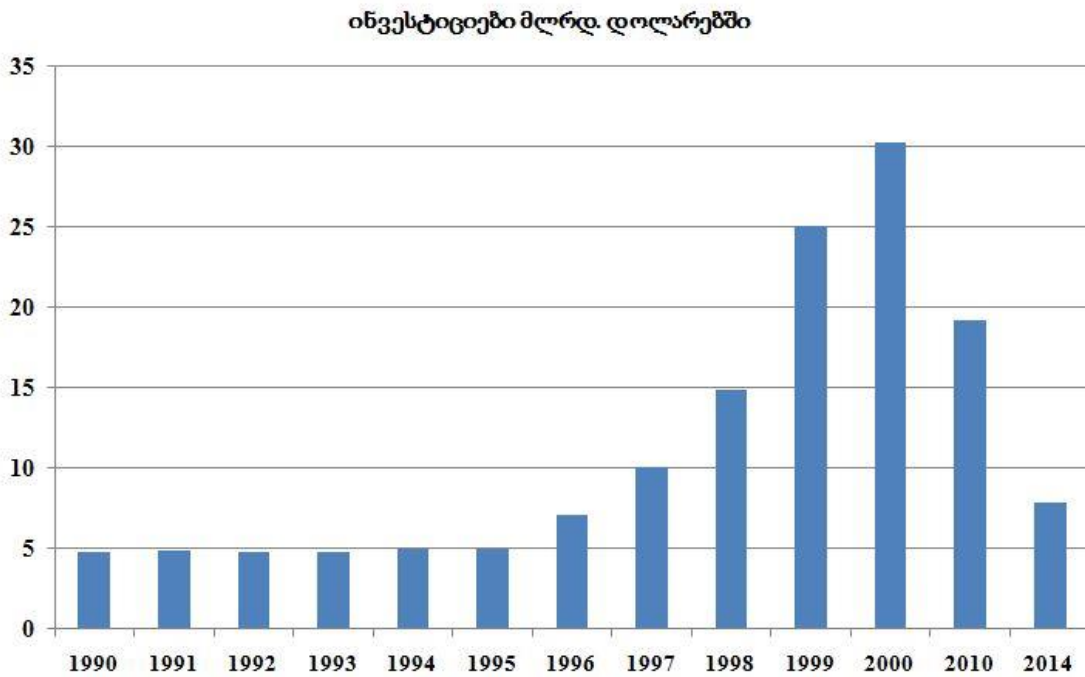
დიდ ბრიტანეთში ვენჩურული კაპიტალის განვითარების ბიძგად იქცა 1980 წლის ნოემბერში ლონდონის საფონდო ბირჟასთან არამომგებიანი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის (დღეს ესაა ალტერნატიული ინვესტიციების ბაზარი AIM), შექმნა, რამაც ვენჩურულ კაპიტალისტებს საშუალება მისცა უფრო ეფექტურად განეხორციელებინათ „ბიზნესიდან გასვლა“. დიდი ბრიტანეთის უმსხვილესი ვენჩურული კომპანიები გაერთიანებულია ვენჩურული კაპიტალის ბრიტანულ ასოციაციაში (BVCA), მიუხედავად ამისა, 1980-ანი წლების შუალებამდე ინოვაციური კომპანიების დაფინანსების ძირითად წყაროდ გამოდიოდა კომპანია 3i. ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის განვითარების **მეორე, ზრდის ეტაპი** (1980 - 1990-ანი წლების შუალები). ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობა

ევროპაში 1980-ანი წლებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა. მსგავსი მოვლენის მიზეზებად შეგვიძლია დავასახელოთ, პირველ რიგში, რიგი ევროპული ქვეყნების მიერ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების არაპირდაპირი მარეგულირებელი კანონების მიღება (კერძოდ შვედეთის კანონი საფინანსო ბაზრების დერეგულირების შესახებ, დიდი ბრიტანეთის კანონი საპენსიო ფონდების შესახებ და ა.შ.), რის შედეგადაც ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა გააფართოვა თავისი საზღვრები და მიაღწია ისეთ ქვეყნებს, როგორებიცაა დანია, ესპანეთი, იტალია და სხვა. მეორე, ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაციის (EVCA) შექმნა 1983 წელს იქცა ვენჩურული დაფინანსების სფეროში ინსტიტუციური ინვესტორების საქმიანობის აქტივაციის სტიმულად. მიუხედავად ამისა, ვენჩურული დაფინანსების აქტიურობა ევროპაში 1980-ან წლებში, ჩრდილოეთ ამერიკულ ქვეყნებთან შედარებით, იყო ძალიან დაბალი. მთლიანი ვენჩურული კაპიტალის დაახლოებით 1/3 უზრუნველყოფილი იყო **ბანკების მიერ**, რომლებიც ორიენტირებულნი არიან შედარებით უსაფრთხო ინვესტიციებზე. ევროპაში ამ დროისთვის არ არსებობდა აშშ-ში **NASDAQ**-ის ბაზრის ანალოგიური ლიკვიდური, ტრანსნაციონალური საფონდო ბაზარი მცირე კომპანიებისთვის. ბაზრის სტიმულირების მიზნით ბევრი ევროპული სახელმწიფოს მთვარობამ (დანიის [42], დიდი ბრიტანეთის [43]) ჩაატარა ღონისძიებათა რიგი ინსტიტუციური ვენჩურული ინვესტორებისთვის საინვესტიციო შეზღუდვების შემცირებისთვის, მეორადი საფონდო ბაზრების შექმნისთვის, საგადასახადო განაკვეთის შემცირებისთვის, შრომის ბაზარზე მოქნილი პოლიტიკის ჩატარებისთვის და ასევე საწარმოების რეგისტრირების პროცედურების გამარტივებისთვის. მიუხედავად იმისა, რომ ვენჩურულმა კაპიტალმა ევროპაში ფორმირება 1970-ანი წლების დასაწყისში დაიწყო და მისი მოცულობა გაიზარდა 1970-ან წლებთან შედარებით, ვენჩურული კაპიტალი მაინც არ წარმოადგენდა ინოვაციური განვითარების დაფინანსების ძირითად წყაროს 1980-ანი წლების დასასრულამდე.

ამდენად მიგვაჩნია, რომ ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპის დამახასიათებელ თვისებებად შეგვიძლია დავასახელოთ: 1) ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის ზრდა (თუმცა, ამერიკული ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობასთან შედარებით, ევროპის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი ჯერ კიდევ უმნიშვნელოდ რჩება), 2) ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე უცხოელი ინვესტორების რიცხვის ზრდა, 3) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ექსპანსიის გაგრძელება (ჩამოყალიბება დანიის ესპანეთის და სხვა ევროპული ქვეყნების ბაზრებზე), 4) ევროპული საფონდო ბაზრების ჩამოყალიბება, 5) ვენჩურული ინფრასტრუქტურის ფორმირების დაწყება. ვენჩურული კაპიტალის ევროპულმა ბაზარმა განვითარების 1 და მე-2 ფაზები უფრო სწრაფად გაიარა, ვიდრე ამერიკულმა და განვითარების მე-3 ფაზაში ორივე ბაზარი თითქმის ერთდროულად შევიდა.

მესამე, გარდამავალი ეტაპი (1990-ანი წლების შუალედი - დღემდე) ევროპაში ვენჩურული დაფინანსების მოცულობის მკვეთრი ზრდით დაიწყო. ვენჩურული კაპიტალის ზრდის ტენდენცია აიხსნება ევროპელი ინვესტორების მზარდი სურვილით განახორციელონ ინვესტიციები კორპორატიულ აქციებში და ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განვითარებით, ერთიანი ევროპული ვალუტის - ევროს (ევრო ქმნის ისეთ უპირატესობებს, როგორებიცაა სავალუტო რისკების ლიკვიდურობა, ექსპორტის გაფართოება და, რაც მთავარია, ცალკეული ოპერაციების რენტაბელობის დონეების საერთაშორისო შეფარდების ჩატარების შესაძლებლობა) - შემოღებით. PricewaterhouseCoopers [44] ჯგუფის ექსპერტებმა აღნიშნავენ მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებში ინვესტიციების ზრდის შემდეგ ფაქტორებს:

დიაგრამა 5. ევროპაში ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობა 1990-2014 წლების პერიოდისთვის (წყარო: [45])



- მაღალი ტექნოლოგიების სექტორის პოტენციალის აღიარება სპეციალისტების მიერ, რაც დასტურდება კერძო საინვესტიციო კომპანიების ექსპერტების მიერ;
- ევროპაში სპეციალიზებული საფონდო ბაზრების შექმნასთან ერთად ამ სექტორის კომპანიების აქტივების ლიკვიდურობის ზრდა, რაც მათ ინვესტორებისთვის უფრო მიმზიდველს ხდის;
- რისკების შემცირების საკითხებში სამუშაო კულტურის ზრდის, უფრო ეფექტური სახელმწიფო პოლიტიკის და საგადასახადო უპირატესობების შეთავაზების შედეგად სამეწარმეო კლიმატის გაუმჯობესება.

ცხრილში ასახული ვენჩურული კაპიტალის გადანაწილება ევროპის ქვეყნებისა და საქართველოს მიხედვით 2016 წელს. ვენჩურული ინვესტიციებისა ვენჩურული კაპიტალის საერთო ევროპულ მოცულობაში მოდის დიდ ბრიტანეთზე და შეადგენს 44%-ს, მაშინ როდესაც საფრანგეთის და გერმანიის ხვედრითი წილი მოცემულ მაჩვენებელში შეადგენს 12% და 10% შესაბამისად. დღესდღეობით ვენჩურული

ინვესტიციების მოცულობით დიდი ბრიტანეთი იკავებს მეორე ადგილს მსოფლიოში აშშ-ს მერე, თუმცა მეცნიერების დფინანსების თვალსაზრისით იგი მე-3 ადგილზეა საფრანგეთისა და გერმანიის შემდეგ.

ცხრილი 3. დაფინანსების წყაროების სტრუქტურა

ქვეყანა	ვენჩურული დაფინანსება	მეცნიერების სექტორების დაფინანსება, %			
		ბიზნესი	სახელმწიფო	უცხოელი ინვესტორები	სხვა წყაროები
გერმანია	102 573	66,1	29,2	4,3	0,4
საფრანგეთი	57 986,8	55,4	35	7,6	2,0
დიდი ბრიტანეთი	41 743,4	46,6	27	20,7	5,7
საქართველო	36 614	28,2	67,6	3,0	1,2
პოლონეთი	8 114	30	61	5,6	3,4

წყარო: National Science Board. 2016. Arlington, VA: National Science Foundation Science and Engineering Indicators 2016 (NSB-2016-1), p. 4/45 [46]

ცხრილი 4. ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობა ლიდერ ქვეყნებში 2006-2015 წწ.

მლრდ. აშშ დოლარი

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ინდოეთი	0,6	0,9	1,7	0,9	0,9	1,7	1,4	1,6	1,9	2,0
ჩინეთი	2,5	3,9	5,1	2,8	6,1	6,3	3,7	6,7	7,6	7,8
ისრაელი	1,5	1,9	2,2	0,9	1,9	1,8	1,0	1,3	1,8	1,9
ევროკავშირი	6,3	7,6	7,7	5,7	7,0	6,8	5,7	5,6	5,3	5,7
აშშ	27,6	32,0	30,0	20,3	23,3	29,6	27,1	31,0	32,0	33,0
ვენჩურული ინვესტიციების რაოდენობა	38,5	46,3	46,7	30,6	39,2	46,2	38,9			

წყარო: 1. Chinese Venture Capital Yearbook, 2016;[47]

2.J'son&Partners Consulting, <http://www.json.ru>; [48]

3. Ernst&Young Turning the corner. Global Venture Capital Insights and Trends 2015, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Turning_the_corner/\\$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Turning_the_corner/$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf) [49]

ამა თუ იმ ქვეყნის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შეფასებისას აუცილებელია, გავითვალისწინოთ რიგი ფაქტორებისა, რომლებიც გავლენას ახდენს ვენჩურული ინვესტიციების რაოდენობასა და ხარისხზე. აღნიშნული ფაქტორების რიცხვს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ სახელმწიფოს ფართობი, მოსახლეობის რაოდენობა,

რესურსების რაოდენობა, გეოგრაფიული და სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობა და ა.შ.

ცხრილიდან ჩანს, რომ მშპ-ში ვენჩურული ინვესტიციების მაქსიმალური ხვედრითი წილი ამერიკის შეერთებული შტატების შემდეგ გააჩნია ევროპის ქვეყნებს. თუმცა 2011 წელს ჩინეთის მაჩვენებელი მას თითქმის დაეწია და დღეს იგი ქვეყნის საკმაოდ მზარდი ვენჩურული პოტენციალის მაუწყებელია.

სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების სტადიაზე ინვესტიციების წილი ევროპული ვენჩურული ინვესტიციების საერთო მოცულობაში შეადგენს 6,84%, მაშინ როდესაც გაფართოების სტადიაზე იგივე წილი შეადგენს 41,74%. ევროპული ქვეყნებიდან სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების სტადიის დაფინანსების მაჩვენებლის მიხედვით ლიდერობენ ესპანეთი და იტალია, სადაც აღნიშნული სტადიის დაფინანსების წილი აღწევს 26,75% და 19,78% შესაბამისად (წყარო). ამგვარად, ევროპული ვენჩურული კაპიტალი ჯერ-ჯერობით ამერიკულზე ნაკლებადაა განვითარებული, თუმცა ეს სხვაობა მუდმივად მცირდება. ვენჩურული კაპიტალის ყველაზე დინამიურად განვითარებადი ეროვნული ბაზრების რიცხვში ევროპაში შეგვიძლია გამოვყოთ შვედეთის (ზრდა 529%), საბერძნეთი (255%), დანიის (190%), და ასევე ბელგიის (160%) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრები (წყარო).

ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის ძირითად განმასხვავებელ თვისებებად შეგვიძლია დავასახელოთ, **პირველ რიგში**, ევროპელი ინვესტორის მისწრაფება თავი აარიდოს რისკს, და, როგორც შედეგი, საწარმოს განვითარების უფრო გვიანი სტადიების პრიორიტეტული დაფინანსება. **მეორე**, ბანკების მნიშვნელოვანი როლი ვენჩურული პორტფელის ფორმირებაში (ბანკების, როგორც ვენჩურული კაპიტალის წყაროების, წილი ევროპაში შეადგენს 25%-ს, მაშინ როდესაც ამერიკაში 6%-ს). **მესამე**, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სწრაფი ზრდის ტემპები (მაგალითად, შვედეთის ვენჩურული ბაზრის ზრდის ტემპმა 2015 წელს შეადგინა 2000%, გერმანიაში 650% [50,27]). **მეოთხე**, ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრების ფორმირებასა და განვითარებაში დიდი როლი ითამაშეს ევროპული სახელმწიფოების მთავრობებმა.

მათ მიერ ჩატარდა რიგი ღონისძიებებისა და მიღებულ იქნა პროგრამები, რომლებიც მიზნად ისახავდნენ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტიმულირებას (მაგალითად, ნიდერლანდებში, გერმანიაში და ევროპის რამდენიმე სხვა ქვეყანაში მოგების გადასახადი საინვესტიციო კომპანიებისთვის უდრის 0-ს [51]).

კვლევის ობიექტის სახით, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების მდგომარეობის და ტენდენციების უფრო დეტალური ანალიზისთვის, ავიღოთ შვედეთის მაგალითი. აღნიშნული ქვეყნა რამდენიმე მიზეზის გამო ავირჩიეთ. პირველ რიგში, შვედეთის ეკონომიკას გააჩნია ბევრი საერთო თვისება საქართველოს ეკონომიკასთან, კერძოდ სახელმწიფო საკუთრების მნიშვნელოვანი წილი, ექსპორტის მსგავსი სტრუქტურა, ეკონომიკის სოციალური ორიენტაცია და ა.შ. **მეორე**, შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარს, ქართულისაგან განსხვავებით, გააჩნია ზრდის ყველაზე მაღალი ტემპები ევროპულ ქვეყნებს შორის, მოზიდული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობით შვედეთი იკავებს მესამე ადგილს აშშ-სა და დიდი ბრიტანეთის შემდეგ. ჩვენთვის მნიშვნელოვანია, გავანალიზოთ შვედური ვენჩურული ბაზრის ასეთი მკვეთრი ზრდის ფაქტორები და პირობები. **მესამე**, ვენჩურული ბიზნესის სტიმულირების შვედური სახელმწიფო პროგრამები წარმადგენენ ერთ-ერთ ყველაზე ეფექტურს. სახელმწიფო ვენჩურული პოლიტიკის გატარების უცხოური გამოცდილების შესწავლა დაგვეხმარება ვენჩურული ინვესტიციების მხარდამჭერი სახელმწიფო და რეგიონული ქართული პროგრამების შედგენასა და რეალიზაციაში.

შვედეთის მშპ-ში ვენჩურული ინვესტიციების ხვედრითი წილი მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე მაღალია. გარდა ამისა, შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარს გააჩნია ზრდის ყველაზე მაღალი ტემპები ევროპაში 2010-იანი წლებიდან დაწყებული. თუმცა შვედეთში, ისევე როგორც ევროპის ქვეყნების უმრავლესობაში, დიდი ბრიტანეთის ჩათვლით, ვენჩურული ინვესტიციების უდიდესი ნაწილი მიემართება საწარმოს განვითარების გვიანი სტადიების, უპირატესად გარე მმართველების გამოსყიდვის (MBI) სტადიის, დასაფინანსებლად.

შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა ფორმირება 1970-ან წლებში დაიწყო და საკმაოდ დინამიურად ვითარდებოდა თითქმის 1990-ანი წლების დასაწყისამდე, როდესაც მოხდა ფინანსური კრიზისი. როგორც შედეგი, დაიწყო შვედური ეკონომიკის დაღმავლობა. ამ პერიოდში ვენჩურული ფონდების უმეტესობამ, როგორც სახელმწიფომ, ისე კერძომ, შეწყვიტა თავისი საქმიანობა. ვენჩურული კაპიტალის შვედური ბაზარი სავალალო მდგომარეობაში იმყოფებოდა 1990-ანი წლებამდე, რის შემდეგ ინვესტიციების უპრეცედენტო ბუმი განიცადა, როდესაც შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის მოცულობა გაიზარდა 1,8 მლრდ კრონიდან 1998 წელს 18,9 მლრდ კრონამდე 2001 წელს. შვედური ვენჩურული კაპიტალის ზრდაზე მნიშვნელოვანწილად გავლენა იქონია უცხოური (ევროპის სხვა ქვეყნებიდან და ამერიკიდან) ინვესტიორების მასიურმა შემოდინებამ. შვედეთის ვენჩურული ფონდები ცდილობენ იმოქმედონ საერთაშორისო ფონდებთან თანამშრომლობით, რათა აამაღლონ ეროვნული ეკონომიკის დარგების კონკურენტუნარიანობა, და ასევე, მოახდინონ ვენჩურული კაპიტალის მსოფლიო მოცულობის 2000 წლიდან დაწყებული შემცირების შედეგად მიღებული უარყოფითი ეფექტების მინიმიზაცია. შვედური ვენჩურული კაპიტალის უდიდესი ნაწილი (დაახლოებით 60%) ტრადიციულად გამოიყენება საწარმოების განვითარების გვიანი სტადიების დასაფინანსებლად, ანუ კაპიტალის ჩანაცვლების სტადიაზე და გარე მენეჯერების მიერ გამოსყიდვის სტადიაზე. 2011 წელს საწარმოების განვითარების ადრეული სტადიების (ჩანასახოვანი და საწყისი) დასაფინანსებლად გაფორმებული გარიგებების რაოდენობა შემცირდა 38% 2000 წელთან შედარებით. მეორეს მხრივ, შეიმჩნევა საწარმოების გაფართოებაზე (expansion stage) მიმართული ინვესტიციების ხვედრითი წილის მატების ტენდენცია. შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე არსებულ შემდეგ ტენდენციად შეგვიძლია დავასახელოთ ვენჩურული კაპიტალისტების კონცენტრაცია მათი ვენჩურული ინვესტირების პორტფელში უკვე არსებული საწარმოების დაფინანსებაზე, რადგან საწარმოების განმეორებით დაფინანსების რისკი უფრო დაბალია, ვიდრე ახლის დაფინანსებისა.

შვედეთში ვენჩურული დაფინანსების მიზნობრივ სეგმენტს წარმოადგენს წარმოების ტრადიციული სექტორის (ქიმიური და სხვა მრეწველობა) საწარმოები. თუმცა ბოლო წლებში შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი განიცდის მნიშვნელოვან გადასვლას მაღალტექნოლოგიური წარმოების მხარეს. [52,29] 2011 წელს გარიგებათა უმრავლესობა დაიდო საწარმოებთან, რომლებიც მუშაობენ ინფორმაციული ტექნოლოგიების სფეროში. მსგავსი გადასვლის პროვოცირება მოახდინა ეროვნული ვენჩურული კაპიტალისტების აქტივობის მატებამ.

შვედეთის მაღალმა სამეცნიერო პოტენციალმა, და ასევე ინოვაციურ ეკონომიკაზე დაწყებულმა გადასვლამ განაპირობა რიგი კონკურენტული უპირატესობების არსებობა საერთაშორისო ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვაში. 2014 წელს 50%-ზე მეტი შვედური ვენჩურული ფონდის ინვესტირება ხდებოდა უცხოელი, ძირითადად ევროპული წარმოშობის, ინვესტორების ხარჯზე, კერძოდ დიდი ბრიტანეთის, ფინეთის და გერმანიის. თუმცა, არაევროპელი უცხოელი ინვესტორების, განსაკუთრებით ამერიკელების, წილი სწრაფად იზრდება: 2009 წელს მსგავსმა ინვესტორებმა დააფინანსეს მოზიდული შვედური ვენჩურული კაპიტალის საერთო ჯამის 0,1%, მაშინ, როდესაც 2014 და 2015 წლებში ამ მაჩვენებელმა შეადგინა 25% და 19% შესაბამისად. წარმოშობით შვედური კაპიტალის წილს გააჩნია შემცირების ტენდენცია. ეს შეიძლება აიხსნას ეროვნულებთან შედარებით, უცხოელი ინვესტორების საქმიანობისთვის უფრო ხელსაყრელი საგადასახადო პირობებით. [53] ამგვარად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი შვედეთში წარმოადგენს ევროპული ვენჩურული კაპიტალის ტიპიურ მაგალითს და, ჩვენი თვალსაზრისით, გააჩნია შემდეგი საერთო თვისებები:

1. ისევე როგორც საერთო ევროპული ბაზარი, შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი იმყოფება განვითარების მე-3 და მე-4 სტადიების საზღვარზე, ფაზერის თეორიის შესაბამისად.

2. შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი უპირატესად მიმართულია კომპანიების განვითარების გვიან სტადიების დაფინანსებაზე (გაფართოების, გამოსყიდვის სტადიები).
3. ვენჩურული დაფინანსების მონაწილეების შემადგენლობა არის დივერსიფიცირებულია, თუმცა ძირითად ვენჩურულ ინვესტორებს წარმოადგენენ საპენსიო ფონდები, სადაზღვეო კომპანიები და კორპორაციები.
4. როგორც ევროპულისთვის, ისე შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრისთვის დამახასიათებელია „ზრდის ცენტრებთან“ მიზიდულობა, რომელთა როლში შეიძლება გამოდიოდნენ დედაქალაქი და ქვეყნის უფრო მსხვილი ქალაქები, სამეცნიერო ქალაქები. შვედეთში ვენჩურული ინვესტიციების გადანაწილება არათანაბარია და გადაწონა შვედეთის დედაქალაქის - სტოკჰოლმისკენ.

თუმცა, ჩვენი აზრით, შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარს გააჩნია ევროპული ბაზრისგან განსხვავებული თვისებებიც, კერძოდ:

1. შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარს გააჩნია ყველაზე მაღალი ზრდის ტემპები მსოფლიოში (1998-2012 წლების პერიოდში ზრდამ შეადგინა 1000%, მაშინ როდესაც საერთო ევროპული ბაზრის ზრდამ შეადგინა დაახლოებით 50%). მშპ-ში ვენჩურული ინვესტიციების წილს გააჩნია მატების ტენდენცია (0,67%-დან 2001 წელს 0,87%-მდე 2014 წელს [54]), მაშინ როდესაც ევროპული ქვეყნების უმეტესობაში ეს მაჩვენებელი ან შემცირდა ან უმნიშვნელოდ შეიცვალა.
2. შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე ჭარბობს უცხოელი ინვესტორები (მათი წილი შეადგენს 70%), მაშინ როდესაც ევროპის ქვეყნების უმეტესობაში (ფინეთი, დანია და სხვა ქვეყნების, დიდი ბრიტანეთის გამოკლებით, სადაც უცხოელი ინვესტორების შეადგენენ 73% [55]) ძირითად წყაროს წარმოადგენს ეროვნული კაპიტალი.

3. შვედეთის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ყველაზე აქტიურ მონაწილეს წარმოადგენს სახელმწიფო. 1990-წლების ნახევარში შეიცვალა სახელმწიფო საპენსიო ფონდების საქმიანობის შესახებს შვედეთის კანონმდებლობა, რომელმაც დართო სარისკო აქტივებში კაპიტალის უდიდესი ნაწილის ინვესტირების ნება. შეიქმნა რიგი სახელმწიფო ვენჩურული ფონდებისა, რომელთაგან უმსხვილესად იქცა შვედეთი მეექვსე ეროვნული საპენსიო ფონდი, რომლის ექსკლუზიური მიზანი იყო მაღალი რისკის მქონე ინოვაციური პროექტების დაფინანსება. ასევე შვედეთის მთავრობამ გაატარა რიგი ვენჩურული პროგრამებისა, რომელთა შინაარსი მდგომარეობდა ვენჩურული ბაზრის ინსტიტუციონალურ გაფორმებაში.
4. შვედეთის ვენჩურული დაფინანსების მიზნობრივ სეგმენტს წარმოადგენენ წარმოების ტრადიციული სექტორების (ქიმიური და სხვა მრეწველობა) საწარმოები, თუმცა მაღალტექნოლოგიური სექტორის როლს გააჩნია ზრდის ტენდენცია.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ვენჩურული კაპიტალის განვითარების აღნიშნული თავისებურებებისა და ტენდენციების მკაფიო ჩამოყალიბება გვამღევს საშუალებას, გადავიდეთ ვენჩურული კაპიტალის შინაარსისა და თავისებურებების შესწავლაზე გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში.

2.2. ვენჩურული კაპიტალის ფორმირების თავისებურებები გარდამავალ ეკონომიკაში . ბანკების მონაწილეობა ვენჩურულ დაფინანსებაში(საქართველოს მაგალითზე)

განვითარებულ ქვეყნებში ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს ეკონომიკაში და სოციალურ ურთიერთობებში თანდათან მომხდარი ცვლილებების შედეგს. ვენჩურული კაპიტალი აღმოცენებას საქართველოში გააჩნია თავისი განვითარების განსაკუთრებული გზა. ვენჩურული კაპიტალი თავისი შინაარსით, როგორც უკვე

აღნიშნეთ პირველ თავში, წარმოადგენს ინოვაციური აქტივობის უზრუნველყოფელ საინვესტიციო რესურსს.

ინოვაციური ბიზნესის დაფინანსების წყაროს ფორმით ვენჩურული კაპიტალის აღმოჩენის და გაფორმების მომენტისთვის საქართველოში მოხდა სოციალურ-ეკონომიკური წყობის ცვლილება. სსრკ-ში მაღალტექნოლოგიური წარმოების სპეციფიკა მდგომარეობა იმაში, რომ მთელი პროცესი - შემუშავებიდან საბოლოო პროდუქტის რეალიზებამდე - ხორციელდებოდა სახელმწიფო სტრუქტურების ფარგლებში. კვლევები მიმდინარეობდა აკადემიურ და დარგობრივ ინსტიტუტებში, განათლების უმაღლეს დაწესებულებებში, ხოლო წარმოება - სახელმწიფო საწარმოებში, როგორც წესი მსხვილ ქარხნებში. ამგვარად, ერთიანი პროცესი, პროდუქციის შემუშავებიდან მის პრაქტიკულ გამოყენებამდე, საორგანიზაციო და ტექნოლოგიურ საკითხებს შორის იყო გახლეჩილი. ინოვაციების დაფინანსება ხდებოდა ექსკლუზიურად სახელმწიფოს მიერ, ამასთან უმრავლეს შემთხვევაში, პრიორიტეტულ მიმართულებებში (შეიარაღება, კოსმოსი და ა.შ.). მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული დაფინანსებაც სარისკოა, ვენჩურულს მას ვერ ვუწოდებთ. მრავალი წლის განმავლობაში არ არსებობდა ვენჩურული კაპიტალის არსებობის ობიექტური საჭიროება, მაგრამ არა იმიტომ, რომ სსრკ-ში არ არსებობდა კაპიტალი, როგორც დამოუკიდებლად მზარდი ღირებულება. მხოლოდ საბაზრო ურთიერთობების შექმნისას იბადება, როგორც ასეთი, სავაჭრო ურთიერთობებისთვის დამახასიათებელი ბევრი ფორმა: აღორძინდება კაპიტალი, ფულს ექმნება კაპიტალად გადქცევის შესაძლებლობა, რის შედეგადაც იქმნება ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის ყველა წინაპირობა.

უნიკალურია საქართველოში საბაზრო ურთიერთობების წარმოშობის პირობები. მათი უნიკალურობა დაკავშირებულია ბევრ გარემოებასთან. მაგრამ, ყველაზე მნიშვნელოვან გარემოებად მიგვაჩნია ის, რომ საბაზრო ურთიერთობების ფორმირება ხდებოდა არა ბუნებრივი, არამედ ძალადობრივი, ანუ სახელმწიფო გადაწყვეტილებების, კანონებისა და ბრძანებების გზით. გარდა ამისა, წარმოშობა და

ჩამოყალიბება ხორციელდებოდა უდიდესი ფინანსური კრიზის პერიოდში, რომელსაც თან ახლდა საინვესტიციო, ფინანსური, ეკოლოგიური და მრავალი სხვა პრობლემა საქართველოს ეროვნულ ეკონომიკაში. აღნიშნული გარემოების გათვალისწინებით, აუცილებელია საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიური მახასიათებლების და მისი წარმოშობის თავისებურების გამომჟღავნება. ზემოთ ჩვენ განვიხილეთ ვენჩურული კაპიტალის დამახასიათებელი თვისებების განვითარებულ უცხოურ ქვეყნებში. შედარებითი ანალიზის მეთოდის გამოყენებით, მოვახდენთ ქართული ვენჩურული კაპიტალის თავისებურებების განხილვასაც:

- უპირველეს ყოვლისა, განსხვავება მდგომარეობს ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის სოციალური ბაზაში. თუ დასავლეთ ეკონომიკისთვის ასეთ ბაზას წარმოადგენს კერძო საკუთრება, რომელიც ასწლეულების მანძილზე ვითარდებოდა, საქართველოში სოციალური ბაზის როლში გამოდის აქციონერთა საკუთრება, რომელიც წარმოიქმნა დენაციონალიზაციის შედეგად და ითვლის თავისი ისტორიის რამდენიმე ათეულ წელიწადს. ბუნებრივია, რომ ასეთმა კერძო საკუთრებამ საქართველოში ვერ ჩამოაყალიბა არსებობის საკუთარი კულტურა, მასში ძლიერია შავი კაპიტალის როლი, არსებობს კრიმინალური ურთიერთობების ელემენტები. იმისათვის რომ ვენჩურული კაპიტალი გადაიქცეს ეკონომიკის ნამდვილ ინსტრუმენტად, საჭიროა ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუციური საფუძვლის, საფონდო და სხვა ბაზრების განვითარება, კანონმდებლობის და საგადასახადო სისტემის დახვეწა;
- ქართული ვენჩურული კაპიტალის თავისებურებას წარმოადგენს ისიც, რომ მისი ძირითადი ფუნქციაა *ცალკეული კაპიტალების მობილიზაციის ნაცვლად მათი აკუმულაცია*. კონცენტრირებული კაპიტალის არარსებობა არ გვაძლევს საშუალებას, ვისაუბროთ ვენჩურული კაპიტალის სიმძლავრეზე, რომელიც საკმარისი იქნებოდა ეკონომიკაში დიდი მოცულობით მისი გამოჩენისთვის.

ეროვნული ინვესტორი ცდილობს რისკის დივერსიფიცირებას და იმ მცირე კაპიტალის სხვადასხვა სეგმენტში დანაწევრებასაც კი, რომელიც მას გააჩნია. უცხოელი ინვესტორები ასევე ერიდება მნიშვნელოვანი სახსრების დაბანდებას ინოვაციური პროექტების განვითარებაში საქართველოში სახსრების დაკარგვის მაღალი რისკის გამო. შესაბამისად, მიზანშეწონილია საუბარი ქვეყანაში კაპიტალის კონცენტრაციის განვითარების საჭიროებაზე;

- თუ დასავლური ვენჩურული კაპიტალი იზადებოდა მეცნიერების მიმართ გაზრდილი ყურადღების ფონზე, საქართველოში ვენჩურული კაპიტალი იზადება მეცნიერების დაფინანსების შემცირების, „ტვინების გადინების“, მეცნიერების და სპეციალისტების კომერციაში მასიური გადასვლის ფონზე. წარმოების ტექნოლოგიური განახლების, კონკურენტუნარიანი პროდუქციის გამოშვების, და საბოლოო ჯამში, საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების უზრუნველყოფის ეროვნული მეცნიერების შენარჩუნების და განვითარების პრობლემებმა გადაიწია მეორე პლანზე. ქართული რეფორმების აქცენტები ძირითადად ეხებოდა მესაკუთრეობის ფორმების შეცვლას და ფინანსურ სფეროს. ამაზე გამოიწვია ეროვნული სამეცნიერო პოტენციალის შემცირება, რომლის მდგომარეობა არ პასუხობს საქართველოს ინტერესებს, მის ადგილს მსოფლიო საზოგადოებრიობაში. მნიშვნელოვანი როლი ამაში ითამაშა დაშვებულმა შეცდომებმა მეცნიერების ცნობილი რეფორმირების სტრატეგიაში. ამის შედეგად მეცნიერება, მნიშვნელოვანი ხარისხით, გარიცხული იყო ეკონომიკის რეფორმირების პროცესიდან. იგი არ უზრუნველყოფდა სამეცნიერო წინსწრების თანმიმდევრულ ფორმირებას, რომელიც ძალზე მნიშვნელოვანია ეკონომიკური და სოციალური პროგრესის ფაქტორების აქტივიზაციისთვის საქართველოს მიერ განვითარებული ქვეყნებისგან ჩამორჩენილობის დაძლევის მიზნით. სამწუხაროდ, უნდა ვაღიაროთ, რომ ამ სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვან სფეროში საქართველო წლებითა და ათწლეულებით ჩამორჩება „დიდ შვიდეულს“. საქართველოში

კონცენტრირებულია მსოფლიოს სამეცნიერო კადრების უმნიშვნელო რაოდენობა. სამეცნიერო-კვლევითი და ტექნოლოგიური ნიმუშების უმნიშვნელო პროცენტი თუ გამოიყენება სამრეწველო წარმოებაში, დანარჩენი კი კარგავს თავის აქტუალობას მანამ, სანამ მოხდება მისი კომერციალიზაცია. მსგავსი სიტუაციის მიზეზებად შეგვიძლია დავასახელოთ დაფინანსების კრიტიკული შეზღუდვა: ამ მიზნების დანახარჯები შეადგენენ მიზერულ თანხას - მშპ-ს 0,1% (როდესაც ზღვრული მნიშვნელობა 2%-ს შეადგენს) [56].

ქართული და უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ანალიზის შედეგად ჩვენ გამოვყავით მათი საერთო და განსხვავებული მახასიათებლები და წარმოავდგინეთ ისინი ცხრილში (ცხრილი 5). მიგვაჩნია, რომ განვითარების პროცესში არა მხოლოდ საქართველოს ვენჩურული კაპიტალი შეიძენს უცხოური ვენჩურული კაპიტალისთვის დამახასიათებელ თვისებებს, არამედ უკანასკნელიც განიცდის ტრანსფორმირებას ქართულის ზემოქმედების ქვეშ. საერთო მახასიათებლებს შორის შეგვიძლია დავასახელოთ შემდეგი: ვენჩურული კაპიტალის განვითარების კავშირი პირველი საფონდო და ინოვაციური ბაზრების

ცხრილი 5. ქართული და უცხოური ვენჩურული კაპიტალის შედარებითი დამახასიათებლობა

შედარების კრიტერიუმი	უცხოური ვენჩურული კაპიტალი	ქართული ვენჩურული კაპიტალი
სოციალური ბაზა	წარმოების საშუალებებზე კერძო საკუთრება	სახელმწიფო საკუთრების პრივატიზაციის შედეგად კერძო საკუთრების წარმოქმნის სტადია
საქმიანობის ძირითადი ნაწილი	კაპიტალის მობილიზაცია	კაპიტალის აკუმულირება
მეცნიერებასთან კავშირი	ჩაისახა მეცნიერებისადმი ყურადღების ზრდასთან ერთად	ჩაისახა მეცნიერების სფეროს კრიზისის, ანუ დაფინანსების კატასტროფული შემცირებისა და მეცნიერთა უცხოეთში გადინების დროს
სამეწარმეო კულტურასთან კავშირი	ჩამოყალიბდა და განვითარდა მაღალი სამეწარმეო კულტურის ფონზე	ჩაისახა და ვითარდება დაბალი სამეწარმეო კულტურის პირობებში
სამეცნიერო-ტექნიკურ პროგრესზე ორიენტაცია	ეფუძნება სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის	არასაკმარისადაა მიმართული სამეცნიერო-

	დაჩქარებას	ტექნიკურ პროგრესზე
პირველადი საფონდო ბაზრის განვითარების დონესთან კავშირი	დაკავშირებულია პირველადი საფონდო ბაზრების განვითარებასთან	მისი განვითარება უსწრებს საფონდო ბაზრების განვითარებას, საჭიროების შემთხვევაში იყენებს უცხოურ ინვესტიციებს
სოციალური მიმართულება	სოციალურად აქტიურია, ითვალისწინებს პროექტების ეკოლოგიურობას და მათ სოციალურ შედეგებს	სოციალურად პასიურია, ეკოლოგიური ორიენტაციის დონე - დაბალი
უცხოურ ქვეყნებში ინვესტირების მიზნები	ისწრაფის საზღვარგარეთ შემოსავლიანობის ზრდის მიზნით	მიისწრაფის საზღვარგარეთ საინვესტიციო რისკების შესამცირებლად ანდა „ფულის გათეთრების“ მიზნით

განვითარებასთან. ვენჩურული კაპიტალისტები ცდილობენ, ყველაზე მომგებიანად განათავსონ ინვესტიციები და მიიღონ მაქსიმალური მოგება. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა შედარებით ახალხან დაიწყო ფორმირება. საქართველოში ვენჩურული ინვესტირების ისტორიის ათვლის წერტილად შეგვიძლია მივიჩნიოთ 1993 წლის აპრილი, როდესაც ტოკიოში „დიდი რვიანის“ სახელმწიფოების მინისტრების შეხვედრაზე მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის (EBRD) ვენჩურული კაპიტალის 11 რეგიონული ფონდის ჩამოყალიბების თაობაზე. ფონდების ჩამოყალიბების მიზნად განისაზღვრა „კერძო კაპიტალში პირდაპირი ინვესტიციების მეშვეობით პრივატიზირებული კომპანიების გაძლიერებისთვის ხელშეწყობა“ [57]. გამოყოფილი 312 მლნ დოლარის ათვისების თაობაზე ტოკიოს სამიტზე მიღებული გადაწყვეტილების შესრულებისას, EBRD-მა 1994 წლის ივლისში განაცხადა 11 რეგიონული ვენჩურული ფონდიდან ერთერთის საქართველოში შექმნის შესახებ, რომელსაც წარმოადგენდა ქვემო ქართლის რეგიონული ვენჩურული ფონდი და იმართებოდა Siparex Gestion et Finance (SIGEFI) კომპანიის მიერ.

უკვე აღწერილი ფაზერის თეორიაზე დაყრდნობით, ჩვენ განვიხილავთ საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების შემდეგ ეტაპებს:

პირველი ეტაპი - ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ჩანასახი (1994-1998 წლები). აღნიშნულ ეტაპზე უცხოელი ინვესტორების იკვლევდნენ და აანალიზებდნენ ქართული ეკონომიკის შესაძლებლობებს, ახორციელებდნენ საცდელ ვენჩურულ ინვესტიციებს. ქვეყნის ეკონომიკურმა და პოლიტიკურმა არასტაბილურობამ, რეფორმირების ბუნდოვანმა კურსმა, ქართული კაპიტალის საზღვარგარეთ გადინებამ, მაღალი კლასის სპეციალისტების მასიურმა ემიგრაციამ, კორუფციამ მმართველ ორგანოებში განაპირობა იმ პერიოდის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ისეთი დამახასიათებელი თვისებები, როგორებიცაა დახურული ინფორმაცია ვენჩურული ინვესტორების მიერ დადებული გარიგებების შესახებ, სხვადასხვა ვენჩურულ ფონდებს შორის პროფესიული კონტაქტების არარსებობა, ვენჩურული ინვესტირების შესახებ ცოდნის სიმწირე ქართველი მეწარმეების რიგებში, განუვითარებელი ფასიანი ქაღალდებისა და სავალუტო ბაზარები.

EBRD-ის მონაწილეობით შექმნილი რეგიონული ვენჩურული ფონდი ემსახურებოდა გეოგრაფიულ ტერიტორიებს, იგი განაგებდა დაახლოებით 30 მლნ დოლარის ტოლ კაპიტალს, რასაც ემატებოდა ინვესტიციების მისაღებად არჩეული ეროვნული კომპანიების მწირი კაპიტალიც. ფონდს უნდა განეხორციელებინა 0,24 მლნ.-დან 2,4 მლნ.-მდე ეკიუს ტოლი ინვესტიცია კომპანიებში, რომლის თანამშრომლების რაოდენობა 200-დან 500-მდე იყო, ხოლო პრივატიზაცია განხორციელდა საქართველოს მთავრობის მიერ ჩატარებული მასიური პრივატიზაციის პროგრამის ფარგლებში.

აქ აუცილებელია აღვნიშნოთ შეუსაბამობა საქართველოში EBRD-ის რეგიონული ვენჩურული ფონდების ინვესტირების მიზნობრივ სეგმენტსა და კლასიკური ვენჩურული ინვესტირების მიზნობრივ სეგმენტს შორის. როგორც უკვე აღვნიშნეთ პირველ თავში, ვენჩურული კაპიტალი განკუთვნილია მცირე (უფრო იშვიათად საშუალო), პრიორიტეტულად მაღალტექნოლოგიური, საწარმოებისთვის. ამგვარად, საქართველოში რიგი უცხოელი ვენჩურული ინვესტორების, კერძოდ EBRD-ის ფონდების მიერ, არ იყო დაცული კლასიკური ვენჩურული დაფინანსებით

უმთავრესი პრინციპი. ვენჩურული კაპიტალისტების ქმედებების მნიშვნელოვანი ნაწილი მიმართული იყო საშუალო და მსხვილი საწარმოების მხარდაჭერაზე. ჩვენი აზრით, ეს შეგვიძლია ავხსნათ უცხოელი ინვესტორების მცდელობით, წვდომა ქონოდათ მსხვილი საწარმოების სამეცნიერო ლაბორატორიებში შემუშავებულ სიახლეებსა და ინოვაციებზე. ამ პერიოდში საერთაშორისო სამთავრობო და საფინანსო სტრუქტურები აქტიურად ქმნიდნენ დსთ-ს ქვეყნებზე ორიენტირებულ ვენჩურულ ფონდებს, იმ იმედით, რომ ყოფილი სსრკ-ს ქვეყნებში არსებობს მრავალი უნიკალური ტექნოლოგია, გასაიდუმლოებული ტექნიკური გადაწყვეტილებები, თავისუფალი საბაზრო ნიშები, რომლებიც სსრკ დაშლის შემდეგ ხელმისაწვდომი გახდა კომერციული გამოყენებისთვის.

2016 წლის 26 თებერვალს საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრომ შეიმუშავა საქართველოს მცირე და საშუალო მეწარმეობის განვითარების სტრატეგია, რომელიც დაამტკიცა საქართველოს მთავრობამ. იგი გაწერილია 2016-2020 წლებზე და მისი შესრულებით მიიღწევა სამი მთავარი და, რაც მთავარია, გაზომვადი მიზანი:

1. 2020 წლისთვის მცირე და საშუალო საწარმოების გამოშვების ზრდა უნდა გახდეს წლიურად საშუალოდ 10%;
2. 2020 წლისთვის მცირე და საშუალო საწარმოებში დასაქმებულთა ზრდამ უნდა შეადგინოს 15%;
3. 2020 წლისთვის მწარმოებლურობის ზრდამ უნდა შეადგინოს 7%.

სტრატეგიის შესრულების პროცესში მოხდება მის შესასრულებლად საჭირო სხვადასხვა კანონების და რეგულაციების მიღება. თვით სტრატეგია კი გაშლილია ხუთი მიმართულებით:

1. საკანონმდებლო, ინსტიტუციური და სამეწარმეო გარემოს გაუმჯობესება; რაშიც იგულისხმება: ბიზნესის დახურვის და გადახდისუუნარობის პროცედურების გამარტივება/გაუმჯობესება;

2. განახლდება მცირე და საშუალო საწარმოთა განმარტებები, რადგანაც 2002 წლის საქსტატის მიერ დადგენილი ნორმები (რომლებზეც უკვე ვისაუბრეთ ნაშრომის პირველ თავში) არ შეესაბამება 2016 წლის ეკონომიკური განვითარების რეალობას და, მით უმეტეს, ევროპის ქვეყნებში დადგენილ მცირე და საშუალო ბიზნესის განმსაზღვრელ ნორმებს. მოხდება საწარმოთა სტატისტიკის გაუმჯობესება, რათა უფრო ზუსტად ვიცოდეთ, რომელი დარგი რა ინტენსივობით ვითარდება, როგორ ხდება ეკონომიკის სექტორებისა და დარგების მიხედვით დასაქმებულთა ზრდა და ა. შ.;
3. გაძლიერდება მცირე და საშუალო მეწარმეობის მხარდამჭერი ინსტიტუტები (ბიზნეს-ასოციაციები) და საჯარო და კერძო სექტორს შორის დიალოგი. შეიქმნება ერთგვარი კომუნიკაციის ოფიციალური პლატფორმა, რათა მთავრობამ უშუალოდ ბიზნესისგან დროულად შეიტყოს მასში არსებული პრობლემები და გაიზიაროს ინიციატივები;
4. გაუმჯობესდება და გამარტივდება ფინანსებზე ხელმისაწვდომობა, რაშიც იგულისხმება მცირე და საშუალო მეწარმეთა ცოდნის ამაღლება ფინანსების გაზრდის (Fund rising) საკითხებში;
5. ამაღლება გაცნობიერება იმისა, თუ ბანკებისა და მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების გარდა რა რესურსები არსებობს დაფინანსების მოსაზიდად;
6. ხელი შეეწყობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას, კერძო საინვესტიციო და ვენჩურული კაპიტალის ფონდების მოზიდვას; გაფართოვდება „აწარმოე საქართველოში“ პროგრამის არეალი და სახელმწიფო თანადაფინანსების წილი;
7. დაიწყება მცირე და საშუალო მეწარმეობის უნარების განვითარება და სამეწარმეო კულტურის ამაღლების ხელშეწყობა, რაშიც იგულისხმება: შრომის ბაზრის საჭიროების იდენტიფიცირება და შესაბამისი დასაქმების და გადამზადების პროგრამების განვითარება; მოხდება მცირე და საშუალო

საწარმოთა ტრენინგების საჭიროებათა შეფასება და შესაბამისი ტრენინგების შემდგომი დაფინანსდება;

8. პროფესიული განათლების სისტემა გახდება მეწარმეების მოთხოვნებზე ორიენტირებული და პროფესიული სასწავლებლები პროფესიულ კადრებს მოამზადებენ ბიზნესის საჭიროების მიხედვით; მეწარმეობის განვითარების სააგენტოს ვებგვერდზე დაემატება საგანმანათლებლო კომპონენტები. მოხდება ქალთა მეწარმეობის წახალისება;
9. გაძლიერდება ექსპორტის ხელშეწყობა და მცირე და საშუალო საწარმოთა ინტერნაციონალიზაცია, რაშიც იგულისხმება: DCFTA-ის პერსპექტივების და მოთხოვნების შესახებ ცნობიერების ამაღლება და მეწარმეობის მხარდაჭერა DCFTA მოთხოვნებთან ადაპტაციაში (გადაშვადება, გადაიარაღება), მცირე და საშუალო საწარმოთა ექსპორტის სტიმულირება;
10. საგანგებო საიტებზე დაიდება ინფორმაცია საერთაშორისო ბაზრებზე, შეიქმნება საწარმოთა ბაზები და განვითარდება ვებგვერდები;
11. მოხდება მეწარმეობის მხარდაჭერა საერთაშორისო სავაჭრო ურთიერთობების დამყარებაში, საერთაშორისო გამოფენებში მონაწილეობის მიღებაში და უცხოელ ინვესტორებთან კავშირების დამყარებაში.
12. გაგრძელდება და გაიზრდება ინოვაციების, კვლევისა და განვითარების ხელშეწყობა, რაშიც იგულისხმება: მცირე და საშუალო საწარმოებში ინოვაციების სტიმულირება და ცნობადობის გაზრდა ინოვაციური მეწარმეობის მნიშვნელობაზე; ხელი შეეწყობათ გამომგონებლებს, რომ მოახდინონ მათი გამოგონების კომერციალიზაცია. საინფორმაციო და საკომუნიკაციო ტექნოლოგიების (ICT) გამოყენებით უნარების გაუმჯობესება (ინტერნეტიზაცია), ინოვაციებისთვის საჭირო ინფრასტრუქტურის განვითარება, ტექნოპარკების გახსნა ქვეყნის მასშტაბით.

ამ სტრატეგიის მიღება აუცილებელი იყო, რადგან ქვეყანაში უნდა არსებობდეს ხედვა და მიზანი, თუ როგორ და რა ეტაპობრივობით უნდა განვითარდეს მცირე და

საშუალო ბიზნესი. სტრატეგიაში განსაზღვრულია კონკრეტულ ვადებზე მიზნული ქმედებები და ამ ქმედებების განმახორციელებელი შესაბამისი სამინისტროები, სხვადასხვა უწყებები (მაგ. ეროვნული ბანკი, საქსტატი, მეწარმოების განვითარების სააგენტო, ინოვაციებისა და ტექნოლოგიების სააგენტო და ა. შ.)

ამ ეტაპისთვის ფინანსთა სამინისტროს მიერ მომზადებულია კანონპროექტი “ბუღალტრული აღრიცხვისა და ფინანსური ანგარიშგებების აუდიტის შესახებ”, რომლის მიხედვითაც მცირე და საშუალო საწარმოებს ხელი შეეწყობა ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების (IEFS for SMEs) დანერგვაში, რაც, თავის მხრივ, გაზრდის მათ მიმართ სანდოობას და დაეხმარება, უფრო მარტივად მოიზიდონ საერთაშორისო თუ ადგილობრივი ინვესტორები და პარტნიორები.

ამ სტრატეგიის შემუშავებაში ჩართული იყო ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაცია (OECD) და გაზიარებული იქნა ამ ორგანიზაციის წევრი ქვეყნების წარმატებული პრაქტიკა. ბიზნეს ასოციაციებიდან ჩართული იყო საქართველოს მცირე და საშუალო საწარმოთა ასოციაცია (GSMESA), საქართველოს დამსაქმებელთა ასოციაცია (GEA) და საქართველოს სამრეწველო სავაჭრო პალატა (GCC), რომელთა რეკომენდაციები გათვალისწინებულ იქნა სტრატეგიაში.

აქვე გვინდა განვიხილოთ საქართველოს მცირე და საშუალო საწარმოთა ასოციაციის (GSMESA) მიერ შემუშავებული სტრატეგიული მიზნებიც, რომელთა გათვალისწინება და გაზიარებაც თითქმის მთლიანად მოხდა სამთავრობო პროგრამაში. ჩვენთვის ამ ასოციაციის რეკომენდაციები მნიშვნელოვანია იმდენად, რამდენადაც ითვალისწინებს საქართველოში ვენჩურული ინდუსტრიის ჩამოყალიბების და განვითარების ხელშეწყობას:

- საქართველოში საინვესტიციო საქმიანობისთვის ხელსაყრელი პოლიტიკური და სამეწარმეო კლიტის ფორმირება;
- სამთავრობო და მმართველ ორგანოებში, მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებში, ქვეყნის შიგნით და საზღვარგარეთ არსებულ საფინანსო და სამრეწველო წრეებში ასოციაციის წევრების ინტერესების დაცვა;

- ქართული ვენჩურული ბაზრის მონაწილეების საინფორმაციო უზრუნველყოფა;
- ვენჩურული ბიზნესის კომპანიებისთვის კვალიფიციური სპეციალისტების ახვადასხვა ქმედითი დახმარების უზრუნველყოფა.

შეუძლებელია იმის მტკიცება, რომ ასოციაციის შექმნასთან ერთად ჩამოყალიბდა ვენჩურული ინვესტორების სრულფასოვანი თანამეგობრობა. დღემდე ეს ორგანიზაცია აერთიანებს ვენჩურული ინდუსტრიის მონაწილეების უმნიშვნელო რიცხვს, თუმცა მისი ჩამოყალიბება წარმოადგენდა მნიშვნელოვან წინსვლას ვენჩურული კაპიტალის დაბანდების ცალკეული მცდელობების პროფესიული საქმიანობის ნორმალურ და ცივილიზებულ სახეობად გარდაქმნის გზაზე.

ვენჩურული ინვესტირების ქართული გამოცდილების გათვალისწინებით, გამოვყავით საქართველოში ვენჩურული დაფინანსების განვითარების პროცესის სამი ძირითადი შემაფერხებელი ფაქტორი:

1. საქართველოს ეკონომიკის განვითარების ადრეული სტადია. პირდაპირი ინვესტირების მექანიზმები არ იყო განვითარებული, ხოლო ამ პროცესის გააზრება კი დღემდე შეზღუდულია. კომპანიების მენეჯერები უფრო ხილდებიან გარე ინვესტორებს;
2. ვენჩურული ფონდების მენეჯერები არ არიან ადაპტირებულნი საქართველოს პირობებთან და მმართველი გუნდების შედგენა ნელა მიმდინარეობს;
3. ფონდების მენეჯერებს შორის პირდაპირი კავშირი არ არსებობს, რაც მათ ერთგვარ გარიყულობას განაპირობებს.

ჩვენი აზრით, ამ ფაქტორების რიცხვს საჭიროა დავუმატოთ ქართველი მეწარმეების მიერ ვენჩურული დაფინანსების შინაარსისა და მიზნის ძნელად გააზრების ფაქტორიც. მაშასადამე, ჩვენ გამოვყოფთ საქართველოში ვენჩურული ბაზრის განვითარების პირველი ეტაპის შემდეგ დამახასიათებელ თვისებებს:

1. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ჩამოყალიბება არ იყო კერძო ინიციატივის შედეგი, რომელიც პასუხობს ადგილობრივი მეწარმეობის და ბაზრის განვითარების შიდა მოთხოვნებს, არამედ პოლიტიკურ-ადმინისტრაციული გადაწყვეტილების შედეგი, რომლის უკან იდგა გარდამავალი ეკონომიკისთვის საბაზრო ეკონომიკის ჩანასახების მითვისების მცდელობა.
2. საქართველოში ვენჩურული დაფინანსების მიზნად გამოცხადდა პრივატიზირებული საწარმოებისთვის მხარდაჭერის აღმოჩენა, ან უფრო მასშტაბურად, საქართველოში საბაზრო ეკონომიკის ჩამოყალიბების ხელშეწყობა.
3. უცხოელმა ინვესტორებმა არ გაითვალისწინეს საქართველოს სპეციფიკა, ქართულ ნიადაგზე ადაპტაციის გარეშე განხორციელდა უცხოური ვენჩურული ფონდების მართვის თავისებურებების, მმართველო კომპანიების ქცევის სტილის, ფონდების და ინვესტიციების ობიექტების ურთიერთქმედების ხასიათის გადმოტანის მცდელობები.
4. საქართველოში ვენჩურული ინვესტირების მაღალ რისკებს ემატებოდა საერთო ეკონომიკური და პოლიტიკური არასტაბილურობა და გაურკვევლობა.
5. თუ განვითარებული ვენჩურული ინდუსტრიის მქონე ქვეყნებში ვენჩურული კაპიტალის 50% გააჩნია ეროვნული წარმოშობა, ხოლო იმ დასავლურ ქვეყნებში, სადაც ვენჩურულ ინვესტირებამ ცოტა ხნის წინ დაიწყო განვითარება, ეროვნული კაპიტალი მნიშვნელოვნად პრევალირებს, საქართველოს ვენჩურულ ინდუსტრიაში ეროვნული კაპიტალი ან საერთოდ არ არსებობს, ანდაც სუსტადაა წარმოდგენილი, რაც მნიშვნელოვნად აფერხებს მის განვითარებას.

2014 წლის თებერვალში საქართველოში შეიქმნა ინოვაციებისა და ტექნოლოგიების სააგენტო GITA, რომლის მიზნებსაც წარმოადგენს საქართველოში ინოვაციური

ეკოსისტემის შექმნის და მისი განვითარების პროცესის კოორდინაცია, ქვეყნის ინოვაციების და ტექნოლოგიების ერთიანი პოლიტიკის და სტრატეგიის განხორციელების პროცესის ხელშეწყობა და კოორდინირება, მომსახურებების, ინსტრუმენტების, პროგრამების და ინფრასტრუქტურული პროექტების ფორმირება კერძო და სახელმწიფო სექტორის მიერ ცოდნის, ინოვაციების და კვლევის შედეგების კომერციალიზაციისა და ინოვაციური მეწარმეობის ხელშეწყობისათვის, საინფორმაციო საზოგადოების ფორმირების ხელშეწყობი პროექტების და პროგრამების ერთიანი სახელმწიფო პოლიტიკის განხორციელების ხელშეწყობა და კოორდინირება, ექსპორტზე ორიენტირებული ინოვაციების და ტექნოლოგიების, ინოვაციური საინფორმაციო ტექნოლოგიური პროდუქტების და მომსახურების, მათ შორის საექსპორტო პროგრამირების განვითარების ხელშეწყობა, მაღალსიჩქარიანი ინტერნეტის განვითარების და ინტერნეტის გამოყენების ეფექტურობის ამაღლებისათვის დაგეგმილ მიზნობრივ პროგრამებში და პროექტებში მონაწილეობა, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროსათვის ინიციატივების და წინადადებების წარდგენა ინოვაციების და ტექნოლოგიების, ინტერნეტიზაციის და საინფორმაციო საზოგადოების მშენებლობისათვის შესაბამისი საკანონმდებლო ცვლილებების მოსამზადებლად, ასევე საექსპერტო მხარდაჭერის განხორციელება. სააგენტოს პროგრამები მიმართულია სტარტაპების მხარდაჭერაზე და აქსელერატორების დაარსებაზე, ინოვაციური პროდუქტებისა და კვლევების წარმოების გზით სამეცნიერო სფეროს განვითარების ხელშეწყობისაკენ, ქვეყანაში კრეატიული ინდუსტრიის ფორმირების ხელშეწყობისაკენ, ექსპორტზე ორიენტირებული საინფორმაციო ტექნოლოგიების სფეროს ჩამოყალიბებისაკენ, პრიორიტეტულ მიმართულებებზე სხვადასხვა სახის ტრენინგების და სწავლების ჩატარებაზე, საქართველოში ინოვაციების ინფრასტრუქტურის და სოციალური ინოვაციების განვითარებაზე.

გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ბევრი ქვეყნისათვის ჯერ კიდევ დამახასიათებელია ფინანსური სისტემები, რომლებშიც პრივალირებს ბანკების

და ძალზე უმნიშვნელოა საჯარო და კერძო ბაზრების სააქციო კაპიტალების როლი. სწორედ ასეთ ფინანსურ სისტემებს განეკუთვნება ქართულიც.

აქ ლოგიკური იქნება შეკითხვა - შეუძლია საბანკო კრედიტების ხელმისაწვდომობას გაუადვილოს ფირმების ინოვაციური საქმიანობა სარისკო კაპიტალის მნიშვნელოვანი ჩართულობის გარეშე?

ჩვენ შეგვიძლია ორნაირად გავცეთ ამ შეკითხვას მეცნიერულად დასაბუთებული პასუხი:

პირველი - პესიმისტურია, თუ გავითვალისწინებთ ინოვაციების ბუნებრივ განუსაზღვრელობას, განსაკუთრებით ისეთ სფეროში, როგორიცაა მეცნიერება და ტექნოლოგიები. ამ თვალსაზრისით ცხადია, რომ ბანკები, როგორც დაფინანსების წყარო, ნაკლებად გამოსადეგია ოთხი მიზეზის გამო:

1. ჯერ ერთი, აქტივებს, რომლებიც ჩართულია ინოვაციებში, ყოველთვის არ აქვთ მატერიალური ფორმა, მაგალითად იმ შემთხვევაში, თუ ფირმის სპეციფიკა არ არის მატერიალური წარმოება და მისი ძირითად კაპიტალს ადამიანური კაპიტალი წარმოადგენს. ამ შემთხვევაში ბანკი მას ვერანაირად გამოიყენებს უზრუნველყოფის სახით. ანუ, ასეთი ფირმებს არ გააჩნიათ სესხის უზრუნველყოფის ის კლასიკური გარანტიები, რომელთაც საბანკო საქმე მოითხოვს;
2. მეორეც, ინოვაციური ფირმებისათვის, როგორც წესი, დამახასიათებელია ფულადი ნაკადების ვოლატილურობა (პირველ ხანებში მაინც). მაგრამ სწორედ ეს არ ჯდება ბანკების მიერ შეთავაზებული კრედიტების დაბრუნების გრაფიკთა უმრავლესობაში;
3. მესამეა ის, რომ ბანკს უბრალოდ შეიძლება არ ეყოს საესპერტო გამოცდილება და პოტენციალი, შეაფასოს ამა თუ იმ ტექნოლოგიის საწყის ეტაპზე შესაფასებლად;
4. დაბოლოს, ბანკებს ყოველთვის ექნებათ იმის შიში, რომ ახალი ტექნოლოგიების დაფინანსებს შეიძლება მოყვეს უკვე გაცემული

კრედიტების უზრუნველყოფის ნაცვლად მიღებული ძველი ტექნოლოგიების გაუფასურება.

ყველა ამ მიზეზით, ბანკები შეიძლება არ იყონ მზად ანდა არ ეყოთ სახსრები ინოვაციური ფირმების ფართო დაფინანსებისათვის.

მაგრამ გვაქვს მეორე, **ოპტიმისტური შეფასებაც**. თუ გავიხსენებთ, რომ ბანკების ძირითად და საკვანძო ფუნქციას ფირმებთან გრძელვადიანი შეთანხმებების დადება წარმოადგენს, რომლის დროსაც დაკრედიტების სპეციალისტებს უყალიბდებათ მსესხებლების უფრო ღრმა გაგება, მაშინ ცხადი გახდება, რომ ბანკებს გააჩნიათ ინოვაციური ფირმების დაფინანსების შესაძლებლობები, ვინაიდან ხანგრძლივი ურთიერთობის განმავლობაში ისინი უკეთესად ჩაწვდებიან ფირმების ბიზნეს-გეგმებს და მათში გათვალისწინებული ტექნოლოგიების მნიშვნელობას.

გარდა ამისა, როგორც ხაზგასმითაა აღნიშნული EBRD -ის „გარდამავალი პერიოდის შესახებ“ მოხსენებაში, შიდასაფირმო ინოვაციებისთვის საჭიროა არა მხოლოდ სამეცნიერო-ტექნოლოგიური კვლევები და ახალი ტექნოლოგიები, არამედ ისინი ითვალისწინებს აგრეთვე არსებული პროდუქტებისა და პროცესების დანერგვას. შესაძლოა ისინი არახალია მსოფლიოს წამყვანი კომპანიებისათვის, მაგრამ სიახლეა ქართული კონკრეტული ფირმის საქმიანობაში, რომელიც კონკრეტულად ქართულ ბიზნეს-სივრცისათვის ნერგავს მათ. ასეთი იმიტაციური ინოვაციები ნაკლები რისკის ქვეშ დგას და უფრო შეესაბამება ბანკების უმეტესობის წარმოდგენას საკრედიტო რისკების შესახებ.

ეს განსაკუთრებით დამახასიათებელია ისეთი ბანკებისთვის, რომელთაც უკვე აქვთ რაიმე სახის გამოცდილება კონკრეტული ტექნოლოგიების დაფინანსებაში ან დამოუკიდებლად, ან სხვა ბანკთან პარტნიორობაში.

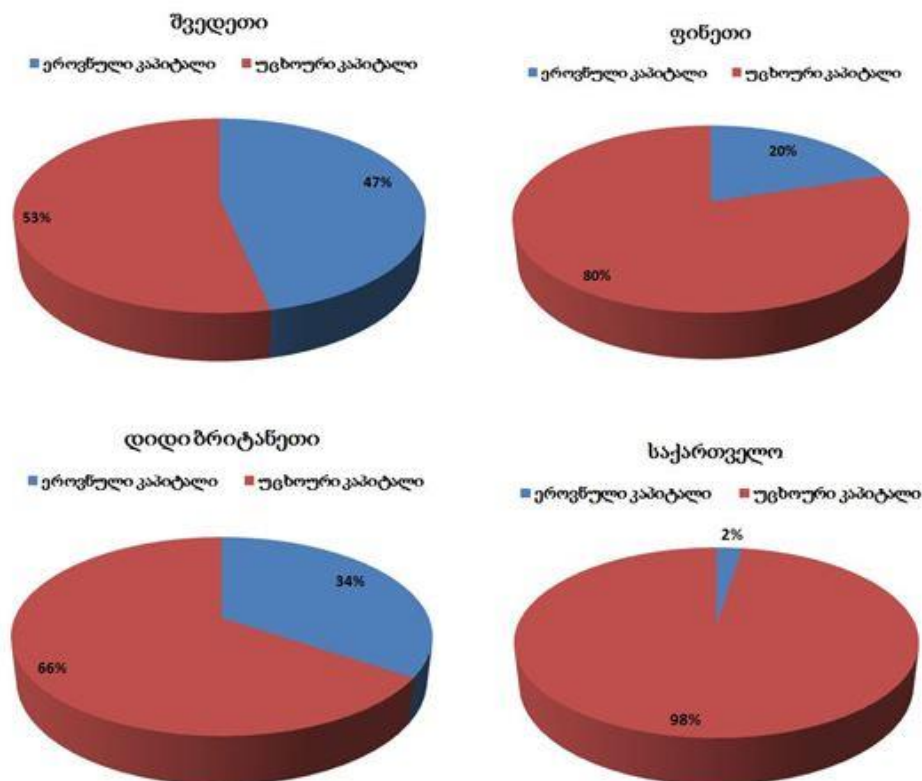
აქ არის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი მომენტი, კერძოდ: ბანკი შეიძლება მოგვევლინოს საკუთარი კლიენტების ბაზაში არსებულ სუბიექტთა შორის, როგორც ინოვაციური ტექნოლოგიების გავრცელების ინსტრუმენტი.

დაბოლოს, იმ შემთხვევაშიც კი, როცა ბანკი არც პირდაპირ და არც ირიბად არ ახდენს ინოვაციური პროექტების დაფინანსებას, მათ მაინც შეუძლიათ შიდასაფირმო ინოვაციების სტიმულირება. მაგალითად მაშინ, როცა ისინი გასცემენ საბრუნავი კაპიტალის დასაფინანსებელ სესხებს, ანდა მოკლევადიან კრედიტებს. ამ დროს ხდება ფირმის შიდა რესურსების გამოთავისუფლება და ინოვაციური პროექტის დასაფინანსებლად მისი მიმართვა. ცნობილი ფაქტია, რომ მსოფლიოში არსებულ ყველა ფირმას ურჩევნია, რომ ინოვაციური კაპიტალი არა ნასესხებ, არამედ საკუთარ სახსრებს წარმოადგენდეს.

საქართველოში ძირითად ინვესტორს წარმოადგენს განვითარებისა და რეკონსტრუქციის ევროპის ბანკი, რომლის წილზე მოდის ვენჩურული ინვესტიციების საერთო მოცულობის დაახლოებით 75%. ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე ქართული ინვესტიციების არარსებობის ერთ-ერთ მიზეზად შეიძლება დასახელდეს ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკა, რადგან ის წარმოადგენს ფინანსური სახსრების და ცოდნის, უნარების, ივესტორის უნარების კონგლომერატს. სწორედ უკანსკნელთა სიმწირე ქართველი ინვესტორების რიგებში, ჩვენი აზრით, განაპირობებს მათ დაბალ აქტიურობას.

ერთის მხრივ, EBRD-ის რეგიონული ვენჩურული ფონდები ასრულებენ დადებით როლს საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარებაში, რადგან აძლევენ საშუალებას სხვა მმართველ კომპანიებს, გაეცნონ, თუ როგორ შეუძლია ვენჩურულ კაპიტალს ეფექტური მოქმედება ქვეყანაში; ხელს უწყობენ ქართულ ბაზარზე კერძო ინვესტორების გამოჩენას და ამით ასრულებენ კატალიზატორების როლს; ხელს უწყობენ ვენჩურული ინდუსტრიის ქართველი პროფესიონალების ფორმირებას.

დიაგრამა 6. ვენჩურული კაპიტალის გადანაწილება ინვესტორების შემადგენლობის მიხედვით ქვეყნებსა და საქართველოში



წყარო: <http://www.ebrd.com/where-we-are/georgia/overview.html> [58]

<http://www.ebrd.com/work-with-us/advice-for-small-businesses/georgia.html%20> [59]

ამასთან ერთად მიგვაჩნია, რიგი მიზეზების გამო არ ღირს EBRD-ის რეგიონული ვენჩურული ფონდების, როგორც ტექნოლოგიური ბიზნესისთვის ინვესტიციების სერიოზული წყაროს განხილვა, გამომდინარე იქიდან, რომ:

1. რეგიონული ვენჩურული ფონდები (რვფ) მხარს უჭერენ პროექტებს განვითარების საკმაოდ პროდუქტიულ სტადიაზე (expansion), საწყისის ნაცვლად (start up). ინვესტიციებზე პრეტენდენტ კომპანიას უნდა გააჩნდეს გაყიდვების მნიშვნელოვანი მოცულობა, რომელიც რვფ-ს ინვესტიციის ზომის შესაფერის იქნება (მინიმუმ 300-500 ათასი დოლარი, საშუალოდ 1-2 მლნ დოლარი). მცირე საწარმოებისთვის „ანასახოვან“ (seed) და საწყის (start up) სტადიებზე საჭირო ინვესტიციების მოცულობა, როგორც წესი, შეადგენს 30 000-დან 100 000-მდე ლარს;

2. რვფ-ს ხემძღვანელების მიერ რისკების შეფასება არც მაინცა და მაინც საბაზროა: რისკის მინიმიზაცია მის სამუშაოში - არ არის იგივე მინიმიზაცია, რომელიც საჭიროა ნებისმიერი საინვესტიციო პროექტის განხილვისას (რა თქმა უნდა, რვფ ატარებს ეგეთ სამუშაოსაც), მაგრამ რისკის მინიმიზაცია ბიუროკრატის მიერ, რომელმაც ეკისრება სრული პასუხისმგებლობა წარუმატებლობის შემთხვევაში, თუ პროექტის არ დაფინანსდება, ყოველთვის შეუძლია გადაწყვეტილება პროექტის არ დაფინანსების შესახებ მიაწეროს „ქართულ პირობებს“. რვფ-ს დირექტორებს აქვთ ძლიერი მოტივაცია არ გასცენ ინვესტიციები და არასაკმარისად მოახდინონ ფონდის კაპიტალიდან შემოსავლის მაქსიმიზაცია. შესაბამისად, რვფ არ წარმოადგენს საბაზრო ინსტიტუტს სრული ხარისხით. სწორედ ამიტომაც საქართველოში დაფინანსებული რვფ-ს მიერ დაფინანსებული პროექტების მცირე რიცხვი.
3. როგორც ჩანს, ფონდი არის ორიენტირებული მაღალტექნოლოგიური პროექტების დაფინანსებაზე. მიუხედავად იმისა, რომ რვფ აღიარებს, რომ მხოლოდ ასეთ პროექტებს შეუძლიათ დაბანდებული სახსრებიდან მიღებული შემოსავლების უდიდესი ზრდა, ისინი ენთუზიაზმის გარეშე განიხილავენ high-tech პროექტებს, მათ შორის „ტექნო-ნაციონალიზმის“ შეხედულებებიდან გამომდინარე: არსებობს იმის ხშირად გამართლებული საშიშროება, რომ მაღალი ტექნოლოგიების სფეროს ის პროექტები, რომლებსაც რვფ-მ აღმოუჩინა ძლიერი ფინანსური მხარდაჭერა, შეძლებენ კონკურენციის გაწევას დასავლური სამრეწველო ლიდერებისთვის ცალკეულ რეგიონულ ბაზრებზე. ეს საშიშროება უფრო მართლდება, თუ გავითვალისწინებთ, რომ ქართული პროექტები „ტრადიციულ“ (საკვები, სასმელი, წყალი და ა.შ.) დარგებში ორიენტირებულია ძირითადად შიდა ბაზარზე, ხოლო high-tech პროექტები უფრო ევექტურია მხოლოდ საერთაშორისო ბაზრებზე ექსპორტის შემთხვევაში. 1994-2008 წლების პერიოდში ვენჩურული ფონდების მიერ განხორციელებული გარიგებების შესახებ ინფორმაციის ხელმიუწვდომლობის

გამო, ვენჩურული ფონდების რაოდენობის და მოზიდული ვენჩურული კაპიტალის ზომების შეფასება საკმაოდ რთულია, მიუხედავად ამისა, ექსპერტების რამდენიმე შეფასების მიხედვით, აღნიშნულ ეტაპზე ქვეყნის ტერიტორიაზე ფუნქციონირებდა დაახლოების 4 ფონდი, რომლებმაც განახორციელეს დაახლოებით 3,5 მლნ დოლარის ტოლი ინვესტიცია.

4. ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპი არის არამდგრადი ზრდის ეტაპი (1998-2008 წლები). 2008 წლის აგვისტოს კრიზისი იქცა გარდამტეხ მომენტად, როგორც მთლიანი ქვეყნისთვის, ისე ჯერ კიდევ სუსტი ვენჩურული კაპიტალის ბაზრისთვის. საქართველოში მოქმედი ოთხი ვენჩურული ფონდიდან სამმა შეწყვიტა თავის საქმიანობა, ხოლო რამდენიმე ახალმა აღარც კი გადაუწყვეტია მისი დაწყება.

მიუხედავად ამისა, კრიზისმა შექმნა რიგი პოზიტიური წინაპირობისა ეროვნული ბიზნესის განვითარებისთვის:

- 1) უპირველეს ყოვლისა, მკვეთრად გაიზარდა ეროვნული საქონლისა და მომსახურების, მათ შორის ინოვაციების კონკურენტუნარიანობა;
- 2) მეორე, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კრახთან დაკავშირებული კაპიტალის მაღალ შემოსავლიანი გადანაწილების ტრადიციული მეთოდების სიმწირემ აიძულა ეროვნული საფინანსო ინსტიტუტები აეთვისებინათ რეალურ ბიზნესში სახსრების დაბანდების ადეკვატური ცივილური მექანიზმები;
- 3) მესამე, ეროვნული კომპანიების პროდუქციაზე მოთხოვნის ამაღლება ითხოვს სახსრების სწრაფ დაბანდებას მათ სამეწრმეო ბაზაში, ამასთან შემთხვევათა უმრავლესობაში დაკრედიტების ტრადიციული მექანიზმი ვერ გამოიყენება. მსესხებელს არ აწყობს კრედიტის დამტკიცების პირობები, კრედიტორს - წარდგენილი გარანტიები. ასეთ შემთხვევაში ვენჩურული ინვესტიცია - ალტერნატივების შეზღუდული რაოდენობიდან ერთ-ერთია, ამასთან

ინვესტორს აქვს კარგი შანსი შეიძინოს კომპანიის მნიშვნელოვანი წილი შედარებით ნაკლებ თანხაში.

- 4) მეოთხე, ინვესტორებისა და საქართველოს შორის ურთიერთობების დაძაბვა, და ასევე ეკონომიკის რეალური სექტორის განვითარების დიდი საჭიროება იწვევს ვენჩურულ კაპიტალისტებზე ბიუროკრატიული ზეწოლის შემცირებას.

რეკონსტრუქციისა და განვითარების ევროპული ბანკის მოცემებით, საქართველოს ეკონომიკაში ვენჩურული ინვესტიციების წილმა 2011 წლისთვის პროცენტულ მაჩვენებელში მშპ-სთან მიმართებაში შეადგინა 0,01%, ამის შემდეგ ამ მაჩვენებლის მნიშვნელობა იმდენად დაბალია, რომ მის მიხედვით საქართველო მსოფლიო რეიტინგებში არც მიეთითება. მსგავსია მაჩვენებელი ისეთ ქვეყნებში, როგორებიცაა პოლონეთი და რუმინეთი - რომლებმაც ვერ გადალახეს 0,1%-ის ზღვარი. შედარების მიზნით, ეს მაჩვენებელი აშშ-სთვის 2011წელს შეადგენდა 0,6%, ხოლო საშუალოდ ევროპაში - 0,25% [60].

ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპისთვის საჭირო გახდება პროფესიონალი მენეჯერების გამოჩენა, რომლებიც ფლობენ არა მხოლოდ ბიზნესის მართვის თანამედროვე ტექნოლოგიებს, არამედ გააჩნიათ ქართული გამოცდილება, იციან ეროვნული კანონმდებლობა და ფლობენ ბიზნესის წარმართვის პრაქტიკულ უნარ-ჩვევებს. მსგავსი სპეციალისტების რაოდენობა არ პასუხობს საქართველოში ვენჩურული ინდუსტრიის განვითარების მოთხოვნებს. მრავალი ქართველი მეცნიერი, რომელმაც შექმნა თავის ბიზნესი, დღემდე განსხვავდება თავისი უცხოური კოლეგებისგან მეწარმეობის სუსტი კულტურით, უუნარობით, ობიექტურად შეაფასოს კომერციალიზებადი სამეცნიერო-ტექნიკური ნიმუშის საბაზრო პერსპექტივები. ძალიან ხშირად თავისი ინტელექტუალური საკუთრების კომერციალიზაციით დაკავებული მეცნიერები ზღუდავენ თავის ამბიციებს ელემენტარული სურვილით - შეავსონ სამეცნიერო მუშაკის მწირე ბიუჯეტი თითქმის კუსტარულად აწყობილი რამდენიმე მოწყობილობის წლიური გაყიდვებიდან მიღებული შემოსავლით.

ბიზნესის და ტექნოლოგიური კონსალტინგის სფეროში განათლებული სპეციალისტების მოზიდვა პატარა ინოვაციურ კომპანიას აძლევს საშუალებას, გადაწყვიტოს დანარჩენი ზემოთ ჩამოთვლილი პრობლემების კომპლექსი, რომელიც აფერხებს ურთიერთქმედებას ვენჩურულ ინვესტორებთან. როგორც გვიჩვენებს პატარა კომპანიების უცხოური გამოცდილება სამეცნიერო-ტექნიკურ სფეროში, ვენჩურული ინვესტიციების მისაღებად კომპანიის მზადების პროცესში აუცილებელია შემდეგი სამუშაოების ჩატარება:

- ტექნოლოგიური აუდიტი;
- არამატერიალური აქტივების შეფასება და კომპანიის ინტელექტუალური საკუთრების უფლებებში განჭირვალობის მიღწევა;
- მმართველი გუნდის ჩამოყალიბება და პერსონალის მართვის სამუშაოების ჩატარება;
- მარკეტინგული სტრატეგიის შემუშავება;
- ბიზნეს-გეგმის შემუშავება;
- კომპანიის საქმიანობის ფინანსური გამჭირვალობის უზრუნველყოფა;
- ხარისხის მართვის სისტემის დანერგვა.

ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის გადასვლა მესამე ეტაპზე დაკავშირებულია, ჩვენი აზრით, საქართველოს ეკონომიკის სტაბილურობასთან, მისი კონკურენტუნარიანობის მატებასთან, ლარის გამყარებასთან, ინფლაციის შემცირებასთან. ქართველი ინვესტორების რიგებში ინტერესის გაღვივება საკუთარ ქვეყანაში საქმიანობის წარმართვის მიმართ წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრის მდგრადობის და პერსპექტიულობის მნიშვნელოვან მაჩვენებელს. გვინდა განსაკუთრებულად გამოვყოთ მოქმედი ვენჩურული ფონდების საქმიანობისთვის შექმნილ წინაღობები: **პირველ რიგში**, საგადასახადო სისტემა, რომლის მიხედვით არ შეიძლება სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოებისთვის საჭირო ახალი დანადგარების შეძენასა და მარკეტინგულ კვლევებზე გაწეული ხარჯების დანახარჯებში აღრიცხვა. ხოლო კომპანიებისთვის, რომლებიც ახორციელებენ

ვენჩურულ პროგრამებს, სწორედ ესაა ძირითადი დანახარჯები; მეორე, მნიშვნელოვან პრობლემას წარმოადგენს მრავალრიცხოვანი მარეგულირებელი ორგანოები; მესამე, დამატებით სირთულეებს ქმნის ეროვნული საფინანსო სტრუქტურის თავისებურება. განვითარებული ქვეყნებისგან განსხვავებით, საქართველოში ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის, როგორებიც არიან საპენსიო ფონდები და სადაზღვეო კომპანიები, ფაქტიურად აკრძალულია სახსრების დაბანდება ვენჩურულ ფონდებში.

არანაკლებ მნიშვნელოვანია ვენჩურული ინვესტიციების ლიკვიდურობის პრობლემა, რადგან მოძლიერებული კომპანიის გაყიდვა, რომელმაც წარმატებით განახორციელა ვენჩურული პროექტი (რის გამოც, ძირითადად, იგება ეს ბიზნესი), საკმაოდ რთულია გამომდინარე იქიდან, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მოთხოვნით (რომელიც ძალზე სპეციფიკური და წერტილოვანია) სარგებლობენ ძირითადად მსხვილი კომპანიების ფასიანი ქაღალდები. მცირე ახალგაზრდა კომპანიის გაყიდვა შეიძლება იქცეს საკმაოდ რთულ და ხარგრძლივ პროცედურად ძნელად განჭვრეტადი შედეგით. ამდენად, ვენჩურული ინვესტიციების ლიკვიდურობა ჯერ კიდევ რჩება ძნელად გადასაჭრელ პრობლემად შემდეგი ფაქტორებიდან გამომდინარე:

- ვენჩურული პროექტების წარმატებულად განმახორციელებელი კომპანიების აქციების ბაზრის არასაკმარისი განვითარება;
- მსხვილი კომპანიების მიერ ვენჩურული პროექტების განმახორციელებელი კომპანიების შესყიდვის მწირე გამოცდილება;
- უცხოელი ინვესტორების მხრიდან არასაკმარისი ნდობა ახალგაზრდა ქართული კომპანიების მიმართ.

ფასიანი ქაღალდების ქართული ბაზრის არასაკმარისი განვითარება ჯერ არ აძლევს ვენჩურული კაპიტალის მქონე კომპანიებს საშუალებას, განახორციელონ საკუთარი აქციების გატანა საფონდო ბაზარზე და ამით უზრუნველყონ ვენჩურული კაპიტალისტის ბიზნესიდან გასვლის სტრატეგია.

ყველა ეს ფაქტორი განაპირობებს იმას, რომ ხშირად საქართველოში, ისევე როგორც გარდამავალი ეკონომიკის მქონე სხვა ქვეყნების უმრავლესობაში, ხდება ახალგაზრდა კომპანიების სააქციო კაპიტალში კლასიკური ვენჩურული ინვესტირებით ჩანაცვლება. გარდა ამისა, საქართველოში ვენჩურული ბიზნესის უფრო სერიოზულ პრობლემას წარმოადგენს ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზის არ არსებობა, რომელიც მოახდენდა ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიური საქმიანობის რეგლამენტირებას და სახელმწიფო მხარდაჭერის გათვალისწინებას.

2.3. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საავტორო მოდელი

ჩვენი აზრით, ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს ინოვაციურ მეწარმეებსა და ვენჩურული კაპიტალისტებს შორის ეკონომიკური ურთიერთობების ერთობლიობას ვენჩურული კაპიტალის მოძრაობის სფეროში, რომელიც ასახავს სავაჭრო ურთიერთობების სუბიექტების ეკონომიკურ ინტერესებს და უზრუნველყოფს ინოვაციური საქმიანობის პროდუქციის გაცვლას.

ვენჩურულ ბაზარზე ყიდვა-გაყიდვის ობიექტს წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალი. ვენჩურული კაპიტალის, როგორც ვენჩურული ბაზრის ობიექტის, თავისებურებას წარმოადგენს მისი დუალიზმი. ერთის მხრივ, გამყიდველი სთავაზობს მყიდველს ფინანსურ სახსრებსა, და, მეორეს მხრივ, საორგანიზაციო-მმართველობით უნარებს, ცოდნას და გამოცდილებას.

გარდა ამისა, ინოვაციურ კომპანიაში დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალი არალიკვიდურია. ხოლო მოგების რეალური ზომები ხდება ცნობილი მხოლოდ საწარმოს ვენჩურულ ბაზარზე გასვლის შემდგომ, როდესაც ვენჩურული კაპიტალის ინვესტორები იღებენ შემოსავალს მსურველებისთვის თავისი აქციების პაკეტის გაყიდვიდან კომპანიაში დაბანდებული სახსრების პირველად მოცულობაზე მეტ თანხას.

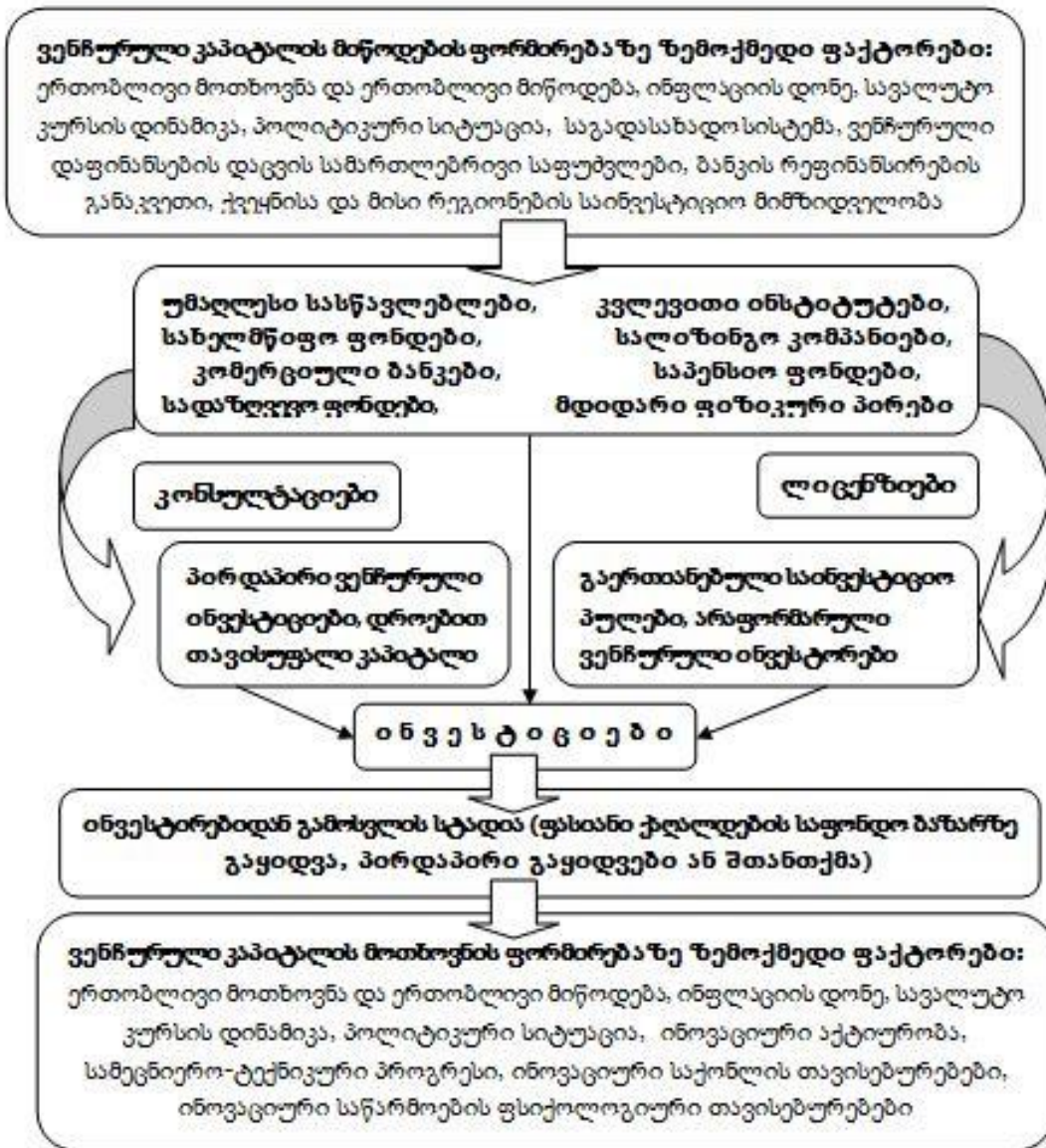
ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სუბიექტების როლში გამოდიან ვენჩურული კაპიტალის მყიდველები და გამყიდველები. ავტორის მიერ შემუშავებული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის მოდელი მოცემულია ნახაზზე .

ვენჩურული კაპიტალის გამყიდველების როლში გამოდიან ვენჩურული კაპიტალისტები (ვენჩურული ინვესტორები), რომლებიც არის ვენჩურული კაპიტალის მესაკუთრეები. ვენჩურულ კაპიტალისტებს შეუძლიათ ვენჩურული ინვესტიციების განხორციელება ინოვაციურ კომპანიებში როგორც უშუალოდ, ისე შუამავლების გამოყენებით. ინვესტირების ესა თუ ის ვარიანტი განპირობებულია ობიექტური და სუბიექტური მიზეზების რიგით. ობიექტურ მიზეზებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ ინვესტორის მისწრაფება მოახდინოს კაპიტალის დაბანდებასთან დაკავშირებული ხარჯების მინიმიზაცია, დასაფინანსებელი კომპანიის საქმიანობის სფეროში ცოდნის და გამოცდილების არ ქონა, მსხვილი გარიგების ინვესტიციების სინდიცირების საჭიროება დაფინანსებისთვის და რისკების დივერსიფიცირებისთვის და ა.შ. სუბიექტურ მიზეზებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ მაგალითად, ინვესტორის მხრიდან ინვესტიციების განხორციელების სურვილის არ ქონა პირადი დაკავებულობის, ავადმყოფობის და ა.შ. გამო.

ვენჩურული კაპიტალის გამყიდველების (ვენჩურული კაპიტალისტების) როლში შეიძლება გამოდიოდნენ მდიდარი ფიზიკური პირები (ბიზნეს-ანგელოზები), პოპულარული კომპანიები, სადაზღვეო და სალიზინგო კომპანიები, საპენსიო ფონდები, კომერციული ბანკები, სახელმწიფო, უნივერსიტეტები, სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტები, ვენჩურული ფონდები.

ევროპულ ქვეყნებში ვენჩურული კაპიტალის ძირითად გამყიდველებად გვევლინებიან საპენსიო ფონდები და სადაზღვეო კომპანიები. გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ისეთ ქვეყანაში, როგორიც საქართველოა, საპენსიო ფონდებსა და სადაზღვეო კომპანიებს არ აქვთ მაღალი რისკის მქონე აქტივებში ფინანსური სახსრების დაბანდების უფლება, ან შეუძლიათ ამის განხორციელება სახელმწიფო

ნახაზი 2. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საავტორო მოდელი



ორგანოების წერილობითი თანხმობის შემდეგ. გარდა ამისა, საქართველოში მდიდარი ფიზიკური პირები თავს არიდებენ ინოვაციური საწარმოების დაფინანსებას ნამეტი რისკიანობის გამო (ვენჩურული რისკი იზრდება პოლიტიკური რისკის, სოციალური უთანასწორობის და ა.შ. ფონზე), ან ახორციელებენ ინოვაციური პროექტების ჩრდილოვანი დაფინანსებას შემოსავლების დამალვის მიზნით. ჩვენს მოდელში ბიზნეს-ანგელოზების მონაწილეობა ინოვაციურ პროექტებში წარმოადგენს საწარმოს სოლიდურობის და პერსპექტიულობის

სიმბოლოს, მით უმეტეს, რომ ბევრი ქართველი ბიზნესმენი გახდებოდა „ანგელოზი“, თუკი ამისათვის სახელმწიფოში ხელსაყრელი პირობები იქნება შექმნილი.

განვიხილოთ მოდელში ვენჩურული კაპიტალის გამყიდვლების რამდენიმე სპეციფიური სახეობა.

ბიზნეს-ანგელოზები. მათი როლი არ შემოიფარგლება მხოლოდ დაფინანსების შეთავაზებით და გულისხმობს მათ მუდმივ მონაწილეობას კომპანიის ცხოვრებაში. გამოვყოფდით ბიზნეს-ანგელოზების კომპანიის ცხოვრებაში მონაწილეობის ორ ძირითად ვარიანტს:

1. კომპანიის საქმიანობაში ინვესტორის აქტიური მონაწილეობა (hands on support) ძირითადად დაკავშირებულია კომპანიის განვითარების ადრეულ სტადიებთან, როდესაც საჭიროა სახსრების რაციონალურად დახარჯვის მუდმივი კონტროლი, რადგან ახალგაზრდა მეწარმეები, ფულის მიღების შემდეგ, ხშირად ხარჯავენ არა მხოლოდ კომპანიის განვითარებაზე, არამედ გარეგან გაფორმებაზეც;
2. კომპანიის საქმიანობაში პასიური მონაწილეობა (hands off management), რომელიც ძირითადად უკავშირდება უფრო გვიანდელ სტადიებს, როდესაც კომპანია უკვე იწყებს მოგების მოტანას. ამ ეტაპზე ინვესტორები კომპანიის მენეჯმენტს უკვე აძლევენ საშუალებას, დამოუკიდებლად მართონ მაღალტექნოლოგიური საწარმოს საქმეების ინვესტირების ვადის გასვლამდე.

„ბიზნეს ანგელოზების“ მონაწილეობა კომპანიის საქმიანობაში უნდა მოიცავდეს:

- სტრატეგიული რჩევების მიცემას;
- სხვა ინვესტორების ნდობის უზრუნველყოფას;
- დროულ ფინანსურ რჩევებს;
- ეფექტური საბუღალტრო და ფინანსური საქმიანობის უზრუნველყოფას;
- მენეჯერების კვალიფიციური გუნდის ფორმირებას და სხვა.

უმაღლესი განათლების დაწესებულებები, სამეცნიერო კვლევითი ცენტრები. ვენჩურული კაპიტალის გამყიდვლების ამ ტიპის მიერ განხორციელებული ინვესტიციები შიძლება გამოისახებოდეს „ატურალური“ და არა ფულად ფორმაში. მაგალითად, ინსტიტუტის მიერ ნებართვის გაცემა ინოვაციური კომპანიის დამფუძნებლისთვის სამუშაო სივრცის, აღჭურვილობის, გამომთვლელი ტექნიკის, კომპიუტერების, კავშირის საშუალებების, ინფორმაციული არხების გამოყენებაზე. არანაკლებ მნიშვნელოვანია ასევე არამატერიალური ინვესტიციების გაწევაც მაგალითად, უმაღლესი განათლების დაწესებულების სპეციალისტის კონსულტაცია, მეცნიერებთან ურთიერთობა, რომლებსაც შეუძლიათ სწრაფად გადაჭრან სხვადასხვა თეორიული და ტექნიკური ამოცანები.

სახელმწიფოს, როგორც ვენჩურული კაპიტალის გამყიდველს, შეუძლია ვენჩურულ ფონდებზე ფინანსური სახსრების გაცემა მათში საბიუჯეტო სახსრების დაბანდების ხარჯზე, ახალგაზრდა მეცნიერებზე გრანტების გაცემა, ვენჩურული ბიზნესის სპეციალისტების მომზადება და გადამზადება სახელმწიფო უნივერსიტეტებში ან კერძო უნივერსიტეტებში სახელმწიფო ხარჯზე, მცირე მაღალტექნოლოგიური ვენჩურული საწარმოების მხარდაჭერა რესურსებით და ა.შ.

ვენჩურული კაპიტალის ფონდი. ეს იქნება რამდენიმე იურიდიული ანდა ფიზიკური პირის სახსრების, გამოცდილების და საქმიანი კონტაქტების ნებაყოფლობითი დროებითი გაერთიანება მოკლე და გრძელვადიან პროექტებში ინვესტიციების განხორციელების მიზნით. ვგულისხმობთ, რომ იქნება ვენჩურული ფონდების ორ სახეობა: ღია და დახურული. დახურულ ფონდებში კაპიტალის მფლობელების ხელმოწერების დასრულების შემდეგ მკაცრად აღირიცხება სახსრების მოცულობა და აქციონერების ჩამონათვალი. ასეთი ფონდები, როგორც წესი, არსებობს 5-10 წლის განმავლობაში, ამიტომაც ამ პერიოდში ინვესტორები დაფინანსებული კომპანიის განვითარების შედეგად სრულად მოასწრებენ საკუთარი სახსრების დაბრუნებას და მოგებას მიღებას. ღია ფონდებში კაპიტალი მუდმივად

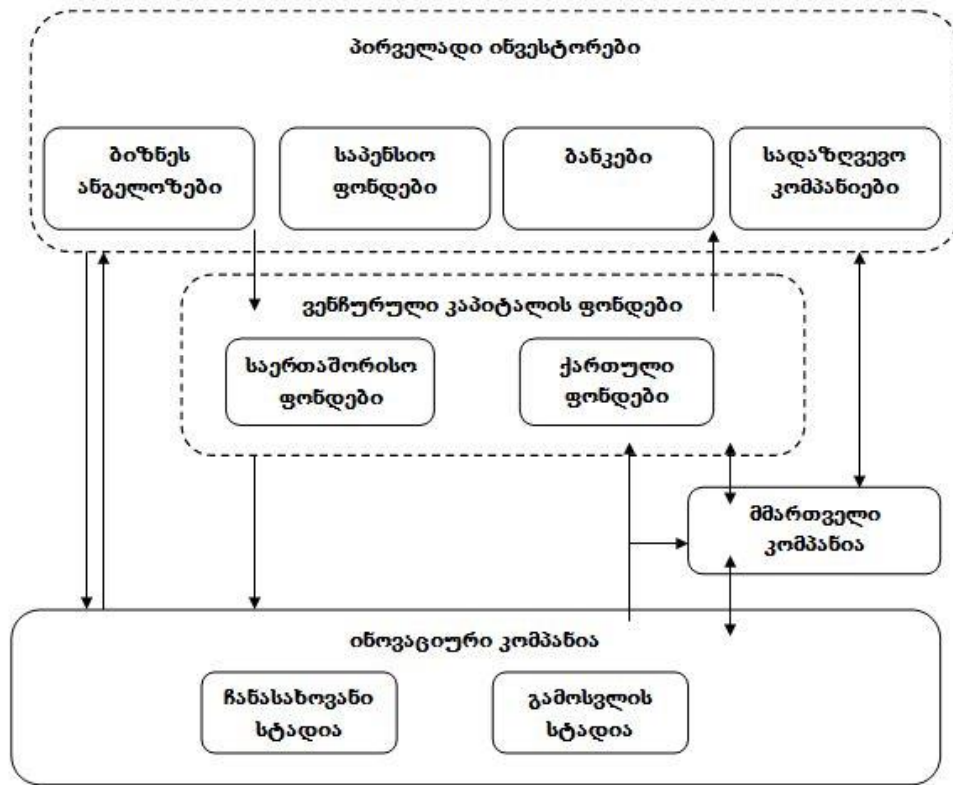
გაიზრდება ახალი აქციონერების ჩართვის ხარჯზე და, აქედან გამომდინარე, ასეთი ფონდების საქმიანობის ხანგრძლივობა არ უნდა იქნას შეზღუდული.

ჩვენს მოდელში ვენჩურული კაპიტალის **მყიდველების** როლში გამოდიან ინოვაციური კომპანიები. კლასიკური ვენჩურული დაფინანსების შემთხვევაში ინვესტიციები განხორციელდება კომპანიის განვითარების პირველ სამ სტადიაში: ცანასახოვან, საწყის და ადრეულ სტადიებზე. თუმცა მსოფლიო პრაქტიკამ დაგვანახა, რომ დაფინანსების სამიზნე სეგმენტის არჩევანი დიდადაა დამოკიდებული ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაზე, მისი მოსახლეობის სოციალურ-ფსიქოლოგიურ თავისებურებებზე.

ჩვენს მოდელში ინოვაციური კომპანიის დამფუძნებლის (ინოვაციური მეწარმის) მთავარი ფუნქცია ორიგინალური იდეის ან უკვე არსებულზე უფრო პროგრესული ტექნოლოგიის შემუშავება იქნება, რაც მისცემს კონკურენტუნარიანი სამეცნიერო პროდუქციის წარმოების შესაძლებლობას. რა თქმა უნდა იდეალურ შემთხვევაში ინოვაციურ მეწარმეს უნდა გააჩნდეს როგორც ტექნოკრატის, ისე ბიზნესმენის უნარ-ჩვევები, თუმცა მსგავსი შეხამება პრაქტიკაში საკმაოდ იშვიათად გვხვდება. უფრო ხშირად მეცნიერებსა და გამომგონებლებს აქვთ სუსტი ორიენტაცია ბიზნესის სფეროს მარეგულირებელ კანონებში, პროფესიონალ მენეჯერებს კი, პირიქით, სუსტად ესმით ტექნოლოგიის შინაარსი, სამაგიეროდ წარმოადგენენ სპეციალისტებს მარკეტინგის, ფინანსური დაგეგმარების, საორგანიზაციო სამუშაოების, სარეკლამო საქმიანობის დარგში. ამ სპეციალისტების ერთობლივი საქმიანობა კი აუცილებლად უზრუნველყოფს ვენჩურულ ზე-მოგებას.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სუბიექტებს შორის თავს იჩენს ფინანსური, მატერიალური, ინფორმაციული ურთიერთობა. ჩვენი აზრით, აღნიშნული ურთიერთობების სტრუქტურა შემდეგნაირად შეგვძლია წარმოვადგინოთ:

ნახაზი 3. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის მატერიალური, ფინანსური და ინფორმაციული ნაკადების სტრუქტურა



განვიხილოთ, როგორ ხდება ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სუბიექტების მოთხოვნისა და მიწოდების ფორმირება. ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნის ქვეშ ჩვენ გვესმის ინოვაციური კომპანიების სურვილი და მზადყოფნა, იქონიონ თავის განკარგულებაში ფინანსური სახსრების გარკვეული რაოდენობა და ასევე ინვესტორის ეკონომიკური, საორგანიზაციო-მმართველობითი უნარ-ჩვევების გამოყენების შესაძლებლობას. ვენჩურული კაპიტალის მიწოდებაში კი ვგულისხმობთ ინვესტორის სურვილსა და მზადყოფნას, დააბანდოს ფინანსური სახსრები, ცოდნა, უნარები, გამოცდილება ინოვაციური კომპანიის განვითარებაში. ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნა და მიწოდება განსაზღვრავენ მის დონეს ეკონომიკაში. მაგრამ უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ვენჩურული კაპიტალის მიწოდებაზე ქვეყნების უმეტესობაში გავლენას ახდენს რამდენიმე საკანონმდებლო აქტი. მაგალითად, აშშ-ში არსებობს „გონივრული ადამიანის წესი“, რომელიც დაფიქსირებულია კანონში „საპენსიო გადარიცხვების უსაფრთხოების შესახებ“

(Employee Retirement Income Security Act (ERISA)). აღნიშნული წესის თანახმად, საპენსიო ფონდების მიერ ვენჩურული კაპიტალის მიწოდება, ხოლო უკანასკნელნი წარმოადგენენ მის ძირითად წყაროს აშშ-ში, შეიძლება იზღუდებოდეს გარკვეული ჩარჩოებით, რომლის ზემოთ ფონდებს არ შეუძლიათ ინვესტირება მაღალი რისკის მქონე აქტივებში. შესაბამისად, ვენჩურული კაპიტალის მიწოდება შეიძლება ხელოვნურად იზღუდებოდეს მიუხედავად საინვესტიციო პროექტის მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა. გამომდინარე აქედან, ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნა და მიწოდება ჩვენს მოდელშიც არ წარმოადგენს ფიქსირებულ სიდიდეს და ექვემდებარება სხვადასხვა ფაქტორების ზემოქმედებას.

ჩვენი აზრით, ასევე აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ ვენჩურული კაპიტალის ყველა სუბიექტი დაინტერესებული და მოტივირებულია მოგების მიღებით. შესაბამისად, ყველა ფაქტორის ერთობლიობა, რომელიც გავლენას ახდენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე მოთხოვნის და მიწოდების დინამიკაზე, შეგვიძლია განვიხილოთ *ინოვაციური პროექტის მოსალოდნელ მოგებაზე (მოგების მოსალოდნელ ნორმაზე) მისი გავლენის პოზიციიდან*. იმ ფაქტორში, რომელიც ახდენს მოთხოვნის და მიწოდების ფორმირებას ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე, ჩვენს სადისერტაციო კვლევაში იგულისხმება ამ ფორმირების მიზეზი, მამოძრავებელი ძალა ან პირობები. გამოყოფთ შემდეგ გარე ფაქტორებს, რომლებიც ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე მოთხოვნის და მიწოდების ფორმირებას ახდენს:

1. **კონიუნქტურული ფაქტორი.** ისტორიულად სამრეწველო კონიუნქტურის ფაქტორის გავლენა ახდენს დიდ ზემოქმედებას მონაწილეების და კაპიტალის მოზიდვაზე ეკონომიკის ნებისმიერ სფეროში. ეს შეიძლება აიხსნას მოგების მაქსიმიზაციის ფუძემდებლური პრინციპით, რომელიც აიძულებს ინდივიდს, მონაწილეობა მიიღოს ეკონომიკურ საქმიანობაში შემოსავლის მიღების მოტივაციით. შედეგად საუკეთესო შემოსავლიანობის მქონე ეკონომიკის დარგი იზიდავს ინვესტიციების უფრო დიდ მოცულობას. შესაბამისად, ვენჩურული ბაზრის კონიუნქტურა ასევე ახდენს გავლენას ვენჩურული

კაპიტალის მოთხოვნასა და მიწოდებაზე. ვენჩურული ბაზრის მოგების მაღალი ნორმა განაპირობებს ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნის და მიწოდების ზრდის ტენდენციას. პირიქით, არასახარბიელო კონიუნქტურა (მოგების ნორმის კუთხიდან) იწვევს ვენჩურული აქტიურობის შემცირებას.

სამრეწველო კონიუნქტურის ფაქტორს უკავშირდება, ასევე, კაპიტალის ბაზრების კონიუნქტურის ფაქტორი. ამ ფაქტორის ზემოქმედება პირდაპირაა განპირობებული იმით, რომ ვენჩურული კაპიტალისტის მიერ ინვესტირებიდან გასვლა ხორციელდება აქციების პირველადი განთავსების გზით (IPO), რის ეფექტურობაც დამოკიდებულია კაპიტალის ბაზრების განვითარების დონესა და მდგომარეობაზე. ამდენად, საქართველოში ეფექტური საფონდო ბაზრის განვითარება ასევე ხელს შეუწყობს ვენჩურული ბაზრის ლიკვიდურობის უზრუნველყოფას.

2. **გადასახადი კაპიტალის მატებაზე (Capital Gains Tax).** აღნიშნული გადასახადით დაიბეგრება ინვესტორის მფლობელობაში არსებული აქციების პაკეტის ღირებულის ზრდის შედეგად მიღებული შემოსავალი. ბუნებრივია, რომ აღნიშნული გადასახადის არსებობა ამა თუ იმ ქვეყნის საგადასახადო სისტემაში ან სხვა ქვეყნებთან შედარებით ამ გადასახადის უფრო დაბალი განაკვეთები წარმოადგენენ უპირატესობას ვენჩურული კაპიტალისტისთვის.

ამდენად ვთვლით, რომ საქართველოში იგი უნდა იყოს რეგიონის სხვა ქვეყნების გადასახდზე გაცილებით დაბალი. ერთის მხრივ, გადასახადის განაკვეთის შემცირება ზრდის ვენჩურული კაპიტალისტების მიერ მოწოდებული კაპიტალის მოცულობას, რადგან სხვა თანაბარ პირობებში მოგების ნორმა (დაბეგვრის შემდეგ) იმატებს. მეორეს მხრივ, გადასახადის განაკვეთის შემცირება იწვევს ვენჩურულ კაპიტალზე მოთხოვნის ზრდას, რადგან იზრდება საკუთარი ბიზნესის გახსნის მსურველ ადამიანთა რიცხვი. გარდა ამისა, გადასახადს კაპიტალის მატებაზე შეუძლია იმ მეწარმეების მოზიდვაც, რომლებმაც უარი თქვეს შემოსავლების მიღებაზე ფიქსირებული შრომის ანაზღაურების ფორმით და გადაწყვიტეს საკუთარი ბიზნესის დაწყება.

აღსანიშნავია, რომ შესაძლებელია ინვესტორების და მეწარმეების დაბეგვრის მიმართ დიფერენცირებული მიდგომა, რადგან გადამხდელების ეს ორი კლასი განსხვავებულია. ამდენად, იმისათვის, რომ განვსაზღვროთ აღნიშნული სუბიექტების დაბეგვრის ყველაზე ეფექტური პოლიტიკა, აუცილებელია კაპიტალის ზრდაზე დაწესებული გადასახადის როგორც ვენჩურული კაპიტალის გამყიდველებზე (ინვესტორებზე), ისე მყიდველებზე (ინოვაციურ კომპანიებზე) მოხდენილი გავლენის ხარისხის დეტალური ანალიზი და შეფასება (მომავალში დაგროვილ ფაქტობრივ მასალაზე დაყრდნობით).

3. **სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოები.** როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ვენჩურული კაპიტალი განკუთვნილია ახალგაზრდა, მაღალტექნოლოგიური კომპანიების დაფინანსებისთვის. ვენჩურული კაპიტალისტები ასრულებენ გადამწყვეტ როლის ახალი ტექნოლოგიების კომერციალიზაციაში (უფრო ხშირად შემუშავების ეტაპზე არსებული ტექნოლოგიების). ახალი ტექნოლოგიების და პროდუქტების გამოჩენა განაპირობებს ახალი ბაზრების შექმნას და, შესაბამისად, მოგების მიღების ახალ შესაძლებლობებს, რაც იზიდავს როგორც ინდივიდუალურ, ისე ინსტიტუციონალურ ვენჩურული კაპიტალისტებს და ასევე მეწარმეებს. თავის მხრივ, ფინანსური ნაკადი ვენჩურული კაპიტალის მოწოდების მხრიდან ხელს უწყობს სამეცნიერო და საკონსტრუქტორო ნიმუშების წარმოებას ამ სფეროში.

4. **საპროცენტო განაკვეთი.** როგორც ვიცით, პირდაპირი დაფინანსების ალტერნატივას წარმოადგენს კრედიტით დაფინანსება. შესაბამისად, თუ საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, მაშინ, სხვა თანაბარ პირობებში, ვენჩურული კაპიტალის ფონდებში ინვესტირების ფარდობითი მიმზიდველობა მცირდება. ანუ მცირდება ინვესტორების მზადყოფნა დააბანდონ საკუთარი სახსრები მასზე ფასების დონის (ინვესტიციების უკუგების დონის) მიუხედავად. თავის მხრივ, კრედიტის პროცენტის

განაკვეთის ზრდის პირობებში ხდება ფინანსური სახსრების საჭიროების მქონე მეწარმეების გადინება ვენჩურული დაფინანსებისკენ.

ანუ, სხვა თანაბარ პირობებში, ინოვაციური კომპანიების მოთხოვნა ვენჩურულ კაპიტალზე იზრდება პროცენტული განაკვეთის ზრდის პირობებში. თუმცა იმ შემთხვევაში, თუ ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნა არ დაკმაყოფილდება მოკლევადიან პერიოდში, მაშინ პირიქით მოხდება მეწარმეების გადინება კრედიტით დაფინანსების სფეროში. საქართველოს სინამდვილეში, დღეს არსებული განაკვეთისათვისა და დაფინანსების საკუთარი თუ საინვესტიციო სახსრების სიმწირის პირობებში, საბანკო ვენჩურული დაფინანსება ჯერჯერობით არსებული ალტერნატივებიდან ყველაზე რეალურია.

გრძელვადიან პერიოდში ვენჩურული კაპიტალის მოცულობა შეიძლება იზრდებოდეს ვენჩურული ფონდების მიერ კაპიტალის ახალი წყაროების მთელი რაოდენობის მოზიდვის ხარჯზე. მოსალოდნელი მოგების ნორმა ამ დროს ასევე იმატებს. ცნობილია, რომ ნებისმიერი ფასმატება ბაზარზე იწვევს მყისიერ შოკს, რომელსაც ცვლილებასთან შეგუება სდევს თან. დროის გარკვეულ პერიოდში ბაზარზე შოკის მოხდენის შემდეგ შეიძლება გაიზარდოს ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნა, რაც დაკავშირებულია ინოვაციური კომპანიების დამატებითი დაფინანსების საჭიროებასთან, შემდგომი კვლევების და ნიმუშების შემუშავების ჩატარებას, პროდუქტის დახვეწისა და სხვა საჭიროებისთვის. მსგავსი ქმედებების ხარჯზე ვენჩურული კაპიტალის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იზრდება.

ჩვენი აზრით, შესაძლებელია ორი ძირითადი ფაქტორის გამოყოფა, რომლებსაც შეუძლიათ ჩვენს მოდელში გავლენის მოხდენა ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნასა და მიწოდებაზე მოკლევადიან პერიოდში.

პირველ რიგში ეს არის ვენჩურული ფონდების კაპიტალის სტრუქტურა. მეორე, ინვესტორის ინფორმირებულობა (ინფორმაციის მიწოდების სიჩქარე, მისი მოცულობა, მონაცემთა სიზუსტე და ა.შ.). განვიხილოთ ისინი უფრო დეტალურად.

ვენჩურული კაპიტალის სტრუქტურა. ვენჩურული კაპიტალი ნაკლებად ლიკვიდურია, ვიდრე მაგალითად, ინვესტიციების ისეთი მიმართულებები, როგორებიცაა სასესხო ვალდებულებები და სახელმწიფო ობლიგაციები. განვიხილოთ მაგალითი, როდესაც უნივერსიტეტი იღებს გადაწყვეტილებას იმის თაობაზე, რომ ვენჩურული კაპიტალი არის მისთვის უფრო მისაღები ინვესტირების მიმართულება და გამოყოფს ამ მიზნებისთვის ფინანსური სახსრების გარკვეულ რაოდენობას. გადაწყვეტილების მიღებიდან მის რეალიზაციამდე ვენჩურულ დაფინანსებაში გადის საკმაოდ დიდი დრო. ეს, პირველ რიგში, დაკავშირებულია იმასთან, რომ ვენჩურული ფონდების უმრავლესობა ახორციელებს თავისი აქტივების განახლებას და შევსებას ორ-სამ წელიწადში ერთხელ. მეორე, ახალი ვენჩურული ფონდის შექმნის შემთხვევაში ინვესტორი ხშირად ვერ ახერხებს თავისი ინვესტიციების დაბანდებას სასურველი მოცულობით. მესამე, ფინანსურ სახსრებთან ერთად ვენჩურული ინვესტორი სთავაზობს თავის ცოდნას, გამოცდილებას, კონტრაქტებს, რომელთა მიწოდება საწარმოს ეფექტური მუშაობისთვის არ უნდა იყოს ფორმალური. მეოთხე, ფონდის ზომების ზრდასთან უცვლელად ასოცირებული ფონდის ორგანიზაციული ცვლილებები ხშირად რთულად რეალიზებადია. ამიტომ უნივერსიტეტმა, როგორც ინვესტორმა, თავი უნდა აარიდონ ინვესტირების ვენჩურული ფონდის სწრაფ ზრდას, იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც მოთხოვნა ვენჩურულ კაპიტალზე მაღალია და არსებობს ზე-მოგების მიღების შესაძლებლობა. მსგავსი სირთულეები თავს იჩენს სახსრების არა მხოლოდ განთავსების, არამედ დაბრუნების დროსაც. სახსრების დაბრუნების პროცედურა შეიძლება გაიწელოს რამდენიმე წლის მანძილზე.

ინვესტორის ინფორმირებულობა. ვენჩურული კაპიტალი - ეს არის საშუალო და გრძელვადიანი ინვესტიცია. ამიტომ მომავალში მოგების მისაღებად საჭიროა დღეს საქმიანობის პერსპექტიული დარგის განჭვრეტა, საჭირო ფინანსური სახსრების, საჭირო ადამიანური ინვესტიციების მოცულობისა და სტრუქტურის განსაზღვრა. შესაბამისად, ვენჩურული საქმიანობის ინფორმაციული ასპექტი ძალზე

მნიშვნელოვანია. შეიძლება გავიდეს რამდენიმე წელი მანამ, სანამ ინვესტორები გადაიტანენ თავის კაპიტალს ნაკლებად მიმზიდველი საინვესტიციო სფეროდან უფრო მიმზიდველში.

მაგალითად, ინვესტიციებს ინტერნეტის განვითარებაში ყველაზე დიდი მოგება მოქონდათ 1990-ანი წლების ნახევარში, მაგრამ გავიდა კიდევ რამდენიმე წელი, სანამ ინსტიტუციური ინვესტორების დიდმა ნაწილმა შეძლო თავისი საინვესტიციო შესაძლებლობების რეალიზება. ხოლო როცა 2000 წლის გაზაფხულზე ინტერნეტ კომპანიების მოგება დავიდა მინიმუმამდე, ვენჩურული კაპიტალის მიწოდება კიდევ დიდი ხნის განმავლობაში რჩებოდა მისი დაფინანსების მნიშვნელოვან წყაროდ. ასე რომ, მსგავსი სიტუაციები შეიძლება შეიქმნას ბაზრის შესახებ ინვესტორთა ხელთ არსებული ინფორმაციის არასაკმარისი მოცულობის, მისი დროულად არმიღების, მონაცემების სიყალბის და ა.შ. გამო. საქმიანობის ნებისმიერ სფეროში აუიოტაჟის შემთხვევაში, არაპროფესიონალი ინვესტორი ყოველთვის ცდილობს თავისი სახსრების სწორედ იქ დაბანდება მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დონის მიუხედავად.

გარდა მოთხოვნისა და მიწოდებისა, ვენჩურულ საქმიანობაზე გავლენის მქონე ეკონომიკური კანონების რიცხვს უნდა მივაკუთვნოთ:

- ღირებულების კანონი, რომელიც არეგულირებს ეკონომიკის განვითარებას და განსაზღვრავს ურთიერთმომგებიანი გაცვლის საჭიროებას გარიგების ყველა სახეობაში;
- მოგების მიღების და მისაკუთრების კანონი, რომელსაც კიდევ შეგვიძლია ვუწოდოთ საბაზრო ეკონომიკის მოძრაობის კანონი, რადგან მოგება წარმოადგენს წარმოების მამოძრავებელ ძალას;
- ეკონომიკური მექანიზმის დამახასიათებელი კონკურენციის კანონი, რომლის დახმარებით ბაზრის კონკრეტულ სახეობაზე ხორციელდება და ურთიერთქმედებენ ობიექტური ეკონომიკური კანონები.

ღირებულების კანონი მოქმედებს ბაზრების ყველაზე სახეობაში და მისი რეალიზება ხდება ისევე, როგორც ეკონომიკის თითოეული პარტნიორის მიერ მეორე პარტნიორისთვის მიყენებული ზიანის ან დაკარგული მოგების ანაზღაურების პრინციპი. ღირებულების კანონის თანამედროვე განმარტება განსაზღვრავს მის მოქმედებას, როგორც ეკონომიკური ურთიერთობების მონაწილეების საქმიანობის ურთიერთმომგებიან საფუძველს. გარდა ამისა, აღსანიშნავია, რომ ეს კანონი უნდა ითვალისწინებდეს შრომის ხარისხის თანამედროვე ასპექტებს ინფორმაციის, მმართველობის, სამეცნიერო კვლევების, შრომის დაფინანსების ახალი წყაროების როლის გათვალისწინებით.

თანამედროვე პირობებში ღირებულების კანონის რეალიზაცია მოიცავს ვენჩურული საქმიანობის უარყოფითი ეფექტის ანაზღაურების პროცესებს. ჩვენი აზრით, ღირებულების კანონის მოქმედების ეს მხარე ძალზე არსებითია ვენჩურული სტრატეგიის შემუშავებისას. ამასთან დაკავშირებით აღვნიშნავთ, რომ წარუმატებელი ინოვაციური პროექტის დაფინანსების შემთხვევაში უარყოფითი შედეგისთვის მეწარმე, ისევე როგორც ვენჩურული კაპიტალისტი, მიიღებს ექვივალენტს, ანუ ღირებულებას საპირისპირო ნიშნით: ბაზარი კი არ აანაზღაურებს სიახლეს, არამედ ინვესტორი გადაუხდის ბაზარს თავისი ფინანსური და მორალური დანაკარგებით საკუთარი შეცდომის ფასს.

მოგების მიღების და მითვისების კანონი წარმოადგენს ნებისმიერი ეკონომიკური მექანიზმის უმთავრეს პრინციპს. მოცემულ პირობებში იგი გამოდის ინოვაციური და საინვესტიციო საქმიანობის უმნიშვნელოვანესი სტიმულის როლში. ყველა სახის კაპიტალი, მათ შორის ვენჩურულიც, ეძებს მომგებიან გამოყენებას და მიისწრაფის ეკონომიკის იმ სფეროებსა და დარგებში, სადაც მოგების ნორმა უფრო მაღალია. მოგების უდიდესი ნორმა გააჩნიათ დარგებს ან საწარმოებს, რომლებმაც ბაზარზე მონოპოლიას მიაღწიეს, რის მეშვეობითაც ისინი იღებენ მონოპოლიურ მოგებას. ეფექტურად ფუნქციონირებადი ბაზრის პირობებში მეწარმის მონოპოლიური მდგომარეობა ჩნდება კაპიტალის კონცენტრაციისა და ცენტრალიზაციის შედეგად,

რაც წარმოადგენს დანერგილი სიახლეების უპირატეს შედეგს. ამავე დროს, თანამედროვე ბაზრის პირობებში, ვენჩურულ საქმიანობაზე მოგების მიღებისა და მითვისების კანონის მასტიმულირებელი ზემოქმედება უფრო ძლიერდება, თუ მოგების მაღალი ნორმის მიღება ალტერნატიული მეთოდებითაა გართულებული. კონკურენცია ხასიათდება, როგორც ბაზრის განსაკუთრებული ეკონომიკური კანონი, რომლის მოქმედებაც უზრუნველყოფს საბაზრო ეკონომიკის სუბიექტების ინტერესების ერთობლივი და წინააღმდეგობრივი ინტერესების გადაჭრას. ეს კანონი მოქმედებს, როგორც ბუნებრივი ეკონომიკური შერჩევის კანონის გამოხატვის ერთერთი ფორმა. ჩვენი აზრით, არსებობს პირდაპირი კავშირი კონკურენციასა და ვენჩურული აქტიურობას შორის. ვენჩურული დაფინანსების სამიზნე სეგმენტად გვევლინება ინოვაციური საწარმოები, ხოლო ინოვაციური საქმიანობა წარმოადგენს კონკურენციის წარმონაქმნს, და ბაზარზე ნოვაციის აღიარების შემთხვევაში, ინოვაციური საქმიანობის შედეგები გვევლინებიან კონკურენტული ბრძოლის იარაღებად.

რეალობაში ყველა ეს კანონი ერთდროულად ერთმანეთშიც ურთიერთქმედებს. რეალური ეკონომიკური პროცესი მოქმედებს როგორც მრავალი ეკონომიკური კანონის ერთგვარი თანაფარდობა. შესაბამისად, ეკონომიკურ სისტემაში ვენჩურულ საქმიანობაზე მოქმედი გავლენა წარმოადგენს ეკონომიკური კანონების ერთობლიობისა და ურთიერთქმედების შედეგს, ანუ გამოდის როგორც კანონზომიერება. ყველაზე ღიად ეს ურთიერთქმედება მჟღავნდება კონკურენციის მექანიზმში. კონკურენცია ყოველთვის წარმოადგენს საბაზრო ურთიერთობების განუყრელ ატრიბუტს, ან ბაზრის განვითარების ინდიკატორს.

თავი III. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის რეგულირების მოდელები

a. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება საქართველოში და უცხო ქვეყნებში

საბაზრო ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირებაში იგულისხმება ეკონომიკური საქმიანობის ისეთი ფორმა, რომლის რეალიზება ხდება ფინანსური, ფულად-საკრედიტო და სხვა ღონისძიებების ერთობლიობის სახით წარმოების, გადანაწილების, გაცვლის და მოხმარების სფეროებში. სახელმწიფო რეგულირების საფუძველში ჩადებულია გარკვეული კონცეფცია. რეალიზაციის ფორმების მიხედვით განასხვავებენ სახელმწიფო რეგულირების ორი საპირისპირო მსოფლიო კონცეფციას: მონეტარიზმსა და კეინსიანელობას. ჩვენთვის ორივე მოდელის განხილვაა საინტერესო საბანკო, ანუ ფულად-საკრედიტო სისტემისა და მთლიანად ფინანსური სისტემის სახელმწიფო რეგულირების თვალსაზრისით.

მონეტარისტული კონცეფცია მიესაღმება თავისუფალ არარეგულირებად ბაზარს შეზღუდული სახელმწიფო ჩარევით ეკონომიკაში ფულადი მასის ზრდის სტაბილური ტემპების შენარჩუნებისთვის. რესტრიქციული მონეტარიზმის პოლიტიკა ეფუძნება სახელმწიფო დანახარჯების შემცირებას და გადასახადების გაზრდას. ასეთი პოლიტიკის მიზანია - მოსახლეობის მსყიდველობითი უნარის შემცირება, ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირება და ინფლაციის დონის დაწევა. ამავდროულად ეს იწვევს ეკონომიკური ზრდის შენელებას. მოთხოვნის შემცირება იწვევს წარმოებული პროდუქციის გასაღების სირთულეებს და მატების ტემპების შემცირებას. საწარმოების მოთხოვნის შეკავება მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის გატარებით არ ქმნის პროდუქციის ნამატი წარმოების პირობებს, რომელსაც შეუძლია ფასების კლების უზრუნველყოფა. მოთხოვნის შეზღუდვის პოლიტიკა საზოგადოებაში ზრდის კონკურენციას, გაკოტრების შესაძლებლობას და სოციალურ დამაბულობას.

მონეტარიზმის საპირისპიროა ბოლო ათწლეულებში აქტიურად გამოყენებადი კეინსიანიზმის ფინანსური კონცეფცია. მას საფუძვლად უდევს ეკონომიკაში გატარებული ცვლილებების სახელმწიფო რეგულირებისა და სახელმწიფო მხარდაჭერის იდეა. კეინსიანელობა ეფუძნება ექსპანსიონისტურ ფინანსურ პოლიტიკას, რომელიც მოიცავს სახელმწიფო დანახარჯების გაფართოებას და გადასახადების შემცირებას, ასევე ექსპანსიონისტურ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკას, რომელიც დაკავშირებულია ბრუნვაში მყოფი ფულადი მასის გაფართოებასთან.

სახელმწიფო დანახარჯების მატება ახდენს წარმოებისა და შესაბამისად ადამიანურ კაპიტალში ინვესტიციებისა და დაბანდებების ზრდას. გარდა ამისა, იზრდება მოსახლეობის მსყიდველობითი უნარი და ჯამური მოთხოვნა საქონელზე, სამუშაო ადგილებსა და მომსახურებაზე. მაღალი მსყიდველობითი უნარი მხოლოდ გარკვეული გარემოებების შესრულების პირობებში ზრდის საწარმოების კონკურენტუნარიანობას და პროდუქციის ხარისხს, ხოლო ეს ორი პრობლემა დღეს ქართული ეკონომიკისთვის ყველაზე აქტუალურია.

ექსპანსიონისტური პოლიტიკა საჭიროებს ფასების მკაცრ კონტროლს, რადგან წარმოების დანახარჯებს გააჩნია ზრდის ტენდენცია. კონტროლი ასევე აუცილებელია ინფლაციის, საპროცენტო განაკვეთების და გადასახადების მატების რისკიდან გამომდინარე.

სახელმწიფო ხარჯების ზრდა შესაძლებელია საბიუჯეტო ასიგნებების გამოყენების ეფექტურობის არსებითი გაუმჯობესების ან საგადასახადო შემოღებების ხარჯზე. საგადასახადო შემოღებების მატება ხდება წარმოების გაფართოებისას, წარმოებული პროდუქციის მატების ტემპების ზრდისას. ამ შემთხვევაში არ არის აუცილებელი საგადასახადო განაკვეთების მომატება, რადგან დასაბეგრი ბაზა ავტომატურად ფართოვდება. დანახარჯების ზრდის ტემპი არ უნდა აღემატებოდეს შემოსავლების ზრდის ტემპს, და ამ თანაფარდობას ესაჭიროება სახელმწიფო კონტროლი. ასეთი პოლიტიკის რეალიზაციის მიზნით სახელმწიფოს უნდა გააჩნდეს

ცენტრალიზებული საინვესტიციო დაბანდებების (მათ შორის ვენჩურული) გრძელვადიანი პროგრამები.

კეინსიანიზმი, ისევე როგორც მონეტარიზმი, წმიდა სახით მსოფლიო საფინანსო პრაქტიკაში იშვითად გამოიყენება და იწვევს ბიუჯეტის დეფიციტის და ინფლაციის ზრდის საშიშროებას. ფინანსების სახელმწიფო რეგულირების ფორმის არჩევა განსაკუთრებით რთულია საქართველოს ეკონომიკაში სტრუქტურული ცვლილებების ჩატარებისას. ქართულ კერძო სექტორში საკმარისი დანაზოგების არარსებობა გულისხმობს იმას, რომ შეუძლებელია დაფინანსების სწრაფი გადანაცვლება სახელმწიფო წყაროებიდან საწარმოების საკუთარ სახსრებში. მსოფლიო გამოცდილების ბრმა კოპირებამ საქართველოს ეკონომიკის კონკრეტული თავისებურებების და მდგომარეობის გათვალისწინების გარეშე, ხელი შეუწყო კრიზისული პროცესების გამძაფრებას.

საქართველოს გადასვლა საბაზრო ეკონომიკაზე არ ნიშნავს მთლიანად უარის თქმას საბაზრო პროცესების სახელმწიფო რეგულირებაზე. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკას არ შეუძლია ნორმალური ფუნქციონირება სახელმწიფო რეგულირების გარეშე, შეუძლებელია საბაზრო მექანიზმის მსხვილი დარღვევების დროული და საწყისი დანახარჯების გარეშე ავტომატურად კომპენსირება საიმედო პროგნოზების და მათზე დაფუძნებული ანტიკრიზისული და სოციალურ-ეკონომიკური პროგრამების გარეშე.

სახელმწიფო პოლიტიკის რეალიზება ვენჩურული დაფინანსების დარგში ხორციელდება სახელმწიფო რეგულირების მეშვეობით. ჩვენი აზრით, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება წარმოადგენს ვენჩურულ ბაზარზე სახელმწიფოს ზემოქმედების ერთ-ერთ ფორმას, რომელიც მჟღავნდება მისი რეალიზაციის მასშტაბებსა და მექანიზმების კომპლექსში და მიმართულია ინოვაციური ვენჩურული საწარმოების, ვენჩურული ინვესტორების ფუნქციონირების ეფექტურობის ამაღლებაზე საზოგადოებრივი პრიორიტეტების

თვალსაზრისიდან გამომდინარე და ეკონომიკის სუბიექტების უშუალო ინტერესის გათვალისწინებით.

საქართველოს სახელმწიფო პოლიტიკა ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების დარგში უნდა ყალიბდებოდეს და ხორციელდებოდეს ინოვაციური საქმიანობის პრიორიტეტულობის აღიარებიდან გამომდინარე ქართული პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის ამაღლების, მდგრადი ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფის, მოსახლეობის ცხოვრების დონისა და ხარისხის ამაღლების, საქართველო ტექნოლოგიური, ეკონომიკური და ეკოლოგიური უსაფრთხოების უზრუნველყოფის მიზნით.

სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითად ინსტრუმენტებს უნდა წარმოადგენდნენ ეკონომიკური პროგნოზები, ინდიკატიური გეგმები და მიზნობრივი პროგრამები. გამოვყოფთ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო მიზნობრივი პროგრამის შემდეგ ელემენტებს (დიაგრამა 7).

დიაგრამა 7. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო სამიზნე პროგრამის ელემენტები



საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ეფექტური ჩამოყალიბება შესაძლებელია მხოლოდ განვითარებული ფინანსური, ინოვაციური და სპეციალიზებული ვენჩურული ინფრასტრუქტურის არსებობის, ქართული საწარმოების მაღალი ინოვაციური აქტიურობის, ვენჩურულ საქმიანობაში მაღალკვალიფიციური სპეციალისტების, თავისუფალი კაპიტალის საკმარისი მოცულობის არსებობის პირობებში.

აქედან გამომდინარე, აუცილებელი ხდება ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების მიზნის სახით მისი განვითარების ხელსაყრელი პირობების შექმნისა და ბაზრის მონაწილეებისთვის ეფექტური წესების ჩამოყალიბების შეთავაზება.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითად მიზნებად გამოვყოფდით:

- ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ინფრასტრუქტურის ფორმირება და განვითარება;
- მეცნიერების, განათლების, წარმოების და საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების (ბანკები, მიკროაფინანსო ორგანიზაციები და სხვა) თანამშრომლობის უზრუნველყოფა ეკონომიკის, ვენჩურული და ინოვაციური საქმიანობის სფეროს განვითარების ცოდნით;
- სახელმწიფო ინოვაციური პოლიტიკის პრიორიტეტების განსაზღვრა და რეალიზაცია;
- ეკონომიკაში პროგრესული სტრუქტურული ცვლილებების უზრუნველყოფა.

ჩვენი თვალსაზრისით, ვენჩურული კაპიტალი ბაზარზე სახელმწიფო ზემოქმედების ობიექტებს წარმოადგენს ის პირობები, პროცესები და ურთიერთობები, რომლებიც ხორციელდება ვენჩურული ინვესტირების სფეროში და რომელთა ფუნქციონირებას ქართული საბაზრო მექანიზმი არასაკმარისად ან სრულიად არ უზრუნველყოფს.

ხასიათის მიხედვით ვენჩურული პროცესების სახელმწიფო რეგულირება შეიძლება იყოს პირდაპირი ადმინისტრაციულ-სამართლებრივი საქმიანობის სახით (სახელმწიფო ვენჩურული ინვესტიციები, სახელმწიფო მეწარმეობა მეცნიერების და სამეცნიერო მომსახურების დარგში და ა.შ.), და ირიბი, რომლის რეალიზება ხდება ღირებულებითი ურთიერთობების მექანიზმით ეკონომიკურად მიზანშეწონილი საქმიანობის ფორმირების წახალისების გზით (საგადასახადო დათმობები და შეღავათები, საბიუჯეტო სუბსიდირება, ოპერაციების რეგულირება ღია ბაზარზე და ა.შ.).

ვენჩურული საქმიანობის სახელმწიფო მხარდაჭერა შეიძლება ხორციელდებოდეს შემდეგი ფორმებით:

- ინოვაციურ და ვენჩურულ საქმიანობასთან დაკავშირებული სამეცნიერო-კვლევითი და ტექნოლოგიური სამუშაოების დაფინანსება;
- ვენჩურული საქმიანობის, ასევე ვენჩურული საქმიანობის ინფრასტრუქტურის სუბიექტების საქმიანობის უზრუნველყოფი პროგრამების, პროექტებისა და ღონისძიებების დაფინანსება;
- ვენჩურული საქმიანობის ინფრასტრუქტურის სუბიექტების ჩამოყალიბებისა და განვითარების დაფინანსება;
- ცალკეული პროგრამების და პროექტების რეალიზებაზე სუბსიდიების გაცემა;
- ვენჩურული საქმიანობისთვის კადრების მომზადების, გადამზადების და კვალიფიკაციის ამაღლების დაფინანსება (მეწარმეების, ჩინოვნიკების, ნოვატორების და ა.შ.);
- ვენჩურული საქმიანობის და ვენჩურული საქმიანობის ინფრასტრუქტურის სუბიექტებისთვის შეღავათების შემუშავება და გაცემა გადასახადებში, საბაჟო ტარიფებში, სახელმწიფო ბიუჯეტში, საქართველოს რესპუბლიკის სუბიექტების ბიუჯეტებში, რეგიონულ და მუნიციპალურ ბიუჯეტებში და

საქართველოს არასაბიუჯეტო ფონდებში, სხვა მოსაკრებლებსა და გადახდებში, საქართველოს კანონმდებლობის შესაბამისად.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების მიზნის მისაღწევად საქართველოს ვენჩურული ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების ფუნქციები უნდა მოიცავდეს:

- 1) ვენჩურული ბაზრის სფეროში საკანონმდებლო აქტების პროექტების შემუშავებას, მათ შორის ისეთების, რომლებიც აარიდებენ ამ ბაზრის სხვა სახელმწიფო რეგულირების შესაძლო ნეგატიურ ზეგავლენას;
- 2) ვენჩურული ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების ლიცენზირებას, სპეციალისტების ატესტაციას, ვენჩურული ინვესტიციების ბაზარზე კანონმდებლობის დაცვის კონტროლს, დარღვევების აღმოფხვრის მიზნით ღონისძიებების გატარებას და დამნაშავეთა მიმართ სანქციების გამოყენებას;
- 3) ვენჩურული საქმიანობისთვის სტიმულების შექმნას, სახელმწიფო რესურსების კონცენტრაციისა და გადანაწილების ჩათვლით, ვენჩურული ბაზრის ინფრასტრუქტურის დაჩქარებული განვითარების ხელშეწყობის მიზნით;
- 4) ვენჩურული ბაზრის საკითხებში მოსახლეობის განათლების სისტემის, ასევე სპეციალისტების და მენეჯერების განათლების და კვალიფიკაციის ამაღლების სისტემის შექმნას;
- 5) ვენჩურული ბაზრის მდგომარეობის და მისი მონაწილეების საქმიანობის ძირითადი ფინანსურ-ეკონომიკური მაჩვენებლების შესახებ ინფორმაციის მიწოდების სისტემის ფორმირებას.

აღნიშნული ფუნქციების ეფექტური რეალიზაცია მოგვცემს საშუალებას, გავზარდოთ კონკურენცია ბაზარზე, მოვახდინოთ კაპიტალის კონცენტრირება ინოვაციური საქმიანობის სახელმწიფოსთვის პრიორიტეტულ მიმართულებებში, გავზარდოთ ვენჩურული აქტიურობა ბაზარზე, და ასევე უცხოელი ინვესტორების ნდობა საქართველოში კაპიტალის დაბანდების მიმართ.

მთლიანობაში საქართველოს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის შემუშავება და რეალიზება უნდა ხდებოდეს ინოვაციური საქმიანობის პრიორიტეტულობის აღიარებიდან გამომდინარე და ქართული პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის ამაღლების, მდგრადი ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფის, მოსახლეობის ცხოვრების დონის და ხარისხის ამაღლების, საქართველოს ტექნოლოგიური, ეკონომიკური და ეკოლოგიური უსაფრთხოების უზრუნველყოფის მიზნით.

დღეს საქართველოს ეკონომიკის მდგომარეობა უფრო სტაბილურია, თუმცა დღემდე რჩება რამდენიმე მძაფრი ეკონომიკური პრობლემა, რაც საჭიროებს სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გადაუდებელ გააქტიურებას, პირველ რიგში ხელსაყრელი სამეწარმეო და საინვესტიციო კლიმატის შექმნის გზით. საქართველოს წინაშე არსებული მნიშვნელოვანის ეკონომიკური პრობლემები დიდადაა დაკავშირებული მწყობრი ვენჩურული ინფრასტრუქტურის არარსებობასთან და მეწარმეების ჯერ კიდევ დაბალ საინვესტიციო კულტურასთან. ბევრი უცხოელი და ქართველი ექსპერტის აზრით ცივილური ვენჩურული ინდუსტრიის გარეშე შეუძლებელია საქართველოში საბაზრო ეკონომიკის სტაბილური განვითარება და ჩვენ სრულიად ვეთანხმებით ამ აზრს.

მეტიც. დავამატებთ, რომ სხვადასხვა სახის ფინანსური პრობლემების გამო, რომელთა გადაწყვეტა ქართველი მეწარმეების მიერ ხდება ტრადიციული მეთოდებით, კოტრდება ბევრი მცირე კომპანია, ბევრ მათგანს არ შეუძლია საწყისი სიძნელეების დაძლევა და ამდენად ხდება მათი ლიკვიდაცია. ამის გამო ზიანდება ეკონომიკაც და სახელმწიფოც, რეალური და პოტენციური გადამხდელების დაკარგვის გამო.

დღეს ბევრი ქართველი მეწარმისთვის ნათელია, რომ მრეწველობის და მომსახურების სფეროს შემდგომი განვითარება შეუძლებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების გარეშე, რომელიც მოიცავს აქტიური ვენჩურული

დაფინანსებით დაკავებული ვენჩურული ფონდების, ვენჩურული კაპიტალისტების თანამეგობრობებისა და პულების, მსხვილი კომპანიების განშტოებულ ქსელს.

იმის კითხვა, სახელმწიფო უნდა ჩაერიოს თუ არა აქტიურად ვენჩურული ინვესტირების პროცესებში, ჯერაც სადისკუსიო საგანს წარმოადგენს. თუმცა ჩვენი აზრით, გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში, თავისი პირველი ნაბიჯების ეტაპზე არსებული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შექმნისა და განვითარებისათვის სახელმწიფო დახმარება სასიცოცხლოდ აუცილებელია. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ სახელმწიფო ვენჩურული ინვესტიციები შეიძლება განკუთვნილი იყოს ეკონომიკის იმ პრიორიტეტული ფუნქციონირებადი ინოვაციური საწარმოებისა და დარგების დაფინანსებაზე, რომლებიც უზრუნველყოფს სახელმწიფო უსაფრთხოებას. გარდა ამისა, სახელმწიფო ვენჩურული დაფინანსება გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში შეიძლება განკუთვნილი იყოს განვითარების განსაკუთრებით სარისკო სტადიებზე მყოფი საწარმოების დაფინანსებისთვის. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში აღნიშნულ სტადიებზე დაფინანსების ფუნქციას ძირითადად თავის თავზე იღებენ ბიზნეს-ანგელოზები. თუმცა თუ ქვეყანაში ჯერ არ არსებობს ამდენი ბიზნეს-ანგელოზი, მაშინ მეწარმეების დაფინანსებაც არავის შეუძლია. შესაბამისად, არც ბიზნეს-ანგელოზები ჩამოყალიბდებიან. ამ ჩაკეტილი წრის გარღვევა მხოლოდ სახელმწიფოს ძალუმს. მაგრამ, ვიხსენებთ რა კეინსის რეკომენდაციებს, დავსძენთ - კერძო პროცესის ამუშავებისა და შემდეგ მისი სტიმულირების და არა კერძო სტრუქტურების სახელმწიფოთი ჩანაცვლების გზით. ძირითადი ყურადღება, ჩვენი თვალსაზრისით, კონცენტრირებული უნდა იყოს არა შეკითხვაზე - უნდა ეხმარებოდეს თუ არა სახელმწიფო ვენჩურული პროცესს ფულადი სახსრებით, არამედ კითხვაზე - როგორ უნდა მოხდეს ეს მაქსიმალურად ეფექტურად.

ბოლო დროს სახელმწიფოს მმართველი ორგანოების შედარებით უფრო ღრმად იაზრებენ, რომ ქართული ვენჩურული ინდუსტრიის განვითარება წარმოადგენს ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის აუცილებელ პირობას და უზრუნველყოფს

საქართველოს ეროვნული უსაფრთხოებას. საქართველოს მთავრობის მიერ დამტკიცებულ „საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების პროგრამა 2020“ ნათქვამია: „მეცნიერების და ინოვაციების დარგში სახელმწიფო პოლიტიკის მთავარ მიზანს წარმოადგენს ეროვნული ინოვაციური სისტემის სრულფასოვანი ბაზისის შექმნა... რომელიც მოიცავს როგორც ცოდნის წარმოების ინფრასტრუქტურას - სამეცნიერო და საგანმანათლებლო ორგანიზაციების, ისე ამ ცოდნის კომერციალიზაციის ინფრასტრუქტურასაც - ინოვაციური ცენტრების, ტექნოლოგიების გადაცემის ცენტრები, ვენჩურული დაფინანსების ფონდები ...“ [2].

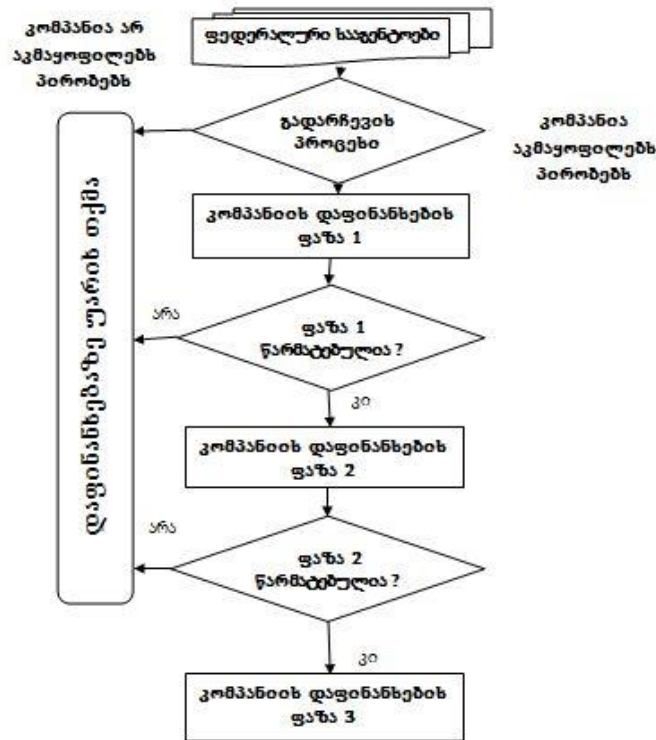
საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის განვითარებული ბაზრის შექმნა მოგვცემს საშუალებას, გავზარდოთ უცხოური ვენჩურული კომპანიების და ფონდების საინვესტიციო აქტიურობა, რომლებიც ჯერ კიდევ ნაკლებად თანამშრომლობენ ქართულ კომპანიებთან და ასევე შევამციროთ საზღვარგარეთ ინტელექტუალური საკუთრების გადინება.

უცხოური ქვეყნების გამოცდილების გაანალიზების შედეგად ჩვენ დავასკვნით, რომ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებასა და განვითარებაზე ორიენტირებული სახელმწიფოს საინვესტიციო პროგრამები იყოფა ორ დიდ ჯგუფად:

1. პირდაპირი სახელმწიფო ინვესტიციები ინოვაციურ კომპანიებში (მაგალითად, მცირე ტექნოლოგიური ბიზნესის ფინანსური მხარდაჭერის ამერიკის სახელმწიფო პროგრამა - SBIR (Small Business Innovation Research));
2. სახელმწიფო ინვესტიციები კერძო ფონდებში. აქ აუცილებლად უნდა გამოვყოთ პროგრამის ორი ქვეტიპი: 1) სახელმწიფო ინვესტიციები კერძო ეროვნულ ფონდებში (მაგალითად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ებრაული პროგრამა - Yozma); 2) სახელმწიფო ინვესტიციები კერძო უცხოურ ფონდებში (მაგალითად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სინგაპურის სახელმწიფო პროგრამა - SEDB (Singapore Economic Development Board)).

პროგრამების პირველ სახეობას წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ამერიკული სახელმწიფო პროგრამის SBIR, რომელიც 1982 წელს ჩამოყალიბდა. მისი მექანიზმი ნაჩვენებია ნახაზზე .

ნახაზი 4. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ამერიკული სახელმწიფო პროგრამის - SBIR-ის ალგორითმი



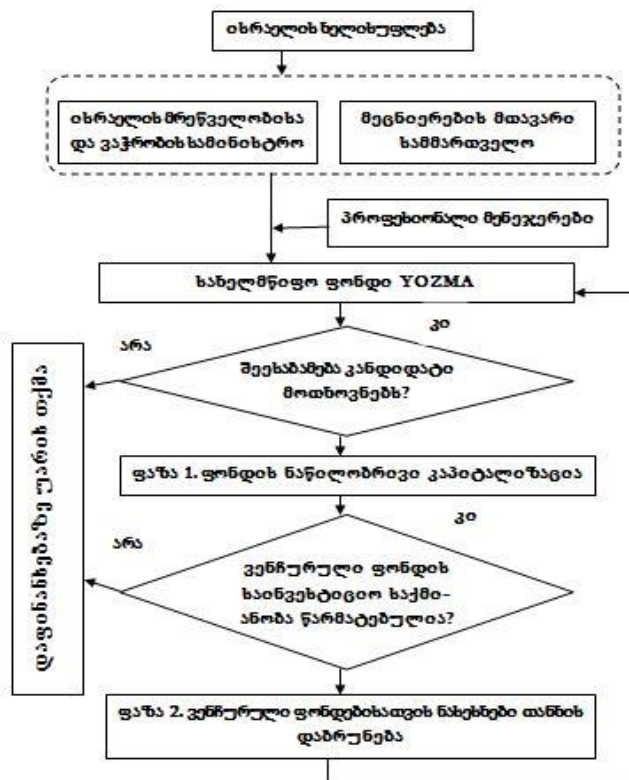
პროგრამის ძირითად მიზნებს შორის [36] დასახელდა: კვლევების და სამეცნიერო სამუშაოების სახელმწიფო საჭიროების დაკმაყოფილება, მოსახლეობის დასაქმების ზრდა, ინოვაციურ საქმიანობაში სოციალურად და ეკონომიკურად დაუცველი პირების ჩართვა, ასევე კომერცირებულ ინოვაციათა რიცხვის მატება. პრეტენდენტი კომპანიების მიმართ წარდგენილი მოთხოვნების რიცხვიდან შეგვიძლია გამოვყოთ შემდეგი: აქციების 51%-ზე მეტი უნდა ეკუთვნოდეს ამერიკის მოქალაქეს, კომპანიაში თანამშრომელთა რიცხვი არ უნდა აღემატებოდეს 500-ს, კომპანიის ნაწილობრივი თვითდაფინანსების საშუალება. პროგრამის ფარგლებში შეიქმნა ათი ფედერალური სააგენტო, რომლებიც ვალდებული იყვნენ თავისი ბიუჯეტის 2,5% გამოეყოთ ინოვაციური საწარმოების დაფინანსებაზე, რომლებიც ახორციელებენ თავიანთ

კვლევებსა და სამეცნიერო სამუშაოებს სააგენტოსთვის აქტუალური მიმართულებებით.

შესაბამისად SBIR-ის ფარგლებში სხვადასხვა უწყებები უანგაროდ აფინანსებენ კომერციული სამეცნიერო სამუშაოების დამწყებ სტადიებს თავის სფეროებში. დაფინანსების შეუძლია ზრდის სამ სტადიამდე უზრუნველყოფა და მთლიანობაში უნდა აღწევდეს ერთ მილიონ დოლარს.

პროგრამების მეორე სახეობას წარმოადგენს ებრაული Yozma. Yozma (ებრაულიდან ნიშნავს „ინიციატივას“) ამოქმედდა 1993 წელს.

ნახაზი 5. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ებრაული სახელმწიფო პროგრამის - Yozma-ს ალგორითმი



აღნიშნული პროგრამის საჭიროება განპირობებული იყო დაბალი ვენჩურული აქტიურობით - 1991 წლის ბოლოს ისრაელში ფუნქციონირებდა სულ ორი ვენჩურული ფონდი - Athena Venture Partners და Veritas Venture Partners, თან იმის გათვალისწინებით, რომ ტექნოლოგიური კომპანიების რიცხვი ისრაელში 1985 წლიდან 1992 წლამდე სამჯერ გაიზარდა. Yozma შეიქმნა ისრაელის მრეწველობისა და

ვაჭრობის სამინისტროს, სამეცნიერო სამმართველოს მთავარი პირის ხელმძღვანელობით. Yozma-ს ოპერატიული მართვისთვის დაინიშნენ პროფესიონალი ვენჩურული ფინანსისტები ტექნოლოგიური მრეწველობაში სამუშაო გამოცდილებით, რომლებიც ექვემდებარებოდნენ სახელმწიფოს წარმომადგენლებისგან შემდგარ დირექტორთა საბჭოს და ქონდათ წესდების მიხედვით მოქმედების ვალდებულება. პროექტის ხელმძღვანელად დაინიშნა იიგალ ერლიხი (Yigal Erlich), რომელიც ამ დანიშვნამდე მთავარი სამეცნიერო სამმართველოს უფროსი და მრეწველობისა და ვაჭრობის სამინისტროს მთავარი მეცნიერ-სპეციალისტი იყო.

Yozma-ს შინაარსი შემდეგში მდგომარეობდა. პროგრამის ფონდი გამოყენებულ იქნა ათი სხვა ვენჩურული ფონდის კაპიტალიზაციის მიზნით, რომელთაგან თითოეულის კაპიტალი შეადგენდა 20 მლნ დოლარს. ფონდების მიმართ წაყენებული იყო შემდეგი მოთხოვნები: ერთი სახელის და სტაჟის მქონე ებრაული და ერთი ამერიკული ან ევროპელი პარტნიორის არსებობა. უცხოელი პარტნიორები ვალდებული იყვნენ, ისრაელელი კოლეგებისთვის ესწავლებინათ ინვესტირების, კომპანიების განვითარების და ფონდის საქმიანობის წარმართვის დინამიკა და პრინციპები. სანაცვლოდ ფონდი იღებდა 8 მლნ დოლარს Yozma-ს ფონდებიდან (დანარჩენი 12 მლნ. პარტნიორებს ერთობლივად უნდა წარედგინათ) და ფონდის კრახის შემთხვევაში მათ არ ქონდათ ამ თანხის დაბრუნების ვალდებულება. ხოლო წარმატების შემთხვევაში პარტნიორებს შეეძლოთ სახელმწიფოს წილის შესყიდვა 5 წელიწადში ფონდი კაპიტალიზაციის შემდეგ იმავე ღირებულებით, პლუს სიმბოლური საპროცენტო განაკვეთი (ან წილის მოგების 1%) - შესაბამისად შემოსავლის 90%-ზე მეტი ხვდებოდა პროგრამის კერძო მონაწილეებს.

სახელმწიფო პროგრამა Yozma წარმატებული იყო. ერთი წლის განმავლობაში მოხდა ათივე ფონდის ფორმირება უცხოელ პარტნიორებთან, წმინდა პირდაპირი ინვესტიციების ჯამმა შეადგინა 256 მლნ დოლარი (რომელთაგან 80 მლნ დაფინანსებული იყო Yozma-ს მიერ). შემდგომში, Yozma-ს შვილობილი ფონდების

კაპიტალის გაიზარდა 2,9 მლრდ დოლარამდე ახალი ინვესტორების და პორტფელური კომპანიების წარმატებულად გაყიდვის გზით, ხოლო ათიდან 8 ფონდი გამოისყიდეს კერძო თანადამფუძნებლებმა. ისრაელის სახელმწიფო სახსრების დროებითმა გამოყენებამ გამოიწვია 5 მლრდ დოლარი ინვესტიციის მოზიდვა(ორმოცდაათჯერ მეტი ვიდრე მთავრობის მიერ დროებით გამოყოფილი თანხა), ეს მხოლოდ პირდაპირი ეფექტის სახით; ირიბად კი - 7 მლრდ დოლარამდე 7 წლის განმავლობაში [61]. ქვეყანაში ტექნოლოგიური კომპანიების რიცხვმა ოთხი ათასს გადააჭარბა. ისრაელი წარმატებით ჩაერთო მსოფლიოს ტექნოლოგიურ ბიზნესში.

ასევე მეორე ტიპის პროგრამების წარდგენა შესაძლებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სინგაპურის სახელმწიფო პროგრამის SEDB-ის მეშვეობით. 1980-ანი წლების ნახევრიდან დაწყებული სინგაპურო ახორციელებდა ფინანსური სახსრების ინვესტირებას სილიკონის ველი ვენჩურულ ფონდებში. უცხოური ინვესტიციების ხარჯზე სინგაპურის მთავრობა გამოუჩნდა მჭიდრო კონტაქტები და 1990 წლების ბოლოს შეძლეს სინგაპურში ვენჩურული ინვესტიციების მოზიდვა. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების იმავე მოდელს იყენებს კორეა. 1990-ანი წლების ბოლოს კორეის ტექნოლოგიურმა ბანკმა და კორეის განვითარების ბანკმა ჩამოაყალიბეს ტექნოლოგიური „ფონდების ფონდი“ და დააბანდეს მისი სახსრები ამერიკის ვენჩურულ ფონდებში.

რამდენიმე ქვეყანა ახდენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო მხარდაჭერის ორივე მიდგომის შეხამებას. მსგავსი სინთეზის მკაფიო მაგალითს წარმოადგენს ფინეთში მოქმედი სახელმწიფო პროგრამა SITRA (SITRA - ფინეთის პარლამენტის დაკვირვების ქვეშ არსებული დამოუკიდებელი სახელმწიფო ფონდი). მის ფარგლებში თანაარსებობს როგორც ახალგაზრდა კომპანიების პირდაპირი დაფინანსება, ისე ტექნოლოგიური საწარმოების მხარდაჭერის რეგიონულ ფონდებში ფულის დაბანდება. SITRA [62] მიზნად დასახულია აქვს ფინეთის ეკონომიკური განვითარების ხელშეწყობა კვლევების, ინოვაციური პროექტების, განათლების

პროგრამების ორგანიზების და ვენჩურული კაპიტალის უზრუნველყოფის წახალისების გზით, აფინანსებს კომპანიებს არა საგრანტო პრინციპით, არამედ ჩვეულებრივი ვენჩურული მეთოდით - აქციების წილის, 15%-დან 40%-მდე, თანხების, 200 ათასიდან 2 მლნ-მდე ევრო. სანაცვლოდ პროგრამის სამიზნე სეგმენტს წარმოადგენს განვითარების საწყის სტადიებზე არსებული ინოვაციური კომპანიები. გარდა ფინანსური სახსრებისა, პროგრამა ითვალისწინებს კომპანიების მმართველობით მხარდაჭერას დირექტორთა საბჭოში მონაწილეობის მიღების გზით. პროგრამის ფარგლებში განხორციელებული ვენჩურული ინვესტიციების საშუალო ვადა შეადგენს 3-6 წელს. 2013 წლის ბოლოს SITRA-ს პორტფელში იყო დაახლოებით სამოცდაათი კომპანია და ასევე მონაწილეობა ექვს რეგიონულ ფონდში, რომლებიც ძირითადად ემსახურებიან ფინეთის ადგილობრივ უნივერსიტეტებს.

ფინეთის გარდა, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო პროგრამის შერწყმული ვარიანტს შვედეთიც იყენებს. ქვეყანაში არსებობს სამი სახელმწიფო ორგანიზაცია, რომელთა მიზანია მცირე ინოვაციური საწარმოს ფინანსური, მმართველობითი, საორგანიზაციო და სხვა მხარდაჭერა. ამ ორგანიზაციებიდან ერთ-ერთს წარმოადგენს Industrifonden - სამრეწველო განვითარების ეროვნული ფონდი, რომელიც მონაწილეობს ახალგაზრდა კომპანიების დაფინანსებაში მათი ნაწილობრივი აქციონირების გზით. ამ მიზნებზე შვედის მთავრობის მიერ გამოყოფილი იყო 4 მლნ შვედური კრონი. ფონდს არ აქვს უფლება, ჩაერიოს დაფინანსებული კომპანიის მართვაში. ცენტრის მიზანს წარმოადგენს კომპანიის განვითარების ჩანასახოვანი სტადიის დაფინანსება და ასევე მეცნიერების საგრანტო მხარდაჭერის განხორციელება. გარდა ამისა, შვედეთში ფუნქციონირებს Teknikbrostiftelsen (ტექნოლოგიების მხარდაჭერის და გავრცელების ფონდი), რომელიც ორიენტირებულია შვედური უნივერსიტეტების სტუდენტების და ლექტორების მიერ შექმნილი ორგანიზაციების დაფინანსებასა და ექსპერტულ მხარდაჭერაზე. ფონდს გააჩნია შვიდი ფილიალი, რომლებიც განთავსებულნი არიან ქვეყნის ყველაზე დიდი სამეცნიერო ცენტრების მახლობლად.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პროგრამების ანალიზმა გვაჩვენა, რომ „პირდაპირი ინვესტიციების“ პროგრამა ძირითადად დამახასიათებელია განვითარებული ქვეყნებისთვის, მაშინ როდესაც გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნები უფრო „საფონდო მექანიზმისკენ“ იხრება. ჩვენი აზრით, განსხვავების მიზეზებია: 1) **პირველ რიგში**, გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებს ესაჭიროებათ ტექნოლოგიური და მმართველობითი გამოცდილება, რომელიც აუცილებელია საკუთარი ვენჩურული ბაზრის შექმნისას; გარდა ამისა, განვითარებას ქვეყნებს ესაჭიროებათ ახალი ტექნოლოგიების შემქმნელთა „კლუბში“ მიღება“. ასე, სინგაპურის მოდელის უპირატესობას წარმოადგენს სამთავრობო ჩინოვნიკებისთვის ვენჩურულ კომპანიებთან მუშაობის სწავლება, რის ხარჯზეც სინგაპურმა შემდგომში შეძლო ვენჩურული საქმიანობის საკუთარი სისტემის ჩამოყალიბება. Yozma-ც ასევე მიზნად ისახავს გამოცდილების და რეპუტაციის მქონე ვენჩურული კაპიტალისტების დიდი რაოდენობის მოზიდვას და შენარჩუნებას ისრაელში იმისათვის, რომ ადგილობრივმა დამწყებმა ვენჩურულმა კაპიტალისტებმა ისწავლონ საქმის სწორად წარმოება და დაამყარონ კავშირები. 2) **მეორე**, ვენჩურული ბაზრის სახელმწიფო მხარდაჭერის ამა თუ იმ ვარიანტის არჩევა დამოკიდებულია სახელმწიფო სისტემის საერთო სიმწიფეზე. საზოგადოების ინტერესებში ეფექტურად მოქმედების სახელმწიფოს უნარი წარმოადგენს პირდაპირი ინვესტიციების ნებისმიერი სქემის წარმატების კომპონენტს, სადაც გადაწყვეტილების მიღების ტვირთი ადევს სახელმწიფო ინსტიტუტებს ან ჩინოვნიკებს. საფონდო სისტემაში გადაწყვეტილების მიღებას ანდობენ კერძო სექტორს. ასე, კორეაში ჩატარდა ექსპერიმენტი პირდაპირ ტექნოლოგიური ინვესტიციებზე, რომლებიც, ბოლოს და ბოლოს გადანაწილდა პოლიტიკური, და არა ტექნოლოგიური კრიტერიუმებით. ფინეთში კი - პირიქით, არ დგას სახელმწიფოს მმართველ ორგანოებში კორუფციის პრობლემა, ქვეყანა იკავებს ერთ-ერთ ბოლო სტრიქონს კორუფციის დონის მიხედვით; 3) **მესამე**, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებიც კი,

პირველ რიგში ხელმძღვანელობენ არა მოგების მიღებით, არამედ „საზოგადოებრივი სიკეთით“.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საქართველოში ვენჩურულ ინდუსტრიასთან მონათესავე საბაზრო სტრუქტურების განვითარების თავისებურებების გათვალისწინებით, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ჩვენს ქვეყანაში აუცილებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პროგრამების შერწყმული ვარიანტის გამოყენება ისტორიული გამოცდილებისა და საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობების ობიექტურად დამკვიდრებული სტრუქტურის გათვალისწინებით, ანუ პირველ სტადიაზე ბანკების არსებული დაფინანსების, ხოლო შემდგომში კი - რომელიმე არჩეული და ჩვენთვის ხელმისაწვდომი მოდელის მიხედვით დაფინანსებაზე გადასვლა.

ჩვენ მიზანშეწონილად მივიჩნევთ კომპანიის განვითარების ჩანასახოვანი და საწყისი სტადიის დაფინანსების ამერიკული ვარიანტის გამოყენებას, სადაც გათვალისწინებულია ინოვაციური კომპანიების პირდაპირი დაფინანსება, ხოლო კომპანიის განვითარების უფრო გვიან სტადიებზე - ებრაული „საფონდო მექანიზმის“, რომელიც ითვალისწინებს კერძო ვენჩურული ფონდების შექმნაში სახელმწიფოს მონაწილეობას.

გამოყოფთ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების შერეული სახელმწიფო პროგრამის შემდეგ უპირატესობებს:

ინოვაციური კომპანიების სახელმწიფოს მიერ პირდაპირი დაფინანსების ნაწილში.

ახალგაზრდა ინოვაციური კომპანიების სამიზნე სახელმწიფო დაფინანსების არსებობა საშუალებას მისცემს ქართველ მეცნიერებსა და გამომგონებლებს, ჩამოაყალიბონ საკუთარი ბიზნესი, სახელმწიფოს ფინანსური სახსრების გამოყენებით, სამეცნიერო-ტექნიკურ სფეროში სახელმწიფოს დაკვეთების შესრულებით. გარდა ამისა, განვითარების ადრეულ სტადიებზე მყოფი ინოვაციური კომპანიების დაფინანსების დარგში სახელმწიფოს წარმომადგენლობის აუცილებლობა აიხსნება მასში კერძო ინვესტორების სიმწირით მაღალი საინვესტიციო რისკის გამო. აქედან გამომდინარე,

ასევე აუცილებელია გავითვალისწინოთ, რომ საქართველო მიზნად ისახავს ინოვაციურ ეკონომიკაზე გადასვლას, ამიტომ, ჩვენი აზრით ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფოს მმართველობითი ორგანოების წარმომადგენლობა სტრატეგიულად მნიშვნელოვანია.

სახელმწიფო მონაწილეობის „საფონდო მექანიზმზე“ დაფუძნებული პროგრამის ნაწილში. ვენჩურული „ფონდების ფონდის“ ჩამოყალიბებასა და კერძო ვენჩურული ფონდების შექმნაში სახელმწიფო მონაწილეობა იძლევა მათი რიცხვის მნიშვნელოვნად გაზრდის საშუალებას. გარდა ამისა, გაზრდის უცხოელი ინვესტორების ნდობას ქართული ეკონომიკისადმი და კერძოდ ვენჩურული ინვესტიციების ბაზრისადმი. დაფინანსების ებრაული გამოცდილების გამოყენება მისცემს ქართველ ინვესტორებს საშუალებას, აითვისონ ვენჩურული ინვესტირების, კომპანიის განვითარების, ფონდის საქმეების წარმართვის მეთოდოლოგია და პრინციპები. სახელმწიფო ვენჩურული პროგრამის მთავარ მიზნად უნდა იქცეს არა მოგების მიღება, არამედ ვენჩურული ბაზრის განვითარება, მასთან ფინანსური რისკის გაყოფა, ვენჩურული კაპიტალისტებისათვის ფინანსური ბერკეტის შეთავაზება ვენჩურული კაპიტალის საერთაშორისო ბაზარზე მოხვედრის შესაძლებლობის სანაცვლოდ.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო ფინანსური დახმარების პირდაპირი და „საფონდო“ მექანიზმების გარდა, პროგრამა უნდა ითვალისწინებდეს საგადასახადო შეღავათებს კაპიტალური აქტივების მატების შედეგად მიღებული შემოსავლების (როგორებიცაა: აქციები, უძრავი ქონება, მიწის ნაკვეთები და ა.შ.) დაბეგვრისას.

ჩვენი აზრით, საქართველოში ვენჩურული ბაზრის სერიოზულ პრობლემას წარმოადგენს ნორმატიულ სამართლებრივი ბაზის არარსებობა, რომელიც მოახდენდა ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიური საქმიანობის რეგლამენტირებას და გაითვალისწინებდა მისი სახელმწიფო მხარდაჭერის ზომებს. დღეს ვენჩურული ფონდების და კომპანიების საქმიანობის რეგლამენტირების უზრუნველყოფელი ნორმატიული აქტების შემუშავება იმყოფება საწყის სტადიაზე.

საქართველოში ვენჩურულ ინდუსტრიასთან მონათესავე საბაზრო სტრუქტურების, მაგალითად ბანკების, განვითარების თავისებურებების გათვალისწინებით, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოში აუცილებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პროგრამების შერწყმული ვარიანტის გამოყენება ისტორიული გამოცდილებისა და საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობების ობიექტურად დამკვიდრებული სტრუქტურის გათვალისწინებით. სახელმწიფო ვენჩურული პროგრამის ფარგლებში, გარდა ფინანსური მხარდაჭერისა, გათვალისწინებული უნდა იყოს საგადასახადო შეღავათები, სამომხმარებლო დოტაციები და ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირების სხვა ზომები.

ბ. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების, ბანკების მიერ მისი დაფინანსებისა და შემდგომი განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის დახვეწის ძირითადი მიმართულებები

საქართველოს განვითარების ინოვაციურ გზაზე გადასვლა შეიძლება განხორციელდეს მხოლოდ ინოვაციური და ვენჩურული საქმიანობის აქტივიზაციის პირობებში. ამისათვის საჭიროა ვენჩურული კაპიტალის ფორმირების მექანიზმების არსებობა, თავის მხრივ, ეს მითხოვს ისეთი კაპიტალის არსებობას, რომლის ინვესტირება ინოვაციებში მოხდება მოკლე და გრძელვადიანი პერსპექტივით. დღეს საქართველოში შექმნილია პირობები მხოლოდ მოკლევადიანი კაპიტალის, ანუ „მოკლე ფულის“ მოზიდვისთვის. მის „დასაგრძელებლად“ საჭიროა სახელმწიფოს ძალისხმევა, რადგან საშუალო და, განსაკუთრებით, გრძელვადიანი კაპიტალის მოზიდვისთვის საჭირო პირობები „უხილავი ხელით“ არ შეიქმნება, რაც არ უნდა დახვეწილი იყოს ბაზარი. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ქვეყანა საჭიროებს გააზრებულ, მეცნიერულად დასაბუთებულ ვენჩურულ პოლიტიკას. ვენჩურული კაპიტალის

ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითად ელემენტებად საქართველოში უნდა იქცეს:

- ვენჩურული ინვესტირების შიდა წყაროების მობილიზების და აკუმულაციის ფორმებისა და მეთოდების შემუშავება;
- უცხოური ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის ფორმებისა და მეთოდების შემუშავება;
- მოზიდული ვენჩურული კაპიტალის განაწილების პრინციპებისა და მეთოდების შემუშავება;
- ვენჩურული პოლიტიკის კავშირი სტრუქტურულ პოლიტიკასთან;
- ვენჩურული პოლიტიკის კავშირი საინვესტიციო პოლიტიკასთან;
- ვენჩურული პოლიტიკის კავშირი ქვეყანაში საბაზრო ინფრასტრუქტურის ჩამოყალიბებასთან;
- ვენჩურული ინვესტიციების კავშირი სტრატეგიულ ინვესტიციებთან.

ამასთან აუცილებელია ვისაუბროთ არა ქვეყანაში კაპიტალის სიმწირეზე, არამედ მის რაციონალურ გამოყენებაზე, ქვეყნიდან გადინებაზე, მოსახლეობის მიერ ვალუტის ტეზავრაციაზე. ინვესტიციების მსხვილ პოტენციურ შიდა წყაროებს წარმოადგენს მოსახლეობის დანაზოგები, რომლებიც აღწევენ მიღებული შემოსავლის შთამბეჭდავ წილს, მოსახლეობის მიერ ტეზავრირებული ვალუტა, კორპორაციების საკუთარი სახსრები, ბანკების რეზერვები, ცენტრალური ბანკის რეზერვები (ნახაზი 6). თუ გავითვალისწინებთ, რომ ყველა ჩამოთვლილი კომპონენტი ძირითადად საბანკო კაპიტალის შემადგენელი ნაწილია, შეიძლება საუბარი იმაზე, რომ ვენჩურული კაპიტალის დაფინანსების შიდა წყაროები საბანკო სახსრებს წარმოადგენს.

ნახაზი 6. საფინანსო სისტემით არასაკმარისად მოცული ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების შემადგენლობა



უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ფართო მოზიდვა შესაძლებელია მხოლოდ ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების მობილიზაციის ფონზე და ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს შექმნის პირობით. განვიხილოთ ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების აკუმულაცია და ინვესტირება.

აღნიშნული საქმიანობა ქვეყნაში მეტწილად წარმოადგენს მოქალაქეების ან საწარმოების კერძო ინიციატივას, და გამოწვეულია საკუთარი კონკურენტუნარიანობის ამაღლების აუცილებლობით. სამეცნიერო კვლევების სახელმწიფო დაფინანსება ხუთჯერ შემცირდა ბოლო 10 წლის განმავლობაში. შედეგად სამეცნიერო-ინოვაციურ საქმიანობაზე გაწეული დანახარჯების მიხედვით საქართველოში აღმოჩნდა მცირე სამეცნიერო პოტენციალის მქონე ქვეყნების ჯგუფში (ამაზე პირველ თავებში გვქონდა საუბარი). ამდენად, დღეს აუცილებელია სპეციალიზებული საინვესტიციო მექანიზმის შექმნა, რომელის შესაძლებელს გახდის მოკლე და გრძელვადიანი დანაზოგების მობილიზებას და მათ მიმართვას ინოვაციებში ინვესტირებაზე. საქართველოში მოქმედებს რამდენიმე ორგანიზაცია, რომელიც იწყებს საქმიანობას ამ სპეციალიზებულ სფეროში. მაგრამ, მიუხედავად იმისა, რომ სახელმწიფო მხარდაჭერა მძლავრი ინსტრუმენტია წარმატების მისაღწევად, ვფიქრობთ, რომ ვენჩურული ინვესტირებისთვის საბანკო სახსრების

მობილიზება უმთავრეს წყაროდ შეიძლება იქცეს. მათი ფორმირება შესაძლებელია შემდეგი ინსტრუმენტების გამოყენებით:

- მოკლე და გრძელვადიანი რესურსების მობილიზების სპეციფიური მექანიზმი;
- მოსახლეობის და საწარმოების ინოვაციურ საქმიანობაში მოკლე და გრძელვადიანი ინვესტირების სპეციფიური და დინამიურად განვითარებადი მექანიზმი (დაბანდებები სააქციო კაპიტალში, საფონდო ოპერაციებში, ქონების ლიზინგში);
- გამოყოფილი სახსრების გამოყენების ფინანსური აუდიტის სპეციფიური მექანიზმი;
- ინოვაციური საქმიანობის განვითარებისთვის „ადამიანური კაპიტალის“ ინვესტირების სპეციფიური მექანიზმი;
- ინსტიტუციური პრივილეგიებს სისტემა, რომლებიც უზრუნველყოფენ მომავალი რეგიონული ვენჩურული ფონდების ზემოაღნიშნული ამოცანების განხორციელებას.

რეგიონულ და მუნიციპალურ ვენჩურულ ფონდებს შეუძლიათ მოკლე და გრძელვადიანი კაპიტალის მობილიზება შემდეგი გზებით:

1. ინოვაციების ვენჩურული დაფინანსებისთვის საბიუჯეტო და საბანკო სახსრების ერთობლივი მიზნობრივი გამოყენება;
2. რეგიონული ვენჩურული ფონდის აქტივებში კომერციული ბანკების საქველმოქმედო რეზერვების მობილიზება, რისთვისაც საჭიროა:
1) აღნიშნული განთავსების სახელწმიფო გარანტიები და 2) განთავსებულ შემოსავლებზე საგადასახდო შეღავათები;
3. მოსახლეობის დანაზოგების მობილიზაცია მოსახლეობაში რეგიონული ვენჩურული ფონდის ობლიგაციების განთავსების გზით;
4. საქართველოს ეროვნული ბანკის სავალუტო რეზერვების ნაწილის განთავსება რეგიონული ვენჩურული ფონდის ობლიგაციებში;

5. კორპორატიული ტიპის მსხვილი სტრუქტურების (კორპორაციების) საკუთარი დაზოგილი სახსრების მობილიზაცია უფრო დაბალი საგადასახადო განაკვეთების გამოყენების, დამატებითი საგადასახადო შეღავათების შემოღების, კორპორატიული ინოვაციური საქმიანობის სამეცნიერო მხარდაჭერის უზრუნველყოფის გზით.

რეგიონული ვენჩურული ფონდის ფინანსური აუდიტის უზრუნველყოფა აუცილებელია იმისათვის, რომ საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა სწორად აისახებოდეს ბუღალტრულ აღრიცხვაში და საწარმომ შეძლოს პროდუქციის თვითღირებულებაში სამეცნიერო-კვლევით და ტექნოლოგიურ სამუშაოებზე, შიდა ინვესტიციებზე და სხვ. გაწეული დანახარჯების შეყვანა, რაც გაზრდის ინვესტორების ნდობას იმ კომპანიების მიმართ, რომლებითაც ისინი დაინტერესებულნი არიან.

ჩვენი აზრით, რეგიონული ვენჩურული ფონდების საქმიანობა უნდა ვითარდებოდეს განსაზღვრული სქემის თანახმად, ინოვაციურ-საინვესტიციო საქმიანობის ხელსაყრელი პირობების განვითარების და სტაბილიზაციის ზომებიდან გამომდინარე. გარდა ამისა აუცილებელად მიგვაჩნია დიფერენცირებული მიდგომა ინოვაციური კომპანიების დაფინანსებისადმი. დიფერენციაციის კრიტერიუმებად კი, ჩვენი აზრით, უნდა იქცეს: საწარმოს ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა, მისი განვითარების ეტაპი, საქმიანობის სფერო და ა.შ. დაფინანსების პრიორიტეტულ მიმართულებებად, ჩვენი აზრით, უნდა იქცნენ კერძო საკუთრების ფორმის საწარმოები, რომლებიც იმყოფებიან განვითარების ადრეულ სტადიაზე და ფუნქციონირებენ სახელმწიფოსთვის პრიორიტეტულ ეკონომიკის სფეროებში. გამომდინარე იქიდან, რომ რეგიონული ვენჩურულ ფონდი ძირითად მიზნად უნდა ისახავდეს ქვეყანაში ინოვაციური საქმიანობის აქტივიზაციას, კომპანიის განვითარების უფრო გვიან სტადიებზე (დაწყებული გაფართოების სტადიიდან) მიზანშეწონილი იქნებოდა კომპანიის დაფინანსების ინიციატივის კერძო ინვესტორებისთვის გადაცემის განხორციელება. სქემატურად ავტორის მიერ

შემოთავაზებული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის რეგულირების ორგანიზების მექანიზმი საქართველოში ასახულია ნახაზზე , სადაც:

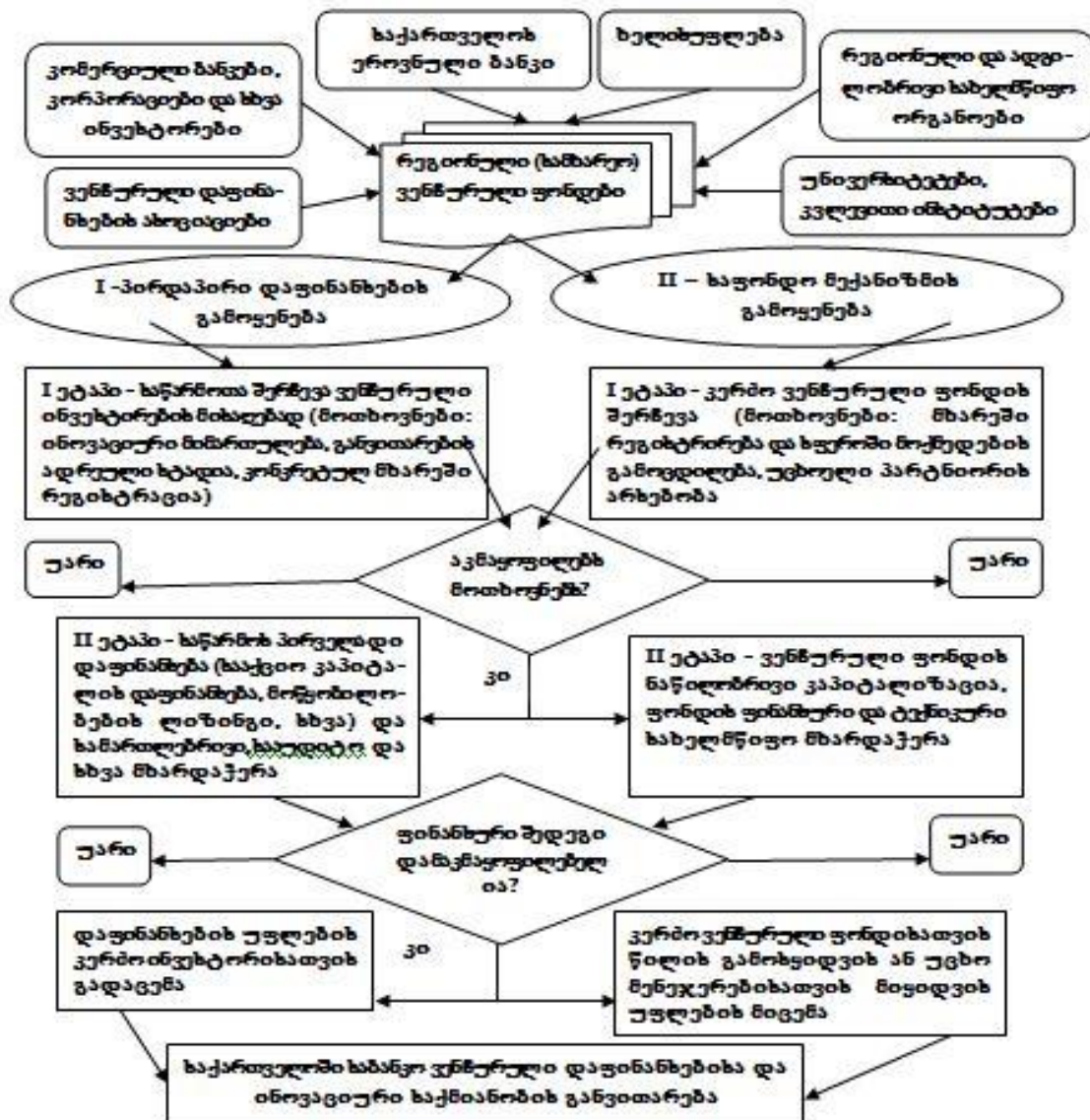
1 - გადაწყვეტილების მიღებაა რეგიონული ვენჩურული ფონდის ჩამოყალიბების შესახებ, ინოვაციების ვენჩურული დაფინანსებისთვის საბიუჯეტო სახსრების მიზნობრივი გამოყენება;

2 - საქართველოს ეროვნული ბანკის სავალუტო რეზერვების ნაწილის განთავსება რეგიონული ვენჩურული ფონდის ობლიგაციებში;

3 - დასაფინანსებელი საწარმოების (ფონდების) ინტერესების წარდგენა სახელწმიფოს და მართვის ორგანოებში, მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებში, ფინანსურ და სამრეწველო წრეებში ქვეყნის შიგნით და მის გარეთ; საქართველოს ვენჩურული ფონდის მონაწილეების ინფორმაციული უზრუნველყოფა;

4 - კორპორატიული ტიპის მსხვილი სტრუქტურების (კორპორაციების) საკუთარი დაზოგილი სახსრების, საწარმოების, ორგანიზაციების, კომერციული ბანკების ნებაყოფლობით რეზერვების, და ასევე მოსახლეობის დანაზოგების მობილიზაცია რეგიონული ვენჩურული ფონდის აქტივებში;

ნახაზი 7. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების ორგანიზების ალგორითმი



5 - ვენჩურული დაფინანსების ობიექტებისათვის ადამიანური კაპიტალის, ანუ სპეციალისტების, კონსულტაციებისა და მეცნიერების მიწოდება, კვლევების ჩატარება, პროდუქტის დახვეწაში მონაწილეობა და სხვა;

6 - დასაფინანსებელი საწარმოების რეგიონული და მუნიციპალური დახმარება და მხარდაჭერა: ფართის გაქირავება შეღავათიან ტარიფებში, ინფორმაციული მხარდაჭერა, კომპანიის, ინოვაციური პროდუქტის რეპუტაციის და იმიჯის ამაღლების ხელშეწყობა და ა.შ.

გარდა ინოვაციური კომპანიის პირდაპირი ვენჩურული დაფინანსებისა, რეგიონულ ვენჩურულ ფონდებს შეუძლიათ თავისი აქტივების ნაწილის დაბანდება საქართველოს ტერიტორიაზე საქმიანობის განმხორციელებელ კერძო ვენჩურულ ფონდებში მათი ნაწილობრივი კაპიტალიზაციის მიზნით. მოთხოვნები კაპიტალიზაციაზე პრეტენზიის მქონე კერძო ვენჩურული ფონდების მიმართ, შეიძლება იყოს შემდეგი: ვენჩურული ფონდის რეგისტრაცია და მისი საქმიანობის განხორციელება საქართველოში, ერთი ქართველი პარტნიორის არსებობა, ვენჩურული ფონდის უნარი, დამოუკიდებლად მოიძიოს საჭირო კაპიტალის 70%, წამყვანი მმართველი პერსონალის დადებითი „საკრედიტო ისტორია“

ჩვენი აზრით, ვენჩურულ ფონდებში (როგორც რეგიონული ისე კერძო) მოქალაქეების და იურიდიული პირების დანაზოგების ინვესტირების მიმზიდველობის მომატებისთვის უარი უნდა ვთქვათ საწარმოს მოგების ნაწილის დაბეგვრაზე და ნაწილობრივ შევამციროთ მოქალაქეებისთვის საშემოსავლო გადასახადი, რომლებმაც დააბანდეს სახსრები ვენჩურულ ფონდებში. აქედან გამომდინარე, რეგიონული ვენჩურული ფონდი ჩაატარებს შერეულ ვენჩურულ პოლიტიკას, არა მხოლოდ ინოვაციური საწარმოების პირდაპირი ვენჩურული დაფინანსების გამოყენებით, არამედ ინვესტირების „საფონდო მექანიზმის“ მეშვეობითაც.

შევეხოთ უცხოური ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის პრობლემასაც.

საქართველოში არსებობს რეალური შესაძლებლობები უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ფართო მოზიდვისთვის. ეს შესაძლებლობები განპირობებულია შემდეგი გარემოებებით:

- ჯერ კიდევ მნიშვნელოვანი ფუნდამენტური მეცნიერებისა და ტექნოლოგიური პოტენციალი, უნიკალური სამეცნიერო-საწარმოო ბაზა და მაღალკვალიფიციური კადრები;
- მცირე საწარმოების მნიშვნელოვანი რიცხვი, რომლებიც წარმოადგენენ ვენჩურული დაფინანსების სამიზნე სეგმენტს (2016 წლის 1 ოქტომბრისათვის მცირე საწარმოების რიცხვა საქართველოში 418 823 შეადგინა, რაც

საქართველოში რეგისტრირებული საწარმოების სრული რიცხვის 67%-ს შეადგენს [63]);

- საქართველოს გააჩნია შედარებით იაფი ნედლეული და სწორი საექსპორტო-საიმპორტო პოლიტიკის შემთხვევაში, იგი შეიძლება კიდევ უფრო გაიფუძეს მსოფლიო ბაზარზე არსებულ ფასებთან შედარებით;
- შრომის ანაზღაურება საქართველოში ბევრად დაბალია, ვიდრე განვითარებულ კაპიტალისტურ ქვეყნებში (დასაქმებულთა კვალიფიკაციისა და განათლების მაღალი დონის შემთხვევაშიც).

ამასთან, არსებობს მიზეზების, რომლებიც აფერხებს უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ნაკადს, რაც დაკავშირებულია ინფრასტრუქტურის სისუსტესთან, შიდა ბაზრის გამოფიტვასთან, შიდა ეკონომიკური კავშირების გაურკვევლობასა და დარღვეულობასთან და ა.შ. ამიტომ დღეს საქართველოში გამოიყენება უცხოური ვენჩურული ინვესტიციების საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების გზით მოძიების მექანიზმი. გარდა ამისა, უცხოური ვენჩურული კაპიტალის მოდინებას საქართველოში აფერხებენ ისეთი ფაქტორები, როგორც:

- ქართველი მეწარმეების დაბალი საინვესტიციო კულტურა;
- სასაქონლო ბაზრის მნიშვნელოვანი ტევადობის, მეწარმეების დიდი გადახდისუნარიანობისა და ვენჩურულ პროექტების განმახორციელებელი კომპანიების მცირე რაოდენობა;
- ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზრის არარსებობა, რომელიც ინვესტიციების ლიკვიდურობის პირობების შექმნით უზრუნველყოფდა პროექტიდან შესაძლებელ შემოსავალს ვენჩურული ინვესტორისთვის,;
- უცხოელი ინვესტორების კონკრეტულ ვენჩურული ინვესტიციებსა და შესაბამის გარანტიებში დარწმუნებულობის არარსებობა.

უცხოელი ინვესტორებისთვის დიდ მნიშვნელობა გააჩნია გამჭირვალობას შემოსავლებისა და კაპიტალის ზრდის დაბეგვრის თვალსაზრისით, რომლის არსებობის შემთხვევაში ისინი დაზღვეულნი არიან ორმაგი დაბეგვრისაგან.

უცხოური კაპიტალის მოზიდვა უნდა ხდებოდეს მასიური ვენჩურულ ინვესტიციებთან ერთად შიდა წყაროების ხარჯზეც და, შესაბამისად, ამ წყაროების მობილიზაციასთან ერთად ინოვაციური საქმიანობის დასაფინანსებლად.

ჩვენი აზრით, ვენჩურული ბიზნესის მხარდაჭერის სახელმწიფო პოლიტიკის უმთავრეს ელემენტად უნდა იქცეს ვენჩურული საქმიანობის დარგში განათლების ამაღლება შესაბამის ბიზნეს სკოლებში და უნივერსიტეტებში სპეციალისტების სწავლების, გადამზადებისა და კვალიფიკაციის ამაღლების გზით. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ დღეს ქვეყანაში შეიმჩნევა ეკონომიკური ურთიერთობების აღნიშნულ სფეროში პროფესიონალების ნაკლებობა და მსგავსი მიდგომით შესაძლებელი გახდებოდა დაფინანსებისთვის განკუთვნილი ინოვაციური პროექტების სწორად შერჩევის ალბათობის გზარდა. აღვნიშნავთ, რომ ამ მიზნის მისაღწევად მიზანშეწონილად მიგვაჩნია ეკონომიკის, ფინანსებისა და ბიზნესის სპეციალობის სტუდენტების სწავლებისთვის განკუთვნილ საგანმანათლებლო პროგრამებში სპეციალური კურსის „ვენჩურული ბიზნესის საფუძვლები“ შეყვანა.

ვენჩურულ კაპიტალზე მოთხოვნის შესაქმნელად აუცილებელია მეწარმეების მიერ ვენჩურული კულტურის ათვისება მცირე და საშუალო ბიზნესში, რათა შეეძლოთ პერსპექტიული პროექტებისთვის სარისკო კაპიტალი მოზიდვა შიდა დაფინანსებაზე ან კრედიტების მიღებაზე იმედების დამყარების ნაცვლად. საქართველოში მეწარმეების ინფორმირებულობის დონე ვენჩურული კაპიტალის შესახებ საკმაოდ დაბალია. მოთხოვნის შესაქმნელად საჭიროა „წინ წაწევის“ პროგრამების ჩატარება, რომლებიც მიმართულნი იქნებიან ვენჩურული კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის გავრცელებაზე მცირე და საშუალო ბიზნესმენტთა რიგებში. საამისოდ გამოიყენება სხვადასხვა მეთოდები, მაგალითად: საფოსტო გზავნილები, სარეკლამო განცხადებები, საგზაო საინფორმაციო ბანერები, ბროშურები და საინფორმაციო ბიულეტენები, საზოგადოებრივი გამოსვლები (რადიო და ტელეგამოსვლების

ჩათვლით), ვენჩურულ ინვესტირებისადმი მიძღვნილი სემინარებისა და გამოფენების ჩატარება და სხვა.

შეგვიძლია გამოვთქვათ წინასწარი ვარაუდი იმისა, რომ საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შედარებითი უმოქმედობა დაკავშირებულია არა შიდა წყაროების არარსებობასთან, არა უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის შეუძლებლობასთან, არამედ ვენჩურულ კაპიტალზე არარსებულ შიდა მოთხოვნასთან. თავის მხრივ, *ეს წარმოადგენს განვითარებული საბაზრო ინფრასტრუქტურის, ინფორმაციის არასებობისა და საწარმოებს, სახელმწიფო დაწესებულებებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის ეკონომიკური კავშირებისა და საინფორმაციო კომუნიკაციის სისუსტის შედეგს.*

ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს ინოვაციური საქმიანობის დაფინანსების ერთ-ერთ ეფექტურ წყაროს და ამიტომ ვენჩურული ქსელების შექმნა მცირე და საშუალო საწარმოების, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებისა და სახელმწიფოს ეფექტური პარტნიორობის საფუძველზე ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების მნიშვნელოვანი ამოცანაა.

II. დასკვნები და რეკომენდაციები

შევაჯამოთ კვლევის შედეგად მიღებული ძირითადი დასკვნები და რეკომენდაციები:

1. ვენჩურულ კაპიტალში ჩვენ ვგულისხმობთ ეკონომიკური სისტემების ინოვაციური განვითარების ფაქტორს, რომელიც წარმოადგენს ფინანსური სახსრების და სპეციალიზებული ინვესტორების პროფესიული შესაძლებლობების ერთობლიობას, რაც მიმართულია პერსპექტიულ განვითარებად მაღალტექნოლოგიურ კომპანიაზე, რომელსაც არ გააჩნია საკუთარი ფულადი სახსრები, ბიზნესის მართვის გამოცდილება დაბანდებული სახსრების მატებისა და მაღალი მოგების მიღების მიზნით;
2. ჩვენს მიერ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის ინტერპრეტირება წარმოადგენს მყიდველებსა (ინოვაციური კომპანიები) და გამყიდველებს (ვენჩურული კაპიტალისტები) შორის არსებული ეკონომიკური ურთიერთობების ერთობლიობა ვენჩურული კაპიტალის მოძრაობის სფეროში, რომელიც ასახავს საბაზრო ურთიერთობების სუბიექტების ეკონომიკურ ინტერესებს და უზრუნველყოფს ინოვაციური საქმიანობის პროდუქტების გაცვლას;
3. ჩვენს მიერ გამოვლენილია ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკა, რომელიც შემდეგში მდგომარეობს: 1) ვენჩურული კაპიტალი ხასიათდება გაურკვევლობის მაღალი დონით, ანუ მისთვის დამახასიათებელია რისკი; 2) ვენჩურულ კაპიტალს გააჩნია გამოყენების სფეროს სპეციფიკა, რადგან მისი ინვესტირება ხდება სამეცნიერო-ტექნიკურ განვითარებაში, ინოვაციურ საქმიანობაში; 3) ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს კაპიტალის სპეციფიკურ სახეობას, რომლის წყაროს წარმოადგენენ ერთად თავმოყრილი ფინანსური ადამიანური კაპიტალი. მსგავსი სინერგიის ხარჯზე ხდება ინვესტორის მოგების უზრუნველყოფა;
4. ვენჩურული კაპიტალის გამოყენების შედეგს წარმოადგენს ინოვაციური შემოსავლის მიღება;
5. ვენჩურული კაპიტალის არსის გამოვლენა ხდება მისი ფუნქციების საშუალებით, რომელთა რიცხვს მივაკუთნებთ:
 - 1) ფულადი დანაზოგების აკუმულაციის და მობილიზაციის (დაგროვების) ფუნქციას;
 - 2) მმართველობითი უნარ-ჩვევების და ბიზნესის მართვის გამოცდილების (პროფესიული შესაძლებლობების) ინოვაციური საწარმოებისთვის გაზიარების ფუნქციას;
 - 3) კაპიტალის ხელახალი გადანაწილების ფუნქციას ინოვაციური საწარმოებისთვის ინვესტიციების შეთავაზების გზით;
 - 4) ინოვაციური საქმიანობის სტიმულირების ფუნქციას;
 - 5) მეცნიერების, განათლებისა და წარმოების ინტეგრაციის ფუნქციას;
 - 6) გარდაქმნის ფუნქციას;

- 7) სოციალურ ფუნქციას;
6. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარებისა და ფორმირების პროცესის კვლევამ უცხოურ ქვეყნებში საშუალება მოგვცა, დაგვეზუსტებინა ვენჩურული კაპიტალის სოციალურ-ეკონომიკური როლი:
 - 1) ვენჩურული კაპიტალი ხელს უწყობს წარმოების მოქნილობის მატებას, მის ადაპტაციას ცვალებად პირობებთან;
 - 2) ვენჩურული კაპიტალი დადებით გავლენას ახდენს დასაქმების დონეზე ქვეყანაში;
 - 3) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან ერთად მცირდება ქვეყნის ტექნოლოგიური დამოკიდებულება იმპორტირებულ ტექნოლოგიებზე, იზრდება სახელმწიფოს საერთაშორისო კონკურენტუნარიანობა;
 - 4) ვენჩურული კაპიტალი ხელს უწყობს საწარმოს ინოვაციურ აქტიურობის მატებას;
7. გამოყოფილია ვენჩურული კაპიტალის ამერიკული ბაზრის დამახასიათებელი თავისებურებანი: აქცენტი კომპანიების განვითარების ადრეული სტადიების დაფინანსებაზე, ვენჩურული კაპიტალის მაღალი ტერიტორიული კონცენტრაცია, ვენჩურული ინვესტიციების არაფორმალური წყაროების მაღალი აქტიურობა, განვითარებული ვენჩურული ინფრასტრუქტურა, დახვეწილი ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზა, რომელიც არეგულირებს ვენჩურულ საქმიანობას. ჩვენი თვალსაზრისით, განხილულია აშშ-ში ვენჩურული კაპიტალის შექმნის და სწრაფი განვითარების ყველაზე სავარაუდო მიზეზები. შესწავლილია და გაანალიზებული ვენჩურული კაპიტალის ამერიკული ბაზრისგან ევროპული ბაზრის განსხვავება, რომელიც შემდეგში მდგომარეობს: საწარმოს ფუნქციონების გვიანი სტადიების დაფინანსების პრიორიტეტულია, ვენჩურული ბაზრის სამიზნე სეგმენტად გვევლინება ეკონომიკის ტრადიციული დარგები, აშშ-სთან შედარებით, ვენჩურული ინვესტიციების უმნიშვნელო მოცულობა, ვენჩურული პორტფელის ფორმირებაში ბანკების დიდი როლი, სახელმწიფოს დიდი როლი ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრების ფორმირებასა და განვითარებაში.
8. გამოყოფილია საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ეტაპები:

პირველი ეტაპი - ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ჩანასახი (1994-1998 წლები). ამ პერიოდის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის დამახასიათებელ თვისებებად ავტორი გამოყოფს: ინფორმაციის დახურულობას ვენჩურული ინვესტორების მიერ დადებული გარიგებების შესახებ, პროფესიული კონტაქტების არარსებობას სხვა და ვენჩურულ ფონდებს შორის, ვენჩურული ინვესტიციების შესახებ ცოდნის არარსებობას ქართველ მეწარმეთა შორის, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების და სავალუტო ბაზრის განუვითარებლობას;

მეორე ეტაპი - არამდგრადი ზრდის ეტაპი (1998-2002 წლები). 1998 წლის კრიზისმა მოახდინა როგორც უარყოფითი, ისე დადებითი გავლენა ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის ფორმირებასა და განვითარებაზე. სადისერტაციო კვლევაში ჩვენს მიერ აღნიშნულია კრიზისის მიერ ფორმირებული დადებითი წინაპირობის რიგი;

მესამე ეტაპი - მდგრადი ზრდის ეტაპი (2003 წლიდან დღემდე). გამოვყოფთ ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის თანამედროვე განვითარების შემდეგ ტენდენციებს: პორტფელური ინვესტორების და ქართული მრეწველობის ვენჩურული აქტიურობის ზრდა, ქართველი ვენჩურული ინვესტორების სწრაფვა კაპიტალის შიდა სამრეწველო ბაზარზე ორიენტირებულ პროექტებში დაბანდებისადმი, კომპანიების განვითარების გვიანი ეტაპების პრიორიტეტული დაფინანსება, ვენჩურული დაფინანსების ორიენტაცია ეკონომიკის ტრადიციულ დარგებზე, მაღალტექნოლოგიური სექტორის უმნიშვნელო ხვედრითი წილი;

9. წარმოდგენილია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საავტორო მოდელი, რომელიც ითვალისწინებს ბაზრის სუბიექტების ურთიერთობების სპეციფიკას, ასევე ფაქტორებს, რომლებიც ახდენენ ვენჩურული კაპიტალის მოთხოვნისა და მიწოდების ფორმირებას. ჩვენი აზრით, ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი, როგორც ეკონომიკური კატეგორია ასახავს სავაჭრო ურთიერთობების სუბიექტების ეკონომიკურ ინტერესებს და უზრუნველყოფს ინოვაციური სფეროს პროდუქციის გაცვლას. გამოვყოფთ შემდეგ გარე ფაქტორებს, რომლებიც ახდენენ ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე მოთხოვნისა და მიწოდების ფორმირებას გრძელვადიან პერიოდში: კონიუნქტურული ფაქტორი, სახელმწიფოს საგადასახადო სისტემა, სამეცნიერო-კვლევითი და ტექნოლოგიური სამუშაოები, საპროცენტო განაკვეთი. აღნიშნული ფაქტორების გათვალისწინება საშუალებას მოგვცემს, უფრო ეფექტური გავლენა მოვახდინოთ ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე მოთხოვნა-მიწოდების ფორმირებაზე და შევარჩიოთ ამ ფორმირების მეთოდი.

10. გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში აუცილებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის რეგულირება. ვენჩურული დაფინანსების დარგში სახელმწიფო პოლიტიკის რეალიზაცია უნდა ხორციელდებოდეს ეკონომიკური პროგნოზების, ინდიკატიური გეგმებისა და სამიზნე პროგრამების მეშვეობით. *ამ ნაშრომში დასაბუთებულია საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების სახელმწიფო პროგრამის შერეული ვარიანტის გამოყენების აუცილებლობა* სახელმწიფოს ისტორიული გამოცდილების და ობიექტურად ჩამოყალიბებული ეკონომიკური ურთიერთობების ქართული სტრუქტურის გათვალისწინებით. სახელმწიფო პროგრამა უნდა ითვალისწინებდეს საწარმოების ინოვაციური საქმიანობის როგორც პირდაპირი დაფინანსების, ისე „საფონდო“ მექანიზმსაც, რომელიც გულისხმობს სახელმწიფოს მონაწილეობას კერძო ვენჩურული ფონდების შექმნაში. სახელმწიფო ვენჩურული პროგრამის ფარგლებში გარდა ფინანსური სახსრების მიწოდებისა, გათვალისწინებულ უნდა იქნას საგადასახადო შეღავათები, გადავადება, სამომხმარებლო დოტაციები და ეკონომიკის

რეგულირების სხვა სახელმწიფო ზომები. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების ამა თუ იმ ინსტრუმენტის არჩევამდე, აუცილებელია მისი გამოყენების ყველა შესაძლო შედეგის დეტალური ანალიზი და ასევე მათი განხილვა სახელმწიფოს სტრატეგიული მიზნების კუთხით.

11. ვენჩურული ინვესტირებისთვის სახსრების მობილიზაციის უმნიშვნელოვანეს ელემენტად, ჩვენი აზრით, შეიძლება იქცეს რეგიონული ვენჩურული ფონდები (საქართველოს სამხარეო ერთეულების ვენჩურული ფონდები). რეგიონული ვენჩურული ფონდების საქმიანობა უნდა ვითარდებოდეს განსაზღვრული სქემის თანახმად, ინოვაციურ-საინვესტიციო საქმიანობის ხელსაყრელი პირობების განვითარების და სტაბილიზაციის ზომებიდან გამომდინარე. გარდა ამისა, აუცილებელია დიფერენცირებული მიდგომა ინოვაციური კომპანიების დაფინანსებისადმი. დიფერენციაციის კრიტერიუმებად უნდა იქცეს: საწარმოს ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა, მისი განვითარების ეტაპი, საქმიანობის სფერო და ა.შ. დაფინანსების პრიორიტეტულ მიმართულებებად, ჩვენი აზრით, უნდა იქცნენ კერძო საკუთრების ფორმის საწარმოები, რომლებიც იმყოფებიან განვითარების ადრეულ სტადიაზე და ფუნქციონირებენ სახელმწიფოსთვის პრიორიტეტულ ეკონომიკის სფეროებში. გამომდინარე იქიდან, რომ რეგიონული ვენჩურულ ფონდი ძირითად მიზნად უნდა ისახავდეს ქვეყანაში ინოვაციური საქმიანობის აქტივიზაციას, კომპანიის განვითარების უფრო გვიანდელ სტადიებზე (დაწყებული გაფართოების სტადიიდან) მიზანშეწონილი იქნებოდა კომპანიის დაფინანსების ინიციატივის კერძო ინვესტორებისთვის გადაცემის განხორციელება.
12. ჩვენი თვალსაზრისით, ვენჩურული ბიზნესის მხარდაჭერის სახელმწიფო პოლიტიკის უმთავრეს ელემენტად უნდა იქცეს ვენჩურული საქმიანობის დარგში განათლების ამაღლება შესაბამის ბიზნეს სკოლებში და უნივერსიტეტებში სპეციალისტების სწავლების გზით. ამ მიზნის მისაღწევად მიზანშეწონილია ბიზნესის, ეკონომიკისა და ფინანსების სპეციალობის სტუდენტებისათვის განკუთვნილ საგანმანათლებლო პროგრამებში სპეციალური კურსის „ვენჩურული ბიზნესის საფუძვლები“ შეყვანა.

გამოყენებული ლიტერატურის სია

1. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. - М.: Дело Лтд, 1994.-720с.;
2. Кенэ Ф. Экономическая таблица, eduworld.ru/referats/x22/x46045.html
3. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. - М., 1993, с.218
4. Фишер И. Покупательная способность денег, ek-lit.agava.ru/fishsod.html
5. Сэй Ж.-Б. Трактат по политической экономии ek-lit.agava.ru/saysod.html
6. Кларк Дж.Б. Распределение богатства. - М.: Гелиос АРВ, 2000, 368с.
7. Маркс К. Капитал. В 3-х тт. - М., 1983.
8. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. — М.: Гос. соц-экон. изд-во, 1931.
9. Долан Э.Дж., Линдсей Д. Микроэкономика / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукашевича. С.-Пб., 1994, 448с.
10. Макконнелл К.Р., Брю С.Л., Экономикс: принципы, проблемы и политика: В 2-х т. Т.1, М.: ИНФРА-М, 2001. XXVI, 486с.
11. Хайман Д. Современная микроэкономика: анализ и применение. М.: Прогресс. 1992. Т.2.
12. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь.-М.: ИНФРА-М, 1997. 496 с.
13. www.glossary.ru
14. Нестик Т. Культурный, социальный и символический капиталы (обзорный материал) www.artpragmatica.ru/contents/science_02.htm
15. Рощин С.Ю., Разумова Т.О. Экономика труда (Экономическая теория труда). Учебное пособие. - М.: ИНФРА-М. - 2000.
16. Нестеров Л., Аширова Г. Национальное богатство и человеческий капитал// Вопросы экономики, 2003, №2, с. 103-110
17. Begg D., Fisher S., Dombush R. Economics. - 1997.
18. აშშ-ს ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ასოციაცია, www.nvca.org
19. Nuechterlein J. International venture capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia, U.S.A., NY, 2000
20. პირდაპირი ინვესტირების და ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაცია, www.evca.com
21. Venture capital // Finance, Australian Bureau of Statistics, Australia, 2001
22. Hisrich, R., Entrepreneurship, Intrapreneurship, and Venture Capital, Lexington, MA: Lexington Books, 1986.
23. Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы // http://www.ptpu.ru/issues/6_99/contens.htm
24. ლ. ყორღანაშვილი, ვენჩურული ბიზნესი, როგორც ინოვაციების დაფინანსების საშუალება. ჟ. "ბიზნესი და კანონმდებლობა". 2008, № 18, გვ. 90-93.
25. თ. ვაშაკიძე - ინოვაციური მცირე საწარმოების მხარდაჭერა; <http://www.inovdev.ge/?page=pubgeo&lang=geo>

26. ა.ფრანგიშვილი,საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის განვითარების სტრატეგიული გეგმა 2012-2016 წლებისათვის; http://gtu.ge/pdf/stu-s_ganvitarebis_strategiuli_gagma_2012_2016_wlebisatvis.pdf
27. თანამედროვე ეკონომიკური განმარტებითი ლექსიკონი;
http://ligamus.iliauni.edu.ge/index.php?route=product/product&product_id=1214
28. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций: Монография. — М.: Изд.-торг. корпорация «Дашков и К», 2003
29. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. - М.: Дело Лтд, 1994.-720с.გვ. 649-651;
30. Хайман Д. Современная микроэкономика: анализ и применение. М.:Прогресс. 1992. Т.2.
31. <http://knoema.ru/atlas/topics>
32. Kalecki M. Thend and Business Cycles Reconsidered // Economic Journal. 1968. №310
33. Макки Д. Вклад венчурного капитала в экономику Великобритании Обще- ство и экономика, 2001, №1, с.57-58
34. Gompers P., Lerner J. "The Venture Capital Revolution", Journal of Eco- nomic Perspectives 15 (Spring 2001) pp. 145-168
35. 2001 Taiwan Venture Capital Yearbook, Coopers & Lybrand Coфorate Financeand European Venture Capital Association (EVCA)
36. Faber M. The Gloom Boom & Doom Report, www.gloomboomdoom.com
37. Financial Sense Online. Transcription of Interview Mark Faber. 22/02/2015.
www.financialsense.com
38. http://www.i2r.ru/rf/docs/news/2000_06/price_water.html
39. www.evca.com
40. Baygan G. Venture capital policy review: Denmark. 09.2003.
<http://www.oecd.org/sti/working-papers>
41. Baygan G. Venture capital policy review: United Kingdom. 09.2003.
<http://www.oecd.org/sti/working-papers>
42. Chinese Venture Capital Yearbook, 2016;
43. J'son&Partners Consulting, <http://www.json.ru>;
44. Ernst&Young Turning the corner. Global Venture Capital Insights and Trends 2015,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/\\$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf)
45. National Science Board. 2016. Arlington, VA: National Science Foundation Science and Engineering Indicators 2016 (NSB-2016-1), p. 4/45
46. Chinese Venture Capital Yearbook, 2016;
47. J'son&Partners Consulting, <http://www.json.ru>;
48. Ernst&Young Turning the corner. Global Venture Capital Insights and Trends 2015,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/\\$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf)
49. Пинюгин К.О. Венчурный капитал в Европе www.rvca.ru
50. Ernst&Young Turning the corner. Global Venture Capital Insights and Trends 2015,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/\\$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf)

51. Baygan G. Venture capital policy review: Sweden. 09.2003.
<http://www.oecd.org/sti/working-papers>
52. www.evca.com
53. Berggren T. The development of the Venture Capital industry in Sweden
www.vencap.se/article_view_e.asp?ArticleID=31
54. Gustafsson J., Lassila J., Lampela A. Venture Financing in Finland. Helsinki
55. History of SBIR Programm www.sbir.dsu.edu
56. Gustafsson J., Lassila J., Lampela A. Venture Financing in Finland. Helsinki University of Technology, Institute of Strategy and International Business, 2003
57. <http://www.ebrd.com/where-we-are/georgia/overview.html>
58. <http://www.ebrd.com/work-with-us/advice-for-small-businesses/georgia.html%20>
59. Ernst&Young Turning the corner. Global Venture Capital Insights and Trends 2015,
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/\\$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Turning_the_corner/$FILE/EY-Turning_the_corner.pdf)
60. The Yozma Group - managing venture capital funds since 1993. www.yozma.com
61. Sitra (2001b) [http:// www.sitra.fi/](http://www.sitra.fi/), 01.08.2003.
62. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,
http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=238&lang=geo
63. საქართველოს მცირე და საშუალო მეწარმეობის განვითარების სტრატეგია 2016-2020 წლებისთვის http://gov.ge/files/439_54422_706524_100-1.pdf
64. აშშ-ს ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ასოციაცია, www.nvca.org
65. ო. შატბერაშვილი. საინოვაციო პოლიტიკა ევროკავშირსა და საქართველოში: რეგიონული პოლიტიკა. CD - ევროკავშირის რეგიონული საინოვაციო პოლიტიკა და აღმოსავლეთის პარტნიორობის პროგრამა. 2014. თბილისი;
<http://www.inovdev.ge/?page=pubgeo&lang=geo>
66. მ. ბარათაშვილი. ს/მ ინოვაციური ტექნოლოგიებისა და განახლებადი ენერგიის გამოყენების პერსპექტივები. CD - ევროკავშირის რეგიონული საინოვაციო პოლიტიკა და აღმოსავლეთის პარტნიორობის პროგრამა. 2014. თბილისი
67. ესაკია. საქართველოში ციფრულ მიწისზედა სატელევიზიო მაუწყებლობაზე გადასვლა და ევროინტეგრაცია. CD - ევროკავშირის რეგიონული საინოვაციო პოლიტიკა და აღმოსავლეთის პარტნიორობის პროგრამა. 2014. თბილისი
68. ო. შატბერაშვილი - საინოვაციო პროცესები და ქვეყნის ეფექტიანი მართვა: შესაძლებლობები აღმოსავლეთის პარტნიორობის ჩარჩოებში
69. ო. შატბერაშვილი - EaP და ინოვაციური მცირე და საშუალო საწარმოები
70. ნ. ასლამაზიშვილი - ინოვაციების მხარდამჭერი საფინანსო ინსტრუმენტები
71. გ.ქოჩორაძე - ტექნოლოგიების ტრანსფერტი და იმპორტ-ექსპორტი
72. ო. შატბერაშვილი - მრავალდონიანი საინოვაციო პოლიტიკა ევროკავშირში და ევროინტეგრაცია
73. ფ. წოწკოლაური, ინეზა გაგნიძე - ინოვაციის მხარდამჭერი განათლების სისტემა ევროკავშირში

74. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. - М.: Дело Лтд, 1994.-720с.
75. Друкер П. Рынок: Как выйти в лидеры. Практика и принципы. М.: 1992
76. Кларк Дж.Б. Распределение богатства. - М.: Гелиос АРВ,2000,368с.
77. Макконнелл К.Р., Брю С.Л., Экономикс: принципы, проблемы и политика: 2-х т. Т.1,М.:ИНФРА-М, 2001. XXVI, 486с.
78. Маршалл А. Принципы экономической науки: в 3-х т./ Пер. с англ. — М.: Изд. Группа Прогресс. 1993г.
79. Нейман Дж. фон. Теория самовоспроизводящихся автоматов. М.: Мир, 1971.382 с.
80. Рейчер С. Формирование европейского рынка венчурного капитала// ЭиСПР, 2001, №1, с. 80-82
81. Санто Б. Инновация как средство экономического развития. М.: Прогресс, 1990
82. Твисс Б. Управление научно-техническими нововведениями. - М.: Экономика, 1989.-272с
83. Фишер И. Покупательная способность денег ek-lit.agava.ru/fishsod.html
84. Харрод Р. К теории экономической динамики. 1948. ek-lit.agava.ru/neoksodl.htm
85. 2001 Taiwan Venture Capital Yearbook, Coopers & Lybrand Corporate Finance and European Venture Capital Association (EVCA)
86. Begg D., Fisher S., Dombush R. Economics. - 1997. Block Z., MacMillan I.C. Corporate venturing: Creating New businesses within the Firm. Boston, Harvard Business School Press, 1995, p. 14
87. Block Z., Subbanarasimha P.N. Corporate venturing: Practice and performance in the U.S. and Japan, Center for Entrepreneurial Studies, Stern School of Business, New York University, 1989, p.74
88. Bygrave, W., 'The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms', Journal of Business Venturing 3,1988:137-57.
89. Chira S. Talking Business With Perkins of Kleiner Perkins: Venture Capital Then and now. New York Times, 28 August 1984.
90. Cooper I.A., and Carleton W.J., Dynamics of Borrower-Lender Interaction
91. Coopers & Lybrand, John H Howard & Associates. Impediments Imposed by Capital Gains Taxes on Seed and Start-Up Enterprises in Australia, Queensland Venture Capital Reference Group, May 1998
92. European Venture Capital Activity Picks Up in 4Q'03, 12.02.2004, www.ey.com
93. Faber M. The Gloom Boom & Doom Report, www.gloomboomdoom.com
94. Financial Sense Online. Transcription of Interview Mark Faber. 22/02/2003. www.financialsense.com
95. Fried, V. and Hisrich. R, 'Venture Capital Research: Past Present, and Future', Entrepreneurship, Theory and Practice 13 (1) (Fall), 1988,15-28.

96. Frist E.L. On Socia-Technical Systems / The Planing of Change / Ed. W.G. Bennis.- N.Y., 1969.
97. Gustafsson J., Lassila J., Lampela A. Venture Financing in Finland. Helsinki University of Technology, Institute of Strategy and Intemational Business, 2003
98. Impediments Imposed by Capital Gains Taxes on Seed and Start-Up Enter- prises in Australia, Queensland Venture Capital Reference Group, May, 1998
99. Kalecki M. Thend and Business Cycles Reconsidered // Economic Journal. 1968. №310
100. Kortum S., Lerner J. Does venture capital spur innovation? National Bureau of Economic Research, Working Paper 6846, December 1998, p,44
101. Kreutzer, Laura. 2001. Many LPs expect to commit less to private equity. Pri- vate Equity Analyst 11 (January): 85-86.
102. Lerner J., The Syndication of Venture Capital Investments, Financial Man- agement, Vol. 23,1994, pp. 16-27.
103. MoneyTree Survey 2002, www.pwcmoneytree.com.
104. Nuechterlein J. Intemational venture capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia, U.S.A., NY, 2000
105. Partitioning Final Pay Off in Venture Capital Finance, Joumal of Finance, Vol. 34,1979.
106. Porter M.E. The Competition Advantage of Nations, 1996
107. Poterba, J., 'Venture Capital and Capital Gains Taxation', Working Paper 508, Department of Economics, MIT, November 1988.Press-release of the Tokyo Summit, July 9,1993
108. Roberts, E., 'How to Succeed in a New Technology Entefprise', Technology Review 73,1970: 22-7.
109. Reyes, Jesse E. 1990. Industry struggling to forge tools for measuring risk. *Venture Capital Journal* 30 (September): 23-27.
110. Shmookler J. Invention and economic growth (Harvard University Press, Cambridge), 1966.
111. Siegel R., Siegel E., MacMillan I.C. Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance. *Journal of Business Venturing*, v.3. Summer, pp. 233-247 (241)
112. The Australian Venture Capital Industry: development and trends, AXISS AUSTRALIA, Sydney, January 2002
113. The economic impact of venture capital in Europe, EVCA, Coopers & Ly-brand Coöporate Finance
114. Tikhomirov Andre, EBRD's Private Equity and Venture Capital Investments in Russia/CIS, Presentation at RVCA Symposium, October 18^^ 2002
115. Venture capital policy review: United States, Giinseli Baygan, December 2003, <http://www.oecd.org/sti/working-papers>
116. Press-release of the Tokyo Summit, July 9,1993