

ეკონომიკური ინჟინერინგი შინაგებასა და საბანკო სექტორში

ვენერული კაპიტალის არსის განსაზღვრა ამერიკული და ევროპული ინტერპრეტაციების მიდგომის მაგალითზე

ირინე მამალაძე
სტუ-ს პროფესორი

რეზიუმე

უკანასკნელ წლებში ბევრი მცდელობა იქნა განხორციელებული ვენერული კაპიტალის არსის და კაპიტალის ბაზრის 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 სტატუსკვოს გათვალისწინებით, საბაზრო ურთიერთობების გაღრმავება, შემდგომი განვითარება და საინვესტიციო პოლიტიკის სახელმწიფო დონეზე ფორმირება შეუძლებელია ამ პრობლემის მოგვარების გარეშე. ვენერული კაპიტალის ფორმირება და განვითარების გადაუდებელი საჭიროება განპირობებულია, როგორც საინვესტიციო პროცესის გამოცოცხლების, ასევე მისთვის ინტენსიური ხასიათის მიცემის აუცილებლობით.

სტატიაში მოყვანილია უცხოურ ეკონომიკურ ლიტერატურაში განხილული ვენერული კაპიტალის არსის განსაზღვრის, ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების საკითხები, რომლიც შედარებით ფართოდ და ღრმად არის დამუშავებული, რაც ისტორიულად გამართლებულიცაა, თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ ვენერული კაპიტალის ბაზარს იქ განვითარების ხანგრძლივ ისტორი აქვს.

საკვანძო სიტყვები: ვენერული კაპიტალი, ვენერული კაპიტალის ცნება, კონცეპტუალური მიდგომა, ინტერპრეტაციების ამერიკული და ევროპული მიდგომა.

DEFINING THE ESSENCE OF VENTURE CAPITAL USING THE EXAMPLE OF THE AMERICAN AND EUROPEAN INTERPRETATION APPROACH

Irine Mamaladze
Professor Of GTU

SUMMARY

In recent years, many attempts have been made to explain the essence of venture capital and the theoretical basis of the capital market. As a rule, this was done

on the examples of foreign countries and experience in one or another direction useful for Georgia was noted. However, in Georgian reality, taking into account the peculiarities of the level of development of the country's economy, it has not yet been possible to determine clear definitions of its formation and regulation. Given the current status quo, the deepening of market relations, further development and the formation of investment policy at the state level are impossible without solving this problem. The urgent need for the formation and development of venture capital is due to the need to revitalize the investment process, as well as to give it an intensive character.

The article presents the issues of defining the essence of venture capital, market formation and development discussed in foreign economic literature, which are relatively widely and deeply elaborated, which is historically justified, considering that the venture capital market has a long history of development there.

Keywords: venture capital, concept of venture capital, conceptual approach. American and European approach to interpretation.

* * * *

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, რაც გარკვეულწილად შეესაბამებოდა თავის ეპოქას, ასახავდა მის თავისებურებებს და პასუხობდა მის მოთხოვნებს.

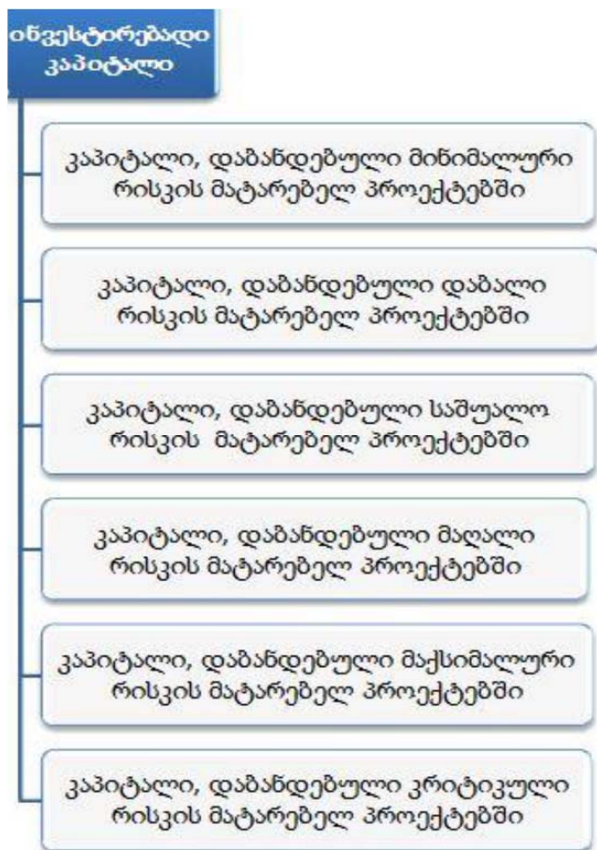
დღემდე თვითონ „ვენერული კაპიტალის ცნების სირთულისა და მრავალგანზომილებიანობის გამო არ არსებობს ამ ტერმინის საერთაშორისო საყოველთაოდ აღიარებული განმარტება. აღნიშნული კატეგორიის განმარტების ორაზროვნება განპირობებულია ვენერული კაპიტალის ბაზრის განსხვავებული ისტორიული განვითარებით.

გამოვეყოფთ „ვენერული კაპიტალი ცნების ინტერპრეტაციების ორ მიდგომას: ამერიკულს და ევროპულს.

„ვენჩურული კაპიტალის ცნების პირველადი შინაარსი მჭიდროდ იყო დაკავშირებული სიტყვა „ვენჩურის (ინგლ. «venture») ეტიმოლოგიურ მნიშვნელობასთან, რომელიც, ერთის მხრივ, ნიშნავს სანარმოს, და მეორეს მხრივ - რისკს. დაბანდებული ვენჩურული კაპიტალი სხვადასხვა რისკის მქონე პროექტებში.

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. რისკის კატეგორიის და გაურკვევლობის ინტერპრეტირებისადმი მსგავსი მიდგომა აღიარებულია ნეოკლასიკურ კონცეფციაშიც. ნეოკლასიკური სკოლა ამ ცნებებს ურთიერთ ჩანაცვლებად მიიჩნევს [9.92].

ცხრილი 1. ინვესტირებადი კაპიტალის რისკის დონეების მიხედვით კლასიფიკაცია:



წყარო: [9]

„ვენჩურული კაპიტალის ცნების ამერიკულ ინტერპრეტირებას შეგვიძლია ვინრო ვუნოდოთ.

ასე, აშშ-ში ვენჩურულ კაპიტალში იგულისხმება 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.

[1.1]

ამერიკელი ეკონომისტის, კომპანიის «NGC Investment» მმართველის, ჯ. ნიხტერლეინის (J. Nuechterlein) [1.2] 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 არსის 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 წარმოდგენილი საფონდო ბირჟაზე.

პირდაპირი ინვესტირების და ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაციის (EVCA) [2.25] 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. [3.4]

აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების სპეციალისტებს აქვთ ვენჩურული კაპიტალის საკუთარი განმარტება. ასე, ბულგარელი ეკონომისტი ლ. დამიანოვა ვენჩურულ კაპიტალში გულისხმობს შემდეგს: „მაღალკვალიფიცირებული ინვესტორე-

ბის მიერ სააქციო კაპიტალში განხორციელებული გრძელვადიანი დაბანდება და მასთან ერთად შევაზებული მმართველობითი გამოცდილება, რომელიც ახალბედა, მაგრამ მაღალი პოტენციალის საწარმოებს აძლევს მნიშვნელოვან ბიძგს ეკონომიკური განვითარებისათვის. [4.65].

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 [5.16].

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. [6.17]

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. [7.98]

აკადემიკოსი ა.ფრანგიშვილი ვენჩურულ კაპიტალს განიხილავს, როგორც „კაპიტალის დაბანდებას განსაკუთრებულ ფორმას მაღალი ხარისხის რისკის მქონე ინვესტირების ობიექტებში შემოსავლის მაღალი ნორმის სწრაფად მიღების გათვლით [8.69]

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 კუთვნილებაზე 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.

ნინამდებარე 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 რესტრუქტურისაციის 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 აკოტრების 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 შექმნის 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 დაბანდებას სახსრების ზრდის მიზნით მიმართულს შექმნის, ჩამოყალიბების ან ლიკვიდურობის ეტაპზე მყოფი პერსპექტიული მაღალტექნოლოგიური კომპანიის განვითარებაზე, რომელსაც არ გააჩნია საკუთარი ფულადი სახსრები და ბიზნესის წარმართვის გამოცდილება.

დასკვნა

დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ 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 ფეექტის 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. [10.110]

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:

1. რისკიან ინვესტიციებად (ვენჩურული კაპიტალი);

2. პირდაპირ ინვესტიციებად;

3. პორტფელურ ინვესტიციებად და ანუიტეტად. ანუ, რისკიან ინვესტიციებში მოაზრებულია ინვესტიციები ახალი აქციების გამოშვების ფორმით, რომელთა გახორციელება ხდება დიდ რისკებთან დაკავშირებული საქმიანობის ახალ სფეროებში. რაც გარკვეულწილად ვენჩურული კაპიტალის არსს ხსნის.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. Nuechterlein J. International venture capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia, U.S.A., NY, 1998

2. პირდაპირი ინვესტირების და ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაცია, www.evca.com

3. Venture capital // Finance, Australian Bureau of Statistics, Australia, 1999

4. Hisrich, R., Entrepreneurship, Intrapreneurship, and Venture Capital, Lexington, MA: Lexington Books, 1986.

5. Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы //

http://www.ptpu.ru/issues/6_99/contents.htm

6. ლ. ყორღანაშვილი, ვენჩურული ბიზნესი, როგორც ინოვაციების დაფინანსების საშუალება. სამეც. ჟურ. „ბიზნესი და კანონმდებლობა“. 2008, № 18, გვ. 90-93.

7. თ. ვაშაკიძე - ინოვაციური მცირე საწარმოების მხარდაჭერა;

<http://www.inovdev.ge/?page=pubgeo&lang=geo>

8. აფრანგიშვილი, საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის განვითარების სტრატეგიული გეგმა 2012-2016 წლებისათვის; http://gtu.ge/pdf/stu-s_ganvitarebis_strategiuli_gegma_2012_2016_wlebisatvis.pdf

9. Хайман Д. Современная микроэкономика: анализ и применение. М.: Прогресс. 1992. Т.2.

10. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций: Монография. — М.: Изд.-торг. корпорация «Дашков и К», 2001

11. თანამედროვე ეკონომიკური განმარტებითი ლექსიკონი;

http://ligamus.iliauni.edu.ge/index.php?route=product/product&product_id=1212

12. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. - М.: Дело ЛТД, 1994.-720с. გვ. 649-651;

13. ახვედელიანი -სარისკო კაპიტალის აქტივობაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში. დისერტაცია 2017წ.