

Н. А. Таланина¹, А. В. Комарова²✉

Основные формы финансирования для компаний на разных стадиях развития

¹Новосибирский государственный университет, г. Новосибирск, Российская Федерация

²Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН,
г. Новосибирск, Российская Федерация
e-mail: a.komarova@g.nsu.ru

Аннотация. В статье рассматриваются основные формы финансирования компаний на различных стадиях их развития. Актуальность исследования обусловлена необходимостью систематизации источников и механизмов привлечения капитала в условиях высокой неопределённости, особенно характерной для инновационных и быстрорастущих компаний. Объектом исследования выступают компании на разных этапах жизненного цикла, предметом – формы и инструменты их финансирования. Целью работы является выявление закономерностей изменения структуры финансирования по мере развития компании. В исследовании применяются методы сравнительного анализа, обобщения и систематизации теоретических и эмпирических данных. Установлено, что на ранних стадиях развития доминируют неформальные источники финансирования, а также методы оценки, основанные на качественных характеристиках компании. По мере перехода к более зрелым этапам возрастает роль институциональных инвесторов, увеличивается объём привлекаемого капитала и применяются формализованные подходы к оценке, включая сравнительные и доходные методы. Сделан вывод о наличии устойчивой зависимости между стадией развития компании, уровнем её зрелости и используемыми формами финансирования. Результаты исследования позволяют систематизировать подходы к финансированию и могут быть использованы при разработке инвестиционных стратегий и оценке стоимости компаний.

Ключевые слова: финансирование компании, жизненный цикл, инвестиционная деятельность, структура капитала, источники финансирования, оценка стоимости компании

N. A. Talanina¹, A. V. Komarova²✉

Main forms of financing for companies at different stages of development

¹Novosibirsk State University, Novosibirsk, Russian Federation

²Institute of Economics and Industrial Engineering SB RAS, Novosibirsk, Russian Federation
e-mail: a.komarova@g.nsu.ru

Abstract. This paper examines the main forms of financing for companies at different stages of their development. The relevance of the study is justified by the need to systematize sources and mechanisms of capital raising under conditions of high uncertainty, which is particularly the characteristic of innovative and fast-growing companies. The object of the study is companies at various stages of their life cycle, while the subject is the forms and instruments of their financing. The aim of the research is to identify patterns in the evolution of financing structure as companies develop. The study employs methods of comparative analysis, generalization, and systematization of both theoretical and empirical data. The findings show that at early stages of development, informal sources of financing dominate, along with valuation methods based on qualitative characteristics of the company. As companies transition to more mature stages, the role of institutional investors increases, the volume of

attracted capital grows, and more formalized valuation approaches are applied, including comparative and income-based methods. It is concluded that there is a stable relationship between the stage of company development, its level of maturity and the forms of financing used. The results of the study contribute to the systematization of financing approaches and may be applied in the development of investment strategies and company valuation.

Keywords: company financing, life cycle, investment activity, capital structure, sources of financing, company valuation

Введение

В последние десятилетия одним из наиболее значимых факторов развития мировой экономики стало усиление роли инвестиционных процессов и механизмов финансирования компаний. Организации, находящиеся на различных стадиях жизненного цикла и формируя структуру капитала, оказывают существенное влияние на динамику экономического роста и развитие инновационной среды [5,10]. Ускорение технологических изменений, рост неопределённости и трансформация рынков капитала, особенно заметная в российских условиях после 2022 г., закрепили стратегический тренд на развитие альтернативных форм финансирования, включая венчурные инвестиции, гибкие финансовые инструменты и публичные размещения акций в новых институциональных условиях [6,11,12]. Большинство современных исследований в области корпоративных финансов отмечают, что поведение компаний и инвесторов всё в большей степени определяется не только традиционными экономическими показателями, но и стадией развития бизнеса, уровнем риска, доступностью информации и изменением структуры инвестиционного спроса [10–13].

Методы и данные

Особенности оценки венчурных компаний напрямую связаны со стадиями развития стартапа. На каждом этапе проекта используются различные источники финансирования и методы определения стоимости бизнеса. На ранних стадиях ключевую роль играют качественные факторы, такие как идея и команда, тогда как по мере роста компании увеличивается значение финансовых показателей и прогнозируемых денежных потоков.

Эволюция подходов к оценке стоимости венчурных компаний в зависимости от стадии инвестиционного цикла представлена на рисунке 1.

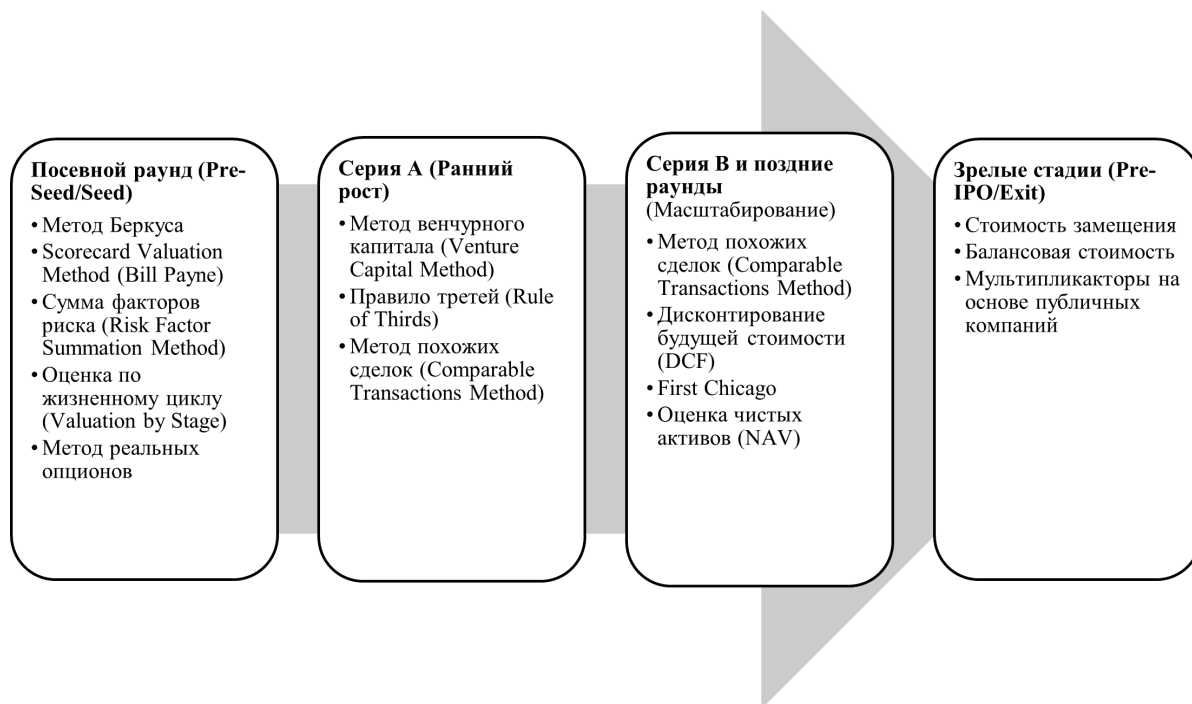


Рис. 1. Эволюция методов оценки венчурных компаний на различных стадиях инвестиционного цикла

На ранних этапах жизненного цикла бизнес характеризуется высокой неопределённостью, отсутствием устойчивых денежных потоков и ограниченной информационной прозрачностью. В этих условиях преобладают источники финансирования, ориентированные на принятие повышенного риска, включая собственные средства основателей, инвестиции бизнес-ангелов и венчурный капитал ранних стадий. Инвестиционные решения принимаются преимущественно на основе качественных характеристик проекта, таких как потенциал рынка, технологическая новизна и компетенции команды, что обуславливает применение упрощённых методов оценки стоимости компании [5,10].

По мере перехода компании к стадии роста происходит снижение неопределённости и формирование первичных финансовых показателей. Это способствует расширению круга инвесторов и увеличению объёмов привлекаемого капитала. На данном этапе усиливается роль венчурных фондов и институциональных инвесторов, а структура сделок становится более сложной. Для оценки стоимости компании начинают использоваться сравнительные методы, основанные на анализе сопоставимых компаний и рыночных мультипликаторов, а также специализированные модели венчурного инвестирования. Применение данных подходов позволяет учитывать перспективы масштабирования бизнеса и уровень инвестиционного риска [10,11].

На поздних стадиях развития компании, характеризующихся устойчивостью операционной деятельности и сформированной бизнес-моделью, финансирование приобретает преимущественно рыночный характер. Возрастает значение фондов прямых инвестиций, стратегических инвесторов и публичных рынков капитала. В

этих условиях ключевую роль играют количественные методы оценки, включая дисконтирование денежных потоков и анализ мультипликаторов публичных компаний. Дополнительно учитываются макроэкономические условия и особенности функционирования фондового рынка, что особенно проявляется в изменении механизмов ценообразования сделок IPO в российских условиях после 2022 года [6].

Структура финансирования компаний изменяется по мере их развития: от неформальных источников капитала и качественных подходов к оценке на ранних стадиях к институциональному финансированию и формализованным методам оценки на более зрелых этапах. Данная зависимость отражает снижение уровня неопределённости и повышение прозрачности бизнеса, что определяет различия в используемых инструментах привлечения капитала на разных стадиях жизненного цикла компании.

Результаты и обсуждение

В качестве практического примера рассмотрим российский стартап «Даркстор у дома», работающий в сегменте RetailTech и экспресс-доставки товаров повседневного спроса. Бизнес-модель компании основана на использовании сети локальных складов формата dark store, оптимизированных под онлайн-логистику и быструю доставку. В 2023–2024 гг. компания демонстрировала высокие темпы масштабирования: география присутствия расширилась с 13 до 88 городов, а количество складов увеличилось с 27 до 1507 [1–3]. Во втором инвестиционном раунде проект привлёк 50 млн рублей при оценке бизнеса более чем в 190 млн рублей [1,2,7]. Выручка за 2023 год составила 8,4 млн рублей, что превышает показатель предыдущего года более чем в 100 раз, при этом среднемесячный рост выручки в первой половине 2024 года достигал 77% [1,3].

При среднем уровне выручки около 0,7 млн рублей в начале 2024 года и сохранении высоких темпов масштабирования среднемесячная выручка за год оценивается примерно в 4,5 млн рублей, что соответствует годовому значению около 54 млн рублей. При этом компания продолжает работать в убыток: в 2023 году чистый убыток составил 11,8 млн рублей, однако прогнозируется постепенное улучшение операционной эффективности и переход к положительным денежным потокам в 2025 году.

Оценка по методу дисконтированных денежных потоков. Для оценки стоимости компании применён метод дисконтирования денежных потоков [4]. Прогноз выручки построен на умеренно оптимистичном сценарии роста. Для расчёта стоимости бизнеса использованы прогнозные значения свободного денежного потока (FCFF). Ставка дисконтирования принята на уровне 25%, что отражает высокий уровень риска венчурного проекта. Терминальный темп роста принят равным 3%. В результате дисконтирования денежных потоков с учётом терминальной стоимости получена суммарная текущая стоимость бизнеса (таблица 1).

Таблица 1. Значения FCFF, млн руб.

Год	FCFF	FCFF с учетом дисконтирования и терминальной стоимости
2024	-5	-5,0
2025	5	4,0
2026	20	12,8
2027	50	25,6
2028	80	32,8
Терминальная стоимость		153,3
Итого		223,5

Таким образом, оценка компании «Даркстор у дома» по методу дисконтированных денежных потоков составляет 223,5 млн рублей, что превышает оценку второго инвестиционного раунда (190 млн рублей) и отражает потенциал дальнейшего масштабирования бизнеса.

Оценка методом сопоставимых сделок. При выручке около 50 млн рублей и оценке компании в 190 млн рублей мультипликатор EV/Revenue составляет примерно 3,8 [4]. При прогнозе роста выручки до 75 млн рублей стоимость компании определяется произведением мультипликатора и показателя прогноза выручки и в данном случае составит 285,0 млн руб.

Полученный диапазон оценки составляет 223,5–285,0 млн руб., что подтверждает инвестиционную привлекательность проекта и соответствует практике оценки быстрорастущих стартапов в сегменте экспресс-доставки. Совместное использование метода дисконтирования денежных потоков и метода сопоставимых сделок позволяет учесть как внутренний потенциал компании, так и рыночные ориентиры оценки бизнеса.

Заключение

Выполненный анализ показал, что формы финансирования компаний эволюционируют вместе с развитием бизнеса и снижением уровня неопределённости. На ранних стадиях преобладают собственные средства основателей и неформальные источники капитала, а оценка стоимости носит преимущественно качественный характер. По мере перехода к стадии роста возрастает роль венчурных фондов и институциональных инвесторов, а в практике оценки начинают использоваться сравнительные подходы и рыночные ориентиры. Для более зрелых компаний ключевое значение приобретают количественные методы оценки, основанные на прогнозируемых денежных потоках и анализе сопоставимых сделок, что связано с формированием устойчивых финансовых показателей и повышением прозрачности деятельности.

Рассмотрение практического кейса компании «Даркстор у дома» демонстрирует, что по мере масштабирования бизнеса усиливается значение доходного и сравнительного подходов к оценке стоимости. Применение метода дисконтирования денежных потоков позволило определить внутреннюю стоимость проекта на уровне порядка 223,5 млн рублей, тогда как использование мульти-

пликаторов сопоставимых сделок сформировало диапазон оценки до 285 млн рублей. Полученные результаты отражают потенциал роста компании и подтверждают зависимость используемых инструментов финансирования и методов оценки от стадии развития бизнеса.

Полученные выводы позволяют систематизировать формы финансирования компаний на различных этапах жизненного цикла и установить связь между уровнем зрелости бизнеса, инвестиционным риском и применяемыми методами оценки. Практическая значимость исследования заключается в возможности использования представленных подходов при разработке инвестиционных стратегий, планировании привлечения капитала и определении стоимости компаний в условиях динамично меняющейся рыночной среды.

Благодарности

Работа выполнена по плану НИР ИЭОПП СО РАН, проект «Методология и методика разработки и обоснования приоритетов инвестиционной, кредитно-денежной и фискальной политики структурной трансформации российской экономики в новых геополитических условиях» № 126020516495-3.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. «Даркстор у дома» привлек 50 млн рублей на масштабирование // CNews. – 2024. – URL: https://www.cnews.ru/news/line/2024-07-16_darkstor_u_doma_privlek (дата обращения: 15.03.2026).
2. «Даркстор у дома» привлек инвестиции для развития сети дарксторов // Retail.ru. – 2024. – URL: <https://www.retail.ru/news/servis-dostavki-darkstor-u-doma-smog-privlech-50-mln-rublely-investitsiy-16-iyulya-2024-242854/> (дата обращения: 15.04.2025).
3. «Даркстор у дома» расширяет географию присутствия и увеличивает сеть складов // Oborot.ru. – 2024. – URL: <https://oborot.ru/news/darkstor-u-doma-privlyok-novyh-investorov-komu-prodali-2-kompanii-i-kak-ona-razvivaetsya-i241660.html> (дата обращения: 23.12.2025).
4. Агентство инноваций Москвы. Venture Guide: база венчурных сделок и мультипликаторов стартапов [Электронный ресурс]. – URL: <https://ventureguide.i.moscow/about/#tab=descr> (дата обращения: 11.04.2026).
5. Кузнецов А.В. Венчурное финансирование инновационных компаний: мировой опыт и российская практика // Экономика и управление. – 2019. – № 4. – С. 32–38.
6. Сегаль А.Е. Особенности ценообразования сделок IPO в России в «новой реальности» (с 2022 г.) // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2025. – № 1. – С. 45–60.
7. Сервис доставки «Даркстор у дома» привлек 50 млн рублей инвестиций // Rusbase. – 2024. – URL: <https://rb.ru/news/darkstorudoma-50mln/> (дата обращения: 15.09.2025).
8. Сервис доставки «Даркстор у дома» привлек частных инвесторов // Retailer.ru. – 2024. – URL: <https://retailer.ru/servis-darkstor-u-doma-prodal-2-kompanii-dvum-chastnym-investoram/> (дата обращения: 11.12.2025).
9. Теплова Т.В. Особенности оценки быстрорастущих компаний // Корпоративные финансы. – 2018. – № 3. – С. 5–17.
10. Gompers P., Lerner J. The Venture Capital Revolution // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. 15, No. 2. – P. 145–168.
11. Kaplan S.N., Strömberg P. Venture Capitalists and Private Equity // Journal of Economic Perspectives. – 2009. – Vol. 23, No. 1. – P. 121–146.

12. Kerr W.R., Nanda R., Rhodes-Kropf M. Entrepreneurship as Experimentation // Journal of Economic Perspectives. – 2014. – Vol. 28, No. 3. – P. 25–48.
13. Sahlman W.A. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations // Journal of Financial Economics. – 1990. – Vol. 27, No. 2. – P. 473–521.

© *Н. А. Таланина, А. В. Комарова, 2026*