

Из гусеницы в бабочку: как меняются критерии оценки стартапов

Джуби Хосе

Докторант (управление бизнесом) (DBA Scholar), juby.dm23dba006@spjain.org
Школа глобального менеджмента им. С.П. Джейна (SP Jain School of Global Management) (Сиднейский филиал, Австралия),
Sydney Campus 15 Carter Street, Lidcombe, NSW, 2141, Australia

Прити Бахши

Профессор, Priti.bakhshi@spjain.org

Фирдаус Хан

Доцент, Firdaus.khan@spjain.org

Школа глобального менеджмента им. С.П. Джейна, Индия, Lodha VIOS Tower, 5th Floor Wadala Truck Terminal,
New Cuffe Parade Mumbai, 400037, India

Аннотация

Стартапы кардинально преобразуются в ходе своего жизненного цикла. Эволюция компаний влечет за собой изменение подходов к их оценке. Эмпирические исследования, охватывающие несколько стадий трансформации бизнеса, зачастую применяют идентичные критерии, что порождает противоречивые выводы. Цель работы — разграничить детерминанты оценки стартапов на ранних и поздних этапах их развития. Задача состоит в определении факторов с переменной значимостью для разных стадий, а также критериев, сохраняющих актуальность на протяжении всего цикла.

Проанализированы исследования по оценке стартапов, факторы систематизированы по стадиям развития. Введена «иерархия релевантности» критериев оценки для разных этапов жизненного цикла. Идентифицированы стабильные детерминанты, действующие неизменно, и волатильные — с переменной значимостью. Предложена метамодель двухстадийной оценки для практиков. Научная новизна исследования состоит в стадийном подходе к анализу литературы, который открывает путь к созданию целевых моделей с четкими и однозначными результатами.

Ключевые слова: оценка стартапов; принятие решений о венчурных инвестициях; эффективность предпринимательских фирм; оценка IPO; рост новых фирм

Цитирование: Jose J., Bakshi P., Khan F. (2025) Spawning Butterflies — Value Flow across Startup Lifecycle Stages. *Foresight and STI Governance*, 19(3), pp. 34–48. <https://doi.org/10.17323/fstg.2025.27034>

Spawning Butterflies — Value Flow across Startup Lifecycle Stages

Juby Jose

DBA Scholar, juby.dm23dba006@spjain.org

SP Jain School of Global Management, Sydney Campus 15 Carter Street, Lidcombe, NSW, 2141, Australia

Priti Bakhshi

Professor, Priti.bakhshi@spjain.org

Firdaus Khan

Associate Professor, Firdaus.khan@spjain.org

SP Jain School of Global Management, Lodha VIOS Tower, 5th Floor Wadala Truck Terminal, New Cuffe Parade Mumbai, 400037, India

Abstract

Startup firms are dynamic entities that undergo fundamental transformations over their lifecycle. Such transformations are the result of value flow to newer firm-related factors. However, startup valuation factors are often used fluidly in multi-stage empirical studies resulting in confounding results. The objective of this study is to disentangle determinants of startup valuation across the early and late stages of a startup's lifecycle. By doing so, the study identifies valuation factors that increase, decrease, or maintain relevance across lifecycle stages. We conducted a literature survey of entrepreneurship studies that analyzed startup valuation and its determinants and carefully classified these

into early-stage and late-stage factors. By seeking stage-level interpretations, we introduce the “relevance hierarchy” for valuation factors across lifecycle stages. We uncovered persistent and volatile factors, i.e., some factors persistently affect firm valuation while others exhibit volatility in its effects. For practitioners, we derive a meta-model of startup valuation that is unique to the two lifecycle stages – early and late. The main contribution of this study is in conducting the literature review on startup valuation through the “looking glass” of the lifecycle stage and this vantage point will allow practitioners to develop focused models of valuation that avoid confounding effects.

Keywords: startup valuation; venture capital decision making; entrepreneurial firm performance; IPO valuation; new firm growth

Citation: Jose J., Bakshi P., Khan F. (2025) Spawning Butterflies — Value Flow across Startup Lifecycle Stages. *Foresight and STI Governance*, 19(3), pp. 34–48. <https://doi.org/10.17323/fstig.2025.27034>

Оценка стартапов для инвестиционных решений — задача гораздо более сложная, чем анализ публичных компаний (Damodaran, 2009). Исследование процесса принятия решений венчурными инвесторами (Silva, 2004) требует выхода за рамки общепризнанных финансовых теорий. За прошедшие годы создано множество моделей измерения эффективности фирм (Bromiley, Rau, 2016). Многообразие критериев и их вариативная значимость на разных этапах актуализируют дальнейшее изучение сравнительной релевантности этих факторов и динамики показателей во времени (Colombo et al., 2023; Köhn, 2018).

В работе (Hand, 2005) рассмотрено, как с помощью эмпирического сравнения влияния *финансовых* и *нефинансовых* показателей на оценку компаний до и после IPO меняется релевантность критериев в зависимости от этапа жизненного цикла стартапа. Показано, что эти два типа данных скорее замещают друг друга, нежели дополняют. На рис. 1 представлены значения R^2 для соответствующих факторов — от серии А до пост-IPO. График демонстрирует обратную динамику их значимости, что указывает на смену информационного фокуса инвесторов в зависимости от стадии эволюции предприятия. Эти выводы подтверждаются и последующими исследованиями. Так, 31% венчурных инвесторов при оценке ранних проектов вообще не строят финансовые прогнозы (Gompers et al., 2020). В случае SaaS-компаний такие метрики, как выручка и ее рост, приобретают значение лишь на поздних фазах (McCooy, 2022).

Цель настоящего исследования — разграничить детерминанты оценки стартапов на ранних и поздних стадиях их развития. Это позволяет расширить представления о релевантных факторах, отказавшись от бинарного деления информации на финансовую и нефинансовую, предложенного в работе (Hand, 2005), и выделить факторы, чья значимость на разных этапах жизненного цикла предприятия возрастает, снижается или остается неизменной.

Игнорирование стадий жизненного цикла в оценочных исследованиях

Невнимание к стадии развития стартапа при его оценке ведет к искаженным результатам и методологическим сбоям. В исследованиях, не учитывающих этап жизненного цикла, результаты часто оказываются неточными или преувеличенными. Это показано в работе (Koenig, Tennert, 2022), где сравниваются коэффициенты регрессии с включением фиксированных эффектов стадии и без них. При отсутствии такого контроля значимость факторов систематически переоценивалась.

В эмпирических исследованиях, охватывающих несколько этапов развития компаний, критерии оценки значительно варьируют. Подобный разброс демонстрируют три публикации, в которых стартапы рассматриваются с точки зрения венчурных инвесторов. В работе (Tumasjan et al., 2021) оценивается влияние активности

Рис. 1. Значимость данных финансовой (FS) и нефинансовой отчетности (NFS) для оценки стартапов в ходе принятия инвестиционных решений до и после IPO



в социальных сетях, корпоративных характеристик и инвестиционных параметров с поправкой на специфику сделок, предприятий и рыночного контекста. В статье (Moghaddam et al., 2016) рассматривается значимость сетевых показателей через призму особенностей фирм, транзакций и бизнес-среды. В исследовании (Barick, Aithal, 2023) изучается механизм принятия инвестиционных решений на базе корпоративных метрик и данных о раундах финансирования. Многообразие моделей и контрольных переменных актуализирует потребность в систематическом анализе факторов оценки.

Наконец, игнорирование динамических критериев оценки для разных этапов развития компаний порождает избыточное число объяснительных конструкций, особенно контрольных переменных. Подобное усложнение затрудняет обработку данных и снижает качество результатов. Учет стадии жизненного цикла предприятия как контрольной переменной подтверждает его релевантность при изучении стартапов.

Проблема и цели исследования

Авторы новейших обзоров, посвященных факторам оценки стартапов, солидарны в том, что определение релевантности критериев оценки на различных этапах жизненного цикла остается заметным пробелом в исследованиях (Köhn, 2018, Berre, Le Pendeven, 2023). В попытке заполнить эту лауну нами предпринят обзор предпринимательской литературы, прямо или косвенно предлагающей стоимостную оценку стартапов (как зависимую переменную) и выявляющей детерминанты их стоимости (как независимые переменные). Для обес-

печения актуальности результатов анализировались только публикации последних 10 лет.

На рассмотрение вынесены следующие исследовательские вопросы:

- 1. Какова роль и значимость факторов оценки стартапов на разных этапах их жизненного цикла?
- 2. Значимость этих критериев повышается, снижается или остается неизменной при переходе между стадиями развития?
- 3. Меняется ли метамодель оценки компаний в зависимости от фазы их эволюции?

Исследование решает следующие задачи:

- 1. Определить значимость факторов оценки при смене стадий жизненного цикла предприятий.
- 2. Выявить «иерархию релевантности» критериев оценки на различных этапах развития.
- 3. Разработать целевые модели оценки для разных фаз эволюции, которые позволят получить четкие и точные результаты.

Статья организована следующим образом. В первом разделе приводится подробное описание методологии исследования. Далее представлены основные результаты: ключевые детерминанты оценки стартапов и их влияние на ранней и поздней фазах развития; релевантность критериев оценки на различных этапах эволюции предприятия; стабильные и волатильные факторы оценки в зависимости от стадии роста компаний; теоретический вклад работы и направления дальнейших исследований.

Методология

Стадии жизненного цикла стартапов

Фазы эволюции стартапов исследовались как в теоретической, так и в практической плоскости. Одна из первых классификаций, предложенная в работе (Scott, Bruce, 1987), включает пять стадий: создание, выживание, рост, расширение и зрелость. Позднее появилась четырехфазная модель: зачатие и созревание, младенчество, юность и зрелость (Detienne, 2010). «Серийный предприниматель» и ученый, основатель движения «Бережливый стартап» (Lean Startup) Стив Бланк (Steve Blank) предложил трехступенчатую модель, включающую поиск, создание и рост (Blank, Dorf, 2012).

Мы опираемся на подход, предложенный в работе (Colombo et al., 2023) и описывающий две фазы жизненного цикла предприятий для классификации критериев их оценки: посев/старт и масштабирование/выход. Такая упрощенная модель позволяет максимально точно отследить роль факторов оценки на разных стадиях развития предприятия. Мы называем данные периоды «ранним» и «поздним» (табл. 1).

Структура исследования

Для оценки стартапов применяется множество объяснительных конструкций: характеристики основателя, параметры инвестора, вложения в исследования и разработки (ИиР), рыночные условия и др. В работе анализировались статьи, опубликованные в 2015–2024 гг. в рецензируемых журналах, индексируемых в FT50, Web

Табл. 1. Сравнение моделей жизненного цикла стартапов для изучения факторов их оценки

Модель, применяемая в настоящем исследовании	Пятиэтапная модель (Scott, Bruce, 1987)	Модель, применяемая венчурными инвесторами
Ранний этап	Создание	Предпосевная/посевная
	Выживание	Серия А
	Рост	Серия В
Поздний этап	Расширение	Серии C/D/E и т. д. (пред-IPO)
	Зрелость	IPO и пост-IPO

Источник: составлено авторами.

of Science, ABCD Journal List и Scopus. Практическая плоскость была введена за счет дополнительного изучения «белых книг» ведущих венчурных компаний — Bessemer Venture Partners и Accel Partners.

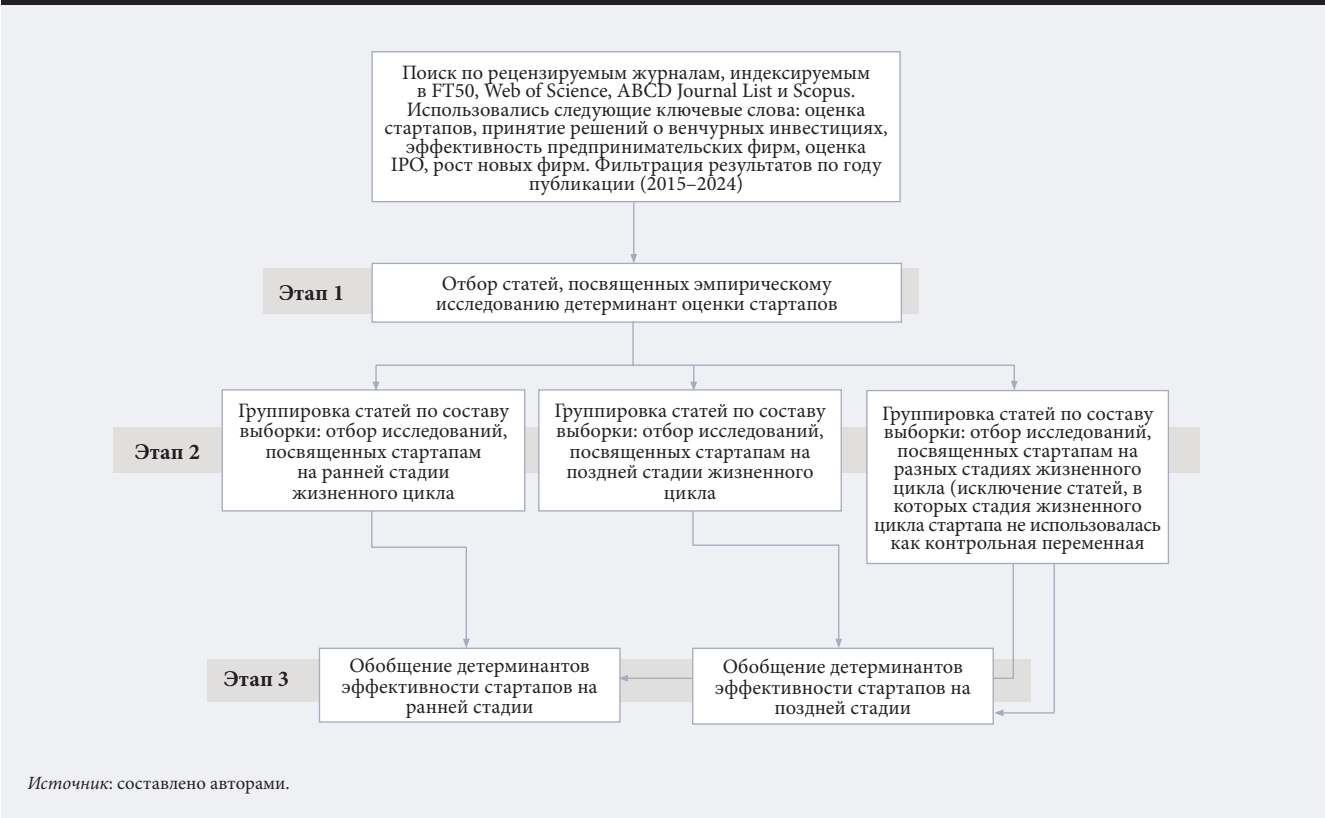
Обзор литературы осуществлялся в три этапа. На первом тщательно проанализированы 165 статей для отбора прямых или косвенных эмпирических исследований оценки стартапов (как зависимой переменной) и детерминантов такой оценки (как независимых переменных). Для дальнейшего анализа отобраны 80 статей, разделенных на втором этапе на три группы по стадиям жизненного цикла компаний: ранняя, поздняя и смешанная. Первые две фазы картированы в табл. 1. На третьем этапе внимательное изучение статей позволило выявить главные детерминанты оценки стартапов и соотнести их с факторами оценки на ранней и поздней стадиях развития. Для публикаций, посвященных конкретным фазам, задача решалась легко; в случае же работ, охватывающих несколько фаз, учитывались ключевые результаты для каждой из них.

Стадию развития фирмы применяют как контрольную переменную во многих исследованиях. Во всех возможных случаях авторы приводят специфичные для конкретных этапов данные, что позволило отнести соответствующие критерии оценки к ранней или поздней фазе. Однако во многих статьях, охватывающих несколько периодов развития компаний, подобная детализация отсутствует. Вероятно, это объясняется равной значимостью факторов на различных этапах эволюции стартапов. Данное предположение согласуется с нашими выводами: установлено, что детерминанты оценки на двух проанализированных фазах частично пересекаются. Некоторые исследования вообще не задействуют временной аспект как контрольную переменную — такие работы исключены из обзора. Модель исследования представлена на рис. 2.

Тематическое кодирование

Настоящее исследование воспроизводит логику обзоров (Berre, Le Pendeven, 2023; Colombo et al., 2023) и развивает их наблюдения относительно стадий жизненного цикла стартапов. На третьем этапе эмпирические индикаторы критериев оценки классифицированы по пяти

Рис. 2. Методология исследования



тематическим направлениям: характеристики предпринимателя; характеристики фирмы; рыночные условия; характеристики инвестора; условия сделки. Данный подход к систематизации факторов оценки стартапов следует методологии, представленной в работе (Berre, Le Pendeven, 2023). Вслед за авторами статьи (Colombo et al., 2023) направление «Условия сделки» расширено за счет условий фондового рынка, нормативов и институциональных аспектов.

По итогам тематического кодирования рассчитана периодичность применения критериев оценки на ранней и поздней стадиях жизненного цикла стартапов (рис. 3). Периодичность отражает частоту использования фактора в качестве независимой или контрольной переменной в предыдущих эмпирических исследованиях. Например, в публикациях, посвященных ранним стартапам, чаще всего задействуются характеристики предпринимателя, что свидетельствует об их повышен-

ной значимости для оценки на данном этапе по сравнению с другими критериями. Таким образом, рис. 3 дает первоначальное представление об относительном весе факторов оценки стартапов (подробнее см. раздел «Обсуждение»).

Выявленное разнообразие эмпирических показателей, относящихся к наиболее популярным направлениям (характеристики предпринимателя, характеристики фирмы и характеристики инвестора), соответствовало ожиданиям. В результате число критериев оценки стартапов расширено с пяти до девяти: опыт основателей фирмы, характеристики основателей, опыт менеджеров, нефинансовые ресурсы фирмы, финансовые ресурсы фирмы, рыночные условия, венчурное финансирование, нефинансовые ресурсы венчурных инвесторов и условия сделки (табл. 2). Данная классификация обеспечивает большую гибкость при анализе роли и веса факторов оценки (см. следующий раздел).

Рис. 3. Периодичность факторов оценки, рассчитанная на основе тематического кодирования



Табл. 2. Соответствие пяти тематических факторов, выявленных в ходе обзора литературы, расширенному набору из девяти факторов для детального анализа

Факторы	Эмпирические индикаторы
Характеристики предпринимателя	
Опыт основателей фирмы (наблюдаемые характеристики)	Трудовой стаж, управленческий стаж, наличие опыта совместной работы, предыдущий опыт создания стартапов, наличие мультикультурного опыта, наличие высшего образования, рейтинг университета обучения, число контактов в LinkedIn, место рождения/деятельности
Характеристики основателей (базовые характеристики)	Открытость новым знаниям, добросовестность, экстраверсия, доброжелательность и эмоциональная устойчивость, готовность идти на риск, инновационность, активность, самостоятельность, агрессивное конкурентное поведение, потенциал усвоения знаний (поглощающая способность) (обычно измеряется опросами на базе шкалы Лайкерта)
Опыт менеджеров (наблюдаемые характеристики руководства фирмы за исключением основателей)	Полнота управленческой команды, опыт работы и образование, квалификация высших руководителей, численность менеджеров
Характеристики фирмы	
Нефинансовые ресурсы фирмы	Количество/годы получения патентов, число цитирований, размеры штата, бизнес-модель, участие во внешних альянсах (бизнес-инкубаторах, отраслевых ассоциациях), наличие партнеров по выходу на рынок, кооперацию с университетами, место деятельности стартапа
Финансовые ресурсы фирмы	Доходы, темпы роста доходов, привлеченные инвестиции, расходы на ИиР, коэффициенты ИиР/активы, КОА, расходы/продажи, рентабельность активов
Рыночные условия	
Рыночные условия	Темпы роста отрасли, стадия жизненного цикла отрасли, финансовые коэффициенты (ИиР/объем продаж, КОА/объем продаж)
Характеристики инвестора	
Венчурное финансирование	Объем финансирования, стадия финансирования, разводнение капитала, доля прошлых инвесторов в капитализации
Нефинансовые ресурсы венчурных инвесторов	Интенсивность прошлого опыта, разнообразие опыта IPO, число предыдущих синдицированных IPO, человеческий/социальный капитал партнеров, патентная активность в стране венчурного инвестора, область специализации
Условия сделки	
Условия сделки	Общий объем венчурных инвестиций, приток прямых иностранных инвестиций, страновые индексы (индекс коррупции, индекс инновационности, качество инфраструктуры, экономическая неопределенность)
Источник: составлено авторами.	

Ключевые детерминанты оценки стартапов

Далее подробно рассматриваются роль и вес каждого из указанных девяти критериев.

Опыт основателей фирмы

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. В исследованиях критериев оценки, применяемых на ранней стадии жизненного цикла стартапов, опыт основателей оценивался через следующие показатели: знания/опыт в сфере деятельности, образование, социальный капитал.

Под знаниями (опытом) понимается некодифицированная информация, полученная в ходе предыдущей работы. Их наличие повышает вероятность выявления бизнес-возможностей и привлечения ресурсов, необходимых для их реализации. Таким образом, опыт предпринимателей служит важным сигналом для заинтересованных сторон (Honopé, Ganco, 2023), признаком компетентности, преданности и авторитета (Rocha, Grilli, 2024). Послужной список также выступает значимым индикатором для внутренних стейкхолдеров, способствующим снижению текучести менеджеров низшего звена (Chahine, Zhang, 2020). В целом, наличие у основателей соответствующего отраслевого и управленче-

ского стажа повышает оценку стартапа в силу уникальности и полезности имеющихся некодифицированных знаний для будущей предпринимательской деятельности (Dhochak, Doliya, 2020).

Образование отражает уровень приобретенных кодифицированных знаний. В узкоспециализированных областях качественное образование основателей может выступать необходимым условием входа на рынок. Помимо технических знаний, высоко ценятся гибкие навыки, освоенные в ходе предыдущей работы. Установленные социальные контакты помогают находить талантливых сотрудников, налаживать связи с клиентами и привлекать институциональные инвестиции (Bublitz et al., 2018). Связи основателей с академическими кругами способствуют привлечению квалифицированных менеджеров (по принципу «равные среди равных»), что повышает оценку стартапа (Wasserman, 2017; Bublitz et al., 2018).

Под социальным капиталом понимаются ресурсы, привлекаемые основателями стартапа через сеть своих контактов. На ранних стадиях жизненного цикла компании социальный капитал основателей обеспечивает привлечение ресурсов, в частности кадров, инвесторов и членов консультативного совета (Rocha, Grilli, 2024), за счет снижения информационной асимметрии

(Gompers et al., 2021). В отсутствие истории успеха начинающие стартапы активно задействуют социальные связи для укрепления репутации и доверия. Особенно ценны разветвленные географические контакты, расширяющие возможности основателей (Szymanski et al., 2021).

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. Для оценки опыта основателей на поздней стадии применялись показатели знаний/опыта и социального капитала. В этот период наличие специализированных знаний побуждает основателей ставить более амбициозные цели для быстрого роста компании. Отраслевой стаж обычно связан с развитой сетью соответствующих контактов (Montanaro et al., 2022). Когда рост фирмы повышает ее потребности в ресурсах, основателям с профильным послужным списком легче привлекать финансовый и социальный капитал (Cotei et al., 2022). Они с большей вероятностью сохраняют руководящие позиции и заключают выгодные контракты с венчурными инвесторами (Nahata, 2019). На поздних стадиях основатели, обладающие достаточными компетенциями, обычно продолжают принимать ключевые решения, что увеличивает вероятность сохранения успешных практик.

Социальные связи помогают привлекать руководителей и на последующих стадиях развития проекта (Wasserman, 2017). К этому времени востребованные продукты обычно уже выявлены и стартап стремится масштабировать инвестиции и доступ к ресурсам. Как следствие, спектр необходимых менеджерам компетенций уже не ограничивается технологиями и продуктами, но включает операции, структуры управления и эффективные методы привлечения финансирования. Контакты основателей играют ключевую роль в развитии человеческого капитала для выполнения различных функций, определяют кадровые решения и состав управленческой команды (Chahine, Zhang, 2020), помогают снизить риски, способствуют распространению новых идей и информации (Zhang et al., 2023).

Нефинансовые ресурсы фирмы

Нефинансовые ресурсы стартапов подразделяются на внутренние и сетевые. К первым относятся ИиР, продукты, процессы и бизнес-модель стартапа; ко вторым — сеть внешних контактов, открывающая компании доступ к дополнительным ресурсам, например, отраслевые ассоциации или бизнес-инкубаторы.

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. ИиР выступают ключевым элементом деятельности технологических стартапов. Они помогают молодым компаниям приобретать авторитет и решать сопутствующие запуску проблемы (Tumasjan et al., 2021). Важным аспектом привлечения венчурного финансирования высокотехнологичными фирмами служат патентование и регистрация товарных знаков (Zhou et al., 2016). Объем инвестиций в развитие научного и инновационного капитала положительно связан с ростом продаж и наращиванием конкурентного преимущества на более поздних этапах (Singh, Subrahmanya, 2022). Инновации не ограничиваются технологиями и продуктами; критическим фактором оценки выступает инновационная

бизнес-модель. На ранней фазе развития организации с гибкими стратегиями могут добиться успеха в периоды волатильности и нестабильности, тем самым повысив свою стоимость (Gompers et al., 2021).

Внешние связи обеспечивают молодым предприятиям доступ к новым технологиям и рынкам и улучшают перспективы роста (Dhochak, Doliya, 2020). Во многих исследованиях изучалось влияние сотрудничества компаний с университетами. Подобное партнерство, особенно иницилируемое основателями с более высоким образовательным уровнем, может повысить доходы организации (Keogh, Johnson, 2021). Кроме того, прочные связи с предпринимательскими экосистемами, такими как бизнес-инкубаторы, открывают перспективы приобретения знаний и трансформации их в конкретные результаты (Vincent, Zakkariya, 2021). Бизнес-акселераторы снижают для новых проектов неопределенность и помогают привлечь первых клиентов. Акселераторы социального эффекта создают эффект снежного кома в вопросе привлечения клиентов, что положительно сказывается на доходах (Kher et al., 2023). Рост значения предпринимательских экосистем свидетельствует о том, что стартапы, не связанные с традиционными центрами венчурного капитала, могут столкнуться с более высокими входными барьерами (Gompers et al., 2021).

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. Инвестиции в ИиР продолжают влиять на оценку компании и на поздних этапах, что видно на примере IPO. В первую очередь это касается высокотехнологичных стартапов, чьи затраты на ИиР способствуют повышению результатов инновационной деятельности, например количества патентов (Chemmanur et al., 2018; Chahine et al., 2022). Опираясь на эти показатели, будущие инвесторы или покупатели оценивают долгосрочный потенциал роста (Cotei et al., 2022). Патенты и товарные знаки продолжают положительно влиять на стоимость и на поздней фазе (Shi, Xu, 2018; Fisch et al., 2022). Проекты, использующие гибкую бизнес-модель на базе комплексных производственных процессов, чаще разрабатывают дифференцированные стратегии развития (Lee et al., 2023). Иными словами, такие масштабируемые предприятия имеют потенциально больше возможностей для бизнеса, что отражается в их более высокой стоимости.

Сетевые ресурсы остаются также ключевым фактором оценки на поздних стадиях жизненного цикла стартапов. Доступ компании к внешним активам определяет темпы ее роста в силу затруднительности организационного масштабирования. Внешние партнерства способствуют расширению спектра продукции (Lee et al., 2023). Инвестиции в социальный капитал, в частности сотрудничество с престижными университетами, перетекают в развитие человеческого капитала организации (Colombo et al., 2019). Это касается и поставщиков услуг для стартапов — юристов, банковских и венчурных инвесторов, членов советов директоров. Поставщики услуг обычно территориально сконцентрированы, что стимулирует проекты на более поздних этапах развития наращивать свое географическое присутствие (Li et al., 2023). Подобное расширение повышает эффек-

тивность за счет перетока информации (Boschma, 2015) и улучшения результатов IPO, слияний и поглощений (Ahluwalia, Kassicieh, 2024). Примечательно, что даже сети, напрямую с бизнесом не связанные, например политические связи, способствуют повышению легитимности и конкурентоспособности компании, что свидетельствует о важности участия в самых разных альянсах (Gounopoulos et al., 2021; Moghaddam et al., 2016).

Финансовые ресурсы фирмы

Финансовые ресурсы представляют собой материальные (доходы, физические активы, поступления от интеллектуальной собственности) и нематериальные (результаты ИиР и стоимость бренда) активы, отраженные в финансовых отчетах компании.

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. На ранних этапах финансовые ресурсы компании незначительны и обычно не влияют на ее оценку. Как уже отмечалось, около трети венчурных инвесторов при оценке проектов на ранней фазе вообще не прогнозируют финансовые показатели (Gompers et al., 2020). Однако другие исследователи пришли к противоположным выводам. Так, авторы статьи (Kalyanasundaram et al., 2021) показали, что отсутствие дохода снижает ожидаемую продолжительность жизни стартапов на этапе их становления и поэтому служит ключевым детерминантом оценки. На начальных стадиях финансовые активы чаще рассматриваются в качестве косвенного критерия оценки рыночного спроса на продукцию и, как следствие, будущего потенциала организации. Однако в традиционных подходах, таких как метод дисконтированных денежных потоков или мультипликаторов, подобный показатель обычно не применяется.

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. К поздним этапам стартапы накапливают достаточную историю и выстраивают устойчивую бизнес-модель. Корпоративные ресурсы становятся главным критерием стоимости компании. Хотя методы оценки публичных организаций в данном случае нельзя использовать напрямую, активы стартапа играют ключевую роль в силу их влияния на будущий рост и прибыль. Финансовые показатели остаются важными и в сочетании с другими, нефинансовыми, параметрами, такими как репутация (Liu et al., 2020).

На данном этапе проявляется негативное влияние на оценку компании кредитной задолженности (Somaia, You, 2024), а значимость финансовых коэффициентов, таких как рентабельность активов, возрастает (Shi, Xu, 2018). Ключевым результатом на стадии роста служит быстрое масштабирование и расширение рынка (Kalyanasundaram et al., 2021), тогда как показатели прибыльности часто отходят на второй план. Однако по мере созревания стартапа его выживание все больше зависит от доходности. В стремлении к безубыточности предприятие наращивает объем производства. Отраслевые специалисты разработали несколько подходов к оценке качества финансовых ресурсов. Например, существует «Правило 40» (и его варианты), согласно которому у надежных стартапов, предоставляющих программное обеспечение как услугу, сумма темпов ро-

ста доходов и рентабельности должна превышать 40% (Bessemer Venture Partners, 2024).

Нематериальные активы компаний, в особенности технологических стартапов, серьезно влияют на их стоимость, даже если напрямую не воздействуют на текущие доходы (Chemmanur et al., 2018). Роль подобных ресурсов в оценке организаций растет, поэтому затраты на ИиР и коммерческие, общехозяйственные и административные расходы (КОА) также учитываются, в частности во время IPO.

Венчурное финансирование

Под венчурным финансированием понимается внешний капитал, привлекаемый от специализированных фондов. Ввиду отсутствия операционной истории у поддерживаемых компаний подобные средства обычно не предоставляются под залог: в обмен на свои ресурсы инвестор получает долю в предприятии.

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. На начальном этапе внешнее финансирование способствует активизации инновационной деятельности. Из-за недостаточного опыта и неопределенного будущего компании информационная асимметрия максимальна на стартовых фазах развития. Чтобы преодолеть нехватку практики и репутации, проекты стараются двигаться быстро и как можно скорее вывести на рынок надежные продукты. Чем раньше организации получают венчурные инвестиции, тем лучше их результаты (Nahata, 2019, Chemmanur et al., 2016) благодаря более высокой динамике роста по сравнению с конкурентами без внешнего капитала.

Исследователи анализируют влияние объемов привлеченных средств на оценку стартапов. Анализ компаний-единорогов (Barick, Aithal, 2023) позволил установить, что технологические проекты достигают этого статуса быстрее за счет более высокой стоимости и крупных инвестиций, обеспечивающих преимущества в инновациях и найме квалифицированных специалистов. На начальном этапе значительный капитал позволяет фирмам инвестировать с опережением и лучше справляться с неопределенностью (Fracasso, Jiang, 2022). Помимо собственно вложений, венчурные средства укрепляют репутацию нового бизнеса. В работе (Kleinert et al., 2020) показано, что предприятия, получившие институциональную поддержку на раннем этапе, получают более высокую оценку. Эффект предварительного привлечения ресурсов наиболее значителен для компаний на посевной стадии.

Участие институциональных инвесторов определенных категорий в капитализации стартапа также влияет на его оценку. Этот эффект особенно ярко выражен на ранних стадиях. Например, корпоративные венчурные фонды помимо капитала предоставляют технологическую экспертизу, облегчая высокотехнологичным стартапам создание партнерств (Li et al., 2023). В целом, объем полученных средств и тип участников, привлеченных на начальном этапе, определяют траекторию дальнейшего развития компании и ее будущие результаты.

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. На завершающих этапах развития стартапов их потребно-

сти в финансировании значительно увеличиваются по сравнению с ранними. Это объясняется критической потребностью в финансовых ресурсах для быстрого роста (Piaskowska et al., 2021). Внешние вложения позволяют инвестировать в человеческий, социальный и научный капитал (Singh, Subrahmanya, 2022). В быстро меняющихся отраслях главное — точно рассчитать время: начало, темп и хронология деятельности определяют шансы на предпринимательский успех (Wood et al., 2021). Нужды зрелых компаний в средствах возрастают настолько, что отсутствие достаточных инвестиций может привести к утрате конкурентных преимуществ и негативной динамике.

Спрос на венчурное финансирование на поздних этапах часто обусловлен стремлением к масштабированию бизнеса. Расширение деятельности открывает новые бизнес-возможности и повышает эффективность вложений. В условиях ограниченных внутренних ресурсов рост компании часто обеспечивается за счет внешних инвестиций. Кроме того, на данной стадии возрастают издержки регулирования и управления, что вынуждает организации наращивать свои показатели и приток средств (Somaya, You, 2024).

Устойчивая дифференциация достигается компаниями за счет «ставки на будущее» (Göttel et al., 2024). Рост финансирования свидетельствует об успехе подобной стратегии. В ряде исследований отмечается, что итоговые результаты зависят от объема капитала и продолжительности инвестиций (Shuwaikh et al., 2024). Более крупные вливания также повышают вероятность выхода на IPO, поскольку венчурные инвесторы помогают организациям в этом процессе (Gounopoulos et al., 2021).

Нефинансовые ресурсы венчурных инвесторов

Нефинансовые ресурсы представляют собой дополнительные активы, аккумулируемые венчурной компанией, решившей более активно участвовать в развитии своего портфеля. К таким ресурсам относятся прежде всего человеческий и социальный капитал партнеров, а также функциональные услуги поддержки.

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. На начальных этапах нефинансовый вклад венчурных инвесторов (репутация, отраслевой и предпринимательский опыт) открывает стартапам перспективы получения ценных активов. Авторитет и медийный вес фондов способствуют привлечению человеческого капитала (Vanacker, Forbes, 2016). Корпоративные игроки обеспечивают проектам доступ к дополнительным технологическим ресурсам (Röhm et al., 2018).

Отраслевой опыт венчурных партнеров также облегчает привлечение средств из других источников (Kleinert et al., 2020). Уникальный нефинансовый вклад инвесторов обеспечивает стартапам ускоренный рост по сравнению с теми, кто сделал ставку на альтернативные способы привлечения капитала (Quas et al., 2021).

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. Важнейшим нефинансовым активом для компаний — объектов вложений на завершающих этапах служит укрепление репутации через сотрудничество с опытными венчурными инвесторами. К числу таких репута-

ционных бустеров относятся накопленный опыт, разнообразие участия в IPO и количество синдицированных размещений (Chahine et al., 2022). Каждый дополнительный случай IPO в первых 10 инвестициях фонда повышает успешность публичного размещения на 8% (Nanda et al., 2017). Присутствие венчурного инвестора и одобрение авторитетными андеррайтерами увеличивают котировки даже высокоинновационных проектов в ходе IPO (Shi, Xu, 2018).

Венчурные фонды предлагают и другие услуги, повышающие оценку стартапов: управление кадрами (Gompers et al., 2021), наставничество, налаживание контактов (Chahine, Zhang, 2020) и предоставление неcodифицированных знаний и сетей (Joshi, 2018). Росту котировок способствует участие институциональных игроков разного типа, в том числе корпоративных венчурных структур или синдикатов (Bayar et al., 2020; Shuwaikh et al., 2024). Исследования подтверждают обоснованность социологического подхода к анализу поведения финансовых рынков (Chahine et al., 2022).

Рыночные условия

Под рыночными условиями понимается стадия жизненного цикла отрасли, в которой действует стартап. Эти условия выступают одним из внешних факторов, влияющих на его оценку.

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. Венчурные инвесторы считают этап жизненного цикла отрасли вторым по значимости (после внутренних ресурсов) фактором оценки стартапов на начальном периоде их существования (Gompers et al., 2021). Это связано с эффектом замещения, от которого начинающие проекты потенциально могут получить выгоду, вытеснив существующих игроков и получив значительную долю рынка благодаря инновационным решениям. Компании, выходящие на рынок в период его формирования и обеспечившие устойчивую дифференциацию, сохраняют свою независимость и с большей вероятностью проводят IPO (Bowen et al., 2023). Хотя первопроходцам нередко приходится тяжело, предприятия на новых рынках определяют свое позиционирование и стремятся к достижению баланса между легитимацией и дифференциацией ради устойчивого развития (McDonald, Eisenhardt, 2020).

Перспективы роста и прибыльность стартапа, а значит, и его оценка, зачастую обусловлены отраслевой спецификой и положением в цепочке создания стоимости. Чем больше возможностей, тем меньше риск неопределенности (Dhochak et al., 2024). В регрессионном анализе для определения стоимости часто применяют отраслевые коэффициенты, такие как отношение рыночной стоимости к балансовой (Nahata, 2019). Масштаб экономических возможностей в качестве эффекта второго порядка также способствует созданию альянсов и развитию партнерской сети (Li et al., 2023). Тем самым повышается стоимость проектов, реализующих потенциал в быстрорастущей отрасли. В работе (Gompers et al., 2021) инвестиционная деятельность проанализирована на материале последствий пандемии COVID-19. Показано, что значимость отраслевой при-

надлежности лишь возросла, а некоторые сектора получили нелинейную выгоду от внешних условий.

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. Отраслевая принадлежность служит контрольной переменной при определении стоимости компаний на завершающих этапах их жизненного цикла. Вместе с тем, уникальные активы (например, патенты или модель дистрибуции «программное обеспечение как услуга» (SaaS)) могут обеспечить динамику, превышающую среднюю по сектору. Глубокая специализация в конкретной области способна помочь проекту быстро расширить ассортимент продуктов или услуг (Lee et al., 2023). На данном этапе предприятия нередко переориентируются на новые сегменты и выходят за пределы своей узкой ниши. Применяемые технологии могут оказывать комплементарный эффект (через инкрементальные инновации) или замещающий (через прорывные) (Bowen et al., 2023). Указанные механизмы реализуются на поздних стадиях развития фирм с опорой на нематериальные ресурсы и определяют темпы роста в секторе.

Условия сделки

Под условиями сделки понимается бизнес-среда функционирования стартапа как совокупность социальных, культурных, экономических, правовых и политических факторов. Исследования преимущественно сосредоточены на макроэкономическом аспекте в силу его ключевой роли в оценке проектов.

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. Стартапы чувствительны к макроэкономическим колебаниям — позитивным и негативным. Приток капитала повышает доступность финансирования для инновационных быстрорастущих компаний. Прямые иностранные инвестиции также стимулируют предпринимательство через рост спроса, расширение знаний и потребность в промежуточных ресурсах (Kim, 2019). Молодые фирмы особенно чувствительны к рыночным потрясениям: в первые два месяца после COVID-19 венчурные инвестиции в США снизились на 38% (Howell et al., 2020). Подобная картина характерна для любых рецессий — венчурные фонды неохотно вкладывают в разработку инноваций, что обуславливает цикличность развития отрасли. В целом предпринимательские экосистемы процветают при стабильной макроэкономической среде.

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. Во время рецессий инвестиции в зрелые стартапы снижаются более плавно, чем в молодые компании (Howell et al., 2020). Данная закономерность касается объема вложений, числа сделок и масштаба транзакций. Согласно выводам, изложенным в работе (Cotei et al., 2022), проекты с конкурентным преимуществом и инновационными возможностями, подтвержденными интеллектуальной собственностью, чаще проводят успешные IPO даже при высокой политической неопределенности. Вместе с тем, авторы статьи (Shuwaikh et al., 2024), приходят к иным результатам: масштаб транзакций делает поздние стадии столь же уязвимыми к финансовым проблемам при оценке.

Характеристики основателей

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. Для молодых стартапов применяются следующие характеристики основателей: личностные качества, предпринимательская ориентация и способность к усвоению знаний.

Предпринимательство — сложный карьерный выбор. Экстравертность на старте снижает риск социальной изоляции. Основатели, активно выстраивающие профессиональные связи, участвующие в неформальных сетях поддержки и взаимодействующие с наставниками и партнерами, чаще добиваются успеха (Galloway, 2019). Открытость ускоряет распространение новых идей (Zhang et al., 2023). Культурный контекст влияет на привлечение ресурсов и их реализацию предпринимателями, что ведет к различным результатам.

Предпринимательская ориентация основателя в сочетании с состоянием бизнес-среды и доступными возможностями — еще один ключевой фактор создания стартапов. Работники, менеджеры и владельцы бизнеса демонстрируют принципиально разные установки и модели поведения (Murnieks et al., 2016; Santoso et al., 2022). Существенный вклад в формирование мотивации вносит система образования (Yan et al., 2023). Человек, нацеленный на создание и развитие компании и умеющий усваивать знания, накапливает соответствующий капитал и генерирует инновации (Caputo et al., 2020). На ранних стадиях инвесторы уделяют особое внимание основателям и делают выводы по итогам личных встреч (Gompers et al., 2021).

Наконец, высокий потенциал усвоения знаний у основателя позволяет компании быстро масштабироваться на ранних стадиях. Венчурные инвестиции на данном этапе поддерживают развитие этой способности (Jeong et al., 2020). Управленческие решения, ориентирующие фирму на знания, влияют на распределение ресурсов и, как следствие, — на оценку. Усилия менеджеров по наращиванию поглощающей способности обеспечивают компании преимущество перед фирмами без такой стратегии (Vincent, Zakkariya, 2021). Сотрудничество с корпорациями и университетами укрепляет базу знаний и ресурсы стартапов (Rocha, Grilli, 2024).

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. Исследования, посвященные влиянию характеристик основателей на оценку компании на поздних стадиях ее развития, весьма немногочисленны. Это может объясняться тем, что такие характеристики, как увлеченность, упорство и клиентоориентированность, становятся частью культуры зрелой фирмы (Murnieks et al., 2016) и выявляются в ходе общего изучения факторов ее оценки (процессов, ориентации на знания или стратегические решения).

Опыт менеджеров

Роль и значимость для оценки на ранней стадии. На ранних стадиях жизненного цикла стартапа число его сотрудников обычно невелико, а организационная структура подвижна. Менеджерами, как правило, выступают сами основатели компании, поэтому данный фактор не считается значимым для оценки.

Роль и значимость для оценки на поздней стадии. На завершающих этапах уровень менеджмента неизменно рассматривается как важный фактор оценки компаний для венчурного финансирования. По мере созревания стартапа его управленческий потенциал растет благодаря накоплению опыта решения проблем и выживания на рынке, что приводит к формированию сложных организационных систем. Опыт руководителей напрямую определяет эффективность и рост компании (Chahine, Zhang, 2020). При подготовке IPO топ-менеджмент проходит тщательную проверку (Wasserman, 2017). Компании с более опытными управленцами быстрее достигают ключевых вех — привлечения финансирования и повышения результативности. Поэтому объем средств, направляемых на вовлечение качественного человеческого капитала, на поздних стадиях существенно возрастает (Singh, Subrahmanya, 2022), что помогает снижать кадровые риски, включая вероятность ухода ценных сотрудников.

Обсуждение

В предыдущем разделе описана схема взаимосвязи девяти факторов и векторов их воздействия на оценку стартапов на ранней и поздней стадиях развития. Далее проанализирована относительная значимость данных параметров на каждом этапе. Общее представление об их важности, измеренной по частоте применения в эмпирических исследованиях, позволяет составить рис. 3. Этот подход используется для ранжирования всех девяти критериев оценки стартапов.

Относительная значимость параметров определялась следующим образом: фиксировались все случаи их применения в эмпирических исследованиях для оценки стартапов на ранней, поздней и обеих стадиях развития как независимой или контрольной переменных. Затем факторы располагались в порядке убывания частоты использования. Поскольку задачей было определить их относительную, а не абсолютную релевантность, решено было отказаться от диаграммы частотного распределения (как на рис. 3) в пользу простой иерархии. Это позволило обобщить результаты анализа литературы согласно «иерархии релевантности».

Иерархия релевантности факторов оценки

Ранжирование дает интересное распределение важности параметров оценки на различных этапах жизненного цикла стартапов. На рис. 4 слева приведена иерархия релевантности на ранних стадиях развития проектов, справа — на поздних. Стрелки в центре схемы напротив каждого поля показывают направление изменения значимости данного фактора на разных этапах развития компании. Стрелка вверх/вниз означает, что вес критерия повысился/понижился на +2/-2 или более уровней. Горизонтальная стрелка (статус-кво) свидетельствует о сохранении веса в пределах уровней +1/-1.

Следует подчеркнуть, что стартапы развиваются крайне динамично и часто демонстрируют аномальные результаты (статистические выбросы), в силу чего определить абсолютную значимость параметров затруднительно. Представленное ранжирование служит



попыткой визуализировать относительную важность критериев оценки для применения в эмпирических исследованиях данной области.

Коротко суммируем основные теоретические результаты обзора литературы:

- Критически важным детерминантом оценки компаний на ранней стадии служит человеческий капитал — опыт и характеристики основателей. Такой критерий сохраняет значимость и на поздних стадиях, однако в этом случае ключевым становится также опыт других высших руководителей.
- Выявлен существенный рост релевантности финансовых ресурсов фирмы. Это соответствует результатам предыдущих исследований, отмечающих снижение значимости нефинансовых активов по мере развития бизнеса.
- Объем привлеченного венчурного финансирования сохраняет релевантность на всех этапах эволюции компании, а значимость нефинансовых ресурсов венчурных инвесторов существенно возрастает по мере ее созревания.
- Внешние факторы, такие как жизненный цикл отрасли и рыночные условия, относительно более значимы на ранних стадиях развития стартапов.

Стабильные и волатильные факторы

Представленная иерархия релевантности критериев оценки позволяет проанализировать устойчивость их влияния. На этой основе можно выявить «стабильные» и «волатильные» параметры.

Коротко подытожим основные теоретические результаты обзора литературы:

Рис. 5. Метамоделль оценки стартапов на ранней и поздней стадии жизненного цикла



- Стабильные факторы сохраняют значимость на всех этапах жизненного цикла стартапа, поэтому их следует внимательно учитывать в эмпирических исследованиях.
- Значимость волатильных факторов на разных этапах жизненного цикла стартапа варьирует. Соответственно, вопрос об их применении следует решать в зависимости от рассматриваемой в исследовании стадии развития.
- Опыт основателей и венчурное финансирование оказались стабильными факторами на всех этапах эволюции проекта, т. е. их влияние на его оценку сохраняется на протяжении всего жизненного цикла стартапа. Ключевым фактором оценки последнего служит опыт его основателей.
- К волатильным факторам относятся нефинансовые и финансовые ресурсы фирмы, нефинансовые ресурсы венчурных инвесторов, жизненный цикл отрасли, рыночные условия, опыт менеджеров и характеристики основателей. Значимость всех этих параметров меняется на разных стадиях развития компании. Релевантность волатильных факторов может как возрастать, так и снижаться.

Метамоделль оценки стартапов на базе релевантности факторов

Представим метамоделль оценки проектов на разных стадиях их жизненного цикла (рис. 5). Данная модель включает различные объяснительные конструкции, использованные в предшествующих исследованиях предпринимательства, в увязке с нашей *иерархией релевантности*. По сути, эта концептуальная схема представляет собой надмножество всех детерминантов оценки стартапов. Однако интеграция *иерархии релевантности* в концептуальную модель повышает продуктивность предложенной схемы с точки зрения значимости каждого фактора на конкретной стадии развития компании.

Если некоторые из указанных детерминантов остаются стабильными, то значимость других на различных

стадиях жизненного цикла стартапов колеблется. Учет этого обстоятельства может повысить качество эмпирических исследований развивающихся экосистем (Индии, Юго-Восточной Азии, Латинской Америки) путем исключения менее релевантных переменных и упрощения модели. Предложенная иерархия релевантности позволяет сократить число контрольных переменных при изучении конкретных этапов развития проекта. Если рассматриваются несколько стадий, число таких переменных следует увеличить.

Заключение

Несмотря на избыток предложения частных инвестиций в индустрии стартапов, успешный переход таких компаний от ранних к поздним стадиям развития происходит медленно и часто сопряжен с радикальными трансформациями, что объясняет метафору бабочки, использованную в названии настоящего исследования. Этот болезненный для предпринимателей процесс с динамическими потенциалами и малопонятными эффектами нередко ставит ученых в тупик. Наш вклад в изучение критериев анализа стартапов состоит в применении циклического подхода. В русле предшествующих эмпирических исследований предпринимательства выявлены и ранжированы по *иерархии релевантности* детерминанты оценки молодых фирм, что позволит в дальнейшем выбрать независимые и контрольные переменные для изучения методов оценки стартапов. Иерархия релевантности также позволила выявить *стабильные* и *волатильные* параметры. Наконец, полученные результаты были синтезированы в уточненную метамоделль стартапов на различных этапах их жизненного цикла.

Венчурная отрасль осознает необходимость специализации по стадиям, что привело к появлению инвесторов ранней фазы, периода роста и поздней стадии. Бизнес-инкубаторы дополнительно подразделяют стартапы ранней фазы на компании, находящиеся на стадии идеи, предыдеи и т. д. Это свидетельствует о важности

микротаргетирования академических исследований стартапов по этапам развития. Эволюция личинки в бабочку — одна из самых восхитительных загадок природы. Анализ промежуточных трансформаций, хотя и почти неузнаваемых, демистифицирует наши представления об этом процессе.

Настоящее исследование заполняет следующие пробелы в литературе. Во-первых, мы сравниваем роль и значимость критериев анализа стартапов на разных этапах развития. Поэтапные различия были отмечены и в предыдущих обзорах литературы (Köhn, 2018; Berre, Le Pendeven, 2023; Colombo et al., 2023). Во-вторых, работа углубляет понимание важности каждого указанного параметра. В-третьих, *иерархия релевантности* позволяет ввести категории *стабильных* и *волатильных детерминантов*. Колебания значимости данных факторов напрямую определяют выбор объясняющих переменных в многоэтапных исследованиях. Наконец, на базе полученных результатов предложена метамодель анализа стартапов.

Такой подход открывает направления дальнейшего изучения темы. В частности, более глубокой контекстуализации требуют выявленные волатильные факторы; необходимо эмпирически прояснить причины и механизмы их волатильности. Например, анализ волатильности нефинансовых венчурных инвестиций может углубить понимание возможностей фондов, инвестирующих в стартапы на ранних этапах, в фазе роста или на поздней стадии развития. Заслуживает изучения эво-

люция характеристик микровенчурных фондов и механизмы их влияния на эффективность стартапов. Другие волатильные факторы, такие как нефинансовые ресурсы фирмы или рыночные условия, также нуждаются в более глубоком изучении.

Еще одна недоизученная область — пограничные условия, определяющие колебания значимости волатильных факторов. Важно изучить эти процессы через взаимодействие между факторами. Данная тематика вызывает устойчивый интерес (Vincent, Zakkariya, 2021; Coad et al., 2016; Sethuram et al., 2021). Например, целесообразно исследовать взаимосвязь склонности основателя стартапа к риску и стадии развития компании, или связь характеристик основателя с объемом венчурного финансирования. Подобные направления помогут глубже понять пограничные условия значимости критериев анализа или эффект колеи, определяющий преобладание одного детерминанта над другим.

Наконец, наиболее очевидное направление — сужение временной шкалы анализа при одновременном его углублении. Это предполагает отход от исследования перекрестных факторов и концентрацию на итеративных событиях, которые происходят на конкретных этапах развития компании.

Авторы заявляют, что в настоящей статье представлены результаты оригинального исследования. У нас нет финансовых и/или деловых интересов в какой-либо компании, на которую это исследование могло бы повлиять. Все наши интересы раскрыты полностью.

Библиография

- Ahlwalia S., Kasscieh S. (2024) Pathways to Success: The Interplay of Industry and Venture Capital Clusters in Entrepreneurial Company Exits. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(4), 159. <https://doi.org/10.3390/jrfm17040159>
- Barick G., Aithal P.S. (2023) Role of Pre-Money Valuation Determinants of Indian Startups in Fundraising and Predicting Unicorns. *IUP Journal of Applied Economics*, 22(1), 54–68.
- Bayar O., Chemmanur T.J., Tian X. (2020) Peer monitoring, syndication, and the dynamics of venture capital interactions: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(6), 1875–1914. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343116>
- Berre M., Le Pendeven B. (2023) What do we know about startup-valuation drivers? A systematic literature review. *Venture Capital*, 25(4), 385–429. <https://doi.org/10.1080/13691066.2022.2086502>
- Bessemer Venture Partners (2024) *State of Health Tech 2024*, San Francisco, CA: Bessemer Venture Partners.
- Blank S., Dorf B. *The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*, Pescadero, K&S Ranch, 2012.
- Boschma R. (2015) Towards an Evolutionary Perspective on Regional Resilience. *Regional Studies*, 49(5), 733–751. <https://doi.org/10.1080/00343404.2014.959481>
- Bowen D., Frésard L., Hoberg G. (2023) Rapidly Evolving Technologies and Startup Exits. *Management Science*, 69(2), 4362. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4362>
- Bromiley P., Rau D. (2016) Social, Behavioral, and Cognitive Influences on Upper Echelons During Strategy Process: A Literature Review. *Journal of Management*, 42(1), 174–202. <https://doi.org/10.1177/0149206315617240>
- Bublitz E., Nielsen K., Noseleit F., Timmermans B. (2018) Entrepreneurship, Human Capital, and Labor Demand: A Story of Signaling and Matching. *Industrial and Corporate Change*, 27(2), 269–287. <https://doi.org/10.1093/icc/dtx027>
- Caputo F., Mazzoleni A., Pellicelli A.C., Muller J. (2020) Over the mask of innovation management in the world of Big Data. *Journal of Business Research*, 119, 330–338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.03.040>
- Chahine S., Goergen M., Saade S. (2022) Foreign Venture Capitalists and Access to Foreign Research: The Case of US Initial Public Offerings. *British Journal of Management*, 33(1), 160–180. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12451>
- Chahine S., Zhang Y. (2020) Change gears before speeding up: The roles of Chief Executive Officer human capital and venture capitalist monitoring in Chief Executive Officer change before initial public offering. *Strategic Management Journal*, 41(9), 1653–1681. <https://doi.org/10.1002/smj.3197>
- Chemmanur T.J., Gupta M., Simonyan K. (2020) Top Management Team Quality and Innovation in Venture-Backed Private Firms and IPO Market Rewards to Innovative Activity. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46(4), 920–951. <https://doi.org/10.1177/1042258720918827>
- Chemmanur T.J., Hull T.J., Krishnan K. (2016) Do Local and International Venture Capitalists Play well Together? The Complementarity of Local and International Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 31(5), 573–594. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2016.07.002>
- Colombo M.G., Meoli M., Vismara S., Di Milano P. (2019) Signalling in science-based IPOs: The combined effect of affiliation with prestigious universities, underwriters, and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 34(1), 141–177. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.04.009>

- Colombo M.G., Montanaro B., Vismara S. (2023) What drives the valuation of entrepreneurial ventures? A map to navigate the literature and research directions. *Small Business Economics*, 61(1), 59–84. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00688-5>
- Cotei C., Farhat J., Khurana I. (2022) The impact of policy uncertainty on the M&A exit of startup firms. *Journal of Economics and Finance*, 46(1), 99–120. <http://dx.doi.org/10.1007/s12197-021-09553-9>
- Damodaran A. (2009) *Valuing Financial Service Firms*, New York: Stern Business School.
- Detienne D. (2010) Entrepreneurial Exit As A Critical Component of the Entrepreneurial Process: Theoretical Development. *Journal of Business Venturing*, 25(2), 203–215. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.004>
- Dhochak M., Doliya P. (2020) Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 27(1–2), 39–49. <https://doi.org/10.1002/mcda.1703>
- Dhochak M., Pahal S., Doliya P. (2024) Predicting the Startup Valuation: A Deep Learning Approach. *Venture Capital*, 26(1), 75–99. <https://doi.org/10.1080/13691066.2022.2161968>
- Fisch C., Meoli M., Vismara S., Block J.H. (2022) The effect of trademark breadth on IPO valuation and post-IPO performance: An empirical investigation of 1510 European IPOs. *Journal of Business Venturing*, 37(5), 106237. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2022.106237>
- Fracasso A., Jiang K. (2022) The performance of private companies in China before and during the global financial crisis: Firms' characteristics and entrepreneurs' attributes. *Economic Change and Restructuring*, 55(2), 803–836. <https://doi.org/10.1007/s10644-021-09329-5>
- Garnsey E. (1998) A Theory of the Early Growth of the Firm. *Industrial and Corporate Change*, 7(3), 523–556. <https://doi.org/10.1093/icc/7.3.523>
- Garnsey E., Stam E., Heffernan P. (2006) New firm growth: Exploring processes and paths. *Industry and Innovation*, 13(1), 1–20. <https://doi.org/10.1080/13662710500513367>
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S.N., Strebulaev I.A. (2020) How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S.N., Strebulaev I.A. (2021) Venture Capitalists and COVID-19. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(7), 2474–2499. <https://doi.org/10.1017/S0022109021000545>
- Göttel V., Lichtinger Y., Engelen A. (2024) Rethinking new venture growth: A time series cluster analysis of biotech startups' heterogeneous growth trajectories. *Long Range Planning*, 57(2), 102427. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2024.102427>
- Gounopoulos D., Loukopoulou G., Loukopoulou P. (2021) CEO education and the ability to raise capital. *Corporate Governance*, 29(1), 67–99. <https://doi.org/10.1111/corg.12338>
- Hand J.R.M. (2005) The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market Available to Purchase. *The Accounting Review*, 80(2), 613–648. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.613>
- Honoré F., Ganco M. (2023) Entrepreneurial teams' acquisition of talent: Evidence from technology manufacturing industries using a two-sided approach. *Strategic Management Journal*, 44(1), 141–170. <https://doi.org/10.1002/smj.3127>
- Howell S., Lerner J., Nanda R., Townsend R. (2020) *Financial Distancing: How Venture Capital Follows the Economy Down and Curtails Innovation* (NBER Working Paper 27150), Cambridge, MA: NBER.
- Jeong J., Kim J., Son H., Nam D. (2020) The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation. *Sustainability*, 12(8), 3447. <https://doi.org/10.3390/su12083447>
- Joshi K. (2018) Managing the risks from high-tech Investments in India: Differential strategies of foreign and domestic venture capital firms. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 8(1). <https://doi.org/10.1186/s40497-018-0106-6>
- Kalyanasundaram G., Ramachandru S., Mungila Hillemane B.S. (2021) The life expectancy of tech start-ups in India: what attributes impact tech start-ups' failures? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 27(8), 2050–2078. <https://doi.org/10.1108/IJEBR-01-2021-0025>
- Keogh D., Johnson D.K.N. (2021) Survival of the funded: Econometric analysis of startup longevity and success. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 17(4), 29–49. <https://doi.org/10.7341/20211742>
- Kher R., Yang S., Newbert S.L. (2023) Accelerating emergence: the causal (but contextual) effect of social impact accelerators on nascent for-profit social ventures. *Small Business Economics*, 61(1), 389–413. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00680-z>
- Kim J. (2019) Does Foreign Direct Investment Matter to Domestic Entrepreneurship? The Mediating Role of Strategic Alliances. *Global Economic Review*, 48(3), 303–319. <https://doi.org/10.1080/1226508X.2019.1635037>
- Kleinert S., Volkmann C., Grünhagen M. (2020) Third-party signals in equity crowdfunding: The role of prior financing. *Small Business Economics*, 54(1), 341–365. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0125-2>
- Koenig L., Tennert J. (2022) Tell me something new: Startup valuations, information asymmetry, and the mitigating effect of informational updates. *Venture Capital*, 24(1), 47–69. <https://doi.org/10.1080/13691066.2022.2026744>
- Köhn A. (2018) The determinants of startup valuation in the venture capital context: A systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3–36. <https://doi.org/10.1007/s11301-017-0131-5>
- Lee S.-P., Kim K., Park S. (2023) Investigating the Market Success of Software-as-a-Service Providers: the Multivariate Latent Growth Curve Model Approach. *Information Systems Frontiers*, 25, 639–658. <https://doi.org/10.1007/s10796-021-10188-8>
- Li Y., Kenney M., Patton D., Song A. (2023) Entrepreneurial ecosystems and industry knowledge: Does the winning region take all? *Small Business Economics*, 61(1), 153–172. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00681-y>
- Liu Y., Cheng P., Ouyang Z., Wang A. (2020) Information Asymmetry and Investor Valuations of Initial Public Offerings: Two Dimensions of Organizational Reputation as Stock Market Signals. *Management and Organization Review*, 16(4), 945–964. <https://doi.org/10.1017/mor.2019.28>
- McCoy T. (2022) Stuck Inside a Cloud: Do SaaS business models require a rethink of the traditional approach to public market valuation? In: *ICEEG '22: Proceedings of the 6th International Conference on E-Commerce, E-Business and E-Government, Plymouth UK, April 27–29, 2022*, New York: Association for Computing Machinery, pp. 152–162. <https://doi.org/10.1145/3537693.3537743>
- McDonald R.M., Eisenhardt K.M. (2020) Parallel Play: Startups, Nascent Markets, and Effective Business-model Design. *Administrative Science Quarterly*, 65(2), 483–523. <https://doi.org/10.1177/0001839219852349>
- Moghaddam K., Bosse D.A., Provance M. (2016) Strategic Alliances of Entrepreneurial Firms: Value Enhancing Then Value Destroying. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 10(2), 153–168. <https://doi.org/10.1002/sej.1221>
- Montanaro B., Cavallo A., Giudici G., Ghezzi A. (2022) Determinants of the exit value in European venture capital-backed technology startups. *Competitiveness Review*, 32(7), 62–84. <https://doi.org/10.1108/CR-03-2021-0032>
- Murnieks C.Y., Cardon M.S., Sudek R., White T.D., Brooks W.T. (2016) Drawn to the fire? The role of passion, tenacity and inspirational leadership in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 31(4), 468–484. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2016.05.002>
- Nahata R. (2019) Success is good but failure is not so bad either: Serial entrepreneurs and venture capital contracting. *Journal of Corporate Finance*, 58, 624–649. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.006>

- Nanda R., Samila S., Sorenson O. (2017) *The Persistent Effect of Initial Success: Evidence from Venture Capital*. *Journal of Financial Economics*, 137(1), 231–248. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.004>
- Piaskowska D., Tippmann E., Monaghan S. (2021) Scale-up modes: Profiling activity configurations in scaling strategies. *Long Range Planning*, 54(6), 102101. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2021.102101>
- Quas A., Marti J., Reverte C. (2021) What money cannot buy: A new approach to measure venture capital ability to add non-financial resources. *Small Business Economics*, 57(3), 1361–1382. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00352-w>
- Rocha V., Grilli L. (2024) Early-stage start-up hiring: The interplay between start-ups' initial resources and innovation orientation. *Small Business Economics*, 62(4), 1641–1668. <https://doi.org/10.1007/s11187-023-00818-7>
- Röhm P., Köhn A., Kuckertz A., Dehnen H.S. (2018) A world of difference? The impact of corporate venture capitalists' investment motivation on startup valuation. *Journal of Business Economics*, 88(3–4), 531–557. <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0857-5>
- Santoso N.R., Sulistyanningtyas I.D., Pratama B.P. (2022) Transformational Leadership During the COVID-19 Pandemic: Strengthening Employee Engagement Through Internal Communication. *Journal of Communication Inquiry* (online-first). <https://doi.org/10.1177/01968599221095182>
- Scott M., Bruce R. (1987) Five stages of growth in small business. *Long Range Planning*, 20(3), 45–52. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(87\)90071-9](https://doi.org/10.1016/0024-6301(87)90071-9)
- Sethuram S., Taussig M., Gaur A. (2021) A multiple agency view of venture capital investment duration: The roles of institutions, foreignness, and alliances. *Global Strategy Journal*, 11(4), 578–619. <https://doi.org/10.1002/gsj.1402>
- Shi H., Xu H. (2018) How can new ventures command a price premium with innovations in emerging markets? *R&D Management*, 48(4), 447–459. <https://doi.org/10.1111/radm.12316>
- Shuwaikh F., Brinette S., Khemiri S., Castro R.G. (2024) Venture capital activities under uncertainty: US and UK investors behavior. *Annals of Operations Research*, 334(1–3), 885–917. <https://doi.org/10.1007/s10479-022-04962-3>
- Silva J. (2004) Venture capitalists' decision-making in small equity markets: A case study using participant observation. *Venture Capital*, 6(2–3), 125–145. <https://doi.org/10.1080/13691060410001675974>
- Singh S., Subrahmanya B.M.H. (2022) The financial requirements of tech startups over its lifecycle in Bangalore: An analysis of why and how do they differ? *International Journal of Finance and Economics*, 27(4), 4123–4141. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2362>
- Somaya D., You J. (2024) Scalability, venture capital availability, and unicorns: Evidence from the valuation and timing of IPOs. *Journal of Business Venturing*, 39(1), 106345. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2023.106345>
- Szymanski M., Valderrey Villar F., Cervantes Zepeda M. (2021) Multicultural individuals and their potential to become international entrepreneurs. *Thunderbird International Business Review*, 63(6), 735–749. <https://doi.org/10.1002/tie.22236>
- Tumasjan A., Braun R., Stolz B. (2021) Twitter sentiment as a weak signal in venture capital financing. *Journal of Business Venturing*, 36(2), 106062. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2020.106062>
- Vanacker T., Forbes D.P. (2016) Disentangling the multiple effects of affiliate reputation on resource attraction in new firms. *Organization Science*, 27(6), 1525–1547. <https://doi.org/10.1287/orsc.2016.1090>
- Vincent V.Z., Zakkariya K.A. (2021) Entrepreneurial Orientation and Startup Performance in Technology Business Incubation: Mediating Role of Absorptive Capacity. *Journal of Small Business Strategy*, 31(5), 100–116. <https://doi.org/10.53703/001c.29837>
- Wasserman N. (2017) The Throne vs. the Kingdom: Founder control and value creation in startups. *Strategic Management Journal*, 38(2), 255–277. <https://doi.org/10.1002/smj.2478>
- Wood M.S., Bakker R.M., Fisher G. (2021) Back to the future: A time-calibrated theory of entrepreneurial action. *Academy of Management Review*, 46(1), 147–171. <https://doi.org/10.5465/amr.2018.0060>
- Yan J., Huang T., Xiao Y. (2023) Assessing the impact of entrepreneurial education activity on entrepreneurial intention and behavior: role of behavioral entrepreneurial mindset. *Environmental Science and Pollution Research*, 30, 26292–26307. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-23878-w>
- Zhang X., Gopalakrishnan S., Roy R., Bandera C. (2023) The impact of entrepreneurs' full-time versus hybrid employment and social connections on new venture survival: A USA–India comparison. *South Asian Journal of Business Studies*, 12(4), 501–517. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-01-2021-0040>
- Zhou H., Sandner P.G., Block J. H. (2016) Patents, Trademarks, and their Complementarity in Venture Capital Funding. *Technovation*, 47, 14–22. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2015.11.005>