

Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Высшая школа менеджмента

АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДОЛЕВОГО КРАУДИНВЕСТИНГА

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса программы бакалавриата
по направлению «Менеджмент»,
профиль — Финансовый менеджмент
КЛЯРОВСКОЙ Надежды Андреевны

(подпись)

Научный руководитель:
Доцент кафедры финансов и учета,
кандидат физико-математических наук
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

(подпись)

Рецензент:
Доцент кафедры финансов и учета,
кандидат экономических наук
ИЛЬИНА Юлия Борисовна

(подпись)

Санкт-Петербург
2020

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ КУРСОВОЙ РАБОТЫ

Я, Кляровская Надежда Андреевна, студентка 4 курса Высшей школы менеджмента СПбГУ (направление 080200 — Менеджмент, профиль — Финансовый менеджмент), подтверждаю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Анализ результативности долевого краудинвестинга», представленной в офис бакалаврской программы для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.14 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

Содержание

Введение.....	5
Глава 1. Теоретические основы краудинвестинга.....	10
1.1. Понятие краудфандинга и история создания краудфандинговых платформ.....	10
1.2. Виды краудфандинга.....	14
1.3. Принцип работы краудфандинговых платформ.....	18
1.4. Страновые особенности краудинвестинга и его правовое регулирование.....	20
Выводы	26
Глава 2. Результативность краудинвестинга	28
2.1. Характеристики инвесторов на краудфандинговых платформах.....	28
2.2. Характеристики компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах	32
2.3. Показатели результативности краудинвестинга	38
Выводы	49
Глава 3. Эмпирическое исследование	50
3.1. Обзор литературы и формулировка гипотез.....	50
3.1.1. Характеристики компаний, привлекающие инвесторов на краудфандинговых платформах.....	50
3.1.2. Драйверы финансовой результативности компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах.....	54
3.2. Методология исследования	60
3.2.2. Взаимосвязь характеристик компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательности для инвесторов	60
3.2.1. Взаимосвязь характеристик компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и финансовой результативности	63
3.4. Описательная статистика переменных.....	66
3.5. Регрессионный анализ и основные выводы.....	80
Заключение.....	88
Список литературы.....	92

Приложения107

ВВЕДЕНИЕ

Цифровая трансформация является важнейшей тенденцией экономического развития, которая касается всех сфер и отраслей. Развитие цифровых технологий привело к появлению такого явления как краудинвестинг — способ привлечения денежных средств компаниями от большой группы инвесторов, которые инвестируют определенные денежные суммы в обмен на акции компании, через интернет-посредников — краудфандинговые платформы [Nemer, 2011; Bradford, 2012; Ahlers et al., 2015]. Ранее возможность инвестировать в молодые компании, не торгующиеся на бирже, была доступна только профессиональным инвесторам, таким как бизнес-ангелы и венчурные капиталисты, в то время как для непрофессиональных инвесторов такая возможность была ограничена. С развитием краудинвестинга все инвесторы получили возможность вкладывать денежные средства в любые компании из любой точки мира.

Мировые объемы краудинвестинга увеличиваются быстрыми темпами. По данным [Statista, 2019] в 2018 г. объем краудинвестинга составил 3,8 млрд долларов США, в 2019 г. объем увеличился примерно на 16% и составил 4,8 млрд долларов США. В некоторых странах, например, в Великобритании, объем краудинвестинга приблизился к объему рынка бизнес-ангелов и венчурных капиталистов [Zhang et al., 2016]. В России краудфандинг также растет быстрыми темпами. В 2018 году объем краудфандинга составил примерно 15,2 млрд рублей, что на 34% больше, чем в 2017 году, когда объем составил 11,2 млрд рублей [Банк России, 2018]. При этом, по статистике крупнейшей краудфандинговой платформы в России Startrack доля краудинвестинга в 2018 году составляла 10% от объема краудфандинга [Startrack, 2018].

1 января 2020 года вступил в силу Федеральный закон № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» («Закон о краудфандинге»), направленный на развитие цифровой экономики России. «Закон о краудфандинге» распространяется на отношения, возникающие в связи с инвестированием и привлечением инвестиций с использованием инвестиционных платформ.

Федеральный закон устанавливает максимальную сумму, которую может привлечь компания на краудфандинговой платформе в течение одного календарного года, регулирует деятельность непрофессиональных инвесторов на краудфандинговых платформах, устанавливая максимальную сумму, которую инвестор может вложить в одну компанию в течении года. Полномочия по контролю выполнения требований и проведению проверок деятельности выполняет Центральный банк Российской Федерации.

Ранее, аналогичные законы были приняты в зарубежных странах, например, JOBS Act в США, регулирующий краудинвестинг, — в 2012 году, в Великобритании «Регулятивный подход к краудфандингу через Интернет» в — в 2014 году, «Закон о корпорациях» в Австралии — в 2017 году. В этих странах после регулирования краудинвестинга на законодательном уровне, значительно увеличилось число краудфандинговых платформ, увеличился объем краудинвестинга, число инвесторов на платформах и число компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах [Mamonov, S., Malaga, R., 2020; Graw, S., 2018; Hornuf, L., Schwienbacher, A., 2017].

Таким образом, тема краудинвестинга является **актуальной** в России, зарубежный опыт может помочь дать практические рекомендации российским компаниям, привлекающим инвестиции на краудфандинговых платформах, и инвесторам, вкладывающим денежные средства.

Несмотря на растущее внимание к краудинвестингу среди регулирующих органов, инвесторов, компаний, привлекающих капитал на краудфандинговых платформах, исследователей, тема краудинвестинга является недостаточно изученной. На сегодняшний день имеется большое число научных публикаций и исследований, анализирующих факторы успеха компаний в привлечении капитала на краудфандинговых платформах, которые изучают взаимосвязь между характеристиками компаний и суммой привлеченных денежных средств на краудфандинговой платформе (см., например, [Ahlers et al., 2015; Hornuf and Schwienbacher, 2015, Hornuf and Schwienbacher, 2017; Ralcheva and Roosenboom, 2016; Vismara, 2017; Vulkan et al., 2016]), а также взаимосвязь между характеристиками компаний и числом инвесторов, вкладывающих денежные средства в такие компании (см., например, [Agrawal et al., 2015; Block et al., 2017c; Hornuf and Neuenkirch, 2017; Vismara, 2016]). Таким образом, в основном, исследователи отвечали на вопрос «Какими характеристиками должна обладать компания, чтобы привлечь инвесторов на краудфандинговых платформах?». В данных работах не рассматривался вопрос «На какие характеристики инвесторам необходимо обращать внимание, чтобы получить максимальный возврат на свои инвестиции на краудфандинговых платформах?». Исследователи [Signori, A., Vismara, S., 2016] первыми рассмотрели данную проблему, и проанализировали взаимосвязь между характеристиками компаний, в которые инвесторы вкладывают денежные средства на краудфандинговых платформах и их финансовой результативностью.

Проблема идентификации характеристик компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, которые привлекают инвесторов, а также которые будут являться драйверами их прибыльности в будущем, является **актуальной** как в России, так и за рубежом.

Основными исследовательскими вопросами данной работы, которые возникли после изучения указанной проблематики, являются: «Какие характеристики компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах привлекают потенциальных инвесторов?» и «Какие характеристики компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, будут сигнализировать потенциальным инвесторам о дальнейшей результативности данных компаний?».

Таким образом, в выпускной квалификационной работе были сформулированы две **цели**. Первая цель заключается в установлении взаимосвязи между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательностью для инвесторов. Вторая — в выявлении взаимосвязи между характеристиками компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, и результативностью деятельности таких компаний. Для достижения цели исследования были сформулированы и решены следующие **задачи**:

1. Представить обзор литературы, посвященной определению понятий краудфандинга и краудинвестинга, принципам работы краудфандинговых платформ, страновым особенностям краудинвестинга, характеристикам субъектов краудинвестинга;
2. Представить обзор исследований по методам измерения показателей финансовой результативности компаний, и обосновать выбор показателя финансовой результативности для оценки компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах для проведения эмпирического исследования;
3. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, и их привлекательностью для инвесторов, провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между характеристиками компаний, привлекающих капитал на краудфандинговых платформах, и их финансовой результативностью;
4. Проанализировать полученные результаты исследований, сделать выводы и на их основе дать практические рекомендации.

Объектом исследования являются компании, привлекающие денежные средства на краудфандинговых платформах. **Предметом** исследования является взаимосвязь

характеристик компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательностью для инвесторов и взаимосвязь характеристик компаний, привлекающих капитал на краудфандинговых платформах, и финансовой результативностью таких компаний.

Данная работа выполнена в **формате** эмпирического исследования, инструментами которого являются статистический и эконометрический анализ.

В **выборку** исследования вошли 293 компании, привлекавшие долевые инвестиции на английской краудфандинговой платформе Crowdcube в период с 2011 по 2019 гг. Информация для проведения эмпирического исследования была получена из следующих **источников**:

- краудфандинговая платформа Crowdcube;
- база данных Amadeos (обновление №3030 от 6 декабря 2019 г.);
- официальный сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House).

Структура работы состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

В первой главе рассматриваются теоретические основы краудинвестинга, в том числе вводится понятие краудфандинга, рассматривается история возникновения краудфандинга, виды краудфандинга, принцип работы краудфандинговых платформ, вводится определение понятия краудинвестинга и представляется обзор страновых особенностей краудинвестинга и его правового регулирования.

Во второй главе представляется анализ характеристик инвесторов и компаний, привлекающих денежные средства на краудфандинговых платформах, а также рассматривается мотивация инвесторов, финансирующих компании на краудфандинговых платформах, и компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах. Кроме того, во второй главе вводится понятие финансовой результативности, рассматриваются различные показатели финансовой результативности, представляется обзор исследований, в которых используются данные показатели финансовой результативности, и проводится выбор показателя финансовой результативности для компаний, привлечших денежные средства на краудфандинговой платформе, для проведения эмпирического исследования.

В третьей главе формулируются гипотезы исследования, направленного на установление взаимосвязи между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, и их привлекательностью для инвесторов, а также

исследования, направленного на установление взаимосвязи между характеристиками компаний, привлекающих денежные средства на краудфандинговых платформах, и их финансовой результативностью. Представлена методология исследования, описан процесс сбора данных и формирования выборки. Приведены анализ описательной статистики и результаты эконометрического исследования. По результатам проведенного исследования сделаны выводы и даны практические рекомендации.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КРАУДИНВЕСТИНГА

1.1. Понятие краудфандинга и история создания краудфандинговых платформ

Понятие краудфандинга

Американский исследователь, журналист, публицист, профессор в Северо-Восточном исследовательском университете в Бостоне Джефф Хау впервые употребил термин краудсорсинг в статье «Восхождение краудсорсинга» (“The Rise of Crowdsourcing”) в 2006 году. Джефф Хау утверждал, что на смену аутсорсингу, когда компания передает определенные виды или функции производственной предпринимательской деятельности другим компаниям на основании договора, приходит краудсорсинг, когда компания использует профессиональные знания, умения, навыки, таланты и творческий потенциал широкого круга лиц при помощи интернет технологий для получения определенного результата: предоставленных услуг, новых решений или идей. Благодаря использованию информационных технологий лица, участвующие в создании ценности для компании через механизм краудсорсинга, могут быть незнакомы между собой и территориально удалены друг от друга и от офиса компании. По мнению Джеффа Хау, компании все чаще начинают использовать труд большого числа активистов-любителей, поскольку себестоимость труда снижается по сравнению с использованием труда профессионалов, при этом скорость достижения результата увеличивается [Jeff Howe, 2006].

После возникновения термина краудсорсинг американский писатель Майкл Дж. Салливан впервые использовал термин краудфандинг, описывая деятельность сайта “Fundavlog”, которая заключалась в сборе денежных средств от большого числа людей для создания видеоблога [David Gass, 2011].

Термин краудфандинг является относительно новым, поэтому на сегодняшний день существует много подходов к его определению. Согласно Кембриджскому словарю, краудфандинг — это «практика привлечения небольших взносов от больших групп людей для финансирования бизнес проекта, как правило, с использованием интернет технологий» [Cambridge Dictionary, 2020]. Немецкие исследователи Бехтер С., Йенч С. и Фрей М. в статье о краудфандинге определяют данное понятие как «способ увеличения капитала, необходимого для проекта или предприятия посредством привлечения большого числа людей (непрофессиональных инвесторов) для малых вкладов (1- 100 долларов США)» [Bechter, S., Jentsch, S., Frey, M., 2011]. Американский исследователь, профессор, специалист в области краудфандинга и автор множества статей на данную тему Этан

Моллик определяет краудфандинг как «усилия индивидуальных предпринимателей по финансированию своих предприятий путем привлечения небольших взносов от больших групп лиц через Интернет без использования стандартных финансовых посредников» [Mollick, 2014]. Пол Беллефлам, английский исследователь, специализирующийся на инновациях в цифровой экономике, дает следующее определение краудфандингу: «краудфандинг — это открытые призывы, в основном через Интернет, к предоставлению финансовых ресурсов либо в виде пожертвований, либо в обмен на будущий продукт или какую-либо форму вознаграждения для поддержки инициатив в конкретных целях» [Belleflamme et al., 2014]. На официальном сайте Европейского сообщества краудфандинга краудфандинг определяется как «механизм объединения и перераспределения относительно небольших финансовых инвестиций от большой аудитории инвесторов в обмен на долю собственного капитала или других обязательств, имеющих финансовую отдачу, или другие нефинансовые вознаграждения, где инвесторы — это люди или организации, объединяющие свои средства через онлайн-платформы для поддержки других людей или организаций» [European Crowdfunding Network, 2016]. Существуют и другие подходы к определению краудфандинга: краудфандинг — это «процесс сбора средств для преобразования перспективных идей в бизнес реалии, благодаря объединению объектов капиталовложений с потенциальными инвесторами» [Ramsey, Y. A., 2011]; краудфандинг — это «бизнес-стратегия, основанная на привлечении небольших инвестиций от большой группы людей через Интернет» [Sigar, K., 2012]. Краудфандинг обеспечивает механизм, с помощью которого широкая общественность может финансово поддерживать зарождающиеся идеи и предпринимателей, то есть выполняет функции, которые раньше выполняли только аккредитованные инвесторы и банки [Parhankangas et al, 2019].

Следует отметить, что восприятие и отношение разных авторов к краудфандингу зависит от их точки зрения по отношению к трем сторонам, участвующим в краудфандинге. Краудфандинг основан на тесном сотрудничестве инвесторов, посредников и компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах.

- В случае краудфандинга инвесторы — это большие группы людей, которые могут сделать определенные взносы в идеи, которые они считают перспективными. Краудфандинг позволяет обычным людям принимать решение о том, какие идеи стоит превратить в бизнес, а какие — нет. Кроме того, инвесторы имеют возможность получить что-либо взамен, например, материальную отдачу, публичное освещение имени инвестора, ценные бумаги и другое [Valanciene,

Jegeleviciute, 2013]. Наличие и тип вознаграждение зависит от видов краудфандинга, которые будут рассмотрены позднее;

- Посредниками выступают краудфандинговые платформы — специализированные сайты в сети Интернет. Данные веб-сайты имеют классическую бизнес-модель шеринговой экономики, которая заключается в привлечении инвесторов и предпринимателей на платформу, где первые могут выбрать компанию, в которую они хотят вложить средства, а вторые — привлечь инвестиции в компанию. [Belleflamme et al., 2015].
- Предприниматели, которые используют краудфандинговые платформы для финансирования компании, — это зачастую те, кому не удастся привлечь капитал другими способами. Краудфандинг позволяет не только привлечь капитал для бизнеса, но и оценить привлекательность бизнес идеи. Если большая группа лиц готова инвестировать денежные средства в компанию, это значит, что многие люди заинтересованы в получении продукта или услуги, и идея является привлекательной.

Следует отметить, что некоторые компании напрямую обращаются к инвесторам через собственную платформу для сбора средств (например, через собственный сайт). Этот вид краудфандинга называется прямым краудфандингом [Tomczak, Brem, 2013]. Британская компания Brewdog, специализирующаяся на производстве крафтового пива, которая привлекла 35,5 млн фунтов стерлингов через собственный сайт, может быть рассмотрена как один из наиболее успешных примеров прямого краудфандинга. Однако большинство исследований краудфандинга фокусируется на косвенном краудфандинге, который происходит на краудфандинговых платформах.

Таким образом, полное определение краудфандинга должно подчеркивать не только самые важные особенности метода, но и связь между тремя значимыми заинтересованными сторонами. В данной работе под краудфандингом будет пониматься способ привлечения денежных средств компаниями от большой группы инвесторов, которые инвестируют определенные денежные суммы через интернет-посредников — краудфандинговые платформы.

История краудфандинга

Несмотря на то, что понятие краудфандинга было введено лишь в 2006 году, само явление коллективного сотрудничества людей, добровольно объединяющих свои средства для достижения определенной цели, возникло много лет назад. Явление краудфандинга имеет долгую историю в области искусства, благотворительности и политических кампаний [Kurpuswamy, Bayus, 2018; Ordanini et al., 2011].

Многие известные памятники архитектуры такие как Храм Христа Спасителя (Москва, Россия), Статуя Свободы (Нью-Йорк, США) и Саграда Фамилия (Барселона, Испания) и другие, были возведены за счет пожертвований от людей. Некоторые фортепианные концерты Моцарта и Бетховена в 18 веке были проведены на денежные средства, собранные большим количеством людей. Эпическая поэма "Илиада" Гомера была переведена с греческого на английский язык за счет пожертвований [Nemer, 2011; Kuppuswamy, Bayus, 2018; Short et al., 2017].

Следует отметить, что всеобщее развитие краудфандинга напрямую связано с популяризацией интернета, который облегчает взаимодействие между пользователями и сокращает временные и альтернативные издержки, связанные с привлечением небольших сумм от большого числа участников [Lambert, Schwiembacher, 2010]. Одним из первых массовых сборов средств через интернет была сбор для организации тура по территории США рок-группы Marillion в 1997 ее фанатами. Поклонники собрали 60 000 долларов США через интернет, чтобы группа выступила с концертами в городах США [Agrawal, 2018].

Народное финансирование профессиональной деятельности возникло в 1999 году, когда торговая ассоциация профессиональных подрядчиков в Великобритании (англ. – The Professional Contractors Group) собрала в интернете 100 000 фунтов для своей деятельности [Kuppuswamy, Bayus, 2018; Short et al., 2017]. Первой краудфандинговой платформой в США стал основанный в 2000-м году онлайн-сайт для музыки ArtistShare. На данном сайте музыканты могли привлекать пожертвования от своих поклонников для создания цифровых записей. Успех ArtistShare вдохновил многие другие краудфандинговые платформы выйти на рынки [Pelizzon et al., 2016].

С начала 2000-х годов стали развиваться онлайн-площадки для краудфандинга, где взаимодействовали инвесторы и предприниматели, а сами площадки выступали в качестве посредников. Kickstarter, компания, основанная в 2009 году в США, стала первой онлайн-платформой, которая привлекла людей с бизнес-идеями, не имеющих средств на их реализацию и инвесторов, включая профессиональных — бизнес-ангелов и венчурные фонды, которые хотели вложить свои средства в компании, бизнес-идеи которых им кажутся привлекательными. С момента образования платформы в 2009 г., 18 млн инвесторов вложили денежные средства через платформу Kickstarter, 4,9 млрд долларов США было проинвестировано, и 180 079 компаний успешно привлекли капитал [Kickstarter, 2020].

К причинам развития краудфандинговых платформ можно отнести возможность быстро привлечь инвестиции компаниями по более низкой стоимости по сравнению с

долговым капиталом (банковским кредитованием, коммерческим кредитованием), возможность протестировать свою бизнес-модель, улучшение уровня осведомленности о компании, привлечь потенциальных клиентов, и для инвесторов возможность получить более высокую доходность и вложить небольшие суммы в компании, возможность соинвестирования с профессиональными инвесторами, возможность вложить денежные средства в компании в любой точке мира.

На сегодняшний день можно выделить следующие тенденции на мировом рынке краудфандинга:

- рост числа краудфандинговых платформ, числа инвесторов и компаний-заемщиков на платформах;
- развитие специализированных краудфандинговых онлайн-платформ, например, социальных;
- развитие законодательства в сфере краудфандинга.

1.2. Виды краудфандинга

Существуют различные виды краудфандинга в зависимости от целей привлечения денежных средств:

1. благотворительный краудфандинг;
2. условно-возвратный краудфандинг;
3. краудлендинг;
4. краудинвестинг.

Рассмотрим все виды краудфандинга более подробно.

1. Благотворительный краудфандинг

Некоммерческие организации используют данную модель для привлечения пожертвований на конкретные проекты. В отличие от традиционной благотворительности, пожертвования собираются и предназначаются для конкретного проекта. Идея заключается в том, что, когда инвесторы знают, как именно их деньги будут использованы, они более охотно жертвуют крупные суммы. Главными направлениями сбора средств являются: благотворительные цели (например, помощь тяжелобольным, сиротам, инвалидам), социальные проекты (благоустройство садов и парков, съемки фильмов, постановки представлений в театрах), политическую деятельность (предвыборные кампании). Благотворительные инвесторы более лояльны в долгосрочной перспективе, когда некоммерческие организации держат их в курсе прогресса. Главная мотивация для инвесторов — социальная [De Buysere et al., 2012].

Крупнейшей в мире краудфандинговой платформой для благотворительного краудфандинга является американская платформа GoFundMe, созданная в 2010 году. С момента основания платформы было собрано около 9 млрд долларов США примерно на 120 млн пожертвований [GoFundMe, 2020]. Одним из наиболее крупных сборов денежных средств на краудфандинговой платформе GoFundMe был сбор денежных средств для оснащения госпиталей и борьбы с коронавирусной инфекцией в Италии, организованный итальянским предпринимателем, блогером и дизайнером Кьярой Ферраньи. За один день на платформе удалось привлечь 3,5 млн евро, за неделю сумма достигла практически 4,5 млн евро [GoFundMe, 2020].

2. Условно-возвратный краудфандинг

Условно-возвратный краудфандинг используется предпринимателями, которые хотят привлечь инвестиции в конкретный проект и могут предложить небольшие нефинансовые вознаграждения взамен. Вознаграждения имеют символическую ценность и предоставляются инвесторам. Обычно стоимость вознаграждений значительно ниже суммы пожертвования, поскольку владельцам проекта необходимо обеспечить привлечение достаточной суммы денежных средств. Однако восприятие стоимости инвесторами может быть высоким, например, специальные VIP-билеты могут быть вознаграждением за более крупное пожертвование. Инвесторы и предприниматели не считают вознаграждение обязательством и не классифицируют его как продажу. Идея заключается в том, что при правильном выборе вознаграждений предприниматели имеют возможность привлечь большее число инвесторов и получить большую среднюю сумму инвестиций, чем в благотворительном краудфандинге [De Buysere et al., 2012].

Предпродажи являются одним из видов вознаграждений в условно-возвратном краудфандинге. Предприниматели имеют возможность разместить новый продукт или услугу на краудфандинговой платформе и узнать у потенциальных клиентов, заинтересованы ли они в заказе и оплате заранее. Это является альтернативой традиционным рыночным исследованиям и подтверждает спрос, предоставляя при этом оборотный капитал в случае успеха. Инвесторы, принимающие участие в данных краудфандинговых кампаниях, делают из желания, чтобы этот продукт или услуга были реализованы [De Buysere et al., 2012].

Крупнейшими краудфандинговыми платформами для условно-возвратного краудфандинга являются основанная в 2008 году американская платформа IndieGogo и основанная в 2009 году американская платформа Kickstarter [Mollick, 2014].

3. Краудлендинг

Краудлендинг — это способ коллективного добровольного финансирования юридических или физических лиц через краудфандинговые платформы. Суть краудлендинга заключается в том, что большая группа инвесторов финансирует компании или физических лиц и получает финансовую компенсацию в форме процентных платежей. [Parhankangas et al, 2019]. Отметим, что на краудфандинговых платформах для каждого заемщика экспертами платформы или внешними экспертами составляется кредитный рейтинг для того, чтобы минимизировать риск мошенничества.

Существуют различные виды краудлендинга:

- P2B (person-to-business) краудлендинг заключается в кредитовании юридических лиц большой группой людей. Примером платформы для P2B краудлендинга является английская платформа Funding Circle. С момента основания в 2012 году на платформе было выдано займов на сумму 8,7 млрд фунтов стерлингов 81 000 компаниям. Годовая доходность инвесторов в 2019 году составила 5-7% [Funding Circle, 2020].
- P2P (person-to-person) краудлендинг заключается в кредитовании физических лиц большой группой людей. Краудфандинговая платформа Prosper является примером платформы, на которой физические лица могут предоставлять частные займы другим физическим лицам [Prosper, 2020].
- Социальный краудлендинг заключается в кредитовании социальных проектов большой группой людей без выплаты каких-либо процентов, например, предприятия в развивающихся странах могут получить микрофинансирование без выплаты процентов кредитующей стороне [De Buysere, 2012]. Одной из самых известных краудфандинговых платформ для социального краудлендинга является Kiva — американская некоммерческая организация, предоставляющая возможность выдавать беспроцентные займы непосредственно от заимодавцев заемщикам через собственную платформу [Kiva, 2020].

3. Краудинвестинг

Существуют различные подходы к определению понятия краудинвестинг. [Bradford, 2012] определяет краудинвестинг как модель, при которой инвесторы получают долю в собственном капитале компании с помощью покупки акций или заключения определенных соглашений (например, соглашения об участии в прибыли компании) через краудфандинговые онлайн-платформы. [Nemer, 2011] отмечает, что главным отличием краудинвестинга от традиционного размещения акций является сам процесс

финансирования: предприниматели обращаются с открытым призывом к финансированию на краудфандинговой платформе, а инвесторы принимают решение об инвестировании на основе представленной на краудфандинговой платформе информации. [Ahlers et al., 2015] определяет понятие краудинвестинга как способ финансирования, при котором компания продает акции группе инвесторов через открытый призыв к финансированию на интернет-площадках. [Ahlers et al., 2015] отмечает, что главным отличием краудинвестинга от других видов краудфандинга является то, что инвесторы вкладывают денежные средства в собственный капитал компании и становятся собственниками ее акций.

Следует отметить, что вид вознаграждения инвесторов может варьироваться в зависимости от странового регулирования. Например, в Великобритании инвестор, вложивший денежные средства в компанию на краудфандинговой платформе, становится собственником ее акций, которые компания выпускает после сбора денежных средств на платформе. В то время как в Германии инвестор, вложивший денежные средства в компанию на краудфандинговой платформе, заключает договор с компанией об участии в ее прибыли и не получает акции [Hornuf et al., 2018]. Более подробно страновые особенности будут рассмотрены в 4 разделе данной главы.

В данной работе будет рассматриваться долевым краудинвестинг, который определяется как способ привлечения денежных средств компаниями от большой группы инвесторов, которые инвестируют определенные денежные суммы в обмен на акции компании через интернет-посредников — краудфандинговые платформы.

Компании могут выпускать и предлагать на краудфандинговых платформах инвесторам акции разных типов. Например, на английской краудфандинговой платформе Crowdcube компании имеют возможность размещать акции типа А, владельцы которых имеют право голоса на общих собраниях акционеров, и акции типа В, не несущие права голоса. Владельцы акций типа В не имеют права голоса на общих собраниях акционеров, но имеют равные права на денежные потоки и получение дивидендов [Crowdcube, 2020; Cumming et al., 2018].

Согласно данным [Statista, 2019] мировые объемы краудинвестинга увеличиваются быстрыми темпами. В 2018 г. объем краудинвестинга составил 3,8 млрд долларов США, в 2019 г. объем увеличился примерно на 16% и составил 4,8 млрд долларов США. По прогнозам [Statista, 2019] объем краудинвестинга к 2023 году составит около 8 млрд долларов США. На рис. 1 представлены исторические данные об объеме краудинвестинга за 2014 — 2019 гг. и прогноз объема рынка за 2020 — 2023 гг.



Рис. 1 Объем мирового краудинвестинга, 2014-2023 гг. (млрд долларов США)

Источник: [Statista, 2019]

Помимо того, что краудинвестинг имеет высокие темпы роста, он решает проблему разрыва в потребностях в финансировании предприятий на ранних этапах, позволяя им получить необходимое финансирование для реализации предпринимательских идей до перехода к более сложным формам финансирования, например, инвестициям от бизнес-ангелов и венчурных капиталистов и IPO [Lukkarinen et al., 2016]. Таким образом, этот процесс позволяет финансировать стартапы, которые в противном случае могли бы не иметь доступа к капиталу.

1.3. Принцип работы краудфандинговых платформ

Как говорилось ранее, краудфандинговая онлайн-платформа является посредником между компаниями-заемщиками и инвесторами.

Ниже представлен упрощенный алгоритм работы краудфандинговой платформы:

1. Компания, которая намеревается привлечь инвестиции на краудфандинговой платформе, должна зарегистрироваться на платформе, оставить онлайн-заявку и отправить необходимые документы.
2. Сотрудники компании, владеющей краудфандинговой платформой, либо самостоятельно проводят должную проверку (due diligence), либо отдают данный этап работы на аутсорсинг, то есть сотрудничают со сторонними провайдерами, которые могут проводить должную проверку. Например, на английской краудфандинговой платформе Crowdcube финансовая экспертиза проводится для каждой компании, которая собирается привлекать денежные средства на данной платформе, силами сторонних провайдеров, таких как Creditsafe, Experian и Onfido. [Crowdcube, 2020]. По результатам должной проверки для каждой компании,

которая собирается привлечь денежные средства на платформе, рассчитывается ее доинвестиционная стоимость.

3. После того, как компания одобрена онлайн-платформой, она должна установить конечную цель (определить сумму, которую она намеревается собрать на краудфандинговой платформе за определенный период времени), а также создать презентацию своего проекта (“pitch”), чаще всего в формате видео-презентации. Компании выкладывают финансовую отчетность, которая доступна зарегистрированным на платформе инвесторам.
4. Далее начинается сбор денежных средств. Инвесторы, зарегистрированные на краудфандинговой платформе, рассматривают различные компании, обращают внимание на определенные характеристики компаний. Если инвестора привлекает компания, то инвестор вкладывает в нее денежные средства непосредственно через краудфандинговую платформу. Следует отметить, что во время сбора денежных средств, компании часто используют электронные рассылки, рекламу в социальных сетях и пресс-релизы, чтобы привлечь внимание потенциальных инвесторов. Исследования показывают, что рекламные компании повышают шансы на привлечение инвестиций на краудфандинговой платформе [Belleflamme et al., 2014; Mollick, 2014]. Во время кампании по сбору средств владелец проекта должен держать своих инвесторов в курсе о процессе развития проекта;
5. Краудфандинговые платформы можно разделить на два типа по тому, как они ведут себя с собранными денежными средствами. Деятельность первого типа краудфандинговой платформы заключается в том, что денежные средства хранятся на депозитном счете и, если необходимая сумма, которая изначально была выбрана компанией как конечная цель, не собрана, вклады возвращаются инвесторам. Другой тип краудфандинговых платформ позволяет компаниям сохранить все собранные средства, даже если первоначальная цель не была достигнута [Valanciene L., Jegeleviciute S., 2013]. Таким образом, после окончания сбора денежных средств, либо компании получают денежные средства, либо денежные средства возвращаются инвесторам.
6. Если компания получила денежные средства по окончании сбора денежных средств, то компания выпускает акции на сумму, которая была собрана, и инвесторы получают вознаграждение в виде данных акций [De Buysere et al., 2012].

1.4. Страновые особенности краудинвестинга и его правовое регулирование

Краудфандинговые площадки отличаются друг от друга в зависимости от региона и страны. Страновые различия в первую очередь связаны с законодательством, которое может ограничивать деятельность неаккредитованных инвесторов на площадках или иметь другие особенности, однако разное экономическое развитие и разный менталитет тоже играют важную роль. На рис. 2 представлена информация по распределению объема мирового рынка краудинвестинга по регионам. Следует отметить, что такие страны как США, Великобритания и Китай на данный момент являются лидерами на рынке краудинвестинга и с точки зрения законодательного регулирования, и с точки зрения объема финансирования [Statista, 2019]. В приложении 1 приведена информация по 20 самым успешным краудфандинговым платформам в мире.

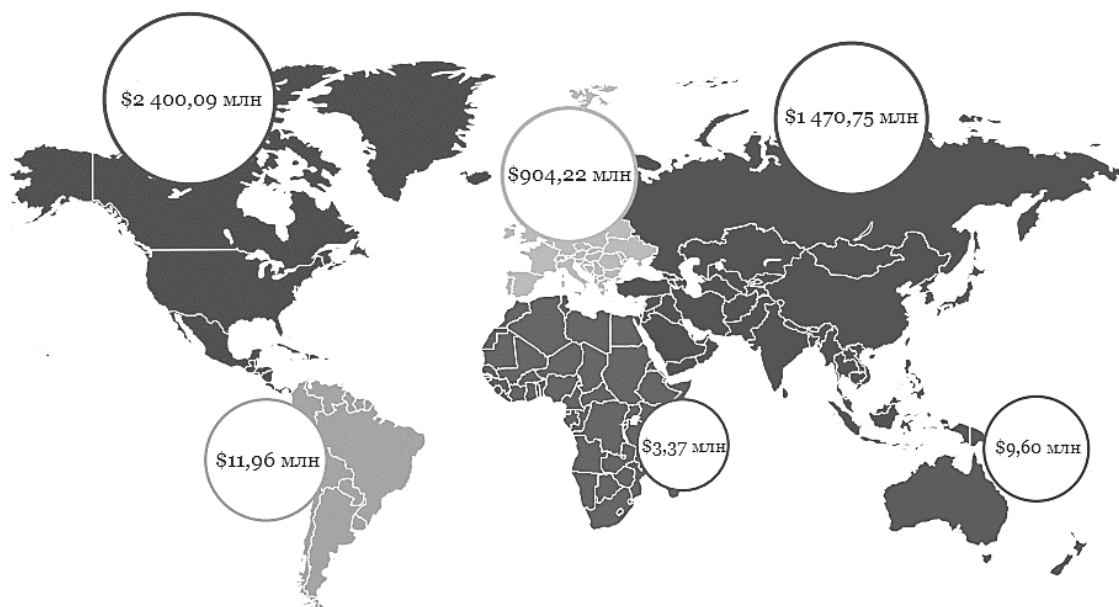


Рис. 2 Объем мирового рынка краудинвестинга по регионам, 2019 г.

Источник: [Statista, 2019]

1.4.1. Австралия

Краудинвестинг в Австралии регулируется «Законом о внесении поправок в Закон о корпорациях (Краудфандинг) 2017 года» (Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act 2017), который был принят Австралийской комиссией по ценным бумагам и инвестициям (Australian Securities and Investments Commission) в Австралии в мае 2017 года после более чем двухлетних обсуждений. Закон вводит ограничения для компаний, которые могут привлекать денежные средства на краудфандинговых платформах. Для того, чтобы

иметь право привлекать инвестиции на краудфандинговых платформах компания должна отвечать следующим требованиям:

- Иметь организационную форму «Открытая публичная компания с ограниченной в пределах акций ответственностью» (public company limited by shares). Открытая публичная компания с ограниченной в пределах акций ответственностью — это форма акционерного общества, формализованного Австралией, уставный капитал которой разделен на акции, которые могут быть предложены широкой общественности и могут (не обязательно) продаваться на фондовой бирже;
- Не являться публичной компанией, чьи акции торгуются на фондовой бирже;
- Вести основную деятельность на территории Австралии;
- Иметь большинство директоров — резидентов Австралии;
- Соответствовать требованиям «теста активов и выручки». «Тест активов и выручки» заключается в том, что совокупная стоимость активов компании не должна превышать 25 млн австралийских долларов, и консолидированная годовая выручка компании не должна превышать 25 млн австралийских долларов;
- Не иметь цели инвестировать в ценные бумаги других компаний.

В законе о краудфандинге указано, что компании могут привлекать на краудфандинговых платформах не более 5 млн австралийских долларов в год [Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act, 2017].

Закон о краудфандинге также регулирует деятельность непрофессиональных инвесторов. Максимальная сумма, которую инвестор может вложить в одну компанию в течении года, составляет 10 000 австралийских долларов [там же].

Следует отметить, что закон о краудфандинге не предусматривает налоговых льгот для инвесторов и для компаний, привлекающих денежные средства на краудфандинговых платформах.

1.4.2. Великобритания

Регулированием краудинвестинга в Великобритании занимается Управление по контролю за финансовой деятельностью (Financial Conduct Authority), которое опубликовало «Регулятивный подход к краудфандингу через Интернет» (The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet) в 2014 году. В регулятивном подходе указаны следующие требования, касающиеся краудинвестинга:

- Краудинвестинг должен осуществляться исключительно через зарегистрированные в Комиссии по ценным бумагам (Securities and Exchange Commission) краудфандинговые платформы;
- Компания может привлекать на краудфандинговых платформах не более 1 070 000 долларов США в год;
- Компания обязана раскрывать финансовую информацию Комиссии по ценным бумагам, инвесторам и посреднику, то есть краудфандинговой платформе.

В Великобритании действует законодательство, предлагающее различные налоговые льготы для инвесторов в стартап-компаниях. Такими льготами являются Схема инвестиций в предприятие (Enterprise Investment Scheme, EIS) и Схема первоначальных инвестиций в предприятие (Seed Enterprise Investment Scheme, SEIS). Согласно закону, инвестору возмещается до 30% от инвестиций в акции стартап-компаний в качестве кредита для уменьшения индивидуального подоходного налога. Инвесторы на краудфандинговых платформах в Великобритании могут пользоваться данными налоговыми льготами.

История краудинвестинга в Великобритании началась в 2012 году, когда была основана платформа Seedrs — одна из крупнейших краудфандинговых платформ, на которой инвесторы могут вкладывать денежные средства (от 10 до 150 тыс. фунтов стерлингов) в стартап-компаниях и получать взамен долю в собственном капитале. Seedrs — первая платформа, уполномоченная Управлением по контролю за финансовой деятельностью Великобритании. Наиболее известной краудфандинговой платформой в Великобритании является Crowdcube, также уполномоченная Управлением по контролю за финансовой деятельностью Великобритании.

1.4.3. Германия

Закон, регулирующий деятельность краудинвестинга в Германии (нем. — Kleinanlegerschutzgesetz), был принят в 2015 году. Закон установил максимальный порог вложений от инвесторов в размере 10 000 евро. При этом, инвесторам, инвестирующим на краудфандинговых платформах сумму, превышающую 1 000 евро, необходимо предоставить гарантии, что стоимость их располагаемых активов превышает 100 000 евро или что инвестиции на краудфандинговой платформе в два раза меньше их ежемесячного чистого дохода. Согласно закону, компании могут привлекать на краудфандинговых платформах не более 2,5 млн евро в год. Компании, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах обязаны раскрывать финансовую информацию Федеральному органу по финансовому надзору. Краудинвестинг может осуществляться

только через платформы, одобренные государственным регулятором [Kleinanlegerschutzgesetz, 2015].

Companisto является крупнейшей немецкой краудфандинговой платформой, на которой вкладывают денежные средства непрофессиональные инвесторы бизнес-ангелы, специалисты по корпоративным финансам и венчурные капиталисты. 21% долевых инвестиций на краудинвестиционных платформах в Германии приходится на краудфандинговую платформу Companisto. На краудфандинговой платформе инвесторы могут вкладывать денежные средства, используя банковские карты, мгновенные денежные переводы и банковские переводы, что позволяет инвесторам вкладывать денежные средства из любой точки мира. На краудфандинговой платформе Companisto инвестируют инвесторы из 92 стран мира. Один из крупнейших сборов денежных средств за всю историю краудинвестинга в Европе проводился на краудфандинговой платформе Companisto: компания Weissenhaus привлекла 7 500 000 евро.

1.4.4. Соединенные Штаты Америки

Краудинвестинг в США развивался медленнее, чем в Европе, поскольку сталкивалась с рядом ограничений, которые были прописаны в Законе о ценных бумагах 1933 года. Непрофессиональным инвесторам вкладывать средства в компании в обмен на долю в собственном капитале запрещалось, соответственно, инвестировать на краудфандинговых платформах имели право только аккредитованные инвесторы с доходом от 200 тыс. долларов США в год [The Securities Act, 1933]. Таким образом, развитие краудинвестинга было существенно ограничено.

В 2012 году Комиссией по ценным бумагам и вкладам США был выпущен закон, регулирующий деятельность краудинвестинга в США — The Jumpstart Our Business Startups (JOBS Act). Главной целью принятого закона было создание новых рабочих мест и стимулирование экономического развития для стартапов, так как начальные инвестиции могли быть привлечены по упрощенной схеме. Согласно новому закону компании имеют право привлекать до 1 млн долларов США через краудфандинговую платформу от 2 000 инвесторов. Размер вложений инвесторов, в свою очередь, зависят от ежегодного дохода физических лиц: при доходе менее 100 тыс. долларов США, максимальный размер инвестиций составляет 2 тыс. долларов США, при доходе более 100 тыс. долларов США — 10% от суммы годового дохода или объема активов.

EquityNet — одна из наиболее известных краудфандинговых платформ, которая была запущена в 2005 году, и за все время работы привлекла более 100 000 участников [EquityNet, 2020].

1.4.5. Россия

В 2019 году Государственной думой был принят Федеральный Закон «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который вступил в силу 1 января 2020 года. Данный закон регулирует отношения, возникающие в связи с инвестированием и привлечением инвестиций с использованием инвестиционных платформ. Полномочия по контролю выполнения требований и проведению проверок деятельности выполняет Центральный банк Российской Федерации [Федеральный закон от 02.08.2019 ..., 2020].

Согласно Федеральному закону, инвестирование с использованием инвестиционной платформы может осуществляться следующими способами:

«1) путем предоставления займов;

2) путем приобретения эмиссионных ценных бумаг (далее - ценные бумаги), размещаемых с использованием инвестиционной платформы, за исключением ценных бумаг кредитных организаций, некредитных финансовых организаций, а также структурных облигаций и предназначенных для квалифицированных инвесторов ценных бумаг;

3) путем приобретения утилитарных цифровых прав.» [там же]

Федеральный закон устанавливает максимальную сумму, которую может привлечь компания на краудфандинговой платформе в течение одного календарного года. «Сумма денежных средств, привлекаемых эмитентом путем размещения эмиссионных ценных бумаг одного или нескольких выпусков в течение одного календарного года, не превышает один миллиард рублей» [Федеральный закон от 02.08.2019 ..., 2020].

Федеральный закон также регулирует деятельность непрофессиональных инвесторов на краудфандинговых платформах и устанавливает максимальную сумму, которую инвестор может вложить в одну компанию в течении года, в размере 600 тысяч рублей [там же].

Следует отметить, что в Федеральном законе нет точных критериев, которым должна соответствовать компания, чтобы иметь возможность привлекать инвестиции на краудфандинговой платформе. В Федеральном законе указано, что лицом, привлекающим инвестиции, не может являться лицо, которое включено в перечень организаций и физических лиц, в отношении которых имеются сведения об их причастности к экстремистской деятельности или терроризму, и (или) в перечень организаций и физических лиц, в отношении которых имеются сведения об их причастности к

распространению оружия массового уничтожения, имеют неснятую или непогашенную судимость за преступление в сфере экономики или преступление против государственной власти [там же]. Критерии, касающиеся организационной структуры компании, страны регистрации компании не указаны.

Краудфандинг в России растет быстрыми темпами. В 2018 году объем краудфандинга составил примерно 15,2 млрд рублей, что практически на 34% больше, чем в 2017 году, когда объем составил 11,2 млрд рублей [Банк России, 2018]. Доля краудинвестинга в 2017 году составляла примерно 1,3% от объема краудфандинга [Банк России, 2017]. Таким образом, объем краудинвестинга в России значительно уступает зарубежному. Можно выделить ряд причин, почему в России такой способ привлечения финансирования как краудинвестинг является неразвитым:

1. Организационно-правовая форма компаний, не позволяющая привлекать инвестиции от большого круга инвесторов.

Большая доля малого и среднего бизнеса в России имеет организационную форму общества с ограниченной ответственностью. По российскому законодательству при такой форме у компании может быть не более 50 акционеров, что ограничивает возможность привлечения инвесторов через краудфандинговые платформы. Акционеры, в свою очередь, обязаны лично присутствовать при заключении сделки о получении доли в собственном капитале компании. Таким образом, возможность привлечения денежных средств компаниями с организационно-правовой формой общества с ограниченной ответственностью ограничена.

2. Низкий индекс финансовой грамотности населения России

Согласно исследованию Аналитического центра НАФИ, в 2018 году индекс финансовой грамотности в России ниже, чем по миру в среднем: индекс в России составил 12,1, в то время как средний индекс — 12,7 (рис.3). Индекс финансовой грамотности составляется из оценки знаний, навыков и установок граждан. В исследовании участвовали 85 000 респондентов из 85 регионов Российской Федерации.

Исследование Global Financial Literacy Survey 2015 года показало немного отличающиеся результаты. По результатам исследования лишь 38% населения Российской Федерации являются финансово грамотными, в то время как данный показатель в Европе составил 50%, а в США — 57%.



Рис. 3 Уровень финансовой грамотности в странах G20

Источник: [Аналитический центр НАФИ, 2018]

Можно сделать вывод, что финансово неграмотное население не будет настолько же активно участвовать в инвестировании, как финансово грамотное, поэтому развитие краудинвестинга в России является более медленным.

3. Низкий уровень финансовой грамотности компаний

Важной особенностью рынка краудинвестинга в России является низкая финансовая грамотность компаний. Под данным тезисом понимается то, что многие организации не имеют возможности самостоятельно на профессиональном уровне подготовить необходимую документацию для привлечения инвестиций через краудфандинговые платформы [Фияксель, 2018].

Исходя из приведенного анализа можно сделать вывод, что краудинвестинг в России не является совершенным и зрелым, поэтому в данном исследовании прибыльности вложений на краудфандинговых платформах, будет рассматриваться краудинвестинг в Великобритании.

Выводы

Таким образом, в первой главе было сформулировано понятие краудфандинга как способа привлечения денежных средств компаниями от большой группы инвесторов, которые инвестируют определенные денежные суммы через интернет-посредников — краудфандинговые платформы. Далее была рассмотрена история возникновения

краудфандинга. Помимо того, были рассмотрены следующие виды краудфандинга: благотворительный краудфандинг, привлечение денежных средств на краудфандинговой платформе на безвозмездной основе, условно-возвратный краудфандинг, привлечение денежных средств компаниями на краудфандинговых платформах за небольшие нефинансовые вознаграждения инвесторам, краудлендинг, способ коллективного добровольного финансирования юридических или физических лиц через краудфандинговые платформы, и краудинвестинг. Далее было дано определение краудинвестинга, которое звучит следующим образом: «краудинвестинг — это способ привлечения денежных средств компаниями от большой группы инвесторов, которые инвестируют определенные денежные суммы в обмен на акции компании через интернет-посредников — краудфандинговые платформы». После этого был разобран принцип работы краудфандинговых платформ. В дополнение к этому, первая глава содержит страновые особенности краудинвестинга, а также государственное регулирование краудинвестинга в различных странах. Великобритания на сегодняшний день является одним из лидеров на рынке краудинвестинга с точки зрения законодательного регулирования и с точки зрения объема финансирования. В Великобритании краудинвестинг регулируется «Регулятивным подходом к краудфандингу через Интернет», принятым в 2014 году. Закон устанавливает максимальную сумму, которую может привлечь компания на краудфандинговой платформе, регулирует деятельность непрофессиональных инвесторов на краудфандинговых платформах, устанавливает, что краудинвестинг должен осуществляться исключительно через зарегистрированные в Комиссии по ценным бумагам краудфандинговые платформы. Инвесторам на краудфандинговых платформах доступны налоговые льготы. Краудинвестинг в России регулируется Федеральным законом, вошедшим в силу 1 января 2020 года. Несмотря на быстрый рост, краудинвестинг в России не является совершенным и зрелым и имеется ряд ограничений, которые были рассмотрены в первой главе, поэтому для цели исследования результативности долевого краудинвестинга, будет рассматриваться краудинвестинг в Великобритании.

ГЛАВА 2. РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КРАУДИНВЕСТИНГА

2.1. Характеристики инвесторов на краудфандинговых платформах

На краудфандинговых платформах действуют различные инвесторы, которые отличаются своими целями и мотивами инвестирования, профессиональной деятельностью, наличием субъективных факторов при принятии решения об инвестировании. В зависимости от цели инвестирования инвесторы могут выбирать различные виды краудинвестинга. Например, в благотворительном или условно-возвратном краудфандинге наиболее важными мотивирующими факторами являются альтруистические и внутренние факторы. К альтруистическим мотивирующим факторам относятся желание оказать влияние на предпринимательский процесс, моральный аспект, желание быть полезным обществу, желание оказать поддержку местному предпринимательству, желание оказать поддержку близким людям, которые привлекают капитал на краудфандинговой платформе и другие. Внутренними мотивирующими факторами для инвесторов являются популярность проекта среди других инвесторов, в том числе профессиональных, мнение других инвесторов о проекте и их ожидания относительно результатов проекта, высокие ожидания от предпринимательской идеи и другие. В условно-возвратном краудфандинге одним из мотивирующих факторов может стать личная заинтересованность в конечном продукте компании. Исходя из целей инвесторов в благотворительном или условно-возвратном краудфандинге можно выявить, что, в основном, денежные средства в компании вкладывают непрофессиональные инвесторы, лично заинтересованные в результатах.

В краудинвестинге наблюдается противоположная тенденция: исследование [Cholakova, Clarysse, 2015] подтверждает, что, несмотря на то, что альтруистические и внутренние мотивирующие факторы имеют положительную корреляцию с желанием инвестировать денежные средства, они не играют такую большую роль при принятии решения об инвестировании. То есть, при выборе компании для инвестирования инвесторы в меньшей степени ориентируются на моральные соображения. Наибольшим мотивирующим фактором для инвесторов являются будущая положительная экономическая ценность и финансовые прибыли, поскольку инвесторам важно получить возврат на свои инвестиции и максимизировать прибыль.

В краудинвестинге выделяются следующие виды инвесторов:

- Друзья и семья предпринимателей. Ранними инвесторами в краудинвестинге, обычно являются люди, с которыми основатели компании, привлекающей денежные

средства, имеют социальные контакты, такие как близкие друзья и члены семьи, лично заинтересованные в успехе проекта [Mollick, 2013],

- Непрофессиональные инвесторы. Частные лица, инвестирующие малые суммы в компании и получающие небольшое количество акций, то есть небольшую долю в компании [Malmendier, Shanthikumar, 2007]. Непрофессиональным инвесторам часто не хватает опыта в инвестировании, у них нет возможности оценивать компании (например, оценивать финансовые показатели и определенные характеристики основателей компании) так, как это делают профессиональные инвесторы [Freear, et al., 1994]. Исследование [Ahlers et al., 2015] подтверждает, что непрофессиональным инвесторам не хватает опыта и возможностей для оценки различных инвестиционных проектов на краудфандинговых платформах. Кроме того, по сравнению с инвестициями, которые делают непрофессиональные инвесторы, затраты на оценку компаний слишком высоки. У потенциальных непрофессиональных инвесторов нет экономического смысла тратить время на проведение дью-дилидженс компаний, поскольку возврат на инвестиции будет меньше, чем затраты на ее проведение [Cumming, Johan, 2019]. [Agrawal et al., 2013] в своем исследовании подтверждают, что непрофессиональные инвесторы в краудинвестинге имеют ограниченную возможность проводить дью-дилидженс из-за наличия достаточно фиксированных затрат на один проект. Согласно «Регулятивному подходу к краудфандингу через Интернет» непрофессиональные инвесторы могут инвестировать не более 10% от своего годового дохода на краудфандинговых платформах;

- Бизнес-ангелы. Частные лица, являющиеся профессиональными инвесторами, которые инвестируют собственные денежные средства в крупном объеме в молодые предприятия;

- Венчурные капиталисты. Профессиональные инвесторы, объединяющие денежные средства непрофессиональных инвесторов и размещающие их в более крупные проекты сроком на 5-7 лет;

- Профессиональные инвесторы, инвестирующие большую долю собственного капитала на краудфандинговых платформах. Согласно классификации Управления по контролю за финансовой деятельностью Великобритании профессиональными инвесторы, инвестирующими большую долю собственного капитала считаются инвесторы с годовым доходом не менее 100 000 фунтов стерлингов или чистыми активами не менее 250 000 фунтов стерлингов;

- Другие компании/стратегические инвесторы. Другие компании могут принять решение инвестировать в компании на краудфандинговых платформах, которые, по их мнению, имеют для них стратегическое значение [Schwienbache, 2010].

Краудфандинговые платформы не раскрывают информацию о личностях бизнес-ангелов и венчурных капиталистов, которые ведут инвестиционную деятельность на платформах. Согласно исследованию [Wang et al., 2019], доля профессиональных инвесторов на краудфандинговых платформах составляет 1%. Правительство Великобритании инвестировало 1,25 млн. фунтов стерлингов в 9 проектов через Лондонский фонд совместных инвестиций (London Co-Investment Fund). Таким образом, большинство инвесторов на краудфандинговых платформах — непрофессиональные инвесторы, которые вкладывают малые суммы, не превышающие 10% от совокупного годового дохода.

Бизнес-ангелы на краудфандинговых платформах

Европейская ассоциация бизнес-ангелов [European Business Angels Network, 2019] определяет бизнес-ангелов как инвесторов с высоким уровнем дохода, которые вкладывают большие суммы денежных средств (от 25 тыс. евро до 500 тыс. евро) в компании, находящиеся на ранних стадиях развития. [Mason et al., 2016] определяют бизнес-ангелов как физических лиц с крупным чистым капиталом, которые вкладывают собственные денежные средства либо в одиночку, либо с другими инвесторами в некотируемые ценные бумаги компаний (ценные бумаги, которые не торгуются на фондовой бирже), и не имеют семейных связей с основателями данных компаний. [Mason, 2008] дает следующее определение бизнес-ангелам: «бизнес-ангелы — это физические лица с высоким доходом, которые инвестируют денежные средства в небольшие компании, чьи акции не котируются на бирже, приобретая миноритарный пакет акций данных компаний, не имеют семейных связей с основателями компаний, и, как правило, принимают активное участие в управлении данными компаниями».

Целью инвестирования бизнес-ангелов является рост стоимости компаний, в которую были вложены денежные средства, за счет разработки и продвижения высокотехнологичных продуктов.

Бизнес-ангелы — разносторонняя группа инвесторов, которые различаются по демографическим и поведенческим признакам [Drover et al., 2017; Wright et al., 2015]. Большинство бизнес-ангелов принимают индивидуальные инвестиционные решения, однако, некоторые ангелы инвестируют через «Ассоциации бизнес-ангелов», например, в ассоциации бизнес-ангелов “Angel 's Den, Syndicate Room” бизнес-ангелы принимают

коллегиальные решения об инвестировании [Agrawal et al., 2016]. Бизнес-ангелы обычно концентрируют инвестиции на конкретных рынках или секторах экономики, чтобы использовать свой опыт и знания в конкретной области [Maula et al., 2005; Wright et al., 1998]. Есть также свидетельства того, что некоторые бизнес-ангелы диверсифицируют свои инвестиции и владеют портфелем из более 20 различных предприятий одновременно [UK Business Angel Association, 2017].

[Hornuf et al., 2018] в исследовании, посвященном краудинвестингу в Великобритании и Германии, выяснили, что на краудфандинговых платформах делали инвестиции 5 бизнес-ангелов за 2011-2016 гг.

[Wang et al., 2019] на выборке из 50 999 инвесторов, из которых 510 являются бизнес-ангелами, которые вложили денежные средства в 1151 компаний на краудфандинговых платформах в Великобритании за 2012-2017 гг., проанализировали различия между инвестициями от бизнес-ангелов и непрофессиональных инвесторов на краудфандинговых платформах. Исследователи выявили, что средняя сумма инвестиций в одну компанию на краудфандинговых платформах от бизнес-ангелов составила 142 962 фунтов стерлингов, в то время как от непрофессиональных инвесторов — 1 401 фунтов стерлингов. В среднем, один бизнес-ангел инвестирует в 11 компаний на краудфандинговых платформах, а непрофессиональный инвестор — в 2. Таким образом, исследователи пришли к выводу, что бизнес-ангелы инвестируют существенно более крупные суммы на краудфандинговых платформах и сильнее диверсифицируют свой портфель, вкладывая денежные средства в большее количество компаний.

Венчурные капиталисты на краудфандинговых платформах

В современной экономической литературе венчурное финансирование освещается достаточно широко. Все определения понятия венчурного финансирования сводятся к выполнению его главной задачи — обеспечению роста конкретного бизнеса за счет предоставления ему определенной суммы денежных средств в обмен на приобретение пакета акций или долю в уставном капитале.

Так, Европейская ассоциация прямого и венчурного инвестирования [European Private Equity & Venture Capital Association, 2005] определяет венчурное финансирование как инвестиции акционерного капитала профессиональными фирмами в частные предприятия на этапах их начального развития, расширения и преобразования, при условии, что они демонстрируют значительный потенциал роста, при одновременном участии в управлении. Британская ассоциация венчурного инвестирования [British Venture Capital Association, 2005] акцентирует внимание на среднесрочном и долгосрочном

приросте капитала от венчурных инвестиций в акции частных компаний, которые обладают потенциалом роста. Отмечается, что прирост капитала, более значительный, чем в других сферах инвестирования, должен компенсировать риски и неликвидность венчурных инвестиций.

Согласно исследованию [Wang et al., 2019], с 2012 по 2017 гг. исследователи наблюдают увеличение числа и объема инвестиций профессиональных инвесторов, в том числе венчурных капиталистов. Краудфандинговая платформа Crowdcube сообщает, что 9 венчурных капиталистов вложили денежные средства на данной краудфандинговой платформе. [Hornuf et al., 2018] в своем исследовании указали, что на краудфандинговых платформах в Великобритании и Германии инвестировали денежные средства 12 венчурных капиталистов за 2011-2016 гг.

Профессиональные инвесторы имеют большой опыт в выборе компаний для инвестирования, а также имеют доступ к информации, недоступной большинству непрофессиональных инвесторов, позволяющей им выбирать компании, которые с большей вероятностью принесут более крупный возврат на инвестиции. Таким образом, можно предположить, что те компании, в которые инвестируют бизнес-ангелы и венчурные капиталисты, будут с меньшей вероятностью провальными и с большей вероятностью приведут к дальнейшему увеличению капитала.

[Gompers, Lerner, 2001] утверждают, что бизнес-ангелы и венчурные капиталисты имеют возможность создавать дополнительную добавочную стоимость компаниям, в которые они вкладывают денежные средства. Присутствие профессиональных инвесторов может помочь компаниям разработать лучшую стратегию и быстрее захватить большую долю рынка.

2.2. Характеристики компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах

Обязательные характеристики компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, зависят от странового регулирования. Как говорилось в разделе 1.4 в некоторых странах, например, в Австралии есть четкие критерии, которым должна соответствовать компания, привлекающая инвестиции на краудфандинговых платформах. Так, компания должна иметь определенную организационно-правовую форму, ее акции не должны торговаться на фондовой бирже, основная деятельность должна вестись на территории Австралии, большинство директоров должны быть резидентами Австралии, стоимость активов компании не должна превышать 25 млн австралийских долларов, и

консолидированная годовая выручка компании не должна превышать 25 млн австралийских долларов. В то время как в других странах, например, в России, США, Великобритании нет критериев, ограничивающих деятельность определенных компаний на краудфандинговых платформах. В законодательстве данных стран указаны лишь максимальные суммы, которые компании могут привлекать на платформах.

На краудфандинговых платформах привлекают денежные средства компании из разных секторов экономики, на разных этапах развития, с различным количеством сотрудников.

Краудинвестинг позволяет компаниям, не представляющим интереса для венчурных капиталистов, бизнес-ангелов и банков привлечь финансирование. Например, благодаря развитию краудинвестинга на краудфандинговых платформах привлекают инвестиции компании, функционирующие в творческих индустриях [Бао, Huang, 2017], а также социальные компании [Parhankangas et al., H., 2019].

Если говорить об отраслевой специфике компаний, то согласно статистике [Statista, 2016] в 2016 г. наибольшее число компаний, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах, дели свою деятельность на рынке киноиндустрии (17,3%), на рынке технологий (15,7%), рынке музыки (12,1%), рынке дизайна (9,4%). Отраслевая специфика компаний, привлекающих денежные средства на краудфандинговых платформах, представлена на рис. 4.



Рис. 4 Отраслевая специфика компаний на краудфандинговых платформах, 2016

Источник: [Statista, 2016]

Компании, привлекающие денежные средства на краудфандинговых платформах, также отличаются по стадии жизненного цикла. Краудинвестинг позволяет компаниям привлекать инвестиции на более ранних этапах развития, когда такие профессиональные инвесторы как венчурные капиталисты и бизнес-ангелы могут не предоставить финансирование или банки могут установить более высокие процентные выплаты на предоставляемый долговой капитал [Clark, 2014; Mason et al., 2016; Schwienbacher and Larralde, 2012; Tomczak and Brem, 2013].

В Великобритании различают следующие стадии жизненного цикла [Beauhurst, 2019]:

- Зарождение (Seed). Зарождающаяся компания — молодая компания, с небольшим количеством сотрудников по количеству, оценке и общей сумме привлеченного капитала. Компания характеризуется очень высокой степенью неопределенности;
- Развитие (Venture). Развивающаяся компания — компания, которая существует несколько лет, создала бизнес-модель и технологию, и получила финансирование. Компания характеризуется быстрым развитием продаж;
- Дальнейший рост (Growth). Растущая компания — компания, которая работает более 5 лет, имеет значительную выручку, имеет несколько офисов (потенциально международных);
- Зрелость (Establishment). Зрелые компании — устоявшиеся компании, которые существуют уже 15 и более лет, или существуют 5-15 лет и имеют годовую прибыль 5 млн фунтов стерлингов или выручку 20 млн фунтов стерлингов в течение трех лет.

Согласно статистике базы данных компаний Великобритании [Beauhurst, 2019] большинство компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах в Великобритании находятся на стадии жизненного цикла «Зарождение». Следует отметить, что со временем увеличивается число компаний на стадии «Развитие». Если в 2011 году зарождающиеся компании составляли около 75% от всех компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, то в 2018 году их доля составляет около 50%, а доля развивающихся компаний — 40% (рис. 5).

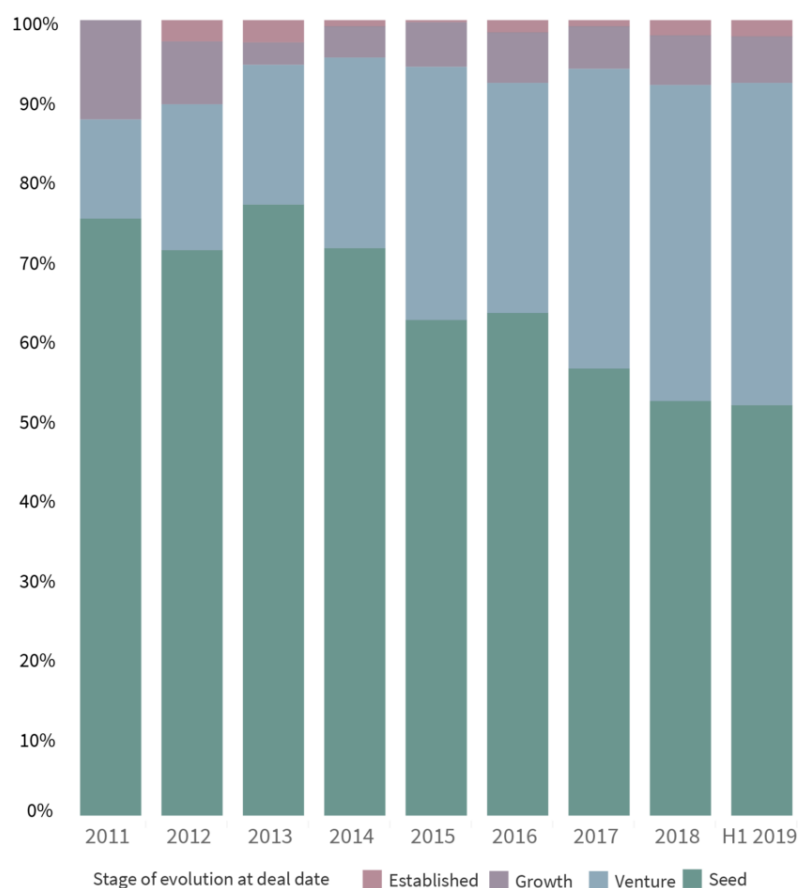


Рис. 5 Стадии жизненного цикла компаний на краудфандинговых платформах в Великобритании, 2011-2019

Источник: [Beauhurst, 2019]

Согласно Закону о компаниях (Companies Act) Великобритании 2006 г. по размеру компании подразделяются на малые, средние и крупные в зависимости от годовой выручки, числа наёмных работников и совокупной стоимости активов. В таблице 1 представлены критерии отнесения компаний к малым, средним и крупным.

Таблица 1 Критерии отнесения компаний к малым, средним и крупным

	Малые компании	Средние компании	Крупные компании
Годовая выручка, млн фунтов стерлингов	Не более 10,2	Не более 36	более 36
Число наёмных работников	Не более 50	Не более 250	более 250
Совокупная стоимость активов, млн фунтов стерлингов	Не более 5,1	Не более 18	более 18

По данным [Crowdcube, 2019], одной из самых известных краудфандинговых платформ в Великобритании, в краудинвестинге крупные компании составляют лишь 3% от всех компаний, привлекающих инвестиции. Самую большую долю, 78%, занимают малые компании, которые лишь начинают свой бизнес и собирают средства на реализацию проектов. Средние компании составляют 19% (рис. 6).

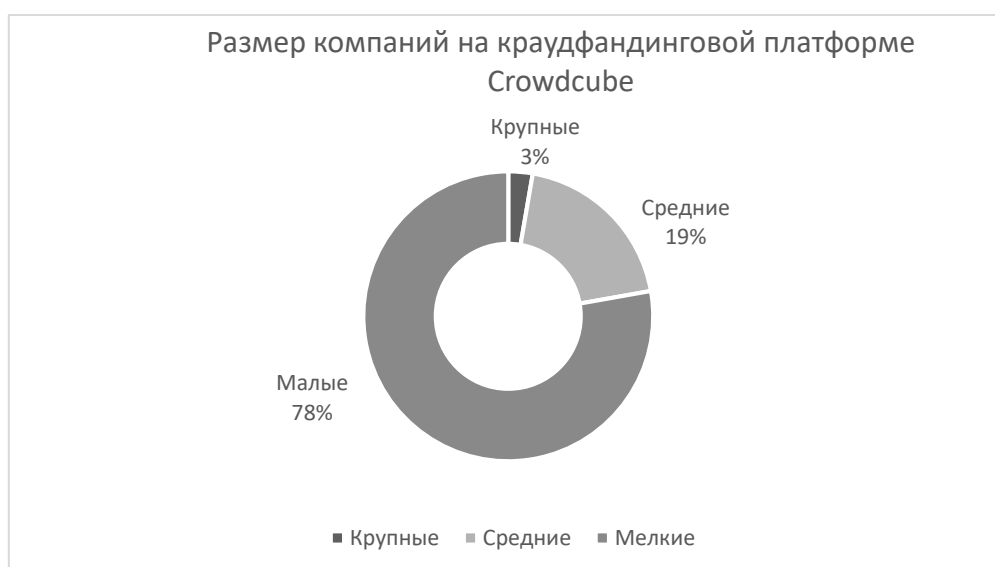


Рис. 6 Размер компаний на краудфандинговой платформе Crowdcube

Источник: [Crowdcube, 2019]

В Великобритании по возможности открытой торговли акций компании на бирже делятся на публичные (компании открытого типа) и непубличные (частные). Согласно Закону о компаниях Великобритании 2006 г. частной компанией является любая компания, не являющаяся компанией открытого типа. Публичной компанией является

компания с акционерным капиталом и ответственностью, ограниченной акциями или гарантией, при этом в свидетельстве о регистрации такой компании должно быть указано, что она является компанией открытого типа. Ключевым отличием публичной компании от непубличной является то, что акции публичных компаний торгуются на фондовой бирже. Размер распределенного акционерного капитала публичной компании должен составлять не менее 50 тысяч фунтов стерлингов [The Companies Act, 2006]. На краудфандинговых платформах представлены только частные компании, чьи акции не размещены на фондовой бирже.

Компании могут иметь различные цели, в соответствии с которыми они принимают решение привлекать инвестиции на краудфандинговых платформах, а не другими способами, такими как получение финансирования от бизнес-ангелов и венчурных капиталистов

Исследование [Belleflamme et al., 2010] показывает, что главными мотивациями предпринимателей привлекать денежные средства на краудфандинговых платформах являются возможность привлечь капитал по более низкой цене и привлечь общественное внимание к проекту, получить обратную связь о предлагаемом продукте или услуге. [Gerber et al., 2011] в своем исследовании утверждают, что важными причинами привлечения инвестиций на краудфандинговых платформах являются привлечение денежных средств с возможностью сохранить контроль над компанией, возможность увеличить узнаваемость компании, возможность отследить успешные идеи других участников краудинвестинга и, возможно, использовать их в будущем.

Согласно исследованию [Kleemann et al., 2008] важной мотивацией предпринимателей участвовать в краудинвестинге является возможность в будущем снизить издержки компании. Инвесторы на краудфандинговых платформах имеют возможность оставить комментарии и напрямую связаться с основателями компании, то есть они имеют возможность повлиять на дизайн продукции, ее характеристики, технические качества, таким образом, инвесторы могут самостоятельно создать дополнительную стоимость для компании. [Howe, 2008] отмечает, что во время краудинвестинговой кампании инвесторы предоставляют необходимый капитал на развитие проекта на начальных стадиях: на приобретение активов, заработную плату сотрудникам.

[Lambert, Schwienbacher, 2010] в своем исследовании отмечают, что краудинвестинг может дать ценные сигналы о рыночном потенциале продукта, который компании хотят

запустить. Предприниматели используют краудинвестинг для роста популярности нового продукта, для создания маркетинговой кампании.

2.3. Показатели результативности краудинвестинга

Финансовая результативность

Измерение и анализ эффективности являются основой управления любой компании и позволяют оценить текущее состояние компании и сопоставить его с поставленными целями. Вопросы измерения эффективности рассматриваются как в теоретических, так и в прикладных исследованиях по менеджменту [Thorpe, Holloway, 2008]. На сегодняшний день имеется большое число работ и разноплановых исследований, которые посвящены анализу эффективности компаний. Следовательно, существует множество различных трактовок эффективности и методов ее измерения, и, соответственно, отсутствует единственно верное определение данного понятия [Федотов, 2012]. [Лопатников, 1993] отмечает, что эффективность является одним из наиболее общих экономических понятий.

В исследованиях, изучающих эффективность компаний, употребляются следующие основные термины: эффективность (англ. – efficiency) и результативность (англ. – effectiveness). Термин эффективность деятельности компаний подразумевает соотношение получаемых результатов с использованными ресурсами, которые позволили достичь данные результаты. Термин результативность, в свою очередь, обозначает степень, в которой первоначальные цели достигнуты в результате конкретной деятельности организации [ИСО 9000-2001]. В англоязычной литературе, изучающей финансовую деятельность компаний, наиболее часто встречается термин «firm performance» (см., например, [Hansen, Wernerfelt, 1989; Dechow, 1994; Sarkar, Sarkar, 2009; Li et al., 2013 и др.]).

Исследователи [Kaplan, Norton, 1992] рассматривали результативность в четырех перспективах: финансовой («как компанию видят акционеры?»), клиентской («как компанию видят клиенты?»), перспективе внутренних бизнес-процессов («в чем компания должна преуспеть?») и перспективе обучения и инноваций («как компания может продолжить развиваться и создавать дополнительную ценность?»). В исследовании [Šulák, Vacič, 2005] результативность определялась следующим образом: «результативность — это способность компании повышать ценность инвестиций, вложенных в компанию, которые будут способствовать постоянному совершенствованию и достижению целей». [Wagner, 2009] определял результативность как степень достижения целей компании или как способ достижения ее целей, создающий ценность для релевантных заинтересованных сторон. В русскоязычных исследованиях термин «firm performance» часто переводится как

«финансовая результативность» (см., например, [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, Д.Н. Фахритдинова, 2014; И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013]).

В данной работе финансовая результативность определена как «способность компании повышать ценность инвестиций, вложенных в компанию, которые будут способствовать постоянному совершенствованию и достижению целей, выражаемая через финансовые показатели».

Показатель финансовой результативности

Измерение показателя финансовой результативности является одной из ключевых задач компании, анализ показателей финансовой результативности необходим как внутренним заинтересованным сторонам в компании для принятия управленческих решений, так внешним заинтересованным сторонам, например, потенциальным инвесторам для принятия решения об инвестировании в конкретную компанию.

Измерение результативности – это процесс, предоставляющий информацию о том, являются ли операции в компании эффективными и целесообразными [Dvoracek, 2005]. В научной литературе показатели результативности разделяются их на количественные и качественные, финансовые и нефинансовые, классические и современные. В данной работе показатель результативности необходим для оценки эффективности инвестиций на краудфандинговых платформах, в работе будут рассматриваться показатели финансовой результативности. Показатель финансовой результативности характеризует способность компании повышать ценность инвестиций, вложенных в компанию. Показатели финансовой результативности подразделяются на бухгалтерские и рыночные. Бухгалтерские показатели финансовой результативности — это показатели, расчет которых производится на основе данных, полученных из бухгалтерских отчетов. Расчет рыночных показателей, в свою очередь, производится на основе данных из бухгалтерских отчетов и показателей, полученных от рынка [Muth, Donaldson, 1998; Capon, Farley, Hoening, 1996; Dulewicz, Herbert, 2004]. К бухгалтерским показателям можно отнести рентабельность активов (ROA), рентабельность капитала (ROE), рентабельность инвестиций (ROI), рентабельность инвестированного капитала (ROIC), прибыль на акцию (EPS), дивидендный выход (DP) и др. К рыночным показателям относятся текущая доходность акций, дивидендная доходность акции (DY), рентабельность инвестиций акционеров (TSR), рыночная капитализация компании, коэффициент Q Тобина, экономическая добавленная стоимость (EVA) и др.

Бухгалтерские показатели финансовой результативности

Рентабельность активов (Return on Assets, ROA)

Одним из показателей финансовой результативности компаний, который часто используется исследователями, является показатель рентабельности активов ROA, рассчитываемый как отношение операционной прибыли компании за год к среднегодовым активам (1).

$$ROA = \frac{OI}{\overline{TA}} * 100\%, \quad (1)$$

где OI – операционная прибыль, \overline{TA} – среднегодовая балансовая стоимость совокупных активов.

Показатель рентабельности активов характеризует эффективность вложения денежных средств в активы анализируемой компании и показывает, сколько рублей операционной прибыли приходится на один рубль, вложенный в активы данной компании [Ковалев, 2004]. Рентабельность активов используется в качестве показателя общей результативности компании, поскольку данный показатель связан с показателями фундаментальной оценки компании [Волков, Никулин, 2009]. Согласно [Jewell, Mankin, 2011] показатель рентабельности активов является одним из наиболее распространенных показателей финансовой результативности. [Hagel et al., 2010] утверждает, что преимуществом использования показателя рентабельности активов является то, что он учитывает стоимость активов, используемых для поддержания бизнес-операций. С помощью показателя рентабельности активов можно определить, способна ли компания генерировать требуемую доходность по этим активам. С помощью данного показателя можно оценить способность компании генерировать прибыль, не зависимо от структуры капитала.

К недостаткам показателя рентабельности активов относится то, что он может быть искусственно завышен с помощью изменений в учетной политике. [Damodaran, 2007] отмечает, что при расчете показателя возникает несоответствие, связанное с тем, что денежные средства компании включаются в балансовую стоимость активов, при этом, доход, полученный на эти средства, не учитывается в чистой прибыли.

Несмотря на имеющиеся недостатки, показатель рентабельности активов широко используется в исследованиях, посвященных взаимосвязи характеристик компаний и их финансовой результативности. Так, исследователи [Core et al., 1999] на выборке из 205 торгуемых американских компаний за 1982-1984 гг., исследовали взаимосвязь между структурой управления компании и финансовой результативностью, которая выражалась через показатель ROA. В исследовании [Horton et al., 2012] изучалась взаимосвязь между характеристиками совета директоров и операционной результативностью компаний,

выражающейся через показатель рентабельности активов. В эмпирическом исследовании [И.В. Березинец, Т.А. Гаранина, Ю.Б. Ильина, 2018], проведенном на выборке публичных российских компаний за период с 2002 по 2010 г., анализировался вклад социального капитала женщин-директоров в результативность деятельности компаний, которая также выражалась через показатель ROA. На сегодняшний день имеется ряд других исследований, в которых показатель рентабельности активов используется в качестве показателя финансовой результативности компаний (см., например, [Zhu, Huang, 2012, Pantagakis et al., 2012, Nishi, 2015]).

Рентабельность собственного капитала (Return on Equity, ROE)

Рентабельность собственного капитала, рассчитываемая как отношение чистой прибыли к среднегодовой величине акционерного капитала, является распространенным показателем финансовой результативности компании (2).

$$ROE = \frac{NI}{E} * 100\% , \quad (2)$$

где NI – чистая прибыль, E – среднегодовой акционерный капитал.

Согласно [Брейли, Майерс, 2014] показатель рентабельности собственного капитала используется для оценки результатов деятельности компании и выступает финансовым индикатором возврата на собственный капитал для акционеров. [Reimann, 1990] утверждает, что показатель ROE используется, чтобы определить, была ли создана ценность для акционеров компании. [Hagel et al., 2010] отмечают, что многие аналитики и инвесторы предпочитают использовать показатель рентабельности собственного капитала в качестве основного показателя финансовой результативности компании, поскольку он показывает инвесторам, какая часть чистой прибыли компании приходится на единицу денежных средств, составляющих акционерный капитал.

Показатель рентабельности собственного капитала также широко используется аналитиками в связи с тем, что данный показатель находится в основании факторной модели Дюпон [Fierer et al., 2004]. Согласно модели, на показатель ROE влияют рентабельность продаж, оборачиваемость активов и финансовый леверидж. Исследователь [Rapaport, 1986] отмечал, что показатель оборачиваемости активов, включенный в модель Дюпон, подвержен инфляции, из чего следует, что значение показателя увеличивается со временем, даже в случае, если активы в компании не использовались более эффективно. Еще одним недостатком показателя рентабельности собственного капитала является то, что показатель может быть искусственно завышен за счёт увеличения финансового рычага и

обратного выкупа акций, что может привести к снижению операционной доходности [Hagel III et al., 2009].

При этом, согласно исследованию [Rappaport, 1986], рентабельность собственного капитала – один из самых популярных показателей финансовой результативности, который широко используется в исследовательских работах. Исследователи [Vu et al., 2018] на выборке из 557 публичных компаний проанализировали взаимосвязь между структурой совета директоров и финансовой результативностью компаний, которая выражалась через показатель рентабельности собственного капитала. В исследованиях [Larcker et al., 2007], [Brown, Saylor, 2009], анализирующих взаимосвязь между характеристиками корпоративного управления в компаниях и финансовой результативностью, также использовался показатель рентабельности собственного капитала.

Рентабельность инвестиций (Return on Investment, ROI)

Следующим широко используемым бухгалтерским показателем финансовой результативности является рентабельность инвестиций, определяемая как отношение чистой прибыли к вложенным инвестициям (3).

$$ROI = \frac{NI}{IC} * 100\% , \quad (3)$$

где NI – чистая прибыль, IC – инвестированный капитал.

Исследователи [Friedlob et al., 2002] отмечают, что с помощью показателя рентабельности инвестиций можно оценить способность компании зарабатывать требуемую доходность на инвестиции, оценки эффективности менеджмента, а также для прогнозирования будущих поступлений. Рентабельность инвестиций показывает, какую прибыль приносит вложенные в компанию инвестиции. Аналогично другим показателям рентабельности, недостатком рентабельности инвестиций является то, что показатель может быть завышен при невысоком значении инвестированного капитала. В исследовании [Tran et al., 2019], проведенном на выборке из более 40 000 компаний за период 2009-2013 гг., направленном на установление взаимосвязи между характеристиками компаний и их финансовой результативностью, рентабельности инвестиций использовалась в качестве показателя финансовой результативности компаний. Исследователи [Núñez-Pomar et al., 2016] выявили взаимосвязь между характеристиками компаний и их финансовой результативностью, выражаемой через рентабельность инвестиций.

Рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital, ROIC)

Бухгалтерский показатель финансовой результативности рентабельность инвестированного капитала рассчитывается как отношение операционной прибыли

компании к среднегодовой величине суммарного инвестированного в активы компании капитала (4).

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} * 100\% = \frac{OI * (1 - TRP)}{IC} * 100\% , \quad (4)$$

где NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) – посленалоговая операционная прибыль, OI – операционная прибыль, TRP – ставка налога на прибыль, IC – инвестированный капитал.

Рентабельность инвестированного капитала интерпретируется следующим образом: чем выше показатель рентабельности инвестированного капитала, тем больше компания смогла аккумулировать операционной прибыли на инвестированный в активы капитал. Рентабельность инвестированного капитала показывает, насколько эффективно менеджмент компании инвестирует в основную деятельность. Показатель ROIC может использоваться для сравнения эффективности использования вложенного капитала компаниями одинакового размера.

Одним из недостатков относительного показателя рентабельности инвестированного капитала является то, что высокое значение показателя может быть достигнуто при небольшом значении посленалоговой операционной прибыли и минимальном значении инвестированного капитала, что сигнализирует о том, что в компании не происходит развитие. Отметим, что с помощью показателя ROIC оценивается эффективность управления компанией в краткосрочном периоде, и показатель, в основном, применяется для оценки деятельности подразделений, а не компании в целом [Damodaran, 2007].

Несмотря на распространенность показателя рентабельности инвестированного капитала среди акционеров и менеджеров компаний, данный показатель реже используется в эмпирических исследованиях, чем другие показатели рентабельности. Исследователи [Rechner, Dalton, 1991] использовали показатель ROIC в качестве показателя финансовой результативности компаний при анализе взаимосвязи между характеристиками корпоративного управления в компаниях и их результативностью.

Прибыль на акцию (Earnings per Share, EPS)

Показатель прибыль на акцию является одним из ключевых характеристик эффективности работы компании с позиции ее акционеров, рассчитываемый как отношение чистой прибыли к распределению среди владельцев обыкновенных акций, к средневзвешенному числу акций в обращении (5).

$$EPS = \frac{NI}{n}, \quad (5)$$

где NI – чистая прибыль к распределению среди владельцев обыкновенных акций, n – средневзвешенное число акций в обращении.

Показатель прибыли на акцию существенно влияет на рыночную цену акций, рост этого показателя способствует увеличению операций с ценными бумагами компании, повышая ее инвестиционную привлекательность [Ковалев, 2007].

Дивидендный выход (Dividend Payout, DP)

Бухгалтерский показатель дивидендный выход, рассчитываемый как отношение дивиденда, выплачиваемого по акции, к прибыли на акцию, показывает, какая доля чистой прибыли, выплачивается акционерам в виде дивидендов (6).

$$DP = \frac{DPS}{EPS}, \quad (6)$$

где DPS – дивиденд на акцию, EPS – прибыль на акцию.

Значение показателя дивидендного выхода зависит от инвестиционной политики компании, другими словами, за счет каких средств в компании финансируется рост. Если это рост финансируется в основном за счет прибыли, то показатель дивидендного выхода будет ниже, чем если бы вся прибыль распределялась между акционерами [Ковалев, 2007].

[Брейли, Майерс, 2014] выделяют два основных преимущества бухгалтерских показателей результативности. Во-первых, они являются отражением текущей деятельности и не подвержены ожиданиям в отношении будущих событий, которые, в свою очередь, отражены в ценах на финансовых рынках. Во-вторых, такие показатели могут быть рассчитаны как для всей организации в целом, так и для отдельных ее подразделений.

Несмотря на преимущества бухгалтерских показателей финансовой результативности, они не могут быть использованы для оценки финансовой результативности компаний, которые привлекали инвестиции на краудфандинговых платформах. Как было показано в разделе 2.2, в основном, компании на краудфандинговых платформах являются частными и, в основном, находятся на начальных этапах жизненного цикла. Во-первых, молодые компании имеют короткую операционную историю, следовательно, исследователям трудно рассчитать показатели, расчет которых производится на основе данных, полученных из бухгалтерских отчетов [Ge et al., 2005]. Во-вторых, законодательство Великобритании не обязывает частные компании публиковать финансовую или управленческую информацию в открытом доступе, следовательно, бухгалтерская информация доступна исследователям лишь для ограниченного числа

компаний, и данная информация не может быть проверена на достоверность. В-третьих, большинство активов, которыми владеют компании на начальных этапах жизненного цикла, являются нематериальными и в большинстве случаев специфичными для конкретных компаний, следовательно, оценить их реальную стоимость очень трудно [Gompers, Lerner, 2001].

Рыночные показатели результативности компаний

Текущая доходность акций (Simple return, SR)

$$SR = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} * 100\%, \quad (8)$$

где P_{t-1} — цена акции в момент $t-1$, P_t — цена акции в момент t .

Показатель текущей доходности акций рассматривается в учебниках по корпоративным финансам [Stephen et al., 2005; O'Sullivan et al., 2003] и является важным показателем для акционеров, поскольку напрямую показывает увеличение их доходности и возврата на инвестиции за счет роста котировок акции (8). Текущая доходности акции показывает доходность, которую получит инвестор, если продаст акцию по текущей рыночной цене.

Показатель текущей доходности акций используется в исследованиях как показатель финансовой результативности. Так, исследователь [Arruhami, 2007] проанализировал взаимосвязь интеллектуального капитала компаний и их финансовой результативности, выражаемой с помощью текущей доходности акций.

Дивидендная доходность акции (Dividend Yield, DY)

Дивидендная доходность акции показывает процент возврата на капитал, вложенный в акции фирмы, и считается как отношение дивидендов к рыночной цене акций (9).

$$DY = \frac{DPS}{P}, \quad (9)$$

где DPS – дивиденд на акцию, P – рыночная цена акции.

Дивидендная доходность показывает доход, приходящийся на каждую денежную единицу инвестиций в обыкновенную или привилегированную акцию от выплаты дивидендов эмитентом такой акции. В компаниях, в которых большая часть роста обеспечивается за счет реинвестирования прибыли, величина дивидендной доходности небольшая.

Рентабельность инвестиций акционеров (Total Shareholders Return, TSR)

Рыночный показатель финансовой результативности рентабельность инвестиций акционеров, определяющийся как отношение роста цены акции и выплаченных дивидендов к цене акции в начале периода, является одним из самых важных показателей для инвесторов и является оценкой изменения их благосостояния (10).

$$TSR = \frac{P_t - P_{t-1} + D}{P_{t-1}} * 100\% \quad (10)$$

где P_{t-1} — цена акции в момент $t-1$, P_t — цена акции в момент t , D — дивиденды.

Положительное значение рентабельности инвестиций акционеров сигнализирует о благоприятной реакции рынка на управленческие решения, принятые в компании в указанный период. Значение показателя TSR определяется нормой прибыли на инвестированный капитал, которая обеспечивает рост цены акций и увеличение денежного потока. Значения рентабельности инвестиций акционеров зависят от изменений на фондовом рынке, поэтому данный показатель часто используется для относительного анализа между компаниями одной отрасли. Главным недостатком показателя TRS является то, что в нем не учитываются риски, которые несет компания. Стабильные компании могут не принимать рискованных решений, и цены акции компании могут быть не волатильными, следовательно, показатель TSR будет невысоким, в то время как компании, инвестирующие в рискованные проекты, могут иметь более высокую доходность и, соответственно, высокий показатель TSR. Таким образом, более высокая доходность может быть сопряжена с высокими рисками.

[Bender, Moir, 2006] в исследовании на выборке из английских компаний пришли к выводу, мотивация менеджмента компании на основе показателя рентабельности инвестиций акционеров, приводит к положительным результатам для компаний.

Экономическая добавленная стоимость (Economic value added, EVA)

Следующий рыночный показатель финансовой результативности – экономическая добавленной стоимости, рассчитываемая как чистая прибыль после вычета денежного дохода, требуемого инвесторами (14).

$$EVA = NOPAT - IC * WACC, \quad (14)$$

где NOPAT — чистая операционная прибыль компании после уплаты налогов, IC — инвестированный капитал, WACC — средневзвешенная стоимость капитала.

Согласно [Брейли, Майерс, 2014] показатель экономической добавленной стоимости отражает, смогла ли компания аккумулировать больше прибыли, чем было затрачено средств на её получение. Показатель экономической добавленной стоимости является широко используется при оценке финансовой результативности компаний, поскольку

компаниям важно не только иметь положительный финансовый результат, но и обеспечивать уровень рентабельности, который позволяет создавать дополнительную стоимость. [Wallace, 1997] в своей научной работе пришел к выводу, что до использования показателя EVA менеджеры компаний зачастую сокращали инвестиции и выделяли избыточные денежные средства на выплаты инвесторам, из-за чего активы компаний истощались.

Рыночная капитализация компании (Market Capitalization, MC)

Рыночная капитализация компании показывает, как рынок оценивает компанию в целом, и определяется как произведение рыночной цены, рассчитанной на последний торговый день квартала, на общее количество выпущенных акций каждой категории (11).

$$MC = P * n \quad (11)$$

где P – рыночная цена акций, n – количество акций в обращении.

Рыночная капитализация показывает, сколько будет стоить приобрести компанию целиком по текущей цене ее акций, то есть приобрести все ее акции. Когда цена акций компании растет или падает, рыночная капитализация увеличивается или уменьшается соответственно.

Коэффициент Тобина (Q)

Рыночный показатель финансовой результативности коэффициент Тобина может быть определен двумя способами. При первом способе рассчитывается отношение рыночной капитализации компании к величине ее чистых активов (12).

$$Q = \frac{MC}{MV} \quad (12)$$

где MC – рыночная капитализация, MV – величина чистых активов компании.

Согласно [Ковалев, 2007, с. 324], первая формула для вычисления коэффициента Тобина в экономическом смысле «безупречна», так как в числителе отражается рыночная стоимость фирмы, то есть стоимость, учитывающая возможности генерирования будущих доходов, а в знаменателе – чистые активы фирмы, то есть рыночная оценка активов компании за вычетом части, профинансированной сторонними лицами. Таким образом, числитель и знаменатель логически сопоставимы. Величина чистых активов компании также интерпретируется как стоимость компании, которая достанется акционерам в случае ликвидации компании.

Согласно второму способу расчета коэффициента Тобина, определяется отношение совокупной рыночной цены акций и облигаций к восстановительной стоимости активов компании (13):

$$Q = \frac{MC + MD}{RC} \quad (13)$$

где MC – рыночная капитализация, MD – рыночная стоимость долговых обязательств, RC – восстановительная стоимость активов.

Формула (13) может рассматриваться в качестве дополнения к первому подходу. В данном подходе сопоставляются активы компании и долгосрочные источники финансирования. Для того чтобы формула была логически сопоставимой, необходимо вычитать задолженности перед текущими кредиторами из стоимости активов компании. [Ковалев, 2007, с. 324]

Коэффициент Тобина используется для оценки эффективности использования активов компанией и оценки качества менеджмента компании. При неэффективном управлении компанией рыночная капитализация будет ниже стоимости чистых активов компании, и, следовательно, коэффициент Тобина будет принимать значение менее единицы [Damodaran, 2007]. Согласно [Lang et al., 1991], компании с низким значением коэффициента Тобина часто становятся объектами поглощений.

Коэффициент Тобина широко используется в качестве показателя финансовой результативности компании в исследованиях, изучающих взаимосвязь характеристик компании и финансовой результативности компании. Так, исследователи [Berger, Ofek, 1995] на выборке из 3659 компаний за период 1986-1991 проанализировали взаимосвязь между наличием у компаний диверсификации деятельности и финансовой результативностью, выражаемой через коэффициент Тобина. В исследовании [Wernerfelt, Montgomery, 1988] анализируется воздействие отрасли, в которой ведет свою деятельность компания, на коэффициент Тобина, а также взаимосвязь между стратегией диверсификации и коэффициентом Тобина. Коэффициент также используется в исследованиях, посвященных взаимосвязи структуры совета директоров и финансовой результативности компаний (см., например, [Morck et al., 1988])

Несмотря на популярность многих показателей финансовой результативности, которые были рассмотрены ранее, в исследованиях, посвященных оценке результативности компаний, не все из них могут быть использованы для оценки компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах. Малые компании, привлекающие денежные средства на краудфандинговых платформах, в большинстве случаев не выкладывают финансовые отчеты в открытый доступ. При этом, могут быть оценены показатели, основанные на изменении цены акций, поскольку данные о ценах акций можно получить на краудфандинговых платформах, где компании привлекают денежные средства. Так, для

оценки результативности краудинвестинга, был выбран показатель текущей доходности акций.

Выводы

Таким образом, во второй главе были проанализированы характеристики компаний на краудфандинговых платформах в Великобритании. Компании, привлекающие инвестиции на краудфандинговых платформах являются частными. В основном, компании-заемщики находятся на первой стадии жизненного цикла — зарождение. В большинстве компании являются малыми, то есть имеют годовую выручку ее более 10,2 млн фунтов стерлингов, совокупную стоимость активов не более 5,1 млн фунтов стерлингов и имеют не более 50 сотрудников. Было также выяснено, что наиболее часто компании, привлекающие инвестиции на краудфандинговых платформах ведут свою деятельность на рынке киноиндустрии, на рынке технологий и рынке музыки. Что касается инвесторов, на краудфандинговых платформах вкладывают денежных средства непрофессиональные инвесторы, инвестирующие малые суммы в компании и получающие небольшое количество акций, которые могут инвестировать не более 10% от своего годового дохода на краудфандинговых платформах, бизнес-ангелы, венчурные капиталисты и профессиональные инвесторы, инвестирующие большую долю собственного капитала на краудфандинговых платформах. Было выявлено, что с течением времени на краудфандинговых платформах увеличивается число профессиональных инвесторов. Помимо того, во второй главе было дано определение понятию финансовая результативность, которое определялось как способность компании повышать ценность инвестиций, вложенных в компанию, которые будут способствовать постоянному совершенствованию и достижению целей, выражаемая через финансовые показатели. Было отмечено, что показатели финансовой результативности разделяются рыночные, которые основанные на рыночных данных (рентабельность активов, рентабельность капитала, рентабельность инвестиций, прибыль на акцию и др.), и бухгалтерские, основанные на финансовой отчетности (текущая доходность акций, дивидендная доходность акции, рентабельность инвестиций акционеров, рыночная капитализация компании, коэффициент Q Тобина, экономическая добавленная стоимость и др.). Для оценки результативности долевого краудинвестинга, был выбран показатель текущей доходности акций.

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

3.1. Обзор литературы и формулировка гипотез

3.1.1. Характеристики компаний, привлекающие инвесторов на краудфандинговых платформах

На сегодняшний день имеется ряд исследовательских работ, изучающих характеристики компаний, которые являются привлекательными для инвесторов на краудфандинговых платформах. Часть из них посвящены факторам, которые влияют на успех краудинвестиционной кампании на краудфандинговой платформе. В них изучают, какие характеристики компаний влияют на то, что компании удастся привлечь достаточное количество инвестиций (см., например, [Ahlers et al., 2015; Hornuf and Schwienbacher, 2015, Hornuf and Schwienbacher, 2017; Ralcheva and Roosenboom, 2016; Vismara, 2017; Vulkan et al., 2016]).

Инновационная активность компаний является важной характеристикой, которая может привлекать потенциальных инвесторов. Согласно [Шумпетер Й.А., 2008], инновация – это осуществление новых комбинаций, которые охватывают 1) изготовление нового качества того или иного блага; 2) внедрение нового метода производства; 3) освоение нового рынка сбыта; 4) получение нового источника сырья или полуфабрикатов; 5) проведение соответствующей реорганизации. Существуют также другие определения понятия инновация. Инновация – это «введение в употребление какого-либо нового или значительно улучшенного продукта или процесса, нового метода маркетинга или нового организационного метода в деловой практике, организации рабочих мест или внешних связях» [Руководство Осло, 2010]. Инновация также рассматривается как процесс трансформации первичной идеи в конечный продукт, услугу, метод производства, который имеет практическую значимость и создает возможность получения конкурентного преимущества компанией [OECD, 2002]. За счет реализации инновации компания создает конкурентное преимущество и получает дополнительную прибыль, что соответствует целевой функции компаний [Сафронов, 2008].

Инновации являются успешными научно-исследовательскими и опытно-конструкторскими разработками, поэтому являются результатом вложений в НИОКР. Патенты, в свою очередь, являются важным показателем результатов научно-исследовательской деятельности [Chang, Chen, Huang, 2012]. Патент – это исключительное право, предоставляемое на изобретение. Патенты являются преимуществом для компаний, поскольку предоставить юридические гарантии от конкуренции на рынке продукции [Hsu

and Ziedonis, 2013]. Патенты могут влиять на последующее финансирование и выживание фирмы, поскольку они позволяют молодым компаниям защитить свою интеллектуальную собственность, а также могут быть сигналом того, что компании имеют собственные разработки, которые могут быть использованы в будущем для получения более высокой доходности [De Vries, Pennings, Block, J.H., Fisch, 2017]. Патенты воспринимаются потенциальными инвесторами как заслуживающие доверия сигналы относительно технологической ценности базы знаний компании, поскольку фирмы с более крупными патентными портфелями, как ожидается, будут внедрять лучшие исследовательские возможности и больше инвестировать в инновационную деятельность. Поэтому патентная деятельность связана с фирмами, которые уже преодолели самые ранние и самые рискованные этапы инновационного процесса, продемонстрировав способность завершать НИОКР и конвертировать их в прибыльные активы.

Существует ряд исследований, изучающий взаимосвязь наличия патентов у компании и ее привлекательностью для потенциальных инвесторов на краудфандинговых платформах. Так, [Hornuf, L., Schvienbacher, A., 2017], проанализировав выборку из 89 компаний, привлекавших долевые инвестиции за 2011-2014 гг. на краудфандинговых платформах в Германии, обнаружили прямую взаимосвязь между наличием у компании патентов и ее привлекательностью для инвесторов, которую исследователи моделировали при помощи бинарной переменной, принимающей значение 1, если компания собрала на краудфандинговой платформе сумму равную или большую, чем первоначально заявленная цель сбора денежных средств и, соответственно, получила финансирование, и значение 0, если компании привлекла меньшую сумму, чем первоначально заявленная цель, и, соответственно, денежные средства были возвращены инвесторам. Такой же результат получили исследователи [Cumming et al., 2016], проанализировавшие 491 компаний, привлекавших денежные средства на английской краудфандинговой платформе в период 2011-2015 гг. Исследователи пришли к выводу, что наличие у компании патентов положительно влияет на привлечение долевых инвестиций на краудфандинговой платформе. [Nguyen et al., 2018] на выборке из 104 компаний-заемщиков на английской краудфандинговой платформе Crowdcube за 2015-2016 гг. пришли к выводу, что существует положительная взаимосвязь между наличием у компании патентов и числом инвесторов, вкладывающих денежные средства в компанию на краудфандинговой платформе. Таким образом, первая исследовательская гипотеза была сформулирована следующим образом:

H1: Компании, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, которые имеют зарегистрированные патенты, более привлекательны для потенциальных инвесторов по сравнению с теми, у которых их нет

В классической работе, посвященной корпоративному управлению, [Berle, Means, 1932] авторы описывают корпорацию с собственностью, распяленной между большим числом небольших акционеров, которые не имеют возможности оказывать влияние на управление компанией. В такой компании права по управлению компанией делегируются менеджерам и возникает отделение собственности от контроля. Менеджеры владеют полной информацией о деятельности компании и имеют полную власть над компанией, в то время как акционеры не обладают полной информацией о работе менеджмента, в связи с чем возникает информационная асимметрия. Согласно [Дженсен, Меклинг, 2004] в компании в связи с отделением собственности от контроля возникает агентская проблема, связанная с разнонаправленностью интересов менеджеров и акционеров, а также с потенциальным оппортунистическим поведением менеджеров. В связи с существованием агентской проблемы, в компании возникают агентские издержки, состоящие из издержек мониторинга, связывающих издержек и остаточных потерь.

Предшествующие работы в значительной степени согласуются с мнением о том, что отделение собственности от контроля во время первичного размещения акций приводит к росту агентских издержек (см., например, [Gompers et al., 2010; Smart et al., 2008; Bebchuk and Kaniel, 2017]). Отделение собственности от контроля во время первичного размещения акций происходит при выпуске одного типа акций, несущих за собой одинаковое право голоса на собрании акционеров для всех акционеров компании. Одним из механизмов осуществления корпоративного контроля и снижения агентских является выпуск акций с разными правами голоса, который подразумевает разделение прав на денежные потоки и прав на контроль в компании.

В Великобритании на краудфандинговых платформах компании имеют возможность размещать как акции типа А (несущие право голоса), так и акции типа В (не несущие права голоса). Акционеры, владеющие акциями типа В, не могут голосовать на собрании акционеров, однако имеют равные права на денежные потоки и получение дивидендов [Crowdcube, 2020]. Таким образом, права на денежные потоки и права на контроль в компании разделены. При выпуске акций типа А, которые дают акционерам право голоса на собрании акционеров, собственность отделяется от контроля, и возникают агентские издержки [Cumming et al., 2016]. Отметим, что в некоторых странах, например, в Германии и США, компаниям запрещено размещать на краудфандинговых платформах акции,

которые дают инвесторам право голоса на собрании акционеров. В других странах, например, в Италии и Франции, на краудфандинговых платформах компании могут размещать акции, несущие право голоса на собрании акционеров, однако вероятность привлечения необходимой суммы денежных средств компаниями, размещающими акции, дающие акционерам право голоса, существенно ниже [Cumming et al., 2016].

Исследователи [Cumming et al., 2016] проанализировали 491 компании, которые привлекали долевые инвестиции на краудфандинговой платформе Crowdcube в период 2011-2015 гг. и нашли обратную взаимосвязь между предоставлением акций типа А, несущих право голоса на собрании акционеров, и успехом сбора денежных средств на краудфандинговой платформе, а также числом инвесторов, вкладывающих денежные средства в компании. Исследователи делают вывод, что отделение собственности от контроля снижает вероятность привлечения компаниями необходимой суммы денежных средств на краудфандинговой платформе. [Cumming et al., 2016] отмечают, что наличие акций типа А, дающих право голоса на собрании акционеров, привлекает профессиональных инвесторов, которые вкладывают денежные средства в компании на краудфандинговых платформах, поскольку профессиональным инвесторам важно участвовать в принятии решений в компании. Однако, как говорилось в разделе 2.2, профессиональные инвесторы на краудфандинговых платформах составляют около 1%, поэтому исследователи приходят к выводу, что на краудфандинговых платформах наличие голосующих акций негативно влияет на привлечение долевых инвестиций. Таким образом, вторая исследовательская гипотеза была сформулирована следующим образом:

H2: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, предлагающие инвесторам акции без права голоса, более привлекательны для потенциальных инвесторов, чем компании компаний, предлагающих акции с правом голоса.

Доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе, является важным показателем для инвесторов, поскольку показывает, какой долей компании смогут владеть потенциальные инвесторы и какой денежный поток они смогут получить. Предположительно, доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе, выше, когда компании необходимо привлечь более крупные инвестиции для реализации капиталоемких проектов или же компания имеет более неустойчивое финансовое положение.

Согласно агентской теории, при увеличении доли собственного капитала, которую компании предлагают на краудфандинговых платформах, собственность расплывается между большим числом акционеров, и собственность отделяется от контроля. В таких

компаниях увеличиваются агентские издержки [Cumming et al., 2016]. Исследователь [Vismara, 2017] проанализировал выборку из 111 компаний, привлекавших долевые инвестиции в 2014 г. на английской краудфандинговой платформе и нашел обратную линейную взаимосвязь между долей собственного капитала, предоставляемой компанией на краудфандинговой платформе, и ее привлекательностью для инвесторов. Исследователи [Ahlers et al., 2015] на выборке из 104 компаний-заемщиков на краудфандинговой платформе в период 2006-2011 гг. нашли обратную взаимосвязь между долей собственного капитала и числом инвесторов, вкладывающих денежные средства в компанию на краудфандинговой платформе.

Отметим, что точка зрения исследователей на то, является ли увеличение доли собственного капитала, которую компании предлагают на краудфандинговых платформах, драйвером успеха сбора денежных средств на краудфандинговых платформах, неоднозначна. Исследователи [Ralcheva, Roosenboom, 2016] на выборке из 541 компаний-заемщиков на краудфандинговой платформе Crowdcube в период 2012-2015 гг. выявили, что существует прямая линейная зависимость между долей собственного капитала, которую компании предлагают потенциальным инвесторам на краудфандинговых платформах и отношением привлеченных денежных средств к первоначальной цели. Согласно исследователям, такой результат объясняется тем, что компании привлекают большие суммы денежных средств для реализации крупномасштабных проектов, что привлекает потенциальных инвесторов.

Исходя из приведенного анализа исследований, третья исследовательская гипотеза была сформулирована следующим образом:

НЗ: Имеет место обратная взаимосвязь между долей собственного капитала, предлагаемой компании-заемщиком на краудфандинговой платформе потенциальным инвесторам, и ее привлекательностью для потенциальных инвесторов.

3.1.2. Драйверы финансовой результативности компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах

Перейдем к рассмотрению работ (см., например, [Signori, Vismara, 2016; Hornuf, L., Schmitt, M., 2017]), изучающих взаимосвязь между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и ее финансовой результативностью.

Инвесторы вкладывают денежные средства в компании на краудфандинговых платформах ожидая максимальную прибыль. Следовательно, при выборе компании на краудфандинговых платформах инвесторы обращают внимание на характеристики компаний, которые могут потенциально сигнализировать о дальнейшей финансовой

результативности компаний. Несмотря на то, что тема результативности краудинвестинга является недостаточно изученной, существует несколько исследований, изучающих взаимосвязь характеристик компаний на краудфандинговых платформах, и их финансовую результативность.

Как отмечалось в 3.1.1, инновационная активность компании позволяет компании получить конкурентные преимущества, дополнительную прибыль и является важной характеристикой, влияющей на финансовую результативность компаний. Патенты являются показателем результатов инновационной активности и научно-исследовательской деятельности.

На сегодняшний день имеется ряд исследований, анализирующих взаимосвязь между числом патентов и финансовой результативностью компаний [Chang et al., 2012]. Исследователи [Bosworth and Rogers, 2001] на выборке из 60 австралийских компаний за 1994-1996 гг., нашли линейную взаимосвязь между числом зарегистрированных компаний патентов и ее финансовой результативностью, которая выражалась через коэффициент Q Тобина, рыночную капитализацию компании и рост выручки.

Существуют исследования, посвященные анализу взаимосвязи числа патентов и результативностью компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах. Исследователи [Ahlers et al., 2015], проанализировавшие выборку из 104 компаний, которые привлекали долевые инвестиции на краудфандинговой платформе ASSOB в период 2006-2011 гг., пришли к выводу, что существует прямая зависимость между числом зарегистрированных патентов у компании и дальнейшей выживаемостью компании, которую исследователи моделировали при помощи бинарной переменной, принимающей значение 1, если компания продолжала свою деятельность на момент исследования, и значение 0, если компания была ликвидирована. [Signori, Vismara, 2016] проанализировали 212 профинансированных компаний на краудфандинговой платформе Crowdcube и нашли прямую линейную зависимость финансовой результативности компаний после получения денежных средств на краудфандинговой платформе, которая выражалась через показатель внутренней нормы доходности (IRR), и числом зарегистрированных патентов. [Hornuf, L.; Schmitt, M., 2017] на выборке из 656 компаний, которые были хотя бы один раз успешно профинансированы на одной из 38 анализируемых краудфандинговых платформ в Великобритании и Германии за 2011-2016 гг., обнаружили положительную линейную взаимосвязь между числом патентов у компании, её дальнейшей выживаемостью и вероятностью привлечения последующих инвестиций от

профессиональных инвесторов. Таким образом, была сформулирована четвертая исследовательская гипотеза:

H4: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, имеющие зарегистрированные патенты, в будущем результативнее компаний, не имеющих зарегистрированных патентов.

Совет директоров компании является ключевым механизмом корпоративного управления, он выступает в качестве связующего звена между собственниками компании и менеджерами и оказывает значительное влияние на ее функционирование. СД защищает интересы акционеров и соблюдает интересы других заинтересованных сторон. СД выполняет такие функции в компании как мониторинг и контроль работы менеджмента [Eisenhardt, 1989; Fama, Jensen, 1983], предоставление доступа к ресурсам [Hendry, Kiel, 2004] и формирование видения компании, активное участие в принятии стратегических решений [Demb, Neubauer, 1992; Ferlie et al., 1994; Kemp, 2010].

Размер и состав СД влияет на качество выполнения вышеуказанных функций, на рост ценности компании и рост финансовой результативности компании.

Существует множество исследований, изучающих взаимосвязь характеристик СД и финансовой результативности компаний (см., напр.: [Hsu, Wu, 2014; Toumi, Benkraiem, Namrouni, 2016] и др.). Авторы приходят к выводу, что существует положительная взаимосвязь между размером СД и финансовой результативностью компаний.

Ряд исследований посвящен анализу взаимосвязи характеристик СД в компаниях, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, и их результативностью после привлечения денежных средств. Так, исследователи [Ahlers et al., 2015] на выборке из 104 компаний, которые привлекали денежные средства на краудфандинговой платформе ASSOБ нашли положительную взаимосвязь между числом директоров в совете директоров и дальнейшей выживаемостью компании. [Hornuf, L.; Schmitt, M., 2017], провели исследование на выборке из 656 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговых платформах в Великобритании и Германии в период 2011-2016 гг. и пришли к выводу, что существует положительная линейная взаимосвязь между размером СД компании, её дальнейшей выживаемостью и вероятностью привлечения последующих инвестиций от профессиональных инвесторов.

Таким образом, пятая исследовательская формулируется следующим образом:

H5: Имеет место прямая взаимосвязь между размером Совета директоров компании, привлекающей долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, и ее финансовой результативностью.

Неисполнительные директора в Великобритании являются членами унитарного СД, в который входят как исполнительные директора, так и неисполнительные и выполняют ряд важных функций, таких как контроль деятельности топ-менеджмента, содействие принятию стратегических решений, анализ результатов деятельности, риск-менеджмент и другие [Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996]. Отметим, что в Великобритании не выделяют отдельно независимых директоров, согласно Закону о компаниях в СД представлены исполнительные директора (англ. – executive directors) и неисполнительные директора (англ. – non-executive directors) [Companies Act, 2006].

В работах, посвященных неисполнительным директорам отмечается их роль в качестве наблюдателей, благодаря которым минимизируется агентская проблема. Строгий контроль обеспечивает более эффективную работу топ-менеджмента компании, что позволяет компании быть более результативной. Во-вторых, неисполнительные директора обладают опытом и экспертными знаниями, следовательно, они содействуют принятию стратегических решений СД, дают экспертную оценку при анализе результатов деятельности компании [Higgs, 2003]. В-третьих, теория зависимости от ресурсов предполагает, что СД является поставщиком ресурсов и возможностей для компании, через связи независимых директоров с другими компаниями [Hillman & Dalziel, 2003]. Таким образом, присутствие неисполнительных директоров в СД, делает СД более эффективными, и может сигнализировать о более высокой финансовой результативности компании.

Как было сказано ранее, Большое число исследований посвящено взаимосвязи характеристик СД, в том числе присутствию неисполнительных директоров в СД, и финансовых результатов деятельности компаний. Существует ряд исследований, изучающих взаимосвязь наличия неисполнительных директоров в компаниях, привлекающих долевое инвестирование на краудфандинговых платформах.

[Ahlers et al., 2015] утверждают, наличие в компании неисполнительных директоров, имеет сигнальный эффект для потенциальных инвесторов. Неисполнительные директора – это профессионалы, работающие в бизнесе многие годы, которые выступают наставниками молодых компаний. Они могут добавить легитимности молодой компании. [Ahlers et al., 2015] на выборке из 104 компаний, привлечших инвестиции на краудфандинговой платформе ASSOB за 2006-2011 гг. нашли выявили положительную взаимосвязь между присутствием неисполнительных директоров в СД компании и ее дальнейшей выживаемостью. [Signori, Vismara, 2016] проанализировали 212 компаний, которые привлекли денежные средства на краудфандинговой платформе Crowdcube в период 2011-

2015 гг., и нашли положительную линейную взаимосвязь между присутствием неисполнительных директоров в СД и финансовой результативностью компании. Исходя из представленного анализа литературы, была сформулирована шестая исследовательская гипотеза:

H6: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, у которых в Совете директоров состоят неисполнительные директора, являются более результативными, чем компании, у которых нет неисполнительных директоров в Совете директоров.

Как говорилось в разделе 3.1.1., при разделении собственности и контроля в компании возникает агентская проблема и агентские издержки. На краудфандинговой платформе Crowdcube компании могут размещать акции типа А, несущие за собой право голоса на собрании акционеров, и типа В, не несущие права голоса. При выпуске акций типа А на краудфандинговой платформе собственность отделяется от контроля, и возникают агентские издержки увеличиваются.

Существуют исследовательские работы, анализирующие взаимосвязь наличия акций типа А на краудфандинговой платформе и финансовой результативности компаний. Исследователи [Cumming et al., 2016] на выборке из 491 компании, привлекавших инвестиции на краудфандинговой платформе Crowdcube за 2011-2015 гг., пришли к выводу, что доля акций типа А, то есть акций, дающих инвесторам право голоса на собраниях акционеров, имеют обратную зависимость с выживаемостью компаний, которая выражалась в качестве бинарной переменной, принимающей значение 1, если компания не была ликвидирована на момент исследования, и значение 0, если компания была ликвидирована, и дальнейшим участием в слияниях и поглощениях или выходом на IPO. То есть компании, которые предлагали своим потенциальным инвесторам на краудфандинговой платформе акции типа А, с большей вероятностью были ликвидированы и имели более низкую финансовую результативность.

Таким образом, седьмая исследовательская гипотеза звучит следующим образом:

H7: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, предлагающие инвесторам акции без права голоса на собрании акционеров, результативнее компаний, предлагающих акции с правом голоса.

Теория агентских отношений является одной из важнейших концепций в корпоративном управлении. Классическими работами по применению теории агентских отношений к финансовому управлению являются работы Берле и Минза [Berle, Means, 1932], Дженсена и Меклинга [Jensen, Meckling, 1976] и Фамы и Дженсена [Fama, Jensen,

1983]. Как было отмечено ранее, агентская проблема в корпоративном управлении — это противоречия интересов менеджеров и акционеров, которые возникают в связи с отсутствием стремления менеджеров к максимизации доходов на инвестированные денежные средства. Менеджерам компании свойственен управленческий оппортунизм, который заключается в том, что менеджеры стремятся к максимизации собственного благосостояния, а не благосостояния инвесторов [Williamson, 1985].

Акционерам необходимо построить такую систему взаимодействия с менеджерами, чтобы менеджеры наиболее эффективно управляли вложенными средствами. Теория корпоративного управления изучает способы, с помощью которых поставщики финансового капитала (акционеры) обеспечивают возвратность произведенных инвестиций [Shleifer, Vishny, 1997].

В большинстве случаев противоречия интересов менеджеров и акционеров возникают, когда менеджеры финансово не заинтересованы в результатах своей деятельности. Одним из внутренних механизмов корпоративного управления, который может использоваться для решения агентской проблемы, является участие менеджеров в акционерном капитале управляемых компаний.

Существует большое число исследований, посвященных анализу взаимосвязи структуры вознаграждения менеджмента и финансовой результативности компаний. Так, [Mehran, 1995] на выборке из 153 предприятий обрабатывающей промышленности за 1979—1980 гг. обнаружил положительную линейную взаимосвязь между долевым вознаграждением топ-менеджмента и финансовой результативностью, которая была выражена через коэффициент Тобина и ROA. Исследователи [Kuo et al., 2013], пришли к выводу, что участие менеджеров в акционерном капитале имеет положительную взаимосвязь с финансовой результативностью компаний, которая выражалась через показатель ROE.

Таким образом, потенциальные инвесторы заинтересованы в минимизации агентской проблемы, поэтому можно предположить, что важной характеристикой компании при принятии решения о долевым инвестировании на краудфандинговой платформе может быть участие менеджеров в акционерном капитале. На основе представленного анализа литературы была сформулирована восьмая исследовательская гипотеза:

H8: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, в которых менеджеры участвуют в акционерном капитале, являются более результативными, чем компании, в которых менеджеры не владеют акциями компании.

3.2. Методология исследования

3.2.2. Взаимосвязь характеристик компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательности для инвесторов

Для проверки гипотезы о взаимосвязи между характеристиками компаний и «успехом» сбора денежных средств, который выражается в отношении привлеченных денежных средств к первоначальной цели, была построена первая регрессионная модель вида (1):

$$Success_{it} = \beta_0 + \beta_1 Characteristic_{it} + \beta_2 Base_{it} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

где $i = 1, \dots, 299$; $t = 2011; \dots, 2019$.

В уравнении (1) в качестве зависимой переменной, характеризующей «успех» сбора денежных средств компаниями-заемщиками на краудфандинговых платформах, было выбрано отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме денежных средств $Success_{it}$. Вектор $Characteristic_{it}$ (размерности $(k \times 1)$) включает в себя различные переменные, характеризующие компании, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах. Составляющие вектора $Base_{it}$ (размерности $(n \times 1)$) служат элементами базовой модели; ε_{it} — случайная величина, для которой в каждый фиксированный момент времени выполняются предпосылки нормальной регрессионной модели. Все векторы и переменные имеют индекс it , который показывает, что информация измеряется для каждой компании-заемщика на краудфандинговой платформе i в момент времени t ; β_0 — неизвестный параметр, β_1, β_2 — векторы неизвестных параметров размерности $(1 \times k)$, $(1 \times n)$ соответственно.

Зависимая переменная: *Success*

Следуя [De Crescenzo et al., 2019], [Vulkan et al., 2016] и [Ralcheva and Roosenboom, 2016], в первой регрессионной модели в качестве зависимой переменной был выбран показатель «успеха» сбора денежных средств на краудфандинговой платформе $Success$, который был рассчитан по следующей формуле (3.3):

$$Success_{it} = \frac{Raised_{it}}{Target_{it}} \quad (16)$$

где $Raised_{it}$ — сумма привлеченных денежных средств на краудфандинговой платформе, $Target_{it}$ — первоначально заявленная сумма денежных средств, которую намеревается собрать компания на краудфандинговой платформе.

Краудфандинговая платформа Crowdcube работает по принципу «все или ничего» который заключается в том, что при привлечении компанией суммы, меньшей, чем первоначальная цель, все денежные средства возвращаются инвесторам. При этом при

сборе денежных суммы большей, чем заявленной как первоначальная цель, компании получают все денежные средства. Следовательно, компании стремятся к максимизации относительного показателя «успеха».

Контрольные переменные: Size, Age, Diver

В ряде исследований прокси-переменная размера компаний, выраженная через логарифм балансовой стоимости активов компании, включается в модель в качестве контрольной переменной. С одной стороны, размер компании может являться барьером входа на рынок, а также может показывать то, что компания имеет достаточно средств для ведения инновационной активности. С другой стороны, ряд исследователей обнаружили отрицательную взаимосвязь между размером компании и ее финансовой результативностью (см., например, [Mehran, 1995], [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013]). [Vismara, Signori, 2015] в исследовании, посвященном взаимосвязи характеристик компании и ее привлекательности для инвесторов, использовали контрольную переменную размер компании и нашли отрицательную взаимосвязь между размером компании и ее привлекательностью для инвесторов. Исследователи [Bogdani et al., 2019] проанализировали выборку из 514 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговых платформах за 2016-2017 гг., и нашли обратную линейную взаимосвязь между стоимостью активов компании и успехом привлечения денежных средств компаниями на краудфандинговой платформе. Таким образом, в исследование была включена контрольная переменная *Size*, логарифм стоимости активов компании на момент привлечения денежных средств на краудфандинговой платформе.

Рыночная диверсификация является важной стратегией для компаний для увеличения доли рынка и роста финансовой результативности [Ayal, I., Zif, 1979]. Исследователи подтверждают, что рыночная диверсификация компании может влиять на принятие решения об инвестировании потенциальными инвесторами на краудфандинговых платформах. Так, [Signori, Vismara, 2016] на выборке из 212 компаний-заемщиков на краудфандинговой платформе Crowdcube за 2011-2015 гг., нашли прямую линейную зависимость между наличием диверсификации, которая была рассчитана как число кодов классификатора видов экономической деятельности (Standard Industrial Classification, SIC), и числом инвесторов. Следуя [Signori, Vismara, 2016], контрольная переменная *Diver*, отражающая наличие диверсификации, принимающая значение равное 1, если число кодов SIC больше или равно двум и значение равное 0, если число кодов SIC равно одному, была включена в модель.

Исследователи [Cumming et al., 2016], проанализировавшие зависимость характеристик компании и привлекательность компании для инвесторов, включили в модель контрольную переменную возраст компании, которая выражалась как логарифм числа лет с регистрации компании до начала сбора денежных средств на краудфандинговой платформе. В исследованиях [Nguyen et al., 2019], [De Crescenzo et al., 2019], [Vismara, Signori, 2015], анализирующих влияние характеристик компании на «успех» сбора денежных средств на краудфандинговых платформах, также включалась контрольная переменная возраст компании. Исследователи нашли положительную линейную связь между возрастом компании и ее привлекательностью для инвесторов на краудфандинговых платформах. Другими словами, более зрелые компании более привлекательны для инвесторов, вкладывающих денежные средства на краудфандинговых платформах. Следуя вышеперечисленным исследованиям, в модель была включена контрольная переменная возраст компании Age , измеряемый как логарифм числа лет с момента регистрации компании до момента начала сбора денежных средств на краудфандинговой платформе.

В таблице 2 представлена обобщающая информация обо всех переменных.

Таблица 2 Информация о переменных в регрессионных моделях	
Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
$Result_{it}$	<p>Успех сбора денежных средств на краудфандинговой платформе.</p> $Success_{it} = \frac{Raised_{it}}{Target_{it}}$ <p>где $Raised_{it}$ — сумма привлеченных денежных средств на краудфандинговой платформе, $Target_{it}$ — первоначально заявленная сумма денежных средств, которую намеревается собрать компания на краудфандинговой платформе</p>
<i>Независимые переменные</i>	
Составляющие вектора $Characteristics_{it}$	
$Patent$	<p>Бинарная переменная, отражающая наличие патентов. Переменная принимает значение равное 1, если у компании зарегистрирован хотя бы один патент, и значение равное 0, если у компании не зарегистрировано ни одного патента</p>

<i>Voting</i>	Доля акций типа А - акций, дающих акционерам право голоса на собрании акционеров, измеряется как отношение числа акций типа А ко всем акциям, размещенным на краудфандинговой платформе
<i>Equity</i>	Доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе
Составляющие вектора $Base_{it}$	
<i>Size</i>	Размер компании, измеряется как логарифм стоимости активов компании на момент привлечения денежных средств на краудфандинговой платформе
<i>Age</i>	Возраст компании, измеряется как логарифм числа лет с момента регистрации компании до момента начала сбора денежных средств на краудфандинговой платформе
<i>Diver</i>	Бинарная переменная, отражающая наличие диверсификации. Переменная принимает значение равное 1, если число кодов SIC больше или равно двум и значение равное 0, если число кодов SIC равно одному

3.2.1. Взаимосвязь характеристик компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и финансовой результативности

Анализ взаимосвязи между показателем финансовой результативности и характеристиками компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, проводился на основе регрессионной модели вида (1):

$$Result_{it} = \beta_0 + \beta_1 Characteristics_{it} + \beta_2 Base_{it} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

где $i = 1, \dots, 299$; $t = 2011; \dots, 2019$.

В уравнении (1) в качестве зависимой переменной, характеризующей финансовую результативность деятельности компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, была выбрана текущая доходность акций $Result_{it}$. Вектор $Characteristics_{it}$ (размерности $(k \times 1)$) включает в себя различные переменные, характеризующие компании, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах. Составляющие вектора $Base_{it}$ (размерности $(n \times 1)$) служат элементами базовой модели; ε_{it} — случайная величина, для которой в каждый фиксированный момент времени выполняются предпосылки нормальной регрессионной модели. Все векторы и переменные имеют индекс it , который показывает, что информация измеряется для каждой компании-заемщика на

краудфандинговой платформе i в момент времени t ; β_0 — неизвестный параметр, β_1, β_2 — векторы неизвестных параметров размерности $(1 \times k)$, $(1 \times n)$ соответственно.

Зависимая переменная: *Return*

Текущая доходность акций (*Return*) — рыночный показатель финансовой результативности компании, показывающий изменение цены акции с момента ее приобретения без учета дивидендных выплат. В рамках данной работы текущая доходность акций рассчитывается по следующей формуле (2):

$$Return_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (18)$$

где P_{t-1} — цена акции в момент $t-1$, когда инвестор приобретает акцию на краудфандинговой платформе, P_t — цена акции в момент t .

Контрольные переменные: *Size, Age, Diver*

[Mehran, 1995] на выборке из 153 компаний за 1979—1980 гг. обнаружил отрицательную линейную взаимосвязь между размера компаний и финансовой результативностью, выраженной через коэффициент Тобина и ROA. В соответствии с эмпирическим исследованием [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013], существует обратная взаимосвязь между размером компаний, выраженным через логарифм балансовой стоимости активов, и финансовой результативностью, выраженной через коэффициент Тобина. Таким образом, контрольная переменная *Size*, измеряемая как логарифм стоимости активов компании на момент привлечения денежных средств на краудфандинговой платформе, была включена в модель.

Ряд исследователей (см., например, [Christensen and Montgomery, 1981; Kim and Gu, 2003; Mcdougall and Round, 1984; Olusoga, 1993]) выявили положительную взаимосвязь между рыночной диверсификацией и финансовой результативностью компаний в различных областях. В свою очередь, исследователи [Signori, Vismara, 2016] проанализировали 212 компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, и нашли прямую линейную взаимосвязь между наличием диверсификации, которая была рассчитана как число кодов классификатора видов экономической деятельности (Standard Industrial Classification, SIC), и дальнейшей финансовой результативностью компании, которая выражалась как IRR. Таким образом, в модель была включена контрольная переменная *Diver*, отражающая наличие диверсификации, принимающая значение равное 1, если число кодов SIC больше или равно двум и значение равное 0, если число кодов SIC равно одному.

В исследовании [Signori, Vismara, 2016], анализирующем взаимосвязь характеристик компании, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах и финансовую результативность таких компаний, в модель была включена контрольная переменная возраст компании, который имел положительную взаимосвязь с финансовой результативностью компаний, выражаемой через IRR. В соответствии с эмпирическим исследованием [И.В. Березинец, Т.А. Гаранина, Ю.Б. Ильина, 2018], существует положительная взаимосвязь между возрастом компании и финансовой результативностью компании, выражаемой через ROA. Следуя данным исследованиям, в исследование была включена контрольная переменная в модель была включена контрольная переменная возраст компании *Age*, измеряемый как логарифм числа лет с момента регистрации компании до момента начала сбора денежных средств на краудфандинговой платформе.

В таблице 3 представлена обобщающая информация обо всех переменных.

Таблица 3 Информация о переменных в регрессионных моделях	
Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>Return_{it}</i>	Текущая доходность акций — рыночный показатель результативности компаний. $Return_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}},$ где P_{t-1} — цена акции в момент $t-1$, когда инвестор приобретает акцию на краудфандинговой платформе, P_t — цена акции в момент t .
<i>Независимые переменные</i>	
Составляющие вектора <i>Characteristics_{it}</i>	
<i>Patent</i>	Бинарная переменная, отражающая наличие патентов. Переменная принимает значение равное 1, если у компании зарегистрирован хотя бы один патент, и значение равное 0, если у компании не зарегистрировано ни одного патента
<i>DirSize</i>	Размер Совета директоров, значение переменной равно числу директоров в Совете директоров
<i>Nonex</i>	Бинарная переменная, отражающая наличие неисполнительных директоров. Переменная принимает значение равное 1, если в совете директоров компании есть неисполнительные директоры, и значение

	равное 0, если в совете директоров компании нет неисполнительных директоров
<i>Voting</i>	Доля акций типа А - акций, дающих акционерам право голоса на собрании акционеров, измеряется как отношение числа акций типа А ко всем акциям, размещенным на краудфандинговой платформе
<i>Power</i>	Доля акций типа А, размещенных на краудфандинговой платформе, от всех акций типа А в компании
<i>Motiv</i>	Бинарная переменная, принимающая значение 1, если хотя бы один менеджер компании является ее акционерами, и значение равно 0, если ни один менеджер компании не является ее акционером
Составляющие вектора $Base_{it}$	
<i>Size</i>	Размер компании, измеряется как логарифм стоимости активов компании на момент привлечения денежных средств на краудфандинговой платформе
<i>Age</i>	Возраст компании, измеряется как логарифм числа лет с момента регистрации компании до момента начала сбора денежных средств на краудфандинговой платформе
<i>Diver</i>	Бинарная переменная, отражающая наличие диверсификации. Переменная принимает значение равно 1, если число кодов SIC больше или равно двум и значение равно 0, если число кодов SIC равно одному

3.4. Описательная статистика переменных

Первым этапом эконометрического анализа является анализ описательной статистики. Описательная статистика переменных первой и второй модели представлена ниже в таблицах 4 и 5 соответственно.

Таблица 4 Описательная статистика переменных модели 1, 2011-2019 гг.

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратическое отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>Success (%)</i>	164,5333	94,48959	0,23	661,7
<i>Investor (чел.)</i>	735,2628	2 300,669	6	35 899

<i>Size (фунт стерлинг.)</i>	1 739 316	8 604 702	0	140 000 000
<i>Age (год)</i>	4,37314	3,647538	0,02	18,34
<i>Equity (%)</i>	0,1438317	0,1258904	0,0012	1
<i>Voting (%)</i>	0,6387713	0,4300596	0	1
<i>Patent</i>	0,1877133	0,3911511	0	1
<i>Diver</i>	0,2286689	0,4206941	0	1
<i>Finance</i>	0,0614334	0,2405345	0	1
<i>Food</i>	0,1843003	0,3883923	0	1
<i>IT</i>	0,1706485	0,3768451	0	1
<i>Equipment</i>	0,0853242	0,2798415	0	1
<i>Trade</i>	0,0989761	0,2991409	0	1
<i>Other</i>	0,3993174	0,490596	0	1

Таблица 5 Описательная статистика переменных модели 2, 2011-2019 гг.

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднее квадратическое отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>Return (%)</i>	14,37556	48,76917	-100	180,81
<i>Size (фунт стерлинг.)</i>	1 739 316	8 604 702	0	140 000 000
<i>Age (год)</i>	4,37314	3,647538	0,02	18,34
<i>Diver</i>	0,2286689	0,4206941	0	1
<i>Patent</i>	0,1877133	0,3911511	0	1
<i>Dir (чел.)</i>	6,467577	5,359329	1	24
<i>Nonex</i>	0,2901024	0,4545858	0	1
<i>Voting (%)</i>	0,6387713	0,4300596	0	1
<i>Power (%)</i>	0,0921396	0,1107992	0	1
<i>Motiv</i>	0,7918089	0,4067089	0	1

Анализ полученных результатов показал, что средняя текущая доходность акций компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговых платформах составляет 14,38%. Величина выборочного среднее квадратического отклонения, равная 48,77% показывает, что вложения на краудфандинговой платформе являются достаточно

рискованными, несмотря на то, что потенциальные инвесторы могут получить очень высокую доходность, например, для данной выборки компании максимальное значение доходности от инвестиций составило 180,81%, а минимальное -100%. Все сказанное говорит о том, что существует достаточно большой риск того, что компания окажется нерезультативной и инвесторы потеряют все вложенные денежные средства.

Среднее выборочное значение относительного показателя «успеха» сбора денежных средств на краудфандинговой платформе, выражающегося как отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме денежных средств, составило 165%. Исследователи [Vulkan et al., 2016], проанализировав выборку из 636 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговой платформе SEEDRS, которая действует по принципу «все или ничего» как и анализируемая платформа Crowdcube, получили результат, что среднее значение «успеха» сбора денежных средств составляет 138%. Отметим, что значение оказалось ниже, чем полученное в данном исследовании, что связано с тем, что исследование проводилось за более ранний период, 2012-2015 гг., когда краудинвестинг в Великобритании был менее развит, на краудфандинговых платформах вкладывали денежные средства меньшее число инвесторов и компании привлекали меньше денежных средств (государственное регулирование краудинвестинга в Великобритании принято в 2014 г.). [Yijing Li et al.] на выборке из 192 компаний, которые привлекали денежные средства на краудфандинговых платформах из 2011-2015 гг., получили схожий результат: среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме составило 120%. Исследователи отметили, что 68,7% компаний привлекли больше денежных средств, чем заявляли в первоначальной цели.

Из таблицы 4 следует, что среднее число инвесторов, которые вкладывают денежные средства в одну компанию на краудфандинговой платформе Crowdcube составляет 735. Максимальное число инвесторов, 35 899, вложили денежные средства в компанию Monzo Bank Limited в 2018 г. Компания Monzo Bank Limited является небанком — типом «прямого банка», который на 100% является цифровым и доступен клиентам только через мобильные приложения и платформы персональных компьютеров [Monzo Bank Limited, 2020]. В исследовании [Hornuf et al., 2018], проведенном на выборке из 656 компаний, которые были хотя бы один раз успешно привлекли долевые инвестиции на одной из 38 анализируемых краудфандинговых платформ в Великобритании и Германии за 2011-2016 гг., было установлено, что в среднем в одну компанию инвестирует 207 инвесторов. Данное значение меньше, чем полученное в данной работе, что может быть объяснено несколькими причинами. Во-первых, краудинвестинг в Германии менее развит, чем в Великобритании,

следовательно, меньшее число инвесторов вкладывают денежные средства на немецких краудфандинговых платформах. Во-вторых, исследование проводилось на 38 краудфандинговых платформах, из которых платформа Crowdcube, анализируемая в данной работе, являлась самой крупной. Следовательно, можно предположить, что на более маленьких платформах число инвесторов меньше. Исследователи [Ahlers et al., 2015], проанализировавшие выборку из 104 компаний, которые привлекали долевые инвестиции на австралийской краудфандинговой платформе ASSOБ за 2006-2011 гг. получили результат, который свидетельствовал о том, что среднее число инвесторов в одну компанию составило 8 человек. Данный результат существенно меньше, чем получившийся в данной работе, это может быть связано с тем, что исследование проводилось за более ранний период времени, а число инвесторов на краудфандинговых платформах растет быстрыми темпами. Также можно предположить, что меньшее число инвесторов вкладывают денежные средства на краудфандинговых платформах в Австралии. [Vismara, S., 2016] на выборке из 111 компаний на краудфандинговой платформе Crowdcube в 2014 г. выявил, что среднее количество инвесторов в одну компанию на данной платформе составляет 70. Таким образом, можно сделать вывод, что количество инвесторов на данной платформе существенно увеличилось за прошедшие 5 лет.

Проанализируем, как среднее число инвесторов изменялась по годам. Из представленного на рис. 7 графика видно, что этот показатель имеет тенденцию к росту. Отметим, что наибольшее увеличение среднего числа инвесторов наблюдался в 2015 и 2016 гг., это связано с тем, что в 2014 г. в Великобритании было принято законодательство, регулирующее деятельность краудинвестинга [FCA, 2014], которое было рассмотрено в разделе 1.4.



Рис. 7 Среднее число инвесторов в одну компанию, 2011-2019 гг.

Средний возраст компаний, привлекающих денежные средства на краудфандинговой платформе Crowdcube составил 4 года и 8 месяцев, что согласуется с информацией [Beauhurst, 2019], которая приводилась в разделе 2.1, о том, что инвестиции на краудфандинговых платформах, в основном, привлекают молодые компании на первом этапе жизненного цикла. Некоторые компании, привлекавшие денежные средства на краудфандинговой платформе, были только зарегистрированы при начале сбора денежных средств на платформе (минимальный возраст — 2 месяца). В исследовании [Hornuf et al., 2018], проведенном на выборке из 656 компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах в Великобритании и Германии за 2011-2016 гг., средний возраст компаний составил 2 года и 7 месяцев. Можно предположить, что возраст компаний немного меньше, поскольку анализировалось большое количество небольших краудфандинговых платформ, на которых привлекали долевые инвестиции более молодые компании. [Ahlers et al., 2015] также получили близкий результат, анализируя австралийскую краудфандинговую платформу за 2006-2011 гг.: средний возраст компаний составил 2 года и 8 месяцев.

Рассмотрим отраслевую специфику компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах. Согласно полученным результатам, наибольшее число компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, ведут свою деятельность на рынке продуктов питания (18,43%), рынке информационных технологий и мобильных приложений (17,06%), оптовой и розничной торговли (9,9%) и производства техники и оборудования (8,53%) (рис. 8). Полученные данные согласуются с данными, опубликованными на краудфандинговой платформе Crowdcube, где также выделяются рынок продуктов питания и напитков (21,5%) и рынок мобильных приложений (11,6%) [Crowdcube, 2020]. Согласно исследованию [Walthoff-Born et al., 2018], 23% компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговой платформе Crowdcube за 2012-2015 гг., занимались предоставлением услуг, 22% — оптовой и розничной торговлей, а 18% — производством.



Рис. 8 *Отраслевая специфика компаний на краудфандинговой платформе*

Анализ полученных результатов показал, что средний показатель процента собственного капитала, который предлагают компании на краудфандинговой платформе составил 14,38%, то есть большинство компаний предлагают небольшую часть собственного капитала инвесторам. Такое значение показателя может свидетельствовать о том, что собственники компаний предпочитают сохранять бóльшую долю собственного капитала. Исследователь [Vismara, S., 2016] на выборке из 111 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговой платформе Crowdcube в 2014 г., получил похожий результат, который говорит о том, что средняя доля собственного капитала, предложенного на краудфандинговой платформе компаниями, равняется 12,9%. [Ahlers et al., 2015], проанализировавшие выборку из 104 компаний на австралийской краудфандинговой платформе за 2006-2011 гг. получили отличающийся результат, средняя доля собственного капитала составила 21,3%. Этот результат можно объяснить следующим образом: предположительно, компании привлекали более крупные инвестиции для реализации более капиталоемких проектов или компании имели более неустойчивое финансовое положение, и им требовались более крупные суммы денежных средств от инвесторов.

Среднее число директоров в совете директоров компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговой платформе, составило 6 человек. В исследовании [Ahlers et al., 2015] среднее число директоров в совете директоров компаний, привлекающих

инвестиции на австралийской краудфандинговой платформе, составило 4 человека. Среднее число директоров в совете директоров, полученное в исследовании [Hornuf et al., 2018] на выборке из 656 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговых платформах в Великобритании и Германии за 2011-2016 гг., равно 3. Данные различия могут быть связаны с различиями в законодательном регулировании компаний в разных странах и страновыми особенностями, рассмотренными в разделе 1.4. В Австралии существуют строгие критерии, которым должна соответствовать компания, привлекающая инвестиции на краудфандинговой платформе: акции компании не должны торговаться на фондовой бирже, стоимость активов компании не должна превышать 25 млн австралийских долларов, и консолидированная годовая выручка компании не должна превышать 25 млн австралийских долларов. В то время как в Великобритании нет таких критериев. Таким образом, компании, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах в Великобритании, могут быть крупнее компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах в Австралии. Можно предположить, что это является причиной того, что в Австралии численность Совета директоров меньше.

Согласно результатам анализа, представленным в таблице 4, 19,1% компаний, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах, имели зарегистрированные патенты. В таблице 6 приведены различия в средних значениях текущей доходности у компаний, имеющих зарегистрированные патенты, и у компаний, не имеющих патенты, различия в среднем числе инвесторов, инвестирующих в такие компании, и среднем отношении привлеченных денежных средств к заявленной цели.

Таблица 6 Различия средних значений показателей у компаний, имеющих патенты и не имеющих патенты

	Компании, имеющие патенты	Компании, не имеющие патенты	Различие средних значений
Среднее число инвесторов	708.8545	741.3655	32.511
Среднее отношение привлеченных денежных	1.766994	1.619042	-0.1479522

средств к первоначально заявленной сумме				
Средняя текущая доходность	0.2868891	0.1106786	-0.1762105	***

Пр и м е ч а н и е: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Различие в среднем числе инвесторов, инвестирующих в компании с зарегистрированными патентами и без них, а также различие в среднем отношении привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме у компаний с зарегистрированными патентами и без них оказались не значимы. Полученный результат можно объяснить следующим образом: при регистрации патентов очень важное значение имеет отраслевая принадлежность компании. Так, в некоторых отраслях регистрация патентов дает существенные преимущества, например, в медицине или в технологичной отрасли, в то время как в других, например, на рынке потребительских товаров, патенты не так важны. Это может являться причиной того, что инвесторы обращают внимание на другие показатели.

Анализ текущей доходности акций компаний, у которых есть зарегистрированные патенты, и у которых нет, показал, что существует значимая разница в средних текущих доходностях таких компаний: средняя текущая доходность акций компаний, имеющих зарегистрированные патенты составляет 28,69% и существенно превышает доходность компаний, не имеющих зарегистрированных патентов — 11,07% (рис. 9). Таким образом, важным предварительным выводом является то, что наличие патентов может влиять на результативность компаний, и данная характеристика компании может сигнализировать потенциальным инвесторам о дальнейшей финансовой результативности компании.

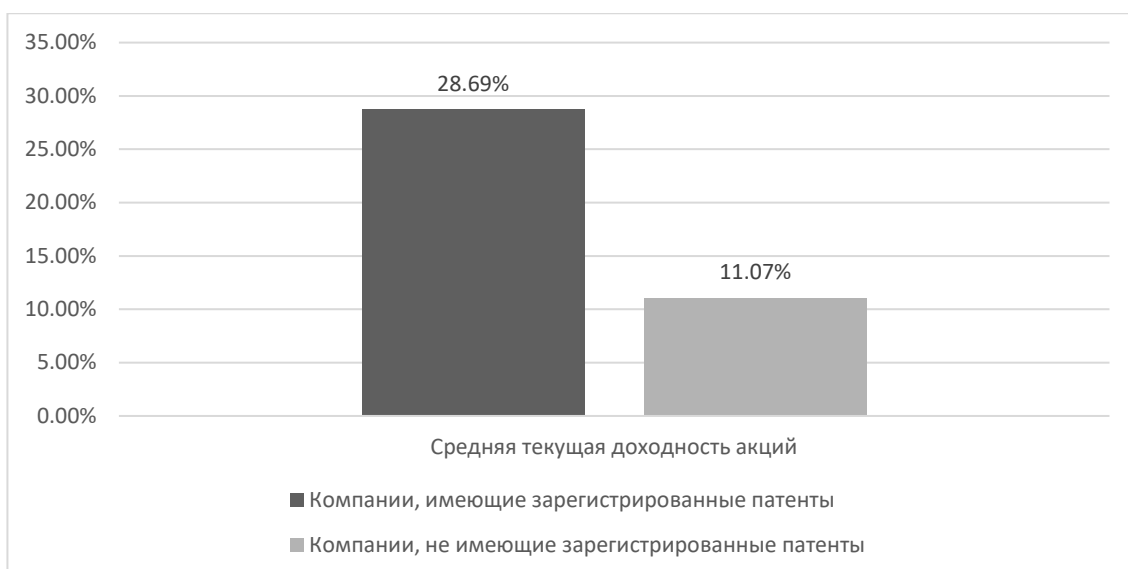


Рис. 9 Средняя текущая доходность у компаний, имеющих зарегистрированные патенты и не имеющих патенты

Рассмотрим влияние диверсификации деятельности компании на ее привлекательность для инвесторов на краудфандинговой платформе, и на ее дальнейшую финансовую результативность. У 22,7% компаний-заемщиков на краудфандинговой платформе деятельность была диверсифицирована, что может быть связано с тем, что компании являются молодыми и фокусируют свою деятельность на одной отрасли. Различия в средних значениях текущей доходности у диверсифицированных и недиверсифицированных компаний, различия в среднем числе инвесторов, инвестирующих в такие компании, и среднем отношении привлеченных денежных средств к заявленной цели, представлены в таблице 7.

Таблица 7 Различия средних значений показателей в диверсифицированных и недиверсифицированных компаниях

	Диверсифицированные компании	Недиверсифицированные компании	Различие средних значений
Среднее число инвесторов	490.8358	807.7257	316.8898
Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме	1.443625	1.706762	0.2631369 **

Средняя текущая доходность	0.1632224	0.1379845	-0.0252379
----------------------------	-----------	-----------	------------

Примечание: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Относительный показатель «успеха», то есть отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме у компаний, деятельность которых ведется в нескольких отраслях, составляет 144,3%, в то время как у компаний, специализирующихся на одной отрасли — 170,7% (рис. 10).

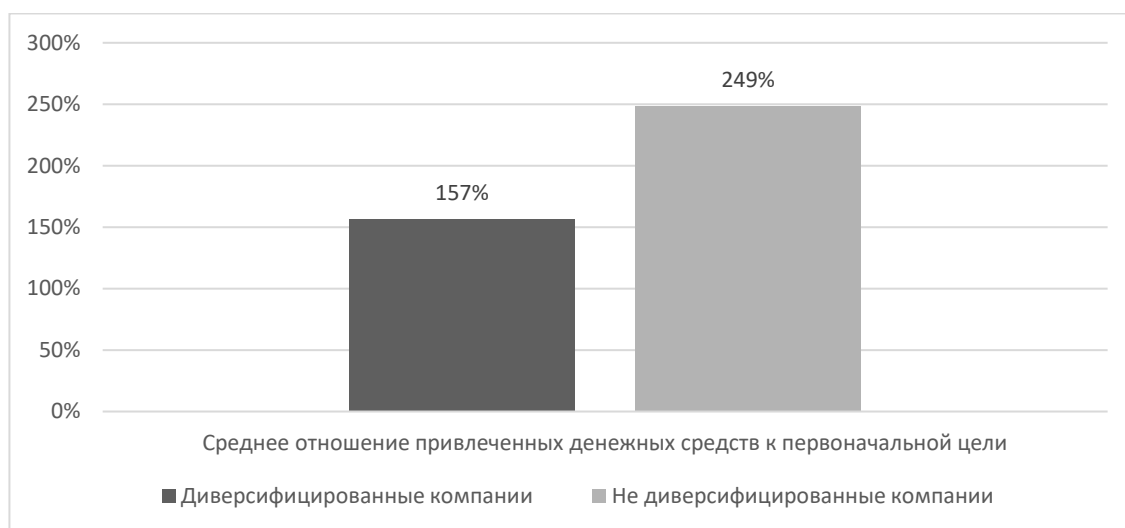


Рис. 10 Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначальной цели в диверсифицированных и не диверсифицированных компаниях

Далее было проанализировано влияние наличия акций типа, которые дают инвесторам права голоса на собраниях акционеров.

Таблица 8 Различия средних значений показателей в компаниях, предлагающих потенциальным инвесторами акции типа А и В

	Компании, предлагающие акции типа А	Компании, не предлагающие акции типа А	Различие средних значений
Среднее число инвесторов	758.8333	669.1429	-89.69048
Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме	1.613555	1.738492	.1249371

Средняя доходность	текущая	.1446495	.1412481	-.0034015
-----------------------	---------	----------	----------	-----------

Примечание: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Отметим, что различия в средней текущей доходности, в среднем отношении привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме денежных средств, среднем числе инвесторов, инвестирующих в компании, предлагающие акции с правом голоса на собрании акционеров и без права голоса, оказались не значимы. Таким образом, нельзя сделать вывод о важности такого показателя как наличие акций типа А для потенциальных инвесторов, а также о влиянии такого показателя на финансовую результативность компании.

Следующий показатель, по которому была рассмотрена статистика, — являются ли менеджеры компании акционерами данной компании. Согласно полученным данным, в 79,3% компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговой платформе, хотя бы один менеджер является держателем акций компании. Достаточно высокая доля компаний, в которых хотя бы один менеджер является акционером, возможно, связана с тем, что большинство компаний, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, молодые, и поэтому управление может быть не отделено от собственности.

Рассмотрим различия в средних значениях текущей доходности, среднем числе инвесторов и среднем отношении привлеченных денежных средств к заявленной цели у компаний, в которых хотя бы один менеджер является держателем акций, и у компаний, в которых ни один менеджер не участвует в акционерном капитале компании.

Таблица 9 Различия средних значений показателей в компаниях, в которых менеджеры являются и не являются акционерами

	Компании, в которых менеджеры являются акционерами	Компании, в которых менеджеры не являются акционерами	Различие средних значений
Среднее число инвесторов	801.8405	482.0492	-319.7913
Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме	1.709944	1.395651	-0.314293 **
Средняя текущая доходность	0.2017828	-0.0769377	-0.2787205 ***

Пр и м е ч а н и е: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Отметим, что разница в среднем числе инвесторов, инвестирующих в компании, в которых менеджеры не являются держателями акций, и в компании, в которых хотя бы один менеджер является держателем акций, не значима. В то же время существует значимая разница между средними значениями показателя «успеха» компаний, у которых менеджеры являются акционерами, и у которых менеджеры не являются акционерами. Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме денежных средств выше у компаний, у которых менеджеры являются держателями акций, и составляет 170,99%, в то время как у компаний, у которых менеджеры не являются акционерами, данный показатель составляет 139,57% (рис. 11). Данные результаты могут быть интерпретированы следующим образом: акционеры вкладывают большие денежные суммы в компании, в которых акционеры являются держателями акций.

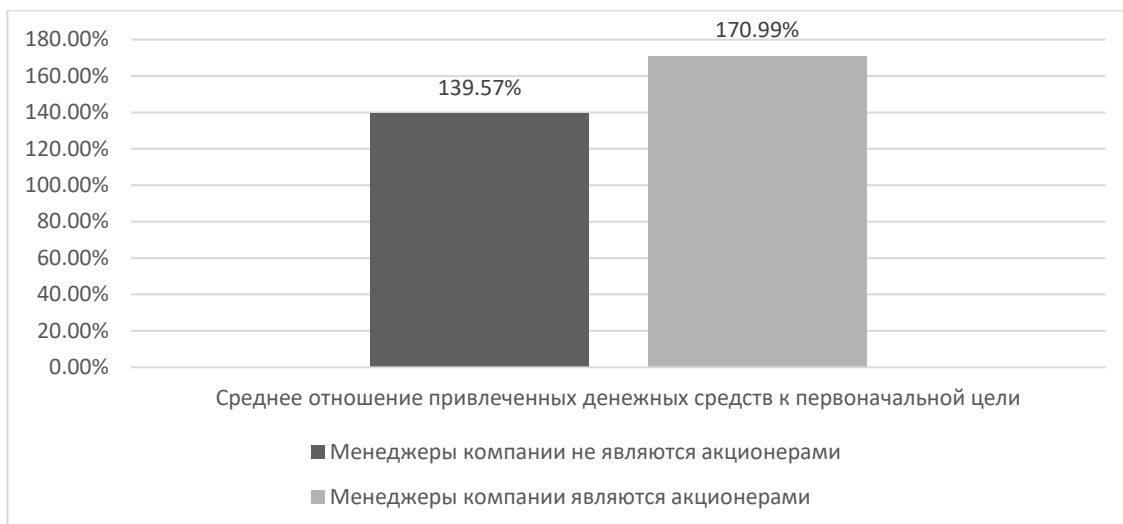


Рис. 11 Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначальной цели в компаниях, у которых менеджеры являются и не являются акционерами

Отметим, что средняя текущая доходность компаний, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах, у которых менеджеры не являются акционерами, оказалась отрицательной и составила -7,69%, в то время как доходность компаний, у которых менеджеры являются акционерами компании, составила 20,17% (рис. 12), разница в средних значениях оказалась значимой на уровне 1%. Таким образом, может быть сделан предварительный вывод о том, что компании, у которых менеджеры компании получают вознаграждение в виде акций, результативнее компаний, у которых менеджеры не получают такое вознаграждение.

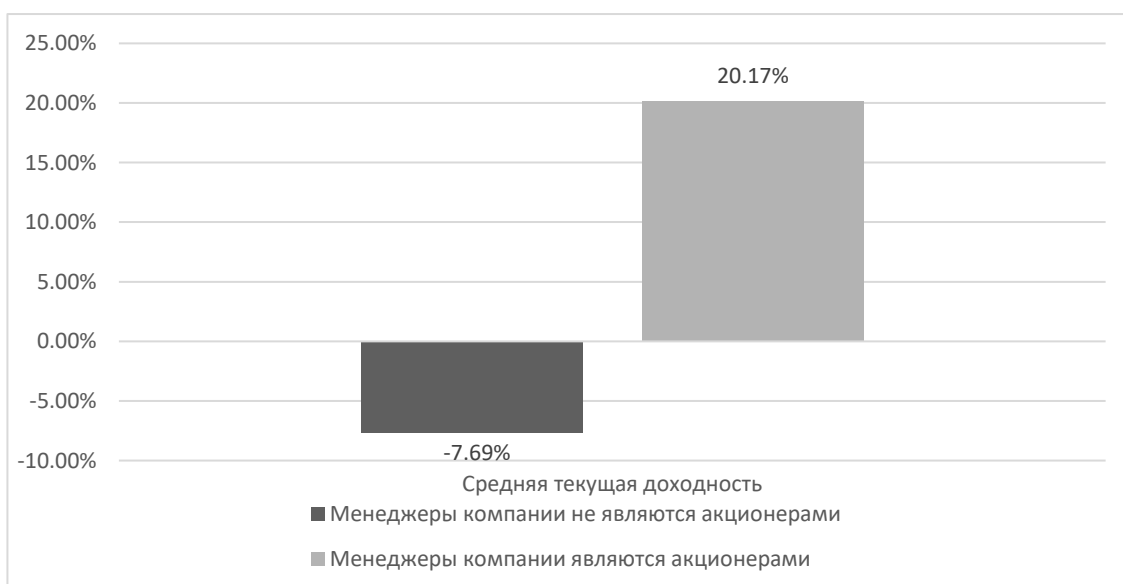


Рис. 12 Средняя текущая доходность компаний, в которых менеджеры являются и не являются акционерами

Рассмотрим различия в средних значениях текущей доходности, среднем числе инвесторов, и среднем отношении привлеченных денежных средств к первоначально заявленной денежной сумме у компаний, имеющих хотя бы одного неисполнительного директора в СД, и у компаний, не имеющих ни одного неисполнительных директоров в СД.

Таблица 10 Различия средних значений показателей в компаниях, имеющих неисполнительных директоров в СД и не имеющих

	Компании, имеющие неисполнительных директоров в СД	Компании, не имеющие неисполнительных директоров в СД	Различие средних значений
Среднее число инвесторов	1132.318	573.0048	-559.3128 **
Среднее отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме	1.684445	1.628875	-0.0555695
Средняя текущая доходность	0.1619494	0.1363207	-0.0256287

Примечание: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Число инвесторов, вкладывающих денежные средства в компании, имеющих неисполнительного директора в Совете директоров, и не имеющих отличается существенно, различие значимо на уровне 5%. Среднее число инвесторов в компании с неисполнительным директором составило 1132, в то время как среднее число инвесторов в компании без неисполнительного директора — 573 (рис. 13). Статистика может быть интерпретирована следующим образом: инвесторам важно присутствие неисполнительного директора в Совете директоров, поэтому большее число инвесторов вкладывает денежные средства в такие компании.



Рис. 13 Среднее число инвесторов, инвестирующих в компании, имеющие неисполнительного директора в СД, и не имеющие

Следует отметить, что различие в средних значениях текущей доходности компаний, имеющих хотя бы одного неисполнительного директора в СД, и не имеющих неисполнительных директоров, не значимо. Таким образом, вывод о влиянии присутствия неисполнительных директоров в СД в компаниях, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, на финансовую результативность таких компаний, не может быть сделан.

3.5. Регрессионный анализ и основные выводы

Регрессионный анализ проводился в два этапа: на первом этапе оценивались параметры первой модели, где в качестве зависимой переменной использовалось отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме, а на втором — параметры второй модели, где в качестве зависимой переменной выступал показатель текущей доходности акций. Обе модели оценивались по панельным данным, соответственно, были последовательно проведены тесты Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана на предпочтительность моделей сквозной регрессии, с фиксированными эффектами и со случайными эффектами. В результате тестов было установлено, что модель сквозной регрессии наиболее адекватна для описания рассматриваемых эмпирических данных.

Результаты регрессионного анализа первой модели представлены в таблице 11.

Таблица 11

Результаты регрессионного анализа модели 1

Независимая переменная	Сквозная регрессия	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
<i>Patent</i>	0,0884755	0,0866034	0,0884755
<i>Equity</i>	0,882573	0,9894339	0,882573
<i>Voting</i>	-0,2660583**	-0,2038391	-0,2660583**
<i>Size</i>	0,0000000022	0,00000000198	0,0000000022
<i>Age</i>	0,1874116***	0,1421735**	0,1874116***
<i>Diver</i>	-0,320403**	-0,2652617*	-0,320403**
Const	1,554997***	1,53464***	1,554997***
R ² overall	0,0843	0,0826	0,0843
p-value	0,0004	0,0249	0,0002

Примечание: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Модель сквозной регрессии и модель со случайными эффектами оказались значимы на уровне 1%, модель с фиксированными эффектами оказалась значима на уровне 5%. Анализ значения фактора инфляции дисперсии (VIF) показал отсутствие мультиколлинеарности в моделях. Тесты Уайта и Бройша-Пагана показали, что в моделях отсутствует гетероскедастичность.

Контрольная переменная базовой модели возраст компании оказалась статистически значимой на 1% уровне значимости. Знак оценки параметра коэффициента оказался положительным, что означает, что более зрелые компании являются более привлекательными для инвесторов. При увеличении возраста компании на 1%, ожидается, что отношение привлеченных денежных средств компанией на краудфандинговой платформе к первоначально заявленной сумме увеличится на 0,18%. Такой результат объясняется тем, что инвестиции в более зрелые компании являются менее рискованными, а инвесторы являются субъектами, избегающими существенных рисков. Полученный результат согласуется с выводами [Cumming et al., 2016], которые обнаружили на выборке из 491 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, что отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной сумме денежных средств положительно линейно связано с возрастом компании. Положительную линейную взаимосвязь между возрастом компании-заемщика на краудфандинговых платформах и ее

привлекательностью для инвесторов получили и другие исследователи (см., например, [Walthoff-Borm et al., 2018; Nguyen et al., 2019; De Crescenzo et al., 2019]).

Контрольная переменная базовой модели наличие диверсификации статистически значима на уровне 5%. Оценка параметра равна $-0,32$, что сигнализирует о том, что инвесторы, вкладывающие денежные средства на краудфандинговых платформах более заинтересованы в недиверсифицированных компаниях. Относительный показатель «успеха» у недиверсифицированных компаний в среднем на 32% больше, чем у диверсифицированных. Полученный результат может быть объяснен тем, что стратегия диверсификации может нести существенные риски и обеспечивать возврат на инвестиции лишь с течением времени. В диверсифицированной компании может возникать неопределённость в управленческом аспекте. Стратегия диверсификации является наиболее подходящей для крупных компаний, у которых есть значительные резервы денежных средств. Инвесторы на краудфандинговых платформах являются субъектами, избегающими крупным риском, поэтому предпочитают вкладывать денежные средства в компании, которые фокусируются на одной отрасли.

Переменная наличие акций типа А, которые дают инвесторам права голоса на собрании акционеров, оказалась значимой на уровне 5%. Знак оценки параметра коэффициента оказался отрицательным, что свидетельствует о том, что инвесторы предпочитают вкладывать денежные средства в компании, предоставляющие инвесторам акции типа В, дающие право на получение дивидендов и не дающие права голоса на собрании акционеров. Данный результат может быть связан с тем, что при размещении голосующих акций на краудфандинговых платформах, собственность расплывается между большим числом небольших акционеров, права по управлению компанией делегируются менеджерам и возникает отделение собственности от контроля. В связи с этим возникает агентская проблема, и, соответственно, наблюдается рост агентских издержек. Другим объяснением полученного результата может являться то, что на краудфандинговых платформах большинство инвесторов являются непрофессиональными инвесторами, первостепенной целью инвестирования которых является получение прав на денежные потоки, а не прав на контроль в компании. Полученный в данном исследовании результат согласуется с выводами. [Cumming et al., 2016], которые нашли обратную линейную взаимосвязь между предоставлением акций типа А, несущих право голоса на собрании акционеров, успехом сбора денежных средств на краудфандинговой платформе и числом инвесторов, вкладывающих денежные средства в компании. Из полученных результатов следует, что существуют основания принять исследовательскую гипотезу НЗ о том, что

компания-заемщики на краудфандинговых платформах, предлагающие инвесторам акции без права голоса на собрании акционеров, более привлекательны для потенциальных инвесторов, чем компании компаний, предлагающих акции с правом голоса.

Переменные размер компании, наличие у компании зарегистрированных патентов и доля собственного капитала, которую компании предлагают на краудфандинговых платформах, не являются статистически значимыми.

Результаты регрессионного анализа первой модели представлены в таблице 12.

Независимая переменная	Таблица 12 Результаты регрессионного анализа модели 2		
	Сквозная регрессия	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
<i>Patent</i>	0,1512893**	0,1244369*	0,1512893**
<i>DirSize</i>	0,0798406**	0,0723496*	0,0798406**
<i>Nonex</i>	-0,0080599	-0,0378037	-0,0080599
<i>Voting</i>	-0,0476054	-0,0299225	-0,0476054
<i>Power</i>	0,4868638	0,4732464	0,4868638
<i>Motiv</i>	0,27272***	0,2461235***	0,27272***
<i>Size</i>	0,0082254	0,007029	0,0082254
<i>Age</i>	-0,0653949**	-0,0710081*	-0,0653949**
<i>Diver</i>	0,0255749	0,0280672	0,0255749
Const	-0,2775981***	-0,2207876***	-0,2775981***
R ² overall	0,1106	0,1080	0,1106
p-value	0,0001	0,0038	0,0001

Примечание: ***, **, * — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Все рассмотренные модели являются статистически значимыми на 1% уровне. Как и в первой регрессионной модели, анализ значения фактора инфляции дисперсии (VIF) показал отсутствие мультиколлинеарности в моделях. Тесты Уайта и Бройша-Пагана, в свою очередь, показали отсутствие гетероскедастичности.

Переменная базовой модели возраст компании является статистически значимой на 5%. Отметим, что коэффициент перед переменной отрицательный, что говорит о том, что молодые компании на краудфандинговых платформах более результативны в будущем. Данный результат может интерпретироваться следующим образом: скорее всего более зрелые компании могут привлекать денежные средства на краудфандинговых платформах

в том случае, если они имеют неустойчивое финансовое положение и не могут привлечь инвестиции через другие каналы (например, публичное размещение акций или долговой займ в банке). Молодые компании, в свою очередь, могут привлекать денежные средства на инновационные проекты, которые могут иметь высокую доходность. Полученный результат согласуется с результатами [Signori, Vismara, 2016] и [Ahlers et al., 2015], которые обнаружили отрицательную линейную зависимость между возрастом компании, привлекающей долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, и ее дальнейшей результативностью.

Интересно отметить, что по результатам первой регрессионной модели, инвесторы на краудфандинговых платформах отдают предпочтение более зрелым компаниям, у более зрелых компаний отношение привлеченных денежных средств к первоначально заявленной цели выше. Результат объясняется тем, что инвестиции в более молодые компании являются более рискованными. В то же время, по результатам второй регрессионной модели текущая доходность более зрелых компаний ниже. Таким образом, инвесторам на краудфандинговых платформах, которые вкладывают денежные средства в компании, ожидая максимальный возврат на свои инвестиции, следует выбирать более молодые компании для инвестирования. При этом следует отметить, что инвестиции в такие компании могут быть более рискованными.

Переменная участие менеджеров компании в акционерном капитале оказалась статистически значимой на 1%, уровне значимости. Знак оценки параметра коэффициента оказался положительным и совпал с ожидаемым. Результативность компаний, в которых менеджеры являются держателями акций, в среднем на 27,05% выше, чем у компаний, в которых топ-менеджмент не является держателем акций. Таким образом, можно сделать вывод, что в компаниях, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах, где топ-менеджмент имеет финансовую заинтересованность в росте цен на акции, менеджеры работают более эффективно, и компании являются более результативными. Потенциальным инвесторам на краудфандинговых платформах необходимо обращать внимание на такую характеристику компании как участие менеджеров компании в акционерном капитале, чтобы максимизировать возврат на инвестиции. Полученный результат совпал с результатами [Mehran, 1995; Kuo et al., 2013], которые нашли прямую линейную взаимосвязь между участием менеджеров в акционерном капитале и финансовой результативностью компаний. Из полученных результатов следует, что существуют основания принять исследовательскую гипотезу H8 о том, что компании-заемщики на краудфандинговых платформах, в которых менеджеры участвуют в акционерном капитале,

являются более результативными, чем компании, в которых менеджеры не владеют акциями компании. Потенциальным инвесторам следует инвестировать денежные средства на краудфандинговых платформах в компании, в которые менеджеры получают вознаграждение в виде акций, поскольку данная характеристика компании является драйвером финансовой результативности.

Переменная наличие зарегистрированных патентов у компаний оказалась статистически значимой на 5%. Оценка параметра равна 0,1548, что говорит о том, что компании на краудфандинговых платформах, которые имеют зарегистрированные патенты, в среднем на 15,48% более результативны, чем компании без патентов. Это связано с тем, что патенты являются показателем инновационной активности и научно-исследовательской деятельности компаний. Полученный результат согласуется с выводами [Signori, Vismara, 2016], [Ahlers et al., 2015], [Hornuf, L.; Schmitt, M., 2017], которые обнаружили положительную линейную взаимосвязь между наличием зарегистрированных патентов у компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, и их финансовой результативностью. Таким образом, существуют основания, чтобы принять исследовательскую гипотезу H4 о том, что компании-заемщики на краудфандинговых платформах, имеющие зарегистрированные патенты, результативнее компаний, не имеющих зарегистрированных патентов. Отметим, что в первой регрессионной модели показатель наличия зарегистрированных патентов оказался не значим, то есть нет оснований полагать, что компании, имеющие зарегистрированные патенты, более привлекательны для инвесторов. Поскольку инвесторы вкладывают денежные средства в компании на краудфандинговых платформах, ожидая максимальную прибыль, согласно результатам второй модели, им следует выбирать компании, имеющие зарегистрированные патенты, поскольку финансовая результативность таких компаний выше.

Контрольная переменная размер совета директоров статистически значима на 5% уровнях. При увеличении числа директоров в Совете директоров на 1%, ожидается увеличение результативности компании на 0,08%. Данный результат объясняется следующим образом: в компаниях, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, в которых в совете директоров состоит большее число директоров, решения принимаются более эффективно, и компании являются более результативными. Полученный результат совпадает с результатом исследователей [Ahlers et al., 2015], которые пришли к выводу, что при увеличении размера совета директоров у компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, их дальнейшая финансовая

результативность увеличивается. Таким образом, существуют основания принять исследовательскую гипотезу H5, которая заключалась в том, что имеет место прямая взаимосвязь между размером Совета директоров компании, привлекающей долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, и ее финансовой результативностью.

Такие контрольные переменные как размер компании, присутствие неисполнительных директоров, доля акций типа А, несущих за собой право голоса на собрании акционеров, и власть акционеров не являются статистически значимыми.

На краудфандинговых платформах как в России, так и за рубежом, инвесторы часто сталкиваются с проблемой инвестирования денежных средств в компании, которым не удается достичь первоначально установленной цели по сбору денежных средств, и, в соответствии с правилами краудфандинговой платформы, денежные средства возвращаются инвесторам. В таком случае инвесторы теряют как временные ресурсы, так и денежные средства, согласно теории упущенных возможностей. Практической значимостью данного исследования является то, что на основании его результатов инвесторы могут выбирать объекты для инвестирования на краудфандинговых платформах, которые с большей вероятностью привлекут сумму денежных средств большую или равную их первоначальной цели и получат денежные средства. Инвесторам следует вкладывать денежные средства в компании, деятельность которых не диверсифицирована и которые предлагают на краудфандинговых платформах акции без права голоса. В таком случае инвесторы не будут терять временные и денежные ресурсы. Также практической значимостью для инвесторов является то, что по результатам проведенного исследования были выявлены драйверы финансовой результативности компаний на краудфандинговых платформах. Поскольку инвесторы на краудфандинговых платформах вкладывают денежные средства в компании с целью максимизации прибыли, им следует выбирать компании для инвестирования, основываясь на характеристиках компаний, которые являются драйверами их финансовой результативности таких как наличие зарегистрированных патентов, размер совета директоров, вознаграждение менеджеров акциями компании. Также существует практическая значимость для компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, поскольку были выявлены характеристики, влияющие на привлекательность компаний для инвесторов на краудфандинговых платформах и финансовую результативность компаний. Компании, привлекающие капитал на краудфандинговых платформах, заинтересованы в том, чтобы привлечь наибольшее число инвесторов и получить финансирование, поскольку в случае не достижения первоначально заявленной суммы денежных средств, компания не получит

финансирование, а также понесет значительные расходы. Таким образом, менеджмент компаний, которые намереваются привлекать денежные средства на краудфандинговых платформах, могут учитывать результаты данного исследования и размещать акции типа В, которые более привлекательны для инвесторов. Наконец, результаты данного исследования могут быть полезны исследователям, заинтересованным в вопросах результативности краудинвестинга, поскольку данная работа является одной из первых в России и за рубежом, изучающих взаимосвязь характеристик компаний на краудфандинговых платформах и финансовой результативности.

В качестве направлений дальнейших исследований можно отметить следующие. Во-первых, выбор новой совокупности показателей финансовой результативности, взаимосвязанных с характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах. Во-вторых, введение иных характеристик компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, взаимосвязь которых с финансовой результативностью и привлекательностью для инвесторов будет значимой. В-третьих, учет в эконометрических моделях инвестиционных рисков на краудфандинговых платформах. В-четвертых, тестирование новых эконометрических моделей для проверки выдвинутых предположений о том, что между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательностью для инвесторов и характеристиками компаний на краудфандинговых платформах и дальнейшей финансовой результативностью имеет место значимая взаимосвязь.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследовательские вопросы данной работы были сформулированы следующим образом: «Какие характеристики компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах привлекают потенциальных инвесторов?» и «Какие характеристики компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, будут сигнализировать потенциальным инвесторам о дальнейшей результативности данных компаний?». Далее были сформулированы две цели работы. Первая цель заключалась в установлении взаимосвязи между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательностью для инвесторов. Вторая — в выявлении взаимосвязи между характеристиками компаний, привлекающих долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, и результативностью деятельности таких компаний.

В первой главе был представлен обзор научной литературы, посвященной краудфандингу, сформулировано понятие краудфандинга, рассмотрена история возникновения краудфандинга и виды краудфандинга: благотворительный краудфандинг, условно-возвратный краудфандинг, краудлендинг и краудинвестинг. Далее было определено понятие краудинвестинга как способа привлечения денежных средств компаниями от большой группы инвесторов, которые инвестируют определенные денежные суммы в обмен на акции компании через интернет-посредников — краудфандинговые платформы. После этого был разобран принцип работы краудфандинговых платформ. В дополнение к этому, первая глава содержит страновые особенности краудинвестинга, а также государственное регулирование краудинвестинга в различных странах. Великобритания является одним из лидеров на рынке краудинвестинга в мире. В Великобритании краудинвестинг регулируется «Регулятивным подходом к краудфандингу через Интернет», устанавливающим максимальную сумму, которую может привлечь компания на краудфандинговой платформе, регулирующим деятельность непрофессиональных инвесторов на краудфандинговых платформах, и устанавливающим, что краудинвестинг должен осуществляться исключительно через зарегистрированные в Комиссии по ценным бумагам краудфандинговые платформы. Краудинвестинг в России регулируется Федеральным законом, вошедшим в силу 1 января 2020 года. Краудинвестинг в России не является совершенным и зрелым, поэтому для цели исследования результативности долевого краудинвестинга, рассматривался краудинвестинг в Великобритании.

Во второй главе были проанализированы характеристики компаний на краудфандинговых платформах. Компании, привлекающие инвестиции на краудфандинговых платформах являются частными, в основном, находятся на первой стадии жизненного цикла и являются малыми, то есть имеют годовую выручку ее более 10,2 млн фунтов стерлингов, совокупную стоимость активов не более 5,1 млн фунтов стерлингов и имеют не более 50 сотрудников. Что касается инвесторов, на краудфандинговых платформах вкладывают денежные средства непрофессиональные инвесторы, бизнес-ангелы, венчурные капиталисты и профессиональные инвесторы, инвестирующие большую долю собственного капитала на краудфандинговых платформах. Было выявлено, что с течением времени на краудфандинговых платформах увеличивается число профессиональных инвесторов. Помимо того, во второй главе было дано определение понятию финансовая результативность, которое определялось как способность компании повышать ценность инвестиций, вложенных в компанию, которые будут способствовать постоянному совершенствованию и достижению целей, выражаемая через финансовые показатели. Было отмечено, что показатели финансовой результативности разделяются рыночные, которые основанные на рыночных данных, и бухгалтерские, основанные на финансовой отчетности. Для оценки результативности долевого краудинвестинга, был выбран показатель текущей доходности акций.

В третьей главе были проанализированы исследования, изучающие взаимосвязь между характеристиками компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах и их привлекательностью для инвесторов. Исходя из проведенного анализа исследований, были сформулированы три исследовательские гипотезы:

H1: Компании, привлекающие долевые инвестиции на краудфандинговых платформах, которые имеют зарегистрированные патенты, более привлекательны для потенциальных инвесторов.

H2: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, предлагающие инвесторам акции без права голоса на собрании акционеров, более привлекательны для потенциальных инвесторов, чем компании компаний, предлагающих акции с правом голоса.

H3: Имеет место обратная взаимосвязь между долей собственного капитала, предлагаемой компанией-заемщиком на краудфандинговой платформе потенциальным инвесторам, и ее привлекательностью для потенциальных инвесторов.

Кроме того, в третьей главе был представлен обзор исследований, изучающих взаимосвязь между характеристиками компаний на краудфандинговых платформах и их

дальнейшей результативностью. На основе представленного обзора были сформулированы следующие исследовательские гипотезы:

H4: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, имеющие зарегистрированные патенты, результативнее компаний, не имеющих зарегистрированных патентов.

H5: Имеет место прямая взаимосвязь между размером Совета директоров компании, привлекающей долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, и ее финансовой результативностью.

H6: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, у которых в Совете директоров состоят неисполнительные директора, являются более результативными, чем компании, у которых нет неисполнительных директоров в Совете директоров.

H7: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, предлагающие инвесторам акции без права голоса на собрании акционеров, результативнее компаний, предлагающих акции с правом голоса.

H8: Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, в которых менеджеры участвуют в акционерном капитале, являются более результативными, чем компании, в которых менеджеры не владеют акциями компании.

В конечную выборку исследования вошли 293 компании, привлекавшие капитал на английской краудфандинговой платформе Crowdcube в период с 2011 по 2019 гг. Информация для проведения эмпирического исследования была получена из следующих источников: краудфандинговая платформа Crowdcube; база данных Amadeos (обновление №3030 от 6 декабря 2019 г.); официальный сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House).

Полученные в работе результаты показывают, что компании-заемщики на краудфандинговых платформах, предлагающие инвесторам акции без права голоса, более привлекательны для потенциальных инвесторов, чем компании, предлагающие акции с правом голоса. Это можно объяснить тем, что размещение голосующих акций на краудфандинговых платформах, приводит к росту агентских издержек. Компании-заемщики на краудфандинговых платформах, имеющие зарегистрированные патенты, в будущем результативнее компаний, не имеющих зарегистрированных патентов. Такой результат объясняется тем, что патенты являются показателем инновационной активности и научно-исследовательской деятельности компаний. Кроме того, была установлена прямая взаимосвязь между размером совета директоров компании, привлекающей долевые инвестиции на краудфандинговой платформе, и ее финансовой результативностью.

Исследование показало, что компании-заемщики на краудфандинговых платформах, в которых менеджеры являются акционерами являются более результативными, чем компании, в которых менеджеры не владеют акциями компании. Это связано с тем, что менеджеры, финансово не заинтересованные в результатах принятых ими решений, могут принимать решения, противоречащие интересам акционеров. Вознаграждение менеджеров акциями управляемых компаний является одним из внутренних механизмов корпоративного управления, который может использоваться для решения агентской проблемы.

На основе проведенного исследования были сделаны практические рекомендации как для инвесторов, так и для компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах. Практическая значимость данного исследования заключается в том, что, на основе его результатов, инвесторам на краудфандинговых платформах следует выбирать компании для инвестирования, основываясь на характеристиках компаний, которые являются драйверами их финансовой результативности таких как наличие зарегистрированных патентов, размер совета директоров, вознаграждение менеджеров акциями компании, поскольку вкладывают денежные средства в компании на краудфандинговых платформах, ожидая максимальную прибыль. Если ранее непрофессиональные инвесторы принимали решение об инвестировании на основании субъективной привлекательности бизнес-идеи и собственного опыта, то по результатам данной работы, инвесторы могут принимать решение об инвестировании, основываясь на определенных количественных и качественных характеристиках компаний. Также существует практическая значимость для компаний-заемщиков на краудфандинговых платформах, поскольку были выявлены характеристики, влияющие на привлекательность компании для инвесторов на краудфандинговых платформах и финансовую результативность компаний. Наконец, результаты данного исследования могут быть полезны исследователям, заинтересованным в вопросах результативности краудинвестинга, поскольку данная работа является одной из первых в России и за рубежом, изучающих взаимосвязь характеристик компаний на краудфандинговых платформах и финансовой результативности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Аналитический центр НАФИ. Рейтинг финансовой грамотности регионов России [Электронный ресурс] // Аналитический центр НАФИ. – 2018. — Режим доступа: <https://nafi.ru/projects/finansy/rejting-finansovoy-gramotnosti-regionov-rossii-2018/> (дата обращения: 27.11.2019).
2. Березинец И.В., Ильина Ю.Б. Черкасская А.Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ. [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская // Вестник С.-Петербург. ун-та. / Сер. Менеджмент — 2013. — вып. 2. — Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/586.pdf> (дата обращения: 25.03.2020).
3. Березинец И.В., Т.А. Гаранина, Ильина Ю.Б. Социальный капитал женщин — членов советов директоров и финансовая результативность компании: эмпирическое исследование. [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Т.А. Гаранина, Ю.Б. Ильина // подход к определению и структуре Российский журнал менеджмента. — том 16, № 3, 2018. (дата обращения: 25.03.2020).
4. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — 7-е изд. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014.
5. Волков Д. Л., Никулин Е. Д. Операционная эффективность и фундаментальная ценность собственного капитала организации // Вестн. С.- Петер. ун-та. Сер. Менеджмент. 2009. Вып. 1. с. 63–92.
6. Годовой отчет Банка России за 2017 год. [Электронный ресурс] // Центральный банк Российской Федерации. — 2019. — Режим доступа: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7796/ar_2017.pdf (дата обращения: 23.11.2019).
7. Годовой отчет Банка России за 2018 год [Электронный ресурс]: Центральный банк Российской Федерации — 2018. — Режим доступа: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/19699/ar_2018.pdf (дата обращения: 23.11.2019).
8. ГОСТ Р ИСО 9000-2001 "Системы менеджмента качества. Основные положения и словарь": принят и введен в действие постановлением Госстандарта России от 15 августа 2001 г. № 332-ст. Издание (ноябрь 2004 года) с Изменением N 1, принятым в июле 2003 года (ИУС 10-2003) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://docs.cntd.ru/document/1200015260> (дата обращения: 15.03.2020).

9. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007.
10. Ковалев, В. В. Финансовый учет и анализ / В. В. Ковалев. — М.: Финансы и статистика, 2004.
11. Ковальчук, А. В., Сайбель, Н. Ю. Оценка уровня финансовой грамотности населения в России. [Электронный ресурс] / Ковальчук, А. В., Сайбель, Н. Ю. // Научно-методический электронный журнал «Концепт». — 2018. — Режим доступа: <http://e-koncept.ru/2018/184003.htm> (дата обращения: 15.11.2019).
12. Лопатников, Л. И. Экономико-математический словарь. / Лопатников, Л. И. // М.: Наука. — 1993.
13. НАФИ. Рейтинг финансовой грамотности регионов России. — 2018 [Электронный ресурс] / Аналитический центр НАФИ. — 2018. — Режим доступа: <https://nafi.ru/projects/finansy/rejting-finansovoy-gramotnosti-regionov-rossii-2018/> (дата обращения: 26.10.2019).
14. О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 02.08.2019 N 259-ФЗ : одобрен Советом Федерации 26 июля 2019 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_330652 (дата обращения: 08.10.2019).
15. Руководство Осло. Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. / Руководство Осло. // Вопросы измерения научно-технической деятельности — 3-е изд. — М.: совместная публикация ОЭСР и Евростата. — 2010. — с. 107.
16. Сафронов, И. В. Понятия "инновация" и инновационная деятельность: сущность и содержание. / Сафронов, И. В. // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского. — 2008. — №. 4. — с. 14.
17. Федотов, Ю. В. Измерение эффективности деятельности организации: особенности метода DEA (анализа свертки данных) / Федотов, Ю.В. // Российский журнал менеджмента. — 2012. — Т. 10, № 2. — С. 51-62.
18. Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. Новые инструменты привлечения финансирования на развитие технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России / Фияксель Э. А., Соколов И. Н., Солохин А. А. // Аналитический доклад. Центр стратегических разработок. — 2018. — Режим доступа: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/219492205> (дата обращения: 17.11.2019).

19. Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. / Шумпетер Й.А. М.: Директмедиа Паблшинг. – 2008.
20. Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. Are syndicates the killer app of equity crowdfunding? / Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. // *California Management Review*. — 2016. — Vol. 58(2). — p. 111-124.
21. Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. Crowdfunding: geography, social networks, and the timing of investment decisions / Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. // *Journal of Economics & Management Strategy* — 2015. — Vol. 24(2), p. 253-274
22. Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. Some simple economics of crowdfunding / Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. // *Innovation Policy and the Economy*. — 2013. — Vol. 14(1), p. 63-97
23. Ahlers, G.K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. Signaling in equity crowdfunding / Ahlers, G.K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. // *Entrepreneurship: Theory and Practice*. — 2015. — Vol. 39, p. 955-980
24. Appuhami, R. The Impact Of Intellectual Capital On Investors' Capital Gain On Shares: An Empirical Investigation In Thai Banking, Finance & Insurance Sector. / Appuhami, R. // *Journal of Internet Banking and Commerce*. – 2007. – Vol. 3(2)
25. Ayal, I., Zif, J. Marketing expansion strategies in multinational marketing. / Ayal, I., Zif, J. // *Journal of Marketing*. — 1979.
26. Bao, Z., Huang, T. External supports in reward-based crowdfunding campaigns: a comparative study focused on cultural and creative projects. / Bao, Z., Huang, T. // *Online Information Review*. – 2017. – Vol. 41(5), p. 626-642
27. Beauhurst. Company Growth Life Cycles [Электронный ресурс] // Beauhurst. — Режим доступа: <https://about.beauhurst.com/blog/stages-evolution-companies/> (дата обращения: 09.11.2019).
28. Beauhurst. The UK crowd funding landscape in 2019 [Электронный ресурс] // Beauhurst. — Режим доступа: <https://about.beauhurst.com/blog/uk-crowd-funding-landscape-2019/> (дата обращения: 09.11.2019)
29. Bebchuk, L.A., Kastiel, K. The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock. / Bebchuk, L.A., Kastiel, K. // *Virginia Law Review*. – 2017. – Vol. 103, pp. 585-631
30. Bechter, C., Jentzsch, S., Frey, M., From wisdom of the crowd to crowdfunding / Bechter, C., Jentzsch, S., Frey, M. // *Journal of Communication and Computer*. — 2011. — p. 951-957

31. Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. Crowdfunding: tapping the right crowd / Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. // *Journal of Business Venturing*. — 2014. — Vol. 29(5), p. 585-609
32. Bender, R., Moir, L. Does 'best practice' in setting executive pay in the UK encourage 'good' behaviour? / Bender, R., Moir, L. // *Journal of Business Ethics*. — 2006. — Vol. 67(1), pp. 75-91
33. Berger L., Ofek, M. Diversification's effect on firm value. / Berger L., Ofek, M. // *Journal of Financial Economics*. — 1995. — № 37, pp. 39-65
34. Berle, A., Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*. / Berle, A., Means, G. // Commerce Clearing House, New York. — 1932. — 380 p.
35. Block, J.H., Hornuf, L., Moritz, A. Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? / Block, J.H., Hornuf, L., Moritz, A. // *Small Business Economics*. — 2017. — Vol. 50(1), p. 3-27
36. Bosworth, D., Rogers, M. Market value, R&D and intellectual property: An empirical analysis of large Australian firms / Bosworth, D., Rogers, M. // *The Economic Record* — 2001. — Vol. 77(239), p. 323-337
37. Bradford, S.C. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. / Bradford, S.C. // *Columbia Business Law Review*. — 2012.
38. British Venture Capital Association [Электронный ресурс] / European Private Equity & Venture Capital Association. — 2005 — Режим доступа: <https://www.bvca.co.uk/> (дата обращения: 18.12.2019).
39. Capon, N. *Toward an integrative explanation of corporate financial performance* / N. Capon, J. U. Farley, S. Hoenig. // Springer Science & Business Media: Springer Netherlands. — 1996.
40. Chang, K.-C., Chen, D.-Z., Huang, M.-H. The relationships between the patent performance and corporation performance. / Chang, K.-C., Chen, D.-Z., Huang, M.-H. // *Journal of Informetrics*. — 2012.
41. Cholakova, M., Clarysse, B. Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? / Cholakova, M., Clarysse, B. // *Research Article* — 2015. — Vol. 39 pp. 145-172.
42. Christensen, H.K., Montgomery, C.A. Corporate economic performance: diversification strategy versus market structure. / Christensen, H.K., Montgomery, C.A. // *Strategic Management Journal*. — 1981. — Vol. 2(4), p. 327-343
43. Clark, J. VC evolved: how VC Has adapted in the 15 tumultuous years since the dotcom boom. / Clark, J. // *British Venture Capital Association*. — 2014.

44. Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance / Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. // *Journal of Financial Economics*. – 1999. – Vol. 51, pp. 371-406
45. Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act 2017. [Электронный ресурс]: Australian Government, Federal Register of Legislation. 2017. Режим доступа: <https://www.legislation.gov.au/Details/C2017A00017> (дата обращения: 22.10.2019).
46. Crowdcube. [Электронный ресурс] / Crowdcube. – 2019. — Режим доступа: <https://www.crowdcube.com/investments> (дата обращения: 17.11.2019).
47. Crowdcube. What are A Ordinary Shares and B Investment Shares? [Электронный ресурс] / Crowdcube. – 2020 — Режим доступа: <https://help.crowdcube.com/hc/en-us/articles/206709850-What-are-A-Ordinary-Shares-and-B-Investment-Shares> (дата обращения: 13.11.2019).
48. Crowdfunding. Cambridge Dictionary [Электронный ресурс] // Cambridge University Press — 2020 — Режим доступа: <https://dictionary.cambridge.org/ru/%D1%81%D0%BB%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%80%D1%8C/%D0%B0%D0%BD%D0%B3%D0%BB%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9/crowdfunding> (дата обращения: 11.10.2019).
49. Cumming, D., Johan, S. Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights / Cumming, D., Johan, S. // Academic Press. — 2019.
50. Cumming, D., Meoli, M., Vismara, S. Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. / Cumming, D., Meoli, M., Vismara, S. // *Research Policy*. – 2019. – Vol. 48(8).
51. D. Higgs, Review of the role and effectiveness of non-executive directors / Department of Trade and Industry – 2003
52. Damodaran A. Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. / Damodaran A. // *Measurement and Implications*. – 2007.
53. Damodaran, A. Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management. / Damodaran, A. // New Jersey: Pearson Education. – 2007.
54. De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom, D. A Framework for European Crowdfunding [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf> (дата обращения: 07.10.2019).

55. De Crescenzo, V., Ribeiro-Soriano, D.E., Covin, J.G. Exploring the viability of equity crowdfunding as a fundraising instrument: A configurational analysis of contingency factors that lead to crowdfunding success and failure. / De Crescenzo, V., Ribeiro-Soriano, D.E., Covin, J.G. // *Journal of Business Research*. – 2019.
56. De Vries, G., Pennings, E., Block, J.H., Fisch, C. Trademark or patent? The effects of market concentration, customer type and venture capital financing on start-ups' initial IP applications. / De Vries, G., Pennings, E., Block, J.H., Fisch, C. // *Industry and Innovation*. – 2017. – Vol. 24, 325-345.
57. Dechow, P.M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. / Dechow, P.M. // *Journal of accounting and economics*. — 1994. – Vol. 18(1), p. 3-42.
58. Demb, A., Neubauer, F.-F. *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*. / Demb, A., Neubauer, F.-F. // Oxford: Oxford University Press. – 1992.
59. Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., Dushnitsky, G. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. / Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., Dushnitsky, G. // *Journal of Management* — 2017. — 43(6), p. 1820-1853
60. Dulewicz, V., Herbert, P. Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? / Dulewicz, V., Herbert, P. // *Corporate Governance: An International Review*. — 2004.
61. Dvoracek J. *Audit of business and its operations*. In Czech: *Audit podniku a jeho operaci*. Praha: C. H. Beck. – 2005.
62. Eisenhardt K.M. Agency theory: An assessment and review. / Eisenhardt K.M. // *Academy of Management Review*. – 1989. – Vol. 14 (1), p. 57–74.
63. EquityNet Краудинвестинг. [Электронный ресурс] / Global Equity Fintech, Inc. – 2019. — Режим доступа: <https://www.equitynet.com/about.aspx> (дата обращения: 13.12.2019).
64. European Business Angels Network. [Электронный ресурс] / European Business Angels Network. – 2019 — Режим доступа: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained> (дата обращения: 12.10.2019).
65. European Crowdfunding Network. [Электронный ресурс] / European Crowdfunding Network. – 2016. — Режим доступа: <https://eurocrowd.org/> (дата обращения: 30.10.2019).
66. European Private Equity & Venture Capital Association. *EVCA Governing Principles*. [Электронный ресурс] / European Private Equity & Venture Capital Association. – 2005. —

- Режим доступа: <https://www.eesc.europa.eu/sites/default/files/resources/docs/056-private-act.pdf> (дата обращения: 12.11.2019).
67. Fama E., Jensen M. Agency problems and residual claims. / Fama E., Jensen M. // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26 (2), p. 327–349.
 68. Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control. Foundations of the organizational strategy. / Fama E., Jensen M. // Harvard University Press. – 1998.
 69. FCA. The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules, 2014 [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> (дата обращения: 08.10.2019).
 70. Ferlie, E. F., Ashburner, L., Fitzgerald, L. The Non-executive Director and the Board – Some Evidence from the NHS. / Ferlie, E. F., Ashburner, L., Fitzgerald, L. // Warwick: Centre for Corporate Strategy and Change, University of Warwick. – 1994.
 71. Firer, C., Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. Fundamentals of Corporate Finance / Firer, C., Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. // Third South African Edition. – 2004. – №20
 72. Freear, J., Sohl, J.E., Wetzel Jr., W.E. Angels and non-angels: Are there differences? / Freear, J., Sohl, J.E., Wetzel Jr., W.E // *Journal of Business Venturing*. — 1994. — Vol. 9(2), с. 109-123
 73. Friedlob, G. T., Schleifer, L. L. F., Plewa, F. J. Essentials of corporate performance measurement / Friedlob, G. T., Schleifer, L. L. F., Plewa, F. J. // John Wiley & Son. —2002. – Vol. 19.
 74. Funding Circle. [Электронный ресурс] / Prosper. – 2020. — Режим доступа: <https://www.fundingcircle.com/uk/> (дата обращения: 12.11.2019).
 75. Gass, D. Crowd Funding. How to raise money with the online crowd / Gass, D. — 2011.
 76. Ge, D., Mahoney, J. M., Mahoney, J. T. New Venture Valuation by Venture Capitalists: An Integrative Approach. / Ge, D., Mahoney, J. M., Mahoney, J. T. – 2005.
 77. Gerber, E. M., Hui, J. S., Kuo, P.Y. Crowdfunding: Why People Are Motivated to Participate / Gerber, E. M., Hui, J. S., Kuo, P.Y. – 2012.
 78. GoFundMe. [Электронный ресурс] / GoFundMe. – 2020. — Режим доступа: <https://www.gofundme.com/> (дата обращения: 03.02.2020).
 79. GoFundMe. Coronavirus, rafforziamo la terapia intensive. [Электронный ресурс] / GoFundMe. – 2020. — Режим доступа: <https://www.gofundme.com/f/coronavirus-terapia-intensiva> (дата обращения: 20.03.2020).

80. Gompers, P., Lerner, J. The Money of Invention — How Venture Capital Creates New Wealth. / Gompers, P., Lerner, J. // Cambridge, MA: Harvard Business School Press. — 2001.
81. Gompers, P., Lerner, J. The venture capital revolution / Gompers, P., Lerner, J. // Journal of Economic Perspectives. — 2001.
82. GOV.UK, Официальный сайт Правительства Великобритании. Use the Enterprise Investment Scheme (EIS) to raise money for your company. [Электронный ресурс] / GOV.UK. — 2020. — Режим доступа: <https://www.gov.uk/guidance/venture-capital-schemes-apply-for-the-enterprise-investment-scheme> (дата обращения: 18.12.2019).
83. GOV.UK, Официальный сайт Правительства Великобритании. Use the Seed Enterprise Investment Scheme to raise money for your company. [Электронный ресурс]: GOV.UK. — 2020. — Режим доступа: <https://www.gov.uk/guidance/venture-capital-schemes-apply-to-use-the-seed-enterprise-investment-scheme> (дата обращения: 18.12.2019).
84. Graw, S. Crowd-sourced funding — was tax considered? / Graw, S. // Journal of the Australasian Tax Teachers Association. — 2018. — Vol. 13(1), pp. 85-113.
85. Hagel III, J., Brown, J., S., Davison, L. The Power of Pull: How Small Moves, Smartly Made, Can Set Big Things In Motion / Hagel III, J., Brown, J., S., Davison, L. // Basic Books. — 2009.
86. Hagel, J., Brown, J. S., Davison L. The best way to measure company performance [Электронный ресурс] // HBR blog network. — Режим доступа: <https://hbr.org/2010/03/the-best-way-to-measure-compan.html> (дата обращения: 07.12.2019).
87. Hansen G. S., Wernerfelt B. Determinants of firm performance: The relative importance of economic and organizational factors. / Hansen G. S., Wernerfelt B. // Strategic management journal. — 1989. — Vol. 10(5), p. 399-411.
88. Hemer, J. A snapshot on crowdfunding / Hemer, J. // Arbeitspapiere Unternehmen und Region. — 2011.
89. Hendry K., Kiel G.C. The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organizational control perspectives. / Hendry K., Kiel G.C. // Corporate Governance: An International Review. — 2004. — Vol. 12 (4), p. 500–520.
90. Hillman, A. J., Dalziel, T. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives / Hillman, A. J., Dalziel, T. // Academy of Management Review. — 2003. — Vol. 28(3), p. 383-396.

91. Hornuf, L., Neuenkirch, M. Pricing the value of cash flow rights in crowdfunding: an analysis of Innovestment backers / Hornuf, L., Neuenkirch, M. // *Small Business Economics*. — 2017.
92. Hornuf, L., Schwienbacher, A., Internet-based entrepreneurial finance: lessons from Germany / Hornuf, L., Schwienbacher, A. // *California Management Review* – 2017. – Vol. 60(2), p. 150-175.
93. Hornuf, L., Schwienbacher, A., Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding / Hornuf, L., Schwienbacher, A. // *Journal of Corporate Finance*. – 2015. – Vol. 50, p. 556-574.
94. Hornuf, L., Schwienbacher, A., Should securities regulation promote equity crowdfunding? / Hornuf, L., Schwienbacher, A. // *Small Business Economics*. — 2017. – Vol. 49(3), p. 579-593.
95. Hornuf, L.; Schmitt, M. Equity Crowdfunding in Germany and the UK: Follow-up Funding and Firm Survival / Hornuf, L.; Schmitt, M. // CESifo Working Paper, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo). — 2017.
96. Horton, J., Millo, Y., Serafeim, G. Resources or Power? Implications of Social Networks on Compensation and Firm Performance. / Horton, J., Millo, Y., Serafeim, G. // *Journal of Business, Finance and Accounting*. – 2012. – Vol. 39.
97. Howe, J. Crowdsourcing — Why the Power of the Crowd is Driving Future of Business. / Howe, J. // New York: Three Rivers Press. — 2008.
98. Howe, J. The Rise of Crowdsourcing. [Электронный ресурс] / Howe, J. // WIRED. — 2006. Режим доступа: <https://www.wired.com/2006/06/crowds/> (дата обращения: 13.11.2019).
99. Hsu, H.-H., Wu, C.H.-Y. Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. / Hsu, H.-H., Wu, C.H.-Y. // *British Accounting Review*. - 2014. – Vol. 46 (3), pp. 215–227.
100. Hsu, H.-H., Ziedonis. Patents as Quality Signals for Entrepreneurial Ventures. / Hsu H.-H., Ziedonis. // *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*. – 2008.
101. Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. / Jensen, M. C., Meckling, W. H. // *Journal of Financial Economics*. – 1976.
102. Jewell, J. J., Mankin, J. A. What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets. / Jewell, J. J., Mankin, J. A. // *Academy of Educational Leadership Journal*. — 2011.

103. JOBS Act. US Securities and Exchange Commission. [Электронный ресурс] // US Securities and Exchange Commission. — 2012. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml> (дата обращения: 17.01.2020).
104. Johnson, J.L., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. Boards of directors: a review and research agenda. / Johnson, J.L., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. // Journal of Management. — 1996.
105. Kaplan, R.S., Norton, D. pp. The Balanced Scorecard — Measures That Drive Performance. / Kaplan, R.S., Norton, D. pp. // Harvard Business Review. — 1992.
106. Kemp, S. Driving strategy or just going through the motions: An empirical study of boardrooms in the UK. / Kemp, S. // International Journal of Business Administration. — 2010. — Vol. 1 (1), pp. 2–18.
107. Kickstarter. [Электронный ресурс] / Kickstarter. — 2020. — Режим доступа: <https://www.kickstarter.com/about?ref=global-footer> (дата обращения: 11.12.2019).
108. Kim, H., Gu, Z. Risk-adjusted performance: a sector analysis of restaurant firms. / Kim, H., Gu, Z. // Journal of Hospitality and Tourism Research. — 2003.
109. Kiva. [Электронный ресурс] / Kiva. — 2020. — Режим доступа: <https://www.kiva.org/>,
110. Kleemann, F., Voss, G., Rieder, K. Underpaid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. / Kleemann, F., Voss, G., Rieder, K. // Science, Technology & Innovation Studies. — 2008.
111. Kuo, C.-S., Leon, Li M.-Y., Yu, S.-E. Non-uniform effects of CEO equity-based compensation on firm performance — An application of a panel threshold regression model. / Kuo, C.-S., Leon, Li M.-Y., Yu, S.-E. // The British Accounting Review. — 2013. — Vol. 45, pp. 203-214.
112. Kuppuswamy, V., Bayus, B.L. Crowdfunding creative ideas: the dynamics of project backers in Kickstarter. / Kuppuswamy, V., Bayus, B.L. // The Economics of Crowdfunding, Cham: Palgrave Macmillan. — 2018. — pp. 151-182.
113. Lambert, T., Schwenbacher, A. An empirical analysis of crowdfunding. / Lambert, T., Schwenbacher, A. // SSRN Research Paper. — 2011.
114. Lu, X., Wang, J., Dong, D. Busy Boards and Corporate Performance. / Lu, X., Wang, J., Dong, D. // China Finance Review International. — 2013. — Vol. 3(2), с. 203-219
115. Malmendier, U., Shanthikumar, D. Are small investors naive about incentives? / Malmendier, U., Shanthikumar, D. // EconPapers. — 2007.
116. Mamonov, S., Malaga, R. A 2020 perspective on “Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States”. / Mamonov, S., Malaga, R. // Electronic Commerce Research and Applications — 2020. — Vol. 40.

117. Manual, F. Proposed standard practice for surveys on research and experimental development. / Manual, F. // OECD. – 2002.
118. Mason, C., Botelho, T., Harrison, R. The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. / Mason, C., Botelho, T., Harrison, R. // Venture Capital – 2016.
119. Maula, M., Autio, E., Arenius, pp. What drives micro-angel investments? / Maula, M., Autio, E., Arenius, pp. // Small Bus. Econ. — 2005.
120. Mcdougal, F.M., Round, D.K. A comparison of diversifying and nondiversifying Australian industrial firms. / Mcdougal, F.M., Round, D.K. // Academy of Management Journal. — 1984.
121. Mehran, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. / Mehran, H. // Journal of Financial Economics. — 1995. — Vol. 38, pp. 163-184.
122. Mollick, E. R. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. / Mollick, E. R. // Journal of Business Venturing. — 2014.
123. Monzo Bank Limited [Электронный ресурс] / Monzo Bank Limited, 2020 — Режим доступа: <https://monzo.com/> (дата обращения: 20.04.2020).
124. Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. Management ownership and market valuation. / Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol. 20, pp. 293-315.
125. Muth, M., Donaldson, L. Stewardship theory and board structure: A contingency approach. / Muth, M., Donaldson, L. // Corporate Governance: An International Review. — 1998.
126. Nguyen, T., Cox, J., Rich, J. Invest or regret? An empirical investigation into funding dynamics during the final days of equity crowdfunding campaigns. / Nguyen, T., Cox, J., Rich, J. // Journal of Corporate Finance. – 2018. – Vol 58, pp. 784-803.
127. Nishi, T. Different board structures and R&D: evidence from Japanese corporations. / Nishi, T. // Corporate board: role duties & composition. – 2015. – Vol. 11. – № 2.
128. Olusoga, S.A. Market concentration versus market diversification and internalization: implications for MNE performance. / Olusoga, S.A. // International Marketing Review. — 1993.
129. Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., Parasuraman, A. Crowd-funding: turning customers into investors through innovative service platforms. / Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., Parasuraman, A. // Journal of Service Management. – 2011. Vol. 22(4), pp. 443–470.
130. O'Sullivan, A., Sheffrin, S. M. Economics: Principles in Action. / O'Sullivan, A., Sheffrin, S. M. — New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2003. — 310 p.

131. Pantagakis, E., Terzakis, D., Arvanitis, S. R&D investments and firm performance: An Empirical Investigation of the High Technology Sector (Software and Hardware) in the EU. / Pantagakis, E., Terzakis, D., Arvanitis, S. // Available at SSRN 2178919. – 2012.
132. Parhankangas, A., Mason, C., Landström, H. Crowdfunding: an introduction. / Parhankangas, A., Mason, C., Landström, H. — 2019.
133. Pelizzon, L., Riedel, M., Tasca, P. Classification of crowdfunding in the financial system. / Pelizzon, L., Riedel, M., Tasca, P. // Banking Beyond Banks and Money, Cham: Springer. — 2016.
134. Prosper. [Электронный ресурс] / Prosper. – 2020. — Режим доступа: <https://www.prosper.com/> (дата обращения: 19.12.2019).
135. Ralcheva, A., Roosenboom, pp. On the road to success in equity crowdfunding. / Ralcheva, A., Roosenboom, pp. // SSRN working paper. — 2015.
136. Ramsey, Y. A. What the heck is crowdfunding? / Ramsey, Y. A. // Business people. — 2012. — pp. 54-57.
137. Rappaport, A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. / Rappaport, A. // Simer and Schuster Publishing Group, New York. – 1986.
138. Rechner, pp. K., Dalton, D. R. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. / Rechner, pp. K., Dalton, D. R. // Strategic Management Journal. – 1991. – Vol. 12(2), pp. 155-160.
139. Reimann, B. C. Getting value from strategic planning: The conference board's 1989 strategic planning conference. / Reimann, B. C. // Planning Review. — 1989.
140. Sarkar, J., Sarkar. S. Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. / Sarkar, J., Sarkar. S. // Pacific-Basin Finance Journal. — 2009.
141. Schwienbacher, A., Larralde, B. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. / Schwienbacher, A., Larralde, B. // The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford: Oxford University Press. – 2012.
142. Schwienbacher, A., Larralde, B. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures / Schwienbacher, A., Larralde, B. // Handbook of Entrepreneurial Finance. — 2010.
143. Seedrs. [Электронный ресурс] / Seedrs Limited. – 2020. — Режим доступа: <https://www.seedrs.com/> (дата обращения: 15.12.2019).
144. Shleifer, A., Vishny, R. W. A Survey of Corporate Governance. / Shleifer, A., Vishny, R. W. // The Journal of Finance. – 1997.

- 145.Short, J.C., Ketchen Jr., D.J., McKenny, A.F., Allison, T.H., Ireland, R.D. Research on crowdfunding: reviewing the (very recent) past and celebrating the present. / Short, J.C., Ketchen Jr., D.J., McKenny, A.F., Allison, T.H., Ireland, R.D. // *Entrepreneurship Theory and Practice*. — 2017.
- 146.Sigar, K. Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards. / Sigar, K. // *Administrative Law Review*. — 2012. — pp. 474-505.
- 147.Signori, A., Vismara, S. Returns on Investments in Equity Crowdfunding. / Signori, A., Vismara, S. — 2016.
- 148.Smart, S. B., Thirumalai, R. S., Zutter, C. J. What's in a vote the short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values. / Smart, S. B., Thirumalai, R. S., Zutter, C. J. // *Journal of Accounting and Economics*. — 2008. — Vol. 45, pp. 94-115.
- 149.Startrack, Инфографика: как устроен рынок краудинвестинга в России [Электронный ресурс] // Inc. — 2018. — Режим доступа: <https://incrussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 16.01.2020).
- 150.Statista. Crowdfunding worldwide [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. — Электрон. дан. — 2019, Режим доступа: <https://www.statista.com/outlook/377/100/crowdfunding/worldwide> (дата обращения: 19.12.2019).
- 151.Statista. Number of crowdfunding campaigns completed worldwide in 2016, by sector [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. — Электрон. дан. — 2016, Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/757247/number-crowdfunding-campaigns-completed-by-sector-globally/> (дата обращения: 19.12.2019).
- 152.Stephen, A., Ross, R. W., Westerfield, J.J. *Corporate Finance*. / Stephen, A., Ross, R. W., Westerfield, J.J. — 8th Edition. — 2005.
- 153.Šulák, M., Vacík, E. *Business Performance Measurement*. / Šulák, M., Vacík, E. // In Czech: *Měření výkonnosti firem*. Praha: Eupress. — 2005.
- 154.The Companies Act 2006 of United Kingdom — 2006. — p. 46.
- 155.Thorpe, R., Holloway, J. *Performance Management: Multidisciplinary Perspectives*. / Thorpe, R., Holloway, J. // Palgrave Macmillan: N. Y. — 2008.
- 156.Tomczak, A., Brem, A. A conceptualized investment model of crowdfunding. / Tomczak, A., Brem, A. // *Venture Capital*. — 2013.
- 157.Toumi, N., Benkraiem, R., Hamrouni, A. Board director disciplinary and cognitive influence on corporate value creation. *Corporate Governance*. / Toumi, N., Benkraiem, R., Hamrouni, A. // *The International Journal of Business in Society* / - 2016. — Vol. 16 (3), pp. 564– 578

158. Tran, V.T., Nguyen, T.T., Tran, N.T.M. Gender difference in access to local finance and firm performance: Evidence from a panel survey in Vietnam. / Tran, V.T., Nguyen, T.T., Tran, N.T.M. // *Economic Analysis and Policy*. – 2019. – Vol. 63, pp. 150-164.
159. UK Business Angel Association, British Business Bank. / UK Business Angel Association // *Business Angel Spotlight* — 2017.
160. Valanciene, L., Jegeleviciute, S. Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. / Valanciene, L., Jegeleviciute, S. // *Economics and management*. — 2013.
161. Vismara, S. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. / Vismara, S. // *Small Business Economics*. — 2016.
162. Vismara, S. Information cascades among investors in equity crowdfunding. / Vismara, S. // *Entrepreneurship Theory and Practice*. — 2017.
163. Vismara, S., Signori, A. How innovation shapes a firm's survival profile: Takeovers, regulatory and voluntary delistings. / Vismara, S., Signori, A. // *Advances in Strategic Management*. – 2015. – Vol. 31, pp. 321-340.
164. Vu, M.-C., Phan, T.T., Le, N.T. Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. / Vu, M.-C., Phan, T.T., Le, N.T. // *Research in International Business and Finance*. – 2018. – Vol. 45, pp. 512-528.
165. Vulkan, N., Astebro, T., Sierra, M.F. Equity crowdfunding: a new phenomena. / Vulkan, N., Astebro, T., Sierra, M.F. // *Journal of Business Venturing Insights*. — 2016.
166. Wagner, J. Performance Measurement: How to Measure, Evaluate, and Use Business Performance Information. / Wagner, J. — 2009.
167. Wallace, J. S. Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? / Wallace, J. S. // *Journal of Accounting and Economics*. – 1997. – Vol. 24, pp. 275-300.
168. Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., Vanacker, T. Equity crowdfunding: First resort or last resort? / Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., Vanacker, T. // *Journal of Business Venturing*. – 2018. – Vol. 33(4), pp. 513-533.
169. Wang, W., Mahmood, A., Sismeiro, C., Vulkan, N. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. / Wang, W., Mahmood, A., Sismeiro, C., Vulkan, N. // *Research Policy* — 2019. — Vol. 48(8).
170. Wernerfelt, B., Montgomery, C. Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance. / Wernerfelt, B., Montgomery, C. // *The American Economic Review*. – 1988. – Vol. 78(1), pp. 246- 250.

171. Wright, M., Hart, M., Fu, K. A Nation of Angels: Assessing the Impact of Angel Investing Across the UK. / Wright, M., Hart, M., Fu, K. // Enterprise research center. UK Business Angels Association. — 2015.
172. Wright, M., Westhead, pp., Sohl, J. Editors' introduction: habitual entrepreneurs and angel investors. / Wright, M., Westhead, pp., Sohl, J. // Enterprise Theory Practice — 1998.
173. Zhang, B., Baeck, pp., Ziegler, T., Bone, J., Garvey, K. The 2015 UK alternative finance industry report. / Zhang, B., Baeck, pp., Ziegler, T., Bone, J., Garvey, K. // Cambridge Center for Alternative Finance. — 2016.
174. Zhu, Z., Huang, F. The Effect of R&D Investment on Firm's Financial Performance: Evidence from the Chinese Listed IT Firms. / Zhu, Z., Huang, F. // Modern Economy 2012. – Vol. 3, pp. 915 – 919.

ПРИЛОЖЕНИЯ

НАЗВАНИЕ ПЛАТФОРМЫ	ДАТА СОЗДАНИЯ	СТРАНА БАЗИРОВАНИЯ ШТАБ-КВАРТИРЫ	ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕННЫХ СРЕДСТВ ДЛЯ ВСЕХ ПРОЕКТОВ	КОЛИЧЕСТВО ПРОФИНАНСИРОВАННЫХ КОМПАНИЙ	ОПИСАНИЕ ПЛАТФОРМЫ
FUNDING CIRCLE	2010	Лондон Британия	\$9.3 млрд	72 000	Платформа предлагает исключительно займы, без возможности получения доли в бизнесе. Работает в Британии, США, Германии и Нидерландах. У Funding Circle 92 000 зарегистрированных инвесторов.
OURCROWD	2013	Иерусалим Израиль	\$1 млрд по состоянию на март 2019	170	Особенность площадки в том, что она сама инвестирует в проекты вместе с пользователями, управляет собственным бизнес-инкубатором, а также предлагает им инвестировать в фонды, т.е. готовые портфолио проектов. На платформе зарегистрировано 30 000 инвесторов из 150 стран, в основном США и стран азиатского региона. Среднее портфолио инвестора площадки включает 7 инвестиций на общую сумму в \$350 000. У компании 11 международных офисов.
CROWDCUBE	2011	Эксетер Британия	\$775.8 млн по состоянию на конец 2018	821 сделка (на одну компанию могло приходиться более 1 сделки)	На платформе зарегистрировано более 700 000 пользователей и представлены проекты из 7 стран мира. Это самый активный сервис краудинвестинга в Европе. У платформы работает партнерская программа: партнеры могут отправлять проекты для регистрации на платформе и получать комиссию с собранной этими проектами суммы инвестиций.
CROWDSTREET	2014	Портланд США	\$670 млн	Опубликовали 338 предложений, из них 17 получили полное финансирование и окупались	Предлагают финансировать сделки по покупке/строительству коммерческой недвижимости для сдачи в аренду. Инвестировать можно напрямую или в фонды, управляющие портфелем. На сайте 112 000 зарегистрированных инвесторов. Средний показатель возврата на инвестиции (IRR) – 25.5%.
SEEDRS	2012	Лондон Британия	\$620.5 млн по состоянию на конец 2018	720 сделок (на одну компанию могло приходиться более 1 сделки)	Площадка представляет проекты из 19 стран и инвесторов из 80 стран. Стремительно растет – показала рост объема инвестиций на 60% за 2018 год по сравнению с 2017 годом. Средний показатель IRR на платформе в мае 2018 составил 12.02% без учета налоговых вычетов и 26.42% с учетом вычетов. В 2018 году заключила партнерство с американской краудинвестинговой платформой Republic. В рамках партнерства площадки предлагают инвесторам друг друга свои проекты.
FUNDABLE	2012	Огайо США	\$563 млн	500+	Краудфандинговая платформа для бизнеса, предназначенная исключительно для помощи компаниям в привлечении капитала как в виде долга, так и в виде долевого участия.
CIRCLEUP	2012	Сан-Франциско США	\$390+ млн	256	Основные клиенты платформы – b2c- компании с оборотом от \$250 тыс. до \$10 млн в год. Основная цель получения кредита – оплата счетов и больших закупок. Платформа позиционирует себя как кредитную организацию. Процент по кредитам – 14-25% годовых, размер кредита – от \$20 тыс. до \$3 млн.
SYNDICATEROOM	2013	Кембридж Британия	\$270 млн	170+	Британская краудинвестинговая площадка, предлагающая инвестировать за долю в компании. Отдает предпочтение проектам, которые уже поддержали бизнес-ангелы или венчурные инвесторы. Особенность площадки в том, что, помимо прямых инвестиций, она предлагает инвесторам вложиться в фонды, т.е. в уже готовое портфолио из компаний, собранных по оир. принципам, и на вложения в эти фонды распространяются налоговые льготы.
WISEED	2009	Тулуза Франция	\$194 млн	427 проектов	Платформа предлагает инвестировать в малый бизнес и бизнес-проекты, при этом основной инструмент – не доля в бизнесе, а облигации. Большинство проектов, финансируемых через площадку (55%) – в сфере недвижимости. На втором месте с большим отрывом – IT и возобновляемые источники энергии. У платформы 125 900 пользователей, из них инвесторов 14 400.
TESSIN	2014	Стокгольм Швеция	\$168 млн	144	Платформа занимается только проектами, связанными с недвижимостью (инвестиции на покупку или development участка земли или реновацию старых строений). У Tessin 47 136 зарегистрированных инвесторов. Инвестиции предлагаются в формате займа или в обмен на долю в бизнесе или акции компании.

Рис. 14 20 самых крупных краудфандинговых платформ в мире (начало)

НАЗВАНИЕ ПЛАТФОРМЫ	ДАТА СОЗДАНИЯ	СТРАНА БАЗИРОВАНИЯ ШТАБ-КВАРТИРЫ	ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕННЫХ СРЕДСТВ ДЛЯ ВСЕХ ПРОЕКТОВ	КОЛИЧЕСТВО ПРОФИНАНСИРОВАННЫХ КОМПАНИЙ	ОПИСАНИЕ ПЛАТФОРМЫ
CROWDFUNDER (США)	2012	Лос-Анджелес США	\$160 млн	100+	Площадка предлагает исключительно инвестиции в обмен на долю в компании. Сейчас на ней зарегистрировано 130 000 пользователей, из которых инвесторов около 10%. Помимо прямых инвестиций, платформа дает возможность вложиться в свой индексный фонд, который управляется венчурными фирмами. Средний размер сделки - \$1.8 млн
SEEDINVEST	2012	Нью-Йорк США	\$150+ млн	150+	На платформе около 250 000 зарегистрированных пользователей. Средний объем привлекаемых средств - \$500 000 на одну компанию. У SeedInvest есть собственный венчурный фонд, который вкладывается в те проекты с платформы, которые успешно собирают деньги с частных инвесторов.
PEPINS	2015	Округ Стокгольма Швеция	\$102 млн	34	Шведская платформа, которая специализируется на компаниях в стадии роста. 31 780 зарегистрированных пользователей. Позволяет через свою же платформу продавать доли в бизнесе / акции портфельных компаний другим пользователям.
WEFUNDER	2011-2013	Сан-Франциско США	\$97 млн	293	На платформе 257 699 пользователей. Средний объем средств, полученных одной компанией, - \$300 000. Платформа забирает 9% комиссии с собранных средств.
STARTENGINE	2014	Окрестности Лос-Анджелеса США	\$90+ млн	265+	На платформе 190 000 зарегистрированных пользователей. Средний размер инвестиции - \$1300. Комиссия, которую компания берет за сбор средств, довольно большая: она составляет \$10 000, 2% доли в компании и 7-12% от собранных средств для компаний ранних стадий и \$20 000 в месяц для компаний более поздних стадий.
SPREDS	2011	Брюссель Бельгия	\$78.5 млн	149	У платформы 41 425 пользователей. Инвестировать предлагается как в обмен на долю в компании, так и в формате займа. Минимальный размер инвестиции – €100. Инвестиции подлежат налоговым льготам в форме вычета на доход физ. лица – инвестора. Таким образом можно получить возврат от 25% до 45% инвестиции в проект через платформу Spreds.
INVEDOR	2012	Хельсинки Финляндия	\$75.3 млн на конец 2018	139 раундов финансирования	У платформы 43 500 пользователей из 162 стран. Средний размер инвестиции – €3200. В начале 2019 года компания поглотила австрийскую платформу Finnest, в результате чего совокупный объем средств, проинвестированных через обе платформы, достиг \$145.6 млн.
BERGFURST	2011	Берлин Германия	\$73 млн	61	Краудинвестинговая платформа, которая специализируется на инвестициях в компании, которые покупают/строят недвижимость для сдачи в аренду. 41 000 зарегистрированных пользователей.
COMPANISTO	2012	Берлин Германия	\$72 млн	Проведено 123 раунда финансирования	Платформа предлагает как инвестиции в обмен на долю в компании, так и займы в обмен на часть прибыли (инструмент, изобретенный немецким законодательством). На платформе есть и стартапы, и уже развитые проекты, собирающие деньги для расширения бизнеса. Размер инвестиций в стартапы – от €350 000 до €2.5 млн, в развитые компании – до €8 млн. Общее количество зарегистрированных пользователей-инвесторов – 97 775.
FUNDEDBYME	2011	Стокгольм Швеция	\$68 млн	47 раундов финансирования в 2018 году	Шведская краудинвестинговая платформа, акции которой торгуются на бирже. 269 000 зарегистрированных пользователей из 110 стран, размер инвестиций - от €100 до €100 000. FundedByMe, помимо одноименной платформы, принадлежит компании Feminvest и Laika Consulting, а также доли в 6 партнерских платформах в Финляндии, Малайзии, Польше, Сингапуре, Нидерландах и ОАЭ.

Рис. 15 20 самых крупных краудфандинговых платформ в мире (продолжение)

	Success	Patent	Voting	Equity	Size	Age	Diver
Success	1.0000						
Patent	0.0600	1.0000					
Voting	-0.1381	-0.0451	1.0000				
Equity	0.0673	-0.0826	0.0091	1.0000			
Size	0.0434	0.0230	-0.0801	-0.1244	1.0000		
Age	0.1906	0.2376	-0.0150	-0.1422	0.0885	1.0000	
Diver	-0.1180	0.1744	0.0846	-0.0514	-0.0398	0.1640	1.0000

Рис. 16 Корреляционная матрица модели 1

	Return	Patent	DirSize	Nonex	Voting	Power	Motiv	Size	Age	Diver
Return	1.0000									
Patent	0.1413	1.0000								
DirSize	0.1417	0.2112	1.0000							
Nonex	0.0239	-0.0954	0.2126	1.0000						
Voting	-0.0109	-0.0672	-0.0273	0.0451	1.0000					
Power	0.0634	-0.0274	-0.1047	-0.0159	0.5513	1.0000				
Motiv	0.2324	0.0958	0.1407	0.1426	-0.1099	-0.0836	1.0000			
Size	0.0987	0.0175	0.3168	0.1566	-0.0755	-0.0890	0.0533	1.0000		
Age	-0.0205	0.2507	0.3198	0.0328	-0.0247	-0.0718	0.1635	0.0861	1.0000	
Diver	0.0218	0.1545	0.0922	0.0101	0.0920	0.0151	-0.0411	-0.0378	0.1567	1.0000

Рис. 17 Корреляционная матрица модели 2