

УДК: 336.64; 336.66; 336.67

JEL: G23; G24

АКЦИОНЕРНЫЙ КРАУДФАНДИНГ: ДЕТЕРМИНАНТЫ УСПЕХА КОМПАНИИ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ НА КРАУДФАНДИНГОВОЙ ПЛАТФОРМЕ

И. В. Березинец¹, Ю. Б. Ильина¹, Н. А. Кляровская²

¹ Санкт-Петербургский государственный университет,
Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7–9

² 21 Скиллз, Инкорпорейтед,
США, 19808, Уилмингтон, округ Ньюкасл, Делавэр, Литл Фолс Драйв, 251

Для цитирования: Березинец И. В., Ильина Ю. Б., Кляровская Н. А. 2021. Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой платформе. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент* 20 (2): 131–164.
<http://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2021.201>

Акционерный краудфандинг как форма финансирования компании посредством инвестиций в собственный капитал приобретает в последние годы все большую актуальность. В статье проанализированы преимущества данного способа привлечения капитала, мотивы эмитентов и инвесторов — участников процесса на краудфандинговых платформах. Проведено эмпирическое исследование по установлению взаимосвязи между инвестиционной привлекательностью и характеристиками компаний, выходящих на краудфандинговые платформы. Выборка включает 299 компаний, которые провели кампанию по акционерному краудфандингу на одной из ведущих платформ Великобритании Crowdfunder в период с 2011 по 2020 г. Данная работа, имеющая целью установление взаимосвязи между характеристиками компаний-эмитентов и их привлекательностью для инвесторов на краудфандинговой платформе, вносит вклад в исследование детерминант успеха акционерного краудфандинга. Большинство участников инвестирования на платформах — это непрофессиональные инвесторы, для которых рекомендации по выбору компаний на платформе на основе выявленных детерминант инвестиционной привлекательности представляют практическую ценность. Результаты исследования показали, что инвестиционная привлекательность компаний выше, если они предлагают большую долю неголосующих, чем голосующих, акций при размещении. Компании, в которых менеджеры владеют долей в капитале, имеющие зарегистрированные патенты как индикатор их инновационной активности и не демон-

Исследование выполнено при поддержке гранта Санкт-Петербургского государственного университета (проект № 60419633).

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2021

стрирующие отраслевую диверсификацию, имеют более высокую привлекательность для инвесторов.

Ключевые слова: акционерный краудфандинг, краудинвестинг, краудфандинговые платформы, инвестиционная привлекательность.

ВВЕДЕНИЕ

Развитие цифровых технологий в финансовом секторе привело к появлению инновационных инструментов финансирования компаний и, по существу, ознаменовало начало нового этапа в развитии финансового рынка, ключевой функцией которого является обеспечение эффективных механизмов движения капитала между инвесторами и эмитентами. В течение длительного времени основными каналами перелива капитала являлись кредитный рынок и рынок акций, позволяющие фирмам привлекать заемный и собственный капитал. Компаниям, которые не имели возможности выхода на фондовые рынки посредством проведения первоначального публичного предложения (IPO) в силу высоких издержек финансирования и строгого регулирования данного процесса со стороны государства и фондовых бирж, фактически был закрыт путь к привлечению акционерного капитала от широких групп инвесторов на финансовом рынке. Одним из инновационных механизмов, предоставивших компаниям, не торгуемым на фондовом рынке, возможность привлекать капитал на рыночных условиях и предлагать его широкому кругу инвесторов, стал акционерный краудфандинг (equity crowdfunding), или краудинвестинг.

Краудфандинг представляет собой привлечение финансовых ресурсов посредством небольших инвестиций от значительного числа инвесторов для финансирования бизнес-проектов, чаще всего связанных с инновационными технологиями [Bechter, Jentzsch, Frey, 2011; Ramsey, 2012; Belleflamme, Lambert, Schwienbacher, 2014; Mollick, 2014; Ahlers et al., 2015; Parhankangas, Lambert, Schwienbacher, 2019]. Существуют различные виды краудфандинга в зависимости от целей и способов привлечения денежных средств: благотворительный, условно-возвратный, краудлендинг и акционерный краудфандинг — краудинвестинг. Краудинвестинг отличается от других видов краудфандинга тем, что инвесторы вкладывают деньги в акционерный капитал компании и становятся собственниками ее акций [Ahlers et al., 2015]. Денежные средства инвестируются в обмен на акции компании через интернет-посредников — краудфандинговые платформы. В настоящее время акционерный краудфандинг становится основным каналом финансирования малых и средних предприятий [Block et al., 2018; Giudici, Guerin, Rossi-Lamastra, 2020], фактически представляя собой систему фандрэйзинга для предпринимателей [Ahlers et al., 2015; Vulkan, Astebro, Sierra, 2016]. Компании-эмитенты могут воспользоваться преимуществами новых технологий для привлечения капитала, а у инвесторов появляется новый способ инвестирования в компании, многие из которых — молодые предпринимательские фирмы, для которых затруднен доступ на рынок акций.

Еще десять лет назад возможность инвестировать в молодые компании, не торгуемые на фондовом рынке, была доступна, как правило, профессиональным инвесторам, преимущественно бизнес-ангелам и венчурным капиталистам, в то время как для непрофессиональных инвесторов такая возможность была ограничена. С развитием краудфандинга широкий круг инвесторов получил возможность вкладывать денежные средства в любой бизнес из любой точки мира.

О растущей актуальности и высоком потенциале нового финансового механизма свидетельствуют увеличивающиеся быстрыми темпами мировые объемы акционерного краудфандинга. В 2012–2015 гг. объем этого рынка ежегодно практически удваивался и достиг более чем 2,5 млрд долл. в 2015 г. [Barnett, 2015]. В некоторых странах, например в Великобритании, уже к 2016 г. объем краудинвестинга приблизился к масштабам финансирования со стороны бизнес-ангелов и венчурных капиталистов, традиционно являвшихся основными инвесторами в предпринимательские фирмы [Zhang et al., 2016]. Согласно данным Кембриджского центра альтернативных финансов (Cambridge Center for Alternative Finance), в 2017 г. посредством акционерного краудфандинга европейские компании привлекли более 210 млн евро, что составило около 3% от объема венчурных инвестиций в Европе, достигших около 6,4 млрд евро [Invest Europe, 2018]. По данным [Crowdfunding worldwide..., 2019], уже в 2018 г. объем краудинвестинга в мире достигал 3,8 млрд долл. США, а в 2019 г. он увеличился еще на 16% и составил 4,8 млрд долл. К началу 2021 г. объем мирового рынка акционерного краудфандинга был равен 5 млрд долл. [Yasar, 2021, p. 2]. Согласно оценкам, представленным в [Technavio, 2018], ожидается, что рост мирового объема акционерного краудфандинга за 2018–2022 гг. приблизится к 89,92 млрд долл. По другим оценкам, в 2021 г. объем мирового рынка всего краудфандинга составит 114 млрд долл.¹ За период с 2021 по 2026 г. ежегодный рост объема рынка ожидается на уровне 16%². Оптимистичные прогнозы со ссылкой на Всемирный банк представлены также в работе [Kang et al., 2016, p. 1803]: к 2025 г. объем глобального краудфандинга в мире достигнет 95 млрд долл. в год, причем около 50 млрд долл. будет приходиться на рынок Китая, имеющий, по мнению авторов, самый высокий потенциал развития.

В России краудфандинг также постепенно набирает обороты, хотя масштабы его роста несравнимы с развитыми рынками капитала. Если в 2017 г. объем данного рынка составил 11,2 млрд руб., то в 2018 г. посредством краудфандинга привлечено уже около 15,2 млрд руб. [Банк России, 2019], что на 34% больше, чем в 2017 г. По информации крупнейшей краудфандинговой платформы в Рос-

¹ Stevanovic I. 2021. 40+ Crucial crowdfunding stats in 2021. 06.01.2021. *Smallbizgenius*. <https://www.smallbizgenius.net/by-the-numbers/crowdfunding-stats/#gref> (дата обращения: 30.03.2021).

² World crowdfunding market growth, trends, and forecasts 2021–2026: Reward-based crowdfunding is expected to grow significantly — ResearchAndMarkets.com. 2021. 11.02.2021. *yahoofinance*. URL: <https://finance.yahoo.com/news/world-crowdfunding-market-growth-trends-144100365.html> (дата обращения: 30.03.2021).

сии Startrack, доля краудинвестинга в общем объеме краудфандинга в 2018 г. достигла 10 % [Инфографика..., 2018]. Объем сделок с использованием механизма инвестиционных платформ в РФ в 2020 г. превысил 7 млрд руб., что находится примерно на уровне 2019 г. [Зубков, Швабауэр, 2021].

Почему финансирование посредством краудфандинговых платформ приобретает такую популярность среди эмитентов и инвесторов? Важным преимуществом для компаний является то, что на платформах можно достаточно быстро привлечь инвестиции с более низкими издержками по сравнению с заемным капиталом (банковским кредитованием, коммерческим кредитованием, выпуском облигаций). Существует возможность протестировать свою бизнес-модель, повысить уровень осведомленности о компании, расширить круг потенциальных клиентов, достичь интернационализации бизнеса посредством привлечения инвесторов из разных уголков мира [Estrin, Gozman, Khavul, 2018]. Процесс организации привлечения финансирования является специфичным и выгодным для участников: предприниматели обращаются с открытым призывом к потенциальным поставщикам ресурсов на краудфандинговой платформе, а инвесторы принимают решение об инвестировании на основе представленной эмитентом информации [Nemer, 2011]. Для инвесторов открываются перспективы инвестирования в бизнесы, основанные на новых бизнес-идеях, появляется новый механизм осуществления небольших вложений в собственный капитал компаний с возможностью диверсификации инвестиций и потенциальной высокой доходностью в случае успешности профинансированных проектов.

Несмотря на возрастающее внимание со стороны регуляторов, инвесторов, компаний-эмитентов, в исследовательской среде тема акционерного краудфандинга остается малоизученной [Troise, Tani, 2020]. В то время как большое число исследований посвящено традиционным формам привлечения капитала, гораздо меньшее внимание уделяется альтернативным способам финансирования [Cumming, Meoli, Vismara, 2021] и в особенности акционерному краудфандингу [Vismara, 2016; 2018; Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018]. Как признают исследователи, значительным ограничением для анализа данной тематики является затрудненный доступ к данным, в частности о характеристиках инвесторов на платформах [Giudici, Guerin, Rossi-Lamastra, 2020]. Тем не менее, по справедливому замечанию авторов [Cumming, Meoli, Vismara, 2021, p. 533], «как новый и мощный инструмент для предпринимателей краудфандинг может помочь раздвинуть границы существующих теорий и развивать новые».

Преобладающей темой в области исследований по акционерному краудфандингу являются определение детерминант успеха компаний-эмитентов в привлечении капитала на краудфандинговых платформах, взаимосвязь между характеристиками компаний и числом инвесторов, вкладывающих в них денежные средства (см., напр.: [Agrawal, Catalini, Goldfarb, 2015; Ahlers et al., 2015; Hornuf, Schwiendbacher, 2015; 2017; Ralcheva, Roosenboom, 2016; Vismara, 2016; 2018; Vulkan, Astebro, Sierra, 2016; Block, Hornuf, Moritz, 2017]). Отдельным объектом анализа

является результативность деятельности компаний в последующий период после размещений, дальнейшая активность в привлечении инвестиций (см., напр.: [Signori, Vismara, 2018; Vismara, 2018; Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018; Troise et al., 2020]). Также изучается влияние интеллектуального капитала на успешность размещения на платформе и эффективность деятельности компании в посткраудфандинговый период [Troise et al., 2020; Vrontis et al., 2021]. Среди новых направлений исследований следует также отметить изучение факторов, влияющих на решения предпринимателей при выборе акционерного краудфандинга как источника финансирования [Estrin, Gozman, Khavul, 2018; Wald, Holmesland, Efrat, 2019; Troise, Tani, 2020].

Представляется, что важной тематикой в области акционерного краудфандинга, не получившей должного развития, является изучение корпоративного управления в компаниях, привлекающих средства с помощью данного канала финансирования. Это направление изучено недостаточно, поскольку о корпоративном управлении в компаниях, привлекающих средства на краудфандинговых платформах, пока известно мало [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018]. Актуальность указанной темы обусловлена тем, что при привлечении нового акционерного капитала меняется структура собственности, в том числе благодаря выпуску акций с различными правами на управление и денежные потоки [Cumming, Meoli, Vismara, 2019].

Что касается региональной специфики проводимых исследований, то, как отмечается в [Dority, Borchers, Hayes, 2021], из 18 работ по данной тематике, опубликованных на конец 2020 г., семь основаны на анализе компаний, размещавшихся на крупнейшей платформе Великобритании Crowdcube (см., напр.: [Ralcheva, Roosenboom, 2016; Vismara, 2016; 2018; Cumming, Meoli, Vismara, 2019; Kleinert, Volkman, 2019]). Меньшее число исследований основано на размещении на платформах США, Австралии, Германии, Италии, Финляндии, континентальной Европы и Китая.

С одной стороны, изучение процесса акционерного краудфандинга направлено на анализ мотивов, побуждающих компании обращаться к данному виду финансирования. С другой стороны, важным аспектом для анализа данной финансовой инновации является поведение инвесторов, а также факторы, которые влияют на решение инвестировать в ту или иную компанию на платформе. Полученные результаты могут лечь в основу рекомендаций участникам рынка по повышению инвестиционной привлекательности акций для эмитентов и получению более высокой доходности на вложения для инвесторов.

Данное исследование направлено на установление взаимосвязи между характеристиками компаний-эмитентов и их привлекательностью для инвесторов на краудфандинговой платформе и вносит вклад в изучение детерминант успеха акционерного краудфандинга. В работе изучается, какие преимущества компаниям-эмитентам предоставляет привлечение финансовых ресурсов на платформах и каковы мотивы участия в процессе размещения различных групп инвесторов.

Цель исследования заключалась в том, чтобы на основе теоретического и эмпирического анализа установить, каким образом факторы корпоративного управления, связанные со структурой собственности, инновационной деятельностью и отраслевой диверсификацией, влияют на успешность размещения на платформе и какие рекомендации могут быть предоставлены эмитентам и инвесторам — участникам процесса размещения. Объект исследования — компании, размещавшие свои акции на одной из ведущих платформ Великобритании — Crowdcube в период с 2011 по 2020 г.

Статья имеет следующую структуру. В первом разделе проанализированы характеристики и мотивы выхода на краудфандинговые платформы как компаний-эмитентов, так и инвесторов — участников инвестиционного процесса. Во втором — представлены факторы успешности компаний при размещении на краудфандинговых платформах и обоснованы предположения о взаимосвязи между характеристиками компаний и результативностью их размещений. Эмпирическое исследование приведено в третьем разделе. В четвертом разделе представлены регрессионный анализ и полученные результаты. В заключении проводится обсуждение полученных результатов и указываются направления дальнейших исследований.

ИНВЕТОРЫ И ЭМИТЕНТЫ НА КРАУДФАНДИНГОВЫХ ПЛАТФОРМАХ

Почему компании и инвесторы приходят на краудфандинговые платформы? Краудинвестинг является единственным видом краудфандинга, при котором большое число инвесторов может «войти» в компанию [Bruton et al., 2015]. Каких же инвесторов привлекают компании на краудфандинговых платформах? Посредством акционерного краудфандинга инвестируют средства в основном непрофессиональные инвесторы [Giudici, Guerin, Rossi-Lamastra, 2020], которые вкладывают небольшие суммы, не превышающие 10 % от совокупного годового дохода. Институциональные инвесторы и другие категории профессиональных инвесторов используют преимущественно иные формы вложения капитала. Согласно исследованию [Wang et al., 2019], доля последних на краудфандинговых платформах составляет всего 1 %, однако они вкладывают большие суммы, чем непрофессиональные инвесторы. Авторы установили, что на платформах Великобритании средняя сумма инвестиций в одну компанию от бизнес-ангелов составила 142 962 ф. ст., в то время как от непрофессиональных инвесторов — 1 401 ф. ст., и в среднем один бизнес-ангел инвестирует в 11 компаний на краудфандинговых платформах, а непрофессиональный инвестор — лишь в 2 фирмы [Wang et al., 2019, p. 26]. Таким образом, профессиональные инвесторы значительно диверсифицируют свой портфель, вкладывая денежные средства в большее количество компаний.

Непрофессиональные инвесторы — это, как правило, частные лица, инвестирующие небольшие суммы и приобретающие малую долю в компании. Им недо-

стает опыта в инвестировании и оценивании эмитентов и перспектив их развития в той мере, в какой это свойственно профессиональным инвесторам [Ahlers et al., 2015]. Учитывая, что затраты на проведение такой оценки высоки, и имея в виду небольшие суммы инвестирования, потенциальным непрофессиональным инвесторам нет экономического смысла нести расходы по проведению процедуры дью-дилидженс (due diligence) компаний, поскольку возврат на инвестиции может не оправдать затрат на ее проведение [Cumming, Johan, 2019]. Согласно «Регулятивному подходу к краудфандингу через Интернет» по законодательству Великобритании непрофессиональные инвесторы могут затрачивать не более 10 % от своего годового дохода на краудфандинговых платформах.

Обсуждая мотивы инвестирования, следует подчеркнуть, что в отличие от благотворительного и условно-возвратного краудфандинга, где альтруистические и внутренние мотивирующие факторы непосредственно связаны с намерением инвестировать денежные средства, краудинвестинг рассматривается инвесторами как полностью коммерческий проект и они в меньшей степени ориентируются на моральные соображения. Как и в любых инвестициях, основным мотивирующим фактором являются ожидаемая будущая ценность и доходность на инвестиции [Cholakova, Clarysse, 2015]. Тем не менее особенности мотивации существуют. Так, при инвестициях в компании в процессе IPO, не сравнимого с краудфандингом по объему, длительности процесса подготовки, затратам на проведение, инвесторы заинтересованы исключительно в отдаче на инвестиции, причем зачастую краткосрочной. Среди прочих причин при акционерном краудфандинге мотивы инвесторов включают и намерение поддерживать предпринимательство и инновации.

Что касается непрофессиональных инвесторов, то ввиду отсутствия достаточной квалификации и мотивации они, как правило, не осуществляют деятельности, способствующей повышению ценности компании, в которую они вкладывают средства, как это делают профессиональные инвесторы. Кроме того, такие инвесторы не обладают достаточной избирательностью в выборе успешных компаний, следуя только «мудрости толпы» [Giudici, Guerin, Rossi-Lamastra, 2020]. Все это повышает риски их инвестиций и приводит к вопросу, с одной стороны, о необходимости создания баланса между гибкостью процесса и отсутствием его зарегулированности, а с другой — об актуальности законодательной защиты прав инвесторов в процессе акционерного краудфандинга, особенно непрофессиональных участников рынка, которым сложно самостоятельно оценивать перспективы эмитентов.

Законодательство в области акционерного краудфандинга, получившее развитие в ряде стран, призвано создать баланс между жесткостью регулирования и доступностью данного вида деятельности для эмитентов и инвесторов. Необходимо способствовать развитию предпринимательства и поддерживать финансирование стартапов, а вместе с тем обеспечивать защиту инвесторов [Goethner, Hornuf, Regnera, 2021]. Примерами регулятивных актов в области акционерного

краудфандинга являются «JOBS Act» в США, принятый в 2012 г., «Регулятивный подход к краудфандингу через Интернет» в Великобритании 2014 г., Закон «О корпорациях» в Австралии 2017 г., Закон «О защите мелких инвесторов» в Германии 2015 г.

Закрепление краудинвестинга на законодательном уровне явилось важным шагом и во многом способствовало росту числа краудфандинговых платформ, объема краудфандинга, числа инвесторов и количества компаний, привлекающих инвестиции на платформах [Hornuf, Schwienbacher, 2017; Graw, 2018; Mamonov, Malaga, 2020]. В связи с повышенными рисками для инвесторов регуляторы предусматривают определенные ограничения в ходе размещений. Так, в России Федеральным законом «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»³ («Закон о краудфандинге») установлена максимальная сумма, которую может привлечь компания (ст. 6) и которую инвестор может вложить в одну компанию на краудфандинговой платформе в течение одного календарного года (ст. 7), а также ограничено участие непрофессиональных инвесторов на платформах. Авторы работы [Goethner, Hornuf, Regnera, 2021] справедливо полагают, что такие ограничения, принятые в ряде стран, в определенной мере тормозят развитие инвестиционного процесса в данной сфере, поскольку инвесторы вынуждены принимать решения с учетом имеющихся требований и ограничений, а не опираться полностью на инвестиционные характеристики эмитентов и другие факторы привлекательности компаний и их проектов. Таким образом ставятся ограничения на принятие решений с учетом рыночных условий и факторов привлекательности инвестиций.

Профессиональные инвесторы, в отличие от индивидуальных непрофессиональных участников, не только преследуют финансовые цели в компании, но и претендуют на участие в управлении, приобретении контроля с возможностью предлагать своих представителей в советы директоров [Kaplan, Stromberg, 2003]. Профессиональными (квалифицированными) инвесторами, вкладывающими большую долю собственного капитала на краудфандинговых платформах, согласно классификации «Управления по контролю за финансовой деятельностью» Великобритании, считаются инвесторы с годовым доходом не менее 100 тыс. ф. ст. или чистыми активами не менее 250 тыс. ф. ст.⁴ Если в процессе IPO основными типами профессиональных инвесторов среди юридических лиц являются институциональные инвесторы — инвестиционные фонды, банки, другие финансовые

³ О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации («Закон о краудфандинге»). Федеральный закон РФ от 2 августа 2019 г. № 259-ФЗ. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_330652/ (дата обращения: 30.03.2021).

⁴ Understanding qualified investors and how to work with them. *Sum&Substance*. URL: <https://sum-sub.com/knowledgebase/qualified-investor/> (дата обращения: 30.03.2021).

институты, — то в акционерном краудфандинге лидирующую роль играют бизнес-ангелы и венчурные капиталисты.

Бизнес-ангелы — частные лица, которые инвестируют собственные денежные средства в крупном объеме в молодые фирмы в обмен на долю в капитале. В США бизнес-ангелы — это так называемые аккредитованные инвесторы с чистой стоимостью активов от 1 млн долл. Европейская ассоциация бизнес-ангелов определяет эту категорию как инвесторов с высоким уровнем дохода, которые вкладывают большие суммы денежных средств (от 25 до 500 тыс. евро) в компании, находящиеся на ранних стадиях развития [European Business..., 2019]. Авторы [Mason, Botelho, Harrison, 2016] определяют бизнес-ангелов как физических лиц с крупным собственным капиталом, которые инвестируют денежные средства в одиночку либо совместно с другими инвесторами в ценные бумаги не торгуемых на фондовом рынке компаний и не имеют семейных связей с основателями. Основной мотив инвестирования для бизнес-ангелов — рост стоимости компаний, являющихся объектами инвестирования, за счет разработки и продвижения высокотехнологичных продуктов.

Еще одной категорией инвесторов, вкладывающих крупные суммы в бизнес-проекты, являются венчурные капиталисты. Европейская ассоциация прямых частных инвестиций и венчурного капитала определяет венчурное финансирование как инвестиции собственного капитала профессиональными инвесторами в частные предприятия на этапах их начального развития, расширения и преобразования при условии, что они демонстрируют значительный потенциал роста, при этом с участием в управлении [European Private Equity..., 2005]. Британская ассоциация венчурного инвестирования акцентирует внимание на среднесрочном и долгосрочном приросте капитала от венчурных инвестиций в акции частных компаний, которые обладают потенциалом роста [British Venture..., 2005]. Отмечается, что прирост капитала, более значительный, чем в других сферах инвестирования, должен компенсировать риски и неликвидность венчурных инвестиций. Авторы [Gompers, Lerner, 2001a, b] отмечают, что бизнес-ангелы и венчурные капиталисты имеют возможность создавать дополнительную добавочную стоимость компаниям, в которые они вкладывают, за счет возможности оказывать помощь компаниям в разработке наиболее эффективной стратегии и охвате большей доли рынка.

Как и при других механизмах финансирования, в акции на краудфандинговых платформах могут вкладывать средства и другие компании, становясь стратегическими инвесторами, заинтересованными в объектах инвестирования с позиции долгосрочных интересов в повышении ценности фирмы [Schwienbacher, Larralde, 2010].

Важно еще раз отметить, что если профессиональные инвесторы проводят дью-дилидженс при планировании инвестиций, то непрофессиональные инвесторы в своих решениях чаще опираются на «мудрость толпы» [Schwienbacher, Larralde, 2012] и являются пассивными инвесторами, не участвуя активно

в управлении компанией [Block et al., 2018]. Тем не менее не стоит недооценивать роль краудинвесторов в дальнейшем продвижении компании и ее бренда благодаря ценной обратной связи, которую они предоставляют, участвуя в процессе инвестирования [Schwienbacher, Larralde, 2012]. Кроме того, эффект «мудрости толпы» приводит к тому, что инвесторы, движимые ею, способны выбирать компании с высоким финансовым и инновационным потенциалом, что в будущем может отразиться на результативности инвестиций [Walthoff-Borm et al., 2018].

Каков же статус инвестора в компании, привлекающей акционерный капитал на платформе? Если в случае публичного размещения акций все инвесторы становятся акционерами компании и в качестве титула собственности приобретают акции, то в процессе акционерного краудфандинга статус инвестора зависит от особенностей регулирования в конкретной стране. Так, в Великобритании инвестор, вложивший денежные средства в компанию на платформе, становится собственником ее акций, которые компания выпускает по итогам сбора денежных средств на платформе. В Германии такой инвестор заключает договор с компанией об участии в прибыли, но при этом не получает акции [Hornuf, Schmitt, Stenzhorn, 2018]. В Германии, как и в США, компаниям, размещающим собственный капитал на платформах, по законодательству запрещено предлагать инвесторам голосующие акции [Cumming, Meoli, Vismara, 2019]. В Великобритании на платформе Crowdcube компании могут размещать голосующие акции типа А и акции типа В, не имеющие права голоса, но при этом предоставляющие права на денежные потоки и получение дивидендов [Cumming, Meoli, Vismara, 2019; Crowdcube, 2020]. В Италии и Франции компании также могут размещать голосующие и не голосующие акции, но вероятность привлечения требуемой суммы компаниями, размещающими голосующие акции, существенно ниже [Cumming, Meoli, Vismara, 2019].

На краудфандинговых платформах Великобритании представлены только частные компании, чьи акции не размещены на фондовой бирже. Следует отметить, что данный способ привлечения капитала прежде всего предназначен для непубличных компаний, не привлекающих значительных объемов денежных средств, не готовых к высоким расходам и жесткому регулированию, свойственным процессу публичного предложения акций. Однако во многих странах, согласно законодательству, нет критериев, ограничивающих деятельность определенных компаний на краудфандинговых платформах, и указываются лишь максимальные суммы, которые компании могут привлекать. Эмитентами выступают фирмы разного размера из различных секторов экономики, находящиеся на разных этапах развития. Данный вопрос также представляется важным в контексте обсуждения взаимосвязи характеристик компаний-эмитентов и показателей успешности их размещения на платформах.

Согласно данным [The UK crowd funding..., 2019], большинство компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, находятся на стадии жизненного цикла «зарождение» (seed), однако возрастает число эмитентов,

находящихся на стадии «развитие» (growth), существующих на рынке более пяти лет. По данным платформы Crowdcube, самую большую долю, 78 %, пока занимают малые компании, которые лишь начинают свой бизнес и собирают средства на реализацию проектов [Crowdcube, 2019].

Что касается мотивов для эмитентов на платформе, то привлечение капитала посредством краудфандинга помогает компаниям решить проблему удовлетворения потребности в финансировании фирмы на ранних этапах развития, когда более сложные формы финансирования, такие как IPO или привлечение больших объемов ресурсов от бизнес-ангелов и венчурных капиталистов, еще недоступны [Howe, 2008; Lukkarinen et al., 2016]. Этот способ финансирования позволяет привлекать деньги стартапам, которые в ином случае могли бы не получить доступа к капиталу, в то время как профессиональные инвесторы не всегда склонны предоставлять финансирование компаниям, перспективы развития которых весьма неопределенны, а банки и другие финансовые институты предлагают долговое финансирование под высокую стоимость [Schwienbacher, Larralde, 2012; Tomczak, Brem, 2013; Clark, 2014; Mason, Botelho, Harrison, 2016]. Среди важных мотивов для предпринимателей в привлечении денежных средств на краудфандинговых платформах следует отметить возможность получить капитал по более низкой цене, привлечь общественное внимание к проекту, получить обратную связь о предлагаемом продукте или услуге [Kleemann, Voss, Rieder, 2008; Belleflamme, Lambert, Schwienbacher, 2014], повысить узнаваемость фирмы и проекта, отследить успешные идеи других участников краудинвестинга и потенциально использовать их в будущем [Gerber, Hui, Kuo, 2012]. Авторы [Lambert, Schwienbacher, 2011] в своем исследовании отмечают, что размещение акций в процессе краудфандинга посылает ценные сигналы о рыночном потенциале продукта, который компании хотят запустить. Этим преимуществом пользуются предприниматели для повышения популярности нового продукта, разработки маркетинговой стратегии. Кроме того, на платформах существует возможность разработки документов для эмиссии в автоматическом режиме, что создает значительные преимущества по сравнению с процессом подготовки первоначального публичного предложения акций (IPO).

Кроме факторов, связанных с продвижением проектов и продуктов компании, повышением ее рыночной привлекательности, вниманием к инновациям, предлагаемым фирмой, важным преимуществом рассматриваемого способа финансирования является привлечение денежных средств при сохранении контроля над компанией [Gerber, Hui, Kuo, 2012]. Предприниматели могут размещать такую сумму капитала на платформе, которая позволит им сохранить контроль и размещать акции среди большого числа мелких инвесторов, вместо того чтобы привлекать нескольких крупных акционеров [Ahlers et al., 2015; Vismara, 2016].

ФАКТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ НА КРАУДФАНДИНГОВЫХ ПЛАТФОРМАХ

История акционерного краудфандинга насчитывает не более двух десятков лет, из которых активные размещения с привлечением больших объемов финансирования наблюдаются лишь в последние годы. Поэтому и число исследований по данной тематике, как указывалось ранее, невелико. Однако при изучении взаимосвязи между характеристиками компаний-эмитентов и успешностью проведения эмиссии на краудфандинговой платформе, по существу инвестиционной привлекательностью акций, следует опираться на теоретические основы, определяющие данные взаимосвязи и для других механизмов финансирования.

Основной вопрос настоящего исследования формулируется следующим образом: существует ли взаимосвязь между факторами корпоративного управления, инновационной активностью и отраслевой диверсификацией компаний-эмитентов и успешностью их размещения на краудфандинговой платформе?

Поскольку на краудфандинговых платформах привлекается акционерный капитал, что приводит к изменению структуры собственности компаний, можно предположить, что факторы корпоративного управления взаимосвязаны с привлекательностью компаний для инвесторов, успешностью размещения акций на платформе.

Современный подход к корпоративному управлению основан на классическом понимании корпорации как организационной формы бизнеса с распыленной собственностью, капиталом, разделенным между большим числом мелких акционеров, которые в целом не имеют возможности оказывать влияние на управление компанией [Berle, Means, 1932]. Права по управлению делегируются менеджерам ввиду отделения собственности от контроля. Это порождает существование агентской проблемы, связанной с разнонаправленностью интересов менеджеров и акционеров, а также с потенциальным оппортунистическим поведением менеджеров [Jehnsen, Meckling, 1976].

Наличие агентской проблемы, в свою очередь, ведет к возникновению агентских издержек, включающих издержки мониторинга, связывающие издержки и остаточные потери. Результаты различных исследований в значительной степени согласуются с позицией, что отделение собственности от контроля во время первичного размещения акций приводит к росту агентских издержек (см., напр.: [Smart, Thirumalai, Zutter, 2008; Bebchuk, Kastiel, 2017]). Большинство результатов получено на основе исследования рынка публичного предложения акций, однако можно предположить, что в случае размещений акций непубличных компаний, проводимых посредством акционерного краудфандинга, также возникает потенциальный агентский конфликт между акционерами и менеджментом, а также между акционерами, обладающими неравными правами по причине владения пакетами акций различных типов и размера. «Мудрость толпы», являющаяся ключевым аспектом акционерного краудфандинга, может вести к возникновению

агентских издержек, связанных с появлением большого числа краудинвесторов [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018]. Важно рассмотреть, как выпуск акций, предоставляющих владельцам различные права на контроль и денежный поток, связан с успешностью размещения компаний на краудфандинговых платформах.

В случае размещения компанией акций одного типа их владельцы имеют равные права на участие в управлении и получении дохода пропорционально доле их собственности в компании. При выпуске нескольких типов акций они становятся механизмом разделения прав на контроль и прав на денежный поток, который позволяет основателям и другим владельцам компании, обладающим значительной долей в капитале, не размывать свою долю владения и привлекать дополнительный капитал без потери контроля над фирмой [Muravyev, 2009]. При возникновении такого механизма одни акционеры, обладающие голосующими акциями, участвуют в принятии решений по управлению компанией, а другие — владельцы неголосующих акций — имеют приоритет в выплате дивидендов, но у них нет права голоса по большинству вопросов, входящих в компетенции общего собрания акционеров.

Законодательное регулирование прав акционеров по-разному регламентирует реализацию прав владельцев акций в разных странах, однако всегда при существовании феномена двух типов акций возникает возможность потенциального конфликта и экспроприации собственников неголосующих акций со стороны владельцев голосующих акций, осуществляющих контроль над компанией и ее денежными потоками [Алексеева, Березинец, Ильина, 2011; Muravyev, Berezinets, Pina, 2014; Cumming, Meoli, Vismara, 2019]. Поэтому вопрос о том, как выпуск акций с различными правами на управление и денежный поток воспринимается инвесторами и влияет на привлекательность акций на рынке, является дискуссионным. Исследования, проведенные для публичных компаний, демонстрируют, что появление механизма двух типов акций порождает существование частных выгод контроля со стороны лиц, контролирующих компанию, за счет остальных акционеров, что может приводить к снижению финансовой результативности деятельности компании [Muravyev, Berezinets, Pina, 2014]. А каков ожидаемый эффект для инвестиционной привлекательности частных компаний, выпускающих разные типы акций в процессе акционерного краудфандинга?

Великобритания предоставляет интересный институциональный контекст для анализа данной проблемы, поскольку на краудфандинговых платформах компании имеют возможность размещать как голосующие акции типа А, так и акции типа В без права голоса. Акционеры, владеющие акциями типа В, не могут голосовать на собрании акционеров, однако имеют равные права на денежный поток и получение дивидендов. Причем компания устанавливает порог для величины инвестиций в те или иные типы акций. Только при превышении определенного порога владения инвесторы имеют право приобретать голосующие акции [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018; Cumming, Meoli, Vismara, 2019]. Исследователи [Cumming, Meoli, Vismara, 2019] нашли обратную взаимосвязь между

выпуском акций типа А и успешностью краудфандинговой кампании, а также числом инвесторов, вкладывающих денежные средства в компанию на платформе. Они пришли к выводу о том, что предложение инвесторам голосующих акций снижает вероятность привлечения компаниями необходимой суммы денежных средств на платформе, и отметили, что выпуск акций типа А привлекает в большей степени профессиональных инвесторов, у которых есть потребность участвовать в принятии решений в компании. Однако, как упоминалось выше, профессиональные инвесторы на платформах составляют около 1 % от общего числа инвесторов [Wang et al., 2019]. Непрофессиональные же инвесторы чаще приобретают неголосующие акции [Cumming, Meoli, Vismara, 2019], тем самым не проявляя заинтересованность в управлении компанией. Впрочем, данный факт может быть связан с тем, что для приобретения реального контроля и влияния на решения в компании необходимо владение значительным пакетом акций, что в случае непрофессиональных инвесторов, как правило, недоступно.

На краудфандинговых платформах, в отличие от фондовых бирж, акции выпускаются прежде всего непубличными компаниями, в которых собственность не является распыленной в столь значительной степени, как в публичных обществах. В таких фирмах права контроля принадлежат преимущественно основателям и крупным профессиональным инвесторам.

Следовательно, инвесторы, покупающие акции на платформах, заинтересованы главным образом в праве на денежный поток — дивидендах и возможном приросте стоимости акций. Исследователи также отмечают, что компании, поддерживаемые финансированием со стороны инвесторов на краудфандинговых платформах, как правило, не обладают компетенциями и ресурсами для организации адекватной системы корпоративного управления и отношений с инвесторами [Giudici, Guerin, Rossi-Lamastra, 2020], что снижает заинтересованность в управлении компанией со стороны собственников, приобретающих акции на платформе.

Таким образом, в настоящем исследовании важно проверить предположение о том, что компании-эмитенты на краудфандинговых платформах, предлагающие в основном неголосующие акции, более успешны при размещении, чем компании, предлагающие большее число акций с правом голоса.

Классическая агентская проблема связана с противоречием интересов менеджеров и акционеров, которые возникают в связи с управленческим оппортунизмом, потенциальным стремлением менеджеров к максимизации собственного благосостояния в ущерб благополучию акционеров [Fama, Jensen, 1983; Jensen, Meckling, 1976]. Разнообразные механизмы корпоративного управления нацелены на построение такой системы взаимодействия с менеджерами, чтобы менеджеры стремились к наиболее эффективному управлению в интересах акционеров [Shleifer, Vishny, 1997]. Одним из внутренних механизмов корпоративного управления, который направлен на повышение финансовой заинтересованности менеджеров в результатах своей деятельности и может использоваться для смяг-

чения агентской проблемы, является участие менеджеров в акционерном капитале управляемых ими компаний. Поскольку потенциальные инвесторы заинтересованы в минимизации негативных проявлений агентской проблемы, можно предположить, что важной характеристикой компании, влияющей на принятие решения об инвестировании на краудфандинговой платформе, может быть участие менеджеров в акционерном капитале. В данной работе предполагается проверить предположение о том, что компании на краудфандинговых платформах, в которых менеджеры являются собственниками, более привлекательны для инвесторов, чем компании, в которых менеджеры не владеют акциями компании.

Традиционно один из важнейших факторов, влияющих на привлекательность компаний для инвесторов, — инновационная активность, создающая конкурентные преимущества и возможности для получения дополнительной прибыли и создания ценности компании. Инновации — это результат успешного проведения научно-исследовательских работ, а патенты являются важным продуктом инновационной деятельности [Chang et al., 2012]. Патенты могут влиять на последующее финансирование и выживание фирмы, поскольку они позволяют молодым компаниям защитить свою интеллектуальную собственность, а также рассматриваются как сигнал для рынка о наличии у компании собственных разработок, которые могут быть использованы в будущем для получения более высокой доходности [De Vries et al., 2017]. Патентная деятельность связана с фирмами, которые уже преодолели самые ранние и наиболее рискованные этапы инновационного процесса, продемонстрировав способность завершать НИОКР и конвертировать их результаты в будущие прибыли.

Несмотря на недолгий срок существования акционерного краудфандинга, исследователи уже получили ряд научных результатов, описывающих взаимосвязь между привлекательностью компании для потенциальных инвесторов на краудфандинговых платформах и наличием у нее патентов и торговых марок. Так, авторы [Hornuf, Schwiendbacher, 2017] на выборке из 89 компаний, привлекавших акционерный капитал на краудфандинговых платформах в Германии в 2011–2014 гг., обнаружили, что компании, имеющие зарегистрированные патенты, являются более успешными при размещении на платформе. Успешность размещения в данном исследовании определялась способностью компании привлечь на платформе сумму, равную или большую той, которая была первоначально заявлена как целевая величина для сбора денежных средств от инвесторов. Аналогичный результат получен в [Cumming, Meoli, Vismara, 2019] на выборке из 491 компании, привлекавших денежные средства на краудфандинговой платформе Великобритании в 2011–2015 гг. Исследователи [Nguyen, Cox, Rich, 2019] пришли к выводу, что большее число инвесторов на краудфандинговых платформах вкладывает денежные средства в компании, имеющие патенты. Их анализ был проведен на выборке из 104 компаний-эмитентов на британской платформе Crowdcube в 2015–2016 гг.

В [Hornuf, Schmitt, 2017] установлена положительная взаимосвязь между числом патентов у компании, ее выживаемостью и вероятностью привлечения

последующих инвестиций от профессиональных инвесторов. Такой результат был получен на выборке из 656 компаний, которые были хотя бы один раз успешно профинансированы на одной из 38 анализируемых краудфандинговых платформ в Великобритании и Германии в 2011–2016 гг. Согласно [Ahlers et al., 2015], существует прямая зависимость между числом зарегистрированных патентов и дальнейшей выживаемостью компании. Этот вывод основан на результатах исследования, проведенного на выборке из 104 компаний, которые привлекали акционерный капитал на краудфандинговой платформе ASSOB в 2006–2011 гг. По итогам анализа на выборке британских компаний, привлекавших инвестиции на платформах Crowdcube и Seedrs в 2011–2015 гг., и сравнения их с фирмами, которые получали финансирование из других источников в [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018], сделан вывод, что данные компании обладают большей инновационной активностью, измеренной через число патентов и показатель отношения величины нематериальных активов к общей сумме активов. В соответствии с выводами [Signori, Vismara, 2018], наличие патентов повышает вероятность привлечения дополнительного капитала для компаний, уже осуществивших привлечение инвестиций на краудфандинговой платформе.

Рыночная диверсификация является важной частью стратегии компании, направленной на увеличение доли рынка и создание потенциала для роста ценности [Ayal, Zif, 1979]. Ряд авторов (см., напр.: [Christensen, Montgomery, 1981; Mcdougall, Round, 1984; Olusoga, 1993; Kim, Gu, 2003]) выявили положительную взаимосвязь между рыночной диверсификацией и финансовой результативностью компаний в различных областях деятельности. Ввиду крайне незначительного числа исследований по вопросам взаимосвязи характеристик компаний и показателей инвестиционной привлекательности при размещении на платформах приходится опираться на единичные результаты, свидетельствующие о том, что рыночная диверсификация компании может влиять на принятие решения об инвестировании на краудфандинговых платформах. Так, в [Signori, Vismara, 2016] на выборке из 212 компаний на платформе Crowdcube за 2011–2015 гг. выявлена прямая зависимость между числом кодов классификатора видов экономической деятельности (Standard Industrial Classification — SIC) и числом инвесторов, вкладывающих средства на платформе. Следуя данным выводам и эмпирическим свидетельствам о положительной роли диверсификации в повышении результативности и ценности компаний, в настоящем исследовании проверяется предположение о наличии взаимосвязи между успешностью размещения и рыночной диверсификацией эмитентов, осуществляющих акционерный краудфандинг.

ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

Методология. Исследование взаимосвязи между характеристиками компаний и их инвестиционной привлекательностью на краудфандинговой платформе основывалось на регрессионной модели вида (1):

$$Attract_{it} = \beta_0 + \beta_1 equity_{it} + \beta_2 size_{it} + \beta_3 voting_{it} + \beta_4 diver_{it} + \beta_5 patent_{it} + \beta_6 managsh_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где $i = 1, \dots, 299$; $t = 2011, \dots, 2020$. В уравнении (1) зависимая переменная $Attract_{it}$ — привлекательность компаний для инвесторов на краудфандинговых платформах, ε_{it} — случайные величины; $\beta_k, k = 0, 1, \dots, 6$ — неизвестные параметры; i — номер компании-эмитента на краудфандинговой платформе; t — время.

Описание переменных, используемых в эмпирическом исследовании, дано в табл. 1.

Таблица 1. Описание переменных регрессионной модели

Переменная	Описание
<i>Зависимая переменная</i>	
<i>Attract_{it}</i>	Показатель привлекательности компании для инвесторов на краудфандинговой платформе вычисляется по формуле: $Attract_{it} = \frac{Raised_{it}}{Target_{it}},$ где <i>Raised_{it}</i> — сумма привлеченных денежных средств на краудфандинговой платформе, <i>Target_{it}</i> — первоначально заявленная сумма денежных средств, которую намеревается собрать компания на краудфандинговой платформе
<i>Независимые переменные</i>	
<i>voting</i>	Доля голосующих акций, размещаемых компанией на краудфандинговой платформе
<i>diver</i>	Бинарная переменная, отражающая наличие отраслевой диверсификации компании. Переменная принимает значение, равное 1, если число кодов SIC больше или равно двум, и значение, равное 0, если число кодов SIC равно одному
<i>patent</i>	Бинарная 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>managsh</i>	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, если среди менеджеров компании есть хотя бы один, владеющий акциями компании, и значение, равное 0, если это не так
<i>industry</i>	Группа отраслевых переменных
<i>Контрольные переменные</i>	
<i>equity</i>	Доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе
<i>size</i>	Размер компании. Измеряется как логарифм активов компании на момент привлечения денежных средств на краудфандинговой платформе

В исследованиях выделяют несколько подходов к измерению инвестиционной привлекательности компании. Например, в качестве этого показателя рассматривают число инвесторов, вложивших деньги в компанию. Еще один подход основан на фиксации того факта, удалось ли компании привлечь заявленную сумму размещения, или измеряется величина привлеченного капитала в целом [Dority, Borchers, Hayes, 2021]. Следуя [Ralcheva, Roosenboom, 2016; Vulkan, Astebro, Sierra, 2016; De Crescenzo, Ribeiro-Soriano, Covin, 2019], в данной работе в качестве зависимой переменной была использована переменная *Attract* (табл. 1).

Переменные *equity* и *size* включены в модель в качестве контрольных. Доля собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе, является фактором, который может влиять на инвестиционную привлекательность компании, причем в [Ralcheva, Roosenboom, 2016] выявлено, что существует прямая взаимосвязь между долей собственного капитала, которую компания предлагают потенциальным инвесторам на платформе Crowdcube, и отношением привлеченных денежных средств к первоначальной целевой сумме. С позиции инвесторов компании привлекают большие ресурсы для реализации крупномасштабных проектов, что может являться позитивным сигналом и заинтересовывать потенциальных собственников акций.

Формирование выборки. Выборка исследования была сформирована из компаний, привлекавших инвестиции на краудфандинговой платформе Crowdcube в Великобритании — стране с наиболее развитым акционерным краудфандингом. Краудфандинговая платформа Crowdcube начала свою деятельность в 2011 г. и является одной из двух крупнейших платформ в Великобритании наряду с платформой Seedrs. Доля Crowdcube составляла 52,6 % (из расчета всех привлеченных денежных средств на краудфандинговых платформах Великобритании) [Crowdcube, 2019]. К концу 2020 г. на платформе были проведены 238 краудфандинговых кампаний, что на 13 % выше, чем в 2019 г. Сумма средств, собранная эмитентами в процессе краудфандинга, достигла 205 млн фунтов, и более 100 тыс. частных инвесторов вложились в компании на платформе минимум по одному разу⁵. Целый ряд исследований проведены по компаниям, размещавшим акции на данной платформе (см., напр.: [Vulkan, Astebro, Sierra, 2016; Vismara, 2018; Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018]). Инвестирование в компании на платформе осуществляется с формированием как прямой структуры владения (*direct ownership structure*), при которой инвесторы становятся собственниками акций напрямую, так и посредством номинального владения (*nominee structure*), когда владельцем акций становится номинальный держатель, осуществляющий права за конечных собственников, включая право на управление компанией [Walthoff-Borm, Vanacker, Collewaert, 2018].

Собранные в ходе размещения на краудфандинговых платформах денежные средства могут храниться на депозитном счете. В том случае, когда необходимая

⁵ Crowdcube Q4 2020 update. 2021. 04.02.2021. *Crowdcube* URL: <https://www.crowdcube.com/explore/blog/crowdcube/crowdcube-q4-2020-update> (дата обращения: 10.04.2021).

сумма, которая была выбрана компанией как первоначальная цель, не собрана, все денежные средства возвращаются инвесторам. Краудфандинговая платформа Crowdcube функционирует по принципу «Все или ничего». На ряде других платформ предполагается возможность привлечения капитала в объеме собранных средств, даже если первоначальная цель не была достигнута [Valanciene, Jegeleviciute, 2013].

Для сбора данных были использованы три источника: сайт платформы Crowdcube, база данных Amadeus и официальный сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House). Информация о названии компании, регистрационном номере, дате регистрации компании, описании деятельности, кодах классификатора видов экономической деятельности (Standard Industrial Classification, SIC), дате начала сбора денежных средств на платформе, сумме денежных средств, которую компания привлекла на платформе, первоначальной цели, числе инвесторов, профинансировавших компанию, доли собственного капитала, которую компания предлагает на краудфандинговой платформе инвесторам, и оценке компании к моменту привлечения инвестиций была взята на сайте платформы Crowdcube. Данные о размере компании, структуре собственности, наличии патентов и торговых знаков у компании были взяты из базы данных Amadeus. Отчеты об эмиссии акций с данными о числе выпущенных акций, их стоимости и типах предлагаемых эмитентом акций получены на Companies House, официальном регистраторе компаний Великобритании.

В результате была сформирована выборка из 299 компаний, которые привлекали инвестиции посредством акционерного краудфандинга на платформе Crowdcube с 2011 по 2020 г. Динамика размещений по годам показана на рис. 1.

Распределение компаний выборки по размеру было следующим: 65 % малых, 27 % средних и 8 % больших (рис. 2).

Диаграмма на рис. 2 дает возможность проследить рост малых компаний среди всех эмитентов, привлекавших инвестиции посредством акционерного краудфандинга. Анализ отраслевой специфики компаний выборки показал, что среди всех компаний, размещавшихся на платформе, 18,43 % относятся к пищевой отрасли, 17,06 % — к сектору информационных технологий и мобильных приложений, 9,90 % — занимаются оптовой и розничной торговлей, 8,53 % — производят технику и оборудование. Оставшаяся часть компаний принадлежит к иным отраслям. Такая отраслевая структура выборки коррелирует с отраслевым распределением эмитентов на краудфандинговой платформе Crowdcube: 21,5 % компаний относится к пищевой отрасли, 11,6 % (по основной деятельности) — к сектору информационных технологий [Crowdcube, 2020].

Средний возраст компаний выборки составил 4 года и 2 месяца, что соответствует данным [The UK crowdfunding..., 2019], согласно которым инвестиции на краудфандинговых платформах в основном привлекают молодые компании на первом этапе жизненного цикла. Некоторые компании выборки, привлекавшие денежные средства, были только зарегистрированы к началу сбора денежных средств на платформе (минимальный возраст — 2 месяца).

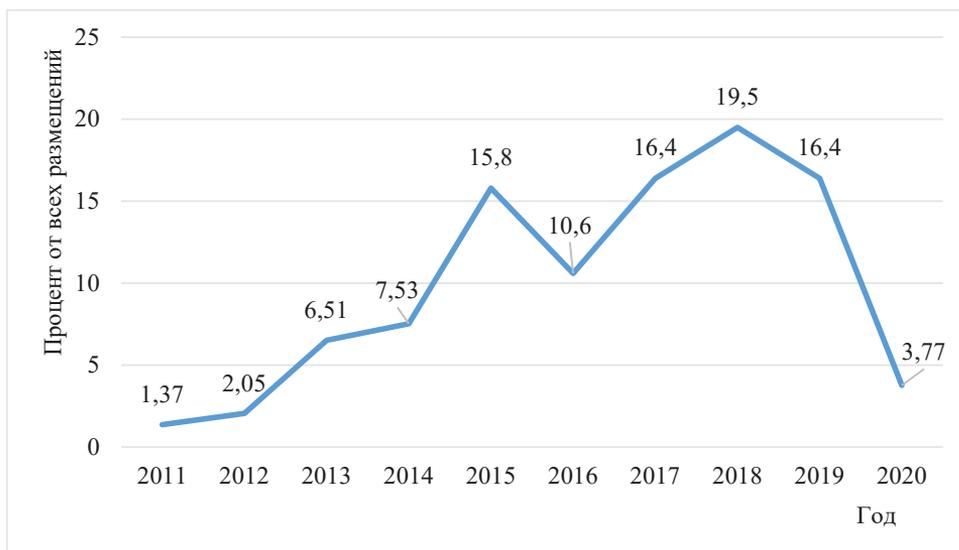


Рис. 1. Динамика размещения акций компаний на платформе Crowdcube, 2011–2020 гг.

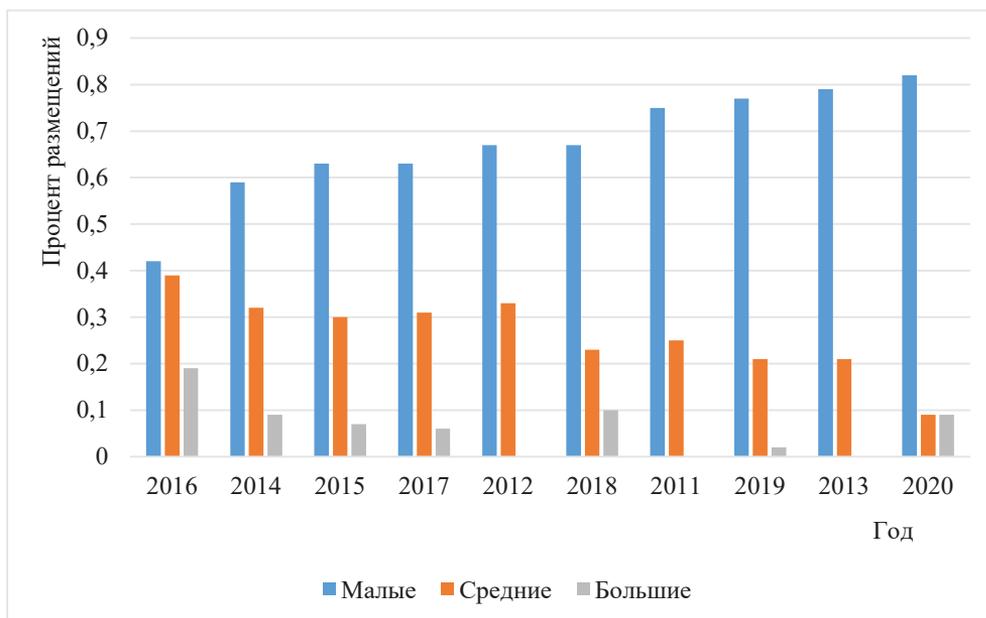


Рис. 2. Динамика изменения процента размещений в зависимости от размера компании

Для рассматриваемой выборки компаний все предложения акций разделились на две категории: в 63 % случаев предлагался только один тип акций, среди них голосующие — в 90,91 %, неголосующие — в 9,09 % размещений; в 37 % размещений — два указанных типа акций.

Остановимся на описательной статистике показателя *Attract*. Как уже отмечалось, согласно правилам краудфандинговой платформы Crowdcube, при привлечении компанией суммы меньшей, чем первоначальная цель, все денежные средства возвращаются инвесторам. В этом случае показатель *Attract* равен 0. При размещении только одного типа акций средняя величина *Attract* равнялась 4,05, а если компании предлагали акции сразу двух типов, то средняя величина этого показателя была практически в 10 раз меньше и составила 0,47.

Одной из компаний, привлекшей значительные инвестиции на платформе и чье значение показателя инвестиционной привлекательности было очень большим, явилась пивоваренная компания BrewDog. Фирма была основана двумя предпринимателями в 2007 г. и воспользовалась преимуществами краудфандинга для осуществления быстрого роста сначала в Великобритании, а затем и в других странах мира. К 2016 г. BrewDog была одной из самых быстрорастущих компаний по производству продуктов питания и напитков в Великобритании в течение последних шести лет и ведущей британской крафтовой пивоварней, владеющей пивоварнями в Шотландии и США. В 2016 г. компания привлекла на платформе Crowdcube 19 млн ф. ст.⁶, превысив заявленную сумму размещения в 20 раз. К 2020 г. компания оказалась настолько успешной, что собрала 74 млн ф. ст. за шесть раундов краудфандинга. В 2020 г. компания инициировала краудфандинг еще на 50 млн фунтов для финансирования своих новых программ, направленных на устойчивое развитие, экологическую безопасность, и только за шесть недель собрала 7,5 млн фунтов⁷. Всего компания привлекла посредством различных инструментов финансирования 377 млн ф. ст.⁸

После анализа показателя *Attract* было проведено цензурирование выборки, вследствие чего из нее было удалено 20 компаний. Дальнейший анализ описательной статистики и регрессионный анализ осуществлялись на выборке из 279 компаний. Анализ описательной статистики *Attract* для цензурированной выборки компаний показал следующее: средняя величина *Attract* составила 1,44, т. е. в среднем компаниям удалось привлечь денежных средств на 44 % больше, чем планировалось.

Отметим, что 84 % компаний выборки привлекли больше денежных средств, чем первоначально заявлялось. В исследовании [Vulkan et al., 2016], проведенном

⁶ Next step for Brewdog: world domination. 12.12.2016. Crowdcube. URL: <https://www.crowdcube.com/explore/blog/investing/next-step-for-brewdog-world-domination> (дата обращения: 10.04.2021).

⁷ Thatcher N. 2020. BrewDog smashes £7.5 m crowdfunding target in 6 weeks. 28.10.2020. *Morning Advertiser*. URL: <https://www.morningadvertiser.co.uk/Article/2020/10/28/How-much-has-BrewDog-raised-through-crowdfunding> (дата обращения: 10.04.2021).

⁸ BrewDog Private Equity Round. *Crunchbase*. URL: https://www.crunchbase.com/funding_round/brewdog-private-equity-502d8eb8 (дата обращения: 10.04.2021).

на выборке из 636 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговой платформе SEEDRS (также действующей по принципу «Все или ничего», как и анализируемая платформа Crowdcube), среднее значение аналогичного показателя составило 1,38. Авторы проводили исследование в 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 (как отмечалось, государственное регулирование краудинвестинга в Великобритании получило начало в 2014 г.).

Средние значения переменной *Attract* представлены в табл. 2.

Таблица 2. Средние значения переменной *Attract*

Компании,	Выборочное среднее <i>Attract</i>
размещавшие один тип акций	1,42
размещавшие два типа акций	1,46
предлагавшие только голосующие акции	1,41
предлагавшие только неголосующие акции	1,57

Таким образом, если вести речь о предпочтениях инвесторов на Crowdcube в зависимости от того, сколько типов акций предлагает компания, или от того, какие именно акции предлагаются (голосующие или неголосующие), то наибольший интерес вызывали именно неголосующие акции.

Описательная статистика переменных. Средняя доля собственного капитала компаний, предлагаемая инвесторам на краудфандинговой платформе, составила 14,05 %, т. е. основная часть компаний предлагает небольшую часть собственного капитала инвесторам, сохраняя контроль за текущими собственниками, многие из которых являются основателями фирм (табл. 3).

Таблица 3. Описательная статистика переменных модели

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратическое отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>Attract</i>	1,4400	0,7814	0	4,3329
<i>size</i> (ф. ст.)	1 678 820	8 751 102	0	140 000 008
<i>equity</i>	0,1405	0,1050	0,0110	0,9000
<i>voting</i>	0,8397	0,4301	0	1

В [Vismara, 2016], где изучается привлечение акционерного капитала на платформе Crowdcube в 2014 г., обнаружено, что средняя доля собственного капитала, предложенного эмитентами, была равна 12,9%. В то же время исследователи в [Ahlers et al., 2015] получили более высокий результат для компаний, размещающихся на платформе Австралии, — средняя доля собственного капитала достигла 21,3%. Предположительно, компании привлекали более крупные инвестиции для реализации капиталоемких проектов или имели неустойчивое финансовое положение, и им требовались более крупные суммы капитала.

В табл. 4 представлена описательная статистика бинарных переменных модели.

Таблица 4. Описательная статистика бинарных переменных модели

Переменная	Процент компаний
<i>managsh</i>	79,21
<i>patent</i>	17,92
<i>diver</i>	24,01

Из табл. 4 следует, что почти 18% компаний выборки, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах, имели зарегистрированные патенты. У 24% компаний-эмитентов деятельность была диверсифицирована между различными отраслями. Скорее всего, это связано с тем, что в основном компании являются молодыми и фокусируют свою деятельность на одной отрасли. В 79% компаний выборки менеджеры были владельцами акций, достаточно высокая доля таких компаний, возможно, связана с тем, что большинство компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, — молодые; чаще всего их основатели являются менеджерами и собственниками, т. е. собственность не отделена от управления.

Средние значения величины показателя инвестиционной привлекательности *Attract* для компаний с патентами и без зарегистрированных патентов представлены в табл. 5.

Таблица 5. Тест на равенство математических ожиданий

Компании,	Выборочное среднее <i>Attract</i>	Величина статистики Стьюдента
имеющие патенты	1,650	$t = -2,116^{**}$
не имеющие патенты	1,394	
менеджеры в которых являются акционерами	1,503	$t = -2,6572^{**}$
менеджеры в которых не являются акционерами	1,198	

Примечание: ** — значимость на 5%-м уровне.

Проведенный тест о равенстве средних показал, что принимается гипотеза о том, что различие в значениях математических ожиданий переменной *Attract* для двух выделенных групп статистически значимо.

Еще один выделенный нами показатель инвестиционной привлекательности компаний — это наличие собственников в числе менеджеров (табл. 5). Проведенный тест на равенство математических ожиданий показателя *Attract* для компаний, в которых менеджеры являются собственниками, и компаний, в которых это не так, показал, что различие в математических ожиданиях показателя инвестиционной привлекательности для указанных типов компаний статистически значимо.

Рассмотрим, как инвесторы на краудфандинговой платформе реагируют на диверсификацию деятельности компании. Средняя величина показателя привлекательности *Attract* компаний, деятельность которых ведется в нескольких отраслях, составляет 1,358, в то время как у компаний, специализирующихся на одной отрасли, — 1,466. Тест о равенстве математических ожиданий показал, что это различие статистически незначимо. Возможно, инвесторы на краудфандинговых платформах предпочитают вкладывать денежные средства в компании, фокусирующиеся на одной отрасли.

РЕГРЕССИОННЫЙ АНАЛИЗ И ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Оценки параметров функций регрессий, полученные с использованием робастных стандартных ошибок, представлены в табл. 6.

Таблица 6. Результаты оценивания функций регрессий

Переменная	Модель 1 (базовая)	Модель 2	Модель 3	Модель 4
<i>equity</i>	1,535***	1,579***	1,582***	1,642***
<i>size</i>	0,054**	0,064**	0,063**	0,052**
<i>voting</i>		-0,407**	-0,389**	-0,396**
<i>managsh</i>			0,296***	0,265**
<i>diver</i>				-0,156*
<i>patent</i>				0,190*
<i>cons</i>	0,559*	0,763**	0,532*	0,583**
<i>industry</i>		no	no	no
R-squared	0,056	0,073	0,096	0,109
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000

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

Все регрессионные модели статистически значимы. Кроме того, все переменные базовой модели статистически значимы: знаки оценок параметров совпали с гипотетическими. Последовательное добавление переменных, при помощи которых тестировались выдвинутые предположения о детерминантах инвестиционной привлекательности компаний, демонстрирует устойчивость полученных результатов: сохраняются знаки и значимость оценок параметров в моделях всех спецификаций.

Переменная *voting*, равная доле голосующих акций, предлагаемых инвесторам на платформе, значима (на уровне 5%), оценка параметра перед этой переменной отрицательная. Это свидетельствует о том, что инвесторы предпочитают вкладывать денежные средства в компании, предоставляющие инвесторам акции типа В, дающие право на получение дивидендов и не предоставляющие право голоса на собрании акционеров. При размещении голосующих акций собственность расплывается между большим числом акционеров, что может вызвать обострение агентской проблемы и рост агентских издержек. На краудфандинговых платформах инвесторы являются в основном непрофессиональными, приобретающими небольшие пакеты акций; их главная цель — получение прав на денежные потоки, а не прав на контроль в компании. Результаты настоящего исследования согласуются с полученными в работе [Cumming, Meoli, Vismara, 2019], где авторы установили обратную взаимосвязь между предложением на платформе голосующих акций и успешностью привлечения денежных средств компанией на краудфандинговой платформе.

Бинарная переменная *managsh* статистически значима, оценка параметра — положительная. Можно сделать вывод о том, что, согласно ожиданиям инвесторов, в компаниях, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, менеджеры, владея акциями, имеют финансовую заинтересованность в росте рыночной стоимости, а значит, будут направлять свою деятельность на повышение эффективности деятельности фирмы. Данный результат согласуется с выводами в [Mehran, 1995; Kuo et al., 2013].

Переменная *diver*, характеризующая наличие диверсификации, статистически значима. Оценка параметра является отрицательной, следовательно, инвесторы, вкладывающие денежные средства на платформе, более заинтересованы в недиверсифицированных компаниях. Привлекательность таких компаний в среднем на 16 % меньше, чем недиверсифицированных фирм. Полученный результат можно объяснить тем, что стратегия диверсификации может нести существенные риски и имеет потенциал финансовой отдачи на инвестиции лишь с течением времени. Стратегия отраслевой диверсификации является наиболее подходящей для крупных компаний, у которых есть значительные резервы денежных средств.

Бинарная переменная *patent*, отвечающая за наличие у компании зарегистрированных патентов, оказалась значимой. Компании, имеющие зарегистрированные патенты, более привлекательны для инвесторов, чем компании, не имеющие собственных патентов. Данный результат находится в соответствии с ранее полу-

ченными в [Hornuf, Schwienbacher, 2017; Nguyen, Cox, Rich, 2019]. Можно ожидать, что наличие собственных патентов воспринимается потенциальными инвесторами как заслуживающий доверия сигнал 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.

Контрольная переменная *equity*, отвечающая за долю собственного капитала компании, предлагаемую инвесторам на платформе, оказалась статистически значимой. Доля собственности положительно связана с показателем инвестиционной привлекательности компаний. Эта характеристика эмиссии на платформе, позитивно воспринимаемая инвесторами, демонстрирует, какой долей компании смогут владеть потенциальные инвесторы, каковы возможности оказания ими влияния на управление компанией, принятие решений и на какой объем денежного потока они смогут претендовать. Результаты данного исследования подтверждают полученные в работе [Ralcheva, Roosenboom, 2016] выводы.

В то время как упомянутые исследования касались доли собственности при изучении успешности размещения на платформе, в [Troise et al., 2020] отмечается также важное значение показателя доли собственности, предлагаемой инвесторам на платформе, для роста фирмы в период, следующий за проведением кампании по акционерному краудфандингу. В исследовании на выборке компаний, привлекавших инвестиции через выпуск акций на краудфандинговых платформах Италии в период с 2013 по 2018 г., выявлена положительная взаимосвязь доли собственности с ростом объема продаж и занятости. Авторы связывают данный результат с приходом в компанию новых акционеров, заинтересованных в развитии компании, оказывающих позитивное влияние благодаря привнесению своих знаний, компетенций, связей. Однако необходимо отметить, что в отличие от большинства других стран, согласно законодательному регулированию данной сферы в Италии, минимум 5% капитала должно приобретаться квалифицированными инвесторами [Troise et al., 2020]. Данный факт, связанный со структурой инвесторов, в которой могут преобладать профессиональные инвесторы, оказывающие влияние на деятельность компании, может во многом определять полученные в работе результаты.

Контрольная переменная *size*, характеризующая размер компании, также статистически значима. Имеет место прямая взаимосвязь между размером компании и успешностью ее размещения на платформе. Данный вывод может свидетельствовать о том, что более крупные компании имеют возможность реализации более масштабных проектов, обладающих потенциалом достижения высокой эффективности, и вызывают большее доверие у инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Акционерный краудфандинг является важным источником привлечения ресурсов для компаний, позволяя фирмам, имеющим ограниченный доступ к капиталу на финансовых рынках, привлекать значительные объемы финансирования от широкого круга инвесторов. С одной стороны, компании-эмитенты выходят на рынок, поскольку объявляют публичное размещение акций, а с другой — механизм краудфандинга позволяет избежать всех сложностей и издержек, связанных с процессом публичного выпуска акций на фондовом рынке, к которым относятся временные и финансовые расходы на регистрацию, затраты на андеррайтинг, длительный период подготовки и пр. В то же время при осуществлении инвестиций на краудфандинговых платформах инвесторы сталкиваются с более высокими рисками именно по причине менее жесткого регулирования данного процесса. Один из рисков связан с тем, что компании, которым не удастся достичь первоначально установленной цели по сбору денежных средств, в соответствии с требованиями платформы, должны вернуть привлеченные денежные средства. В таком случае инвесторы теряют временный ресурс и несут потери ввиду наличия альтернативных издержек инвестирования. Высок также риск того, что проекты, под которые компания привлекала средства, не принесут ожидаемых результатов и инвесторы не получают требуемой доходности на свои вложения. Однако данная неопределенность существует и при других видах инвестирования.

В настоящем исследовании выяснено, что в среднем размещения компаний на краудфандинговых платформах являются успешными, поскольку привлеченная сумма капитала превышает первоначально заявленную величину. Этот результат согласуется с выводами ряда других исследований и вместе с полученными данными о значительном среднем числе инвесторов, вкладывающих средства в одну компанию, подтверждает тот факт, что акционерный краудфандинг — эффективный канал финансирования для компаний, привлекающий большое внимание участников инвестирования. Однако данный факт нуждается в дальнейшем эмпирическом подтверждении, поскольку платформа Crowdcube функционирует по принципу «Все или ничего», и те компании, которые не собрали у краудинвесторов средства на сумму, изначально заявленную, должны возратить инвесторам деньги.

Вклад данного исследования заключается в том, что с учетом его результатов инвесторы могут более пристально выбирать объекты для инвестирования на краудфандинговых платформах, идентифицировать эмитентов, которые с большей вероятностью успешно проведут кампанию по привлечению капитала, а потенциально — обеспечат рост ценности осуществленных инвестиций. И это представляется важным для тех участников процесса, которые приходят за объектами инвестирования на платформу. Непрофессиональные инвесторы принимают решение об инвестировании прежде всего на основании субъективной привлекательности бизнес-идеи и собственного опыта вложений [Giudici et al.,

2020], а не тщательного анализа компаний. По результатам исследования следует рекомендовать инвесторам основываться на определенных количественных и качественных характеристиках компаний. Компаниям-эмитентам необходимо принимать во внимание, какие факторы привлекательности наиболее значимы для инвесторов, вкладывающих средства на краудфандинговых платформах.

В данной работе было выявлено, что инвесторам наиболее интересны компании, предлагающие преимущественно неголосующие акции на платформе. Размещение голосующих акций может быть связано с ростом агентских издержек и приводить к экспроприации неголосующих акционеров со стороны владельцев акций с правом голоса [Muravyev, Berezinets, Pina, 2014; Cumming, Meoli, Vismara, 2019]. Таким образом, компаниям, размещающимся на краудфандинговой платформе, можно рекомендовать размещать акции без права голоса с целью привлечения наибольшего интереса инвесторов. Акции же, предоставляющие право голоса, целесообразно предоставлять основателям компаний или узкой группе профессиональных инвесторов, заинтересованных в контроле над фирмой.

Эмитенты, в которых менеджеры являются владельцами доли капитала, являются более успешными при размещении на платформе, поскольку для инвесторов это может быть знаком качества проектов компании, в которых сами управляющие владеют акциями. Таким образом, потенциальным инвесторам следует рекомендовать инвестировать денежные средства на краудфандинговых платформах в те компании, где менеджеры являются собственниками и получают вознаграждение в виде доли в собственном капитале, поскольку данная характеристика компании является драйвером ее привлекательности для инвесторов. Недиверсифицированные компании, оперирующие в одной отрасли, также более привлекательны для инвесторов. Компании, функционирующие в нескольких отраслях, могут нести дополнительные риски, связанные с диверсификацией продуктов и услуг, высокой конкуренцией и необходимостью иметь компетенции в различных секторах. Зарегистрированные патенты как показатель инновационной активности также являются детерминантой инвестиционной привлекательности компаний на краудфандинговой платформе как свидетельство возможностей и высокого потенциала эмитента в повышении своей эффективности и ценности.

Как уже отмечалось, краудинвестинг пока не получил достаточного развития в России, в том числе потому, что законодательное регулирование данного процесса началось недавно. Однако накопленный зарубежный опыт и рекомендации для инвесторов и эмитентов на зарубежных платформах, формулируемые в том числе и на основе проведенного исследования, могут быть полезны и участникам российского рынка краудфандинга для принятия решений о размещении и инвестировании на платформах. Кроме того, полученные результаты можно апробировать в будущем и при проведении исследований по российскому рынку акционерного краудфандинга.

К ограничениям проведенного исследования можно отнести тот факт, что анализ предпочтений инвесторов проводился только для компаний Великобри-

тании и результаты, полученные для данного институционального контекста, могут быть применимы не для всех правовых систем и моделей корпоративного управления. Кроме того, хоть и в силу объективных причин, связанных с невозможностью найти необходимую информацию, авторами были рассмотрены не все факторы, которые могут оказывать влияние на восприятие инвесторами ценности размещаемых на платформах компаний.

В качестве одного из направлений исследований можно указать на дальнейший анализ детерминант, которые могут влиять на успешность краудфандинговой кампании на платформе, на доходность, которую инвесторы получают по итогам своих инвестиций, а также на результативность деятельности и ценность компании в период, следующий за осуществлением кампании по акционерному краудфандингу. Кроме того, важным направлением исследований в данной области является изучение мотивов самих компаний-эмитентов, привлекающих ресурсы. Отдельной областью для анализа может стать изучение влияния законодательства и регулирования в различных странах, в том числе и в России, на принятие решений инвесторами и эмитентами в сфере инвестиционной деятельности на краудфандинговых платформах.

Литература на русском языке

- Алексеева Л. В., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. 2011. Влияние структуры собственности на дивидендную политику российских компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент* (4): 3–31.
- Банк России. 2019. *Годовой отчет Банка России за 2018 год*. М.: Центральный банк Российской Федерации. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/19699/ar_2018.pdf (дата обращения: 23.11.2019).
- Зубков И., Швабауэр Н. 2021. Вложить стало веселей. Объем рынка краудфандинга превысил 7 млрд руб. *Российская газета — Федеральный выпуск* 36 (8387). URL: <https://rg.ru/2021/02/18/obem-rynka-kraudfandinga-v-rossii-v-2020-godu-prevysil-sem-mlrd-rublej.html> (дата обращения: 25.03.2021).
- Инфографика: как устроен рынок краудинвестинга в России. 2018. Startrack Inc. URL: <https://incrossia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (accessed: 16.01.2020).

References in Latin Alphabet

- Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. 2015. Crowdfunding: geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy* 24 (2): 253–274.
- Ahlers G. K., Cumming D., Günther C., Schweizer D. 2015. Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 39 (4): 955–980.
- Ayal I., Zif J. 1979. Marketing expansion strategies in multinational marketing. *Journal of Marketing* 43: 84–94.
- Barnett C. 2015. Trends show crowdfunding to surpass VC in 2016. *Forbes*. June 9, 2015. URL: <https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016/?sh=660124644547> (accessed: 30.03.2021).

- Bebchuk L. A., Kastiel K. 2017. The untenable case for perpetual dual-class stock. *Virginia Law Review* **103** (4): 585–631.
- Bechter C., Jentzsch S., Frey M. 2011. From wisdom of the crowd to crowdfunding. *Journal of Communication and Computer* **8** (11): 951–957.
- Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. 2014. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* **29** (5): 585–609.
- Berle A., Means G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House.
- Block J. H., Hornuf L., Moritz A. 2017. Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics* **50** (1): 3–27.
- Block J., Colombo M., Cumming D., Vismara S. 2018. New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics* **50** (2): 239–250.
- British Venture Capital Association. European Private Equity & Venture Capital Association. 2005. URL: <https://www.bvca.co.uk/> (accessed: 18.12.2019).
- Bruton G., Khavul S., Siegel D., Wright M. 2015. New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice* **39** (1): 9–26.
- Chang K.-C., Chen D.-Z., Huang M.-H. 2012. The relationships between the patent performance and corporation performance. *Journal of Informetrics* **6** (1): 131–139.
- Cholakova M., Clarysse B. 2015. Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? *Entrepreneurship: Theory and Practice* **39** (1): 145–172.
- Christensen H. K., Montgomery C. A. 1981. Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. *Strategic Management Journal* **2** (4): 327–343.
- Clark J. 2014. VC evolved: How VC has adapted in the 15 tumultuous years since the dotcom boom. *British Private Equity and Venture Capital Association*. URL: <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/VC%20Evolved.pdf?ver=2016-11-03-125526-023> (accessed: 30.03.2021).
- Crowdcube. *Crowdcube*. 2019. URL: <https://www.crowdcube.com/investments> (accessed: 17.11.2019).
- Crowdinvesting worldwide. *Statista*. 2019. URL: <https://www.statista.com/outlook/377/100/crowdinvesting/worldwide> (accessed: 19.12.2019).
- Cumming D., Johan S. 2019. *Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights*. London: Academic Press.
- Cumming D., Meoli M., Vismara S. 2019. Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. *Research Policy* **48** (8): 1–59.
- Cumming D., Meoli M., Vismara S. 2021. Does equity crowdfunding democratize entrepreneurial finance? *Small Business Economics* **56** (3): 533–552.
- De Crescenzo V., Ribeiro-Soriano D. E., Covin J. G. 2020. Exploring the viability of equity crowdfunding as a fundraising instrument: A configurational analysis of contingency factors that lead to crowdfunding success and failure. *Journal of Business Research* **115** (C): 348–356.
- De Vries G., Pennings E., Block J. H., Fisch C. 2017. Trademark or patent? The effects of market concentration, customer type and venture capital financing on start-ups' initial IP applications. *Industry and Innovation* **24** (4): 325–345.
- Dority S., Borchers S. J., Hayes S. K. 2021. Equity crowdfunding: US Title II offerings using sentiment analysis. *Studies in Economics and Finance*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. URL: <https://doi.org/10.1108/SEF-04-2020-0097>
- Estrin S., Gozman D., Khavul S. 2018. The evolution and adoption of equity crowdfunding: Entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics* **51** (2): 425–439.
- European Business Angels Network. 2019 URL: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-investing-explained> (accessed: 12.10.2019).

- European Private Equity & Venture Capital Association. EVCA Governing Principles. European Private Equity & Venture Capital Association. 2005. URL: <https://www.eesc.europa.eu/sites/default/files/resources/docs/056-private-act.pdf> (accessed: 12.11.2019).
- Fama E., Jensen M. 1983. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* **26** (2): 327–349.
- Gerber E., Hui J., Kuo P. 2012. Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In: *Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics 2*: 11. Academic Press.
- Giudici G., Guerin M., Rossi-Lamastra C. 2020. Elective affinities: Exploring the matching between entrepreneurs and investors in equity crowdfunding. *Baltic Journal of Management* **15** (2): 183–198.
- Goethner M., Hornuf L., Regnera T. 2021. Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act. *Technological Forecasting and Social Change* **162** (January): 120352.
- Gompers P., Lerner J. 2001a. *The Money of Invention — How Venture Capital Creates New Wealth*. Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
- Gompers P., Lerner J. 2001b. The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives* **15** (2): 145–168.
- Graw S. 2018. Crowd-sourced funding — was tax considered? *Journal of the Australasian Tax Teachers Association* **13** (1): 85–113.
- Hemer J. 2011. A snapshot on crowdfunding. *Arbeitspapiere Unternehmen und Region*. No. R2/2011, Fraunhofer ISI, Karlsruhe.
- Hornuf L., Schwienbacher A. 2015. Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance* **50** (C): 556–574.
- Hornuf L., Schwienbacher A. 2017. Internet-based entrepreneurial finance: Lessons from Germany. *California Management Review* **60** (2): 150–175.
- Hornuf L., Schmitt M. 2017. *Equity Crowdfunding in Germany and the UK: Follow-up Funding and Firm Survival*. CESifo Working Paper, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo).
- Hornuf L., Schmitt M., Stenzhorn E. 2018. Equity crowdfunding in Germany and the UK: Follow-up funding and firm failure. *Corporate Governance: An International Review* **26** (5): 331–354.
- Howe J. 2008. *Crowdsourcing — Why the Power of the Crowd is Driving Future of Business*. New York: Three Rivers Press.
- European Private Equity Activity 2018. *Invest Europe*. URL: <https://www.investeurope.eu/media/2585/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf> (accessed: 30.03.2021).
- Jensen M. C., Meckling W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* **3** (4): 305–360.
- Kang M., Gao Y., Wang T., Zheo H. 2016. Understanding the determinants of funders' investment intentions on crowdfunding platforms. A trust-based perspective. *Industrial Management & Data Systems* **116** (8): 1800–1819.
- Kaplan S. N., Stromberg P. 2003. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies* **70** (2): 281–315.
- Kim H., Gu Z. 2003. Risk-adjusted performance: A sector analysis of restaurant firms. *Journal of Hospitality and Tourism Research* **8** (4): 77–98.
- Kleemann F., Voss G., Rieder K. 2008. Underpaid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies* **4** (1): 5–26.
- Kleinert S., Volkmann C. 2019. Equity crowdfunding and the role of investor discussion boards. *Venture Capital* **21** (4): 327–352.
- Kuo C.-S., Leon Li M.-Y., Yu S.-E. 2013. Non-uniform effects of CEO equity-based compensation on firm performance — An application of a panel threshold regression model. *The British Accounting Review* **45** (3): 203–214.

- Lambert T., Schvienbacher A. 2011. *An Empirical Analysis of Crowdfunding*. Mimeo. Louvain School of Management, Belgium. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1578175>.
- Lukkarinen A., Teich J. E., Wallenius H., Wallenius J. 2016. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns, *Decision Support Systems* **87** (C): 26–38.
- Mamonov S., Malaga R. 2020. A 2020 perspective on “Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States”. *Electronic Commerce Research and Applications* **40** (C): 100933.
- Mason C., Botelho T., Harrison R. 2016. The transformation of the business angel market: Empirical evidence and research implications. *Venture Capital* **18** (4): 321–344.
- Mcdougal F. M., Round D. K. 1984. A comparison of diversifying and nondiversifying Australian industrial firms. *Academy of Management Journal* **27** (2): 384–398.
- Mehran H. 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* **38** (2): 163–184.
- Mollick E. R. 2014. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* **29** (1): 1–16.
- Muravyev A. 2009. Dual class stock in Russia: Explaining a pricing anomaly. *Emerging Markets Finance & Trade* **45** (2): 21–43.
- Muravyev A., Berezinets I., Iliina Y. 2014. The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis* **34** (C): 247–261.
- Nguyen T., Cox J., Rich J. 2019. Invest or regret? An empirical investigation into funding dynamics during the final days of equity crowdfunding campaigns. *Journal of Corporate Finance* **58** (October): 784–803.
- Olusoga S. A. 1993. Market concentration versus market diversification and internalization: Implications for MNE performance. *International Marketing Review* **23** (1): 54–82.
- Parhankangas A., Mason C., Landström H. 2019. Crowdfunding: An introduction. In: H. Landström, A. Parhankangas, C. Mason (eds.). *Handbook of Research on Crowdfunding*. Cheltenham: Edward Elgar; 1–21.
- Ralcheva A., Roosenboom P. P. 2016. *On the Road to Success in Equity Crowdfunding*. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2727742> (accessed: 30.03.2021).
- Ramsey Y. A. 2012. What the heck is crowdfunding? *Business People* (November): 54–57.
- Schvienbacher A., Larralde B. 2012. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In: D. Cumming (ed.). *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. Oxford: Oxford University Press; 369–391.
- Shleifer A., Vishny R. W. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* **52** (2): 737–783.
- Signori A., Vismara S. 2016. Returns on investments in equity crowdfunding. *SSRN Electronic Journal*. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2765488> (accessed: 16.01.2020).
- Signori A., Vismara S. 2018. Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms. *Journal of Corporate Finance* **50** (C): 575–591.
- Smart S. B., Thirumalai R. S., Zutter C. J. 2008. What’s in a vote the short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values. *Journal of Accounting and Economics* **45** (1): 94–115.
- Technavio. 2018. Global Crowdfunding Market 2018–2022 URL: <https://www.technavio.com/report/crowdfunding-market-industry-analysis> (accessed: 30.01.2021).
- Troise C., Matricano D., Candelo E., Sorrentino M. 2020. Crowdfunded and then? The role of intellectual capital in the growth of equity-crowdfunded companies. *Measuring Business Excellence* **24** (4): 475–494.
- Troise C., Tani M. 2020. Exploring entrepreneurial characteristics, motivations and behaviours in equity crowdfunding: Some evidence from Italy. *Management Decision* **59** (5): 995–1024.
- The UK crowd funding landscape in 2019. Beauhurst. URL: <https://about.beauhurst.com/blog/uk-crowd-funding-landscape-2019/> (accessed: 09.11.2019).

- Tomczak A., Brem A. 2013. A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital. An International Journal of Entrepreneurial Finance* 15 (4): 335–359.
- Valanciene L., Jegeleviciute S. 2013. Valuation of crowdfunding: Benefits and drawbacks. *Economics and Management* 18 (1): 39–48.
- Vismara S. 2016. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics* 46 (4): 579–590.
- Vismara S. 2018. Information cascades among investors in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* 42 (3): 467–497.
- Vrontis D., Christofi, M., Battisti E., Graziano E. 2021. Intellectual capital, knowledge sharing and equity crowdfunding. *Journal of Intellectual Capital* 22 (1): 95–121.
- Vulkan N., Astebro T., Sierra M. F. 2016. Equity crowdfunding: A new phenomena. *Journal of Business Venturing Insights* 5 (C): 37–49.
- Wald A., Holmesland M., Efrat K. 2019. It is not all about money: Obtaining additional benefits through equity crowdfunding. *The Journal of Entrepreneurship* 28 (2): 270–294.
- Walthoff-Borm X., Vanacker T., Collewaert V. 2018. Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. *Corporate Governance: An International Review* 26 (5): 314–330.
- Wang W., Mahmood A., Sismeiro C., Vulkan N. 2019. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy* 48 (8): 1–11.
- Yasar B. 2021. The new investment landscape: Equity crowdfunding. *Central Bank Review* 21 (1): 1–16.
- Zhang B., Baeck P. P., Ziegler T., Bone J., Garvey K. 2016. *Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*. Cambridge Center for Alternative Finance. University of Cambridge. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2015-uk-alternative-finance-industry-report.pdf> (accessed: 20.03.2021).

Russian Language References Translated into English

- Alekseeva L. V., Berezinets I. V., Ilina Iu. B. 2011. Ownership structure and dividend policy: A study of Russian companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment* (4): 3–31. (In Russian)
- Bank of Russia. 2019. *Bank of Russia Annual Report for 2018*. Moscow: The Central Bank of the Russian Federation. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/19699/ar_2018.pdf (accessed: 23.11.2019). (In Russian)
- Zubkov I., Shvabauer N. 2021. Investing has become more fun. The volume of the crowdfunding market exceeded 7 billion rubles. *Rossiiskaia gazeta — Federal'nyi vypusk* 36 (8387). URL: <https://rg.ru/2021/02/18/obem-rynka-kraudfandinga-v-rossii-v-2020-godu-prevysil-sem-mlrd-rublej.html> (accessed: 25.03.2021). (In Russian)
- Infographic: How the crowdinvesting market works in Russia. 2018. Startrack Inc. URL: <https://incrussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-ryнок-kraudinvinga-v-rossii/> (accessed: 16.01.2020). (In Russian)

Статья поступила в редакцию 26 апреля 2021 г.

Статья рекомендована в печать 28 мая 2021 г.

Контактная информация

Березинец Ирина Владимировна — канд. физ.-мат. наук, доц.; berezinets@gsom.spbu.ru
Ильина Юлия Борисовна — канд. экон. наук, доц.; jilina@gsom.spbu.ru
Кляровская Надежда Андреевна — nadezhda.kliarovskaia@gmail.com

**EQUITY CROWDFUNDING:
DETERMINANTS OF COMPANY'S SUCCESS ON A CROWDFUNDING PLATFORM**

I. V. Berezinets¹, Yu. B. Ilina¹, N. A. Klyarovskaya²

¹ St. Petersburg State University,

7–9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

² 21 Skills, Inc., 251, Little Falls Drive, Wilmington, county of New Castle, Delaware, 19808, USA

For citation: Berezinets I. V., Ilina Yu. B., Klyarovskaya N. A. 2021. Equity crowdfunding: Determinants of company's success on a crowdfunding platform. *Vestnik of Saint Petersburg University. Management* **20** (2): 131–164. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2021.201> (In Russian)

Equity crowdfunding, a form of company financing through equity investments, has become increasingly relevant in recent years. This paper analyzes the advantages of this financing mechanism, the motives of issuers and investors — participants of the crowdinvesting process. Most participants of investing are non-professional investors, for whom recommendations for choosing companies on the platform based on the determinants of investment attractiveness are of practical value. The authors conducted an empirical study to establish the relationship between investment attractiveness and the characteristics of issuing companies emerging on the crowdfunding platforms. The study sample includes 299 companies that raised equity capital on one of the leading platforms in the UK, Crowdcube, between 2011 and 2020. The results of the study showed that the investment attractiveness of companies is higher if during placement they offer a larger share proportion of non-voting than voting shares during the placement. Companies in which managers own a share in capital, firms with registered patents as an indicator of their innovative activity, and companies that do not demonstrate industry diversification have a higher attractiveness for investors. This research contributes to the existing studies of determinants of the success of equity crowdfunding, provides recommendations to investors on the choice of companies with particular characteristics that determine the investment attractiveness of issuers on crowdfunding platforms.

Keywords: equity crowdfunding, crowdinvesting, crowdfunding platforms, investment attractiveness.

Received: April 26, 2021

Accepted: May 28, 2021

Contact information

Irina V. Berezinets — PhD in Physics and Mathematics, Associate Professor; berezinets@gsom.spbu.ru

Yulia B. Ilina — PhD in Economics, Associate Professor; jilina@gsom.spbu.ru

Nadezhda A. Klyarovskaya — nadezhda.kliarovskaia@gmail.com

The research has been conducted with financial support from St. Petersburg State University (project No. 60419633).