

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

**Характеристики компаний-эмитентов и инвестиционная привлекательность на
краудфандинговых платформах**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса программы бакалавриата
по направлению «Менеджмент»,
профиль — Финансовый менеджмент
АЛИХАНОВОЙ Мадины Халидовны

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

Рецензент:
Доцент кафедры финансов и учета,
кандидат экономических наук
СМИРНОВ Марат Владимирович

Санкт-Петербург
2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1. Теоретические основы краудфандинга	6
1.1. Понятие краудфандинга	6
1.2. История краудфандинга	9
1.3. Виды краудфандинга	11
1.4. Механизм работы краудфандинговых платформ	15
1.5. Особенности и правовое регулирование краудинвестинга в Великобритании	18
1.6. Различия между краудфандинговыми платформами	23
1.7. Характеристики инвесторов на краудфандинговых платформах	24
1.8. Характеристики эмитентов на краудфандинговых платформах	26
2. Эмпирическое исследование	31
2.1. Обзор литературы и формулировка гипотез	31
2.1.1. Характеристики кампаний на краудфандинговых платформах	31
2.1.2. Роль платформы для краудинвестинга	36
2.2. Формирование выборки	39
2.3. Методология исследования	41
2.4. Описательная статистика переменных	46
2.5. Регрессионный анализ и основные выводы	53
2.6. Управленческие приложения	56
2.7. Ограничения исследования	57
Заключение	58
Список литературы	60

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ РАБОТЫ

Я, Алиханова Мадина Халидовна, студентка 4 курса направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Разработка рекомендаций по развитию сервиса «вопрос эксперту» системы распространения знаний в компании «Газпром Нефть», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

ВВЕДЕНИЕ

Практически все компании рано или поздно сталкиваются с проблемой финансирования. Для получения банковского кредита компаниям необходимо иметь достаточно активов, которые могли бы рассматриваться в качестве залога, а венчурные компании инвестируют исключительно в субъективно-идеальные проекты. Но у некоторых небольших компаний или просто предпринимателей действительно есть хорошие идеи и нет возможности получать финансовую поддержку от традиционных институтов. В таком случае на помощь приходит всемогущий Интернет. Наибольшая полезность, которую нам может дать Интернет, заключается в том, что он предлагает возможность связаться с разными людьми из любой точки мира и находить идейных единомышленников. То есть, у компаний появляется возможность найти «свою» аудиторию, разделяющую те же интересы и ценности, что преследует компания и таким образом привлечь дополнительное финансирование. Очевидно, что один или два единомышленника не смогут позволить себе единолично закрыть потребность компании во внешнем капитале, так как у них просто может не быть денег. Но если соберется целое сообщество единомышленников, которые хотят помочь проекту, то успешное финансирование оказывается вполне реальным. И в таком случае компания, обладающая увлекательной идеей, может разместить свой проект в Интернете, оставив свои контактные данные, а единомышленники – узнать о компании больше и инвестировать в нее собственный капитал. Этот новый способ финансирования называется краудфандингом. Краудфандингу не нужны залоговые объекты, не нужны идеальные проекты, все, что ему нужно — это выложить проект в Интернет.

Объем мирового краудфандинга увеличивается с каждым годом, так, по данным Statista [Statista, 2022] объемы средств, привлеченных посредством краудфандинга в 2017 году, составили немногим более 900 миллионов долларов США, а в 2021 – более 1 миллиарда долларов США.

На сегодняшний день существует четыре основных формы краудфандинга: благотворительный краудфандинг (Donation crowdfunding), условно-возвратный краудфандинг (Reward crowdfunding), краудлендинг (Lending crowdfunding) и краудинвестинг (Equity crowdfunding). Особое внимание стоит уделить именно последнему виду краудфандинга – краудинвестингу. В последние годы краудинвестинг зарекомендовал себя как альтернатива традиционным источникам акционерного финансирования (например, бизнес-ангелы и венчурный капитал) и как популярный выбор финансирования среди инновационных стартапов. Предпринимателям предлагается

торговая площадка, на которой они могут собрать своих родственников, друзей, существующих акционеров и клиентов для привлечения средств, а также у появляется возможность привлечь дополнительное финансирование от большого пула индивидуальных инвесторов в обмен на долю в акционерном капитале в компании. Таким образом, почти каждый может участвовать в финансировании инновационных компаний и пожинать плоды любого увеличения стоимости в будущем — ранее такая возможность была зарезервирована лишь для состоятельных людей в лице профессиональных инвесторов. Конечная цель краудинвестинга заключается в том, чтобы помочь воплотить в жизнь гораздо больше бизнес-идей, а также способствовать устранению пробела в их финансировании.

Широкой популярностью краудинвестинг пользуется на западе, в частности, в Великобритании и в США [Statista, 2022]: объемы средств, привлеченных посредством акционерного краудфандинга в Великобритании, составили 556 миллионов долларов США, а в Америке посредством акционерного краудфандинга за тот же год привлекли 1 073 миллионов долларов. В России акционерный краудфандинг только начинает набирать обороты: относительно невысокий уровень финансовой грамотности [Банк России, 2020] не позволяет людям довериться новому способу привлечения денежных средств для одних и заработка – для других, в связи с чем популярностью альтернативные источники финансирования похвастаться не могут. Однако ввиду сложившейся геополитической ситуации и обострения всех видов отношений с западными странами, прогресс в популяризации современных финансовых технологий уже не кажется таким далеким.

Тема краудинвестинга на сегодняшний день является как никогда актуальной в России, а опыт западных компаний может быть показательным и практически применимым как для предпринимателей, находящихся в поисках финансирования, так и для инвесторов, находящихся в поисках перспективных проектов.

Несмотря на растущую популярность альтернативных методов привлечения финансирования, акционерный краудфандинг изучен не до конца, а проблема идентификации характеристик компаний-эмитентов, привлекающих инвесторов и являющихся маркерами высокой прибыльности, остается.

Таким образом, в рамках настоящей выпускной квалификационной работы была сформулирована цель, заключающаяся в выявлении взаимосвязи между характеристиками компаний, размещающих акции на краудфандинговых платформах, и их привлекательностью для инвесторов и финансовой результативностью. Для достижения цели были сформулированы следующие задачи:

1. Проанализировать литературу, посвященную понятию и видам краудфандинга, специфике краудинвестинга, особенностям краудинвестинга в Великобритании, а также характеристикам субъектов акционерного краудфандинга.
2. Провести эмпирическое исследование, нацеленное на установление взаимосвязей между характеристиками компаний-эмитентов и финансовой результативностью компаний на краудфандинговых платформах, а также между характеристиками компаний-эмитентов и инвестиционной привлекательностью компаний на краудфандинговых платформах.
3. Проанализировать полученные результаты, сделать выводы и дать практические результаты субъектам краудфандинга.

Объектом исследования являются компании-эмитенты, размещающие доли капитала на краудфандинговых платформах. Предметом исследования является взаимосвязь характеристик компаний-эмитентов, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, и их инвестиционной привлекательности, а также взаимосвязь характеристик компаний-эмитентов, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, и их финансовой результативности.

Настоящая работа выполнена в формате эмпирического исследования. Инструментами исследования являются статистический и эконометрический анализ.

В выборку исследования вошло 488 компаний, привлекавших долевые инвестиции на краудфандинговых платформах Seedrs и Crowdcube с 2013 по 2020 гг. Информация для проведения эмпирического исследования была получена из следующих источников:

- краудфандинговая платформа Crowdcube;
- краудфандинговая платформа Seedrs;
- база данных TR Catalyst (обновление No142002 от 2 февраля 2022 г.);
- официальный сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House).

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КРАУДФАНДИНГА

1.1. Понятие краудфандинга

В 2006 году американский публицист, профессор Джефф Хау, впервые упомянул термин «краудсорсинг» в своей статье «Возрождение краудсорсинга». Джефф Хау утверждал, что краудсорсинг – это современная альтернатива аутсорсингу, которая вовлекает знания, навыки и таланты различных людей в разных точках мира для решения конкретных проблем. Отличие понятие аутсорсинга от краудсорсинга заключается в том, что первое подразумевает передачу целых функциональных отделов компании профессиональным организациям по договору на долгосрочной основе, а второе – привлечение широкого круга лиц посредством интернет-технологий для получения новых нестандартных идей и решений. Себестоимость труда профессионалов явно выше, чем себестоимость труда любителей с просторов интернета, причем, по мнению Джеффа Хау, результаты, достигнутые посредством краудсорсинга, приходят быстрее, поэтому краудсорсинг становится все более и более привлекательным инструментом для компаний [Jeff Howe, 2006].

Спустя недолгое время после возникновения понятия краудсорсинга, появился и термин «краудфандинг», который был впервые использован Майклом Салливаном для описания деятельности сайта FundaVlog, заключавшейся в сборе денежных средств через интернет для создания видеоблога [David Gass, 2011].

На сегодняшний день существует огромное количество определений термина краудфандинг. Например, голландские исследователи Армин Швибахер и Бенджамин Ларралд определяют краудфандинг как «открытый призыв, в основном через Интернет, о предоставлении финансовых ресурсов либо в форме пожертвования, либо в обмен на какую-либо форму вознаграждения и/или права голоса для поддержки инициатив для конкретных целей» [Schwienbacher, Larralde, 2010]. Схожее определение краудфандингу дает и английский исследователь Пол Беллефлам, описывающий краудфандинг как «открытые призывы, в основном через Интернет, к предоставлению финансовых ресурсов либо в виде пожертвований, либо в обмен на будущий продукт или какую-либо форму вознаграждения для поддержки инициатив в конкретных целях» [Belleflamme et al., 2014]. Однако несмотря на то, что данные определения достаточно широкие, они все равно не включают в себя примеры, которые ряд исследователей относят к краудфандингу, например условно-возвратное кредитование в интернете [Lin et al., 2013] или кампании по сбору средств среди фанатов музыкальных групп [Burkett, 2011]. В связи с этим более

полное определение предлагает американский исследователь, профессор Этан Моллик, который считает, что краудфандинг объединяет в себе и микрофинансирование, и краудсорсинг, и определяет краудфандинг как «усилия предпринимателей и групп — культурных, социальных и коммерческих — по финансированию своих предприятий за счет относительно небольших пожертвований от относительно большого числа людей, использующих Интернет, без стандартных финансовых посредников» [Mollick, 2014]. Официальный сайт Европейского сообщества краудфандинга определяет краудфандинг как «механизм объединения и перераспределения относительно небольших финансовых инвестиций от большой аудитории инвесторов в обмен на долю собственного капитала или других обязательств, имеющих финансовую отдачу, или другие нефинансовые вознаграждения, где инвесторы — это люди или организации, объединяющие свои средства через онлайн-платформы для поддержки других людей или организаций». [European Crowdfunding Network, 2016]. А Карателли и Фаттобене [Caratelli and Fattobene, 2018] считают, что краудфандинг – это альтернативный источник финансирования, при котором физические лица используют интернет-платформу для непосредственного участия в привлечении капитала для предпринимательского проекта путем предоставления заемных средств (кредита), гарантирования доли рискованного капитала компании или предложение пожертвования в зависимости от краудфандинговой модели.

Так как термин краудфандинг является достаточно новым, подходы к его определению могут различаться. Помимо вышеупомянутых, существует ряд других определений термина, например «краудфандинг – это процесс сбора средств для преобразования перспективных идей в бизнес реалии, благодаря объединению компаний с потенциальными инвесторами» [Ramsey, Y. A., 2012]; «краудфандинг - механизм привлечения инвестиций от людей, которые имеют общие интересы с компанией и готовы внести в нее небольшой вклад [Lynn, 2012]; «способ увеличения капитала, необходимого для проекта или предприятия посредством привлечения большого числа людей (непрофессиональных инвесторов) для малых вкладов (1- 100 долларов США)» [Bechter, C., Jentsch, S., Frey, M., 2011]; «краудфандинг обеспечивает механизм, с помощью которого широкая общественность может финансово поддерживать зарождающиеся идеи и предпринимателей, то есть выполняет функции, которые раньше выполняли только аккредитованные инвесторы и банки» [Parhankangas et al, 2019].

Очевидно, что восприятие и отношение разных авторов к краудфандингу зависит от их точки зрения к трем сторонам, участвующих в процессе краудфандинга. Краудфандинг основан на тесном сотрудничестве между инвесторами, посредниками и предпринимателями, привлекающими инвестиции на краудфандинговых платформах:

- Инвесторами в случае краудфандинга являются большие группы обычных людей, которые могут вносить небольшие взносы (от 1 до 100 долларов США) за идеи, которые они считают многообещающими. Это дает людям возможность инвестирования даже при небольшом бюджете. Более того, краудфандинг дает обычным людям право решать, какие идеи стоит превращать в бизнес, а какие нет. Более того, инвесторы часто получают что-то взамен – это может быть материальное вознаграждение, публичное освещение инвестора или ценные бумаги [Valanciene, Jegeleviciute, 2013]. Наличие и тип вознаграждения зависят от вида краудфандинга.
- Посредниками обычно являются краудфандинговые платформы — специализированные краудфандинговые сайты. Эти веб-сайты демонстрируют бизнес-модели и позволяют инвесторам делать онлайн-вклады, связывая инвесторов с предпринимателями. Краудфандинговые платформы можно разделить на два типа в зависимости от того, как они ведут себя с собранными деньгами. Первый тип краудфандинговых платформ хранит средства на счете условного депонирования — если необходимая сумма не набирается, взносы возвращаются инвесторам. Другой тип краудфандинговых платформ позволяет предпринимателям сохранять все собранные средства [Valanciene, Jegeleviciute, 2013].
- Предприниматели, которые ищут финансирование через краудфандинг, часто являются теми, кто не может привлечь капитал другими способами. Краудфандинг позволяет не только привлечь капитал для таких компаний, но и оценить привлекательность идеи, ведь если большая группа людей готова инвестировать денежные средства в компанию, значит, идея является привлекательной [Valanciene, Jegeleviciute, 2013].

Краудфандинг подразделяется на прямой и косвенный. Прямой краудфандинг подразумевает сбор средств через собственные платформы (например, через свой сайт) или своих сторонников (например, через фанатов, группу поддержки), а косвенный краудфандинг, наоборот, является обращением за финансированием к неизвестной широкой публике или «толпе» - обычно это достигается через промежуточную, краудфандинговую, платформу [Tomczak, Vrem, 2013]. Однако большинство исследований краудфандинга фокусируется именно на косвенном краудфандинге, поэтому в данной работе будет рассматриваться только косвенный краудфандинг.

Таким образом, так как полное определение краудфандинга должно описывать не только особенности механизма, но и взаимосвязь между тремя сторонами-участниками

процесса, в данной работе под краудфандингом будет пониматься способ привлечения финансовых ресурсов посредством небольших инвестиций от большого количества инвесторов через интернет-посредников в лице краудфандинговых платформ.

1.2. История краудфандинга

Несмотря на то, что краудфандинг как термин появился сравнительно недавно, механизм получения денег для реализации определенных целей посредством проведения сборов среди большого количества людей был известен истории задолго до появления термина [Kuppuswamy, Bayus, 2018]. Многие музыканты, политики, писатели, режиссеры и инновационные разработчики продвигали и развивали свои идеи именно за счет пожертвований со стороны своих единомышленников, поклонников и сторонников.

Многие известные памятники культуры, включая Статую Свободы в США, были возведены за счет пожертвований от людей, равно как и были организованы сотни концертов различных музыкантов и композиторов, начиная с классиков Моцарта и Бетховена, заканчивая современными исполнителями. Также без пожертвований от людей мир бы не увидел iPod Nano, на создание которого было собрано около 1 миллиона долларов среди почти 13 тысяч фанатов и любителей компании Apple, а Барак Обама без пожертвований, возможно, не стал бы президентом США в 2008 году, так как большая часть бюджета его предвыборной кампании была сформирована через интернет-сбор именно за счет пожертвований его сторонников [Hemer, 2011; Kuppuswamy, Bayus, 2018].

Стоит отметить, что одним из первых сборов средств через интернет был сбор именно для музыкантов рок-группы Marillion в 1997 году: фанаты из США собрали для британских исполнителей рекордные на тот момент 60 000 долларов, чтобы группа посетила разные города Америки в рамках концертного тура [Hemer, 2011]. Настолько инновационный метод финансирования музыкальной деятельности вдохновил американцев, в следствие чего в 2000 году на свет вышла первая в мире краудфандинговая платформа ArtistShare. Данный сайт позволял музыкантам размещать свои произведения и привлекать средства для звукозаписи и проведения концертов. После успешного запуска ArtistShare стало появляться больше краудфандинговых платформ, и индустрия краудфандинга постоянно росла с каждым годом [Pelizzon et al., 2016].

С начала 2000-х начался активный рост количества краудфандинговых платформ разных типов, например, в 2005 году появилась платформа Kiva, специализирующаяся на микрозаймах для предпринимателей, а в 2006 – Prosper и FundaVlog, в 2008 и в 2009 Indiegogo и Kickstarter. Платформа Kickstarter была первой платформой, которая объединяла деятелей культуры и предпринимателей без какого-либо начального капитала,

но с хорошими идеями и инвесторов в лице бизнес-ангелов. С момента открытия платформы, т.е. с 28 апреля 2009 года, через платформу около 21 миллиона человек инвестировали более 6,4 миллиардов долларов США в 216 593 проекта [Kickstarter, 2022].

[Campello et al., 2011] считают, что одной из предпосылок развития краудфандинга стали финансовые кризисы в начале 21 века. Эти кризисы сильно повлияли на устойчивость банковского сектора, сократив объем кредитов, выдаваемых малым и средним предприятиям, которые, особенно на ранних стадиях жизненного цикла бизнеса, часто не имеют достаточной нормы прибыли, чтобы покрыть эксплуатационные расходы. Этот кризисный период коренным образом изменил то, как компании искали доступ к кредитам, и радикально изменил традиционные источники финансирования. (Трудности, с которыми сталкиваются компании при привлечении финансовых инвестиций, характерные как для национальной, так и для мировой экономики, часто называют «кредитным кризисом»: период, когда доступ к кредитам ограничен, а доступные средства облагаются чрезвычайно высокими процентными ставками). Еще одной предпосылкой к развитию и росту популярности краудфандинга считают цифровизацию банковской и финансовой системы, которая сделала эти системы более эффективными, во многом благодаря более широкому использованию технологий [Campanella et al., 2020]. Цифровизация финансового и банковского секторов привела к появлению FinTech («финансовых технологий») области, охватывающей набор инноваций и инструментов, улучшающих и автоматизирующих предоставление и использование финансовых услуг. Среди этих инструментов видное место занял и краудфандинг [La Torre, 2013].

Стремительный рост популярности краудфандинга как инструмента финансирования предсказуем - механизм не только позволяет даже самым маленьким компаниям привлечь инвестиции с минимальными издержками, но и дает возможность протестировать бизнес-идею. Об этом на протяжении уже 10 лет свидетельствует постоянный рост объемов инвестиций посредством краудфандинговых платформ [Березинец И.В, Ильина Ю.Б., Кляровская Н.А., 2021, Vulkan et al, 2016, Valanciene, Jegeleviciute, 2013].

Согласно данным Statista [Statista, 2022] мировые объемы краудфандинга увеличиваются с каждым годом. В 2017 году объем мирового краудфандинга составил 969,1 миллионов долларов США, 2018 и в 2019 – 1001,9 и 1008,5 миллионов долларов США соответственно, однако в 2020 году объемы мирового краудфандинга упали в связи с последствиями пандемии COVID-19, затронувшей все сферы бизнеса [Sabia et.al, 2022], и составили 973 миллиона долларов США, но уже в 2021 году значения объемов мирового краудфандинга превысили значения в «допандемийное» время и составили 1093,5

миллионов долларов США [Statista, 2022]. На рис. 1 представлены исторические данные об объеме краудфандинга за 2017-2021 гг. и прогноз объема рынка за 2022-2026 гг.

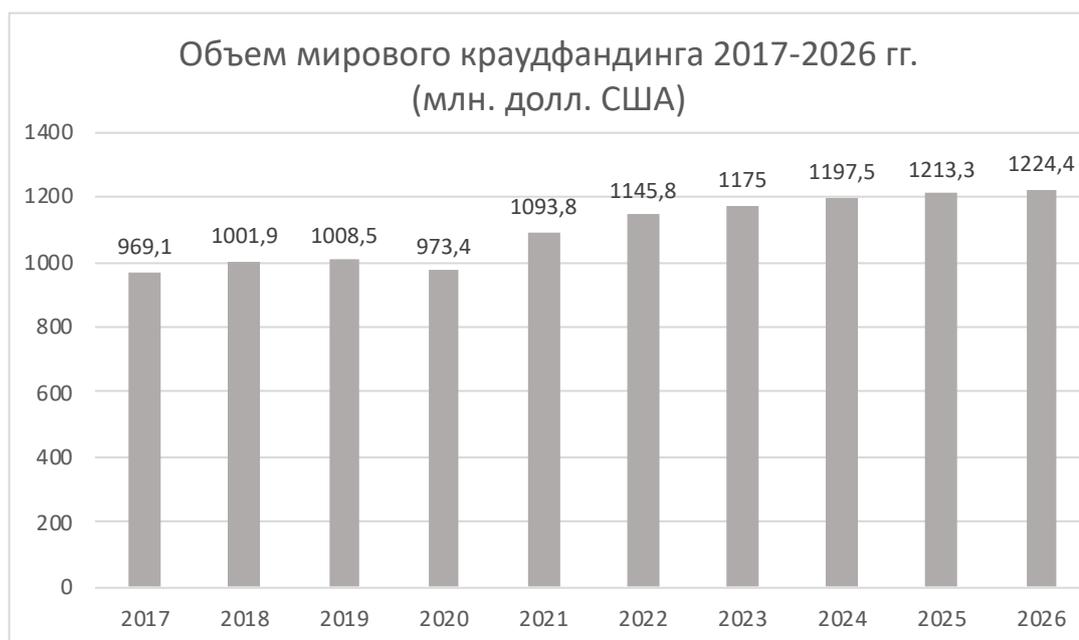


Рис. 1. Объем мирового краудфандинга 2017-2026 гг. (млн.долл. США).

Источник: [Statista, 2022]

1.3. Виды краудфандинга

Существует четыре основных виде краудфандинга в зависимости от мотивов привлечения денежных средств:

- Благотворительный краудфандинг (Donation crowdfunding)
- Условно-возвратный краудфандинг (Reward crowdfunding)
- Краудлендинг (Lending crowdfunding)
- Краудинвестинг (Equity crowdfunding)

1. Благотворительный краудфандинг

Некоммерческие организации пользуются этим видом краудфандинга для привлечения пожертвований уже более десяти лет. В отличие от традиционного сбора средств, пожертвования собираются и направляются на конкретный проект. Поскольку инвесторы знают, что их деньги будут использованы на конкретный проект, ожидается, что они охотнее будут жертвовать крупные суммы. Такие типы инвесторов также, как правило, более лояльны в долгосрочной перспективе, когда некоммерческие организации информируют их о ходе благотворительного проекта. Главными направлениями сборов средств являются: благотворительные цели, социальные проекты, помощь в политической

деятельности. Следовательно, основная мотивация благотворительных инвесторов — социальная. Подобного рода мотивация является внутренней и зачастую служит хорошей основой для долгосрочных отношений с инвесторами [De Buysere et al., 2012]. Примерами платформ для благотворительного краудфандинга являются JustGiving и GoFundMe [Parhankangas et al, 2019].

2. Условно-возвратный краудфандинг

Такой вид краудфандинга используется предпринимателями, которые хотят собрать пожертвования для конкретного проекта и могут давать взамен (часто небольшие) различные нефинансовые вознаграждения. Вознаграждение имеет символическую ценность и предоставляется непосредственно предпринимателями. Обычно вознаграждения намного ниже суммы пожертвования, так как владельцам проекта необходимо обеспечить привлечение достаточной суммы денежных средств для проекта. Тем не менее, восприятие ценности инвесторами может быть намного выше, например, специальные VIP-билеты могут быть вознаграждением за более высокое пожертвование. Вознаграждение в этом контексте не следует понимать как знак признательности - в целом стороны не считают юридически обязывающим обязательством предоставить товар и не относят это к купле-продаже. Главная идея заключается в том, что если выбрать правильное вознаграждение, то предприниматели смогут привлечь гораздо большую сумму пожертвований, чем в благотворительном краудфандинге [De Buysere et al., 2012]. Зачастую вознаграждением являются скидки на товары или услуги и благодарственные письма [Mollick, 2014]. К платформам для условно-возвратного краудфандинга в США относятся IndieGogo и Kickstarter [Parhankangas et al, 2019].

Предпродажи также являются одним из типов условно-возвратного краудфандинга. Компании-предприниматели имеют возможность разместить свои новые продукты или услуги на краудфандинговых платформах, чтобы узнать, заинтересованы ли инвесторы и готовы ли они купить данный товар или услугу, если же инвесторы готовы, то у них появляется уникальная возможность заказать и оплатить товар заранее и на более выгодных условиях. Подобный тип краудфандинга является полезным и с точки зрения анализа рынка – можно сказать, что предпродажи заменяют традиционное исследование рынка и подтверждает спрос, обеспечивая при этом оборотный капитал, в случае успеха Спонсоры, которые участвуют в таких краудфандинговых кампаниях, делают это, потому что априори хотят, чтобы этот продукт или услуга производились и продавались, а возможность получить скидку является дополнительным стимулятором [De Buysere et al., 2012].

3. Краудлендинг

Суть краудлендинга заключается в том, что большая группа людей финансирует компании и физические лица и получает компенсацию в виде процентных платежей. Роль платформы может быть разнообразной [Parhankangas et al, 2019]. Некоторые из платформ будут выступать в качестве посредников, а также осуществлять выплаты кредиторам, тогда как другие платформы выступают только в качестве сводников, а заемщик свихивается с кредиторами, когда сделка будет закрыта. Важно отметить, что каждый заемщик проходит [De Buysere et al., 2012]. Краудлендинг также подразделяется на несколько видов:

- P2P (Peer-to-peer) краудлендинг заключается в кредитовании физического лица большой группой людей. Этот вид краудлендинга не является настоящим краудлендингом, но все же имеет с ним много общего. Также P2P краудлендинг является совершенно новой моделью финансирования кредитов, так как в отличие от привычных моделей в P2P краудлендинге заемщик и кредиторы часто не знают друг друга [De Buysere et al., 2012]. Примером платформы для P2P краудлендинга является платформа Proper [Parhankangas et al, 2019].
- P2B (Peer-to-business) краудлендинг заключается в кредитовании малого и среднего бизнеса большой группой людей [De Buysere et al., 2012]. Примером платформы для P2B краудлендинга является Funding Circle, которая с момента основания в 2012 году выдала займов на сумму более 13 миллиардов фунтов 118 000 компаний [Funding Circle, 2022].
- Социальный краудлендинг заключается в возможности кредитовать социальные проекты без выплаты процентов, например, предприятия в развивающихся странах могут получать микрофинансирование без выплаты процентов кредиторам [De Buysere et al., 2012]. Одной из популярнейших платформ для социального краудлендинга является платформа Kiva – некоммерческая организация, основанная в 2005 году и позволяющая заимодавцам выдавать беспроцентные займы непосредственно заемщикам. С момента основания через платформу Kiva более 4 миллионов заемщиков получили более 1,7 миллиарда долларов США от 2 миллионов заимодавцев из 76 стран мира [Kiva, 2022].

4. Краудинвестинг

Краудинвестинг привлек большое внимание общественности отчасти благодаря таким успешным компаниям, как Oculus Rift. Oculus Rift создала гарнитуру виртуальной реальности и собрала 2,4 миллиона долларов на платформе Kickstarter. Полтора года спустя интернет-гигант Facebook купил компанию за 2 миллиарда долларов наличными и акциями. Люди, передавшие свои средства проекту через платформу, и комментаторы в СМИ были расстроены тем, что так называемые «спонсоры» (backers) не получили возврата своих взносов в компанию [Almerico, 2014; Jefferies, 2014]. Если бы Oculus Rift использовала модель краудфандинга, основанную на акционерном капитале, спонсоры смогли бы насладиться финансовым успехом бизнеса. По сути, краудинвестинг позволяет обычным людям участвовать во взлетах (и падениях) стартапов и малого бизнеса [Stemler, 2016].

Краудинвестинг является моделью, при которой инвесторы получают долю в капитале компании взамен на покупку акций или заключения соглашений через краудфандинговые платформы. Такой вид краудфандинга является наименее распространенным в США в связи со сложностями в регулировании, однако краудинвестинг достаточно распространен в других странах, например, в Великобритании [Bradford, 2012]. По [Ahlers et al., 2015] краудинвестинг— это форма финансирования, при которой компании продают акции группе инвесторов через открытый призыв к финансированию на интернет-площадках. Потенциальным преимуществом краудфандинга является то, что он позволяет финансировать потребности компаний на ранних этапах, когда использование более сложных инструментов, например, IPO, не представляется возможным [Lukkarinen et.al., 2016].

Краудинвестинг принципиально отличается от благотворительного и условно-возвратного краудфандинга. Основными инвесторами кампаний в благотворительном краудфандинге обычно являются люди, с которыми у инициаторов сбора есть какие-либо социальные связи, например, они могут быть друзьями, родственниками, членами одной фангруппы или приверженцами одних политических взглядов [Mollick, 2014], и они часто находятся в одном и том же географическом районе, что и инициатор сбора [Agrawal et al, 2015]. [Ordanini, Miceli, Pizzetti and Parasuraman, 2011] называют эти виды краудфандинга «фазой финансирования друзей».

Напротив, согласно опросу [NESTA, 2014], краудинвесторы ставят поддержку членов семьи, друзей или местного бизнеса среди 5 наименее важных мотивов для инвестирования. Возможность привлечения независимых инвесторов на самом деле имеет решающее значение для побуждения предпринимателей к поиску внешнего капитала

[Vismara, 2016]. В качестве вознаграждения в краудинвестинге в зависимости от страновых особенностей могут служить доли капитала, дивиденды и/или право голоса [Nemer, 2011]. Так, в Великобритании платформы предлагают в качестве вознаграждения долю капитала в виде акций, когда в Германии в качестве вознаграждения предлагаются финансовые контракты в форме займов с участием прибыли (profit participating loans) или «молчаливых товариществ», которые и выплачиваются только после истечения срока действия инвестиционного контракта или покупки значительной части фирмы новым инвестором [Hornuf, Schmitt, 2017].

Размещаясь на краудинвестинговых платформах, компании чаще всего могут выпускать как акции типа А, владельцы которых имеют право голоса на общих собраниях акционеров, так и акции типа В, владельцы которых не имеют права голоса на общих собраниях акционеров, но имеют право на получение дивидендов; примерами краудинвестинговых платформ являются великобританские сайты Seedrs и Crowdcube [Crowdcube, 2022; Seedrs, 2022; Cumming et al., 2018].

В данной работе будет рассматриваться акционерный краудфандинг, который определяется как способ привлечения денежных средств от большой группы инвесторов, которые инвестируют небольшие денежные суммы через интернет-посредников - краудфандинговых платформ.

1.4. Механизм работы краудфандинговых платформ

Часто существует слепая зона между платформами для онлайн-ангелов и подлинными платформами краудинвестинга. Некоторые платформы предлагают гибрид этих двух понятий, привлекая как профессиональных, так и непрофессиональных инвесторов; некоторые из них внешне похожи на краудфандинговые сайты, но на самом деле нацелены на опытных инвесторов или бизнес-ангелов. Для целей исследования платформы для акционерного краудфандинга будут определяться как те, которые:

- допускают очень небольшие инвестиционные взносы (менее 1000 фунтов стерлингов), что отличает их от «традиционных» инвестиций в акционерный капитал;
- позволяют участвовать большому количеству людей (более 20);
- привлекают инвесторов, которые еще не являются бизнес-ангелами и/или профессиональными инвесторами (но не обязательно исключаящих их) [British Business Bank, 2015].

Платформы являются посредниками между инвесторами и компаниями-заемщиками, и чаще всего различия в принципе работы краудфандинговых платформ минимальны. Ниже представлен упрощенный механизм работы краудфандинговых платформ:

1. Компания, намеревающаяся привлечь финансирование посредством акционерного краудфандинга, регистрируется на сайте и подает заявку, сопровождаемую соответствующими документами.
2. После получения заявки на размещение краудфандинговая платформа проводит многоступенчатую должную проверку (due diligence). В проверку входит проверка кредитоспособности компании и ее менеджеров, проверка на наличие у них незавершенных банкротств, фактического соответствия утверждений из заявки действительности посредством сбора независимых доказательств, проверка аккредитаций компании, проверка на наличие разного рода налоговых льгот. Также в ходе должной проверки устанавливается доинвестиционная стоимость компании и рассчитывается рекомендованная цена за акцию. Должная проверка проводится либо силами сотрудников краудфандинговой платформы, либо сторонней организацией по запросу сотрудников краудфандинговой платформы. По итогам проверки компания либо допускается к дальнейшему размещению, либо заявка отклоняется. Важно отметить, что сотрудники некоторых краудфандинговых платформ, например, Seedrs вправе не допустить компанию до размещения по субъективным причинам, то есть, даже если по итогам должной проверки у компании не обнаружено каких-либо проблем, компанию все равно могут не допустить до размещения из-за неподтвержденных подозрений или опасений сотрудников платформы. При наличии такого правила сотрудники платформы не обязаны указывать причину отказа, однако отказ по субъективным причинам не вносит компанию в черный список и оставляет возможность подать заявку заново.
3. В том случае, если компания все же прошла проверку, она устанавливает конечную финансовую цель (сумму, которую она намерена собрать за определенное время) и публикует материалы, презентующие бизнес-проект (чаще всего в формате видеоролика). Также компания должна опубликовать финансовую отчетность, которая будет доступна авторизованным инвесторам. Чаще всего краудфандинговые платформы работают по одной из двух моделей: «все или ничего» (“all-or-nothing”) или «оставь все» (“keep-it-all”). В модели «все или ничего» компания ставит цель на минимальное целевое

финансирование и получает вложенные деньги только в случае достижения цели. В модели «оставь все» компания сохраняет все собранные средства независимо от размера целевой суммы [Lukkarinen et.al., 2016]. Наиболее популярные платформы в Великобритании Seedrs и Crowdcube работают именно по принципу «все или ничего» [Rossi et.al., 2021, Seedrs, 2022, Crowdcube, 2022].

4. После презентации бизнес-проекта начинается сбора денежных средств. Во время этого процесса авторизованные инвесторы внимательно изучают материалы кампании, финансовую отчетность, а также оценивают нематериальные активы, включая интеллектуальный и человеческий капиталы компании [Vrontis et.al., 2020]. Сначала начинается этап закрытых торгов, к участию в котором допускаются крупные инвесторы или знакомые и родственники эмитента, получая доступ по ссылке, далее наступает этап открытых торгов. Во время кампании, краудфандинговые платформы устраивают интернет-рассылку информации о бизнес-проектах авторизованным пользователям, подобная услуга относится к рекламе проекта и входит в договор между платформой и компанией-заемщиком. Также компании-заемщики нередко и самостоятельно прибегают к привлечению инвесторов, например, путем рекламы в социальных сетях, так как реклама повышает шансы успеха кампании на платформе [Belleflamme et al., 2014]. Более того, во время сбора денежных средств компания-заемщик обязана информировать инвесторов о ходе развития проекта путем публикаций в специализированном разделе на платформе.
5. Ход действий после окончания сбора денежных средств напрямую зависит от модели, по которой работает платформа. При использовании модели «все или ничего» средства инвесторов до окончания кампании хранятся на депозитном счете; в случае достижения кампанией значений минимального целевого финансирования деньги перечисляются на счет компании-заемщика, в противном случае – деньги отправляются обратно к инвесторам. При использовании модели «оставь все» собранные денежные средства перечисляются на счет компании-заемщика независимо от того, достигнута минимальная цель финансирования или нет [Valanciene L., Jegeleviciute S., 2013].

6. Если кампания оказалась успешной и собранные средства направлены на счет компании-заемщика, последняя выпускает акции на сумму собранных средств и передает их инвесторам пропорционально вложениям [De Buysere et al., 2012].

Платформы для акционерного краудфандинга, как и другие типы краудфандинговых платформ, представляют собой двусторонний рынок, на котором компании сводятся со спонсорами. Однако, в отличие от других видов краудфандинга, при акционерном краудфандинге инвесторы берут на себя более высокие риски и ожидают более высокой финансовой отдачи. Помимо финансовой отдачи, между акционерным и благотворительным краудфандингом, есть три важных различия: объявленная сумма к сбору значительно выше, средняя цель кампании значительно выше, проекты оцениваются до финансирования (Vulkan et al., 2016). Следовательно, акционерный краудфандинг регулируется более жестко, чем благотворительный.

Однако не все платформы для акционерного краудфандинга работают по единому (Cumming, Wright, 2017; Hornuf, Schwienbacher, 2018). В частности, на разных платформах может быть разная структура акционерной собственности. Структура акционерной собственности у компании, размещенной на краудфандинговой платформе, может быть либо прямой (при которой каждый инвестор становится прямым акционером фирмы, которую он или она финансирует), либо номинальной (при которой все крауд-инвесторы представлены одним законным акционером (то есть, номинальным держателем, обычно им является сама платформа), который владеет акциями от имени всех инвесторов) [Walthoff-Borm et.al., 2018].

1.5. Особенности и правовое регулирование краудинвестинга в Великобритании

Великобритания на сегодняшний день является крупнейшим и наиболее быстрорастущим рынком краудфандинга в Европе как по количеству кампаний, так и по объемам привлеченного капитала (Cambridge Centre for Alternative Finance, 2018); так, на эту страну приходится почти 68% всего краудфандинга в мире [Lenderkit, 2020], в частности, акционерный краудфандинг также пользуется наибольшей популярностью именно в Великобритании [Yasar, 2021]. Объемы акционерного краудфандинга в Великобритании неуклонно росли с 2013 по 2020 год. Общий годовой объем акционерного краудфандинга в Соединенном Королевстве (Великобритания) вырос с менее чем 30 миллионов британских фунтов в 2013 году до почти 550 миллионов

британских фунтов в 2020 году [Statista, 2021]. В таблице 1 представлен перечень платформ для акционерного краудфандинга в Великобритании.

Таблица 1. Краудфандинговые платформы Великобритании.

Название платформы	Год основания	Описание	Минимальная сумма инвестиции	Индустрия
Seedrs	2009	Ведущая в мире платформа для акционерного краудфандинга. Она позволяет любому инвестировать в амбициозный, ориентированный на рост европейский бизнес. Размер инвестиций не ограничен, а платформа берет на себя всю юридическую документацию и комплексную проверку.	10 фунтов стерлингов	Любые малые и средние организации
Crowdcube	2011	Краудинвестинговая платформа, где инновационные стартапы могут привлекать капитал для своего развития, а инвесторы — зарабатывать, поддерживая новые предприятия.	10 фунтов стерлингов	Любые малые и средние организации
Simple Crowdfunding	2013	Платформа для акционерного краудфандинга недвижимости, предлагающая возможности инвестирования в акции и P2P кредитование. Инвестиции могут быть сделаны с использованием наличных денег, ISA Innovative Finance (IFISA) или Small Self-Administered Pension Scheme (SSAS).	100 фунтов стерлингов	Недвижимость
Eureeca	2013	Первая глобальная краудинвестинговая платформа. Это позволяет членам его сети инвесторов, которые варьируются от случайных инвесторов и инвесторов-ангелов до институциональных фирм, покупать акции ориентированных на рост предприятий, предоставляя операционным предприятиям критически важный доступ к капиталу.	250 фунтов стерлингов	Любые малые и средние организации
Yielders	2015	Платформа для краудинвестирования в недвижимость, которая обеспечивает легкий доступ к рынку недвижимости	100 фунтов стерлингов	Недвижимость

		Соединенного Королевства и позволяет получать конкурентоспособную прибыль. У платформы есть уникальная этическая инвестиционная модель, в которой нет ипотеки, процентов, долгов или скрытых комиссий.		
Igloo Crowd	2016	Платформа для инвестиций в недвижимость через инновационный онлайн-рынок. Зарегистрированным инвесторам предлагаются возможности краудфандинга недвижимости с возможностью покупки для сдачи в аренду и покупки для продажи.	100 фунтов стерлингов	Недвижимость
Brickowner	2017	Платформа для краудфандинга, которая позволяет всем инвесторам получить доступ к возможностям инвестирования в недвижимость, которая обычно доступна только крупным профессиональным инвесторам.	100 фунтов стерлингов	Недвижимость

Источник: [Составлено автором по Crowdspace, 2022]

Правовое регулирование.

Как правило, акционерный краудфандинг в Великобритании регулируется Законом о компаниях от 2006 г. (Companies Act 2006), Законом о рынке финансовых услуг 2000 г. (FSMA), Положением о проспектах эмиссии, Руководством Управления по финансовому поведению, Директивой о рынках финансовых инструментов и Справочником по ведению бизнеса (COBS). Эти нормативные акты дополняют друг друга и не влияют, и не ограничивают применимость друг друга (пункт 4.20 Заявление о политике FCA).

Закон о рынке финансовых услуг FSMA — это закон, регулирующий все виды операций с ценными бумагами в Великобритании, но в апреле 2014 года в него были внесены поправки, чтобы способствовать развитию краудфандинга [Financial Conduct Authority, 2015]. Как независимая организация, финансируемая исключительно за счет сборов, которые она взимает с регулируемых фирм, FCA является органом финансового регулирования, созданным в соответствии со статьей 6 Закона о финансовых услугах от 2012 года. Роль FCA включает защиту потребителей и обеспечение стабильности отрасли, а также содействие здоровой конкуренции между поставщиками финансовых услуг.

Акционерный краудфандинг входит в сферу регулирования FCA, поскольку в операциях по акционерному краудфандингу есть следующие виды деятельности:

1. совершение сделок с инвестициями, выпущенными стороной, ищущей финансирование [Статья 25 (1) Приказа FSMA (Регулируемая деятельность) (RAO) 2001];
2. заключение договоров с целью совершения сделок с инвестициями (которые охватывают договоренности о передаче, даже если конкретный эмитент или инвестиция не идентифицированы) (Статья 25 (2) АФН РАО);
3. охрана и управление инвестициями (депозитарий) [Wan Haniff et.al., 2019].

Ранее компании, желающие предоставлять посреднические в краудфандинге в виде онлайн-платформ для краудфандинга, должны были обращаться за разрешением в Управление финансового надзора (FCA) [Financial Services and Markets Act, 2000], как и любая другая компания, предоставляющая регулируемые финансовые услуги в Великобритании. В марте 2014 года FCA ввело новое правило для регулирования краудфандинга Policy Statement PS14/4, в соответствии с которым предпринимательским компаниям разрешалось привлекать капитал только от определенных типов инвесторов, а именно: от профессиональных инвесторов, самосертифицированных или инвесторов с высоким доходом (self-certified sophisticated or high net worth investors) и инвесторов, подтверждающих, что размер их вложений в компании через краудфандинговые платформы не превышает 10% своих чистых инвестиционных активов (net investible assets). Это означает, что, хотя только определенным типам инвесторов разрешено инвестировать неограниченную сумму капитала, каждый может инвестировать до определенного порога в соответствии со своими чистыми инвестиционными активами [Rossi et.al., 2021].

Британский краудинвестинг также получает дополнительную поддержку со стороны налоговой защиты, которая предлагает все более расширенные налоговые льготы налогоплательщикам-резидентам Великобритании для инвестирования в малый бизнес. Особый интерес для краудфандинговых инвесторов представляют две поощрительные программы налоговых льгот, о чем свидетельствует высокая популярность этих программ на всех платформах [Signori, Vismara, 2018]. К таким льготным программам относятся, во-первых, Схема корпоративных инвестиций (Enterprise Investment Scheme, EIS), которая предусматривает налоговый вычет в размере 30% от стоимости акций, приобретенных в соответствующих частных компаниях с максимальной налоговой выгодой в размере 300 000 фунтов стерлингов. Во-вторых, схема инвестирования в посевные предприятия (Seed Enterprise Investment Scheme, SEIS), которая предоставляет дополнительные стимулы, освобождая акции стоимостью до 150 000 фунтов стерлингов от налога на прирост

капитала. Эта сумма установлена в качестве стандартной максимальной эмиссии, запрашиваемой британскими краудфандинговыми платформами, такими как Seedrs и Crowdcube, и исключения могут быть предоставлены только эмитентам, которые представляют «убедительное предложение» при условии одобрения платформы. EIS и SEIS подлежат минимальному трехлетнему периоду владения, с освобождением от ответственности, если акции будут проданы раньше. Этот факт может стать стимулом для отсрочки выхода из капитала фирм, разместившихся на краудфандинговых платформах [Signori, Vismara, 2018].

Регистрация платформ.

Согласно Policy Statement PSI14/4, британские фирмы, которые осуществляют услуги акционерного краудфандинга, определяются как «платформы, на которых потребители могут покупать инвестиции, такие как акции или долговые ценные бумаги, которые не котируются или не торгуются на признанной бирже, или паи в нерегулируемых коллективных инвестиционных схемах». Однако в Великобритании нет национального реестра платформ краудфандинга [Rossi et.al., 2021].

Финансовый порог.

Более того в Великобритании установлен порог максимальной допустимой суммы сбора посредством краудфандинговых платформ: Краудфандинговые посредники могут собрать до 8 миллионов фунтов стерлингов за 12 месяцев для одной компании. Когда сбор средств путем краудфандинга превышает 8 миллионов фунтов стерлингов, руководству платформы необходимо подготовить проспект эмиссии, который должен быть одобрен FCA [Rossi et.al., 2021].

В настоящей работе исследование будет сосредоточено именно на краудфандинговых платформах Великобритании и размещенных на них компаниях.

Использование данных из Великобритании влечет за собой множество преимуществ с точки зрения исследователей. Во-первых, ввиду того, что Великобритания является крупнейшим рынком акционерного краудфандинга, в свободном доступе находится огромное количество потенциально применимой к исследованию информации, официально подтвержденной регулирующими органами страны. Кроме того, в других странах (например, во Франции и Италии) действуют специальные правила, разрешающие краудфандинг, однако в этих странах объем финансирования значительно ниже; как с точки зрения количества кампаний, так и с точки зрения привлеченного капитала [Vismara, 2016]. То есть, использование данных из европейских стран приведет к ограниченным выборкам для проведения эконометрического анализа [Buttice et al., 2020].

Во-вторых, акцентирование исследования на Великобритании позволит рассмотреть достаточное количество учетной информации о малых частных компаниях [Walthoff-Borm et al., 2018] - эта информация имеет важнейшее значение для целей исследования.

В-третьих, сосредоточив внимание на одной стране, мы можем исключить смешанные эффекты на уровне страны, такие как различия в нормативно-правовой и институциональной базе [Di Pietro, Buttice, 2020].

1.6. Различия между краудфандинговыми платформами

Так как в настоящей работе будут изучаться компании, размещающие собственный капитал на двух крупнейших платформах Великобритании, Seedrs и Crowdcube, ниже представлена сравнительная таблица 2, указывающая на основные различия платформ.

Таблица 2. Сравнение краудфандинговых платформ

	Seedrs	Crowdcube
Комиссионный сбор для инвесторов	<ul style="list-style-type: none"> • Комиссия в размере 7,5% от прибыли инвесторов (только в случае успеха кампании) 	<ul style="list-style-type: none"> • 1,5% инвестиционный сбор (до 250 фунтов стерлингов) в любом случае • комиссия в размере 7% от прибыли (только в случае успеха кампании)
Комиссионный сбор для эмитентов	<ul style="list-style-type: none"> • Комиссия за успех в размере 6% • Комиссия за обработку платежа в размере 0,5%. • Плата за завершение кампании в размере 2500 фунтов стерлингов (без учета НДС). 	<ul style="list-style-type: none"> • Комиссия за завершение составляет от 0,75% до 1,25% от всех привлеченных средств. • Комиссия за обработку платежей также варьируется от 0,47% до 2,9%.
Длительность кампании	<ul style="list-style-type: none"> • Закрытый раунд торгов длится 14 дней без возможности продления. • Раунд публичных торгов длится 40 дней с 	<ul style="list-style-type: none"> • Закрытый раунд торгов длится 30 дней с возможностью продления. • Раунд публичных торгов длится 30 дней без

	возможностью продления.	возможности продления.
Форма передачи собственности акционерам	Номинальная	Прямая и номинальная

Источник: [Составлено автором].

1.7. Характеристики инвесторов на краудфандинговых платформах

Согласно классификации Управления по контролю за финансовой деятельностью Великобритании каждый инвестор для допуска к инвестированию в компании посредством краудфандинговых платформ должен классифицировать себя как (1) сертифицированного «инвестора с высоким уровнем дохода», (2) сертифицированного «опытного инвестора», (3) самостоятельно сертифицированного «искушенного инвестора» или (4) сертифицированного ограниченного инвестора [Crowdcube, 2022].

Сертифицированный инвестор с высоким уровнем дохода (certified high net worth investor) — это физическое лицо, подтвердившее в заявлении, что в течение финансового года, непосредственно предшествующего дате подписания заявления, он или она:

- имели годовой доход в размере 100 000 фунтов стерлингов или более. Годовой доход в данном контексте не включает деньги, снятые с пенсионных накоплений (за исключением случаев, когда снятие средств используется непосредственно для получения дохода на пенсии) или.

- владели чистыми активами на сумму 250 000 фунтов стерлингов или более. В чистые активы не включается имущество, которое является основным местом жительства, или любые деньги, полученные в результате кредита, обеспеченного залогом этого имущества; любые права по соответствующему договору страхования; любые пособия (в виде пенсий или иным образом), которые подлежат выплате при прекращении службы, при смерти или выходе на пенсию и на которые лицо (или его или ее иждивенцы имеют) или может иметь право.

Сертифицированным искушенным инвестором (certified sophisticated investor) является физическое лицо: у которого есть письменный сертификат, подписанный в течение последних 36 месяцев компанией, осуществляющей инвестиционную деятельность и посреднические услуги, подтверждающий, что он был оценен этой компанией как достаточно осведомленный инвестор, понимающий и принимающий риски, связанные с участием в инвестиционной деятельности в неосновных объединенных инвестициях.

Самостоятельно сертифицированный искушенный инвестор (self-certified sophisticated investor) — это лицо, подтвердившее, что он или она:

- Либо являются членом сети или синдиката бизнес-ангелов как минимум в течение последних шести месяцев;

- Либо сделали более одной инвестиции в неторгуемую компанию за последние два года;

- Либо работают или работали в течение двух лет в профессиональном качестве в секторе прямых инвестиций или в сфере финансирования малых и средних предприятий;

- Либо в настоящее время являются или являлись в течение двух последних лет директором компании с годовым оборотом не менее 1 миллиона фунтов стерлингов.

Сертифицированный ограниченный инвестор (certified restricted investor) — это физическое лицо, подтвердившее в заявлении, что в течение финансового года, непосредственно предшествующего дате подписания заявления, он или она не инвестировали более 10% своих чистых активов в нереализуемые ценные бумаги (non-readily realisable securities) и обязавшееся не инвестировать более 10% своих чистых активов в ценные бумаги, которые не могут быть легко реализованы в течение следующих двенадцати месяцев [FCA's Conduct of Business Sourcebook, 2022].

Таким образом, всех инвесторов краудинвестинге можно разделить на следующие классические виды инвесторов:

- Непрофессиональные инвесторы. Как правило, большую часть инвесторов на платформах для акционерного краудфандинга составляют непрофессионалы, которые вносят небольшой вклад в кампании и имеют ограниченное влияние на сторонников (proponents) кампании. Часто непрофессиональные инвесторы получают акции без права голоса, т.е. акции типа В (Cumming et al., 2019). Исследования акционерного краудфандинга подтверждают, что эти инвесторы вкладывают деньги не только в ожидании финансовой отдачи, но и из внутренних мотивов, включающих готовность поддерживать предпринимательство и инновации [Giudici et al., 2020]. Также непрофессиональным инвесторам зачастую не хватает опыта для тщательного исследования и оценки потенциальных инвестиционных проектов на краудфандинговых платформах [Ahlers et al., 2015]. Более того, непрофессиональные инвесторы ограничены в максимально возможных суммах инвестирования: согласно «Регулятивному подходу к краудфандингу через Интернет», непрофессиональные инвесторы

не могут инвестировать на краудфандинговых платформах более 10% от своего совокупного годового дохода.

- Профессиональные инвесторы – согласно классификации Управления по контролю за финансовой деятельностью Великобритании, профессиональные инвесторы – это люди с высоким уровнем дохода (от 100 000 фунтов стерлингов в год или владеющие чистыми активами на сумму от 250 000 фунтов стерлингов), инвестирующие большую долю собственного капитала.
- Бизнес-ангелы. Бизнес-ангелы обычно определяются как «лица с высоким уровнем дохода, которые вкладывают свои собственные средства, самостоятельно или совместно с другими, непосредственно в некотируемые предприятия, в которых нет семейных связей», бизнес-ангелов также относят к группе профессиональных инвесторов. [Mason et al., 2016]. Большинство ангелов принимает индивидуальные инвестиционные решения, однако некоторые инвестируют через «сети ангелов», сравнимые с платформами ECF (например, Angel's Den, Syndicate Room), где инвесторы принимают решения и вносят деньги, следуя за ведущим инвестором [Agrawal et al., 2016]. Также ангелы часто инвестируют через неформальные оффлайн-инвестиционные сети, а в последнее время — через онлайн-платформы ECF [Wang, et al., 2019].
- Венчурные капиталисты. Профессиональные инвесторы, объединяющие денежные средства непрофессионалов и направляющие их в высокорискованные проекты.

1.8. Характеристики эмитентов на краудфандинговых платформах

Выбирая между классическими источниками финансирования в виде банковских кредитов или первичного размещения акций (IPO) и инновационной формой привлечения капитала в лице акционерного краудфандинга, предприниматели, отдающие предпочтение последнему, делают это, в первую очередь потому, что привлечь финансирование классическим путем гораздо сложнее, особенно для начинающих компаний [Belleflamme et al., 2010]. Также исследования показывают, что важным фактором при принятии решения о размещении на краудинвестионных платформах служит тот факт, что краудфандинговые платформы позволяют проверить реакцию рынка на тот или иной продукт, способствуют развитию товара или услуги и поднятию узнаваемости компании [Kuti et al., 2017, Lambert, Schwiendbacher, 2010].

Краудфандинговые платформы позволяют привлекать финансирование компаниям, принадлежащим к совершенно разным отраслям и находящимся на совершенно разных стадиях жизненного цикла.

По данным Statista, в 2016 году большую часть компаний, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах, составили кинокомпании (17,3%), IT-компании (15,7%) и музыкальные компании (12,1%). Ниже на рис.2 приведена отраслевая специфика компаний, размещавшихся на краудфандинговых платформах в 2016 году.



Рис. 2. Отраслевая специфика компаний на краудфандинговых платформах в 2016 году.

Однако также наблюдается относительное увеличение числа сделок с компаниями в сфере финансовых технологий [Beauhurst, 2019].

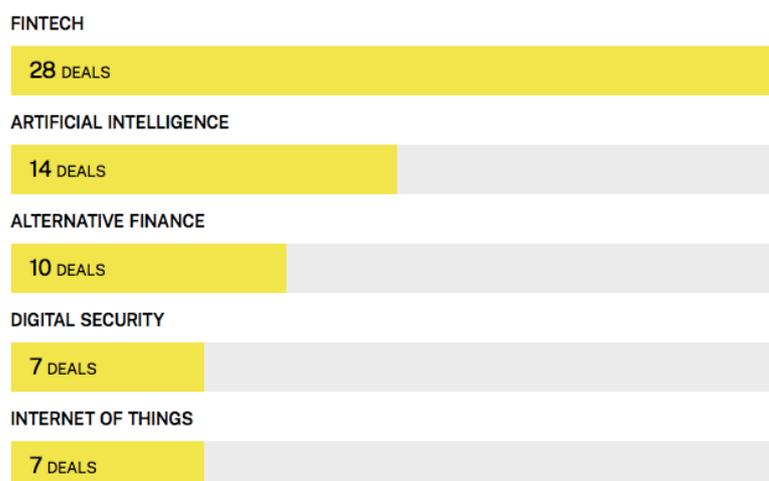


Рис. 3. *Количество краудфандинговых сделок, совершенных компаниями различных секторов, 2019*

Источник: [Beauhurst, 2019].

По стадиям жизненного цикла компании в Великобритании подразделяются на несколько групп: Seed, Venture, Growth и Established. [Beauhurst, 2022].

Seed.

Компания стадии зарождения — это зачастую молодой стартап с небольшим количеством сотрудников, низкой оценкой и привлеченными инвестициями в акционерный капитал. У такой компании зачастую может быть неуверенность в том, есть ли у ее продукта или услуги подходящий рынок. Наиболее распространенными источниками финансирования на этом этапе компании являются органы, предоставляющие гранты, краудфандинговые платформы и бизнес-ангелы.

Venture. Венчурные или развивающиеся компании — те компании, которые разрабатывали свои бизнес-модели и технологии в течение нескольких лет, обеспечивая высокую оценку стоимости компании. У таких компаний уже имеется некоторый доход, и они занимаются расширением своего первоначального ассортимента продукции. Венчурные раунды обычно включают в себя частные инвестиции и венчурные фонды, хотя могут также использовать краудфандинг.

Growth.

Компании, работающие более пяти лет и часто имеющие более 1 филиала, относятся к определению развитых компаний. На этой стадии роста компания уже значительный доход. Компания на этом этапе продолжает расширять ассортимент своей продукции и расширять международную деятельность.

Established.

К устоявшимся компаниям относят те компании, которые занимаются своей основной деятельностью более 15 лет или 5-15 лет с последовательной прибылью в течение трех лет более 5 млн фунтов стерлингов или оборотом более 20 млн фунтов стерлингов. Такие компании имеют несколько филиалов и широко известный бренд. Финансирование на этом этапе часто осуществляется корпорациями, частными инвестиционными компаниями, банками и специализированными долговыми фондами или крупными международными инвесторами.

По данным базы данных Beauhurst [Beauhurst, 2022], большинство краудфандинговых сделок заключается с компаниями, находящимся на стадии

зарождения, однако из графика, приведенного ниже, видно, что с течением времени число сделок с компаниями, находящимися на стадии развития, заметно увеличивается (около 10% в 2011 году против 40% в первой половине 2019 года).

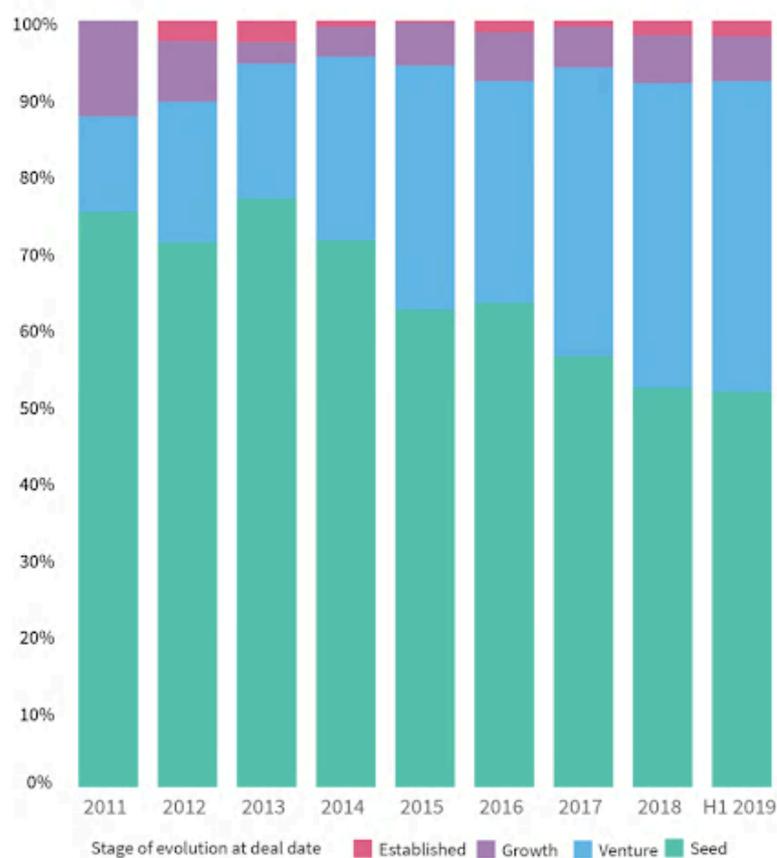


Рис. 4. Стадии жизненного цикла компаний на краудфандинговых платформах в Великобритании, 2011-2019

Источник: [Beauhurst, 2019].

Также согласно Закону о компаниях (Companies act 2006) компании Великобритании подразделяются на крупные, средние и малые. Критерии отнесения той или иной компании к определенной группе закреплены законом и обобщенно представлены в таблице 3.

Таблица 3. Критерии отнесения компаний к малым, средним и крупным

	Малые компании	Средние компании	Крупные компании
Выручка, млн фунтов	До 10,2	До 36	От 36
Совокупная стоимость активов, млн фунтов	До 5,1	До 18	От 18
Число сотрудников	До 50	До 250	От 250

По данным одной из крупнейших платформ Великобритании, Crowdcube [Crowdcube, 2021], большую долю (около 80%) от всех компаний, привлекающих инвестиции посредством краудинвестинга, составляют малые компании, которые только начинают свой бизнес.

Согласно Закону о компаниях (Companies Act 2006), в Великобритании компании делятся на публичные и непубличные компании. Публичной (открытой) компанией является любая компания с ограниченной ответственностью или гарантией и имеющая акционерный капитал. Также в свидетельстве публичной компании должно быть указано, что это публичная компания, и в отношении такой компании должны быть соблюдены требования Закона о компаниях в отношении регистрации или перерегистрации в качестве публичной компании. Распределённый акционерный капитал публичной компании должен составлять не менее 50 000 фунтов стерлингов. Непубличной (частной) компанией является любая компания, не являющаяся публичной. То есть, условно основным отличием этих двух типов компании является то, что публичные компании торгуются на бирже, а непубличные – нет. В свою очередь, на краудинвестинговых платформах могут быть представлены только непубличные компании, чьи акции не торгуются на биржах (это условие прописано в пользовательском соглашении каждой крупной краудинвестинговой платформы).

2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

2.1. Обзор литературы и формулировка гипотез

2.1.1. Характеристики компаний на краудфандинговых платформах

Несмотря на динамичное развитие акционерного краудфандинга, нынешние академические исследования о нем все еще находятся в зачаточном состоянии и оставляют достаточно пространства для работы будущим исследователям [Mochkabadı and Volkman, 2020]. В большинстве материалов исследуются факторы, определяющие успех краудфандинговых компаний и объем привлеченных средств [Ralcheva and Roosenboom, 2019]. Также обнаружены корреляции с характеристиками управления компании-эмитента, уровнем образования и социального капитала [Ahlers et al., 2015; Barbi, Mattioli, 2019], гендерными особенностями [Malaga et al., 2018), возрастом [Borello et al., 2019], долей акционерного капитала, оставшейся у учредителей [Vismara, 2016], залогами, накопленными за первую неделю кампании [Vulkan et al., 2015], обновлениями, опубликованными компанией-эмитентом во время кампании [Block et al., 2018].

Также литература в значительной степени полагалась на теорию сигналов (Spence, 1973) для определения того, какие атрибуты краудфандинговой презентации наиболее вероятно могут повлиять на решение инвесторов вложить средства в данную кампанию. Сигнализация (путем эффективной передачи наблюдаемых индикаторов не наблюдаемых напрямую качеств) является важным механизмом, позволяющим справиться с большими информационными асимметриями, присущими предпринимательским финансам. Используя заслуживающие доверия сигналы, предприниматели могут передать положительную информацию о своей компании и дать возможность инвесторам лучше оценить качество доступных инвестиционных возможностей. Среди определяющих факторов рассматриваются различные характеристики кампании (целевая сумма, процентное соотношение капитала), характеристики компании (предыдущая поддержка, участие в акселераторе, защита прав интеллектуальной собственности и возраст компании), а также информация об учредителях и руководителях [Ralcheva and Roosenboom, 2019].

Целевая сумма сбора и предлагаемый капитал

Выявление факторов успеха компаний на краудинвестионговых платформах, как и упоминалось выше, является достаточно популярной темой для исследования среди многих авторов. Исследования выявляют различные особенности поведения менеджеров

компаний, размещающихся на краудинвестиционных платформах. Зачастую предприниматели могут предпочесть избежать провала публичной кампании и не привлечь столь необходимый капитал, поскольку это может оказать значительное влияние на репутацию менеджеров и последующие попытки финансирования [Ralcheva and Roosenboom, 2019].

Одна из проблем менеджеров компаний, планирующих размещение на краудинвестиционных платформах, состоит в том, чтобы принять решение о процентной доле капитала, подлежащей продаже в виде акций, поскольку она влияет на процентную долю владения и имеет важные последствия для сохранения контроля над компанией и претензий на будущие доходы. В рамках теории сигналов сохранение капитала традиционно считалось ключевым признаком качества. В своей основополагающей статье исследователи Leland и Pyle (1977) утверждают, что действия предпринимателей говорят о качестве их компании и что их готовность инвестировать в собственный проект посылает инвесторам положительный сигнал. Например, предлагая инвесторам на краудфандинговых платформах меньше капитала, и сохраняя большую часть себе, предприниматели могут эффективно сигнализировать о своей уверенности в будущем потенциале своего бизнеса. Напротив, предприниматели, менее преданные своей компании, скорее всего, предложат инвесторам больший объем акций, тем самым переложив более высокую долю потенциальных будущих убытков на инвесторов. Такое поведение, вероятно, будет принято во внимание инвесторами, занимающимися краудинвестингом, что повлияет на вероятность успеха компаний. Предыдущие исследования также в значительной степени подтверждают эту связь: Ahlers et al. (2015) и Vismara (2016) показали в своих работах, что объем собственного капитала, предлагаемого предпринимателями, отрицательно связан с успехом краудфандинга. Таким образом, первая исследовательская гипотеза настоящей работы формулируется следующим образом:

H1: Компании, размещающие на краудфандинговых платформах большие доли капитала, менее привлекательны для потенциальных инвесторов по сравнению с эмитентами, предлагающими к размещению меньшие доли капитала.

Возраст компании

Существует большая неопределенность, связанная с более молодыми компаниями, поскольку они имеют небольшой «послужной список» прошлых размещений или вообще не имеют его. Более молодые компании, как правило, более рискованны и страдают от больших проблем информационной асимметрии, поэтому можно было бы ожидать, что у

них меньше шансов на успех. Чтобы обойти эту неопределенность, инвесторы на краудинвестиционных платформах обращаются к информации о менеджерах и управленческой команде (такой как количество директоров, их возраст или присутствие директоров, не являющихся учредителями) в качестве косвенного показателя качества человеческого капитала фирмы [Ralcheva, Roosenboom, 2020]. Исследование Ralcheva, Roosenboom (2020) не выявило какой-либо взаимосвязи между возрастом компании и ее успешностью на рынке, однако исследователи [Vismara, Signori, 2015] выявили положительную взаимосвязь между возрастом компании и успешностью ее размещения на краудфиндинговых платформах. В настоящем исследовании также будет проверена гипотеза относительно взаимосвязи фактора возраста компаний и успеха ее размещений:

H2: Более зрелые компании, размещающиеся на краудфиндинговых платформах, более привлекательны для потенциальных инвесторов по сравнению с более молодыми компаниями.

Доинвестиционная оценка компании

Доинвестиционная оценка компании — это концепция, широко используемая венчурными капиталистами и частными инвестиционными компаниями, которая относится к оценке компании до инвестирования или финансирования. К сожалению, стартапы и молодые фирмы с нематериальными активами не могут быть оценены с использованием традиционных методов оценки. Вместо этого оценка стартапов согласовывается между начинающим предпринимателем и инвесторами [Cumming and Dai, 2013; Hsu, 2004]. Эта оценка важна как для самих предпринимателей, так и для инвесторов. Предприниматели рассматривают оценку как сумму собственного капитала, от которой они должны отказаться, чтобы получить капитал, поэтому она имеет большое значение для корпоративного контроля [Hsu, 2004], в то время как для инвестора оценка фирмы до получения денег представляет собой прямую и непрямую (indirect) прибыль [Gompers and Lerner, 2000].

Предыдущие исследования показали, что предприниматели с оптимизмом относятся к своему изобретению и поэтому склонны переоценивать перспективы изобретения [Dushnitsky, 2010; Shane and Venkataraman, 2000; Manove and Padilla, 1999]. Поскольку предприниматели рискуют своими деньгами, временем и усилиями, создавая свой продукт или услугу, они должны верить в свой продукт или услугу [Rhodin and Nyström, 2018]. Однако они также могут быть и чрезмерно уверены в своих способностях и шансах проекта на выживание, и эта самоуверенность может привести к чрезмерно оптимистичным финансовым прогнозам, которые подвергают менеджеров большему

рisku, чем их фактические предпочтения в отношении риска [Rhodin and Nyström, 2018]. Проблема усугубляется на рынке акционерного краудфандинга, где у предпринимателей больше стимулов переоценивать прогнозы по привлечению капитала от инвесторов из-за отсутствия прозрачности на рынке. Чрезмерно оптимистичные прогнозы могут ввести инвесторов в заблуждение и заставить их инвестировать в бизнес на основе ложных предположений, что в долгосрочной перспективе может подорвать доверие инвесторов [Rhodin and Nyström, 2018].

С другой стороны, оценка определяет и финансовую отдачу для инвестора, при этом чем выше оценка, тем ниже непосредственная финансовая отдача для инвестора. Согласно Kaplan and Stromberg (2000), инвесторы будут меньше ценить компанию и требовать более высокую финансовую отдачу в качестве компенсации, когда неопределенность и риск инвестиций увеличиваются. На основании противоречивых аргументов третья гипотеза исследования такова:

НЗ: Компании, предварительная оценка которых на краудфандинговых платформах выше, являются более привлекательными для инвесторов по сравнению с теми компаниями, чья предварительная оценка ниже.

Размер команды менеджеров

Эмпирические данные показали, что количество менеджеров может быть альтернативой оценки качества управления и что стартапы с более крупными командами с большей вероятностью получают более успешное финансирование [Baum and Silverman, 2004]. С точки зрения ресурсного подхода (resource-based) подхода, основным источником эффективности фирмы являются ее ресурсы, и среди них человеческий капитал в разрезе наличия квалифицированной управленческой команды [Penrose, 2009, Grant, 1991]. Более крупная управленческая команда эквивалентна более широкой диверсификации навыков ее членов и указывает на то, что они имеют большой опыт и умения справляться с неопределенностью на рынке [Ensley et al., 2002; Ruef et al., 2003; Vismara, 2016]. Более того, количество членов также служит положительным сигналом для потенциальных инвесторов [Ahlers, 2012; Lagazio and Querci, 2018]. Eisenhardt and Schoonhoven (1990) обнаружили, что более крупные управленческие команды способствовали быстрому росту стартапов, также это подтверждается исследованиями других авторов, которые показывают, что большие управленческие команды способны обрабатывать информацию более качественно, посредством наличия большего количества точек зрения и мнений [Haleblian and Finkelstein, 1993; Federico et al., 2012]. Ahlers et al. (2015) и Vismara (2016) также утверждают, что крупная управленческая команда более диверсифицирована по

навыкам, что, следовательно, рассматривается инвесторами как благоприятный факт, указывающий на способность компании справляться с рыночной неопределенностью [Vismara, 2016]. Это подтверждают Correia et al. (2019), которые выявили более высокие показатели успеха компаний с более крупными командами на краудинвестинговых платформах. С учетом всего вышесказанного, можно сформулировать еще одну исследовательскую гипотезу:

H4: Компании с большим количеством топ-менеджеров в составе управленческой команды более привлекательны для потенциальных инвесторов по сравнению с компаниями с меньшим количеством менеджеров.

Также в акционерном краудфандинге имеет место быть проблема принципал-агент. Эта проблема заключается в отличии позиций у бизнес-принципалов и заинтересованных сторон (агентов), которые являются держателями ресурсов. В рамках отношений принципал нанимает агента для выполнения услуги от имени принципала, где агент — это лицо (чаще всего топ-менеджер), принимающее повседневные решения, которые способствуют максимизации прибыли принципала, но не несущее никакого риска в какой бы то ни было форме [Páez-Pérez, Sánchez-Silva, 2016; Hill, C.W., Jones 1992].

В модели принципал-агент зачастую присутствует проблема информационной асимметрии, которая, в свою очередь вызывает проблему морального риска и неблагоприятного отбора. Информационная асимметрия возникает в тех случаях, когда одно лицо (агент) оказывается более информированным о происходящем внутри компании, нежели другое лицо (принципал). Проблема неблагоприятного отбора основывается на том, что принципал не владеет достаточной информацией об истинных мотивах и настроениях агента до непосредственного заключения контракта. Моральный риск, в свою очередь, проявляется тогда, когда агент действует нежелательно, совершая нерациональные и опасные действия, зная, что какой-либо материальной ответственности за них он не несет. Данные проблемы в совокупности представляют высокую опасность для принципалов в лице крауд-инвесторов, так как агентам в лице менеджеров свойственно стремление увеличить свое благосостояние, а не благосостояние компании [Williamson, 1985]. Конфликт интересов между принципалом и агентом имеет четыре типичных причины, а именно: потенциальное неприятие усилий со стороны агента, возможность агентом воспользоваться должностным положением и отвлечь ресурсы в свою личную выгоду, наличие разных мнений у принципала и агента на долгосрочные отношения, а также разнящееся отношение к риску со стороны принципала и агента [Guilding et al., 2005].

Отсутствие согласия между агентом и принципалом приводит к потере агента [Donaldson, Davis, 1991]. Чтобы предотвратить агентские убытки, владельцы должны убедиться, что их интересы совпадают с интересами агентов. Nyberg и Gerhart (2010) обращают внимание на три мотивационных пункта, позволяющие свести к минимуму агентскую проблему, а именно: улучшение контроля акционеров за менеджерами, дисциплинирование недобросовестных менеджеров и владение акциями агентами. Исследование Donaldson и Davis (1991) выявило, что предоставление агентам акций компании в качестве стимулирования положительно влияет на результативность компании. Таким образом, повышая мотивацию менеджеров и генеральных директоров можно оказать положительное влияние на эффективность компании. Однако, если принципал не устанавливает надлежащие системы мотивации для менеджеров, это может привести к снижению результативности работы [Kazan, 2016].

Можно сделать вывод, что принципалы в лице крауд-инвесторов будут заинтересованы в снижении агентской проблемы, поэтому можно предположить, что перед принятием решения о финансировании той или иной компании потенциальный инвестор захочет удостовериться, что представители менеджмента принимают участие в акционерном капитале компании. Таким образом, на основании вышеперечисленного можно привести следующую исследовательскую гипотезу:

H5: Компании-эмитенты, имеющие в числе акционеров представителей топ-менеджмента, демонстрируют более высокую финансовую результативность по сравнению с компаниями-эмитентами, в числе акционеров которых представителей менеджмента нет.

2.1.2. Роль платформы для краудинвестинга

Платформы играют важную роль на рынке акционерного краудфандинга, которая выходит за рамки облегчения передачи информации между предпринимателями и инвесторами. На сегодняшний день платформы также предоставляют услуги, помогающие предпринимателям развивать свой бизнес, успешно запускать и эффективно управлять краудфандинговой кампанией, а также лучше взаимодействовать со своим сообществом. В некоторых случаях краудфандинговые платформы даже приобретают доли в компаниях, которые запускают кампании на своих веб-сайтах. Платформы также предлагают ряд посткампанийных услуг (таких как помощь при выходе и вторичный рынок), которые, как установлено, увеличивают ежегодное количество успешных кампаний [Rossi et al., 2018]. Самое главное, краудфандинговые платформы предпринимают усилия по комплексной проверке (due diligence), которые уменьшают информационную асимметрию между

инвесторами-последователями и предпринимателями. Эти усилия не только положительно влияют на успех финансирования, но и помогают увеличить общую сумму привлеченного капитала [Cumming and Zhang, 2018].

В то же время платформы для краудфандинга также значительно различаются по набору услуг, которые они предлагают, и объему проверки, которую они выполняют. Важным отличием с точки зрения корпоративного управления является то, как права голоса распределяются между инвесторами. Одни платформы работают по прямой структуре собственности, другие - по номинальной структуре. Платформы, работающие по прямой структуре, позволяют стать каждому инвестору прямым акционером компании, которую он или она финансирует. По номинальной структуре акционерной собственности все инвесторы представлены одним законным (т.е. номинальным) акционером, который владеет акциями от лица «толпы» инвесторов. Выбор платформы исходя и, соответственно, выбор типа структуры акционерной собственности имеет прямые последствия для успеха кампании, поскольку платформы, предоставляющие прямое право голоса, имеют меньшее количество успешных предложений [Rossi et al. 2018].

В классической литературе по корпоративному управлению принято считать, что номинальная структура владения позволяет снизить агентские издержки и приводит к повышению результативности компании [Barry et al., 1990; Jensen, Meckling, 1976; Shleifer, Vishny, 1997]. Этот положительный эффект в основном связан с тем, что концентрация собственности облегчает коллективные действия, потому что у одного лица, являющегося профессиональным управляющим, есть больше стимулов и власти контролировать управление. Более того, поскольку число держателей акций, которых нужно координировать представителю платформы меньше, затраты на эту координацию также снижаются [Dhardwadkar et al., 2000]. Walthoff-Borm et al. (2018) утверждают, что аналогичный эффект наблюдается и в акционерном краудфандинге и, следовательно, компании, финансируемые через платформы с номинальной структурой, должны превосходить по результативности компании, финансируемые через структуру прямой собственности.

Кроме того, компании, финансируемые по модели прямой структуры владения, сталкиваются с большим количеством ограничений и расходов. Процесс принятия решения акционерами будет более сложным, формальным, дорогим и длинным, в частности, для таких событий, как выборы директоров, кардинальные изменения в учредительных документах компании, рекапитализации, продажи значительных активов и слияний [Walthoff-Borm et al., 2018].

Рассматривая для примера типичную фирму, привлекающую 200 000 фунтов стерлингов за счет краудфандинга от 144 инвесторов по структуре прямой собственности, где подавляющее большинство (75%) краудфандинговых инвесторов имеют право голоса [Signori & Vismara, 2018]. Когда фирме потребуется дополнительное финансирование, в зависимости от устава, вероятно, потребуется оповестить всех 144 крауд-инвесторов, а также провести голосование среди крауд-инвесторов, имеющими право голоса: допустим, 75%, т.е. 108 индивидуальных инвесторов, должны будут подписать и отправить свое заявление. Некоторые акционеры могут быть весьма пассивными инвесторами и, следовательно, будет необходимо связываться с ними несколько раз, чтобы получить их одобрение. Более того, чем больше процент рассеивания собственности, тем сложнее будет согласовать интересы всех крауд-инвесторов [Wang et al., 2015]. Все это в совокупности приводит к более дорогостоящему процессу принятия решений по сравнению с ситуацией, когда фирме нужно будет иметь дело только с одним акционером, как в случае с номинальной структурой владения.

Также, чтобы получить одобрение акционеров, компаниям необходимо поддерживать надлежащую и актуальную информацию по списку акционеров. Опять же, поддержание такого списка, вероятно, будет сложным и время затратным процессом. Это достаточно важная проблема, поскольку неспособность должным образом вести реестр акционеров может привести к сокращению или остановке последующего финансирования от профессиональных инвесторов [Walthoff-Borm et al., 2018].

Конечно, если бы номинальная структура владения имела одни преимущества только по сравнению с прямой структурой собственности, все предприниматели выбрали бы номинальную, однако и у прямой структуры владения есть плюсы. Преимущество структуры прямой акционерной собственности и, в частности, важнейший мотиватор для выбора инвесторами прямой структуры акционерной собственности, заключается в том, что такая структура позволяет собственникам удерживать больше контроля над своими компаниями. Собственники зачастую очень ценят контроль [Sapienza et al., 2003] и когда каждый крауд-инвестор является прямым акционером, при прочих равных условиях у него будет меньше возможностей для влияния на компанию по отношению к представителю толпы акционеров, которыми управляет и которых координирует номинант. Хотя сохранение большего контроля ценно с точки зрения инвестора, это не всегда приносит пользу компании из-за агентских проблем, заключающихся в расхождении мнений акционеров и менеджеров. Прямое участие в капитале также может способствовать «чувству сопричастности», так как оно вовлекает инвесторов в непосредственное участие в жизни компании [Belleflamme et al., 2014]. Такое активное

прямое участие могло бы принести пользу за счет предоставления нефинансовых ресурсов от более широкого, более разнообразного набора людей, которые могли бы иметь влияние на получение новых идей или перспектив. В конечном счете, недостатки структуры с прямой акционерной собственностью (т. конфликты и затраты на координацию) относятся к ключевым вопросам предпринимательского финансирования и корпоративного управления, и они, вероятно, перевешивают все преимущества такой структуры с точки зрения компании [Walthoff-Borm et al., 2018].

Однако в исследовании Ralcheva and Roosenboom (2020) авторы проанализировали выборку, состоящую из 2171 компаний, которые привлекали долевые инвестиции на платформах Crowdcube и Seedrs в период с 2012 по 2017 годы, и пришли к тому, что кампании, запущенные на Seedrs, не демонстрируют значительных различий в вероятности успеха по сравнению с кампаниями, запущенными на Crowdcube. Однако у этих двух платформ в корне отличается структура собственности акций: Seedrs использует номинальную структуру, что означает, что Seedrs действует как законный акционер от имени инвесторов, в то время как инвесторы являются бенефициарными владельцами акций, а на Crowdcube инвесторы обычно становятся прямыми акционерами компаний, в которые они инвестируют, в связи с чем различия в результативности все же могут иметь место, причем, ожидается, что инвесторам будет более выгодна номинальная структура владения акциями [Ralcheva and Roosenboom, 2020]. Так, следующая гипотеза настоящего исследования выглядит следующим образом:

Н6: Компании-эмитенты, размещенные на платформах с номинальной структурой акционерной собственности, будут демонстрировать более высокие показатели финансовой результативности по сравнению с компаниями-эмитентами, размещенными на платформах с прямой структурой акционерной собственности.

2.2. Формирование выборки

Выборка была сформирована из компаний, привлекавших инвестиции на краудфандинговых платформах Великобритании Crowdcube и Seedrs. Обе платформы работают по принципу «все или ничего», то есть, денежные средства от инвесторов хранятся на депозитном счете платформ с тех пор, пока кампания не будет окончена. Если кампания оказывается успешной, денежные средства передаются эмитентам, в противном случае – средства возвращаются обратно к инвесторам. Краудфандинговая платформа Crowdcube является одной из самых популярных платформ в Великобритании, инвестирование на которой осуществляется как с формированием прямой структуры

владения, при которой инвесторы напрямую становятся собственниками акций, так и с формированием косвенной структуры владения, при которой владельцем становится номинальный держатель. Платформа Seedrs также является популярной платформой в Великобритании, но на ней инвестирование происходит только с формированием косвенной структуры владения.

Для сбора данных были использованы четыре основных источника: сайты платформ Crowdcube и Seedrs, база данных TP Catalyst, а также официальный сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House). Информация о названии компании, дате регистрации, дате начала сбора денежных средств на платформах, кодах классификатора видов экономической деятельности (SIC), числе инвесторов, первоначальной цели, доле собственного капитала, предлагаемого на платформе инвесторам и доинвестиционной оценке была взята на сайтах платформ Crowdcube и Seedrs. Данные о структуре собственности и составе менеджмента были взяты в базе данных TP Catalyst, а отчеты об эмиссии акций с данными об их стоимости на момент размещения и в последующие периоды были получены на официальном сайте Регистрационной палаты Великобритании.

В результате отбора данных и их отчистки от выбросов была сформирована выборка, состоящая из 488 компаний, которые привлекали инвестиции посредством долевого краудфандинга на платформах Crowdcube и Seedrs с 2013 по 2020 гг. Динамика размещений по годам представлена на рис.5.

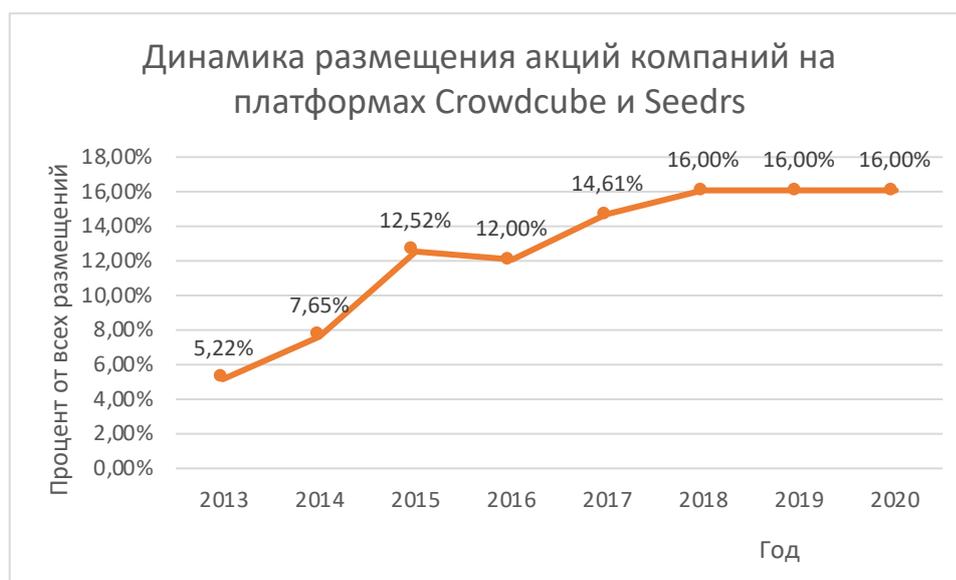


Рис. 5. Динамика размещения акций на платформах Crowdcube и Seedrs, 2013-2020

гг.

Источник: [Составлено автором]

2.3. Методология исследования

Для проверки гипотез о взаимосвязи между характеристиками компаний и успехом размещения на краудфандинговых платформах была построена следующая регрессионная модель (1):

$$Success_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Diver_{i,t} + \beta_4 Equity_{i,t} + \beta_5 Premoneyvaluation_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Где $i = 1, \dots, 488$; $t = 2013; \dots, 2020$, $\varepsilon_{i,t}$ — случайная величина, для которой в каждый фиксированный момент времени выполняются предпосылки регрессионной модели.

Для проверки ряда гипотез о взаимосвязи между характеристиками компаний и финансовой результативностью на краудфандинговых платформах была построена следующая регрессионная модель (2):

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Diver_{i,t} + \beta_4 DirSize_{i,t} + \beta_5 Motiv_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Где $i = 1, \dots, 488$; $t = 2013; \dots, 2020$, $\varepsilon_{i,t}$ — случайная величина, для которой в каждый фиксированный момент времени выполняются предпосылки регрессионной модели.

Я Вам писала уже, что плохо смотрится, когда вторая модель идет потом. Получается путано с точки зрения описания переменных. И зависимые переменные опишите сразу, одну за другой, а потом все независимые и контрольные. Посмотрите в статьях. Там, где единообразные модели, сразу все модели выписывают, потом описывают переменные скопом.

Зависимая переменная Success

В уравнении (1) в качестве зависимой переменной, характеризующей «успех» размещения кампании на краудфандинговой платформе, была выбрана переменная Success, рассчитанная по следующей формуле:

$$Success_{i,t} = \frac{Raised\ amount_{i,t}}{Target\ amount_{i,t}}$$

где *Raised amount*_{*i,t*} – сумма привлеченных за время действия кампании средств, а *Target amount*_{*i,t*} – сумма первоначально запрашиваемых средств, которую компании намеревается привлечь на краудфандинговой платформе.

В исследованиях, изучавших характеристики успеха размещений на краудфандинговых платформах, очень часто в качестве зависимой переменной использовался показатель, представляющий отношение суммы собранных за время кампании средств к изначально заявленной сумме сбора [Vulkan et al., 2016, Ralcheva and Roosenboom, 2016, Березинец и др., 2021]. Так как в настоящем исследовании будут рассматриваться платформы Crowdcube и Seedrs, работающие по принципу «все или ничего» и подразумевающие возвращение средств инвесторам в случае, если компания привлечет сумму меньшую по сравнению с изначально заявленной, то можно предположить, что компании будут стремиться к максимизации значения показателя $Success_{i,t}$.

Зависимая переменная Return

Выбор показателей для измерения результативности является одним из ключевых этапов анализа компании. Существуют разные виды показателей финансовой результативности: бухгалтерские показатели и рыночные. К бухгалтерским показателям относятся рентабельность активов (Return on Assets, ROA), рентабельность собственного капитала (Return on Equity, ROE), рентабельность инвестиций (Return on Investments, ROI), рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital, ROIC), прибыль на акцию (Earnings per Share, EPS), дивидендный выход (Dividend Payout, DP) [Брейли, Маерс, 2014; Núñez-Pomar et al., 2016; Волков, Никулин, 2009]. К рыночным показателям относятся такие показатели, как текущая доходность акций, дивидендная доходность акций, рыночная капитализация компаний, коэффициент Тобина, а также экономическая добавленная стоимость [Брейли, Маерс, 2014; Ковалев, 2007].

В модели настоящего исследования в качестве показателя финансовой результативности будет использоваться показатель текущей доходности акций, так как он является одним из наиболее важных индикаторов как для инвесторов, так и для самих компаний, напрямую показывая прирост доходности за счет роста котировок. Показатель текущей доходности рассчитывается по следующей формуле:

$$Return_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

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

Контрольная переменная Age

Исследователи, изучавшие взаимосвязь характеристик компаний и успешности размещений на краудфандинговых платформах, включали в свои модели переменную,

отвечающую за возраст компании [Nguyen et al., 2019, Eldridge, 2019, Vismara, Signori, 2015], рассчитанную как число лет с момента регистрации компании до размещения кампании на краудфандинговых платформах. Также возраст компании рассчитывается и как логарифм числа лет с момента регистрации компании до размещения кампании на краудфандинговых платформах [Cumming et al., 2016]. Между возрастом компании и успешностью размещения авторами зачастую находится положительная линейная связь, что означает, что более зрелые компании кажутся инвесторам более надежными и, как следствие, более привлекательными. Также часто наблюдается прямая связь между возрастом и финансовой результативностью компаний: так, в исследовании [Березинец, Гаранина, Ильина, 2018] была выявлена прямая связь между возрастом компании и финансовой результативностью, выраженной через ROA. Таким образом, в модель была включена переменная Age, рассчитанная как число лет с момента регистрации компании до размещения кампании на краудфандинговой платформе.

Контрольная переменная Size

Размер компании может как являться гарантом того, что у компании есть достаточно ресурсов для реализации своих идей, так и быть преградой для успешного входа на инновационный рынок. Многие исследователи включают в свои модели переменную, отвечающую за размер компании, в качестве контрольной либо в виде логарифма активов компании на момент привлечения средств, либо в виде стоимости активов компании на момент привлечения средств [Eldridge et al., 2019, Vismara, Signori, 2019, Martínez-Gómez et al., 2020]. Результаты одних исследований [Березинец и др., 2021] выявляют прямую связь между размером компании и успешностью ее размещений на платформе, а результаты других [Vismara, Signori, 2019] - указывают на обратное.

Также ряд исследований указывает и на наличие связи между финансовой результативностью компаний и их размерами. Одни исследователи утверждают, что с ростом у компании появляются проблемы, связанные с контролем и коммуникациями [Merchant, 1981; Chenhall, 2003], при этом часто отмечается снижение финансовой результативности при увеличении активов компании, вызванное неумением менеджеров рационально распределять ресурсы [Riahi-Belkaoui, Pavlik, 1993]. Другие авторы в своих исследованиях находят подтверждения тому, что все же с ростом компании увеличивается и финансовая результативность, более того, крупные компании зачастую обращают особое внимание на качество бюджетирования и определенные элементы управления, в следствие чего улучшается финансовая результативность [Elhamma, 2015; Chenhall, 2003].

Таким образом, в модель настоящего исследования также была включена переменная *Size*, рассчитываемая как логарифм стоимости активов компании на момент размещения последней на краудфандинговой платформе.

Контрольная переменная *Diver*

Различные исследования выявляют взаимосвязь между рыночной диверсификацией компании и ее привлекательностью для инвесторов. Исследование Vismara, Signori (2016), проведенное среди 212 размещений на краудфандинговых платформах, выявило, что компании, зарегистрированные под двумя и более кодами SIC, оказались более привлекательными для инвесторов, чем компании, зарегистрированные под одним кодом SIC. Также в этом же исследовании была выявлена прямая связь между финансовой результативностью, выраженной через IRR, и степенью диверсификации компании. Вслед за Vismara, Signori (2016) в модель настоящего исследования будет включена бинарная переменная, принимающая значение 1 если число основных кодов SIC более 1, и значение 0, если число основных кодов SIC равно 1.

Независимая переменная *Equity*

Многие исследователи [Lagazio and Querci, 2018; Mollick, 2014; Vulkan et al., 2016; Ahlers et al., 2015] в своих работах изучали взаимосвязь между капиталом, предлагаемым компанией на краудфандинговой платформе, и успехом размещения этой компании. Как описывалось в разделе 2.1.1., выводы авторов неоднозначны: одни находят положительную взаимосвязь, другие – отрицательную, а третьи – не находят взаимосвязи вообще. Таким образом, в модель (1) будет включена переменная, характеризующая величину собственного капитала, который компания предлагает инвесторам на краудфандинговых платформах.

Независимая переменная *Premoneyvaluation*

Единого мнения у исследователей относительно доинвестиционной оценки также не существует. Одни авторы пришли к тому, что чрезмерно оптимистичные прогнозы могут ввести инвесторов в заблуждение и заставить их инвестировать в бизнес на основе ложных предположений, что в долгосрочной перспективе может подорвать доверие инвесторов [Rhodin and Nyström, 2018], другие авторы считают, что оценка определяет и финансовую отдачу для инвестора, при этом чем выше оценка, тем ниже непосредственная финансовая отдача для инвестора, соответственно, инвесторы будут расценивать более высокую доинвестиционную оценку как показатель привлекательности компании [Kaplan and Stromberg, 2000]. Как правило, в более ранних исследованиях (например, Correia et al., (2019)) данная переменная рассматривалась в виде логарифма. Так, в модель (1) также включена переменная *premoneyvaluation*, рассчитываемая как

логарифм величины доинвестиционной оценки компании, которая размещается на краудфандинговой платформе.

Независимая переменная *Manag*

Вслед за [Correia et al., 2019], который обнаружил положительную взаимосвязь между числом менеджеров в управленческой команде и результативностью компании на краудфандинговой платформе, в настоящее исследование была включена переменная *Manag*, означающая число менеджеров в составе управленческой команды в компании на момент размещения на краудфандинговой платформе.

Независимая переменная *Motiv*

Опираясь на классические теории, описанные в п. 2.1.1 в модель также была добавлена бинарная переменная *Motiv*, принимающая значение 1, если хотя бы один менеджер компании является ее акционером, и значение равное 0, если ни один менеджер компании не является ее акционером.

В таблице 4 представлена обобщающая информация обо всех переменных моделей.

Таблица 4. Информация о переменных в регрессионных моделях.

Переменная	Описание
<i>Зависимые переменные</i>	
<i>Success</i>	<p>Успех компании на краудфандинговой платформе</p> $Success_{i,t} = \frac{Raised\ amount_{i,t}}{Target\ amount_{i,t}}$ <p>где <i>Raised amount_{i,t}</i> – сумма привлеченных средств, а <i>Target amount_{i,t}</i> – сумма первоначально запрашиваемых средств, которую компании намеревается привлечь на краудфандинговой платформе.</p>
<i>Return</i>	<p>Финансовая результативность компании на краудфандинговой платформе</p> $Return_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ <p>где <i>P_{t-1}</i> — цена акции в момент t-1, когда инвестор приобретает акцию на краудфандинговой платформе, <i>P_t</i> – цена акции в момент t.</p>
<i>Контрольные переменные</i>	
<i>Age</i>	Возраст компании – число лет с момента

	регистрации компании до момента размещения на краудфандинговой платформе
<i>Size</i>	Размер компании –логарифм стоимости активов компании на момент размещения на краудфандинговой платформе
<i>Diver</i>	Наличие диверсификации. Бинарная переменная принимает значение 1, если число кодов SIC более 1, и значение 0, если число кодов SIC равно 1.
Независимые переменные	
<i>Equity</i>	Доля собственного капитала, предлагаемая компанией на краудфандинговой платформе
<i>Premoneyvaluation</i>	Доинвестиционная оценка компании
<i>Manag</i>	Значение переменной равно числу топ-менеджеров в составе управленческой команды
<i>Motiv</i>	Бинарная переменная - принимает значение 1, если хотя бы один менеджер компании является ее акционером, и значение равно 0, если ни один менеджер компании не является ее акционером.

2.4. Описательная статистика переменных

Начальным этапом эконометрического анализа является анализ описательной статистики. Ниже, в таблице 5, представлена описательная статистика переменных, используемых в моделях (1) и (2), а в таблице 6 – различия в средних значениях показателей между компаниями, размещенными на платформе Seedrs и на платформе Crowdcube.

Таблица 5. Описательная статистика переменных

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратическое отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
<i>Success</i>	1,412382	0,6241845	0	3,8076
<i>Age</i>	3,601338	2,887965	0,010959	20,41644
<i>Size</i>	11,34759	2,185563	0	14,15198

<i>Diver</i>	0,1683778	0,3745862	0	1
<i>Equity</i>	0,1221405	0,0770623	0,0006	0,456
<i>Premoneyvaluation</i>	14,64574	1,60131	6,234411	17,73041
<i>Return</i>	0,2062415	0,6858203	-1,963446	4,365826
<i>Service</i>	0,1950719	0,3966635	0	1
<i>IT Companies</i>	0,2197125	0,4144776	0	1
<i>Food</i>	0,1437372	0,3511838	0	1
<i>Trade</i>	0,1457906	0,353259	0	1
<i>Investors</i>	314,8152	488,8787	1	6535
<i>Motiv</i>	0,8213552	0,3834485	0	1
<i>Manag</i>	1,99187	1,521529	1	8
<i>Platform type</i>	0,5437882	0,4985869	0	1
<i>Assets</i>	260186,3	324511	0	1400000

Таблица 6. Сравнение средних значений переменных на разных платформах

	Seedrs	Crowdcube	Различие средних значений
<i>Средняя доходность</i>	0,3230759	0,1076553	0,2154206***
<i>Среднее число инвесторов</i>	199,0901	411,0152	-211,9251***
<i>Среднее отношение привлеченных денежных средств к изначально заявленной сумме</i>	1,4114	1,408712	0,0026877
<i>Средняя доля капитала, предлагаемая на платформе</i>	0,1087833	0,1337242	-0,0249409***

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

Исходя из анализа описательной статистики, можно сделать вывод, что средняя доходность акций компаний, привлекавших инвестиции посредством акционерного краудфандинга, составляет 20,6%, а выборочное среднеквадратичное отклонение, составляющее 68,6% указывает на то, что инвестиции в компании, привлекающие средства на краудфандинговых платформах, можно назвать достаточно рискованными: инвестор, вкладывая свои денежные средства, может как заработать 436% (максимальное значение в выборке), так и потерять 196% (минимальное значение). Достаточно высокая результативность компаний подкрепляется еще более высокими рисками для инвесторов,

что также означает, что риск неудачи у компаний, размещающих собственный капитал на краудфандинговых платформах, можно назвать высоким. Как видно из описательной статистики, переменная *Platform type*, принимающая значение 1, если компания размещалась на платформе Crowdcube, и значение 0, если компания размещалась на платформе Seedrs, имеет среднее выборочное 0,5438, что означает, что почти 55% инвесторов отдает предпочтение инвестированию на платформе Crowdcube. Однако, рассматривая среднюю доходность по каждой платформе, можно заметить, что доходность на платформе Seedrs значительно выше доходности на платформе Crowdcube: 32% против 11% соответственно. Полученный результат является ожидаемым и соответствует более ранним исследованиям, например Walthoff-Borm et al. (2017), рассмотрев 465 компаний, разместивших капитал на краудфандинговых платформах Seedrs и Crowdcube с 2012 по 2015 гг., также пришли к тому, что финансовая результативность, выраженная через текущую доходность, у компаний, размещённых на платформе Seedrs с номинальной структурой владения выше, чем у компаний, размещённых на платформе Crowdcube с прямой структурой владения. Авторы объясняют это тем, что номинальная структура является принципиально важным элементом структуры управления, который повышает эффективность работы фирмы за счет уменьшения негативных последствий, возникающих из-за агентских конфликтов в структуре прямого владения. Однако среднее число инвесторов на платформе Seedrs значительно ниже, чем на платформе Crowdcube, что говорит о том, что большее число инвесторов отдает предпочтение платформе не исходя из рациональных соображений о дальнейшей результативности компаний, а, возможно, опираясь на субъективные факторы: например, удобство платформы или ее популярность.

Средневыборочное значение показателя успеха размещения компании на краудфандинговой платформе, которое рассчитывалось как отношение привлеченных за время кампании средств к изначально заявленной сумме сбора, составляет 141,23%. К близкому значению этого показателя пришли и другие исследователи [Vulkan et al., 2016]: анализируя выборку из компаний, размещавшихся на платформе Seedrs, исследователи пришли к выводу о том, что среднее значение показателя успеха компании на краудфандинговой платформе составило 138%. Также из таблицы 6 видно, что разница между «успехом» размещения платформе Crowdcube и на платформе Seedrs незначительна.

На рис.6 представлена динамика изменения среднего числа инвесторов, вкладывающих свои средства в одну компанию на платформе Crowdcube, Seedrs и на обеих платформах вместе за 2013-2020 гг. Из графика видно, что среднее число

инвесторов со временем увеличивается. Описательная статистика, приведенная в таблице 5, указывает на то, что среднее число инвесторов, вложивших средства в одну компанию в период с 2013 по 2020 гг. на обеих платформах, составляет 314 человек. Более раннее исследование [Hornuf et al., 2018], проведенное среди 656 компаний, привлекавших инвестиции на одной из 38 краудфандинговых платформ Великобритании и Германии, выявило, что среднее число инвесторов, вкладывающих средства в одну компанию, составило 207 человек, что заметно меньше результата, полученного в настоящем исследовании. Разницу в числе инвесторов на одну компанию можно объяснить несколькими факторами: во-первых, исследование [Hornuf et al., 2018] включает в себя 38 платформ Великобритании и Германии, в том числе и самые небольшие – те, о которых в принципе мало кто знает, ввиду чего среднее число инвесторов на компанию занижается. Во-вторых, как описывалось ранее, изучение компаний на краудфандинговых платформах разных стран может привести к появлению смешанных эффектов, в частности, в случае Великобритании и Германии существуют большие различия в нормативно-правовой системе. В-третьих, выборка исследователей включала компании, разместившие собственный капитал с 2011 по 2016 гг., а настоящая выборка включает в себя компании, разместившие капитал на платформах в более поздний период: с 2013 по 2020 гг., а так как популярность акционерного краудфандинга заметно увеличилась с 2016 года, соответственно, увеличилось и среднее число инвесторов, размещающих средства в одну компанию.

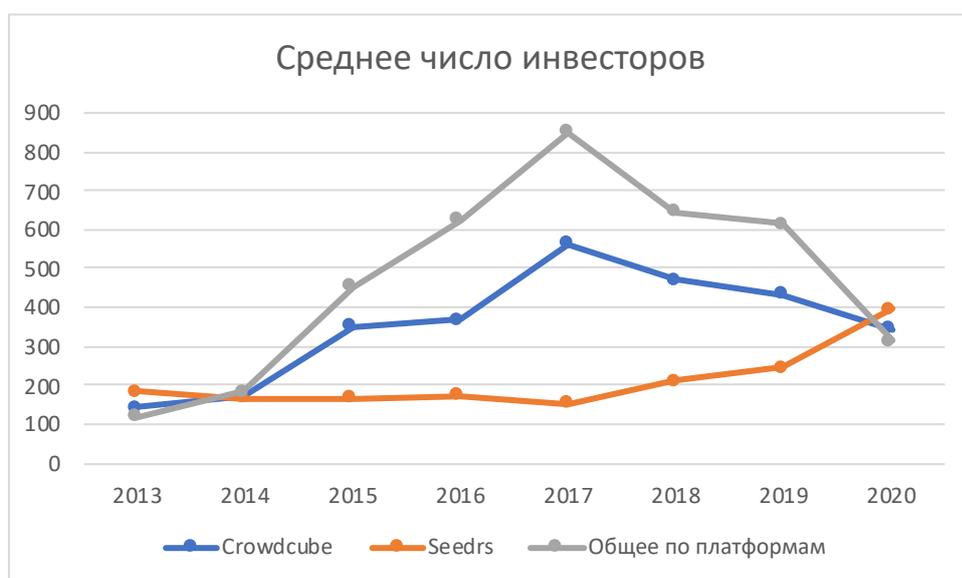


Рис. 6. Среднее число инвесторов, 2013-2020

Источник: [Составлено автором]

Средний возраст компаний-эмитентов на краудфандинговых платформах составил 3,6 лет. Величина среднего возраста компаний-эмитентов в 3,6 лет подтверждает информацию [Beauhurst, 2022] о том, что в основном инвестиции на краудфандинговых платформах привлекаются молодыми компаниями на начальном этапе жизненного цикла. Самой молодой компанией, размещенной на платформе, оказалась компания Nurturey со сроком регистрации немногим менее 2 месяцев, предложившая часть собственного капитала платформе Seedrs в 2014 году. Исследование [Hornuf et al., 2018] выявило, что средний возраст компаний в выборке, состоящей из 656 компаний и привлекавших инвестиции на одной из 38 краудфандинговых платформ Великобритании и Германии, составил 2 года и 7 месяцев, что явно отличается от результатов, полученных в настоящем исследовании, вероятно, различия вызваны тем, что в исследовании [Hornuf et al., 2018] рассматривалось множество маленьких краудфандинговых платформ, которые избирались для размещения более молодыми компаниями. Также из описательной статистики видно, что средняя величина активов компаний, размещавшихся на платформах с 2013 по 2020 гг. составила 260 186 фунтов стерлингов, что подтверждает информацию [Crowdcube, 2021] о том, что 80% компаний, размещающихся на краудфандинговых платформах являются малыми компаниями.

Рассматривая отраслевую специфику компаний, вошедших в выборку, можно получить следующие результаты: большая часть компаний, привлекающих инвестиции на краудфандинговых платформах, относится к сектору IT-компаний (21,55%) и к сектору предоставления услуг (21,97%). Также большое количество компаний занимается оптовой и розничной торговлей (14,57%) и ведет деятельность на рынке продуктов питания (14,37%). Эти результаты соответствуют информации о том, что на краудфандинговых платформах размещаются преимущественно инновационные компании из сектора IT-технологий.

Рассматривая различия между средними значениями переменных в разрезе диверсифицированности деятельности (таблица 7), можно получить следующие выводы: средняя доходность компаний, зарегистрированных под одним основным кодом SIC незначительно отличается от доходности компаний, зарегистрированных под 2 и более основными кодами SIC, однако показатель «успеха» размещений у недиверсифицированных компаний оказался значительно более высоким, чем у диверсифицированных. Вероятно, это вызвано тем, что компании, сконцентрировавшие свою деятельность на одной отрасли, прикладывают больше усилий и активнее развиваются в своей сфере, чем вызывают больше доверия у инвесторов, тем самым привлекая их. Об этом свидетельствует и значительное превосходство среднего числа

инвесторов в диверсифицированные компании по сравнению с числом инвесторов в недиверсифицированные компании.

Таблица 7. Сравнение средних значений переменных у диверсифицированных и недиверсифицированных компаний

	НЕдиверсифицированные компании	Диверсифицированные компании	Различие
<i>Средняя доходность</i>	0,2201328	0,1371281	0,0830047
<i>Среднее число инвесторов</i>	328,1309	249,0488	79,08208*
<i>Среднее отношение привлеченных денежных средств к изначально заявленной сумме</i>	1,43826	1,282346	0,1559133**

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

Также анализ описательной статистики показал, что среднее значение собственного капитала, предложенного на краудфандинговых платформах равно 12,21%. Это означает, что компании в среднем стараются сохранить большую долю капитала, предложив инвесторам лишь малую часть. Аналогичный результат получили и другие исследователи [Vismara, S., 2016]: проанализировав выборку из 111 компаний, размещавших собственный капитал на австралийской краудфандинговой платформе, они выяснили, что среднее значение предложенного собственного капитала составляет 12,9%. Сравнив средние значения показателя собственного капитала, предложенного на платформе Seedrs и на платформе Crowdcube, можно сделать вывод о том, что в среднем на платформе Seedrs компании-эмитенты предлагают меньшую долю капитала по сравнению с платформой Crowdcube (10,88% на Seedrs против 13,37% на Crowdcube).

Далее был рассмотрена бинарная переменная *Motiv*, показывающая, является ли кто-то из менеджеров акционером компании. Согласно полученным данным, у 82% компаний выборки хотя бы один менеджер владеет долей в компании. Возможно, высокая доля компаний, в которых менеджер является акционером, говорит о том, что у молодых компаний, преимущественно размещающихся на платформе, управление еще не отделено

от собственности. Если рассматривать различия в результативности и инвестиционной привлекательности между компаниями, в которых хотя бы один менеджер является акционером, и компаниями с отделенной от управления собственностью, то результаты будут таковы: среднее число инвесторов у компаний, в которых менеджеры являются акционерами, значительно выше, чем у компаний, в которых менеджеры акционерами не являются (349 человек против 153), средняя текущая доходность и «успех» у компаний, в которых менеджеры являются акционерами, также оказались выше. Средняя доходность компаний, в которых менеджеры являются акционерами, составила 23%, а компаний, в которых менеджеры не являются акционерами – 11%; Успех размещений компаний, в которых менеджеры являются акционерами, составил 146%, а компаний, в которых менеджеры не являются акционерами – 118%. Это можно объяснить тем, что, вероятно, акционеры считают, что наличие менеджера в числе акционеров является индикатором того, что менеджеры, имея личную заинтересованность, будут выполнять свои обязательства качественнее, в связи с чем компания будет демонстрировать более высокую результативность.

Таблица 8. Различия средних значений показателей в компаниях, в которых менеджеры являются и не являются акционерами

	Компании, в которых менеджеры не являются акционерами	Компании, в которых менеджеры являются акционерами	Различие
<i>Средняя доходность</i>	0,1098132	0,2267839	-0,1169707*
<i>Среднее число инвесторов</i>	153,4023	349,9225	-196,5202***
<i>Среднее отношение привлеченных денежных средств к изначально заявленной сумме</i>	1,183025	1,461811	-0,2787856***

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

Также в ходе анализа описательной статистики была рассмотрена переменная, отвечающая за количество менеджеров в управленческой команде компании. Согласно полученным данным, в среднем у компаний, размещенных на краудфандинговых платформах Seedrs и Crowdcube в составе управленческой команды есть 2 топ-менеджера. Полученные данные соответствуют результатам, полученным в более ранних

исследованиях, например, в исследовании [Hornuf et al., 2018], которые выяснили, что среднее число директоров в совете директоров 656 компаний выборки, составило 3 человека. Небольшое среднее количество директоров в составе управленческой команды говорит о том, что компании действительно молодые и не имеют или не нуждаются в развитой системе управления.

2.5. Регрессионный анализ и основные выводы

Регрессионный анализ проводился в два этапа: сначала оценивались параметры первой модели, в которой в качестве зависимой переменной использовался «успех компании» в виде отношения собранных за время кампании средств к изначально заявленной сумме сбора, далее оценивались параметры модели, где зависимой переменной была текущая доходность акций.

Результаты регрессионного анализа первой модели представлены в таблице 9.

Таблица 9. Результаты регрессионного анализа модели 1

Переменная	Коэффициент
Age	-0,0016866
Size	0,0162396*
Equity	1,28734***
Diver	-0,1603539**
Premoneyvaluation	0,0066477
Cons	0,8713456***
R ² overall	0,0374
p-value	0,0001

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

Рассматривая модель оказалась статистически значимой на 1%-м уровне, анализ значения фактора инфляции дисперсии (VIF) принял среднее значение в 1,12, тем самым показав, что мультиколлинеарности в модели не наблюдается. Тесты Уайта и Бреуша-Пагана, в свою очередь, показали, что в модели присутствует гетероскедастичность, в связи с чем была построена модель с робастными ошибками.

Контрольная переменная, указывающая на размер компании, оказалась статистически значимой на уровне 10%. Знак оценки параметра – положительный, следовательно, можно сделать вывод о том, что при увеличении активов компании на 1% отношение, привлеченных за время кампании средств к изначально заявленной сумме сбора также увеличится на 1%. Можно сделать вывод о том, что инвесторы стремятся вложить деньги в более крупные компании, располагающими большим количеством

активов. Полученные результаты также соответствуют более ранним исследованиям [И.В. Березинец, Ильина, Кляровская, 2021].

Переменная, показывающая долю капитала, предлагаемую инвесторам на платформе, оказалась значимой на 1%-м уровне. Согласно полученным данным, инвесторы более заинтересованы в компаниях, предлагающих большую долю. Такой результат соответствует информации более ранних исследований, например, [Ralcheva, Roosenboom, 2016], исследуя выборку из 541 компаний, размещавшихся на краудфандинговых платформах с 2012 по 2015 гг., выявили прямую связь между долей собственного капитала, предлагаемой на платформе, и «успехом» компании. Прямая связь, вероятно, объясняется тем, что, предлагая большие доли капитала инвесторам, компании привлекают крупные суммы денег для реализации проектов с высокой доходностью, что, в свою очередь, привлекает потенциальных инвесторов.

Бинарная переменная Diver, характеризующая наличие диверсификации, оказалась значимой на 5%-м уровне, а оценка параметра имеет отрицательный знак, что говорит о том, что инвесторам, вкладывающим средства в компании на краудфандинговых платформах, интереснее недиверсифицированные компании. Это объясняется тем, что наличие диверсификации сигнализирует инвесторам о возможных сложностях в управленческом аспекте, более того, стратегия диверсификации является более подходящей для крупных компаний, когда на краудфандинговых платформах размещаются в основном малые. Вероятно, поэтому инвесторы предпочитают не рисковать и вкладывают средства в недиверсифицированные компании.

Переменные, отвечающие за возраст компании и величину доинвестиционной оценки, статистически незначимы.

В таблице 10 приведены результаты регрессионного анализа модели 2.

Таблица 10. Результаты регрессионного анализа модели 2

Переменная	Коэффициент
Age	-0,0032533**
Size	0,0060225***
Diver	-0,0253656**
Motiv	0,0344851***
Manag	0,0010016
Cons	-0,0554847**
R ² overall	0,0505
p-value	0,0000

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

Рассматривая модель оказалась статистически значимой на 1%-м уровне, анализ значения фактора инфляции дисперсии (VIF) принял среднее значение в 1,08, тем самым показав, что мультиколлинеарности в модели не наблюдается. Тесты Уайта и Бреуша-Пагана, в свою очередь, показали, что в модели присутствует гетероскедастичность, в связи с чем была построена модель с робастными ошибками.

Переменная, отвечающая за возраст компании, является статистически значимой на уровне 5%, а коэффициент перед переменной является отрицательным, что означает, что финансовая результативность более зрелых компаний в будущем оказывается ниже, чем у более молодых компаний. В данном случае обратную зависимость можно объяснить тем, что, акционерный краудфандинг первоначально нацелен на маленькие компании, у которых нет возможности привлечь средства посредством публичного размещения акций на бирже или через долговой займ, следовательно, когда зрелая компания начинает привлекать финансирование через краудфандинговые платформы, у инвесторов наверняка возникают некоторые вопросы относительно ее финансовой состоятельности. Полученный результат согласуется с информацией, полученной в исследовании [Signori, Vismara, 2015], где также была обнаружена обратная связь между возрастом и финансовой результативностью компаний.

Переменная, характеризующая размер компании, оказалась значима на 1% уровне, а коэффициент имеет положительный знак, что говорит о том, что размер компании прямо связан с финансовой результативностью компаний.

Рассматривая переменную, отвечающую за наличие диверсификации, мы выявили ее значимость на 5%-м уровне, а также отрицательный знак перед коэффициентом, свидетельствующий о том, что финансовая результативность недиверсифицированных компаний выше, чем у диверсифицированных, что, вероятно, объясняется тем, что компании, сфокусированные на определенной деятельности, демонстрируют больше усилий и, как следствие, по итогу демонстрируют более высокую финансовую результативность в отличие от компаний, «распыляющих» свою деятельность.

Переменная участия представителей топ-менеджмента в акционерном капитале также оказалась значимой на 1%-м уровне, а знак перед коэффициентом является положительным. Можно сделать вывод о том, что в компаниях, в которых хотя бы один представитель топ-менеджмента владеет долей капитала, результативность оказывается выше ввиду личной заинтересованности топ-менеджмента. Полученные результаты соответствуют ожиданиям и информации из более ранних исследований ([Guilding et al., 2005]).

Переменная, характеризующая количество топ-менеджеров в составе управленческой команды, не является статистически значимой.

2.6. Управленческие приложения

Зачастую инвесторы, вкладывая средства в компании на краудфандинговых платформах, сталкиваются с тем, что сумма сбора не достигает целевого значения, в следствие чего денежные средства возвращаются на счет инвесторов, которые, в свою очередь, теряют как время, так и деньги, которые они могли бы вложить в компанию, размещение которой увенчается успехом. Практическая полезность настоящего исследования состоит в том, что на основании его результатов инвесторы смогут выбирать для инвестирования такие компании, которые с большей вероятностью успешно завершат кампании по сбору средств от инвесторов. Исходя из результатов исследования, во избежание потери времени и средств инвесторам можно порекомендовать вкладываться в недиверсифицированные компании, предлагающие большие доли капитала инвесторам.

Также настоящее исследование полезно тем, что по его результатам можно определить и драйверы финансовой результативности компаний, размещенных на краудфандинговых платформах. Инвесторам, в большинстве своем желающим максимизировать прибыль, можно порекомендовать обращать внимание на такие драйверы финансовой результативности, как наличие диверсификации и наличие представителя команды топ-менеджмента в числе акционеров. Настоящее исследование показало, что компании, в числе акционеров которых есть представители топ-менеджмента, демонстрируют более высокие финансовые результаты. Более того, настоящая работа помогает не только выбрать объект для инвестирования на краудфандинговой платформе, но и саму краудфандинговую платформу: в результате проведенного исследования было выявлено, что средняя доходность компаний, размещенных на платформах с номинальной структурой владения, выше, чем на платформах с прямой структурой.

Результаты данного исследования применимы и для компаний-эмитентов на краудфандинговых платформах, так как в работе были выявлены факторы инвестиционной привлекательности, на которые стоит обратить внимание при проведении кампаний. Особенное внимание эмитентам стоит обратить на то, что инвесторы отдают предпочтение тем компаниям, в числе акционеров которых есть представители топ-менеджмента, ведь инвесторы осознают, что менеджеры, не имеющие финансовой заинтересованности в результатах компании, могут принимать решения, противоречащие

интересам инвесторов. То есть, вознаграждая менеджеров акциями компании, можно не только получить доверие инвесторов на краудфандинговых платформах, но и разрешить агентскую проблему. В частности, работа будет особенно полезна российским компаниям, которые только начинают использовать альтернативные источники привлечения финансирования и имеют не так много опыта в акционерном краудфандинге. Помимо всего вышеперечисленного, итоги работы могут быть полезны и для последующих исследований на тему результативности акционерного краудфандинга.

2.7. Ограничения исследования

Целью данной работы являлось выявлении взаимосвязи между характеристиками компаний, размещающих акции на краудфандинговых платформах, и их привлекательностью для инвесторов и финансовой результативностью и несмотря на то, что цель работы была достигнута, у исследования все же присутствует ряд ограничений.

Одним из основных ограничений является то, что в рамках исследования не были учтены все характеристики компаний-эмитентов, которые могут иметь взаимосвязь с привлекательностью для инвесторов. В первую очередь, это связано с тем, что многие из характеристик являются сугубо субъективными и могут быть связаны с личными предубеждениями и психологическими характеристиками инвесторов, соответственно, объективно измерить и включить их в модель было бы невозможно, однако взаимосвязь инвестиционной привлекательности и психологических факторов неоспорима.

Также в данной работе были обнаружены лишь корреляционные взаимосвязи, когда речи о причинно-следственных связях не было, что значительно усложняет составление и применение рекомендаций.

Таким образом, в качестве направлений дальнейших исследований можно отметить тестирование новых эконометрических моделей для тестирования предположений о наличии связи между характеристиками компаний и их привлекательностью и финансовой результативностью, а также включение иных характеристик компаний-заемщиков, взаимосвязь которых с финансовой результативностью и привлекательностью будет значимой, также перспективным направлением для исследований будет изучение интеллектуального капитала менеджеров компаний. Более того, в последующих исследованиях можно провести анализ причинно-следственных связей, чтобы сделать рекомендации более точными.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В первой главе настоящей выпускной квалификационной работы были рассмотрены понятие краудфандинга и его виды: благотворительный краудфандинг, условно-возвратный краудфандинг, краудлендинг и краудинвестинг (акционерный краудфандинг). Далее было представлено определение акционерного краудфандинга как способа привлечения денежных средств от большой группы инвесторов, которые инвестируют небольшие денежные суммы через интернет-посредников - краудфандинговых платформ. Затем были рассмотрены принцип работы краудфандинговых платформ и характеристики субъектов акционерного краудфандинга, а также правовые особенности акционерного краудфандинга в Великобритании. Рынок краудинвестинга Великобритании был выбран в качестве исследуемого, так как он является одним из наиболее развитых рынков краудфандинга в мире, также этому выбору способствовал тот факт, что компании, размещаемые на платформах Великобритании, обязаны публиковать бухгалтерскую отчетность, что значительно нивелирует проблему нехватки данных.

Во второй главе был приведен обзор релевантной литературы, включающий исследования, изучающие взаимосвязь характеристик компаний-эмитентов на краудфандинговых платформах и их инвестиционной привлекательности, а также взаимосвязь характеристик компаний-эмитентов на краудфандинговых платформах и их результативности. Опираясь на проанализированные исследования, был выдвинут ряд гипотез.

В конечную выборку настоящего исследования вошло 488 компаний, привлекавших капитал на краудфандинговых платформах Seedrs и Crowdcube в период с 2013 по 2020 гг. Информация для проведения эмпирического исследования была получена из следующих источников: краудфандинговая платформа Crowdcube, краудфандинговая платформа Seedrs, база данных TP Catalyst (обновление No142002 от 2 февраля 2022 г.), официальный сайт Регистрационной палаты Великобритании (Companies House).

Полученные в ходе исследования результаты показали, что компании-эмитенты на краудфандинговых платформах, предлагающие большие доли собственного капитала, являются более привлекательными для инвесторов. Это объясняется тем, что, вероятно, предложение больших долей капитала компаниями-эмитентами на краудфандинговых платформах связано с дальнейшими затратами для реализации крупных и рентабельных проектов, что не может не привлекать потенциальных инвесторов. Обратная взаимосвязь была выявлена между диверсифицированностью компании и ее финансовой

результативностью и привлекательностью для инвесторов. Вероятно, это вызвано тем, что стратегия диверсификации является более подходящей крупным компаниям, когда для молодых и небольших компаний, преобладающих на краудфандинговых платформах, диверсификация зачастую представляет собой необоснованные риски.

Также, как и ожидалось, в ходе исследования было обнаружено, что компании, размещенные на платформе Seedrs, т.е. на платформе с номинальной структурой акционерной собственности, более результативны в будущем по сравнению с компаниями, размещенными на платформе Crowdcube, т.е. на платформе с прямой структурой собственности.

Также подтвердилось предположение о том, что компании, в числе акционеров которых есть представители топ-менеджмента, оказываются более результативными. Это связано с тем, что менеджеры, не имеющие финансовой заинтересованности в компании, склонны принимать решения, противоречащие интересам акционеров и их стремлению максимизировать доходы. Однако менеджеры, входящие в число акционеров, принимают решения, нацеленные на повышение финансовой результативности компаний.

Основываясь на проведенном исследовании, можно привести ряд рекомендаций практического характера как для инвесторов, так и для компаний-эмитентов. Инвесторам на краудфандинговых платформах следует принимать решения об инвестировании средств в ту или иную компанию, основываясь на драйверах ее финансовой результативности, например, на возрасте компании, наличии диверсификации, наличии представителей топ-менеджмента в составе акционеров и величине предлагаемого капитала. Полезность настоящего исследования заключается в том, что благодаря ему непрофессиональные инвесторы смогут принимать решения, основываясь на качественных и количественных характеристиках компаний, а не на субъективном отношении к конкретной бизнес-идее. Также настоящее исследование применимо и для компаний-эмитентов на краудфандинговых платформах, так как в работе были выявлены факторы инвестиционной привлекательности, на которые стоит обратить внимание при проведении кампаний. Наконец, результаты исследования могут быть применимы и в рамках последующих работ исследователей, заинтересованных в результативности акционерного краудфандинга.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Кляровская Н.А. Акционерный краудфандинг: детерминанты успеха компании при размещении на краудфандинговой платформе. [Электронный ресурс] / Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Кляровская Н.А. // Вестник С.-Петербург. ун-та. / Сер. Менеджмент – 2021. Вып. 20. – Режим доступа: <http://doi.org/10.21638/11701/spbu08.2021.201> (дата обращения 20.03.2022).
2. Березинец И.В., Т.А. Гаранина, Ильина Ю.Б. Социальный капитал женщин — членов советов директоров и финансовая результативность компании: эмпирическое исследование. [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Т.А. Гаранина, Ю.Б. Ильина // подход к определению и структуре Российский журнал менеджмента. — том 16, No 3, 2018. (дата обращения: 28.03.2022)
3. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — 7-е изд. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014.
4. Волков Д. Л., Никулин Е. Д. Операционная эффективность и фундаментальная ценность собственного капитала организации // Вестн. С.- Петер. ун-та. Сер. Менеджмент. 2009. Вып. 1. с. 63–92.
5. Годовой отчет Банка России за 2020 год. [Электронный ресурс] // Центральный банк Российской Федерации. — 2022. — Режим доступа: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32268/ar_2020.pdf (дата обращения: 24.03.2022).
6. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007.
7. Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. Crowdfunding: geography, social networks, and the timing of investment decisions / Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. // Journal of Economics & Management Strategy — 2015. – Vol. 24(2), p. 253-274
8. Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. Are syndicates the killer app of equity crowdfunding? / Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. // California Management Review. — 2016. — Vol. 58(2). – p. 111-124.
9. Ahlers, G.K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. Signaling in equity crowdfunding / Ahlers, G.K., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. // Entrepreneurship: Theory and Practice. — 2015. – Vol. 39, p. 955-980

10. Almerico K. SEC Delays Equity Crowdfunding Piece of JOBS Act for Another Year. / Almerico K. // Entrepreneur. – 2014.
11. Baeck, P., Collins, L., Zhang, B. The UK Alternative Finance Industry Report [Электронный ресурс] / Baeck P., Collins L., Zhang B. // NESTA. – 2014, Режим доступа: <https://media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf> (дата обращения 10.04.2022).
12. Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., Vetsuypens, M. The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. / Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., Vetsuypens, M. // Journal of Financial Economics. – 1990. – Vol. 27(2), pp. 447-471.
13. Beauhurst. Company Growth Life Cycles [Электронный ресурс] // Beauhurst. — Режим доступа: <https://about.beauhurst.com/blog/stages-evolution-companies/> (дата обращения: 09.03.2022)
14. Beauhurst. The UK crowd funding landscape in 2019 [Электронный ресурс] // Beauhurst. — Режим доступа: <https://about.beauhurst.com/blog/uk-crowd-funding-landscape-2019/> (дата обращения: 09.03.2022)
15. Bechter, C., Jentzsch, S., Frey, M. From Wisdom of the Crowd to Crowdfunding. / Bechter, C., Jentzsch, S., Frey, M. // Journal of Communication and Computer. – 2011. – Vol. 8, pp. 951-957.
16. Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. Crowdfunding: tapping the right crowd / Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. // Journal of Business Venturing. — 2014. – Vol. 29(5), p. 585-609.
17. Burkett, E. Crowdfunding exemption—online investment crowdfunding and US securities regulation. / Burkett, E. // Transactions: Tennessee Journal of Business Law. – 2011. – Vol. 13, pp. 63.
18. Campanella F., Serino L., Battisti E., Christofi M., Giakoumelou A. Financial Technology: evidence in the European Banking System. / Campanella F., Serino L., Battisti E., Christofi M., Giakoumelou A // In2020 IEEE International Conference on Technology Management, Operations and Decisions (ICTMOD). – 2020. – pp. 1-6.
19. Campello M., Giambona E., Graham J. R., Harvey C. R. Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. / Campello M., Giambona E., Graham J. R., Harvey C. R. // The Review of Financial Studies. – 2011. – Vol. 24, pp. 1944-79.
20. Caratelli M, Fattobene L. Smes alternative financing: the role of mini-bonds and business lending platforms. / Caratelli M, Fattobene L. // BANCARIA. – 2018. – Vol. 11, pp. 60-71.

21. Chang, K.-C., Chen, D.-Z., Huang, M.-H. The relationships between the patent performance and corporation performance. / Chang, K.-C., Chen, D.-Z., Huang, M.-H. // Journal of
22. Chenhall, R.H. Management control systems design within its organizational context; findings from contingency-based research and directions for the future // Accounting, Organizations and Society. – 2003 . – Vol. 28, pp. 127-168.
23. Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance / Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. // Journal of Financial Economics. – 1999. – Vol. 51, pp. 371-406
24. Correia, S.I., Sousa, M. and Brandão, E. Drivers of fundraising success in equity crowdfunding. [Электронный ресурс] / Correia, S.I., Sousa, M. and Brandão, E. // SSRN — 2019. — Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=3354210> (дата обращения: 03.04.2022).
25. Crowdcube. [Электронный ресурс] / Crowdcube. – 2022. — Режим доступа: <https://www.crowdcube.com/investments> (дата обращения: 17.01.2022)
26. Crowdspace. Equity crowdfunding platforms in the UK. [Электронный ресурс] / Crowdspace. – 2022. – Режим доступа: <https://thecrowdspace.com/equity-crowdfunding-platforms-in-uk/page/2/> (дата обращения: 05.02.2022)
27. Cumming, D., Johan, S. Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights / Cumming, D., Johan, S. // Academic Press. — 2019.
28. Cumming, D., Meoli, M., Vismara, S. Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding. / Cumming, D., Meoli, M., Vismara, S. // Research Policy. – 2019. – Vol. 48(8).
29. Cumming, D., Wright, M. Entrepreneurial finance in a changing landscape. / Cumming, D., Wright, M. // Keynote presentation at the 2nd Entrepreneurial Finance Conference (6-7 July 2017, Ghent). – 2017.
30. De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom, D. A Framework for European Crowdfunding [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf> (дата обращения: 20.02.2020).
31. Dharwadkar, B., George, G., & Brandes, P. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. / Dharwadkar, B., George, G., & Brandes, P. // Academy of management review. – 2000. – Vol. 25(3), pp. 650-669.
32. Donaldson, L. and Davis, J.H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. / Donaldson, L. and Davis, J.H. // Australian Journal of management. – 1991. – Vol.16(1), pp.49-64.

33. Eisenhardt, K.M., Schoonhoven, C.B. Organizational growth: Linking founding team, strategy, environment, and growth among US semiconductor ventures, 1978-1988. / Eisenhardt, K.M., Schoonhoven, C.B. // *Administrative science quarterly*. – 1990. - pp.504-529.
34. Elhamma, A., Taouab, O. Budgetary evaluation, environmental uncertainty and performance: case of Moroccan firms // *American Journal of Service Science and Management*. – 2015. – Vol. 2 No. 1, pp. 1-6.
35. Equity Crowdfunding in the UK: Evidence from the Equity Tracker. [Электронный ресурс] // British Business Bank – 2015. - Режим доступа: <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2015/03/230315-Equity-crowdfunding-report-final.pdf> (дата обращения: 14.02.2022).
36. Escamilla-Fajardo, P., Núñez-Pomar, J.M., Gómez-Tafalla, A.M. Clima Organizacional y sector de pertenencia: un análisis de la percepción de los empleados de entidades deportivas. / Escamilla-Fajardo, P., Núñez-Pomar, J.M., Gómez-Tafalla, A.M. // *Revista de psicología del deporte*. – 2016. – Vol. 25(1), pp.73-76.
37. European Crowdfunding Network. [Электронный ресурс] / European Crowdfunding Network. – 2016. — Режим доступа: <https://eurocrowd.org/> (дата обращения: 15.02.2022)
38. FCA. Conduct of Business Sourcebook. 2022. [Электронный ресурс] - Режим доступа: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf> (дата обращения: 02.03.2022).
39. FCA. The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules, 2014 [Электронный ресурс] — Режим доступа: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> (дата обращения: 14.03.2022).
40. Funding Circle [Электронный ресурс] / Funding Circle. – 2022. – Режим доступа: <https://www.fundingcircle.com/uk/about-us/> (дата обращения: 11.02.2022).
41. Gass, D. Crowd Funding. How to raise money with the online crowd / Gass, D. — 2011.
42. Giudici, G., Guerini, M., Rossi-Lamastra, C. Reward-based crowdfunding of entrepreneurial projects: the effect of local altruism and localized social capital on proponents’ success. / Giudici, G., Guerini, M., Rossi-Lamastra, C. // *Small Business Economics*. – 2018. – Vol. 50(2), pp. 307-324.
43. GOV.UK, Официальный сайт Правительства Великобритании. Use the Enterprise Investment Scheme (EIS) to raise money for your company. [Электронный ресурс] / GOV.UK. – 2022. — Режим доступа: <https://www.gov.uk/guidance/venture-capital-schemes-apply-for-the-enterprise-investment-scheme> (дата обращения: 18.03.2022).

44. Guilding, C., Warnken, J., Ardill, A., Fredline, L. An agency theory perspective on the owner/manager relationship in tourism-based condominiums. / Guilding, C., Warnken, J., Ardill, A., Fredline, L. // *Tourism Management*. – 2005. – Vol. 26, pp. 409- 420.
45. Haleblian J, Finkelstein S. Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. / Haleblian J, Finkelstein S. // *Academy of management journal*. – 1993. – Vol. 36(4), pp. 844-863.
46. Hemer, J. A snapshot on crowdfunding / Hemer, J. // *Arbeitspapiere Unternehmen und Region*. — 2011.
47. Hill, C. W., G. R. Jones. *Strategic Management: an Integrated*. – 1992. - pp. 274-291.
48. Hornuf, L., Neuenkirch, M. Pricing the value of cash flow rights in crowdfunding: an analysis of Innovestment backers / Hornuf, L., Neuenkirch, M. // *Small Business Economics*. — 2017.
49. Hornuf, L., Schwienbacher, A., Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding / Hornuf, L., Schwienbacher, A. // *Journal of Corporate Finance*. – 2015. – Vol. 50, p. 556-574.
50. Hornuf, L., Schwienbacher, A., Should securities regulation promote equity crowdfunding? / Hornuf, L., Schwienbacher, A. // *Small Business Economics*. — 2017. – Vol. 49(3), p. 579-593.
51. Hornuf, L.; Schmitt, M. Equity Crowdfunding in Germany and the UK: Follow-up Funding and Firm Survival / Hornuf, L.; Schmitt, M. // *CESifo Working Paper, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo)*. — 2017.
52. Hornuf,L.,Schwienbacher,A.,Internet-based entrepreneurial finance: lessons from Germany / Hornuf, L., Schwienbacher, A. // *California Management Review* – 2017. – Vol. 60(2), p. 150-175.
53. Howe, J.The Rise of Crowdsourcing.[Электронныйресурс]/Howe,J.//WIRED.—2006. Режим доступа: <https://www.wired.com/2006/06/crowds/> (дата обращения: 13.02.2022)
54. Jeffery P, Arnold D. Disrupting banking. / Jeffery P, Arnold D. // *Business Strategy Review*. – 2014. – Vol. 25(3), pp. 10-15
55. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. / Jensen, M.C. and Meckling, W.H. // *Journal of financial economics*. – 1976. – Vol. 3(4), pp.305-360.
56. JOBS Act. US Securities and Exchange Commission. [Электронный ресурс] // US Securities and Exchange Commission. — 2012. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml> (дата обращения: 17.02.2022).

57. Kazan, E. The impact of CEO compensation on firm performance in Scandinavia. / Kazan, E // Bachelor's thesis, University of Twente. – 2016.
58. Kickstarter. [Электронный ресурс] / Kickstarter. – 2022. — Режим доступа: <https://www.kickstarter.com/about?ref=global-footer> (дата обращения: 11.02.2022).
59. Kiva. [Электронный ресурс] / Kiva. – 2022. — Режим доступа: <https://www.kiva.org/> (дата обращения: 11.02.2022).
60. Kuppuswamy, V., Bayus, B.L. Crowdfunding creative ideas: the dynamics of project backers in Kickstarter. / Kuppuswamy, V., Bayus, B.L. // *The Economics of Crowdfunding*, Cham: Palgrave Macmillan. – 2018. — pp. 151-182.
61. La Torre, M. Banche e welfare: Microcredito, crowdfunding e social impact investments. / La Torre, M. // *МК*. – 2013. – Vol. 5, pp. 28–34.
62. Lagazio, C., Querci, F. Exploring the multi-sided nature of crowdfunding campaign success. / Lagazio, C., Querci, F. // *Journal of Business Research*. – 2018. – Vol. 90, pp.318-324.
63. Lambert, T., Schwienbacher, A. An empirical analysis of crowdfunding. / Lambert, T., Schwienbacher, A. // *SSRN Research Paper*. — 2011.
64. Lenderkit. Overview of the Crowdfunding in UK: Regulations, Platforms, Trends. [Электронный ресурс] / Lenderkit. – 2022. – Режим доступа: <https://lenderkit.com/blog/b2b-guide-crowdfunding-in-uk/> (дата обращения: 02.02.2022).
65. Lin, M., Prabhala, N.R., Viswanathan, S. Judging borrowers by the company they keep: Friendship networks and information asymmetry in online peer-to-peer lending. / Lin, M., Prabhala, N.R., Viswanathan, S. // *Management Science*. – 2013. – Vol. 59, pp. 17-35.
66. Lu, X., Wang, J., Dong, D. Busy Boards and Corporate Performance. / Lu, X., Wang, J., Dong, D. // *China Finance Review International*. — 2013. – Vol. 3(2), с. 203-219
67. Lynn, D. M. The crowdfunding provisions of the JOBS Act. / Lynn, D. M. // *Financial Executive*. – 2012. – Vol. 28, pp. 42-44.
68. Martínez-Gómez, C., Jiménez-Jiménez, F. and Alba-Fernández, M.V. Determinants of Overfunding in Equity Crowdfunding: An Empirical Study in the UK and Spain. / Martínez-Gómez, C., Jiménez-Jiménez, F. and Alba-Fernández, M.V. // *Sustainability*. – 2020. – Vol. 12(23), p.10054.
69. Merchant, K. The design of the corporate budgeting system: influences on managerial behavior and performance // *The Accounting Review*. – 1981. – Vol. 56 No4, pp. 813-829.
70. Mollick, E. R. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. / Mollick, E. R. // *Journal of Business Venturing*. — 2014.

71. Nguyen, T., Cox, J., Rich, J. Invest or regret? An empirical investigation into funding dynamics during the final days of equity crowdfunding campaigns. / Nguyen, T., Cox, J., Rich, J. // Journal of Corporate Finance. – 2018. – Vol 58, pp. 784-803.
72. Nyberg, A.J., Fulmer, I.S., Gerhart, B., Carpenter, M.A. Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment. / Nyberg, A.J., Fulmer, I.S., Gerhart, B., Carpenter, M.A. // Academy of Management Journal. – 2010. - Vol. 53(5), pp.1029-1049.
73. Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., Parasuraman, A. Crowd-funding: turning customers into investors through innovative service platforms. / Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., Parasuraman, A. // Journal of Service Management. – 2011. Vol. 22(4), pp. 443–470.
74. Paez-Perez, D. and Sanchez-Silva, M. A dynamic principal-agent framework for modeling the performance of infrastructure. / Paez-Perez, D. and Sanchez-Silva, M.// European Journal of Operational Research. – 2016. – Vol. 254(2), pp.576-594.
75. Pantagakis, E., Terzakis, D., Arvanitis, S. R&D investments and firm performance: An Empirical Investigation of the High Technology Sector (Software and Hardware) in the EU. / Pantagakis, E., Terzakis, D., Arvanitis, S. // Available at SSRN 2178919. – 2012.
76. Parhankangas, A., Mason, C., Landström, H. Crowdfunding: an introduction. / Parhankangas, A., Mason, C., Landström, H. — 2019.
77. Pelizzon, L., Riedel, M., Tasca, P. Classification of crowdfunding in the financial system. / Pelizzon, L., Riedel, M., Tasca, P. // Banking Beyond Banks and Money, Cham: Springer. — 2016.
78. Ralcheva, A., Roosenboom, pp. On the road to success in equity crowdfunding. / Ralcheva, A., Roosenboom, pp. // SSRN working paper. — 2015.
79. Ramsey, Y. A. What the heck is crowdfunding? / Ramsey, Y. A. // Business people. – 2012. – November, p. 54-57
80. Riahi-Belkaoui, A., Pavlik, E. Effects of Ownership Structure, Firm Performance, Size and Diversification Strategy on CEO Compensation: A Path Analysis // Managerial Finance.— 1993.— Vol. 19(2) ,pp. 33 – 54.
81. Rossi, A., Vanacker, T., Vismara, S. Equity crowdfunding: New evidence from US and UK market. [Электронный ресурс] / Rossi, A., Vanacker, T., Vismara, S. //SSRN – 2021. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=3752616> (дата обращения: 05.04.2022).
82. Sabia, L., Bell, R. and Bozward, D. Big fish: Leveraging the fear of missing out in equity crowdfunding in the post-COVID-19 era. / Sabia, L., Bell, R. and Bozward, D. // Business Horizons. – 2022. – Vol. 65(1), pp.59-67.

83. Sapienza, H., Korsgaard, M., Forbes, D. The self-determination motive and entrepreneurs' choice of financing. / Sapienza, H., Korsgaard, M., Forbes, D. // Cognitive approaches to entrepreneurship research. – 2003. – Vol. 6, pp.105-138.
84. Schwienbacher, A., Larralde, B. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures / Schwienbacher, A., Larralde, B. // Handbook of Entrepreneurial Finance. — 2010.
85. Schwienbacher, A., Larralde, B. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. / Schwienbacher, A., Larralde, B. // The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford: Oxford University Press. – 2012.
86. Seedrs. [Электронный ресурс] / Seedrs Limited. – 2022. — Режим доступа: <https://www.seedrs.com/> (дата обращения: 20.01.2022).
87. Shleifer, A. and Vishny, R.W. A survey of corporate governance. / Shleifer, A. and Vishny, R.W. // The journal of finance. – 1997. – Vol. 52(2), pp.737-783.
88. Signori, A., Vismara, S. Does success bring success? The post-offering lives of equity-crowdfunded firms. / Signori, A., Vismara, S. // Journal of Corporate Finance. – 2018.
89. Signori, A., Vismara, S. Returns on Investments in Equity Crowdfunding. / Signori, A., Vismara, S. – 2016.
90. Statista. Crowdinvesting United Kingdom. [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. — Электрон. дан. – 2022, Режим доступа: <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/alternative-financing/crowdfunding/united-kingdom> (дата обращения: 12.04.2022).
91. Statista. Crowdinvesting worldwide. [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. — Электрон. дан. – 2022, Режим доступа: <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/alternative-financing/crowdfunding/worldwide> (дата обращения: 12.04.2022).
92. Statista. Number of crowdfunding campaigns completed worldwide in 2016, by sector [Электронный ресурс]: информ.-аналит. материалы. — Электрон. дан. — 2016, Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/757247/number-crowdfunding-campaigns-completed-by-sector-globally/> (дата обращения: 19.03.2022)
93. Stemler, A. Equity-Based Crowdfunding: Allowing the Masses to Take a Slice of the Pie. In International Perspectives on Crowdfunding. / Stemler, A. // Emerald Group Publishing Limited. – 2016.
94. Tomczak A, Brem A. A conceptualized investment model of crowdfunding. / Tomczak A, Brem A. // Venture Capital. – 2013. Vol. 15 (4), pp. 335-359.

95. UK Public General Acts. The Companies Act 2006 of United Kingdom. [Электронный ресурс] / UK Public General Acts — 2006. — p. 46. Режим доступа: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> (дата обращения: 05.03.2022).
96. UK Statutory Instruments. The Financial Services and Markets Act. [Электронный ресурс] / UK Statutory Instruments. — 2000. Режим доступа: <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/544/article/25> (дата обращения: 02.03.2022).
97. Valanciene, L. and Jegeleviciute, S. Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks. / Valanciene, L. and Jegeleviciute, S. // Economics and management. – 2013. Vol. 18, pp.39-48.
98. Vismara, S. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. / Vismara, S. // Small Business Economics. — 2016.
99. Vismara, S. Information cascades among investors in equity crowdfunding. / Vismara, S. // Entrepreneurship Theory and Practice. — 2017.
100. Vismara, S., Signori, A. How innovation shapes a firm's survival profile: Takeovers, regulatory and voluntary delistings. / Vismara, S., Signori, A. // Advances in Strategic Management. – 2015. – Vol. 31, pp. 321-340.
101. Vrontis, D., Christofi, M., Battisti, E. and Graziano, E.A., 2020. Intellectual capital, knowledge sharing and equity crowdfunding. Journal of Intellectual Capital.
102. Vulkan, N., Astebro, T., Sierra, M.F. Equity crowdfunding: a new phenomena. / Vulkan, N., Astebro, T., Sierra, M.F. // Journal of Business Venturing Insights. — 2016.
103. Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., Vanacker, T. Equity crowdfunding: First resort or last resort? / Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., Vanacker, T. // Journal of Business Venturing. – 2018. – Vol. 33(4), pp.513-533.
104. Walthoff-Borm, X., Vanacker, T.R., Collewaert, V. Equity crowdfunding, shareholder structures, and firm performance. / Walthoff-Borm, X., Vanacker, T.R., Collewaert, V. // Corporate Governance: An International Review. – 2018. – Vol. 26(5), pp.314-330.
105. Yasar, B. The new investment landscape: Equity crowdfunding. / Yasar, B. // Central Bank Review. - 2021. – Vol. 21, pp. 1-16.
106. Zhang, B., Baeck, pp., Ziegler, T., Bone, J., Garvey, K. The 2015 UK alternative finance industry report. / Zhang, B., Baeck, pp., Ziegler, T., Bone, J., Garvey, K. // Cambridge Center for Alternative Finance. — 2016.
107. Zhu, Z., Huang, F. The Effect of R&D Investment on Firm's Financial Performance: Evidence from the Chinese Listed IT Firms. / Zhu, Z., Huang, F. // Modern Economy. - 2012. – Vol. 3, pp. 915 – 919.